

Eesti Pank
Bank of Estonia

Rahapoliitiline Ülevaade

Märts 2007

Eesti Panga Rahapoliitilist Ülevaadet (RPÜ) ilmub kaks numbrit aastas. Ülevaate koostamisel ei ole piirdutud üksnes lõppenud kvartalis toimunud muutuste analüüsiga, seetõttu on iga RPÜ numbri puhul viidatud analüüsi valmimise ajale, mitte perioodile, mida selles on käsitletud. Kasutatud on kõige uuemaid andmeid, mis on ülevaate koostamise ajal olnud kättesaadavad.

RPÜ numbreid saab lugeda Eesti suuremates avalikes raamatukogudes ja Eesti Panga veebilehel <http://www.eestipank.info>.

RPÜ on saadaval ka Eesti Panga muuseumis (Estonia pst 11, avatud kolmapäevast reedeni kella 12–17).

Tellimisinfo telefonil 668 0998, tellimused faksil 668 0954 või e-posti aadressil trykis@epbe.ee.

ISSN 1406-4154

Toimetaja Kadri Põdra

Kaane kujundus ja makett Vincent OÜ

Küljendus Villu Tammer, Merle Moorlat

Trükitud Tallinna Raamatutrükikojas

SISUKORD

SISSEJUHATUS	4	MAJANDUSPROGNOOS	
I KOKKUVÖTE	5	VI MAJANDUSPROGNOOS	
Tähtsamad majanduspoliitilised arengusuunad aastatel 2007–2009	5	AASTATEKS 2007–2009	23
Maailma ja Euroopa majandus	5	Kokkuvõte	23
Rahapoliitika ja finantssektor	5	Prognoosi põhistsenaarium	23
Välis- ja sisenõudlus	5	Majanduskasv	23
Välistasakaal	5	Sisenõudlus	24
Tööturg	6	Investeeringud	24
Inflatsioon	6	Eratarbimine	24
Valitsussektor	6	Tööturg	24
Majanduspoliitilised järeldused	7	Välistasakaal	25
MAJANDUSKESKKOND 2006. AASTA LÕPUS JA 2007. AASTA ALGUSES		Välisvõlg	26
II MAAILMA JA EUROOPA MAJANDUS	9	Inflatsioon	26
Rahapoliitiline keskkond	9	Toiduained, tubakas ja alkohol	27
Kasvuväljavaated	9	Mootorikütus	28
Inflatsioon	9	Kodumajapidamiste kasutatav energia	28
Finants- ja toormeturud	10	Alusinflatsioon	28
III RAHA- JA KAPITALITURG	11	Pangandussektor	28
IV NÕUDLUS JA PAKKUMINE	14	Ettevõtete laenud	28
Sisenõudlus	14	Kodumajapidamiste laenud	29
Investeeringud	14	Prognoosi riskistsenaariumid	29
Eratarbimine	14	Riskistsenaarium I: äkkpidurdus kiirteel	30
Valitsussektor	15	Riskistsenaarium II: „mull” paisub	31
Välisnõudlus ja sisemaine pakkumine	16	Järeldused	31
Tööstus	16		
Teenindus ja muud tegevusalad	16		
Hõive	18		
Välistasakaal	18		
V INFLATSIOON	20		
Tarbijahinnad	20		
Elanike tulud ja inflatsiooniootused	20		
Krooni kurss ja ettevõtete konkurentsivõime	20		

SISSEJUHATUS

Eesti majanduskasv, mis on alates 2005. aasta teisest poolest ulatunud üle 10 protsendi, hakkab vähehaaval stabiliseeruma. Eesti peab kindlameelselt jätkama seni edu toonud majanduspoliitika rakendamist, sest majanduse kohanemine toimub loomuliku turuarengu kaudu ega nõua senisest erinevat poliitikat.

Eesti Pank prognoosib 2007. aasta majanduskasvuks 8,4%, järgmiseks aastaks 6,5% ning 2009. aastaks 5,6 protsenti. Ka prognoositud kasvunäitajatega on Eesti edaspidi üks kiirema majanduskasvuga riike Euroopa Liidus. Pikemas perspektiivis jätkub elatustaseme kiire lähenemine juhtivate Euroopa tööstusriikide omale ning Eesti majanduskasv peaks ulatuma 7–8 protsendini. Prognoosi põhistsenaariumiga võrreldes on kõige suuremaks riskiks üle 10protsendise, sisenõudlusel rajaneva majanduskasvu jätkumine, mis suurendab kasvu järsu aeglustumise tõenäosust järgnevatel aastatel.

Viimaste aastate kiire majanduskasv koos Eestit tabanud väliste hinnasurvetega on tõstnud Eesti inflatsiooni. 2007. jaanuaris 5 protsendi piiri ületanud tarbijahindade kasv püsib samas suurusjärgus nii sellel kui ka järgneval aastal. Eelmise aasta kõrge hinnataseme tõttu alaneb inflatsioonitempo eeldatavalt käesoleva aasta juunini. Aasta teisel poolel kasvab inflatsioon taas, mille peapõhjuseks on varem kokku lepitud soojusenergia käibemaksu tõus.

Inflatsioon saavutab kasvulae 2008. aastal, mil hinnatõus võib aasta arvestuses tõusta üle 5,5 protsendi, seda vaatamata alusinflatsiooni juba alanud langusele. 2009. aastal peaks inflatsioon aga taas vähenema ning edaspidi on oodata selle alanemist 3–4 protsendi tasemele. 2009. aastal on Maastrichti inflatsioonikriteeriumi täitmine vähetõenäoline.

SKP suhtes ligi 15 protsendini jõudnud jooksevkonto puudujääk hakkab lähiaastatel küll alanema, kuid jääb siiski suureks. Puudujääk hakkab märkimisväärselt vähenema alles siis, kui väga kiire investeringute kasv hakkab aeglustuma.

Eesti tööturg oli 2006. aastal piisavalt paindlik, et tööandjad said vastata välis- ja siseturu suurenenud nõudlusele. Edaspidi sõltub tööturu olukord selle paindlikkusest nii tööjõu liikuvuse, tööaja kasutamise kui ka palgakujunduse mõttes. Kui tööjõukulude kasv hakkab ületama tootlikkuse oma, kaasneb sellega eksportiva sektori konkurentsivõime alanemine ja pidurdub tulude kasv ka teistes majandusharudes.

I KOKKUVÕTE

TÄHTSAMAD MAJANDUSPOLIITILISED ARENGUSUUNAD AASTATEL 2007–2009

Maailma ja Euroopa majandus

Maailmamajanduse kasv püsib kiire, ületades 2007. aastal pikaajalist keskmist taset. Euroopa Liidu liikmesriikide kasvuväljavaated on head ning Eesti peamiste majanduspartnerite Soome ja Rootsi majanduskasv ületab Euroopa keskmist. Surve nähtavuse tõusuks on vähenenud ning tänavu oodatakse kogu maailmas ka toiduainetega seotud hinnasurvet vaibumist. Edaspidi on peamised riskid seotud toormehindadega.

Rahapoliitika ja finantssektor

Euroopa Keskpanga (EKP) intressimäära tõstmine on toonud kaasa laenude kallinemise ka Eestis. Võrreldes 2005. aasta lõpuga on intressimäärad tõusnud keskmiselt 1,5 protsendipunkti. EKP rahapoliitikast tulenevat intressimäärade tõusu on oodata ka 2007. aastal.

Laenumaht kasvab küll aeglustavas tempos, kuid annab siiski suure panuse majanduskasvu. Eluase- melaenu puhul on oodata kasvukiiruse stabiliseerumist, sest laenu tähtaegade veelgi pikemaks muutmine pole kuigi tõenäoline, intressimäärad tõusevad ning potentsiaalsete kinnisvaralaenuvõtjate arv on oluliselt vähenenud.

Eesti Pank eeldab, et 2007. aastal annavad pangad laene välja samas mahus kui mullu, mis tähendab, et laenumahu kasvutempo aeglustub. Aastatel 2007–2009 ei toimu eelduste kohaselt märkimisväärsed muutusi pangalaenude pakkumises. Turul valitsevat konkurentsi arvestades jäävad laenu tingimused laenuvõtja jaoks endiselt suhteliselt soodsaks seni, kuni püsib usaldus Eesti majanduskeskkonna vastu tervikuna.

Pankade kasumlikkus Eestis on olnud väga hea ning nende finantspuhvid on piisavad, et saada hakkama senisest märgatavamalt keerulisemates majandustingimustes.

Välis- ja sisenõudlus

Väliskeskonna jätkuva paranemise tõttu oli välisnõudlus 2006. aastal kõrge ning Eesti ekspordimaht kasvas kiiresti. Kaubagruppide ja tegevusalade lõikes oli kasvu kiirus väga erinev. Transiidi- ja allhankesektoris kasvutempo aasta teisel poolel aeglustus. Kogu ekspordisektorit see suundumus aga ei puudutanud ning Eesti ettevõtete konkurentsivõime ei vähenenud (eksport ilma kütuse, masinate ja seadmeteta kasvas ühtlaselt umbes 15 protsenti kogu 2006. aasta vältel). Eesti eksportijate tulevikuootused olid aastavahetusel isegi optimistlikumad kui varem. Aastail 2007–2009 on oodata ekspordi kasvutempo stabiliseerumist 10% lähedal.

2006. aastal jätkus sisenõudluse kiire kasv. Aasta teisel poolel hoogustus eratööstus ja suurenes investeerimisaktiivsus. Seda vaatamata sellele, et kinnisvarasektori kasvtsükli tipp jäi 2006. aasta esimesse poole. Tarbimist rahastati eraisikute suurenenud sissetulekuga ja laenumahu kiire, ehkki veidi aeglustunud kasvuga. Kuigi investeringute kasvutempo alaneb lähiaastatel tunduvalt, püsib investeerimisaktiivsus kõrge ning investeringute rahastamiseks tuleb jätkuvalt kasutada väliskapitali.

Sisenõudlus kasvas kiiresti ka 2007. aasta esimestel kuudel. Eratööstuse hoogustumisele viitasid tarbijate kindlustunde tugevnemine ning jaemüügi mahu kasvu kiirenemine jaanuaris-vebruaris. Kuigi sissetulekute kasv on endiselt kiire ning laenusaa- mise võimalused soodsad, on edaspidi oodata eratööstuse kasvu mõningast aeglustumist.

Välistasakaal

Sissetulekute kasvuga kaasnes 2006. aastal elanike säästude suurenemine, kuid see ei olnud kiirenenud eratööstusega võrreldes piisav, et peatada välistasakaalu halvenemist, mis algas juba 2005. aasta teisel poolel. Kokkuvõttes suurenes jooksev- konto puudujääk mullu ligi 15 protsendini SKPst.

Jooksevkonto puudujäägi kasvule avaldas ainsana vastutoimet valitsuse säästlik eelarvepoliitika, mis

on viimastel aastatel olnud äriotsustel tasandav. Kuna Eesti majanduses on säästmise tase juba praegu võrreldav rikaste tööstusriikide omaga, saab jooksevkonto puudujääk märkimisväärselt väheneda alles siis, kui investeeringute vajadus väheneb. Lähiaastatel seda oodata ei ole, sest Eesti majanduses on kapitali töötaja kohta Euroopa Liidu keskmisest tunduvalt vähem.

Rahastamise poolel oli kapitalivoogude struktuur 2006. aastal lähedane pikaajalisele keskmisele. Teenitud kasumist Eestisse jäetud summad moodustasid 6,5 protsenti aasta SKPst. Eestisse tehtud otseinvesteeringute kogumaht ulatus aasta lõpuks 95 protsendini SKPst. Seda on rohkemgi kui varasematel aastatel ja näitab välisinvestorite jaoks soodsa ärikliima püsimist ning nende usaldust Eesti majanduse kasvuväljavaadete vastu. Eesti välisvõlg kasvas 96%ni SKP suhtes. Selle põhjuseks oli laenu raha ulatuslik sissevool.

Tööturg

Eesti tööturg oli 2006. aastal piisavalt paindlik, et tööandjad said vastata välis- ja siseturu suurenenud nõudlusele. Hõive kasvas 6–7 protsenti peamiselt tööturule naasnute toel. Enamik uusi töökohti loodi teenindussektoris. Töötlevas tööstuses, mida võib pidada eksportiva sektori lipulaevaks, jätkus kiire kasv tänu tööjõu tootlikkuse paranemisele.

Kuna töötajate arvu märkimisväärset kasvu ei saa lähiajaks prognoosida, sõltub tööturu olukord aastail 2007–2009 selle paindlikkusest nii tööjõu liikuvuse, tööaja kasutamise kui ka palgakujunduse mõttes.

Tööjõu tootlikkuse ja palgakasvu vahetõttu võib jätkuvalt tähelepanu. Tööjõu erikulu (ühe toodanguühiku kohta tehtud kulutused tööjõule) kasvuga seotud riskid hakkasid ilmema juba möödunud aasta lõpul. 2007. aastal on oodata palgasurve svenemist ehk tööjõukulude suurenemist kasumlikkuse arvel. Konkurentsivõime seisukohalt võib see olla ohumärk. Korrektsioon tasakaalu suunas saabub aastail 2008–2009.

Inflatsioon

Aastal 2006 oli Eesti inflatsioon oodatust kiirem ning tarbijakorv kallines aastaga 4,4 protsenti. Inflatsioonitempot mõjutas tugevasti naftahindade heitlikkus, kuid kütusehinnad ei kujunenud siiski peamiseks hinnakasvu põhjustajaks. Nende mõju ilmnis rohkem läbi ülekandumise teiste kütuseliikide ja transporditeenuste hindadele. Näiteks kallines gaas 52% ning sellega seotud soojusenergia 16%. Lisaks mõjutasid eluasemekulusid kommunaalteenuste hindade tõstmine, juba 2005. aasta lõpukuu del tõusma hakanud korteriüürid ning nõudluse surve ehitusturul. Ootustega võrreldes kiirenes kõige enam toidukaupade hinnakasv, mis aasta keskmisena jõudis 4,6 protsendini.

2007. aasta alguses ulatus tarbijahindade tõus 5 ja märtsis 5,7 protsendini. Inflatsioonitempo alaneb eeldatavalt käesoleva aasta juunini. Aasta teisel poolel kiireneb inflatsiooni kasv taas, seda peamiselt varem kokku lepitud soojusenergia käibemaksu tõusu tõttu. Alusinflatsioon tõuseb selle majandusliku kõrgpunkti. Inflatsioon saavutab kasvulae 2008. aastal, mil see võib vaatamata alanema hakanud alusinflatsioonile kiirenedagi üle 5,5 protsendi taseme. 2009. aastaks peaks inflatsioon siiski 4,3 protsendini alanema. Keskmises perspektiivis on oodata inflatsiooni püsimist 3–4 protsendi tasemel.

Valitsussektor

Nii nagu varem, kujunes peamiseks Eesti majanduse välis- ja sisetasakaalu toetavaks jõuks eelarvepoliitika. Valitsuse sääst suurenes aasta jooksul pidevalt. 2006. aasta kokkuvõttes kujunes koondeelarve ülejääk eelmise aasta omast suuremaks, ulatudes ligikaudu 4 protsendini SKPst. Ülejääk tulenes teadlikust reservide suurendamisest, prognoositust paremast maksutulude laekumisest ning plaanitud kulude osalisest edasilükkamisest.

2007. aastaks kavandatud eelarve seadis eesmärgiks 1,9protsendise ülejäägi SKP suhtes. Võrreldes eelmiste aastatega on tegemist märksa jõulisema, kuigi majandusliku seisukohast tagasihoidliku

ülesandepüstitusega. Praeguseks on selge, et kavandatud eelarvekulude taustal kujuneb maksutulude kasv kiiremaks ning poliitilise tahte olemasolul on aastail 2007–2009 võimalik saavutada eelmise aasta omaga võrreldav eelarveülejääk.

Seega on valitsuse ülesandeks saavutada 2007. aastal võimalikult suur eelarveülejääk, mis oleks

võrreldav mulluse 3,8 protsendiga SKPst. Samas jätkub lähiaastatel tulumaksu alandamine. Uue valitsuskoalitsiooni ees on keeruline ülesanne ühitada maikuu valmivas uues riigieelarvestrateegias võimalikult suur eelarveülejäägi eesmärk lubadusega alandada tulumaksu määrat ning sooviga muuta mõningaid kulupoliitilisi eelistusi.

Tabel 1. Eesti majanduse põhinäitajad aastatel 2005–2009

	2005	2006	2007*	2008*	2009*	2007	2008
SKP, mld krooni	173,1	204,6	239,1	272,2	303,0	3,1	4,0
SKP reaalkasv, %	10,5	11,4	8,4	6,5	5,6	0,1	-1,2
Ühtlustatud tarbijahinnaindeks, %	4,1	4,4	5,1	5,6	4,3	0,6	0,8
Jooksevkonto, % SKPst	-10,5	-14,8	-15,2	-13,8	-12,6	-1,7	-0,6
Võlgnevus välismaailmale (jooksev- + kapitalikonto), % SKPst	-9,5	-12,3	-13,1	-11,9	-10,8	-0,9	0,1
Eratarbimise reaalkasv, %	7,9	15,8	14,7	9,9	7,3	2,2	1,1
Investeeringute reaalkasv, %	12,7	19,7	14,8	5,9	3,7	2,8	-3,8
Eksporti reaalkasv, %	21,5	10,0	8,2	7,5	6,8	-2,8	-2,4
Impordi reaalkasv, %	15,9	14,7	12,9	7,7	6,4	0,3	-2,1
Tööpuudus, %	7,9	5,9	5,5	5,9	6,3	0,4	0,9
Hõivatute arvu kasv, %	2,0	6,4	1,3	0,1	-0,3	-0,6	-0,3
Lisandväärtuse kasv töötaja kohta, %	8,3	4,7	7,0	6,4	5,9	0,7	-0,9
Reaalpalga kasv, %	8,3	12,6	12,7	8,8	6,0	2,1	-0,5
Keskmise brutopalga kasv, %	11,4	16,2	18,5	14,3	10,6	3,4	0,2
Krediidi nominaalkasv, %	50,4	51,6	37,3	22,7	14,7	2,4	1,6
Välisvõlg, %SKPst	86,0	95,8	103,0	107,1	110,9	12,6	8,6

* Eesti Panga prognoos aprillis 2007. Kahes viimases tulbas on võrdlus eelmise prognoosiga (november 2006).

MAJANDUSPOLIITILISED JÄRELDUSED

- Eesti majanduspoliitiliseks prioriteediks peab jääma euro kasutuselevõtt. Kuigi aastatel 2007–2009 me suure tõenäosusega ei täida Maastrichti kriteeriumit, peame säilitama valmisoleku eurole üleminekuks esimesel võimalusel.
- Valitsuse ülesandeks on saavutada 2007. aastal võimalikult suur eelarveülejääk, mis oleks võrreldav mulluse 3,8 protsendiga SKPst. Järgnevatel aastatel tuleb tähelepanulikult jälgida majanduse edasist arengut ning prognoosist erineva stsenaariumi korral olla valmis muutma nii tulude kui ka kulude plaane.
- Erasisikute sissetulekute kasv on edaspidi tagasihoidlikum ning sellega peavad oma äri-

plaanide koostamisel ja tulevikuootuste kujundamisel arvestama ka ettevõtteid, eriti kinnisvaraarendajad ja pangad.

- Eesti Pank soovib erasisikute tähelepanu pöörata sellele, et möödunud aastatel aset leidnud üheaegne tulude kiire kasv ja laenuintressimäärade alanemine on nüüdseks möödanik. Intressimäärad hakkasid tõusma eelmisel aastal ja kuigi sissetulekud kasvasid ettevõtete väga heade majandustulemuste toel jätkuvalt kiiresti, peavad inimesed arvestama suuremate intressimääradega ja tulude aeglasema kasvuga.
- Eesti Panga prognoosi kohaselt on laenumahu kasvu kõrgeriik läbi saamas. Laenumahu kasvunäitajates peaks see selgemalt ilmnema käesoleva aasta teisel poolel. Prognoosist eri-

neva stsenaariumi korral on Eesti Pank operatiivselt valmis rakendama finantssektoris täiendavaid meetmeid. Keskpanga ja Finantsinspektsiooni eesmärk on säilitada pankade kapitali- ja likviidsuspuhvrid tänasega võrreldaval tasemel.

II MAAILMA JA EUROOPA MAJANDUS

Maailmamajanduse kasv on endiselt kiire, kuigi tempo on pisut raugemas. Seni ei ole Ameerika Ühendriikide majanduse aeglustumine maailmamajandusele märkimisväärselt mõju avaldanud. Euroopa Liidu majanduskasvu väljavaated on head ning Eesti peamiste partnerriikide majanduskasv on kogu Euroopa Liidu kontekstis veelgi kiirem.

Suuremate keskpankade ees seisavad erinevad rahapoliitilised ülesanded. Kui Ameerika Ühendriikide puhul diskuteeritakse rahapoliitiliste intressimäärade langustsükli alguse tähtsust üle, siis euroalal eeldatakse baasintressimäärade tõusutsükli jätkumist.

Nõudlusest tingitud surve naftahinna tõusuks on vähenenud ja edaspidi on peamised riskid seotud toormehindade kasvuga. Globaalsed finantseerimistingimused on jäänud soodsaks.

RAHAPOLIITILINE KESKKOND

Ameerika Ühendriikides lõppes rahapoliitiliste intressimäärade tõus 2006. aasta juunis. Sellest ajast saadik on Ühendriikide keskpank hoidnud rahapoliitilised intressimäärad 5,2% tasemel. Pidades silmas majanduskasvu toetamise vajadust ootavad turuosalisel intressimäärade langustsükli algust 2007. aasta sügisel.

Euroopas alustas Euroopa Keskpank (EKP) rahapoliitiliste intressimäärade tõstmist 2005. aasta detsembris. Praeguseks on baasintressimäär tõstetud 3,75%ni. Arvatavasti tõusutsükkel jätkub ja käesoleval aastal oodatakse veel vähemalt ühte intressimäärade tõusu.

Enamikku 2006. aastast ja 2007. aasta algust iseloomustas euro mõõdukas tugevnemine dollari suhtes. Sellele vaatamata ei prognoosita aastaiks 2007–2008 euro kursi märkimisväärselt muutust dollari kursi suhtes.

KASVUVÄLJAVAATED

Prognooside järgi ületab maailmamajanduse kasv potentsiaalset taset ka 2007. aastal. Praegune kiire kasv peab ootuste kohaselt siiski varem või hiljem

aeglustuma kõigis peamistes majanduspiirkondades. Ameerika Ühendriikides pöördus kasvutrend juba 2006. aastal. Peamised riskid ongi seotud Ühendriikide kinnisvarasektoriga – selle mõjuga kohalikule ja maailma majandusele.

Euroopa Liidu väljavaade on märksa tugevam. Euroopas küündis euroala riikide keskmine majanduskasv 2006. aastal 2,8%ni, olles viimase viie aasta kiirem. Tööpuudus euroalal vähenes 2006. aasta lõpuks 7,6%ni, mis on viieteist aasta madalaim tase. Ka Soome majanduskasv taandub tänava eelmise aasta erandlikult kõrgelt tasemelt allapoole. Ekspordi kasvutempo väheneb prognooside kohaselt, kuid sisenõudlus püsib tugev.

Väljaspool euroala on Eesti peamisteks kaubanduspartneriteks Rootsi, Leedu, Läti ja Venemaa. 2006. aastal jäi nende riikide majanduskasvu tempo 5–12% vahemikku. Kuigi kasv aeglustub, jääb see ka edaspidi kiireks.

INFLATSIOON

Inflatsioonitempo püsib euroalal 2006. aastal enamikul kuudel üle 2% taseme, alanedes aasta lõpul 1,9%ni. Uue aasta esimestel kuudel püsib inflatsioon veidi madalamal, 1,8% tasemel ning jääb Euroopa Keskpanga prognoosi põhjal sellele tasemele kogu 2007. aasta jooksul.

Võrdlemisi väike tööpuuduse määr suurendab palgasurveid, kuid sisserände ja tööturureformide tõttu on inflatsioon kasvanud mõõdukalt. Selle aasta esimeste kuude areng näitab, et alusinflatsioon võib kiireneeda. 2008. aastaks oodatakse hoogsast majandusarengust tingitud palgasurve ülekandumist tarbijahindadesse. See tõstaks inflatsiooni EKP keskmiseks ajaks püstitatud hinnastabiilsuse eesmärgist (2%) kõrgemale.

Ilmastik oli 2006. aasta suvel Euroopa põllumeeste jaoks ebasoodne, mistõttu köögi- ja teraviljasaak jäi tavapärasest 20–40%st väiksemaks. Kui seni on põllumajandustoodete pakkumise vähenemine

toonud kaasa tarbijahindade tõusu, siis ekspertide arvates hakkab see mõju vaibuma.

Eelduste kohaselt kujunevad välised hinnasurved tarbijahindadele väiksemaks kui paaril viimasel aastal.

FINANTS- JA TOORMETURUD

Peamistele aktsiaturgudele oli 2007. aasta esimestel kuudel eelmise aastaga võrreldes omane suurem heitlikkus ja tõusutrend ei ole enam nii selgepiiriline kui eelmisel aastal. Aktsiaturud saavutasid veebruari alguses viimaste perioodide rekordtasemed, millele järgnes järsk korrigeerimine. Seejärel turud stabiliseerusid taas ning järsu languse jätkumist ei prognoosita. Ettevaates ei saa siiski välistada langust finantsturgudel, mis võib viia riskantsete varade vähendamiseni ja kapitali väljavooluni arenevatelt turgudelt.

Üleilmne nõudluse surve naftahinna tõusuks on aastataguse ajaga võrreldes vähenenud. Turud ootavad naftahinna mõõdukat kasvu 64 dollarini barrelist 2008. aasta keskpaigaks, kuid välistatud ei ole ka järsu hinnatõusu võimalus. Peamiseks hinnastabiilsust ohustavaks riskiks ongi toormehindade, sh puidu- ja metallhindade tõus. Eesti puhul on hinnasurve allikaks ka Venemaalt ostetava gaasi hind. Prognooside järgi kallineb gaas 2007. aasta sügiseks praegusega võrreldes 30%.

III RAHA- JA KAPITALITURG

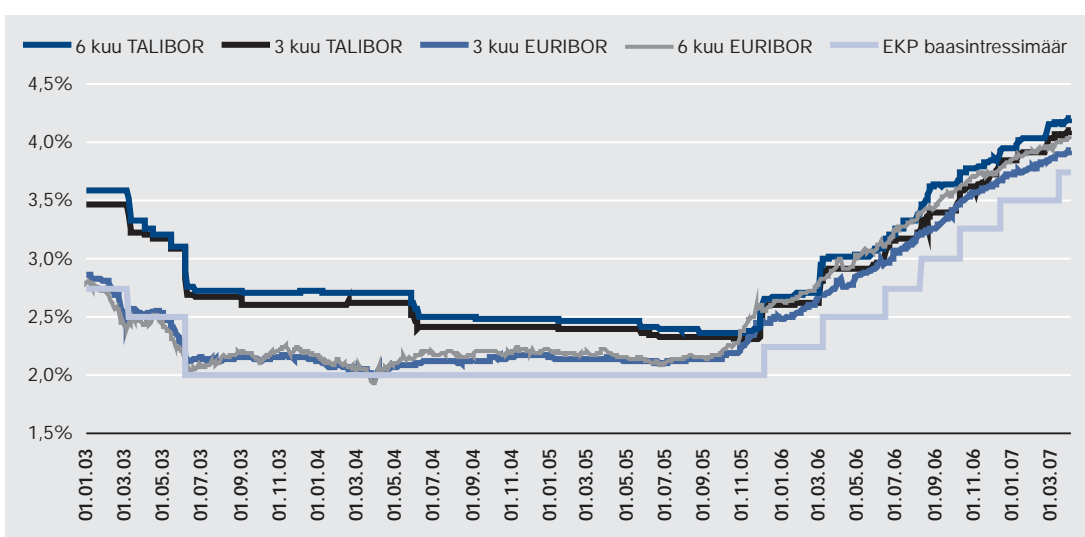
Monetaarsektorit iseloomustab jätkuvalt kõrge likviidsus, mis ei ole vaatamata Euroopa Keskpannga kitsendava rahapoliitika mõjule vähenenud. Eesti laenuuru intressimäärad on alates 2005. aasta lõpust, mis tähistab Euroopa Keskpannga rahapoliitiliste intressimäärade tõusutsükli algust, järk-järgult kasvanud kooskõlas 6 kuu EURIBORi tõusuga (vt joonis 1).

Võrreldes intressimäärade tõusutsükli algusega 2005. aastal on intressimäärad suurenenud keskmiselt 1,7 protsendipunkti võrra. Eluasemelaenu intressimäärad on olnud keskmiselt 0,9 protsendipunkti võrra kõrgemad 6 kuu EURIBORist (vt joonis 2). Ettevõtete pikaajaliste laenu keskmine intressimäär on jäänud eluasemelaenu intressimääradega võrreldes volatiilsemaks, kuid järgib siiski EURIBORi tõusu. Eesti laenuintressimäärade oodatav tõus, mis tuleneb Euroopa Keskpannga rahapoliitikast, peaks eelolevatel aastatel jääma suhteliselt piiratuks.

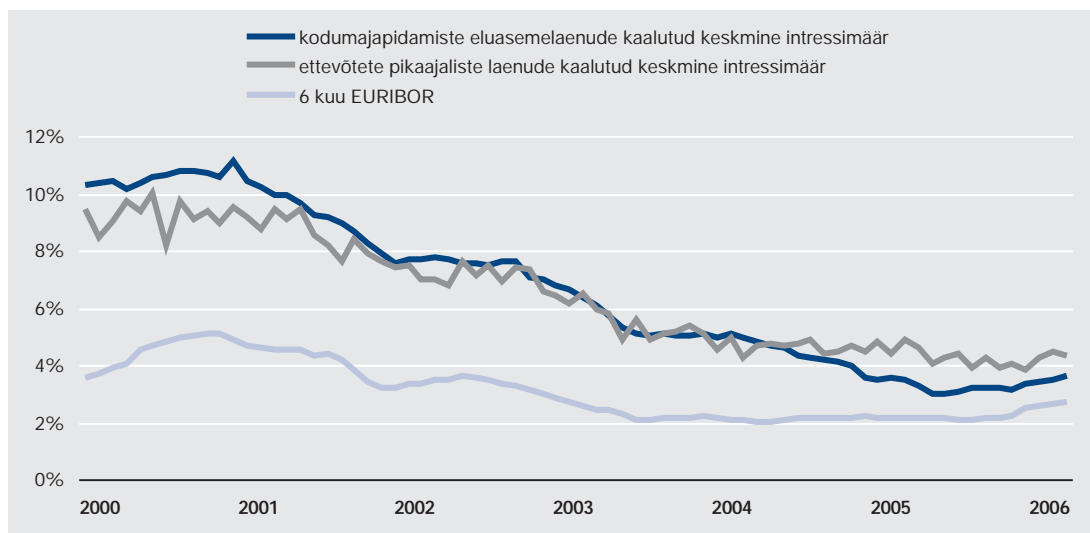
Rahapakkumise kiire kasvutempo viitab samuti kõrge likviidsuse säilimisele majanduses. Alates 2006. aasta lõpust pidurduma hakanud rahaagregaatide

aastakasvu tempo kiirenes taas 2007. aasta veebruaris. Majanduses ringleva sularaha aastakasv jäi varasemate aastate tasemele. Rahapakkumise kasv kiirenes eelkõige eraisikute nõudmiseni hoiuste suurenenud laekumise toel. Peamiseks mõjuriks olid tõenäoliselt tulumaksutagastused, mis on viimastel aastatel märgatavalt suurenenud. Eelkõige eluasemelaenu intressidelt arvestatud tulumaksu tagastamine tõstis eraisikute nõudmiseni hoiuste mahu kasvu võrreldavale tasemele suvepuhkustega seonduvate laekumistega juunis-juulis. Eraisikute tähtjaliste hoiuste maht kasvas samuti suhteliselt palju. Sissetulekute kiire kasv ja lihtne juurdepääs laenu rahale on eraisikute hoiuste mahu aastakasvu hoidnud alates 2006. aasta juulist üle 30% taseme ning ilmselt on sama on oodata ka eelolevatel kuudel. Pikaajaliste säästude ja finantsinvesteeringute maht kasvas endiselt tagasihoidlikult.

Ettevõtete hoiuste mahu kasvutempo on aeglustunud 2005. aasta alguse tasemele. Tavapärast volatiilne ettevõtete hoiuste maht vähenes 2007. aasta alguses mõnevõrra möödunud aasta lõpuga võrreldes. Veebruaris taastus nõudmiseni hoiuste mahu kasv. Ettevõtete tähtjaliste hoiuste maht seevastu



Joonis 1. Euroopa Keskpannga baasintressimäär ning Eesti krooni ja euro rahaturu intressimäärad



Joonis 2. Kodumaise reaalsektori pikaajaliste laenude intressimäärad ja 6 kuu EURIBOR

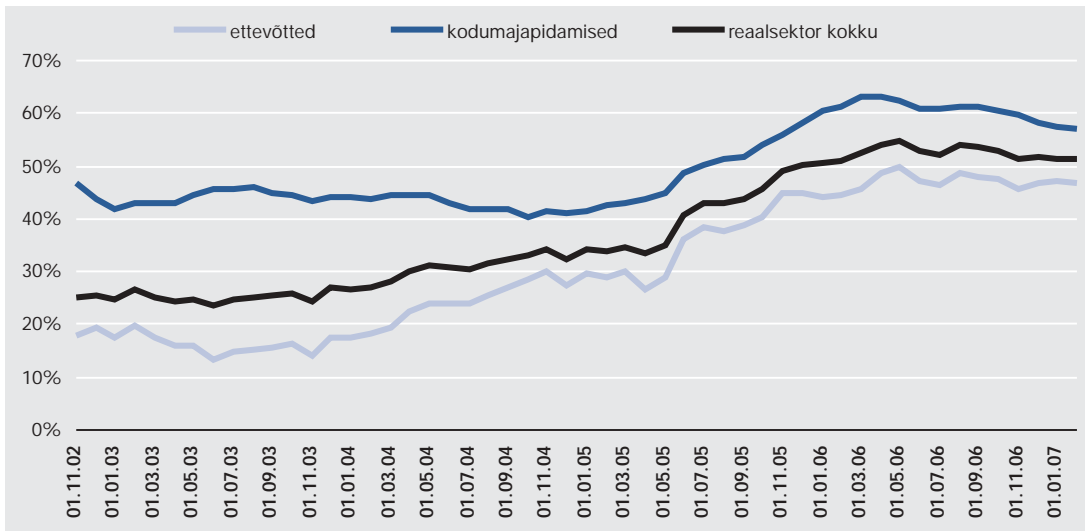
väheneb veelgi ning kasv kõigub ilmselt märkimisväärselt ka eelolevatel kuudel. Eelmise aasta arengutendentside kordumisel peaks kasvutempo veelgi mõnevõrra alanema.

Jätkuvalt kasvav laenukäive ning sõlmitud liisingulepingute arv viitavad sellele, et intressimäärade tase on laenuvõtjate jaoks endiselt soodus. Ettevõtete ja kodumajapidamiste laenu- ja liisingujäägi keskmine kasv kuus jäi 2006. aasta lõpus ning käesoleva aasta alguses varasemaga võrreldavale tasemele. Laenamiskäive oli aasta algusele omaselt 2007. aasta esimestel kuudel pisut madalam. Sellele vaatamata ületas reaalsektorile antud laenu mahu kasv 2007. aasta alguses siiski aastatagust taset.

Kuigi reaalsektori laenu- ja liisingujäägi aastakasv suurenes märgatavalt, on see alates 2006. aasta keskpaigast järginud langustrendi. Aeglustumine tuleneb nii võrdlusbaasi efektist ehk kiirest kasvust eelmise aasta algul kui ka veidi tagasihoidlikumast laenamiskäivest. Eelmainitud põhjustel on 2007. aasta esimesel poolel oodata ettevõtete ja kodumajapidamiste laenujäägi aastakasvu stabiliseerumist või kerge alanemistrendi jätkumist.

Kodumajapidamiste laenu- ja liisingujäägi kasv näib aeglustuvat. Majapidamiste laenumahu kasvu haripunkt tundub olevat jäänud 2006. aasta teise poole. Ühelt poolt on tegemist aasta algusele iseloomuliku arenguga, kus laenamiskäive on vähem aktiivne. Teisalt võib põhjuseid otsida tõusnud intressimäärade ning mõningal määral ka vaibunud aktiivsusest kinnisvaraturul, võttes arvesse, et ligikaudu 80% kodumajapidamiste laenujäägi kasvust tuleb eluasemelaenudest. Majapidamiste muude laenude (v.a kinnisvaralaenu) kasvutrendides olulisi muutusi ei toimunud. Nende panus majapidamistele väljastatud laenude aastakasvu püsib keskmiselt 12 protsendipunkti tasemel ning nende maht kasvab kuus keskmiselt umbes 0,5 mld krooni võrra.

Ettevõtete laenu- ja liisingujäägi kasvu puhul ei täheldatud suuri muutusi. 2006. aasta lõpus ning käesoleva aasta alguses püsib ettevõtete laenumahu aastakasv keskmiselt 47% tasemel (vt joonis 3). Majandussektorite löikes tuleneb jätkuvalt umbes 90% ettevõtete laenu- ja liisingujäägi kasvust sisenõudlusele suunatud suletud sektori laenu- ja liisingumahu suurenemisest. Enamiku sellest võib panna kinnisvarasektori arvele. Eksportiva sekto-



Joonis 3. Kodumaise reaalsektori finantseerimine finantssektori vahendusel (aastakasv)

ri ettevõtete laenu- ja liisingumahu kasv on jäänud suletud sektori omaga võrreldes tagasihoidlikuks.

Rahapakkumise kiire suurenemise taga oli ka 2006. aastal väliskapitali hoogne sissevool. Eesti Panga välisvaluutareservid kasvasid ligi kaks korda kiiremini kui aasta varem ning moodustasid umbes 4% SKPst. Nii nagu varemgi, toimus kapitali sissevool valdavalt pangandussektori kaudu ning selle taga oli enamasti väliskohustuste kasv. Lisaks jätkus tavapärane otseinvesteeringute sissevool mittefinantssektori ettevõtetesse, mis moodustas samuti ligikaudu 4% SKPst.

IV NÕUDLUS JA PAKKUMINE

Vastupidiselt ootustele kasvas sisenõudlus 2006. aastal SKPst kiiremini. Aasta teisel poolel kiirenes uuesti eratarbimise kasv ning suurenes investeerimisaktiivsus (vt joonis 1). Seda vaatamata sellele, et kinnisvarasektori kasv tipnes suvekuudel. Ressursside poole pealt toetas seda nii kodumajapidamiste sissetulekute kiire kasv kui ka jätkuv laenukasv, mis on vaid pisut aeglustunud. Selle kõrval oli Eesti ettevõtetel piisavalt potentsiaali kasutada ära väliskeskonna paranemist. Majanduskasv oli kokkuvõttes laiapõhjaline, hõlmates peaaegu kõiki tegevusalasid. Majandus kasvas hoogsalt ka 2007. aasta esimestel kuudel.

SISENÕUDLUS

Investeeringud

Investeeringuaktiivsus oli 2006. aastal jätkuvalt kiire. Aasta viimases kvartalis tõusis investeeringute ja varude osatähtsus taas ligi 40%ni SKP suhtes. Kui Eestis on põhivarainvesteeringud arenenud tööstusriikidega võrreldes niigi kiiremini kasvanud, siis viimastel aastatel on kiirenenud ka elamuehituse kasv. Hinnakasvu ja kaasatud ressursside suuruse mõttes võib kinnisvarasektorit pidada „ülekümenenuks”. Sektori kasvutempo, sh laenumahu

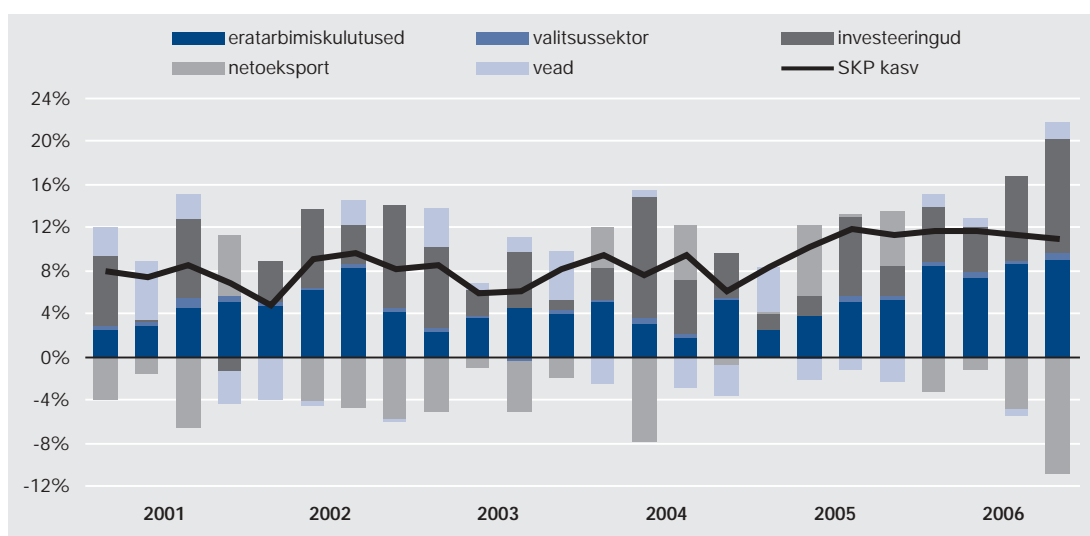
suurenemise järgi otsustades jäi arengutsükli tipp 2006. aasta suve algusesse. Sellest ajast saadik on kasvutempo küll pisut aeglustunud, ent mitte piisavalt, et parandada välistasakaalu ja alandada palgasurveid.

Kinnisvaraarenduse rahastamiseks on kaasatud rohkem väliskapitali. See aga ei ole vähendanud eksportivate ettevõtete rahastamise võimalusi, vaid suurendanud Eesti välisvõlga.

Eratarbimine

Eratarbimise kasv oli kogu 2006. aasta jooksul jõuline ning kõikis püsivhindades mõõdetult 15–16% vahel. Kasvu toetasid nii kiirenenud palgakasv, tulumaksu määra alandamine, vanaduspensionari korraline tõstmine kui ka tarbimislaenude suuremine. Et sissetulekud kasvasid hoogsalt ning kiiresti suurenesid ka lühiajalised säästud, siis tõusis eratarbimiskulutuste osatähtsus SKPs vaid mõnevõrra.

Eratarbimise kasv ei aeglustunud ka 2007. aasta esimestel kuudel. Sellele viitavad tarbijate kindlustunde uuringud, jaemüügi mahu jätkuvalt kiire kasv ning kaupade sisseveo struktuur.



Joonis 1. SKP reaalkasv ja selle komponendid

Kuna viimasel paaril aastal on Eestit tabanud mitmed toiduainehindadega seotud välisšokid, siis on toidule tehtud kulutuste osatähtsus küll vähenenud, kuid küünib endiselt 25%ni leibkonna kuludest. Ehitusbuum on hakanud mõjutama eluasemekulusid. Seetõttu vähenes nn sundkulude ehk toidu- ja eluasemekulude osatähtsus visalt, alanedes 2006. aasta kokkuvõttes 40%ni. 2005. aastal toimunud naftahinna tõus ning sõiduautode aktiivsem soetamine suurenenud sissetulekute toel on tõstnud ka transpordikulude osatähtsust. Muutused leibkondade kulutuste struktuuris lähendavad seda pidevalt jõukamate riikide omale ning ka edaspidi on oodata mitmesuguste isikuteenuste osatähtsuse kasvu.

Tarbimise kasvu on toetanud pangalaenuid ning järelmaksuga toodete pakkumise suurenemine. Pankadest väljastatavad tarbimislenuid on kasvanud enam-vähem samas tempos eluasemelaeendega ning nende osatähtsus kõigis kodumajapidamistele antud pangalaenudes on viimase kahe-kolme aasta jooksul kõikunud 9–10% tasemel. Samas on kinnisvara hinnakasv kandunud eratarbimisse, kuivõrd majapidamised võtavad kinnisvara tagatisel tarbimislaine. Viimaste osakaal tarbimislaineudes kasvas 2006. aastal 30%ni.

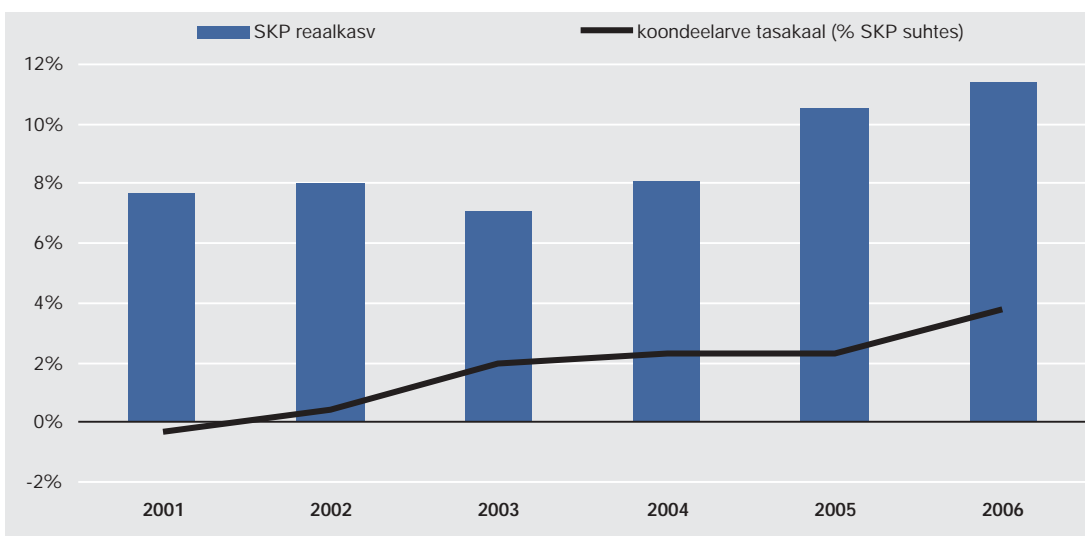
Valitsussektor

Kuigi mullu vähenes ettevõtte ja üksikisiku tulumaksumäär 24%lt 23%le, ei muutunud seejuures üldine maksukoormus. Rahandusministeeriumi andmetel on see suhtena SKPsse pigem isegi tõusnud (2005. aastal 30,8%lt 31,1%ni).

Nii nagu varemgi, toetas välis- ja sisetasakaalu peamiselt eelarvepoliitika. Valitsuse sääst suurenes aasta jooksul pidevalt. Aasta kokkuvõttes ületas koondelarve ülejääk eelmise aasta oma.

Eesti valitsussektori eelarve ülejääk 2006. aastal oli esialgsel andmel 3,8% SKPst. Valitsussektori konsolideeritud eelarve tulud ületasid kulud 7,7 miljardi krooniga. Keskvalitsuse eelarve ülejääk oli 2,9% SKPst ja sotsiaalkindlustusfondide oma 0,6% SKPst. Esmakordselt jõudis plusspoolele ka kohalike omavalitsuste sektor, mille koondelarve ülejääk oli 0,3% SKPst. Ülejääk tulenes reservide teadlikust suurendamisest, prognoositust paremast maksulaekumisest ning kavandatud kulude osalisest edasilükkamisest (vt joonis 2). Valitsussektori sääst pidurdas pisut välistasakaalu halvenemist.

Valitsussektori konsolideeritud võlg vähenes 2006. aastal esialgsel andmel 0,3 protsendipunkti



Joonis 2. SKP reaalkasv ja koondelarve tasakaal

(4,1%ni SKPst). Nagu ka 2005. aastal, moodustas 55% koguvõlast kohalike omavalitsuste sektori võlg.

2007. aastaks kavandatud eelarveülejäak on 1,9% SKPst (mis nominaalselt ületab 4 miljardit krooni). Eelmiste aastate taustal on tegemist märksa jõulisema, äriotsuse seisukohast aga siiski mõõduka ülesandepüstitusega. Aasta esimeste kuude järgi on selge, et kavandatud eelarvekulude taustal kujuneb maksutulude kasv märksa kiiremaks ning poliitilise tahte olemasolul on aastail 2007–2009 võimalik saavutada eelmise aasta omaga võrreldav või sellest isegi suurem eelarveülejäak.

VÄLISNÕUDLUS JA SISEMAINE PAKKUMINE

Tööstus

Nõudluse kasv nii Eesti peamistel eksporditurudel kui ka siseturul oli 2006. aastal viimaste aastate suuremaid ning ekspordival sektoril oli piisavalt potentsiaali kasutamaks ära väliskeskkonna paranemist. Kasv oli laiapõhjaline ning haaras peaaegu kõiki tegevusalasid ja töötleva tööstuse harusid (vt tabel 1). Analoogiline oli olukorda ka 2007. aasta esimestel kuudel.

Nii nagu varasematel aastatel, kujunes töötleva tööstuse kasvutempo ka 2006. aastal sisemajanduse koguprodukti keskmisest kasvust kiiremaks. Töötleva tööstuse toodang, müük ja eksport jagunesid enam-vähem võrdselt välis- ja siseturu vahel (vt joonis 3). Tööstustoodangu kasvukiirus ei aeglustunud ka 2007. aasta alguskuudel ning tööstusettevõtete kindlustunne oli isegi tugevam kui aasta varem. Jaanuaris-vebruaris kasvas töötleva tööstuse toodang põhiliselt keemiatoodete, toidukaupade, elektrimasinate, ehitusmaterjalide ja metalltoodete toel. Puidu- ja tekstiilitööstuses oli tootmismahd aastatagusega võrreldes väiksem. Puidutööstuses

põhjustab probleeme kodumaise toorme nappus sise- ja lähiturudel ning tekstiilitööstuses üha tugevnev konkurents Aasias asuvate kaubapakkujate poolt. Kokkuvõttes jäi kaubaekspordi kasv aasta esimestel kuudel kiireks, suurenedes aastaga 22%. Kaubagruppide ja tegevusalade kaupa oli kasvu kiirus väga erinev. Transiidi- ja allhankesektoris kasvu tempo aasta teisel poolel aeglustus.

Eesti ettevõtjad nimetavad peamise tootmist piirava tegurina tööjõu- ja materjalipuudust, mitte ebapiisavat nõudlust. Tööjõu pakkumisega seotud pinged johtuvad kiirest uute töökohtade loomisest ja palgakasvust teenindussektoris. Samas jäid finantseerimistingimused endiselt soodsaks¹, et soetada uut tehnoloogiat ja seadmeid ning suurendada tootmispotentsiaali.

Teenindus ja muud tegevusalad

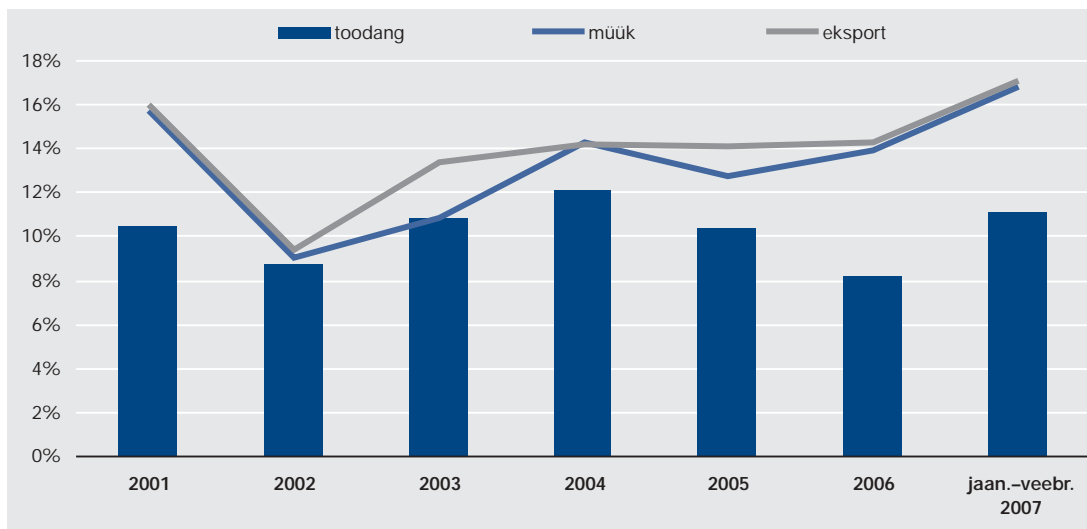
Teenindussektoris oli investeerimisaktiivsus jätkuvalt kõrge ja uute töökohtade loomine kiire. Kuigi müügikasvu tempo langes, olid nii 2006. aasta keskmised kui ka uue aasta alguse kasvunäitajad kahekohalised. Kui 2006. aasta esimesel poolel kiirendasid sisemajanduse koguprodukti kasvu peamiselt ehitustegevus ja kinnisvaraarendus, siis aasta teisel poolel võis just nendes sektorites märgata kasvutempo pidurdumist. Varasemate aastate kiirenemist silmas pidades on selline aeglustumine loomulik. Seejuures püsib nii ehituse kui ka kinnisvaraarenduse maht suur veel pikka aega ainuüksi juba alustatud ja kavandatud projektide tõttu.

Kui siseturule suunatud tegevusaladel võis ka veel 2006. aasta lõpus märgata nõudluse survet, siis näiteks nii veonduse, laonduse ja side kui ka hotellide ja restoranide sektoris oleksid Eesti ettevõtted olnud võimelised teenindama ka suuremat hulka väliskliente. Nimelt aeglustus teenuste eksport aasta lõpuks, seda peamiselt reisijateveo väheneva osakaalu tõttu. Turismitulud vähenesid peamiselt turis-

¹ Laenuvõtmise tingimused olid head, kasumlikkus kõrge ja väliskapitali sissevool suur.

Tabel 1. SKP reaalkasv tegevusalade lõikes (%)

	2003	2004	2005	2006
Põllumajandus, metsandus ja jahindus	1,1	-7,1	2,4	0,4
Kalandus	-5,2	-8,4	0,5	-4,0
Mäetööstus	13,5	-4,9	6,3	7,3
Töötlev tööstus	7,0	11,5	12,6	12,8
Elektrienergia-, gaasi- ja veevarustus	12,9	0,9	7,0	7,4
Ehitus	2,7	7,1	19,8	13,3
Hulgi- ja jaemüük	14,3	7,8	16,0	12,6
Hotellid ja restoranid	4,2	16,3	23,6	11,7
Veondus, laondus ja side	9,6	12,5	7,7	10,9
Kinnisvara, rentimine ja äritegevus	4,0	5,6	8,8	9,7
Finantsvahendus	18,9	22,6	25,2	22,8
Avalik haldus ja riigikaitse; kohustuslik sotsiaalkindlustus	4,7	1,1	2,3	2,1
Haridus	-0,9	0,9	0,9	5,3
Tervishoid ja sotsiaalhooldus	-0,6	4,2	6,5	6,8
Muud teenindusliigid	1,6	5,5	5,7	7,0
SKP kokku	7,1	8,1	10,5	11,4



Joonis 3. Töötleva tööstuse toodangu, müügi ja ekspordi kasv

tide arvu aeglasema kasvu tõttu võrreldes esimeste Euroopa Liiduga ühinemise järgsete aastatega.

Teenuste ekspordi kasv jäi praktiliselt 2005. aasta tasemele ja moodustas püsivhindades ligikaudu 5%. Tegevusalade löikes jäi Eesti majanduse struktuur samasuguseks nagu eelneval aastal.

Hõive

Viimastel aastatel toimunud majanduskasvu kiirenemise ajal on Eesti tööturg olnud piisavalt paindlik, et tootjad saaksid rahuldada välis- ja siseturu suurenenud nõudlust.

Tänu hoogsale majanduskasvule oli ka hõive kasv 2006. aastal viimaste aastate kiiremaid. Aasta keskmisena suurenes hõivatute arv 6,4% ligi 650 000 inimeseni. Seejuures loodi keskmisest kiiremini töökohati teenindussektoris, samas kui töötlevas tööstuses töökohtade arv vähenes. Töötlevas tööstuses, mida võib pidada eksportiva sektori lipulaevaks, jätkus kiire kasv tänu tööjõu tootlikkuse suurenemisele.

Töötuse määr langes 2005. aastaga võrreldes 7,9%lt 5,9%le; sealhulgas vähenes märkimisväärselt pikaajaliselt töötute arv. Endiste mitteaktiivsete arvele langes rohkem kui kaks kolmandikku tööhõive kasvust. Seetõttu tõusis ka tööturul osalemise määr möödunud aastal märgatavalt ja jõudis 65%ni (vt joonis 4).

Aasta teisel poolel hõivatute arvu kasv stabiliseerus. Nõudlus uute töötajate järele oli jätkuvalt suur ning pakkumine suhteliselt piiratud. Registreeritud töötute arvu jätkas kiires tempos alanemist ka 2007. aasta alguskuudel – 1. märtsi seisuga oli registreeritud 14 190 töötut, mis moodustab 2,2% tööjõust. Võrreldes aasta varasemaga vähenes registreeritud töötute arv 31,6%. Registreeritud töötute arvu langus pidurdus 2007. aasta alguskuudel. Osaliselt võib seda seletada töötu abiraha suurenemisega.

Kuna tööjõupakkumine ei saa edaspidi enam nii kiiresti kasvada, sõltub tööturu olukord aastail 2007–2009 selle paindlikkusest nii tööjõu liikuvuse, tööaja kasutamise kui ka palgakujunduse mõttes. Tööjõu tootlikkuse ja palga kasvu vahekord pälviv jätkuvalt tähelepanu. Tööjõu erikulu kasvuga seotud riskid hakkasid ilmema juba möödunud aasta lõpul. 2007. aastal on oodata palgasurve süvenemist ehk tööjõu kulude suurenemist kasumlikkuse arvel.

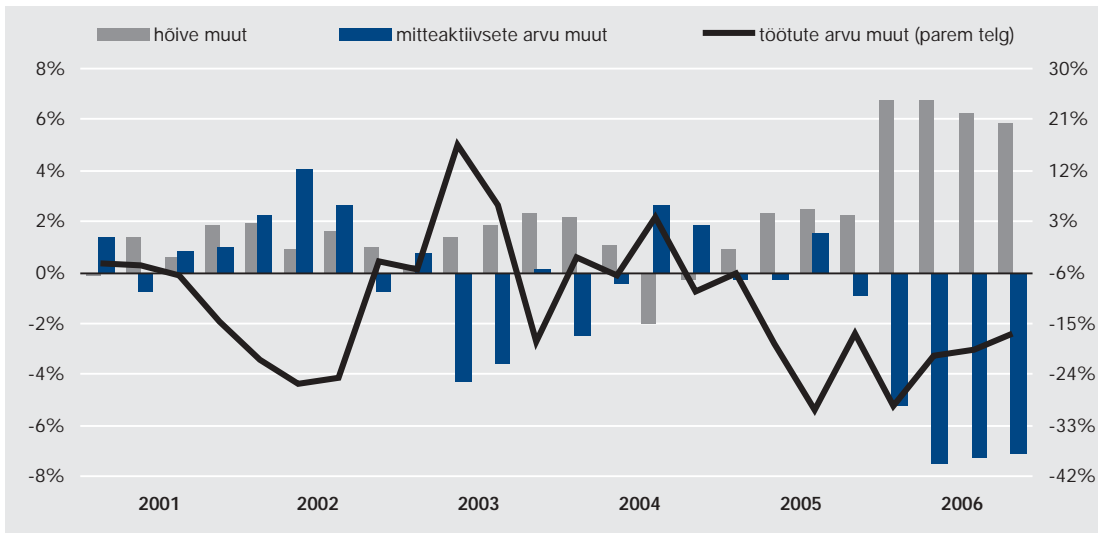
VÄLISTASAKAAL

Sissetulekute suurenedes kasvasid küll ka elanike säästud kuid see ei olnud kiirenenud investeringunõudluse ja tugeva eratööstusega võrreldes piisav, et peatada välistasakaalu halvenemist, mis algas juba 2005. aasta teisel poolel. Jooksevkonto puudujääk suurenes mullu 14,9%ni SKP suhtes. Peamiselt aitas välistasakaalu stabiliseerida valitsuse säästlik eelarvepoliitika (vt joonis 5).

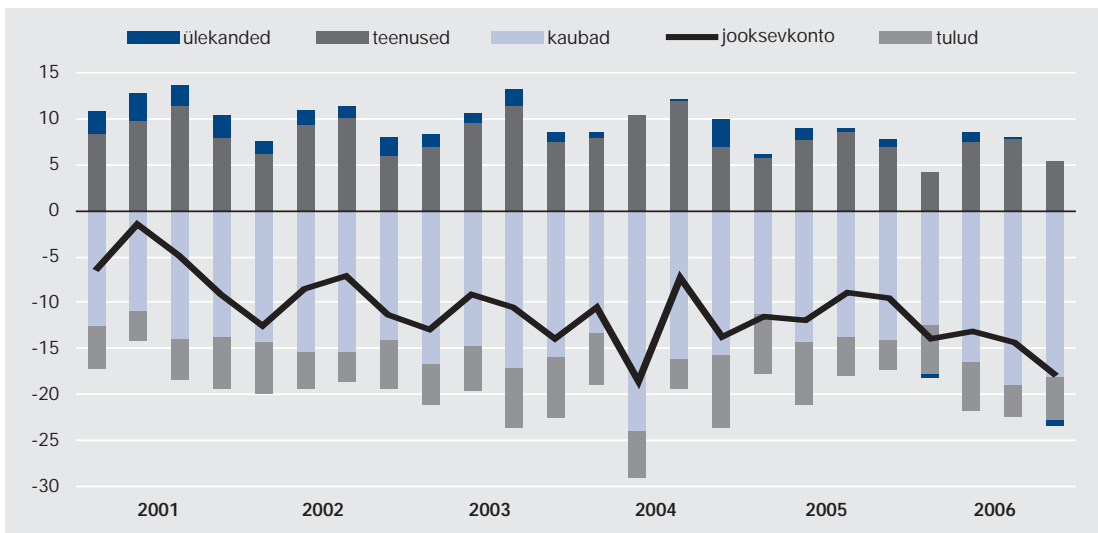
Rahastamise poolel oli kapitalivoogude struktuur lähedane pikaajalisele keskmisele. Teenitud kasumist Eestisse jäetud summad moodustasid 6,5% aasta SKPst. Eestisse tehtud otseinvesteeringute kogumaht ulatus aasta lõpuks 95%ni SKPst. Seda on rohkemgi kui varasematel aastatel ja näitab välisinvestorite jaoks soodsa ärikliima püsimist. Loomulikult arenguks võib pidada aeglaselt suurenevat raha väljavoolu väärtpaberite vormis. See protsess kajastab säästude suurenemist Eestis ning sellest tulenevat vajadust hajutada riske välismaale tehtavate rahapaigutuste abil.

Nii nagu varem, ei katnud otseinvesteeringute sissevool kogu rahastamisvajadust ning umbes pool raha sissevoolust moodustasid võlakohustused. Aasta lõpuks kasvas Eesti välisvõlg 96%ni SKP suhtes. Netovälisvõlg (st finantsvarade ja -kohustuste vahe) kasvas 27%ni SKP suhtes.¹ Mõlemad näitajad viitavad erasektori võlakooormuse kasvule.

² 2006. aasta III kvartalil toimus välisvõlas struktuurne muutus, mis suurendas muude sektorite välisvõlga ja alandas krediidiastutuste väliskohustusi ja -nõudeid. Hansa Grupis hakati 2006. aasta III kvartalis Balti riikide muid finantsvahendajaid (liisingfirmasid) finantseerima otse emapangast. Selle tulemusena suurenes Eesti muude sektorite välisvõlg. Samas lõpetati Hansa Läti ja Leedu finantseerimis- asutuste finantseerimine ASI Hansapank Eesti kaudu, mistõttu vähenesid krediidiastutuste välisnõuded ja -kohustused.



Joonis 4. Tähtsamad tööturunäitajad



Joonis 5. Jooksevkonto ja selle komponentide saldo (% SKP suhtes)

V INFLATSIOON

Eesti inflatsioon oli 2006. aastal oodatust kiirem ning tarbijakorv kallines aastaga 4,4%. Kuigi inflatsioonitempot mõjutas tugevasti naftahindade heitlikkus, ei kujunenud kütusehinnad kokkuvõttes kõige määravamaks hinnakasvu teguriks. Nende mõju ilmnis rohkem läbi ülekandumise teiste kütuseliikide ja transporditeenuste hindadele. Näiteks kallines gaas 52% ning sellega seotud soojusenergia 16%. Lisaks mõjutasid eluasemekulusid kommunaalteenuste hindade tõstmine, juba 2005. aasta lõpukuudel tõusma hakanud korteriüürid ning nõudluse surve ehitusturul.

TARBIJAHINNAD

Ehkki aasta teisel poolel hakkasid inflatsioonitempot rohkem mõjutama sisemaised hinnasurve, kiirenes ootustega võrreldes kõige enam siiski toidu kaupade hinnakasv. Aasta keskmisena jõudis toidu kallinemine 4,6%ni ning selle peamiseks põhjuseks olid suvised ebasoodsad ilmaolud. Teenused kallinesid aastaga 5,7% ning tööstuskaubad 3%. Üldise tulutaseme ühtlustumise raames võib teenuste 5–6%st hinnatõusu pidada igati jätkusuutlikuks, kuid antud juhul oli tegemist põhiliselt eluasemekulude hinnahüppega. Korteriüüri, ehitusteenuse ja remondimaterjalide ning mitmesuguste kommunaalteenuste kallinemise tõttu kasvasid eluasemekulud aastaga rohkem kui 10%.

2007. aasta alguskuudel oli tarbijahindade kasvutempo veidi üle 5% ning inflatsioonitempo erinevus euroala keskmisega võrreldes suurenes (vt joonis 1). Järjekordselt kujunes toiduainete hinnatõus oodatust kiiremaks ning näiteks märtsis oli toidukaupade korv ligikaudu 2,5% kallim kui 2006. aasta lõpus. Hinnakasvu hoogustas märgatavalt ka alusinflatsiooni kiirenemine ning endiselt oli tuntav eluasemekulude kallinemine. Oma mõju teenustekorvile oli ka maksupoliitikal. Meditsiiniseadmete käibemaksu vabastuse kaotamine oli ilmselt üks peamisi tervishoiuteenuste hinnatõusu põhjuseid. Uueks ilminguks selle aasta alguses oli sideteenuste odavnemise aeglustumine. Kui varasematel aastatel oli odavnemine 4–5%, siis näiteks märtsis oli see üksnes 2% (vt joonis 2).

ELANIKE TULUD JA INFLATSIOONIOOTUSED

Vaatamata inflatsiooni mõningasele kiirenemisele elanike inflatsiooniootused 2007. aasta alguses ei suurenenud. Eesti Konjunktuuriinstituudi andmetel jäid eratarbijate ootused järgneval 12 kuul toimuva hinnakasvu suhtes jaanuaris–märtsis eelneva aasta vastavatele hinnangutele isegi alla. Ning kuigi tarbijahindade inflatsioon tegelikult kiirenes, ei mõjutanud see tajutava ja oodatava inflatsiooni kartusi.

Kodumajapidamiste sissetulekud kasvasid 2006. aastal tervikuna jõuliselt. Sellele vaatamata ei kallinenud aasta kokkuvõttes reaalne tööjõu erikulu, st nominaalne tootlikkuse kasv ületas palgakulutuste kasvu. Aasta jooksul oli aga olukord erinev: kui esimesel poolaastal reaalse tööjõu erikulu vähenes, siis III ja IV kvartalis suurenes see vastavalt 0,8% ja 0,2%. Nominaalne tööjõu erikulu kasvas 2006. aasta esimese kolme kvartali jooksul 4–6%, aasta viimases kvartalis aga kiirenes 8,1%ni. Võrreldes eelneva aastaga on mõlema näitaja kasvutempo küll tõusnud, kuid pikemas perspektiivis on tegemist tulutasemete ühtlustumise loomuliku kaasnähtusega. Püsivhindades mõõdetava tööjõu erikulu jätkuv vähenemine näitab, et kogu rahvamajanduse tasandil oli tegemist tasakaalulise protsessiga. Siiski võis 2006. aasta lõpukuudel töötlevas tööstuses täheldada, et tööjõukulud suurenesid ning kasumlikkus vähenes. Sellise tendentsi kestmine on ohumärk eksportivate ettevõtete konkurentsivõime seisukohalt.

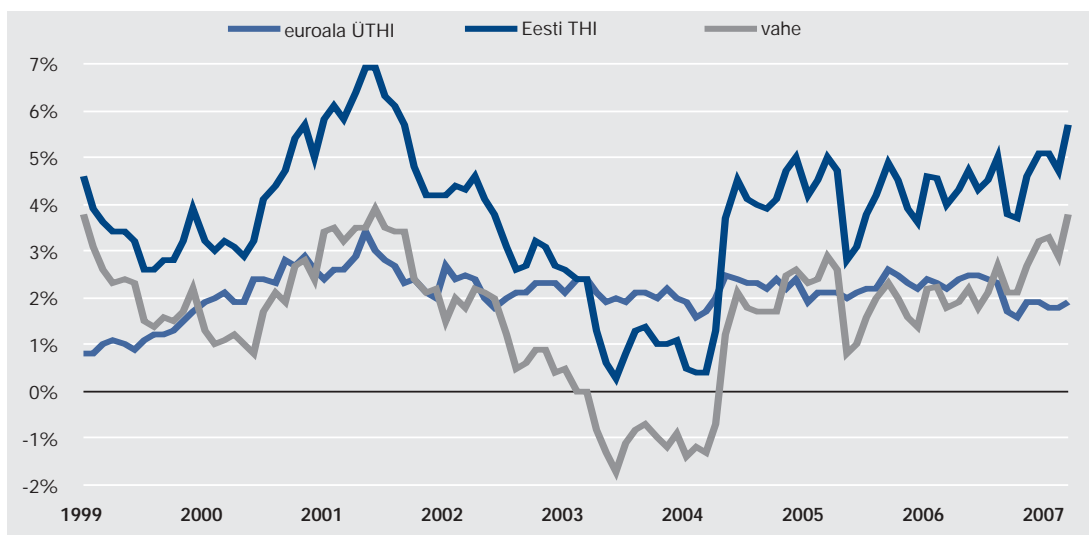
KROONI KURSS JA ETTEVÖTETE KONKURENTSIVÕIME

Maailma ja Euroopa majanduse hea seis ja tugev sisenõudlus võimaldasid tootjatel tõsta väljamüügi hindu. Kui 2006. aasta alguskuudel kõikus töötleva tööstuse tootjahindade kasvumäär 3,5% taseme lähedal, siis 2007. aasta veebruaris see enam kui kahekordistus, suurenedes juba 7,0%ni. See protsess ei puudutanud ainult siseturul müüdavate kaupade hindu. Ka välismaal olid kaubandustingimused

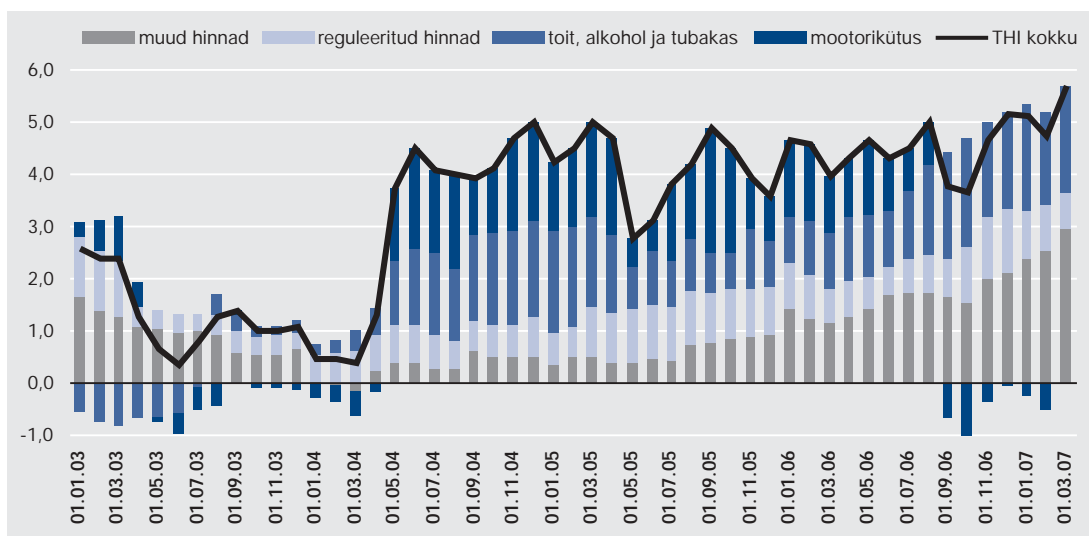
Eesti jaoks soodsad ning eksporditoodete hinnakasv kiirenes samuti (2,2%lt 2006. a alguses 5,7%ni 2007. a veebruaris).

Kiirema inflatsioonitempo tõttu kallines Eesti krooni reaalkursus tööstusriikide vääringute suhtes 2006. aastaga 2,8%. Teiste kaubanduspartnerite vääringute suhtes see aga hoopis odavnes – inflatsiooni-

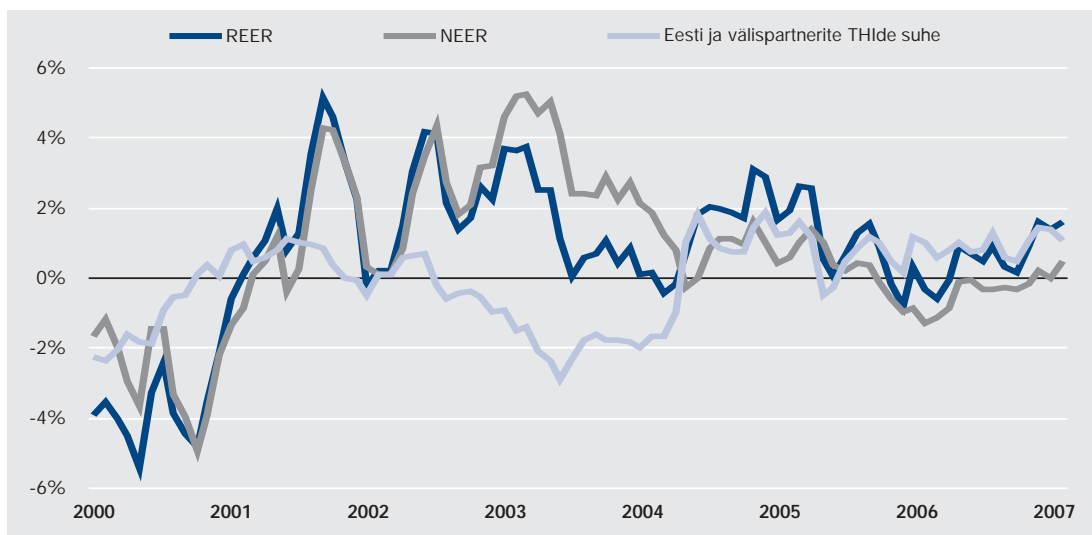
tempo oli Eestis isegi aeglasem ning ka kroon 1,7% odavam kui aasta tagasi. Kokkuvõttes kallines krooni reaalkursus kõigi kaubanduspartnerite vääringute suhtes seetõttu minimaalselt. Krooni nominaalkursus kallines samuti pisut 2007. aasta esimestel kuudel. Kuna inflatsioonitempo oli kiirem kui eelmise aasta keskmine, siis kiirenes ka reaalkursi tõus 1,0–1,5% (vt joonis 3).



Joonis 1. Eesti ja euroala tarbijahindade kasv



Joonis 2. Tarbijahindade kasv komponentide lõikes (protsendipunkti)



Joonis 3. Eesti krooni reaali- ja nominaalkursi muut

VI MAJANDUSPROGNOOS AASTATEKS 2007–2009¹

KOKKUVÕTE

Eesti majanduskasv on endiselt jätkusuutlikust kiirem. Käesoleva kevadprognoosi põhjal jääb majanduskasvu tipuks eelmine aasta. Algab aeglane majanduskasvu alanemise periood, mil inflatsioon jääb ligikaudu praegusele tasemele ja jooksevkonto puudujääk on jätkuvalt kahekohaline. Sealjuures võivad arengutrendid varieeruda mõnevõrra rohkem kui viimase aasta-poolteise jooksul.

Välisnõudlus jääb Eesti jaoks soodsaks kogu prognoosiperioodil. Samas on Eesti konkurentsivõime kasv ühisturul pidurdunud. Eesti jaoks on riskifaktoriks võimalikud meele muutused arenevate turgude suhtes. Euroopa Liidu uusliikmete osas optimism küll püsib, kuid samas tunnetatakse riskide suurenemist.

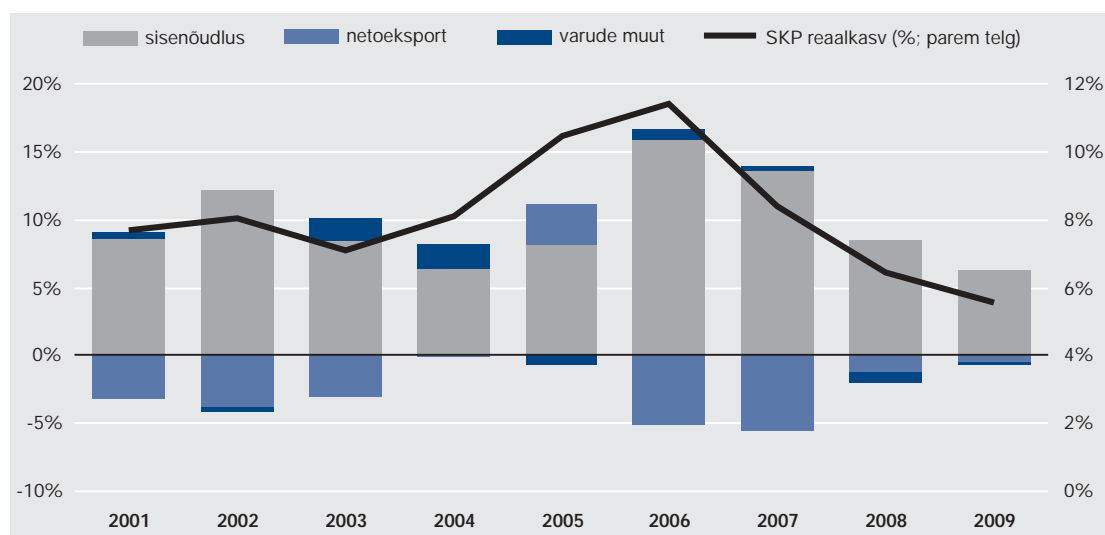
Kuigi inflatsiooniootused on Eestit ümbritsevas majandusruumis üsna vaoshoitud, on oodata intressimäära edasist tõusu. Eesti äriksikli stabiliseerimiseks sellest ei piisa, kuna mõju reaalintrissimäära-dele jääb väikeseks.

PROGNOOSI PÕHISTSENAARIUM

Majanduskasv

Sügisprognoosi põhistsenaariumis ootasime majanduskasvu järkjärgulist aeglustumist. Pisut pikemat perioodi silmas pidades on kasvu aeglustumise oht hakanud oluliselt suurenema seoses tööturu arenguga. Ühelt poolt napib vaba tööjõuressurssi, kuid teisalt on kulud kasvamas. Laenumahu jätkuv suurenemine võib majanduskasvu aeglustumist üksnes ajutiselt edasi lükata. Selles prognoosis näeme ette pikemaajalist majanduskasvu aeglustumise perioodi, mis tipneb 5–6%se majanduskasvuga prognoosiperioodi lõpus (vt joonis 1).

Konjunktuuribaromeetrite järgi iseloomustab Eesti majandust jätkuv optimism. Ettevõtetel jätkub tellimusi nii kodu- kui ka välisriikide ning soov töötajaid juurde palgata on endiselt suur. Samas ei saa välistada, et tegu on n-ö nominaalse optimismiga, kus kasumlikkust säilitatakse hinnatõusu toel. Näiteks on tööstustoodangu hinnaootuste baromeeter mõne kuuga kahekordistunud, ületades 1994. aasta kõrgtaseme. Ka ehitussektor on käesoleva aas-



Joonis 1. Majanduskasvu komponentide panus

¹ Käesolev kevadprognoos on valminud märtsi lõpus olemas olnud teabe põhjal.

ta esimesel poolel ehitustellimustega kindlustatud. Üllatuslikult on viimasel ajal paranenud konkurent-sivõime hinnangud, kuid see võib olla ka ülalkirjel-datud fenomen – ettevõtted tunnetavad turujõudu ja see võimaldab neil toodangut ajutiselt kõrgema hinnaga turustada. Kuna vaba tööjõuressurs on ammendumas, peab majanduskasv edaspidi tugi-nema senisest enam tootluse kasvule, mis tõenäoli-selt eeldab suuremaid investeeringuid masinatesse ja seadmetesse.

Sisenõudlus

Sisenõudlus kasvab endiselt hoogsalt. Tarbimis-struktuuri kujunemisel on oluline, kas palgakasv kiireneb kasumi arvel või suudavad ettevõtted kasu-mikasvu kompenseerida hindade tõstmisega. Ke-vadprognoosi põhistsenaariumi kohaselt on oodata kasumikasvu aeglustumist, millega kaasneb edas-pidi ettevõtete investeerimistegevuse aeglustumi-ne. Aastatel 2007–2009 soodustab sisenõudlust endiselt kiire, ehkki aeglustuv laenukoormuse kasv. Seetõttu oleme sügisprognoosiga võrreldes korri-geerinud majanduskasvu struktuuri prognoosi pe-riodi esimesel poolel sisenõudluse kesksemaks.

Investeeringud

Investeeringute osakaal SKPs on ka käesoleval aastal suur. Pankade laenuandmisvalmidus ei ole seni oluliselt muutunud, vaatamata ettevõtete kasu-mikasvu oodatavale pidurdumisele järgnevatel aas-tatel. Investeerimisotsused tehakse pikemaks ajaks ette, ent SKP statistikas kajastub see viitajaga. Et-tevõtete investeeringute kasv läbib korrektsiooni alles järgmisel aastal. Majapidamiste investeeringu-te reaalkasv ei ole vaatamata kõrgele võrdlusbaa-sile veel oma kasvupotentsiaali ammendanud. Ka käesoleva aasta esimesel poolel võib majapidamis-te investeeringute kasv kujuneda SKP kasvust kiire-maks. Edaspidi aga on aeglustumine vältimatu, sest laenuvõimeliste klientide baas on ammendumas.

Varasemates prognoosides oleme tõstatanud ette-võtete investeeringute struktuuri küsimuse, lootes, et masinatesse ja seadmetesse tehtavate investee-ringute osakaal hakkab kasvama. Seni ei ole see

täit kinnitust leidnud. 2006. aastal tõusis kinnisva-rainvesteeringute osakaal ettevõtete statistika põh-jal üle 60% taseme, jõudes aasta viimases kvartalis isegi kahe kolmandikuni. Sealjuures on kõige kiire-mini kasvanud maa ostuga seotud investeeringud, mille osakaal on paari aastaga peaaegu kahekor-distunud, jõudes 10%ni.

Eratarbimine

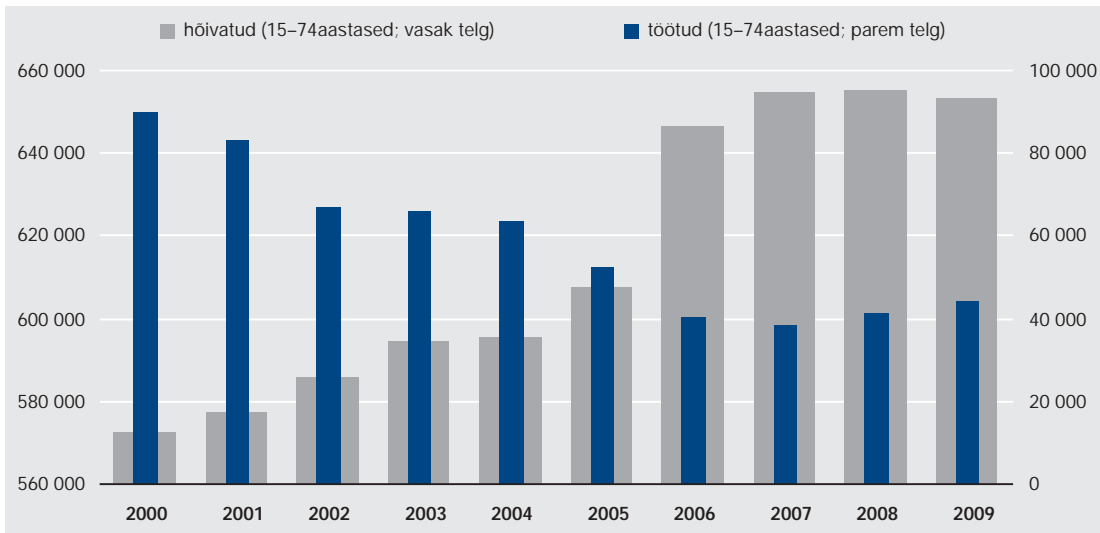
Majapidamiste kasutatava tulu kasv pole veel aeg-lustunud, pigem vastupidi. Seepärast kujuneb era-tarbimise kasv käesoleval aastal ligikaudu sama jõuliseks kui eelneval aastal, eelkõige palgakasvu kiirenemise tõttu. Teisalt tugevdab tarbimist suure-nenud kindlustunne nende elanike hulgas, kes si-senesid möödunud aastal tööturule. Ka teiste tu-lukomponentide kasv on jätkuvalt kiire. Nii peaks vanaduspension kasvama 2007. aastal hinnanguli-selt 18%; järgnevatel aastatel kasv mõnevõrra aeg-lustub.

Eratarbimine kasvab ka tarbimislaenude toel. Kuigi prognoos näeb ette tarbimiskrediidi kasvu aeglus-tumist, ei saa välistada, et palgakasvu kiirenemine võib tarbimislaenu võtmist lühiajaliselt ka hoogus-tada. Uued pakkujad tarbimislaenuturul muudavad kliendibaasi tasahaaval laiapõhjalisemaks.

Tarbijabaromeetri kohaselt näevad majapidamised ette säästude vähenemist järgmise 12 kuu jooksul ega oota inflatsiooni kiirenemist. Majapidamiste op-timism ja sellest lähtuvad tarbimis- ja laenuotsused võivad anda põhjust muretsemiseks, kui majandus-kasv peaks kiiresti aeglustuma.

Tööturg

Tööturul viimasel ajal toimunud muutusi võib hin-nata mitmeti. Üks tõlgendus on see, et tööpuudus on langenud väga madala tasemeni, mis koos piiri-ülese tööjõu vaba liikumisega on muutnud jõujooni tööandja ja töövõtja vahelistel läbirääkimistel. Tu-lemuseks on töövõtja positsiooni paranemine, mis seletab paljuski palgakasvu kiirenemist. Seega on olulised muutused tööturul alles aset leidmas (vt joonis 2).



Joonis 2. Tööturg

Palgakasvu kiirenemist saab ka teisiti tõlgendada. Mitme uuringu kohaselt on Eesti tööturg küllaltki paindlik, sest märkimisväärse osa ettevõtete palgafondist moodustavad tulemustasud, mis sõltuvad ettevõtte jooksva aasta majandusnäitajatest (nt kasumist ja käibest). Kuna viimastel aastatel on kasumite kasv olnud erandlikult kiire, siis on seetõttu ka boonused suurenenud. Seega ei viita kiire palgakasv probleemidele, kuna kasumlikkuse vähenedes aeglustub ka palkade kasv. Oluline on see, et majapidamised ei tõlgendaks praegust ülikiiret palgakasvu kui pikka aega kestvat arengut.

Viimastel aastatel on töövahendusega tegelev turunišš tugevasti arenenud, mis on loodetavasti parandanud tööturu toimimise tõhusust. Samas on vaba tööjõu nappus toonud kaasa uue töötaja tööleasumisega seotud kulude kasvu. Ühelt poolt on need kulud suurenenud, ent teisalt on ebapiisava kvalifikatsiooni tõttu vaja suurendada ka koolituskulusid või maksta töötaja ülemeelitamiseks konkurentidest kõrgemat palka. Kulude kasvades on uute töökohade loomine pidurdunud, mis viitab majanduskasvu aeglustumisele.

Kevadprognoosi põhjal stabiliseerub hõive kasv sel aastal, kuid palgasurved ei taandu vähemasti prog-

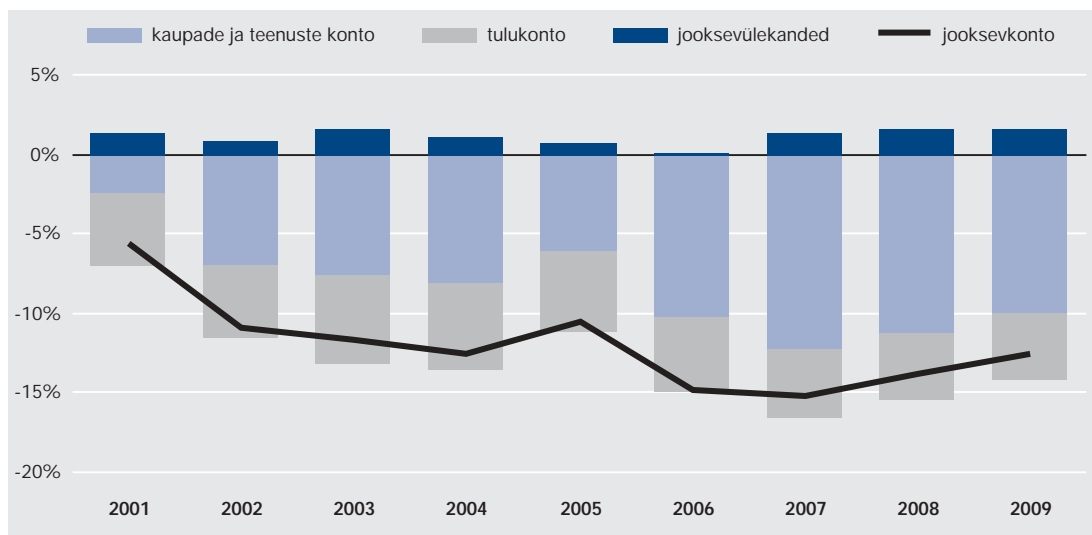
noosi esimesel poolel. Seetõttu suureneb lõhe palga ja tootlikkuse kasvu vahel, mis paneb proovile eelkõige väliskonkurentsile avatud ettevõtted.

Majanduskasvu aeglustudes ei pruugi tööturg kohanduda enam samamoodi kui pärast Vene kriisi, s.o eelkõige reaalpalka kaudu. Seekord võib kohandumine toimuda pigem läbi tööpuuduse, ent palgasurved ei pruugi tööjõu vaba liikumise tõttu nii kiiresti enam taanduda.

Välistasakaal

Kevadprognoosi järgi on jooksevkonto puudujääk suurem kui sügisprognoosis. 2007. aastal jääb jooksevkonto defitsiit 15,2% tasemele SKPst, alanedes järgmistel aastatel vastavalt 13,8% ja 12,6%ni (vt joonis 3).

Eesti impordinõudlus püsib käesoleval aastal tugev nii jõulise eratarbimise kui ka kõrge investeerimisaktiivsuse tõttu. Märkimisväärne osa sisenõudluse kasvust tugineb kiirenevale palgakasvule ja laenuvõtmisele. Impordikasv aeglustub üksnes ekspordikasvu pidurdumise arvel. Välismaal töötajate tööjõutulu sissevoolu kasv suudab mõnevõrra kasumite netoväljavoolu tasakaalustada ning tulukonto puudujääk väheneb võrreldes varasemate aastate-



Joonis 3. Jooksevkonto struktuur (% SKPst)

ga. Ülekannete konto ülejäägi tagab endiselt Euroopa Liidu abiraha. Konto saldo jääb alla 2% SKPst ja see eeldus pole sүgisega võrreldes eriti muutunud.

Välisvõlg

Välistasakaalu prognoosi muutumise tõttu on võrreldes sүgisprognoosiga kõrgemaks korrigeeritud ka brutovõla prognoosi. Prognoosiperioodil suureneb välisvõla suhe SKPsse siiski aeglasemas tempos – Eesti koguvälisvõlg kasvab käesoleval aastal 103%ni ning kahel järgmisel aastal 107,1% ja 110,9%ni SKPst.

Välisvõla kõige kaalukam ja kiiremini kasvanud komponent on krediidiasutuste väliskohustused (vt „Pangandussektor“).

Vaatamata Eesti välisvõla kiirele kasvule on võla teenindamise riskid majandustsükli tõusufaasis olnud madalad. Hinnanguliselt kujunes 2006. aasta koguvälisvõla teenindamise kuluks 6–7 miljardit krooni, mis moodustab ligikaudu 20% SKP (ja ka RKP) nominaalsest kasvust². Samas töid võlanõu-

ded sisse hinnanguliselt peaaegu 4 miljardit krooni, mis on pisut enam kui 10% SKP kasvust.

Kuna majanduse finantseerimisel on üha olulisem roll laenuressursil, siis välisvõla teenindamisega seotud küsimused taanduvad pigem muutustele emapankade riskihinnangutes (vt „Pangandussektor“). Arvestades pankade kohustuste struktuuri, kus suure osa moodustavad nõudmiseni hoiused, ning seda, et valdav osa laenulepingutest on sõlmitud ujuva intressimääraga, peaksid välisvõla teenindamisega seotud riskid olema intressimääratõusutsükli madalad, kuna pankade intressitulu peaks mitmekordselt katma intressikulu, mis tekib seoses kohustustega välisinstitutsioonide ees. Samas kujuneb see puhver tunduvalt väiksemaks, kui makseraskustes jäetakse peale intresside maksmata ka laenu põhiosamaksed.

Inflatsioon

Viimaste kuude statistika näitab, et kodumaised tegurid suudavad kompenseerida ka aastatagusega võrreldes stabiliseerunud kütusehindu ja hoida

² Hinnangu aluseks on krediidiasutuste väliskohustuste jäägilt makstav keskmine intress (2006. a 3,1%) ja ettevõtete laenujäägilt makstav keskmine intress (5,0%).

inflatsiooni 5% piires (vt joonis 4). Kuni 2006. aasta keskpaigani ei olnud hüviseturul kiirest majanduskasvust tulenevat hinnasurvet, kuid praeguseks on kohalikud tegurid muutnud inflatsiooni laiapõhjalisemaks. Vabad tööjõuresursid on ammendumas ning tööturult lähtuv surve kulude tõusuks kasvamas. Teisalt on nõudlus endiselt tugev, mis võimaldab ettevõtetel kergemini hinnasid tõsta. Kuigi inflatsioon on seni kujunenud üldjoontes vastavalt sūgisel prognoositule, tuleb tööturu viimastest andmetest ja administratiivsetest sammudest lähtudes kõrgemat inflatsioonitaset prognoosida. Võrreldes sūgisprognoosiga on täiendavat teavet administratiivsete otsuste kohta ilmnenu eelkõige maagaasi ja sellega seotud soojusenergia hinna teemal. Käesolevaks aastaks ootame 5,1%st inflatsiooni, mis järgmise aasta algul kiireneb administratiivsete meetmete tõttu 5,6%ni, kuid aeglustub 2009. aastal 4,3%ni. Eesti ei suuda prognoosiperioodil Maastrichti inflatsioonikriteeriumit täita.

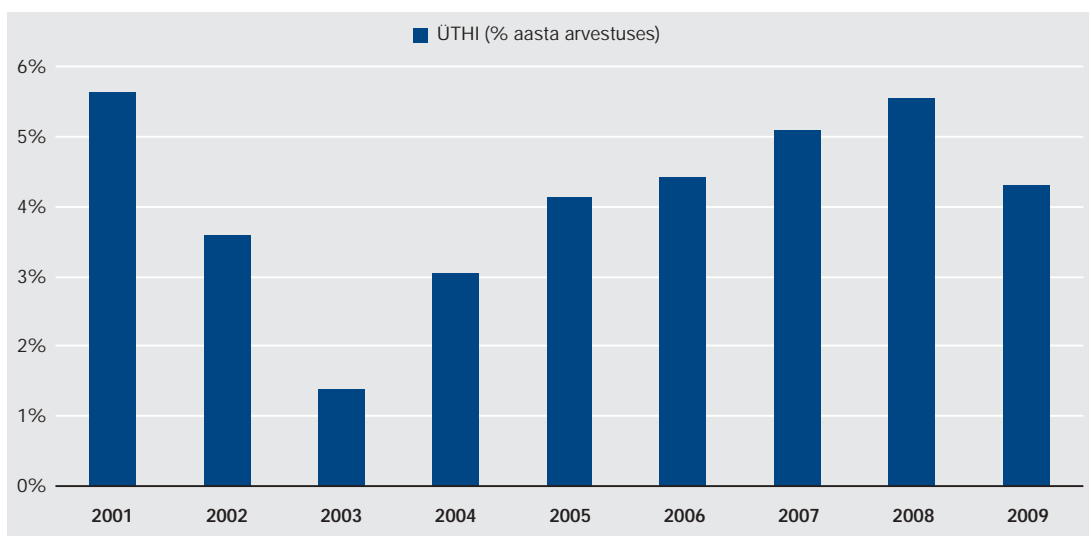
Võrreldes sūgisprognoosis toodud stsenaariumiga hindame inflatsioonitaset küll kõrgemana, ent inflatsiooni dünaamikas pole oodata väga suuri erinevusi. Inflatsioonikasv aeglustub eeldatavalt kuni selle aasta juunini. See tuleneb sellest, et mootorikütu-

se hind ei ole aastatagusega võrreldes muutunud. Juulis aga on oodata majapidamiste kasutatava energia hinna tõusu. Aasta teisel poolel inflatsiooni kasv kiireneb ning alusinflatsioon tõuseb selle majandustsükli kõrgpunkti. Inflatsioon saavutab oma kasvulae 2008. aasta algul, mil hinnatõus võib maksumuudatuste tõttu ajutiselt kiireneeda üle 6% taseme, kuid peaks 2009. aasta lõpuks alanema 4,3%ni.

Toiduained, tubakas ja alkohol

Kevadprognoosi kohaselt aeglustub toidukaupade hinnatõus alates käesoleva aasta suvest. See on tingitud nii Eestis toodetud kui ka sissetoodud töötlemata toiduainete hinnatõusu pidurdumisest. Imporditud põllumajandussaaduste hinnamuutused põhjustavad märkimisväärse osa Eesti toidutoorme kallinemisest.

Töödeldud toiduainete hinnatõus kujuneb käesoleval aastal kiiremaks kui viimaste aastate keskmine ja see tendents jätkub kuni 2009. aastani. Selle peamise põhjusena võib tuua Eesti toiduainete turu jätkuva lõimumise Euroopa omaga. Paljude toiduainete tootjahinnad on Eestis Kesk-Euroopa riikidega võrreldes veel odavamad.



Joonis 4. Hindade areng

Tubaka- ja alkoholiaktsiisi määrade tõstmine ja viis, kuidas see kandub üle toodete letihindadesse, mõjutab järgmiste aastate inflatsiooni oluliselt (kokku tõuseb Eesti hinnatase kuni 0,5 protsendipunkti). Samavõrd suuri aktsiisimäära tõuse, kui kavandatakse 2008. aasta alguseks, pole alkoholi- ja tubakatoodete puhul varem toimunud.

Mootorikütus

Nafta tulevikutehingutel põhinev bensiinihinna prognoos pole võrreldes sügisprognoosiga kuigivõrd muutunud. Eestis müüdava mootorikütuse hinda mõjutab aastatel 2008–2010 kütuseaktsiisi määra tõstmine, mille tõttu tõuseb mootorikütuse hind igal aastal eeldatavasti 3%.

Kodumajapidamiste kasutatav energia

Kevadprognoos arvestab sellega, et prognoosiperioodil tõuseb nii elektri, gaasi kui ka soojusenergia hind. Käesoleval aastal rakendub ka kõrgem käibemaksumäär soojusenergiale, mis tõstab inflatsiooni alates juulist. Lisaks mõjutab kodumajapidamiste kasutatava energia hinda soojusenergia kallinemine mitmel pool Eestis.

Alusinflatsioon

Alusinflatsioon kiireneb selle aasta esimesel poolel tulenevalt kodumaistest teguritest. Kasvulae saavutab alusinflatsioon käesoleva aasta lõpus ja järgmise aasta alguses. 2008. aastal hakkab alusinflatsiooni kasvutempo aeglustuma, kuid ainult pisut, sest SKP löhe on endiselt positiivne ja kitsaskohad tööturul oluliselt ei leevene. Positiivse SKP löhe tõttu on alusinflatsiooni kiirenemise riskid suurenenud.

Pangandussektor

Kuigi pangandussektori tugi ülejäänud majandusele on hetkel endiselt suur, jätkub krediidimahu kasv aeglustavas tempos. Majapidamiste laenumahu kasvu kiiruse alanemise põhjuseks on potentsiaalsete laenuvõtjate hulga ammendumine, ettevõtete laenude puhul aga kinnisvara arendusprojektide vähenemine.

Prognoosis lähtume sellest, et ei kommerts pangad ega ka nende emapangad ei muuda oluliselt laenu-

pakkumise tingimusi. Tegelikuses ei pruugi see nii olla. Pangandussektori tegevus laenuotsuste kujundamisel on siiani näidanud pigem tagasi- kui etevaatavat iseloomu, mistõttu laenumahu kasv on majanduskasvu võimendanud. Laenupakkumise vähenemine võib aidata kaasa ka majanduskasvu aeglustumisele. Kuigi edaspidi on laenukasv ja nominaalne majanduskasv eeldatavasti rohkem kooskõlas, on rida struktuurseid tegureid, mis võivad kooskõla saavutamist endiselt edasi lükata.

Eesti kommerts pangad sõltuvad emapankade rahastamisest. Emapankade rahastamisotsused sõltuvad ennekõike globaalsest likviidsusest ning sellest, kui suur on vahe siinse turu ja emapankade koduturu kasumikkuse vahel. Jätakuvalt suure riskivalmiduse tõttu on vähe märke sellest, et emapangad piiraksid ressursipakkumist Eestis. Tuleb siiski rõhutada, et siinsed pangad finantseerivad laenuportfellide kasvu lühiajalise ressursi abil, mistõttu muutused emapankade riskihinnangutes võivad põhjustada rahastamises järske muutusi.

Turul valitseva konkurentsi tingimustes ei ole laenukasvu ohjeldamine laenupoliitika konservatiivsemaks muutmisega suuremate pankade poolt tulemuslik senikaua, kuni kõik turuosalisel pole seda aktsepteerinud ja järginud.

Ettevõtete laenu

Ettevõtete laenumahu kasvu on seni mõjutanud eelkõige kinnisvarasektori areng. Samas on märke eluasemeturu aktiivsuse vähenemisest: hinnakasv on aeglustunud, pakkumine suurenenud ja müügi-perioodid pikenenud. Suuremad pangad on andnud märku oma kinnisvaraarenduse laenupoliitika konservatiivsemaks muutmisest. Loodetavasti ei ole see üksnes hoiatuse väärtusega ja mõjutab viimastel aastatel suurt omakapitali tootlust nautinud kinnisvaraarendajate otsuseid ka realselt. Eeltoodule tuginedes ootame ettevõtete laenumahu kasvukiiruse jätkuvat alanemist. Laenukasvu prognoosimisel tuleb siiski arvestada, et praegu riulille pandud arendusprojektide mõju laenumahu kasvule avaldub alles aasta-kahe pärast. Kinnisvaralaenude

portfelli kvaliteediga ei tohiks probleeme tekkida, kui kiire majanduskasv jätkub ning tööpuudus püsib madal. Siiski tuleb arvestada ka struktuursete teguritega: osa praegusest laenukasvust hõlmab kontsernisisesed välislaene, millega finantseeritakse tegevuspiirkonna laiendamist ja kinnisvaraarendust sellistes riikides nagu Ukraina, Venemaa, Läti, Bulgaaria ning Rumeenia.

Kodumajapidamiste laenu

Eelnevatel aastatel hoogsalt kasvanud kinnisvaralaenu maht on mõneti mõistetav, arvestades struktuurset erinevusi meie eluasemeturul, kuid finantssüvenemise kiirust ja kinnisvara hinnakasvu silmas pidades selgelt liiga suur. Praeguses olukorras pole laenutähtaegade edasine pikenemine kuigi tõenäoline, intressimäärad jätkavad veel tõusu ning ka potentsiaalsete laenuvõtjate arv on märgatavalt vähenenud. Seetõttu võib ka eluasemelaenu mahu puhul oodata kasvukiiruse stabiliseerumist. Eeldatavasti on majapidamised korrigeerinud ka kinnisvara hinnakasvu ootusi.

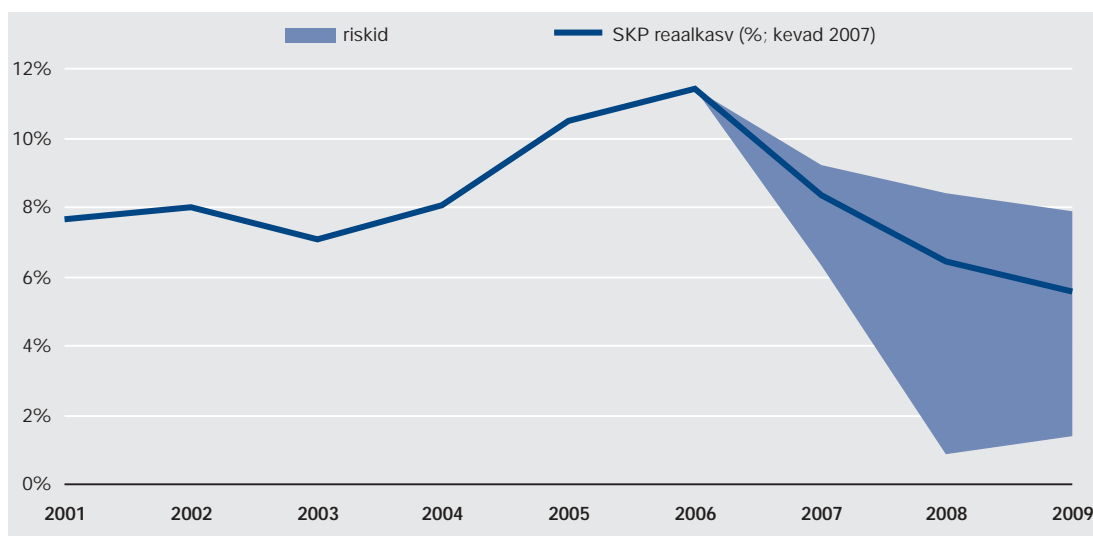
Tarbimislauade arengut suunab ennekõike optimism, mis tarbijabaromeetri kindlustunde indikaatori põhjal on enneolematult kõrge. Laenumahu

praegusele kiirele kasvule mõjub sissetulekute kasv küll positiivselt, kuid pikemas perspektiivis tasakaalustab laenuteenindamiskulude kasv sissetulekute oma. Praeguse sissetulekute kasvu prognoosi põhjal pole ohtu, et laenuteenindamiskulude kasv pingestab liialt majapidamiste eelarvet.

PROGNOOSI RISKISTSENAARIUMID

Eesti majandus on üllatanud senise üllikiire kasvu kestvusega. Nagu varasemates prognoosides märgitud, on tähelepanuväärse kasvuhoo teinud võimalikuks üllikiire finantssüvenemine, tänu millele on tootluse kasvu ootuses asunud tänase päeva heaolu suurendama. Praegust finantssüvenemise kiirust ei ole võimalik siiski pikemat aega säilitada. Laenukoormuse taluvuslavi sõltub paljudest sise- ja välismajanduslikest teguritest, millest osad võivad väga kiiresti muutuda. Seetõttu on oht, et arengusuundumused kujunevad senisest volatiilsemaks ning majanduse haavatavus kasvab (vt joonis 5).

Üllikiire finantsslõimumine Skandinaaviaga on seadnud Eesti majanduse järjest tugevamasse sõltuvusse välismaistest kapitalivoogudest, mille suund



Joonis 5. Majanduskasvu prognoos ja riskid

ja suurus sõltub usaldusest Eesti majanduse vastu. Kõik prognoosistsenaariumid eeldavad vaikumisi usaldusväärse püsimumi. Käesoleva kevadprognoosi põhistsenaariumi järgi toimub kohandumine jätkusuutlikumale kasvurajale aeglaselt ning majanduses olevad pinged taanduvad järk-järgult. Siiski pole välistatud ei kiirem kohandumine ega ka kohandumise edasilükkumine.

Majanduskasvu edasist dünaamikat mõjutab tugevasti reaalmajanduse suutlikkus luua krediidi abil tootluse kasvu võimaldavat täiendavat tootmis- ja teenindusvõimsust. Sealjuures on põhiprognoosi paikapidamine seotud järgnevate asjaoludega.

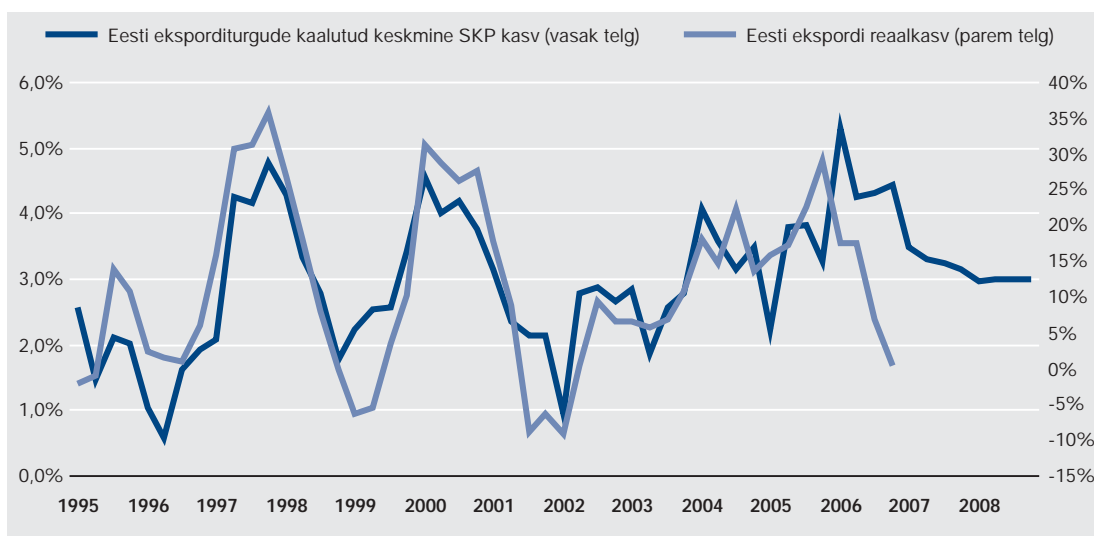
1. Üks põhiküsimus on, mismoodi toimub kohandumine tööturul. Palgakasvu edasine kiirenemine, eriti siis, kui see saavutatakse hindade tõstmise, mitte tootlikkuse kasvu abil, soodustab sisenõudluse kasvu veelgi ja lükkab kohandumist edasi.
2. Sügisprognoosis ootasime konkurentsivõime alanemist tootmisressursside kiire hinnakasvu tõttu. Viimane on aset leidnud soodsas nõudluskeskkonnas, mille on loonud laenukoormuse kiire kasv. Praeguse majandusarengu puhul on

täiendavaid märke rahvusvahelise konkurentsivõime alanemisest, mis viitavad riskide suurenemisele (vt joonis 6).

3. Enam kui aasta on küsimärgiks olnud ka see, kas investeringute praegune struktuur ja maht tagab tootmise piisava paindlikkuse ja toodete portfelli mitmekesisuse. Prognoosi põhistsenaariumis eeldame, et majanduse pakkumispoolel pole suuri kulutusi nõudvaid ümberkorraldusi vaja, kuigi nõudluse kasvu struktuur ilmselt muutub majanduskasvu aeglustudes.

Riskistsenaarium I: äkkpidurdus kiirteel
Praeguseks on kogunenud mitmeid tõendeid, mida annab tõlgendada pingete kuhjumisena majanduses. Osa tõendeid viitavad konkurentsivõime alanemisele. Seda näitab ennekõike ekspordi reaalkasvu pidurdumine eelmise aasta viimases kvartalis, kiire palgakasvu jätkumine selle aasta alguses ning nii tootja- kui ka tarbijahindade kiirenenud tõus.

Samas on märkimisväärne osa senisest majanduskasvust saavutatud laenukoormuse kasvu hinnaga. Laenukoormust ei ole aga võimalik lõpmatuseni suurendada. See on ületamas aasta jooksul loodatavat SKPd juba selle aasta esimesel poolel. Praegu-



Joonis 6. Välisnõudlus ja Eesti eksport (% aasta arvestuses)

se hea majanduskasvu perioodil, mil intressimäärad on madalad, ulatuvad laenuintressimaksed ligikaudu kolmandikuni nominaalse SKP kasvust. Seda on märkimisväärselt palju ning majanduskasvu aeglustudes saab see osakaal üksnes suureneda. Sealjuures tuleb arvestada, et lisaks intressidele tuleb tasuda ka laenu põhiosamakseid. Seega võivad majanduskasvu aeglustumise perioodil pinged majanduses suureneda.

Oluliseks kujuneb aga teisene mõju, kuna see võib olla tunduvalt laiemapõhjalisem ja tugevam. Majanduskasvu täiendavale aeglustumisele aitab kaasa see, kui toimub korrektsioon majandusagentide ülioptimistlikes ootustes, mis siiani on tuginenud Eesti eduloo jätkumisele. Samuti on küsitavusi selle suhtes, kui suur on korrektsioon sisenõudluses (ja mis aja jooksul see toimub), kui pangandussektor karmistab laenuitingimusi või diskrimineerib osasid kliente. Selles kontekstis on tähtis, mismoodi reageerib tööturg ning kuidas see mõjutab majapidamiste laenuteenindamisvõimet. Tõenäoliselt satub kiire majanduskasvu aeglustumisperioodil surve alla ka valitsussektori eelarve ning välistatud ei ole eelarvepuudujääk. Seega võib majanduskasvu aeglustumine halbade asjaolude kokkulangemisel kujuneda märksa kiiremaks kui põhistsenaariumi puhul.

Riskistsenaarium II: „mull“ paisub

Krediidi abil võimalikuks saanud kiire majanduskasv on kestnud üllatavalt kaua ning välistatud ei ole selle protsessi jätkumine veel mõnda aega. Kuigi Eesti laenukoormus on kõrge võrreldes teiste üleminekuriiikidega, jääb see arenenud riikide omale veel selgelt alla. Samal ajal finantssüvenemisega on ülikiiresti kasvanud ka varahinnad, mis on koos soodustanud sisenõudluse kasvu. Ei saa välistada, et teatav majanduse ülekuumenemine on juba tekkinud. See stsenaarium näeb ette ülekuumenemise jätkumist.

Viimaste aastate kiire finantslõimumine on toonud kaasa suuri muudatusi. Majandusagendid on aktiivselt kasutanud likviidsuspiirangute vähenemist, et

tõsta kiiresti oma elustandardit. Majandus on laenumahu kiirele kasvule jõuliselt reageerinud – üliaktiivseks on muutunud kinnisvaraturg ning ka tööturu areng on seninägematu. Käesoleva aasta alguse puhul võib tõenäoliselt täheldada palgakasvu kiirenemist. Tööturu võimalik ülereaktsioon võib olla aga oluliselt laiemate tagajärgedega kui vaid kinnisvaraturu ülekuumenemine.

Kiire palgakasv võib laenumahu kasvu aeglustumise veel mõneks ajaks edasi lükata ning finantssüvenemine jätkub hoogsas tempos. Tööpuudus alaneb veelgi tänu hõivesse sisenejatele, kelle piirtootlikkus võib olla keskmisest väiksem. Need arengutendentid suurendavad optimismi veelgi ning sisenõudlus kasvab jõudsasti. Tööturu ülereaktsioon kandub hüviseturule ning toob kaasa kiirema inflatsiooni. Sisenõudlusele orienteeritud sektoritel on kasvavaid kulusid lihtne hindadesse üle kanda, mistõttu inflatsioonitase tõuseb eelkõige teenindussektoris. Hinnatõus lükkab edasi kasumite vähenemise algust, mis võimaldab ka ettevõtetel hoogsalt laenu võtta.

See stsenaarium eeldab, et majandusagendid (eelkõige pangad) teevad oma tulevikuotsused tagasiivaatavalt ning selle tulemusel tasakaalustamatus suureneb. Paraku ei ole see aga tasakaaluline protsess ning lõppeb varem või hiljem järsu kohandumisega.

JÄRELDUSED

2006. aasta sügisprognoosi sõnum oli, et Eesti majandustsükli edasise käigu määravad kolm põhijõudu: nõudlus, tootmisressursside piirangud ja konkurentsivõime. Sügisprognoosi põhistsenaarium seadis keskele kohale tööjõuturu arengu – eelmise aasta teisel poolel tekkinud palga ja tootluse ebakõla süveneb veelgi ka käesoleval aastal.

Sisenõudlusele orienteeritus suureneb ka sel aastal, tuues kaasa kiirema inflatsiooni. Edaspidi sisenõudluse kasv siiski aeglustub, kuigi inflatsioonisurveid taanduvad aegamisi. Pankade kaudu majandusse

antud laenud on seni tublisti nii investeringuid kui ka eratarbimist paisutanud, mille tulemusel on loodud palju uusi töökohti. Peale tugeva nõudluse on palgasurveid tööjõuturul tugevdanud ka piiriülene tööjõu vaba liikumine. Sellises seisus oleva majanduse kohandumise edukus sõltub peale turgude paindlikkuse ka sellest, missuguseks kujuneb ligipääs välismaisele laenuressursile ning kas majandusagendid on oma laenupotentsiaali ammendanud. Kevadprognoosis (nagu eelmises sügisprognoosiski) usume, et kohandumise võti peitub selles, kuidas ettevõtted reageerivad palgasurvele.

Ühelt poolt võivad ettevõtted olla sunnitud palgasurvele järele andma, kuid siis peavad nad kasumlikkuse säilitamiseks tõstma hindu. Lühiperioodil võib see inflatsiooni kiirenemise hinnaga isegi õnnestuda. Samas hakkab see varem või hiljem õnnestama Eesti konkurentsivõimet ja edasine areng sõltub sellest, kas Eesti püsib välisinvestorite silmis usaldusväärne.

Teisalt ei pruugi ettevõtetel õnnestuda kasumlikkuse säilitamiseks suurenevaid kulusid hinnatõusuga tasakaalustada. Seetõttu võib kasumlikkus väheneda, tuues kaasa ka investeerimisaktiivsuse languse. Välistasakaal on kasvava sisenõudluse tõttu endiselt halvenemas, mis on kooskõlas sügisel prognoosituga.

Sügisprognoosist mõneti kõrgema palgakasvuhinnangu tõttu on kevadprognoosis hinnatud kiiremaks ka lähiaastate inflatsiooni. Inflatsioonitempo sõltub sellest, mil määral kannavad ettevõtted suurenevad kulud hindadesse üle. Käesoleval aastal kasvab inflatsioonis kodumaiste tegurite osakaal ja kokkuvõttes kujuneb inflatsioon nii sel kui ka järgmisel aastal kiiremaks keskpika perioodi keskmisest. Alles seejärel võib loota inflatsiooni alanemist.

Välistada ei saa kahte eelkirjeldatud riskistsenaariumi: esimene neist näeb ette majanduskasvu kiiret aeglustumist ning teise põhjal jätkub senine ekspansiivne areng.