Finantsstabiilsuse Ülevaade

Eesti Pank
EUROSÜSTEEM

2/2026

Eesti Panga **Finantsstabiilsuse Ülevaade** (FSÜ) ilmub kaks korda aastas. FSÜ on Eesti Panga finantsstabiilsuse analüüsi peamine väljund, mis hõlmab 1) hinnangut finantssüsteemi stabiilsust ohustavatele riskidele ja 2) ülevaadet Eesti Panga makrofinantsjärelevalve meetmetest.

Finantsstabiilsus tähendab finantsvahenduse sujuvat toimimist nii tavaolukorras kui ka ootamatute ebasoodsate olude korral. Makrofinantsjärelevalve eesmärk on suurendada finantssüsteemi vastupanuvõimet ja vältida finantsstabiilsust ohustavate süsteemsete riskide kuhjumist. Makrofinantsjärelevalve meetmed aitavad vähendada finantskriisidega kaasnevat kahju reaalmajandusele.

FSÜs tuuakse välja peamised ohuvaldkonnad ja tuvastatakse võimalikud süsteemsed riskid. Kuna Eesti finantssüsteem põhineb suuresti pankadel, on analüüsi peatähelepanu suunatud riskidele ja haavatavustele, mis võivad Eesti pangandussektorit olulisel määral kahjustada või selle tegevust mõjutada.

FSÜ numbreid saab lugeda Eesti Panga veebilehel

https://www.eestipank.ee/publikatsioonid/finantsstabiilsuse-ulevaade.

Terminiseletusi leiab Eesti Panga veebisõnastikust

https://www.eestipank.ee/veebisonastik.

Koostanud	Gaili Grüning, Raol Kallas, Silver Karolin, Jana Kask, Timo Kosenko, Kristjan Mäe, Marit Priisalu, Taavi Raudsaar, Anita Suurlaht-Donaldson, Mari Tamm, Ulla Tischler
Võrguväljaanne	ISSN 2382-9370
Toimetanud	Ragne Rambi
Kujundanud	Urmas Raidma

SISUKORD

EESTI PANGA HINNANG FINANTSSTABIILSUSE RISKIDELE 4

GEOPOLIITIKA JA ARENENUD RIIKIDE EELARVEPROBLEEMID
SUURENDAVAD PANKADE RAHASTAMISE RISKE 6

Taustinfo 1. Tehisaru areng ja finantsstabiilsuse riskid 7

ENERGIAHINDADE JA INTRESSIMÄÄRADE TÕUS VÕIB KAASA TUUA ETTEVÕTETE
JA MAJAPIDAMISTE LAENUMAKSEVÕIME HALVENEMISE 14

Taustinfo 2. Majapidamiste finantsvaradest ja -kohustustest HFCSi uuringu andmetel 19

Taustinfo 3. Pangandussektori tähtajaks tasumata laenude tugevusanalüüs 24

KIIRE LAENUKASVU RISKID ON KOONDUNUD KINNISVARASEKTORISSE 25

Taustinfo 4. Pangad on eluasemelaenudele kehtestatud nõuetes
teinud varasemast suuremas ulatuses erandeid 30

Taustinfo 5. SEB struktuurimuudatuse mõju Eesti pangandussektorile 36

LISATEEMA 1. MUUTUSTEGA KOHANDUV MAKROFINANTSJÄRELEVALVE:
KUST TULIME JA KUHU LIIGUME? 39

LISATEEMA 2. *STABLECOIN*'ID TOOVAD PANGANDUSSÜSTEEMI
NII UUSI VÕIMALUSI KUI KA RISKE 45

EESTI PANGA HINNANG FINANTSSTABIILSUSE RISKIDELE

Lähis-Ida konflikti jätkumine ja arenenud riikide eelarveprobleemid suurendavad riske finantsstabiilsusele. Selle aasta veebruaris puhkenud sõjalisest konfliktist tingitud negatiivne majandusmõju süveneb eelkõige kerkivate energiahindade tõttu, mis toovad kaasa globaalse inflatsioonisurve. Kiirema inflatsiooni ootused on viinud rahapoliitiliste intressimäärade tõstmiseni, mis on kergitanud ka rahaturu intressimäärasid. Finantsturgudel oodatakse intressitõusu jätkumist. Kuivõrd mitme arenenud riigi võlakoormus on suur ja kasvab edasi, on valitsemissektori võla jätkusuutlikkus hakanud investoritele üha rohkem muret tegema. Peale intressimäärade üldise tõusu on mitmes riigis kasvanud riigirisk, mis on veelgi kergitanud nende riigivõlakirjade intressimäärasid. Riigivõlakirjade negatiivsed hinnaarengud ja riigireitingute võimalikud muudatused võivad mõjutada ka ettevõtete ja pankade rahastamisvõimalusi ja laenuhinda. Mitu Eestis tegutsevat panka emiteerivad võlakirju rahvusvahelistel turgudel, mistõttu on nad sealsetest arengutest mõjutatud. Siinsete pankade rahastamisriske vähendavad hoiuste tugev kasv ja pankade suured likviidsuspuhvrid.

Energia kallinemine, selle ülekandumine üldisesse hinnakasvu ja kõrgemad intressimäärad võivad kaasa tuua ettevõtete ja majapidamiste laenumaksevõime halvenemise ja probleemlaenude kasvu. Eesti majandusolukord on paranenud ning selle toel on kosunud ka ettevõtete majandustulemused ja majapidamiste rahaline seis. Laenude tagasimaksmisega on hästi hakkama saadud ja probleemlaenude tase pankades püsib madal. Kallim energia, üldise hinnakasvu kiirenemine ja kõrgemad intressimäärad suurendavad aga ettevõtete ja majapidamiste kulusid ning võivad kaasa tuua majandusolukorra halvenemise. See nõrgestaks ettevõtete ja majapidamiste laenumaksevõimet ning võiks suurendada probleemlaenude hulka. Pankade vastupanuvõime sellistele riskidele on siiski hea. Nende tuluteenimisvõime, kasumlikkus ja kogutud kapitalipuhvrid võimaldavad toime tulla ka laenukahjumite mõningase kasvuga ja hoida omavahendeid nõutaval tasemel.

Pangandussektori haavatavus kinnisvaraturuga seotud riskidele suureneb edasi. Pankade laenuportfelli kasv on pikemat aega püsinud kiire, eelkõige tänu kinnisvaraettevõtete laenudele ja eluasemelaenudele. Kinnisvaraettevõtete laenude kasv on sel aastal isegi kiirenenud sellest hoolimata, et vabaks jäävate äripindade osakaal on järk-järgult suurenenud ja nõudlus uute korterite järele vähenenud. Samal ajal mõjutab intressikulude kasv suure finantsvõimendusega kinnisvaraettevõtteid suuremas ulatuses kui ettevõtteid üldiselt ning see võib nende laenumaksevõimet nõrgestada. Eluasemelaenude kiire kasvu mõjul on majapidamiste võlakoormus hakanud suurenema ja suurema laenumaksekoormusega laenuvõtjate hulk on kasvanud. Kui majapidamiste võlakoormus märgatavalt suureneb ja majanduskeskkond halveneb, võib see tulevikus tekitada raskusi laenude tagasimaksmisel. Laenude hea kättesaadavus ja laenuraha ulatuslikum kasutamine kinnisvaratehingutes võib pikemas perspektiivis tähendada kinnisvarahindade tõusu ja eluasemete ülehinnatust. Eestiga võrreldes kasvavad laenud isegi kiiremini Lätis ja Leedus, kus Eesti pangagruppidel on suur ja ettevaates kasvav turuosa. Sealjuures on Leedu eluasemeja laenuturul märgata kiire laenukasvu ja ülehinnatusega seotud riskide suurenemist, mis omakorda kasvatab seal tegutsevate Eesti pangagruppide riske.

Eesti Panga hinnangul on finantssüsteemi stabiilsuse tagamise meetmed praeguses majanduskeskkonnas asjakohased. Kiire laenukasvu riskid ei ole taandunud – eelkõige eluasemelaenud ja kinnisvaraettevõtete laenud on kasvanud hoogsalt juba enam kui kaks aastat. Kiire laenukasvu tõttu on seega endiselt tähtis hoida suuremat kapitalipuhvrit, et võimaliku majandus- või finantskeskkonna halvenemise korral oleks pankadel piisavalt kapitali, et katta suuremaid laenukahjumeid ning jätkata majandusele rahastuse pakkumist. Kokkuvõttes peab Eesti Pank vajalikuks säilitada vastutsüklilise kapitalipuhvri nõude 1,5% tasemel.

Eesti Panga hinnang olulistele finantsstabiilsust ohustavatele riskidele

ETTEVÕTETE JA MAJAPIDAMISTE MAKSEVÕIME HALVENEMINE	Energia kallinemine ja intressimäärade tõus võivad kaasa tuua ettevõtete ja majapidamiste laenumaksevõime halvenemise ja probleemlaenude kasvu.	
PANGANDUSSEKTORI HAAVATAVUS KINNISVARATURU RISKIDELE	Pankade haavatavus ärikinnisvaraturuga seotud riskide suhtes on suurenenud, kuna kinnisvaraettevõtete laenukasv on olnud kiire. Majapidamiste võlakoormuse edasise kasvu korral suureneb oht, et laenuvõtjatel tekib tulevikus laenude tagasimaksmisega probleeme. Pangalaenude maht kasvab kiiresti ka Eesti pankade peamistel välisturgudel Lätis ja Leedus.	
PANGANDUSSEKTORI RAHASTAMISEGA SEOTUD RISK	Negatiivsete geopoliitiliste sündmuste korral või kui arenenud riikide eelarve rahastamisprobleemid süvenevad, võib pankadel olla raskem rahvusvahelistelt finantsturgudelt raha kaasata. See võib mõjutada laenupakkumist Eesti ettevõtetele ja majapidamistele.	

Skaala: 1 = väike risk ja 6 = suur risk.

1	2	3	4	5	6

Eesti Panga kehtestatud makrofinantsjärelevalve meetmed

Meede		Nõude määr
Vastutsükliline kapitalipuhver		1,5%
Süsteemselt olulise krediidiasutuse puhver	Swedbank AS	2%
	AS SEB Pank	
	Luminor Bank AS	
	LHV Bank AS	
	Bigbank AS	0,5%
	Coop Pank AS	
Eluasemelaenude väljastamise nõuded*	laenu tagatuse piirmäär	85%**
	laenumaksete piirmäär	50%***
	maksimaalne laenutähtaeg	30 aastat

* Piirmäärasid võib ületada kuni 15% kvartali jooksul välja antud eluasemelaenude puhul.
** Riikliku tagatisega käendusega antud laenude puhul on piirmäär 90%.
*** Laenumaksete arvutamiseks tuleb kasutada lepingus toodud intressimäära või 6%, olenevalt sellest, kumb on kõrgem.

GEOPOLIITIKA JA ARENENUD RIIKIDE EELARVEPROBLEEMID SUURENDAVAD PANKADE RAHASTAMISE RISKE

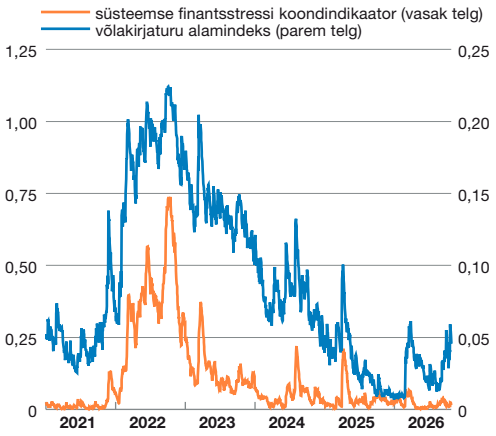
Jätkuvad pinged geopoliitikas toovad kaasa globaalse inflatsioonisurve ning see paneb intressimäärad tõusma, tehes rahastamise pankade jaoks kallimaks. Samal ajal on valitsemissektori kasvav võlakoormus ja eelarvepuudujääk tõstnud riigivõlakirjade intressimäärasid, suurendades pingeid finantsturgudel. Osa Eestis tegutsevatest pankadest väljastavad oma tegevuse rahastamiseks võlakirju rahvusvahelistel turgudel ja seetõttu mõjutavad sealsed arengud neid rohkem. Seni on investorite huvi pankade võlakirjade vastu püsinud. Ettevaates võivad riigiriski hinnangute edasine halvenemine ja pingete kasv Euroopa võlakirjaturgudel pankade rahastamistingimusi siiski halvendada ning rahastuse kättesaadavust raskendada. Riske aitavad Eestis mõnevõrra leevendada kodumaiste hoiuste kasvu taastumine ning pankade suured likviidsuspuhvrid.

RIIKIDE EELARVEPROBLEEMID SUURENDAVAD FINANTSTURGUDE EBAKINDLUST

Lähis-Ida konflikti jätkumine ja tehisaruga seotud investeeringute buum suurendavad rahvusvaheliste finantsturgude riske. Finantsturgude esmane reaktsioon Lähis-Ida sõjalise konflikti puhkemisele oli pigem mõõdukas ja oodati, et konflikt jääb lühiajaliseks (vt joonis 1). Suvel oligi märke, et ehk jõutakse rahumeelse lahenduseni, kuid sügise saabudes olid pinged endiselt õhus ja negatiivsed majandusmõjud süvenesid üha. Eelkõige kajastus see energia kallinemises ja sellega kaasnevas globaalses inflatsioonisurves.

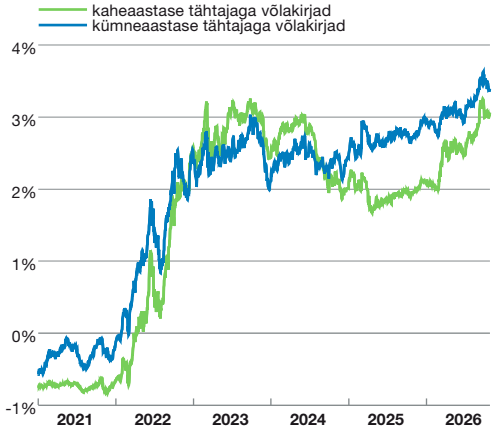
Kiirema inflatsiooni ootused ja valitsemissektori kasvav rahastamisvajadus on kergitanud valitsusvõlakirjade intressimäärasid. Mitme arenenud riigi võlakoormus ja eelarvepuudujääk on juba varasemate kriiside tõttu suur ja kasvab edasi. Koos täiendavate kaitsekulude kasvuga ning energia kallinemise mõju leevendavate meetmetega võivad riikide eelarvekulud varem plaanituga võrreldes veelgi suureneda. Euroopa Komisjoni 2026. aasta kevadprognoosi järgi kasvab Euroopa Liidu riikide valitsusvõlg 2027. aasta lõpuks kokku 85,3%ni ja euroalal 91,2%ni SKPst. See omakorda suurendab riikide vajadust lisarahastuse järele, tehes nad finantsturgudel toimuva suhtes vastuvõtlikumaks. Viimastel kuudel on nii Ameerika Ühendriikide kui ka mitme Euroopa Liidu liikmesriigi riigivõlakirjade intressimäärad märkimisväärselt tõusnud (vt joonis 2). Kuigi osaliselt on seda mõjutanud ka võlakirjainvestorite suur nõudlus tehisaruga seotud ettevõtete võlakirjade järele, peegeldab see eelkõige siiski investorite süvenenud muret riigivõla arengute suhtes. Kallima energia tõttu kiirenenud hinnakasv on kaasa toonud rahapoliitiliste intressimäärade tõstmise ja koos investorite soovitud riskipreemiate kasvuga suurenevad kõrgema võlakoormusega riikide intressikulud.

Joonis 1. Euroala süsteemse finantsstressi koondindikaator ja võlakirjaturu alamindeks



Allikas: Euroopa Keskpank.

Joonis 2. Euroala AAA-reitinguga riigivõlakirjade turuintressimäärad



Allikas: Euroopa Keskpank.

Ka Eesti eelarvepuudujäägi rahastamine võib muutuda kallimaks. Kuigi rahvusvahelises võrdluses ei ole Eesti riigi võlatase kõrge, on see siiski kiirel kasvukursil. Eesti Panga prognoosi kohaselt maksab Eesti 2028. aastal riigivõla intressidena juba 472 miljonit eurot ja järgnevatel aastatel kasvab see summa võlakoormuse kasvu ja intressimäärade kerkimise tõttu veelgi. Kiiresti kasvav võlakoormus ja suur eelarvepuudujääk teevad riigi rahanduse haavatavamaks ning vähendavad valitsuse võimalusi reageerida järgmisele majanduslangusele.

Riigiriski hinnangute muutused ja negatiivsed arengud võlakirjaturgudel võivad mõjutada ettevõtete ja pankade turupõhise rahastamise kättesaadavust ja hinda. Euroopa pangandussektori seis on viimaste aastate tugeva kasumlikkuse toel olnud hea ja kuigi üldine intressitõus kajastub kohati pankade rahastamise hinnas, ei ole rahastamise kättesaadavus halvenenud. Siiski võib valitsusvõlakirjade hinna negatiivne areng mõjutada ettevõtete ja pankade rahastamisvõimalusi ja tururahastamise hinda. Samuti võivad pankade rahastamist mõjutada riigireitingute muudatused.

Taustinfo 1. Tehisaru areng ja finantsstabiilsuse riskid

Tehisaru on kiiresti arenenud ja seda on hakatud üha laialdasemalt kasutama, ka finantssektoris. Euroopa Keskpanga andmetel kasutab EKP otsejärelevalve all olevatest olulistest pankadest tehisaru üle 85%. Finantsinspektsiooni 2025. aasta küsitluse põhjal on ka Eestis enamik finantssektori ettevõtetest tehisaru kasutanud või selle kasutuse võimalikkust hinnanud. Kõige sagedamini rakendatakse tehisaru andmete analüüsiks, otsustusprotsessi toetamiseks ja protsesside automatiseerimiseks. Lisaks on tehisaru oluline IT-süsteemide ja turvalisuse haldamisel.

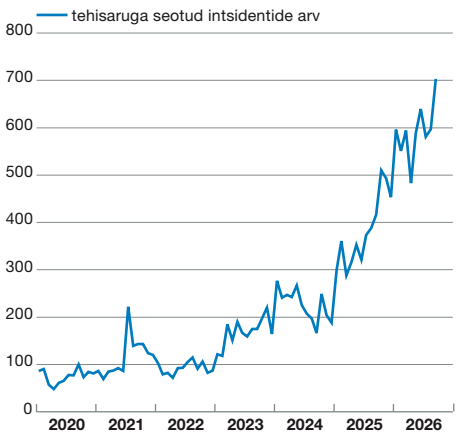
Seoses tehisarumudelite kiire arenguga[1] on küberriskide ja andmekaitse küsimused muutunud eriti aktuaalseks. Uute mudelite võimekus lahendada keerulisi mitmeetapilisi ülesandeid on kasvanud kiiremini, kui varem prognoositi. Aprillis tuli Anthropic välja Claude Mythose keelemudeliga, mis oskas tarkvarasüsteemide turvanõrkusi varasemast märksa tõhusamalt tuvastada. Veidi hiljem tõi sarnase võimekusega mudeli välja OpenAI.

Katsetamise käigus suutsid mudelid avastada hulgaliselt olulisi turvanõrkusi kõigis levinud operatsioonisüsteemides ja veebilehitsejates, samuti korraldada keerukaid pikaajalisi ja mitmest etapist koosnevaid kombineeritud ründeid. Peale selle on olnud juhtumeid, kus mudeleid ei ole suudetud piisavalt kontrollida ja need on korraldanud küberründeid ilma, et nad oleksid selleks käsu saanud. Kuigi nende mudelite peamine fookus on turvanõrkuste avastamisel ja nende paikamisel, suurenesid kartused, et laialdasema leviku korral muutub turvanõrkuste ärakasutamine märksa lihtsamaks ja kiiremaks, see aga suurendab küberrünnakute ohtu. Tehisaruga seotud intsidentide kasvu näitavad ka OECD andmed (vt joonis T1.1).

ESRN hoiatas tehisaru kiire arenguga seotud süsteemsete riskide eest

Küberriskide suurenemine finantssektoris võib ebasoodsa arengu korral kasvatada finantsstabiilsuse riske. 2026. aasta juunis andis

Joonis T1.1. Tehisaruga seotud intsidendid



Allikas: OECD.

1 Kui 2025. aasta kevadel hindas METR (Model Evaluation & Threat Research), tehisarumudelite võimekust hindav uurimisasutus, et kui mudelite võime edukalt ülesandeid lahendada kahekordistus alates 2019. aastast iga seitsme kuuga, siis käesoleva aasta kevadeks oli see aeg kahanenud neljale kuule.

Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu (ESRN) selle kohta välja hoiatuse. ESRNi hoiatuse põhjal mõjutab tehisaru võimekuse kasv küberriskide ja küberkaitse tasakaalupunkti mitmest aspektist:

1. Tänu tehisarule on tarkvara haavatavusi hõlpsam leida ning küberrünnakuid lihtsam ja odavam korraldada. Haavatavuste leidmisel saab neid korraga rakendada eri sihtmärkide vastu, samuti ära kasutada ja kombineerida turvanõrkusi, mida varem on peetud ebaoluliseks. Haavatavuste paikamine seniste lahendustega nõuab aga aega – parandused vajavad testimist ja rakendamist, tarkvarauuendustega võivad kaasneda tõrked süsteemide töös, protsessid peavad vastama regulatiivsetele ja järelevalvenõuetele. Isegi kui edukaid rünnakuid ei ole, siis juba ainuüksi avastatud haavatavuste hulga järsk kasv tähendab, et nende paikamine nõuab lisaressurssi ja võib tekitada tõrkeid süsteemide töös.
2. Suurtel ja väikestel finantsturu osalistel võib olla väga erinev võimekus, kui küsimus on tehisaru kasutamises või suure hulga küberhaavatavustega toimetulekus.
3. Kuna peamiselt arendavad tehisaru ELi-välised ettevõtted, siis mängivad nii konkurentsivõime kui ka küberkaitsevõime vaatest rolli geopoliitilised aspektid. Näiteks Mythose mudelit jagati esmalt vaid USA ametivõimude ja suuremate turuosalistega ning mõnda aega kestsid ka ekspordipiirangud. Selline olukord tähendab, et Euroopa finantssektori jaoks on küberturvalisuse tagamisel keerulisem tehisaru kasutada. Veel üks risk on võimalus, et tehisaru kasutatakse koordineeritud küberrünnakutes teiste riikide vastu.

Kokkuvõttes on uute tehisarumudelite mõju ESRNi hinnangul märksa laiem kui üksikute finantsasutuste küberriskide kasv. Ajalooliselt on enamikku finantssektori küberintsidente käsitletud eraldiseisvate ja lokaalsete sündmustena, mis on suunatud eelkõige üksikute turuosaliste vastu. Samuti on keerukate ja koordineeritud rünnakute korraldamine nõudnud palju ressursse ja aega, mistõttu on edukaid ja mõjusaid rünnakuid ette tulnud pigem harva. Tehisaru kaasabil saab neid automatiseerida ja need nõuavad vähem ressursse, see aga suurendab süsteemse mõju ohtu kogu finantssektoris. Ka IMFi analüüsi põhjal on peamiseks finantsstabiilsusriskiks asjaolu, et tehisaru kasutades kasvab järsult haavatavuste avastamise ja nende võimaliku ärakasutamise kiirus, sagedus ja ulatus. Institute of International Finance'i 2025. aasta lõpul tehtud rahvusvahelise küsitluse põhjal hindas 86% vastanud pankadest tehisaruga seotud riske kõige olulisemaks.

Kuna finantssektori osalised on omavahel tihedalt seotud ja kasutavad jagatud või sarnaseid infotehnoloogilisi lahendusi, siis võivad mõne laialdaselt kasutatava tarkvara, pilveteenuse või muu tehnoloogia haavatavused kiiresti levida ja võimenduda ning saada nõnda süsteemselt oluliseks. Samuti võivad intsidendid alguse saada välistest teenusepakkutest ning levida finants- ja reaalsektori vahel, kuna sama digitaristut ja infotehnoloogiateenuseid kasutatakse sageli laialdaselt. Kui finantssüsteemi töös on ulatuslikud ja pikaajalised häired, võivad tekkida likviidsusprobleemid või väheneda usaldus mõjutatud osapoolte või sektori suhtes laiemalt.

Suurema süsteemse riski allikaks võib olla ka lihtsalt turvanõrkuste avastamise kõrgem tase ja nende kõrvaldamiseks jääva aja lühenemine, mis tähendab, et finantssüsteem peab toime tulema püsivalt suurema arvu uuenduste ja võimalike tõrgetega. Kui taolisi tõrkeid või otseseid rünnakuid kuhjub liiga palju või need on suure mõjuga, näiteks kui sarnaseid tehnoloogilisi lahendusi kasutavaid turuosalisi rünnatakse korraga, võib see kaasa tuua tõrkeid finantssüsteemi töös ja olla seega süsteemse mõjuga.

Euroopa Liidu raamistik sisaldab meetmeid küberturvalisuse tugevdamiseks

Tehisaru kasutatakse üha enam küberhaavatavuste avastamiseks ja vähendamiseks, kuid ESRNi hinnangul ei ole turuosaliste individuaalsed riskimaandusraamistikud siiski mainitud riskide täielikuks lahendamiseks piisavad, kui riskid realiseeruvad korraga või ühiste tehnoloogiliste süsteemide kaudu. Seega on vajalik laiem vaade ning turuosaliste, järelevalveasutuste ja teiste institutsioonide koordineeritud lähenemine, arvestades ka, et need riskid ei puuduta ainult finantssektorit.

ELi õiguslik ja järelevalveraamistik näeb ette teatud võimalused, kuidas tehisaruga seotud riske ohjata. Euroopa Liidu tehisarumäärus näeb ette raamistiku tehisarumudelite jaoks, mis võivad olla süsteemse mõjuga. Määruse alusel võib Euroopa Komisjon nimetada tehisarumudeli süsteemse riski allikaks, millega kaasnevad mudeli pakkujale lisanõuded, sh riskihinnangute ja küberturvalisuse meetmete kohta.

Mööndunud aastal jõustunud Euroopa Liidu finantssektori digitaalse tegevuskerksuse määrus (DORA) tugevdab küberriskide vastupanuvõimeraamistikku, tõhustades pankade IT- ja küberriskide juhtimist ning oluliste teenusepakkujate, nt pilveteenuste järelevalvet, ja küberintsidentidega seotud infovahetust. Samuti peavad järelevalveasutused testima finantsinstitutsioonide vastupanuvõimet küberriskidele ja keerukatele küberrünnakutele. Euroopa järelevalveasutused avaldasid juulis sammud tehisaruga seotud küberriskide vähendamiseks ja Euroopa Keskpank on enda järelevalve all olevatele pankadele seadnud eesmärgiks, et need rakendaksid vajalikke meetmeid enne, kui uued tehnoloogiad küberrünnakutes laialdaselt kasutust leiavad.

Küberturvalisuse tugevdamisele on suunatud ka Euroopa Liidu küberturvalisuse 2. direktiivi (NIS2) alusel vastu võetud Eesti küberturvalisuse seaduse muudatused. Küberturvalisuse seaduse alusel peavad riigi ja ühiskonna toimimiseks kriitilised organisatsioonid ning oluliste sektorite ettevõtted ja asutused regulaarselt hindama oma küberturvalisuse riske ja võtma kasutusele vastavaid kaitsemeetmeid, et riske leevendada.

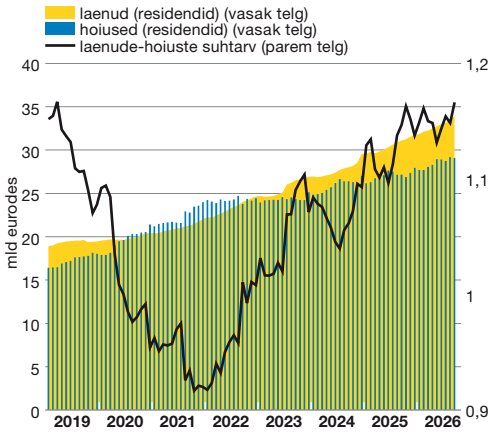
Kui 2025. aastal finantsinspektsiooni korraldatud küsitluses tehisaru kasutamise kohta märkis 14% vastajatest, et IT-süsteemide ja turvalisuse haldamine on tehisaru oluline kasutusvaldkond, siis praeguseks on tunduvalt rohkem neid ettevõtteid, kus on küberturvalisuse tagamiseks tehisaru juba kasutusel või plaanitakse see kasutusele võtta, sealhulgas võrguliikluse seireks ja ohtude tuvastamiseks ning eri riskitegurite turbeanalüüsiks. Samal ajal on ründed muutunud keerukamaks. 2026. aasta mais tegi finantsinspektsioon andmekorje, mille põhjal on mõned finantssektori ettevõtted täheldanud, et nende või teenusepakkujate vastu korraldatud rünnetes on tehisaru kasutamise tunnuseid. Peamiselt on tegu olnud usutava sisuga õngitsuskirjadega, samuti on kasvanud andmepüügikatsete ja sotsiaalsete manipulatsioonide keerukus. Praktikas on siiski tihti keeruline üheselt tuvastada, kas konkreetses välises ründes on kasutatud tehisaru.

Eesti ametiasutused on avaldanud küberriskide vähendamise juhiseid. Finantsinspektsioon avaldas 2025. aastal uuendatud infotehnoloogia ja infoturbe korralduse juhendi, mille eesmärk on vähendada finantssektori operatsioonilisi ja süsteemseid riske. Riigi Infosüsteemi Amet (RIA) on avaldanud soovitused organisatsioonidele, kuidas vähendada tehisaru arenguga seotud ohte. Nende soovituste alusel ei saa küberriske võtta enam lihtsalt tehnilise küsimusena, vaid need on lahutamatu osa igapäevasest äririskist. Seega on vajalik küberturbe põhimõtete järgimine, valmisoleku ja piisavate kontrollimeetmete olemasolu ja nende toimimine reaalsete intsidentide korral.

INTRESSIMÄÄRADE TÕUS KERGITAB PANKADE RAHASTAMISE HINDA

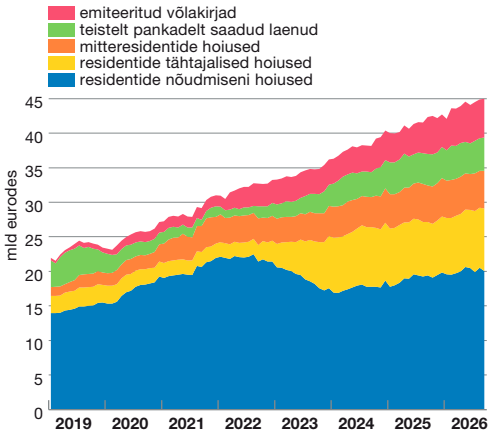
Pangad vajavad oma tegevuse rahastamiseks kodumaiste hoiuste kõrval ka välismaise päritoluga vahendeid. Kodumaistele majapidamistele ja ettevõtetele väljastatud laenude aastakasv on juba pikemat aega kiire püsinud. Selle kõrval oli kodumaiste hoiuste kasv vahepeal mitu aastat kidur. Seetõttu kasvasid hoiused laenudega võrreldes märksa aeglasemalt ja residentide laenude-hoiuste suhtarvu väärtus kerkis üle ühe (vt joonis 3). See tähendab, et kohalike laenude rahastamiseks ei piisa üksnes kodumaistest hoiustest ning pankadel tuleb leida alternatiive, näiteks grupisisesed laenud välismaistelt emapankadelt või hoiused muudest riikidest, aga ka võlakirjad. Majanduse üldise taastumise taustal on sel aastal taas kiiremini kasvanud ka kodumaist päritolu hoiused. Mõneti leevendab see vajadust muu lisarahastuse järele ning residentide hoiustest üle jääva rahastuse osakaal kõigis pankade kohustustes on jäänud pidama ligikaudu 35% juurde (vt joonis 4).

Joonis 3. Pangandussektori laenude ja hoiuste suhtarv



Allikas: Eesti Pank.

Joonis 4. Pankade kohustused



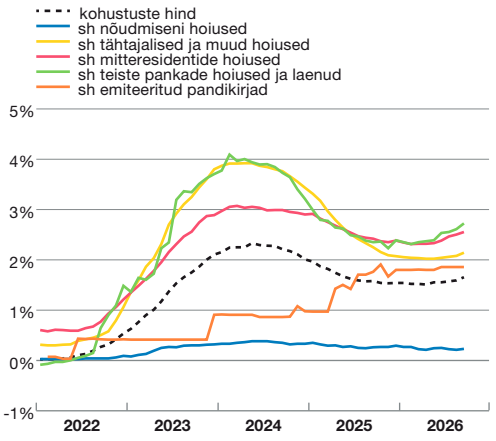
Allikas: Eesti Pank.

Väiksematel pankadel on kodumaiste hoiuste kõrval rohkem lisavahendeid vaja läinud. Kogu pangandussektoris on laenude-hoiuste suhtarv ligikaudu aasta vältel samal tasemel püsinud. Üksikutes pankades on aga areng olnud eriilmeline ning laenude-hoiuste suhtarv varieerub pankade vahel märgatavalt. Pangad, kes soovivad kasvada, vajavad lisaressurssi, kuid kliendid ei ole üldiselt aktiivsed oma hoiuseid pankade vahel liigutama. Nii on rahastamises teatud eelis suurematel ja kauem turul tegutsenud pankadel, kellel on rohkem kodumaiseid hoiuseid. Väiksematel ja uuematel pankadel kipub kodumaiseid hoiustajaid vähem olema ning seda suurem on vajadus muu ressursi järele.

Mida rohkem tuleb nõudmiseni hoiuste kõrvale leida alternatiive, seda suurem on panga jaoks kohustuste keskmine hind. Kauem Eesti turul tegutsenud Rootsi pankade tütarpankadel on rohkem kodumaiseid hoiuseid ning võimalus kasutada grupisisest lisarahastust, kui seda peaks tarvis olema. Nende pankade keskmine kohustuste hind on ühtlasi väiksem. Keskmise suurusega pankade rahastamisstruktuur on kõige mitmekesisem. Madalamate intressimäärade keskkonnas lasi pandikirjade emiteerimine teatud pankadel saavutada pikemaajalist rahastust suhteliselt soodsama hinnaga. Väiksemad pangad on pidanud klientide meelitamiseks pakkuma tähtajalist hoiust ning nende jaoks on kohustustelt makstav hind keskmiselt kõrgem (vt joonised 5 ja 6).

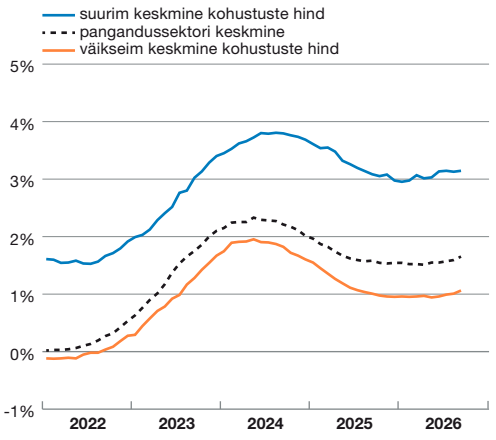
Intressimäärade tõus on kergitanud tähtajaliste hoiuste intressimäärasid. Üldine intressitõus oli õhus alates selle aasta kevadest ning kui

Joonis 5. Pankade kohustuste hind



Allikas: Eesti Pank.

Joonis 6. Pankade kohustuste hind



Allikas: Eesti Pank.

aasta keskpaigas tõusis keskpangas hoiustamise püsivõimaluse intressimäär, hakkasid tasapisi ülespoole liikuma ka pangahoiuste intressimäärad (vt joonis 7). Veelgi selgem hüpe ülespoole jõudis pankade hinnakirjadesse selle aasta oktoobri alguseks. Ühelt poolt vähendavad hoiuste kiirem kasv ja vähene pankadevaheline liikuvus survet tähtajaliste hoiuste intressimäärasid hoogsalt tõsta. Teisalt on kodumaiseid hoiuseid laenudega võrreldes endiselt vähem ning pankade eesmärk on olemasolevaid hoiuseid enda juures hoida. Kui intressimäärad jätkavad kerkimist, võib oodata edasist tõusu ka tähtajaliste hoiuste intressimäärades.

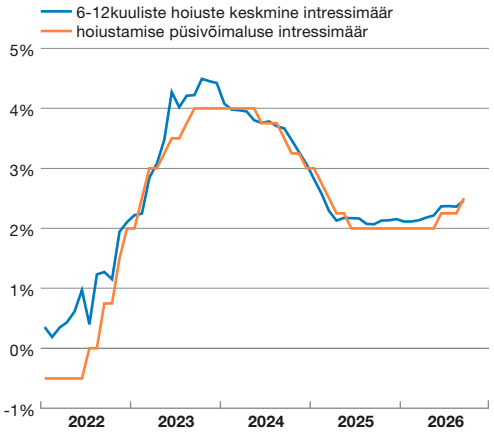
Hoiuste intressimäära tõus kandub varasemaga võrreldes korraga üle suuremale osale hoiustest, mistõttu on see pankade jaoks seekord kulukam. Kodumaiste tähtajaliste hoiuste osakaal on praegu suurem kui möödunud intressitõusu perioodi alguses. Eesti residentidele kuuluvad tähtajalised hoiused moodustavad praegu ligikaudu kolmandiku kõigist hoiustest, samas kui 2022. aasta suvel oli nende osakaal ettevõtete hoiustes ligikaudu 5% ja eraisikute hoiustes 13% (vt joonis 8).

Kõige väiksemad pangad sõltuvad paljuski hoiuseplatvormidelt kaasatavast rahastusest. Kui keskmise suurusega pangad on platvormidelt kaasatavaid hoiuseid suhteliselt vähem kasutanud, siis kõige väiksemate pankade jaoks on see endiselt oluline rahastamisvahend. Peamiselt on tegemist Saksamaa, Austria ja Madalmaade majapidamiste hoiustega. Pangad on platvormidelt kaasatavaid hoiuseid kirjeldanud kui suhteliselt kergesti kättesaadavat vahendit. Teatud piirini on tegemist stabiilsema rahastusega, sest mõne sealse riigi õiguse järgi ei saa tähtajalisi hoiuseid enne tähtaja saabumist välja võtta või on tähtaeg pikem. Uute pandikirjadega võrreldes maksavad pangad platvormidelt kaasatud hoiustelt selle aasta sügisel keskmiselt väiksemat intressi, ent veidi suuremat kui uute kodumaiste tähtajaliste hoiuste puhul.

RIIGIVÕLAGA SEOTUD PROBLEEMID VÕIVAD KANDUDA PANKADE RAHASTAMISSE

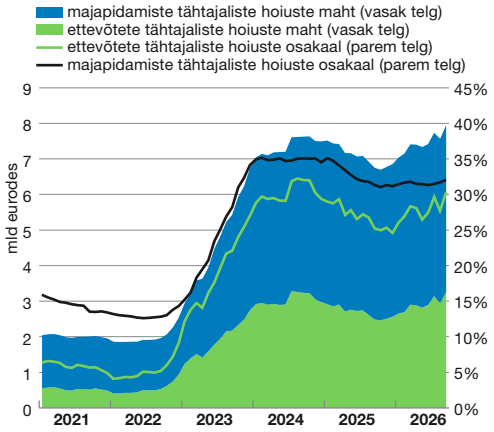
Rahvusvaheliste turgude jätkuv huvi võlakirjaemissioonide vastu on tähtis kolme süsteemselt olulise panga jaoks. Eesti pankade emiteeritud võlakirjade jäägist moodustavad valdava osa pandikirjad (vt joonis 9). Neid

Joonis 7. Uute tähtajaliste hoiuste ja EKP hoiustamise püsivõimaluse intressimäär



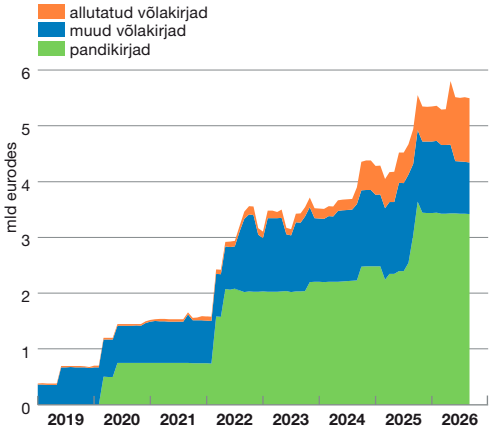
Allikad: Eesti Pank, Euroopa Keskpank.

Joonis 8. Ettevõtete ja majapidamiste tähtajalised hoiused



Allikas: Eesti Pank.

Joonis 9. Pankade emiteeritud võlakirjad



Allikas: Eesti Pank.

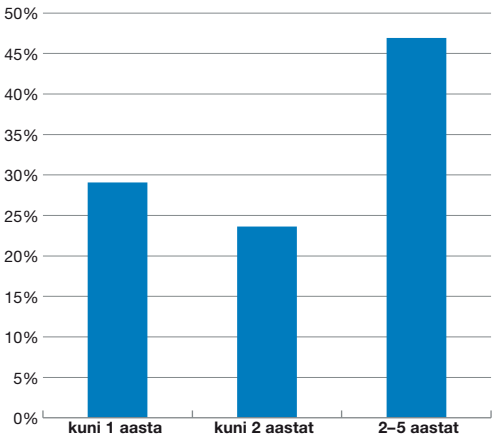
emiteerib Eestis kolm panka, kes rahastavad nende abil laenude väljastamist, aga ka tugevdavad oma likviidsuspositsiooni – näiteks saab pandikirju kasutada keskpangas rahapoliitiliste tehingute tagatisena. Pangagrupid emiteerivad ka muid võlakirju, et järelevalvenõudeid täita. Kuna Eesti väärtpaberiturg on vajalike mahtude saavutamiseks liiga väike, tehakse emissioone rahvusvahelistel finantsturgudel.

Märgatav osakaal võlakirju jõuab lähiajal tähtajani. Pankade rahavoogude aruanded viitavad, et ligi pool võlakirjade mahust jõuab tähtajani lähema kahe aasta vältel (vt joonis 10). See tähendab, et tõenäoliselt tekib pankadel lähiajal vajadus korraldada uusi võlakirjaemissioone. Enamik rahvusvahelistel finantsturgudel väljastatud pangavõlakirju on nelja- või viieaastase tähtajaga ning üldiselt saavad pangad valida enda jaoks soodsaima hetke, millal võlakirjaemissiooni korraldada.

Kõrgemate intressimäärade ja geopoliitiliste pingete kiuste on võlakirjaturud pankade jaoks suhteliselt hästi edasi toiminud. Kuigi investorid on mõnevõrra valivamaks muutunud ja nõuavad kõrgemate intressimäärade tõttu lisaks suuremat tootlust, on võlakirjaturg pankade jaoks küllaltki hästi toimivaks jäänud. Eriti vastupidavaks on osutunud pandikirjade turg, mis laseb pankadel endiselt rahastust kaasata. Geopoliitiliste pingete järsu süvenemise ajal suurenesid ajutiselt ka Euroopa finantssektori võlakirjade riskipreemiad, kuid hiljem need stabiliseerusid, püsides selgelt madalamal tasemel kui kevadise turukorrektsiooni ajal. Sügise alguseks ei viidanud võlakirjaturu areng pankade krediidiriski laialdasele suurenemisele ega rahastamise kättesaadavuse märkimisväärsele halvenemisele. Eestis tegutsevate pankade jaoks oli turupõhine rahastamine kallinenud, ent nende riskipreemiad olid kahanenud ja rahastamine kevadega võrreldes suhteliselt soodsamaks muutunud.

Ettevaates võivad riigiriski hinnangute muutused pankade turupõhise rahastamise kättesaadavust ja hinda rohkem mõjutada. Oktoobri keskpaigaks täheldati, et pinged mõjutasid Euroopa finantsturge mõnevõrra rohkem – tagamata võlakirjade turg jäi väga vaikseks ja selle kõrval emiteeriti ka pandikirju märksa vähem. Selle põhjuseks olid intressimäärade väljavaatega

Joonis 10. Pankade võlakirjadega seotud rahavoo osakaal tähtaja järgi



Allikas: Eesti Pank.

seotud ebakindlus, investorite suurem hinnatundlikkus ning pankade vähenenud rahastamisvajadus pärast aastaste eesmärkide täitmist. Nõudlus koondus peamiselt lühema tähtajaga emissioonidele ning pandikirjade hinnastamist mõjutasid üha enam muutused riigivõlakirjade tootlustes. Kuigi pandivõlakirjade hinnad on riigiriski suhtes üldjuhul vähem tundlikud, võib riigireitingu langetamine kaasa tuua pankade emiteeritud pandikirjade reitingute langetamise.[2] Kui Euroopa võlakirjaturgude riskid peaksid järsult suurenema, võib investorite huvi väiksemate riikide pankade emissioonide vastu tunduvalt väheneda.

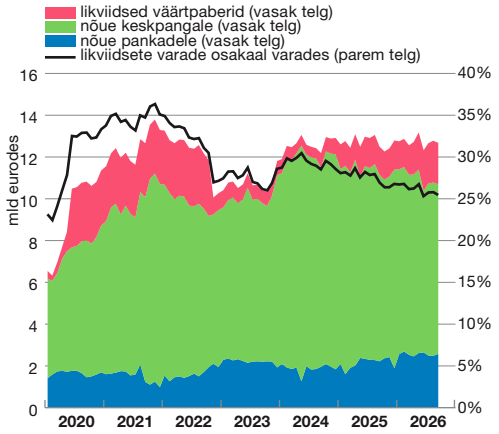
Ka Rootsi emapangagruppide jaoks püsib rahastamise kättesaadavus finantsturgudel hea, kuid samal ajal on hind intressimäärade üldise tõusu taustal mõnevõrra kerkinud. Kuna Rootsi emapangad rahastavad end osaliselt ka rahvusvahelistelt raha- ja kapitaliturgudelt vahendeid kaasates, võivad võimalikud pinged finantsturgudel neilegi mõju avaldada. Nii nagu Euroopa finantssektoris üldiselt, on ka Rootsi emapangagruppide turupõhise rahastamise hind küll kasvanud, kuid riskipreemiad vähenenud, mis peegeldab seda, et nende rahastuse kättesaadavus pole halvenenud.

PANKADE LIKVIIDSUSPUHVRID ON JÄTKUVALT KÕRGEL TASEMEL

Pangandussektori likviidsete vahendite tase on endiselt hea. 2026. aasta augusti lõpu seisuga moodustasid likviidsed varad 26% kogu

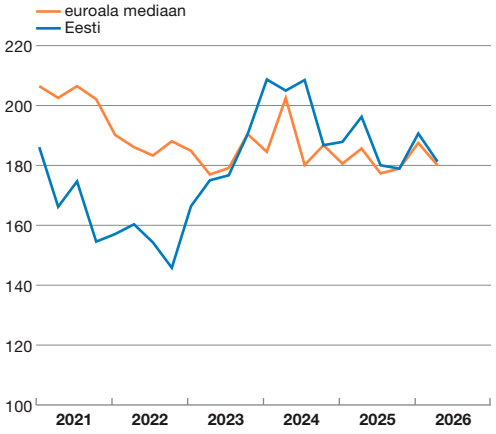
2 Kui Moody's langetas Poola riigireitingu tasemele A3, muudeti sellega seoses madalamaks ka mitme Poola panga pandkirjade reitingud.

Joonis 11. Pankade likviidsed varad ja nende osakaal koguvarades



Allikas: Eesti Pank.

Joonis 12. Likviidsuskattekordaja



Märkus. Viimane vaatlus: 30.06.2026.
Allikas: Euroopa Keskpank.

pangandussektori varadest (vt joonis 11). See on mõne aasta taguse ajaga võrreldes madalam, ent pikaajalises vaates on see endiselt kõrgem tase. Seejuures on suuremate pankade likviidsete varade osakaal bilansist suurem. Likviidsete varade osakaalu vähenedes on ka pangandussektori likviidsuskattekordaja allapoole liikunud, kuid on samal ajal euroala mediaani lähedasel tasemel (vt joonis 12).

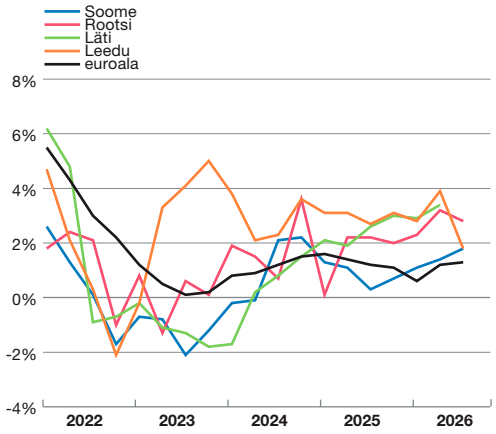
ENERGIAHINDADE JA INTRESSIMÄÄRADE TÕUS VÕIB KAASA TUUA ETTEVÕTETE JA MAJAPIDAMISTE LAENUMAKSEVÕIME HALVENEMISE

Eesti majandusolukord on paranenud ja selle toel on kosunud ka ettevõtete majandustulemused ja majapidamiste rahaline seis. Ettevõtted ja majapidamised on oma laenude tasumisega hästi hakkama saanud. Samas varjutavad majandusolukorra paranemist tõusnud energiahinnad ja intressimäärad, mis suurendavad ettevõtete ja majapidamiste kulusid ning võivad kaasa tuua majandusolukorra halvenemise. See nõrgestaks ettevõtete ja majapidamiste laenumaksevõimet ning suurendaks probleemlaenude osakaalu. Pankade vastupanuvõime sellistele riskidele on siiski hea. Nende tuluteenimisvõime, kasumlikkus ja kogutud puhvrid võimaldavad toime tulla ka laenukahjumite mõningase kasvuga ja hoida omavahendeid nõutaval tasemel.

ETTEVÕTETE JA MAJAPIDAMISTE MAJANDUSLIK OLUKORD ON PARANENUD

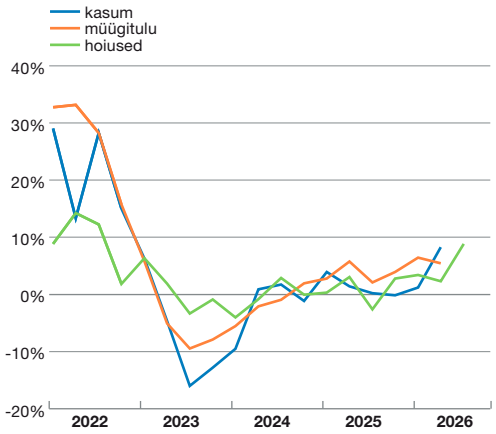
Eesti majandust on toetanud nii sisenõudlus kui ka peamiste kaubanduspartnerite kiirenenud kasv. Kui Leedu majanduskasv oli juba paaril varasemal aastal üsna kiire, siis viimase aasta jooksul on kiirenenud ka Läti, Rootsi, Soome ja Saksamaa majanduskasv (vt joonis 13). IMFi hinnangul on maailmamajandus laiemalt püsinud oodatust vastupidavam – geopoliitilistest pingetest ja kõrgematest energiahindadest hoolimata. Ehkki prognoosid ei näita maailmamajanduse ja euroala kasvu aeglustumist, on geopoliitiliste riskide, kallima energia ja eelarvepoliitiliste pingete tõttu IMFi sõnul siiski risk, et kasv kujuneb prognoositust väikemaks. Eesti majanduskasv püsib Eesti Panga prognoosi järgi järgnevatel aastatel ligi 2,5%.

Joonis 13. Kaubanduspartnerite SKP aastane muutus



Allikas: Eurostat.

Joonis 14. Ettevõtete müügitulu, kasumi ja hoiuste aastakasv



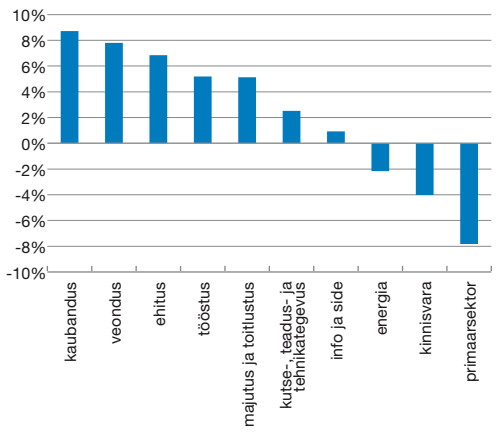
Allikad: Eesti Pank, statistikaamet.

Ettevõtete majandustulemused 2026. aasta esimesel poolel paranesid. Müügitulu kasvas enamikul tegevusaladel ja keskmisena kiirenes aastakasv 6%ni (vt joonis 14). Varasemast selgelt tugevamale kasvule pöördusid ka ettevõtete kasum ja hoiused. Samuti on vähenenud kahjumis olevate ettevõtete arv. Positiivse poole pealt saab esile tuua majandustulemuste paranemise tööstussektoris, mis oli pikka aega keerulises olukorras ja kus probleemlaenude osakaal oli suurim. Samuti suhteliselt suurema probleemlaenude osakaaluga primaarsektoris aga on müügitulu juba üle aasta vähenenud (vt joonis 15).[3]

Ettevõtete puhvrid aitavad hakkama saada lühiajaliste šokkidega. Viimaste aastate majandussõkid vähendasid Eesti ettevõtete puhvreid mõnevõrra, kuid viimastes kvartalites on hoiuste ja laiemalt omakapitali kasv taastunud. Nii ettevõtete hoiuste ja võla suhtarv kui ka finantsvõimendus on ligikaudu koroonakriisi eelsel tasemel (vt joonis 16). Rahvusvahelises võrdluses on Eesti ettevõtete likviidsus hea ja finants-

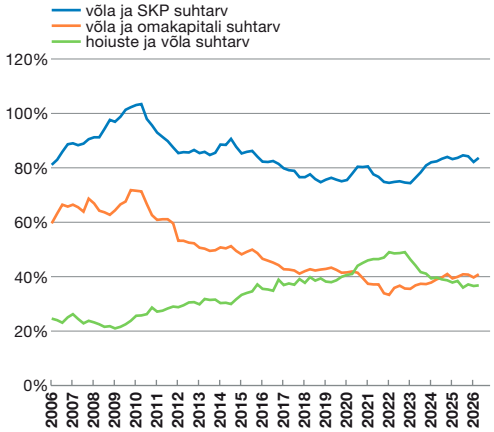
3 Väheneb nii põllumajanduse kui ka metsanduse müügitulu.

Joonis 15. Müügitulu aastakasv I pa 2026



Allikas: statistikaamet.

Joonis 16. Ettevõtete võlakoormus ja finantsvõimendus



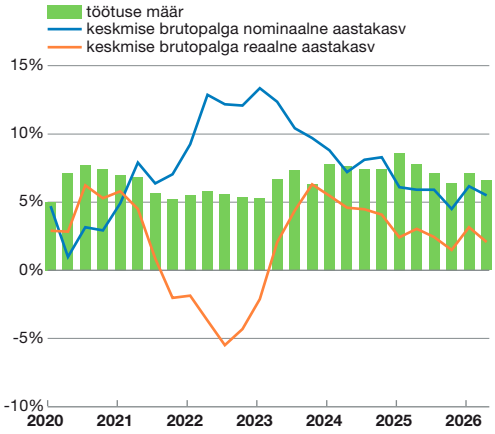
Allikad: Eesti Pank, statistikaamet.

võimendus väike. Ettevõtete pangalaenude kasv on viimasel paaril aastal olnud eelkõige kinnisvara-ettevõtete eestvedamisel suhteliselt kiire: septembri lõpus ulatus see ligikaudu 8%ni.[4] Koguvõla kasv on tagasihoidlikuma välismaalt laenamise tõttu siiski olnud sellest aeglasem, teise kvartali lõpuks ligikaudu 5%. See on ettevõtete lisandväärtuse ja nominaalse majanduskasvuga sarnane tempo ja seetõttu võlakoormus viimase aasta jooksul eriti ei muutunud.

Sissetulekute jätkuv kasv ja stabiilne tööturg on toetanud majapidamiste laenuteenindamisvõimet. 2026. aasta esimesel poolel püsis keskmine töötuse määr 7% juures, mis on pisut madalam kui eelmise aasta keskmine näitaja (vt joonis 17). Majapidamiste ostujõudu ja laenuteenindamisvõimet on toetanud nii palkade kasv kui ka 2026. aasta algusest kehtestatud üldine maksuvaba tulu. Nominaalpalga aastakasv on olnud ligikaudu 6% ning ka reaalpalk on kasvu jätkanud, samal ajal kui üldise maksuvaba tulu kehtestamine suurendas eelkõige kõrgema sissetulekuga majapidamiste netosissetulekuid.

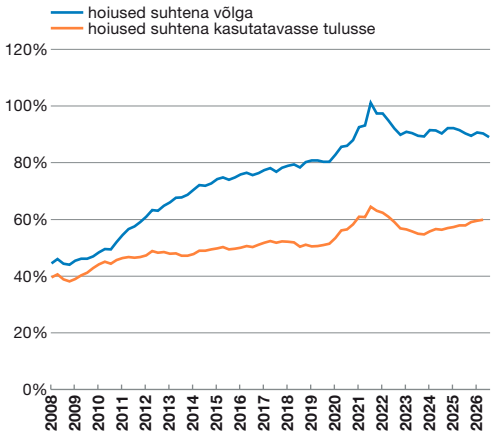
Majapidamiste hoiused on viimaste aastate jooksul kasvanud. 2026. aasta septembri lõpuks kiirenes hoiuste aastakasv 7,6%ni, mis on ajalooliselt võrdluses suhteliselt kiire tempo. Hoiused suurenesid ka suhtena kasutatavasse tulusse, kuid võla kiire kasvu tõttu püsisid need suhtena võlga üldjoontes muutumatuna (vt joonis 18). Seega – ehkki majapidamiste säästud on sissetulekute suhtes suurenenud, ei ole nende finantspuhvrid võlakoormuse suhtes tugevnenud.

Joonis 17. Majapidamiste palga ja töötuse muutus



Allikad: Eesti Pank, statistikaamet.

Joonis 18. Majapidamiste hoiused suhtena võlga ja kasutatavasse tulusse



Allikas: Eesti Pank.

4 Loe laenukasvust pikemalt kolmandast peatükist.

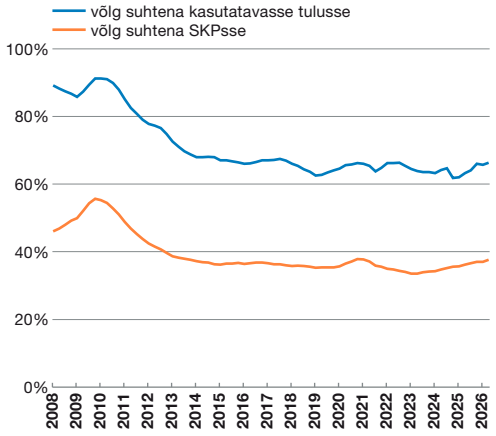
Kuivõrd majapidamiste pangalaenud kasvasid kiiremini kui nende sissetulekud, suurenes võlakoormus edasi. Võlg edenes kiiremini kui nominaalse SKP kasv, mis kergitas võla ja SKP suhtarvu aastaga 0,6 protsendipunkti, 2026. aasta teiseks kvartaliks 37,6%ni (vt joonis 19). Majapidamiste pangalaenude aastakasv on viimase kahe aasta jooksul püsinud ligikaudu 9% juures, ületades selgelt keskmise brutokuupalga 5–6% kasvu. Ettevaates võib palgakasvu aeglustumine laenude ja sissetulekute kasvu erinevust veelgi suurendada ning kasvatada majapidamiste võlakoormust ning haavatavust ebasoodsate šokkide suhtes.

Ettevõtted ja majapidamised on oma laenukohustuste täitmisega jätkuvalt hästi hakkama saanud. Tähtajaks tasumata laenude osakaal on viimastel aastatel püsinud ajalooliselt väike ja on ka rahvusvahelises võrdluses tagasihoidlik. 2026. aasta septembri lõpuks ulatus üle 60 päeva maksetähtaega ületanud laenude maht pisut üle 135 miljoni euro ehk 0,5%ni kogu laenuportfellist, mida on 15 miljonit eurot rohkem kui pool aastat varem (vt joonis 20). Mõnevõrra laiem vaade probleemlaenudele ehk mittetoimivate laenude osakaal on seevastu vähenenud ja oli augusti lõpuks 0,8% laenuportfellist.[5] Allahindluste maht on püsinud ligikaudu poole aasta tagusel tasemel. Tähtajaks tasumata laenude kaetus allahindlustega ületab endiselt viimase 20 aasta keskmist näitajat. Osalt tuleneb see ka tähtajaks tasumata laenude väikesest mahust: allahindluste ja laenuportfelli suhtarv on peaaegu ajaloolise madalaima taseme lähedal.

Ettevõtete maksekäitumine on üldiselt hea, negatiivsemalt paistavad silma tööstus- ja primaarsektor. Üle 60 päeva maksetähtaega ületanud laenude osakaal oli septembri lõpus ligi 0,6% (vt joonis 21). See on viimase kümne aasta keskmine tase ja üle kolme korra madalam kui viimase 20 aasta keskmine. Ainsana ületab probleemlaenude osakaal tavapärast taset tööstus- ja primaarsektoris, kus viivislaenude osakaalud on vastavalt 4,5% ja 0,9%. Pankade sõnul kajastab see peamiselt siiski üksikute ettevõtete raskusi, mitte nende sektorite ulatuslikke probleeme.

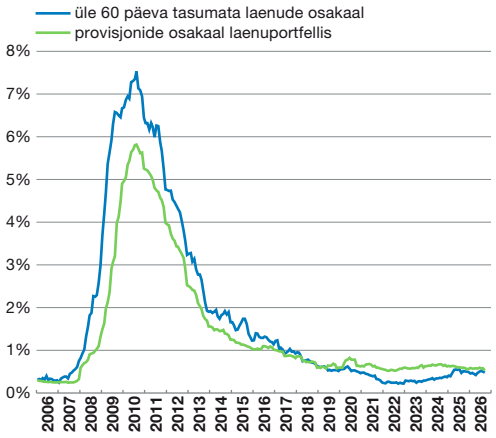
Ka majapidamised on oma laenude tasumisega üldiselt hästi hakkama saanud. 2026. aasta septembri seisuga ei ole üle 60 päeva maksetähtaega ületavate laenude osakaal eluaseme-

Joonis 19. Majapidamiste võla- ja intressikoormus



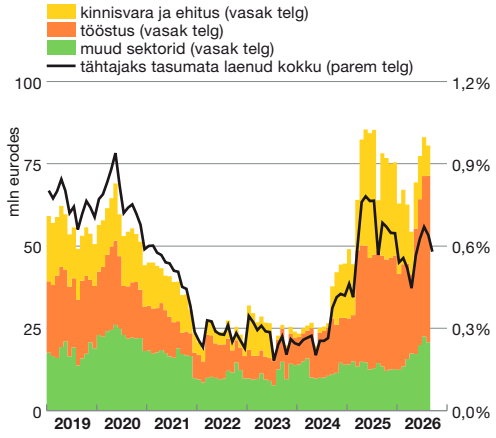
Allikad: Eesti Pank, statistikaamet.

Joonis 20. Pangandussektori probleemlaenud ja provisjonid



Allikas: Eesti Pank.

Joonis 21. Ettevõtete üle 60 päeva tasumata laenud



Allikas: Eesti Pank.

5 Mittetoimivad laenud sisaldavad peale maksetähtaega ületanud laenude ka vähenenud väärtusega laene.

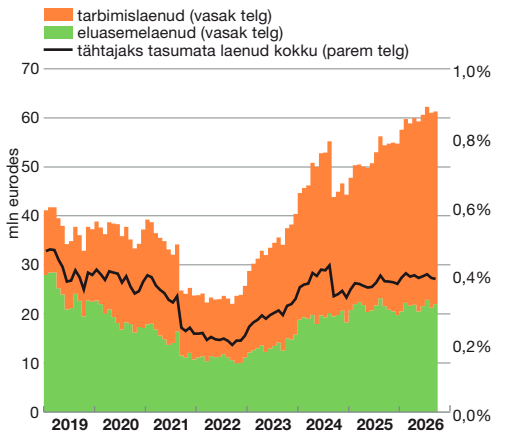
laenude portfellis eriti muutunud, püsides alla 0,2% (vt joonis 22). Selline probleemlaenude tase on madal nii ajaloolises võrdluses kui ka absoluutmahus. Ka üle 60 päeva maksetähtaega ületavate tarbimislaenude osakaal ei ole viimasel aastal tervikuna suurenenud, kuid mõningast kasvu võib täheldada krediitkaardilaenude puhul,[6] sest üle 60 päeva maksetähtaega ületavate laenude osakaal on viimase aasta jooksul suurenenud 1,5%-lt 1,8%-le. Muude tarbimislaenude puhul on see näitaja püsinud samal ajal 2,5–2,6%.

KALLIM ENERGIA JA SUUREMAD INTRESSIKULUD TOOKSID KAASA MAKSEVÕIME RISKID

Energia on maailmaturul kallinenud ja ehkki tulevikutehingud suurt edasist hinnatõusu ei näita, püsib geopoliitiliste konfliktide tõttu hinnatõusu risk siiski. Kõrgemad energiahinnad on hakanud mõjutama ka üldist hinnakasvu ja seetõttu peavad keskpangad reageerima rangema rahapoliitika ja kõrgemate intressimääradega (vt joonis 23). Kõrgemad energiahinnad ja intressimäärad kanduvad Eesti ettevõtete ja majapidamiste kuludesse kiiresti üle, kuna kasutatakse palju börsihinnapõhiseid ja ujuva intressimääraga lepinguid. Teise ringi efektina võivad kõrgemad energiahinnad ja intressimäärad kaasa tuua nii kaubanduspartnerite kui ka Eesti arvatust aeglasema majanduskasvu ja ühes sellega surve ettevõtete ja majapidamiste tuludele ja laenumaksevõimele.

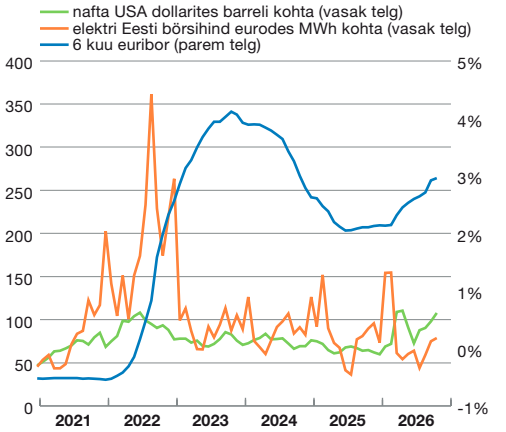
Ettevõtted võivad energia kallinemise riski suhtes olla haavatavamad, kui nad olid 2022. aastal. Ehkki ettevõtete kütuse- ja energiakulud suurenesid 2022. aastal võrreldes 2019. aastaga üle 50%, õnnestus ettevõtetel väga tugeva nõudluse keskkonnas suur osa sisendihindade kasvust üle kanda tarbijale. Ettevõtete müügitulu suurenes samal ajal 36% ja ärikasum lausa kahekordistus (vt joonis 24). Praeguse väiksema nõudluse ja märksa kõrgema hinnataseme juures pole selge, kui hästi see nüüd õnnestuks. Kui keskmisena on energiakulud viimastel aastatel moodustanud ligikaudu 11% ettevõtete lisandväärtusest, siis logistikas, põllumajanduses ja metsanduses, jäätmekäitluses ja mõnes töötleva tööstuse harus on see märkimisväärselt suurem (vt joonis 25).[7] Need sektorid on energia kallinemise suhtes haavatavamad.

Joonis 22. Majapidamiste üle 60 päeva tasumata laenud



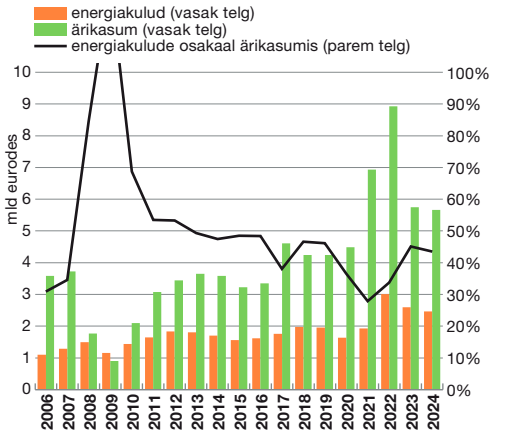
Allikas: Eesti Pank.

Joonis 23. Energiahinnad ja euribor



Allikad: Nord Pool, Bloomberg.

Joonis 24. Ettevõtete ärikasum ja energiakulud

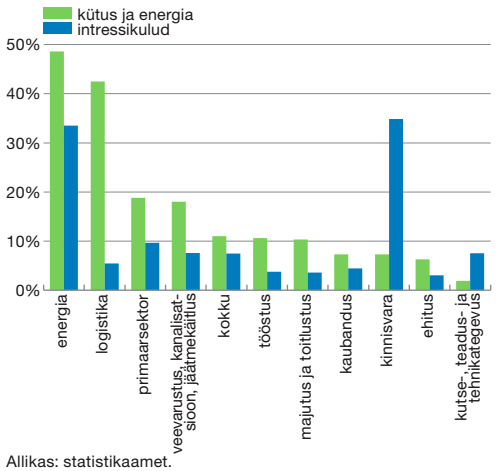


Allikas: statistikaamet.

6 Tarbimis- ja krediitkaardilaenude dünaamikat mõjutavad struktuursed muutused pankades. See selgitab näitajate järske muutusi 2021. ja 2024. aastal.

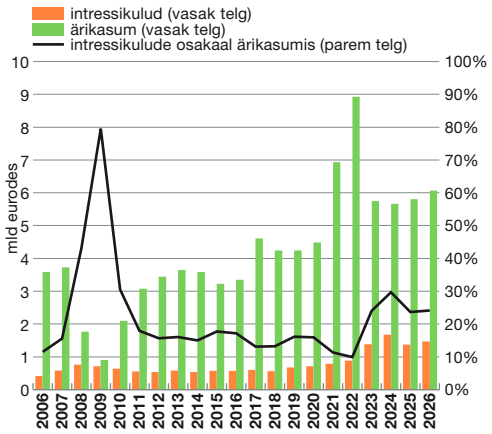
7 Eelkõige paberi-, puidu-, keemia- ja toiduainetööstus. Energiakulude osakaal on väga suur ka energiasektoris endas, aga seal on energiahindadel müügituludele enamasti otsene mõju.

Joonis 25. Energia- ja intressikulude osakaal ettevõtete lisandväärtuses, 2023.-2024. a keskmine



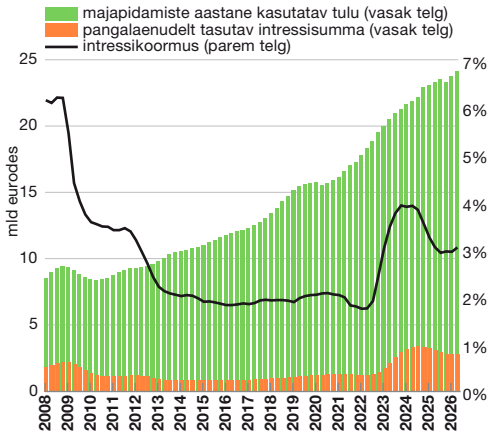
Allikas: statistikaamet.

Joonis 26. Ettevõtete ärikasum ja intressikulud



Allikad: Eesti Pank, statistikaamet.

Joonis 27. Majapidamiste intressikulud ja kasutatav tulu



Allikas: Eesti Pank.

Intressimäärade tõusu mõju ettevõtlussektoritele varieerub üsna palju. Ettevõtete intressikulud on viimastel aastatel moodustanud ettevõtete kasumist ligikaudu kaks korda suurema osa kui 2022. aastale eelnenud ülimalt madalate intressimäärade perioodil (vt joonis 26). Arvestades finantsturu osaliste prognoose intressimäärade kohta, tuleb ettevõtetel ligikaudu samasuguste intressikulude osakaaluga hakkama saada ka lähiaastatel, kuid välistatud pole veelgi suuremad intressikulud. Sealjuures on ettevõtete intressitundlikkus üsna varieeruv. Intressikulude kasv mõjutab kõige rohkem neid sektoreid, kus finantsvõimendus ja intressikulude osakaal on suurem: energeetika, kinnisvara, primaarsektor ja transport (vt joonis 25). Euribori tõusu ülekandumine laenukuludesse oleks aga kõigis sektorites kiire, sest väga suur osa (ligikaudu 90%) laenulepinguid on ujuva intressimääraga ehk alla üheaastase fikseerimisega.

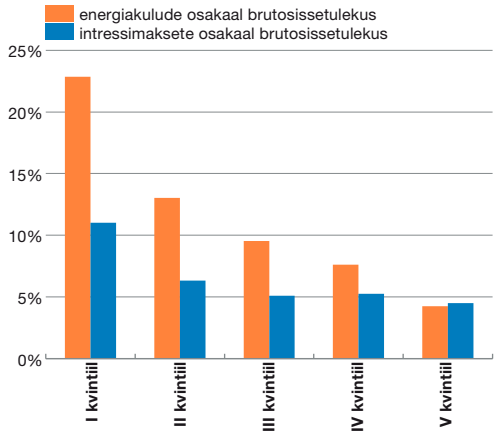
Majapidamiste intressikulud on turuintressimäärade tõusust mõjutatud eluasemelaenude intressimäärade kerkimise tõttu suurenenud. 2026. aasta septembri lõpuks kerkis majapidamiste intressikoormus ehk intressimaksete osakaal kasutatavas tulus 3%ni (vt joonis 27) ja intressikulude edasikandumise tõttu suureneb intressikoormus lähiajalgi. Juhul kui laenuintressimäärad suurenevad 1 protsendipunkti võrra, siis näiteks olemasolevate laenude puhul, mille keskmine laenusumma jääk on 75 000 eurot, tähendaks see laenumakse suurenemist 40 euro võrra. Uute laenude võtjaid mõjutab aga intressitõus rohkem, kuna uute laenude keskmine laenusumma on tunduvalt suurem, 150 000 eurot. Nende puhul suureneks laenusumma 85 eurot. Finantsturu osaliste ootuste kohaselt majapidamiste laenuteenindamiskulud kõrgemate intressimäärade tõttu ettevaates küll suurenevad, kuid varasemate tipptasemete lähedale jõudmiseks[8] peaks intressimäärade tõus olema märksa ulatuslikum. Et suuremate laenukulude mõju ei jaotu majapidamiste vahel ühtlaselt, puudutab see rohkem suure võlakoormuse ja väiksema sissetulekuga majapidamisi (vt joonis 28).[9, 10]

8 Eelmise intressitõusutsükli ajal kerkis keskmine eluasemelaenu intressimäär 2022. aasta keskpaigast 2023. aasta lõpuni 1,9%-lt 5,8%-le.

9 Kuigi HCFSi andmed pärinevad 2024. aastast, on intressi- ja energiakulude jaotus eri sissetulekukvintiilide vahel püsinud aastate jooksul üldjoontes stabiilsena.

10 HFCSi uuringus esitavad majapidamised kommunaalkulude (elekter, küte ja sideteenused) kogusumma. Kuna valdava osa neist moodustavad energiakulud, käsitletakse analüüsis kommunaalkulusid lihtsustatult energiakuludena.

Joonis 28. Energiakulude ja intressimaksete osakaal laenu võtnud majapidamiste aastasissetulekus



Allikad: HFCS, Eesti Panga arvutused.

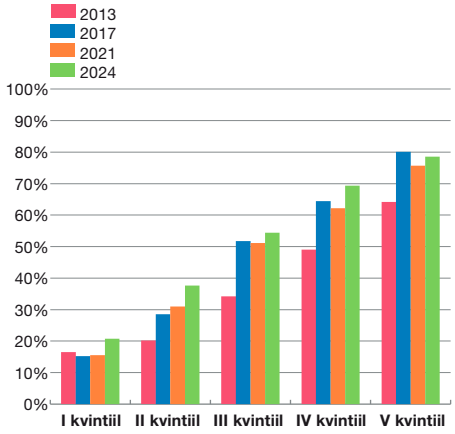
Intressimäärade tõusust suuremat survet majapidamiste finantsseisule avaldab aga energia ja kütuse kallinemine. Energiakulude kasv suurendab majapidamiste igapäevaseid kulutusi ning vähendab muuks tarbimiseks ja säästmiseks üle jäävaid vahendeid. Haavatavamad on eelkõige väiksema sissetulekuga majapidamised, kelle sissetulekust moodustab energiale ja kütusele kuluv raha tunduvalt suurema osa kui kõrgema sissetulekutasemega majapidamistel (vt joonis 28).

Taustinfo 2. Majapidamiste finantsvaradest ja -kohustustest HFCSi uuringu andmetel

Eesti majapidamiste laenukasv on viimastel aastatel olnud kiire ning võlakoormus on pärast ajutist leevenemist taas tõusuteel. Seda on siiski tasakaalustanud sissetulekute tugev kasv ning rahvusvahelises võrdluses on Eesti majapidamiste võlakoormus endiselt mõõdukas. Finantsstabiilsuse seisukohalt ei ole siiski oluline üksnes võla kogumaht, vaid ka selle jaotus eri tüüpi majapidamiste vahel, kuna sellest sõltuvad nii laenumaksevõime kui ka pankade laenuportfelli kvaliteet. Järgnev analüüs tugineb leibkondade finantskäitumise ja tarbimisharjumuste uuringu (Household Finance and Consumption Survey, HFCS) andmetele, mis koguti 2024. aastal[11] ning avaldati 2026. aasta kevadel.[12]

Uuringu andmetel on laenukohustustega leibkondade osakaal Eestis iga küsitluslainega järk-järgult suurenenud. 2024. aastal oli laenu võtnud natuke üle poole Eesti leibkondadest, täpsemalt 52%. Kinnisvaralaenuga leibkondade osakaal oli 28%. Majapidamiste võlakoormus on Eestis koondunud eeskätt suurema sissetulekuga leibkondade sekka. 2024. aastal oli kõrgeimas sissetulekukvintiilis laenukohustustega hinnanguliselt ligi 80% majapidamistest (vt joonis T2.1). Samal ajal on laenuvõtjate osakaal kasvanud ka tagasihoidlikuma sissetulekuga majapidamiste seas. Kui 2013.–2021. aastal püsis madalaimasse sissetulekukvintiili kuuluvate laenukohustusega majapidamiste osakaal ligikaudu 16% juures, siis 2024. aastaks oli see suurenenud 21%ni.

Joonis T2.1. Laenuga majapidamiste osakaal sissetulekukvintiilide kaupa



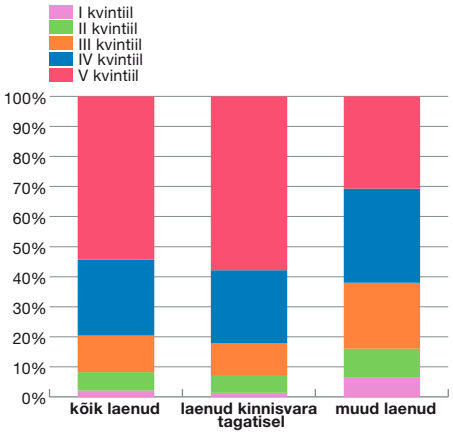
Allikad: HFCS, Eesti Panga arvutused.

Laenuaktiivsus ja võlakoormus on koondunud valdavalt suurema sissetulekuga majapidamiste sekka. Hinnangute kohaselt kuulus 2024. aastal ligi 80% majapidamiste koguvõlast kahe kõrgeima

11 Mõned riigid kogusid andmeid 2023. aastal, seepärast on euroala kohta esitatud andmed 2023. aasta seisuga.

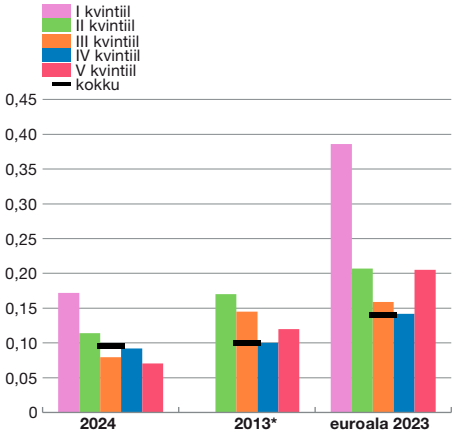
12 HFCSi uuringus kogutakse detailseid andmeid leibkondade varade ja kohustuste kohta leibkonna tasandil ning lisaks teavet leibkonna koosseisu, liikmete demograafiliste tunnuste, sissetulekute, tööhõiveseisundi ja tarbimise kohta.

Joonis T2.2. Majapidamiste võla jaotumine sissetulekugruppide kaupa



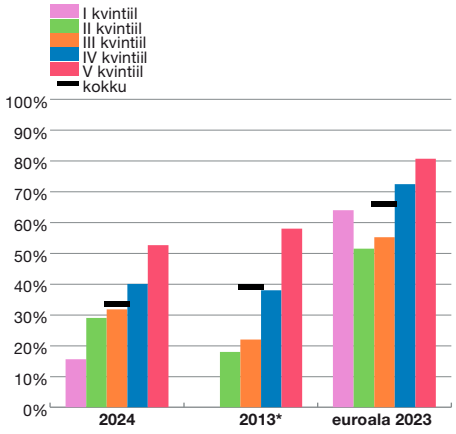
Allikad: HFCS, Eesti Panga arvutused.

Joonis T2.3. Laenumaksete ja brutosissetuleku suhtarv



*2013. aastal oli Eesti puhul liiga vähe vaatlusi.
Allikad: HFCS, Eesti Panga arvutused.

Joonis T2.4. Laenusumma ja aastase brutotulu suhtarv



*2013. aastal oli Eesti puhul liiga vähe vaatlusi.
Allikad: HFCS, Eesti Panga arvutused.

sissetulekukvintiili majapidamistele, samas kui madalaima sissetulekukvintiili osakaal koguvõlas jäi ligikaudu 2% juurde (vt joonis T2.2). On arusaadav, miks laenuaktiivsus ja võlakoormus on koondunud peamiselt kõrgema sissetulekuga majapidamiste sekka: nende laenuvõime on üldjuhul suurem.

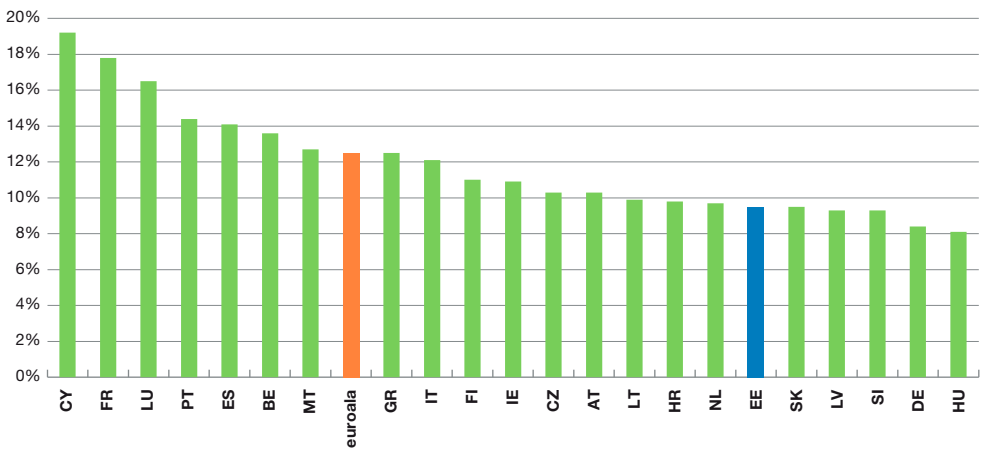
Väiksema sissetulekuga rühmades on laenumaksekoormus suurim, kuid nende tagasihoidlikuma osakaalu tõttu koguvõlas on mõju finantsstabiilsusele piiratud. Laenumaksete ja sissetulekute suhte mediaan näitab, et väiksema sissetulekuga leibkonnad kulutavad laenuteenindamisele oma sissetulekust märkimisväärsema osa kui kõrgeima sissetulekukvintiili majapidamised (vt joonis T2.3). Samal ajal kerkib koguvõla ja aastase brutotulu suhe üldjuhul koos sissetulekuga (vt joonis T2.4).[13] Seda selgitab asjaolu, et väiksema sissetulekuga majapidamiste kohustustes on suurem osakaal lühema tähtajaga laenudel, kuid suurema sissetulekuga leibkondade võlakoormust mõjutavad rohkem pikaajalised laenud, eeskätt eluasemelaenud (vt joonis T2.2).

Sissetulekute kasv on majapidamiste laenumaksekoormust aastate jooksul üldiselt leevendanud. Laenumaksete osakaal sissetulekus vähenes 2013.–2024. aastal kõigis sissetulekurühmades (vt joonis T2.3). Ka rahvusvahelises võrdluses on Eesti majapidamiste võlakoormus mõõdukas, jäädes euroala keskmisest madalamale tasemele. Laenumaksete ja sissetuleku suhtarvu mediaanväärtus oli Eestis umbes 9,5%, mis oli euroala riikide võrduses väiksemate seas – viimase uuringulaine ajal oli see meie tasemest väiksem viies riigis. Euroalal keskmiselt oli vastav suhtarv 12,5% (vt joonis T2.5).

Majapidamiste kasvanud finantspuhvrid leevendavad võlakoormusega seotud riske. 2013.–2024. aastal suurenesid hoiused kõigis sissetulekukvintiilides, kuigi muutused varieerusid eri

13 Kui laenumaksete ja sissetuleku suhe kajastab, kui suur osa leibkonna jooksvast sissetulekust kulub laenumaksete teenindamisele ning näitab majapidamiste lühiajalist maksevõimet, siis laenusumma ja aastase brutotulu suhtarvu kasutatakse leibkondade üldise laenuteenindamisvõime iseloomustamiseks, võttes arvesse nende aastast sissetulekut praeguse seisuga.

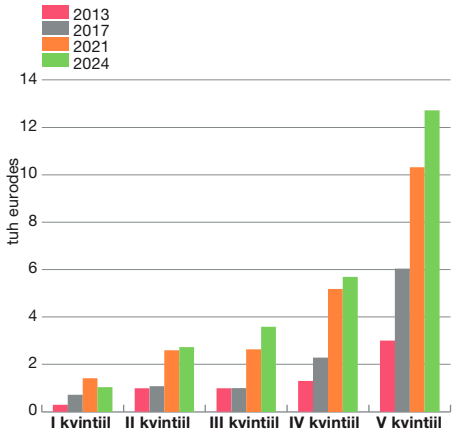
Joonis T2.5. Laenumaksete ja sissetuleku suhtarv



Allikad: HFCS, Eesti Panga arvutused.

sissetulekurühmades. Kõige suurem kasv toimus kõrgeimasse sissetulekukvintiili kuuluvate majapidamiste seas. Erandina vähenes madalaima sissetulekukvintiili hoiuste mediaanväärtus 2024. aastal võrreldes eelmise uuringulainega mõnevõrra, kuid jäi siiski kõrgemale tasemele kui uuringuperioodi alguses (vt joonis T2.6). Samas jäi leibkondade likviidsete netovarade tase võrdluses sissetulekuga[14] enamvähem samaks kui eelmises uuringulaines. 2024. aasta andmete põhjal oli laenukohustusega majapidamistel Eestis likviidseid finantsvarasid mediaankeskmisena ligi kahe kuu brutosissetuleku ulatuses.

Joonis T2.6. Hoiuste mediaanväärtus Eestis sissetulekugruppide järgi



Allikad: HFCS, Eesti Panga arvutused.

Kokkuvõttes on majapidamiste laenumaksevõime viimastel aastatel paranenud, kuid võlakoormus ja finantspuhvrid on majapidamiste vahel ebaühtlaselt jaotunud. Nende majapidamiste laenukoormus, kel oli uuringu ajal laene, vähenes nii sissetulekute kui ka varade suhtes, mis viitab laenuriskide üldisele vähenemisele. Samas ei ole finantspuhvrid sissetulekutega võrreldes kasvanud ning nende suurus varieerub majapidamiste vahel. Seetõttu võib olla, et kuigi üldine laenumaksevõime on paranenud, on mõned majapidamised endiselt haavatavad, kui nende sissetulek näiteks töö kaotuse tõttu kas või ajutiselt väheneb või kaob.

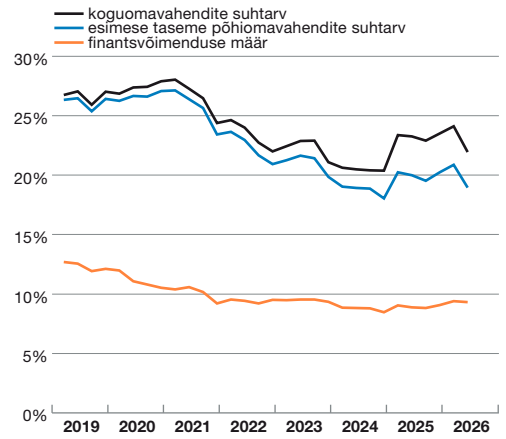
14 Likviidsete netovarade tase võrdluses sissetulekuga on suhtarv, mis näitab, kui palju on leibkonnal sissetulekuga võrdluses netoväärtuses raha või muid varasid, mida saab vajadusel kiiresti rahaks vahetada.

PANKADE VASTUPANUVÕIME RISKIDELE ON HEA

Pangandussektori kapitaliseeritus püsib hea. 2026. aasta esimese poolaasta lõpus ulatusid omavahendid pangagruppide keskmisena riskiga kaalutud varadest 22%ni, esimese taseme põhiomavahendid (CET1) 19%ni (vt joonis 29). Siinsete pankade keskmine esimese taseme põhiomavahendite näitaja ületab Euroopa Liidu suuremate pankade keskmist endiselt pea 3 protsendipunktiga.[15] Seejuures on oluline silmas

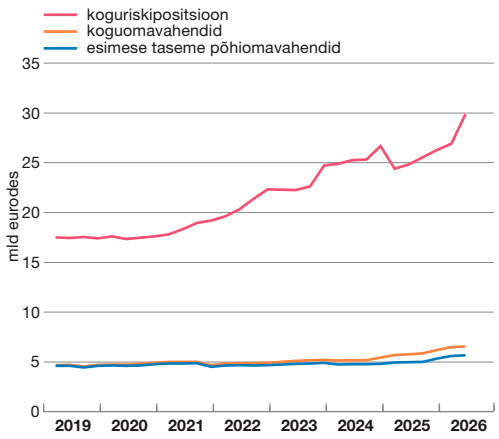
15 EBA Risk Dashboard, 2026. aasta teine kvartal.

Joonis 29. Pangagruppide omavahendite tase



Allikas: finantsinspektsioon.

Joonis 30. Pangagruppide omavahendid ja riskivarad



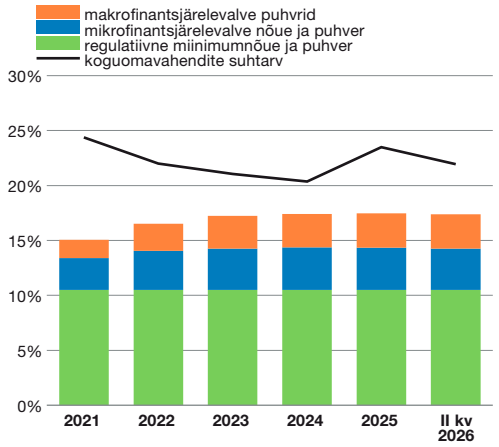
Allikas: finantsinspektsioon.

pidada, et siinsed pangad kasutavad varade riskisuse hindamisel suuremas ulatuses konservatiivsemaid standardlähenemisi, mis kajastub riskivarade suurema osakaalu ning madalama omavahendite suhtarvuna.

Kapitaliseerituse näitajaid on mõjutanud nii kasumite reinvesteerimine, laenuportfellide kasv kui ka muudatused varade riskisuse arvestuses. Möödunud aasta alguses kasvas kapitaliseerituse koondnäitaja suuresti Euroopa Liidu reeglistiku muudatuste tõttu, mis tõi kaasa peamiselt sisereitinguid kasutavate pankade riskiga kaalutud varade vähenemise ja kapitaliseerituse näitajate märgatava kasvu. Selle aasta esimesel poolel suurendasid pangad omavahendeid nii möödunud aasta kasumite osalise reinvesteerimise, aga ka omavahendite hulka loetavate võla- ja hübriidvahendite täiendava kaasamise teel. Pankade kogukapitaliseerituse näitaja vähenemine tuleneb suuresti ühe panga arvestuspõhimõtete muutusest. Varem sisereitingutel põhinenud arvestus asendati osaliselt taas konservatiivsema standardlähenemisega, mille tulemusel suurenesid panga riskivarad oluliselt (vt joonis 30).

Finantsvõimenduse määr, mis riskivarade muutusi ei arvesta, on pangagruppide vaates püsinud viimastel aastatel üsna stabiilselt 8,5–9,5% lähistel. See on küll kuni kolmandiku võrra madalam tase kui eelmise kümnendi teisel poolel, kuid ületab märgatavalt nii Euroopa Liidu suuremate pankade keskmist (2026. aasta esimese poolaasta lõpu seisuga 5,8%[16]) kui ka kehtivat miinimumnõuet (3%).

Joonis 31. Kapitalinõuded ja omavahendite tase



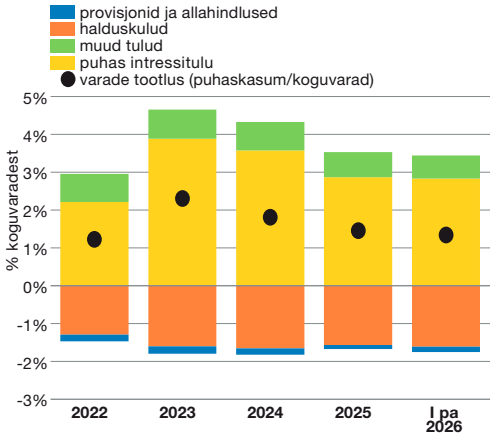
Allikas: finantsinspektsioon.

Pankade omavahendite taset toetavad järelevalvelised lisanõuded, kuid pangad hoiavad ka vabatahtlikke lisapuhvreid. Peale Eesti Panga nõutava 1,5% vastutsüklilise kapitalipuhvri peavad pangad hoidma veel 2% ulatuses omavahendeid Leedus asuva elukondliku kinnisvaraga tagatud laenude suhtes. Neli suuremat panka peavad lisaks hoidma enda süsteemsest olulisusest tulenevate riskide vähendamiseks 2% ning kaks panka 0,5% omavahendeid.[17] Kuigi pangad on peamiselt maksupoliitika mõjul varasematel aastatel siin hoitud omavahendeid viimastel aastatel märkimisväärselt vähendanud, ületavad pankade vabatahtlikud puhvrid nõutut riskivarade suhtes arvestatuna koondvaates endiselt ligi 1,4 miljardiga ehk 4,6% võrra (vt joonis 31). Pankade vabade omavahendite määrad erinevad

16 EBA Risk Dashboard, II kv 2026.

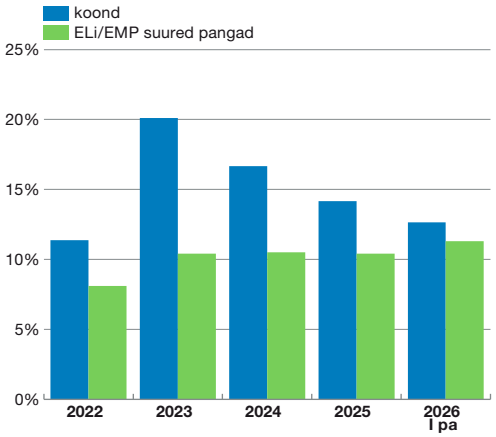
17 Vt ka Eesti Panga info makrofinantsjärelevalve instrumentide kohta.

Joonis 32. Pangagruppide tulud, kulud ja kasum, 2026 I pa annualiseeritud



Allikas: finantsinspektsioon.

Joonis 33. Pangagruppide omakapitali tulukus, I pa 2026 annualiseeritud



Allikad: finantsinspektsioon, Euroopa Pangandusjärelevalve.

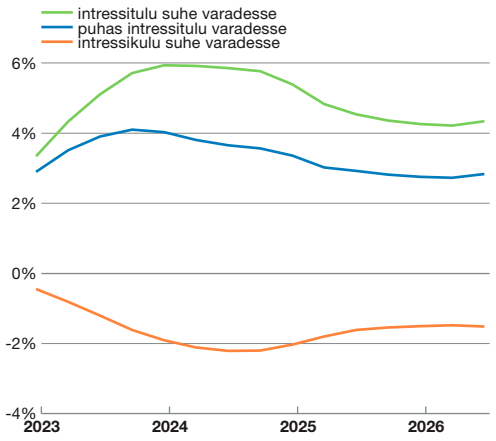
üksteisest. Kiiremini kasvavates ja suurematesse gruppidesse mittekuuluvatel pankadel on vabade omavahendite osakaal väiksem.

Pankade kasumlikkust toetavad tõusvad rahaturuintressimäärad ja nende tuluteenimisvõime püsib tugev. 2026. aasta esimesel poolel puhta intressitulu vähenemine peatus ning kuigi pangagruppide poolaasta kasum jäi möödunud aasta samal perioodil teenitust pea 6% väiksemaks (vt joonis 32), ületab omavahendite tulukus jätkuvalt Euroopa Liidu suuremate pankade keskmist (vt joonis 33). Baasintressimäärade tõus juba kasvatab puhast intressitulu (vt joonis 34), kuid selle mõju on pangati erinev.

Baasintressimäärade tõus kasvatab rohkem nende pankade tulu, mille laenuportfellis on suurem ujuva intressimääraga laenude osakaal. Kuigi Eestis on valdav osa pangalaenudest väljastatud ujuva intressimääraga, erinevad ärimudelid pangati siiski. Enamjaolt fikseeritud intressimääraga tarbimislaene väljastavate pankade tulusid mõjutab baasmäärade muutus vähem.

Suurema nõudmiseni hoiuste osakaaluga pankade ressursikulu kasvab baasmäärade kerkides vähem. Oluline on ka kaasatud vahendite tähtajaline struktuur (vt ka joonised 4 ja 5). Pikema tähtajaga kaasatud vahendite refinantseerimisvajadus saabub hiljem, kuid võib kujuneda selle võrra kallimaks. Ettevaates võib ressursi hinda mõjutada aga ka konkurentsisurve. Näiteks

Joonis 34. Pangagruppide puhta intressitulu kujunemine, annualiseeritud



Allikas: finantsinspektsioon.

on kasvanud klientide ootus, et ka nõudmiseni hoiuseid tasustatakse.

Majanduskeskkonna ootuspäraste arengute korral püsib pankade riskidega toimetuleku võime lähiettevaates tugev. Puhta intressitulu vähenemine on peatunud ning koondvaates pöördub see pigem kasvule. Kasumlikkust toetavad laenunõudluse püsimine ja hea laenukvaliteet. Kuigi ettevaates võivad laenude allahindlused mõnevõrra kasvada, toimub see seniselt madalalt tasemelt. Keerulises majandusolukorras on aga iseäranis oluline, et pangad säilitaksid usaldusväärsuse hoidmiseks vajalikku omavahendite taset.

Taustinfo 3. Pangandussektori tähtajaks tasumata laenude tugevusanalüüs

Eesti Pank hindab pangandussektori krediidiriski mudeli abil tähtajaks tasumata laenude võimaliku kasvu ulatust regulaarselt nii põhi- kui ka riskistsenaariumi puhul. Tähtajaks tasumata laenude prognoosiperioodiks on kolm aastat: 2026–2028.

Põhistsenaarium tugineb Eesti Panga 2026. aasta septembri majandusprognoosile, mille järgi kasvab SKP käesoleval aastal 2,6% ning 2027. ja 2028. aastal 2,4%. Põhistsenaariumi kohaselt tõuseb tähtajaks tasumata laenude määr prognoosiperioodi jooksul praeguselt 0,5%-lt 2028. aasta lõpuks 0,7%-le (vt tabel T3.1). Eelkõige on selle taga ettevõtete tähtajaks tasumata laenude mõningane suurenemine.

Tabel T3.1. Maksetähtaega ületavate laenude määrad protsentides

		Põhistsenaarium	Kohandatud EBA
	III kv 2026	**IV kv 2028**	**IV kv 2028**
Pankade suuruse järgi			
Suurpangad	0,4	0,6	1,3
Muud pangad	1,3	1,5	3,2
Pangad kokku	0,5	0,7	1,5
Kliendigrupi järgi			
Ettevõtted			
Kinnisvarasektor	0,2	0,6	2,0
Muu	1,1	1,3	2,6
Eluasemelaenud	0,2	0,2	0,4
Majapidamiste muud laenud	2,5	2,5	4,4

Märkus. 2026. aasta kolmanda kvartali viivislaenude määrad põhinevad pangandussektori olemasolevatel andmetel. Kahe stsenaariumi viivislaenude määrad põhinevad riskistsenaariumi madalseisu prognoosil.
Allikas: Eesti Panga arvutused.

Riskistsenaarium põhineb Euroopa Pangandusjärelevalve (EBA) 2025. aasta kohandatud[18] negatiivsel stsenaariumil. EBA negatiivne stressistsenaarium kirjeldab geopoliitiliste pingete ja kaubanduskonfliktide süvenemisest tingitud majanduslangust ning seejärel majanduse aeglast taastumist. Riskistsenaariumi kohaselt väheneb Eesti SKP 2027. aasta lõpuks kumulatiivselt 8,3%, misjärel pöördub majandus kasvule. Kinnisvarahinnad kahanevad kumulatiivselt ligi 24%, tööpuudus tipneb 13% juures ja kumulatiivne inflatsioon on pea 17%. Suuremate pankade keskmine tähtajaks tasumata laenude määr tõuseb prognoosiperioodi lõpuks laenuportfellis 0,4%-lt 1,3%-le ning väiksemate pankade oma 1,3%-lt 3,2%-le.

Riskistsenaariumi kohaselt ulatuks pankade tähtajaks tasumata laenudest tulenev kulu, eeldades 60% kahjumäära, 2028. aastal 2021.–2025. aasta keskmisest kasumist 33%ni. Seega suudaks pangandussektor katta võimaliku laenukahjumi ka jooksvast kasumist.

18 Siinses analüüsis kasutatakse EBA 2025. aasta negatiivset stsenaariumit, mida on kohandatud 2026. aasta majandusoludele.

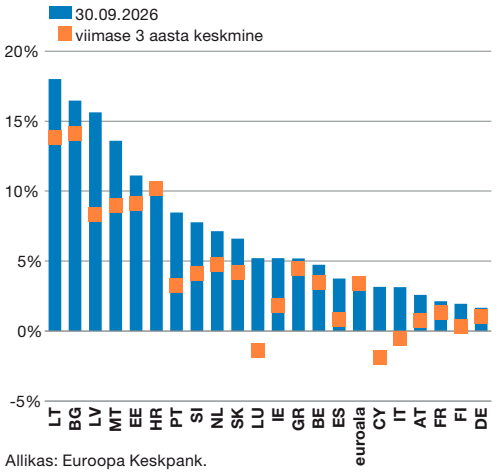
KIIRE LAENUKASVU RISKID ON KOONDUNUD KINNISVARASEKTORISSE

Pankade laenuportfell on pikemat aega kiiresti kasvanud ning majandusaktiivsuse suurenemist arvestades ei ole ka ettevaates näha, et laenukasvu hoog hakkaks tuntavalt raugema. Laenunõudlust võib hakata siiski piirama intressimäärade tõus. Laenukasvu on seni vedanud eelkõige kinnisvaraga seotud laenud. Kinnisvara- ja ehitussektori ettevõtete kiire kasv põhjustab riske eelkõige seetõttu, et vabaks jäänud äripindade osakaal Tallinnas on suurenenud ja uute korterite müük on märkimisväärselt vähenenud. Eluasemelaenude nõudlust iseloomustavad varasemast enam koduvahetustehingud, mida toetavad pankade soodsad laenutingimused. Laenude hea kättesaadavus võib aga tõsta kinnisvarahinnad tasemele, mis suurendab eluasemete ülehinnatust. Eestiga võrreldes kiiremgi laenukasv on toimunud Lätis ja Leedus, kus Eesti pangagruppidel on suur ja ettevaates kasvav turuosa. Eesti pangalaenude kiire kasvu tõttu säilitab Eesti Pank pankadele kehtestatud vastutsüklilise kapitalipuhvri nõude 1,5% tasemel.

MAJANDUSAKTIIVSUSE SUURENEMINE TOETAB HOOGSA LAENUKASVU JÄTKUMIST

Ettevõtete ja majapidamiste laenuportfelli kasv Eestis on püsinud 2025. aasta algusest saati tugev ja paistab silma ka võrdluses teiste euroala riikidega. Laenunõudlust toetavad majanduskasvu taastumine ja kindlustunde paranemine. Majapidamiste laenunõudlust on toetanud tööturu hea seis ja sissetulekute jätkuv kasv. Viimasel kolmel aastal on laenuportfelli aastakasv püsinud ligikaudu 8%. Laenukasv on hoogustunud ka paljudes teistes euroala riikides, kuid Eestis on kasvutempo olnud euroala keskmisest kiirem (vt joonis 35).

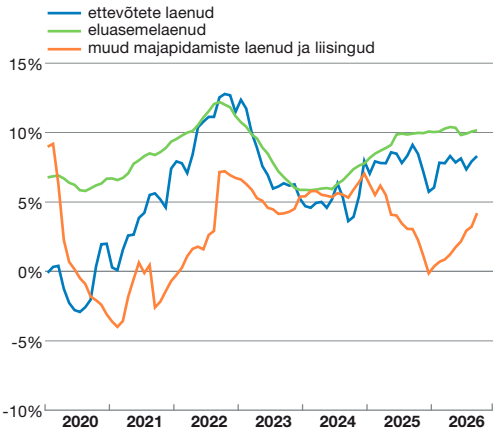
Joonis 35. Reaalsektori laenukasv euroalal



Allikas: Euroopa Keskpank.

Majapidamistele antud laenude kasvu veab juba pikemat aega kiirena püsinud eluasemelaenude kasv. Eluasemelaenud on kasvanud viimase aasta jooksul ligikaudu 10% aastas (vt joonis 36[19]). Teiste laenuliikide areng on varieerunud. Kui krediitkaardilaene võetakse stabiilses mahus ja portfelli maht on jäänud üle aasta aja jooksul enam-vähem samaks, siis autoliisingute väljastamine on samm-sammult taastunud, nii et portfelli maht jõuab automaksu kehtestamise järgsest langusest peagi plusspoolele (vt joonis 37). Ka majapidamiste muude laenude, peamiselt tarbimislaenude kasv on viimastel kuudel nii pankade kui ka krediidiandjate poolel hakanud kiiremini kasvama (aastakasv vastavalt 8% ja 4%[20]).

Joonis 36. Ettevõtete ja majapidamiste laenude ja liisingute aastakasv



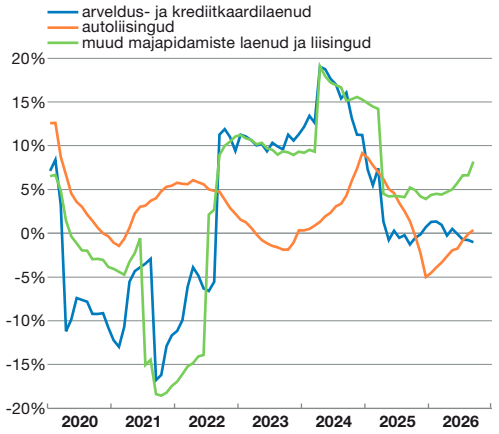
Allikas: Eesti Pank.

Ettevõtete laenukasvu on viimastel aastatel vedanud eelkõige kinnisvara- ja ehitusettevõtete laenude suurenemine. Ettevõtete laenuportfelli kasv ulatus augusti lõpus 8%ni ning

19 Majapidamiste muude laenude ja liisingute aegrida joonisel 36 on struktuurimuutuste tõttu korrigeeritud.

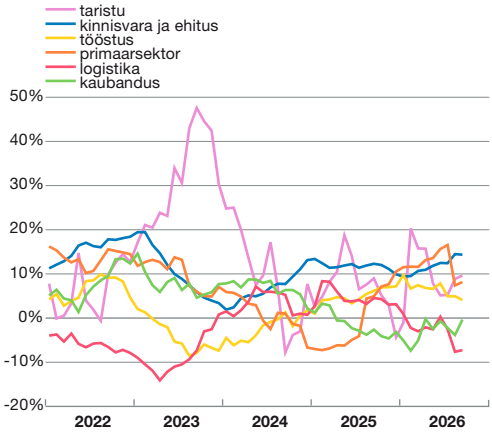
20 Pangavälised krediidiandjad sõidukiliisingut arvestamata.

Joonis 37. Majapidamiste muude laenude ja liisingute aastakasv



Allikas: Eesti Pank.

Joonis 38. Peamiste majandussektorite laenukasv



Allikas: Eesti Pank.

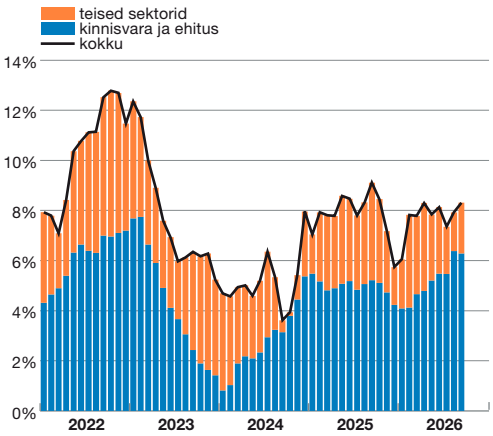
kinnisvara- ja ehitusettevõtete laenud on viimase kahe aasta vältel kasvanud aastaga üle 10% (vt joonis 38). Kasvab ka primaar-, tööstus- ja taristusektori laenuportfell, kuid sel aastal on kinnisvara- ja ehitussektori ettevõtted laenuportfelli kasvus üha enam domineerima hakanud (vt joonis 39). Seega on kinnisvara- ja ehitusettevõtete laenude osakaal siinsete pankade ettevõttelaenude portfellis veelgi suurenenud ja septembri lõpus oli see 51% pankade ettevõtete laenuportfellist.

Majandusaktiivsuse suurenedes ettevõtete ja majapidamiste laenuportfelli kiire kasv jätkub, kuigi laenunõudlust võib hakata piirama intressimäärade ja üldise elukalliduse tõus ning jätkuvalt ebakindel väliskeskkond. Sise- ja välisnõudluse taastumine parandab ettevõtete kindlustunnet ja loob eeldused investeeringute kasvuks. Majapidamiste jõukuse kasvades suureneb soov eluaset soetada, renoveerida või vahetada. Pankade hea laenupakkumisvõime ja tugev pankadevaheline konkurents hoiavad laenud kättesaadavana. Samal ajal võib energia kallinemine kanduda üle tootmissisendite ja tarbekaupade hinnatõusu ja ka intressimäärad võivad veel kerkida, mis võib ettevõtete ja majapidamiste laenuvõimet pärssida. Kindlustunnet võib kõigutada ka endiselt ebakindel geopoliitiline olukord.

KINNISVARAETTEVÕTETE PANUS LAENUPORTFELLI KASVU ON SUURENENUD

Kinnisvara- ja ehitusettevõtete laenuportfelli kasv on sel aastal kiirenenud, küündides septembri lõpus 14%ni. Kui eelmisel aastal

Joonis 39. Ettevõtete laenukasv ja tegevusalade panused laenukasvu

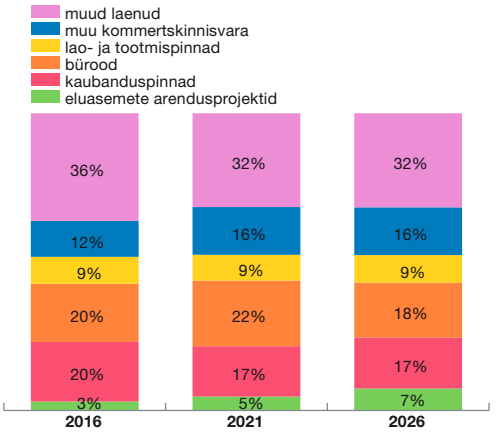


Allikas: Eesti Pank.

finantseeriti laiapõhjalisemalt büroo-, kaubandus- ning lao- ja tootmispindu, siis sel aastal on rohkem elavnenud eluasemete arendusprojektide rahastamine. See võib peegeldada kinnisvaraarendajate paranenud ootusi eluasemeturu nõudluse ja tarbijate kindluse suhtes ning varem edasi lükatud projektide käivitamist. Teisalt võib eluasemearenduse laenumahu kasv ajal, mil uusarenduste müügiaktiivsus püsib väike, suurendada kinnisvaraettevõtete finantsriske ning seeläbi ka pankade krediidiriski. Üldjoontes on kinnisvarasektori laenuportfelli struktuur viie aasta jooksul muutunud vähe, kuid büroopindade finantseerimiseks väljastatud laenude jääk on kahanenud kinnisvarasektori laenuportfellis 4 protsendipunkti võrra, 18%ni (vt joonis 40).

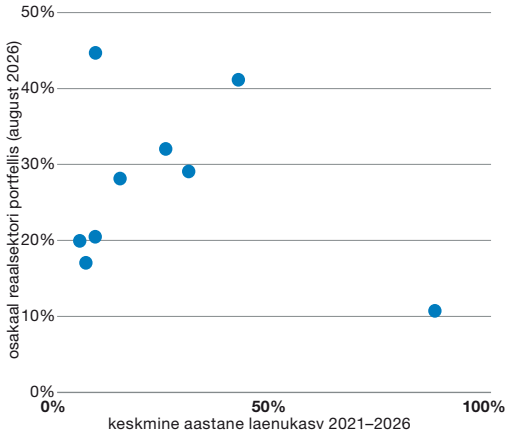
Hoogsamalt on ehitus- ja kinnisvarasektori portfelli suurendanud väiksemad, kohaliku

Joonis 40. Kinnisvaraettevõtete laenuportfelli struktuur



Allikas: Eesti Pank.

Joonis 41. Ehitus- ja kinnisvarasektori viie aasta laenukasv ja osakaal portfellis pangati



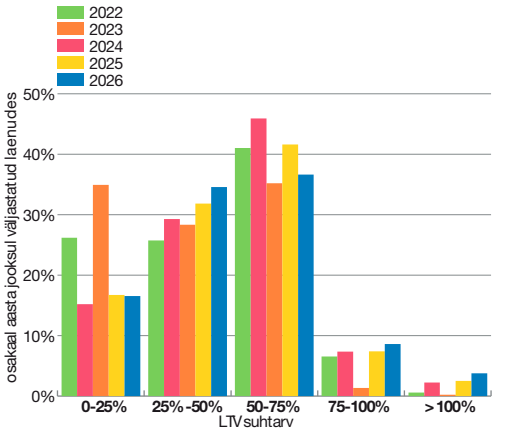
Allikas: Eesti Pank.

taustaga pangad. Kui väiksemate pankade kinnisvara- ja ehitussektori laenuportfell on 2021.–2026. aastal kasvanud keskmiselt ligi 40% aastas ning moodustab nende reaalsektori laenuportfellist 30–40%, siis suuremate pankade kinnisvara- ja ehitussektori laenuportfell on kasvanud mõõdukamalt ning osakaal nende reaalsektori laenuportfellis on püsinud 20–30% juures. Siiski on portfelli kasv kiirenenud sel aastal ka suuremates pankades, kus laenukasv küündis üle 10% (vt joonis 41).

Uute ärikinnisvaralaenude tingimused ei viita laenudega seotud riskide märkimisväärsele suurenemisele. Kinnisvaralaenude intressimarginaalid on sel aastal muutunud vähe: eluasemete arendusprojektide marginaal on püsinud 4–5% juures ning ülejäänud segmentides valdavalt 2–4% vahemikus. Ka uute laenude laenusumma ja tagatise väärtuse (LTV) suhtarvud on püsinud enamjaolt mõõdukad (vt joonis 42). Viimastel aastatel on suurenenud 25–50% LTVga laenude osakaal ning ligikaudu 90% uutest laenudest on väljastatud kuni 75% LTVga. Kuigi mõnevõrra on suurenenud ka üle 75% LTVga laenude osakaal, moodustavad need uutest laenudest endiselt väikese osa. Mõõdukamad LTV suhtarvud vähendavad panga võimalikke kahjusid juhul, kui laenuvõtja satub makseraskustesse ja tagatisvara väärtus väheneb.

Intressimäärade tõus süvendab kinnisvaraettevõtete finantsriske, sest nende finantsvõimendus on suurem kui teiste tegevusalade ettevõtetel, see aga kasvatab ettevõtete laenuteenindamiskulusid rohkem ja tekib

Joonis 42. Kinnisvaraettevõtete uute laenude jaotus LTV järgi

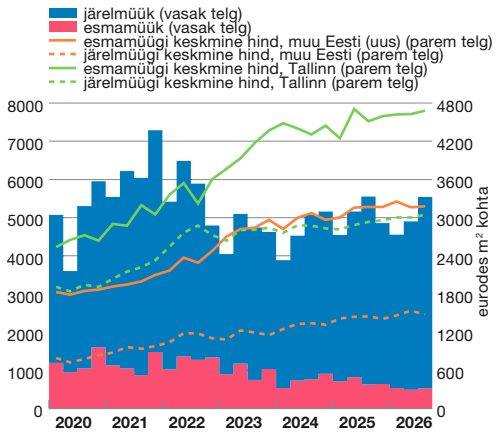


Allikas: Anacredit.

surve nende kasumile. Eelmisel kõrgemate intressimäärade perioodil suurenes kinnisvaraettevõtete intressikulu ligi pooleni põhitegevusest saadud kasumist: 2023. aastal moodustasid intressikulud 48% ja 2024. aastal 40% sektori ärikasumist. Võrdluseks ulatus teiste tegevusalade ettevõtete sama näitaja pärast intressimäärade tõusu kuni viiendikuni.

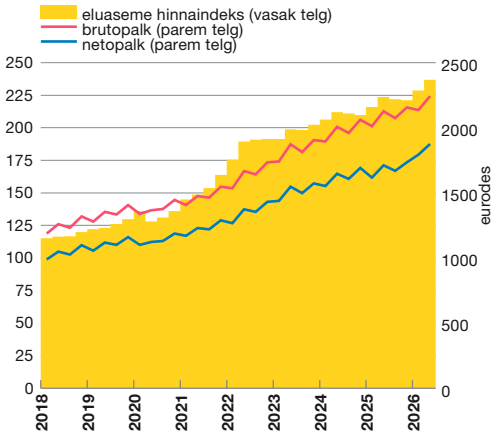
Eesti ärikinnisvaraturu tehinguaktiivsus on jäänud tagasihoidlikuks ja toetunud valdavalt kodumaistele investoritele, samal ajal kui vabaks jäänud äripindade hulk on tasapisi suurenenud. Suuremad riskid on koondunud büroopindade turule, kus vabade pindade osakaal on alates 2022. aastast suurenenud ning ulatub Tallinnas vanemate büroopindade segmendis 13% ning uute pindade seas 12% tasemele. Püsivalt suur ja kasvav vabade pindade hulk vähendab

Joonis 43. Korteritega tehtud tehingute arv ja keskmine hind



Allikas: maa- ja ruumiamet.

Joonis 44. Keskmine palk ja eluaseme hinnaindeks (2015 = 100)



Allikad: statistikaamet, Eesti Panga arvutused.

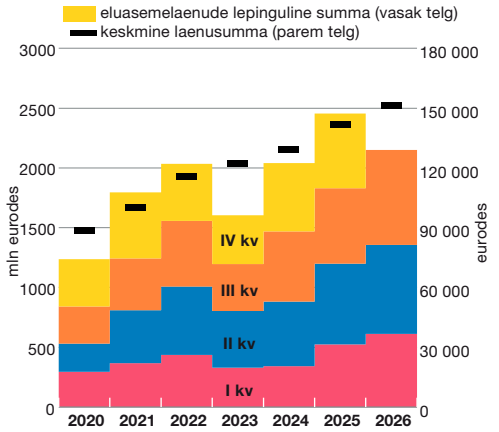
kinnisvaraettevõtete üüritulu ja halvendab laenumaksevõimet. Väike tehinguaktiivsus jällegi tähendab, et turu likviidsus on väiksem ja kinnisvara müüa raskem. See suurendab riski, et vara võõrandamise korral tuleb arvestada prognoositust suurema allahindlusega.

Kinnisvarasektori laenuportfelliga seotud riske süvendab eeskätt senine kiire laenukasv kõrgemate intressimäärade keskkonnas. Kinnisvaraettevõtete suure finantsvõimenduse tõttu võib intressikulude kasv nõrgendada ettevõtete laenumaksevõimet. Lisateguritena suurendavad riske kinnisvaraturu väike tehinguaktiivsus, ülepakkumine büroopindade turul ning samuti aktiivsem laenamine eluasemete arenduseks. Pankade jaoks suurendab riski kinnisvaralaenude suur ja mõnes pangas kiiresti kasvav kontsentratsioon laenuportfellis. Riske leevendavad uute laenude valdavalt mõõdukad laenu ja tagatise väärtuse (*loan-to-value*, LTV) suhtarvud ning majandusolude prognoositav paranemine, mis peaks toetama ka kinnisvaraettevõtete finantsseisu.

ELUASEMELAENUTURUL EI PAISTA MÄRKE HOO RAUGEMISEST

Eluasemeturu tehinguaktiivsus on jäänud mõõdukaks. 2026. aastal on korteritega tehtud peaaegu sama palju tehinguid kui aasta varem, ent ligi kümnendiku võrra rohkem kui 2023. ja 2024. aastal (vt joonis 43). Seejuures on uute korterite müük paljuski kokku tõmbunud: üheksa kuuga tehti nendega ligikaudu 30% vähem tehinguid kui mullu samal ajal. Järelturul on aga korteritega tehtud pisut rohkem tehinguid kui mullu.

Joonis 45. Uute eluasemelaenulepingute maht ja keskmine laenusumma

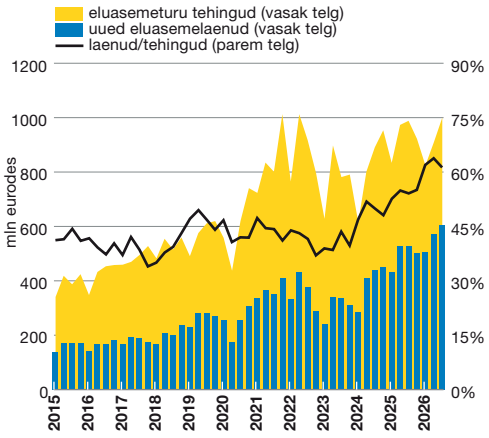


Allikas: Eesti Pank.

Mõõduka ostuhuvi taustal on nii uute kui ka järelturukorterite hinnad üheksa kuu jooksul kasvanud keskmise brutokuupalgaga sarnases tempos ehk 4% (vt joonis 44). Erinevalt mullusest, mil Tallinnast väljaspool tehtud järelturutehingute hinnakasv ületas teisi turusegmente, on tänavune hinnadünaamika eluasemeturul olnud ühtlasem. Seetõttu ei ole korterituru ülehinnatus tervikuna kuigi palju muutunud.

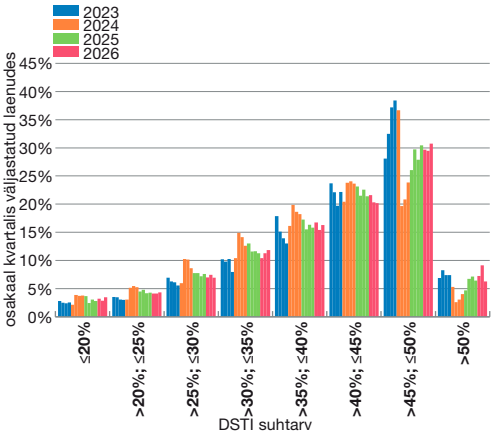
Eluasemelaenude hoogne kasv tuleneb nii sõlmitud laenulepingute arvu kasvust kui ka kinnisvara kallinemisest. Pangad sõlmisid esimese poolaasta jooksul arvuliselt ligi 6% rohkem laenulepinguid kui möödunud aasta sama ajaga ning pea 13% suuremas mahus (vt joonis 45). 2026. aasta teises kvartalis oli keskmine eluasemelaenu summa seega aasta varasemaga võrreldes 7% suurem, ulatudes ligi 152 000 euroni.

Joonis 46. Eluasemeturu tehingute ja uute eluasemelaenude maht



Allikad: Eesti Pank, maa- ja ruumiamet.

Joonis 47. Laenude jaotus DSTI suhtarvu järgi



Märkus. Piirmäär arvestab kõrgemat intressimäära.
Allikad: finantsinspektsioon, Eesti Pank.

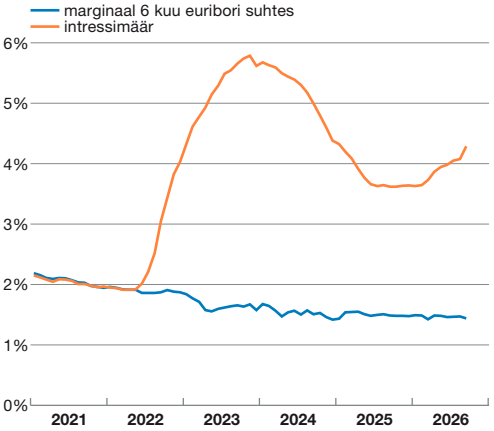
See on enam-vähem sama kui eluaseme hinnaindeksi kasv, mis ulatus sel perioodil 6%ni.

Eluasemete soetamiseks võetakse ka varasemast rohkem pangalaenu. Kuivõrd viimastel aastatel on eluasemelaenude maht kasvanud kiiremini kui korterite ja majade tehingute koguväärtus, siis viitab see pangafinantseeringuga tehtud tehingute osakaalu suurenemisele eluasemetehingutes (vt joonis 46).

Laenuvõtjad võtavad sissetuleku suhtes varasematega võrreldes suuremaid laene. Keskmise laenusumma suurenemise kõrval on kasvanud ka inimeste sissetulekud. Viimaste aastate jooksul on aga kasvanud ka suurema laenumaksekoormusega laenuvõtjate hulk (vt joonis 47). Kuna laenude keskmine tähtaeg on püsinud umbes sama ning intressimäärad rohkem tõusnud alles sel aastal, näitab see, et inimesed võtavad sissetulekuga võrreldes suuremaid laene kui veel mõni aeg tagasi.

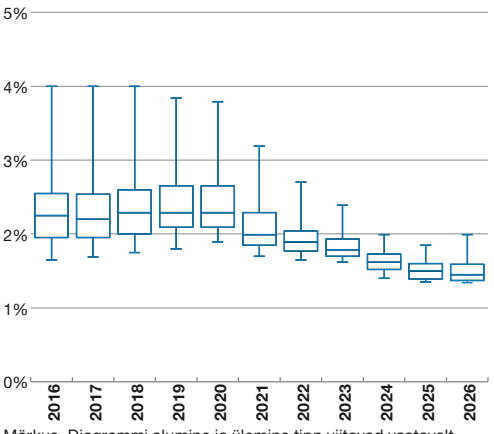
Eluasemelaenuturu kiire kasv osutab laenude heale kättesaadavusele. Laenukasvu ei toeta üksnes suurem nõudlus pangafinantseeringu järele, vaid ka pankade aktiivne laenupakkumine ja pankadevahelise konkurentsi tugevnemine, millele viitavad intressimarginaalide langus (vt joonis 48) ja muutused pankade turuosades. Seejuures nähtub kodulaenude intressimarginaalidest, et viimase viie aasta jooksul on uutele laenudele rakendatud marginaalid olnud varasemast ühtlasemad. See tähendab, et klientide riskisust on hakatud intressimarginaali kaudu varasemast vähem eristama (vt joonis 49). Lisaks

Joonis 48. Uute eluasemelaenude intressimäär ja -marginaal



Allikas: Eesti Pank.

Joonis 49. Uute eluasemelaenude intressimarginaalide jaotus



Märkus. Diagrammi alumine ja ülemine tipp viitavad vastavalt 5. ja 95. protsentiilile. Karbi alumine ja ülemine serv viitavad vastavalt 1. ja 3. kvartiilile.
Allikas: Eesti Pank.

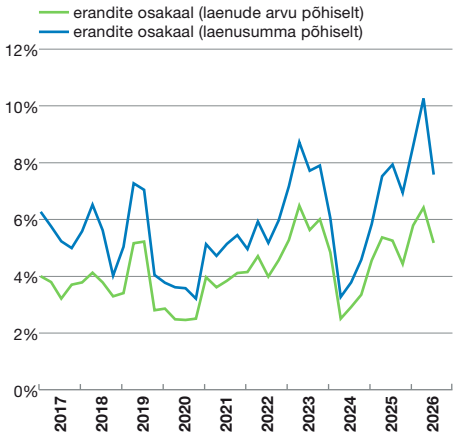
on eluasemelaenude väljastamisel varasemaga võrreldes märgatavalt kasvanud erandite tegemine nõuetes, mille Eesti Pank on pankade väljastatud eluasemelaenudele kehtestanud (vt taustinfo 4).

Eluasemeturu tehinguaktiivsuse ja laenukasvu väljavaade sõltub eeskätt majapidamiste kindlustundest ning intressimäärade edasisest arengust. Seni on laenunõudlust toetanud sissetulekute kasv ja kindlustunde paranemine. Elamispindade hinnakasvu kiirenemist on aidanud seejuures piirata piisav pakkumine ja turul olev uute korterite varu. Kuigi intressimäärad on alates märtsist märgatavalt tõusnud, pole see eluasemelaenude kasvu seni pidurdanud. Siiski püsib väljavaatega seotud ebakindlus suur, sest võimalikest geopoliitilistest riskidest põhjustatud majandussõkid võivad muuta nii majanduskasvu kui ka intressimäärade edasist kulgu. Kui intressimäärad edasi tõusevad, võib see ühel hetkel hakata vähendama eluasemelaenude nõudlust.

Taustinfo 4. Pangad on eluasemelaenudele kehtestatud nõuetes teinud varasemast suuremas ulatuses erandeid

Pangad on eluasemelaenude väljastamisel laenudele kehtestatud nõuetes varasemaga võrreldes märgatavalt rohkem erandeid teinud. Kuigi pangad peavad eluasemelaenude väljastamisel arvestama kehtestatud eluasemelaenude piirmääradega,[21] lubab Eesti Pank igal pangal väljastada kvartali jooksul antud laenude kogumahust kuni 15% tingimustega, mis seatud piirmäärasid ületavad. Alates 2015. aasta märtsist on piirmääradest kõrvale kaldunud laenude osakaal olnud küll paiguti hüplik, kuid püsinud siiski keskmiselt 6% juures kvartali jooksul antud laenudest. Sel aastal on see aga kasvanud, ulatudes 2026. aasta teises kvartalis ligi 10%ni (vt joonis T4.1).

Joonis T4.1. Erandite osakaal uutes eluasemelaenudes



Allikas: Eesti Pank.

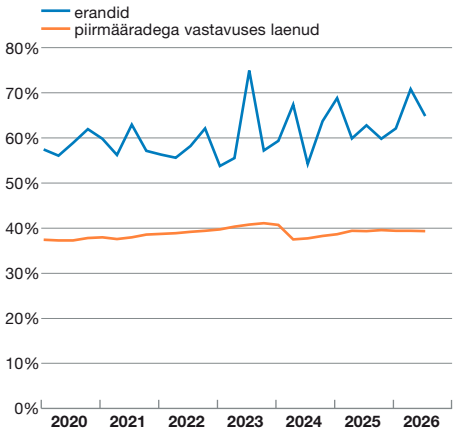
Eeskätt on kehtestatud nõuetest kõrvale kaldutud laenumaksete ja sissetuleku suhtarvu ehk DSTI piirmäära puhul. Läbivalt on ligikaudu 80% väljastatud erandlike eluasemelaenude kogumahust olnud seotud piirmäärast kõrgema laenusumma ja sissetuleku suhtarvuga. Ülejäänud erandite põhjuseks on laenu tagatuse piirmäära ületamine. Pikema tähtajaga laene kui piirmäärana lubatud on väljastatud vaid üksikutel juhtudel. Selliste laenude maht, mis rikuvad mitut eluasemelaenudele kehtestatud nõuet, on küllaltki väike – viimastel aastatel keskmiselt 6% kõikidest väljastatud eranditest ehk umbes 0,5% kvartalis antud laenude kogumahust.

Erandite kaalutud keskmine DSTI on märksa kõrgemal tasemel kui piirmääradele vastavate laenude puhul. Viimastel aastatel on laenusummaga kaalutud keskmine DSTI olnud erandite puhul läbivalt umbes 60% juures, mis on ligikaudu 20 protsendipunkti kõrgem kui kogu väljastatud laenude keskmine (vt joonis T4.2). Erandlike laenude kõrgem DSTI viitab sellele, et laenuvõtjate hulgas on neid, kellel on panga hinnangul piisav krediidivõimekus, aga mitte piisav regulaarne sissetulek, aga ka koduvahetajaid, kellel on teatud aja jooksul kaks laenukohustust, mis kergitab ka (ajutiselt) DSTI määra. 2026. aasta teises kvartalis küündis erandite kaalutud keskmine DSTI 70%ni, mis on kõrgeim näit kvartali kohta viimase kolme aasta jooksul.[22]

21 Eesti Pank on eluasemelaenude väljastamisele seadnud kolm nõuet: 1) eluasemelaenu tagatuse piirmäär 85% (riiklikult tagatud eluasemelaenude puhul 90%); 2) laenumaksete piirmäär 50%; 3) eluasemelaenu maksimaalne tähtaeg 30 aastat.

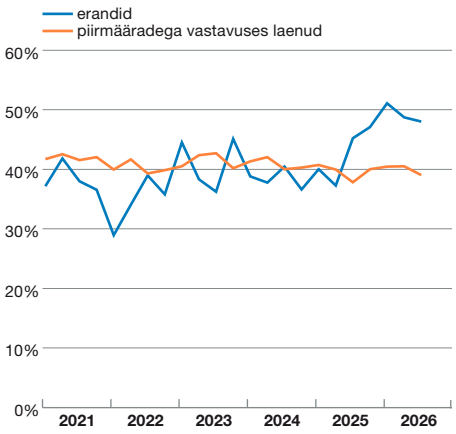
22 Ka riskimarginaalide tase, mis on viimastel aastatel olnud vägagi sarnane piirmääradesse mahtuvate laenude omaga, viitab, et erandite tegemisel on laenusaajapõhiste meetmete hindamise kõrval olulised teisedki tegurid ning pankade jaoks kompenseerivad suuremat krediidiriski muud laenuvõtja tugevusanalüüsi käigus ilmnenud riski maandavad tegurid (nt seotus pangaga, alternatiivsete sissetulekuallikate olemasolu vms).

Joonis T4.2. Uute eluasemelaenude kaalutud keskmine DSTI



Allikas: Eesti Pank.

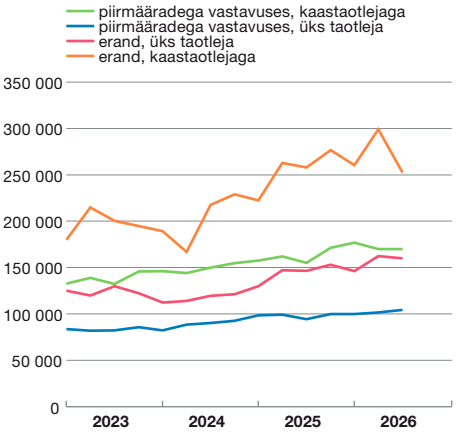
Joonis T4.3. Kahe laenutaotlejaga eluasemelaenude osakaal



Allikas: Eesti Pank.

Kaastaotlejaga laenude arvu ja nende mediaanlaenusumma suurenemine viitavad, et erandlike laenude hulgas on varasemast rohkem koduvahetuslaene. Kui veel 2025. aasta algul moodustasid kahe taotlejaga uued eluasemelaenud umbes 40% nii piirmääradega vastavuses olevatest kui ka erandlikest laenudest, on see osakaal erandite puhul tõusnud 50%ni (vt joonis T4.3). Kuigi on loomulik, et kahele taotlejale väljastatud laenud on suuremad, kujunes erandlike laenude mediaansumma võrreldes piirmääradesse mahtuvate kaastaotlejaga laenude omaga 2026. aasta teises kvartalis ligi kaks korda suuremaks kui veel mõni aasta tagasi (vt joonis T4.4). Laenusummad on seejuures suurenenud ka sissetulekute suhtes, mis peegeldab laenuvõtjate laenukoormuse kasvu just erandina antud eluasemelaenude puhul (vt joonis T4.5).

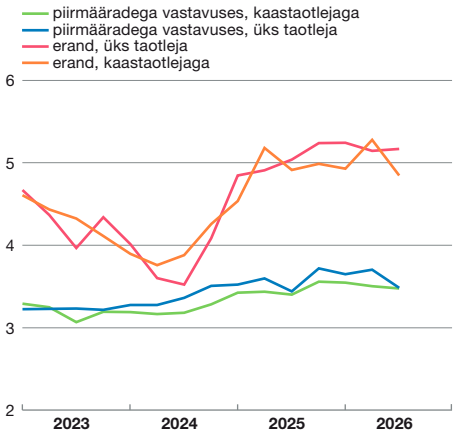
Joonis T4.4. Uute eluasemelaenude mediaansummad (eurodes)



Allikas: Eesti Pank.

Laenusaajapõhiste meetmete puhul tehtud erandite arvu kasvuga koos suureneb laenuportfelli krediidirisk. Sedamööda, kuidas suureneb laenusaajate laenumaksekoormus, suureneb ka nende haavatavus väliste tegurite suhtes. Seda võib tingida rahaturuintressimäärade (edasine) tõus, mis kasvatab igakuiseid laenuteenindamiskulusid või näiteks kinnisvaraturu ebasoodne olukord, mis pärsib koduvahetuslaenu puhul algse vara müüki, nõrgestades majapidamiste võimet suhteliselt kõrgemaid laenukohustusi jätkusuutlikult teenindada.

Joonis T4.5. Uute eluasemelaenude laenusumma ja netosissetuleku suhe (LTI)



Allikas: Eesti Pank.

EESTI PANGANDUSSEKTORI AVATUS LÄTI JA LEEDU RISKIDELE LÄHIAJAL KASVAB

Eesti pangagruppidest Läti ja Leedu ettevõtetele ja majapidamistele antud laenude maht on viimasel paaril aastal jõudsalt kasvanud. Aastakasvutempo kiirenes 2026. aasta juuni lõpuks 12%-le, mis oli veidi kiirem kui portfelli üldine kasv. Osakaal pangagruppide koondlaenuportfellis on samal ajal püsinud 27% juures (vt joonis 50), mis osaliselt näitab seda, et ka Eestis väljastatud laenude maht on kasvanud küllaltki kiiresti.

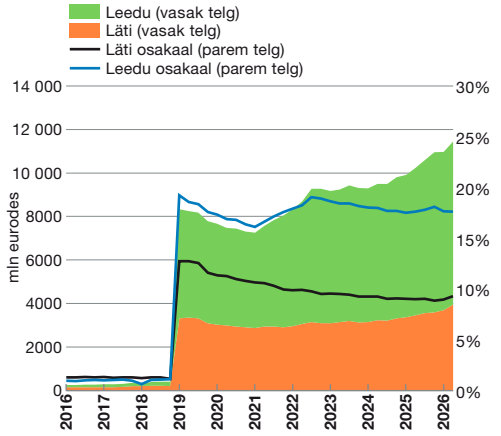
SEB struktuurimuudatuse tulemusena suureneb Eestis registreeritud pangagruppide avatus Läti ja Leedu riskidele märkimisväärselt. Praegu on Läti ja Leedu positsioonid kontsentreerunud üksikutesse pankadesse. 2027. aasta alguses tehakse SEBs struktuurimuudatus,[23] mille tõttu kasvab Eestis tegevusloa saanud pangagruppide krediidipositsioon Lätis ja Leedus tuntavalt, kerkides ligi 45%-le pangagruppide koondlaenuportfelli mahust. Eesseisva muudatuse tulemusena moodustab Eestis registreeritud pangagruppide turuosa nii Läti kui ka Leedu laenuturul hinnanguliselt üle 40%.

Eesti pangagruppide kasvav riskipositsioon Lätis ja Leedus suurendab pikaajaliselt Eesti finantssüsteemi haavatavust. Lisaks tuleb nende riikide puhul arvestada akuutse tsüklilise riskiga, mida iseloomustavad näiteks viimaste aastate kiire laenukasv ning kinnisvarahindade tõus, mis eriti Leedus võib lähikvartalites veelgi suureneda. Seetõttu on tähtis, et pangad hoiaksid piisavaid kapitali- ja likviidsuspuhvreid, et tulla toime ootamatute negatiivsete šokkidega, mis võivad neid riike ebakindlas majandus- ja finantskeskkonnas tabada.

Läti ja Leedu senise reaalsektori laenukasvutempo jätkumine soosib tsükliliste riskide kuhjumist. Mõõdukas majanduskasv ja tugev tööturu seis on toetanud majapidamiste ja ettevõtete investeeringu- ja laenunõudlust. Viimasel kahel aastal on reaalsektori aastane laenukasv ulatunud Leedus keskmiselt 16% ja Lätis 11%ni, ületades euroala sama perioodi keskmist umbes viis-kuus korda. Hoolimata sellest, et intressimäärad on kerkima hakanud, ei olnud 2026. aasta sügisel veel selgeid märke laenukasvutempo raugemisest. Varem on laenukasvuga seotud riske aidanud leevendada madal võlakoormuse tase, ent arvestades nii majapidamiste kui ka ettevõtete võlakoormuse kasvu (vt joonis 51), on reaalsektori haavatavus tsükliliste riskide suhtes eriti Leedus siiski selgelt suurenenud.

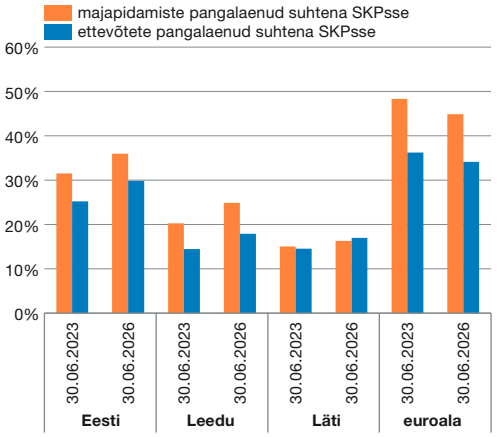
Tunduvalt on kasvanud kinnisvaraga seotud laenumahud. Eluasemelaenude kasv kiirenes 2026. aasta suvekuudel Leedus 20%ni ja Lätis 10%ni (vt joonis 52). Ettevõtete kiiresse laenukasvu panustavad märkimisväärselt kinnisvara- ja ehitussektorile antavad laenud, kuid kiiret kasvu on märgata nii mõneski teises ettevõtlusvaldkonnas, näiteks tööstus- ja energiasektoris. Mitmekesisem ettevõtete laenukasv Lätis ja Leedus on aidanud säilitada hajutatumat laenuportfelli struktuuri (vt joonis 53).

Joonis 50. Läti ja Leedu positsioonide maht ja osakaal Eesti pangagruppide reaalsektori laenudes



Allikad: finantsinspektsioon, Eesti Pank.

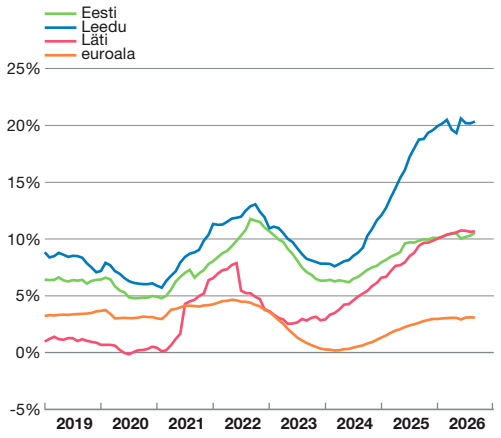
Joonis 51. Reaalsektori pangalaenude maht suhtena SKPsse



Allikad: Eurostat, Eesti Panga arvutused.

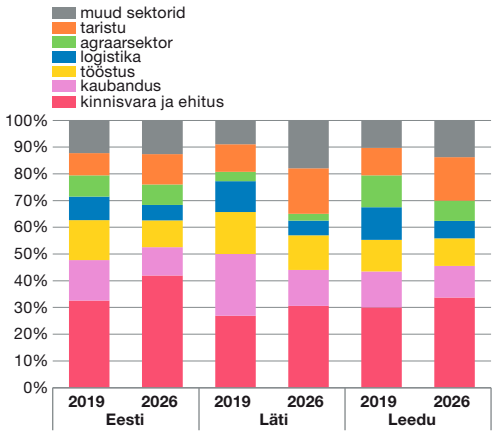
23 Vaata taustinfo „SEB struktuurimuudatuse mõju Eesti pangandussektorile“.

Joonis 52. Majapidamiste eluasemelaenude aastakasv



Allikad: Euroopa Keskpank, Eesti Panga arvutused.

Joonis 53. Ettevõtete laenuportfelli jaotus tegevusalade kaupa



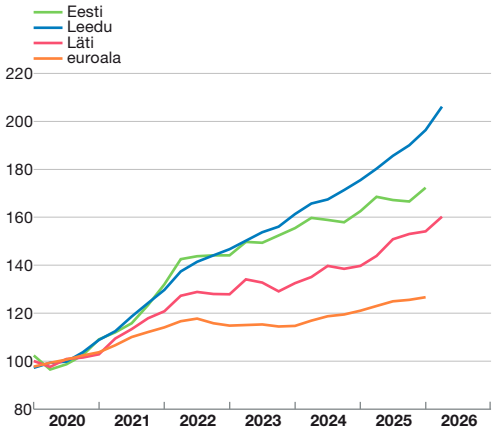
Allikad: Euroopa Pangandusjärelevalve, Eesti Panga arvutused.

Ärikinnisvaraturg on Balti riikides arenenud üsna ühtmoodi. Eestis, Lätis ja Leedus on murekohaks enneköike büroopindade vakantsus. Suurim on see näitaja Riias (15%); Tallinnas ja Vilniuses on vakantsus vastavalt 12% ja 10%. Kuivõrd investeeringud kommertskinnisvarasse olid 2022.–2023. aasta kõrgete intressimäärade keskkonnas pisut tagasihoidlikumad, oodati majanduse elavnedes, et alates 2026. aastast sektori atraktiivsus kasvab, eelkõige kaubandus- ja tööstuspindade puhul. Seejuures on enim investeeringuid oodata just Leedu äripindadesse, mis tõotab sealset kinnisvaraturgu veelgi elavdada. Teisalt muudab olukorda hapramaks see, et intressimäärad on hakanud tõusma, see aga seab ärikinnisvara ligitõmbavuse ja tootlikkuse taas löögi alla. Nii muutuvad äripinnad omakorda avatumaks võimalikule hinnakorrektsioonile.

Eluasemelaenude tugev nõudlus peegeldub Läti ja Leedu eluasemeturu arengus. Võrreldes Eesti eluasemeturuga, mille tehinguaktiivsus jäi mullu mõõdukaks, tehti Lätis ja Leedus tehinguid 2021. aasta tipuga võrreldavatel tasemetel, edestades keskmist tehingute arvu 10–15%. Sarnaselt eestlastega soosivad lätlaste ja leedulaste ostuhuvi elamispindade vastu eelkõige tugev sissetulekute kasv ja laenude hea kättesaadavus.

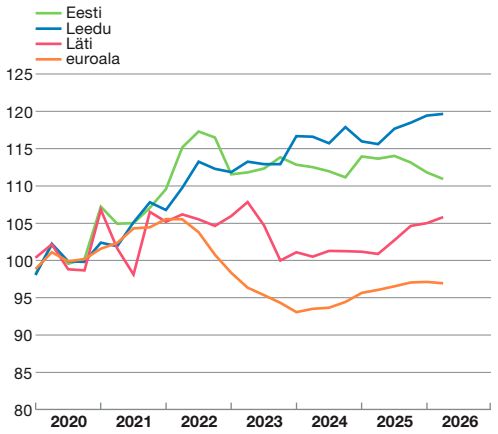
Eluasemenõudluse suurenemine, selle koondumine keskuste ümbrusesse ja pakkumiste ahenemine teeb eluasemed kallimaks. Eriti kiiresti on kodud kallinenud Leedus, kus eluaseme hinnaindeks on alates 2022. aastast kasvanud poole võrra – Eestis ja Lätis samal ajal ligi 30% ning euroalal keskmisena 11% (vt joonis 54).

Joonis 54. Eluaseme hinnaindeks (2020 = 100)



Allikad: Rahvusvaheliste Arvelduste Pank, Eesti Panga arvutused.

Joonis 55. Eluasemehinna ja sissetuleku suhtarv (2020 = 100)



Allikad: OECD, Eesti Panga arvutused.

Tabel 1. Läti ja Leedu eluasemelaenunõuded ja kapitalipuhvrite määrad

Eluasemelaenunõuded	Leedu[1]	Läti[2]
LTV	85% 90% esimese kodu ostul 70% teise ja iga järgneva eluasemelaenu võtmisel	90% 95% riigi käendusega 70% üürikinnisvara ostul
DSTI	50% (6% intressimäära eeldusel)	40% 45% energiatõhusa kodu ostul
DTI	-	6kordne 8kordne energiatõhusa kodu ostul
Laenutähtaeg	30 aastat	30 aastat
Kapitalipuhvri nõuded		
Vastutsükliline kapitalipuhver	1%[3]	1%
Sektoraalne süsteemse riski puhver	2% eluasemelaenude portfellile	-
Süsteemselt olulise krediidiasutuse (O-SII) puhvri vahemik	1–2% (neljale pangale)	1,25–2% (kolmele pangale)

Märkused. 1 Leedu DSTI piirmäära võib ületada kuni 5% eelneva aasta jooksul väljastatud eluasemelaenude puhul, aga ainult kuni 60% DSTI määrani. 2 Läti kõikide meetmete (v.a 90% ja 95% LTV nõuded) piirmäärasid võib ületada kuni 10% kvartali jooksul väljastatud eluasemelaenude puhul. 3 Alates 1. augustist 2027 tõuseb vastutsüklilise kapitalipuhvri nõue 1,25%-le.
Allikas: Läti ja Leedu keskpank.

Kinnisvara hoogne kallinemine on halvendanud lätlaste ja leedulaste kodude taskukohasust ning suurendanud eelkõige Leedus muret võimaliku eluasemete ülehinnatuse pärast (vt joonis 55).

Mitu viimaste aastate poliitikaotsust võivad laenukasvule hoogu lisada. Leedus jõustus 1. jaanuaril 2026 teise pensionisamba reform, mis võimaldab pensionikogujal kahe aasta jooksul ehk kuni 31. detsembrini 2027 teises sambas kogutud säästud välja võtta. 30. septembriks 2026 oli ligi 50% teises sambas kogunutest otsustanud oma pensionivara välja võtta, mis võib eluasemeturu tehinguaktiivsust ja hinnatõususurvet veelgi suurendada. Need arengud kajastuvad tõenäoliselt ka eluasemelaenude kiiremas kasvus. Lätis toetab laenupakkumist endiselt n-ö solidaarsuspanuse raamistik, mis võimaldab pankadel piisava laenukasvu korral oma maksukohustust vähendada. Läti keskpanga hinnangul avaldas meede positiivset mõju 2025. aasta esimesel üheksal kuul, mil meetme tõttu oli aastane laenukasv ligi veerandi võrra suurem.

Krediiditsükli tõusu jätkudes muutuvad vastupanuvõimet tugevdavad makrofinantsjärelevalve meetmed üha olulisemaks. Balti riikides kehtestatud makrofinantsjärelevalve meetmed on seejuures üldjoontes ühesugused (vt tabel 1). Tsükliliste riskide kuhjumise tõttu otsustas Leedu keskpank tõsta vastutsüklilise kapitalipuhvri määra alates 2027. aasta 1. augustist 1,25%-le. Kui kiire laenukasv jätkub, võib tekkida vajadus Balti riikide makrofinantsjärelevalve meetmeid veelgi karmistada.

PANGALAENUDE KIIRE KASVU TÕTTU PÜSIB VASTUTSÜKLILISE KAPITALIPUHVRI NÕUE BAASMÄÄRAST KÕRGEMAL

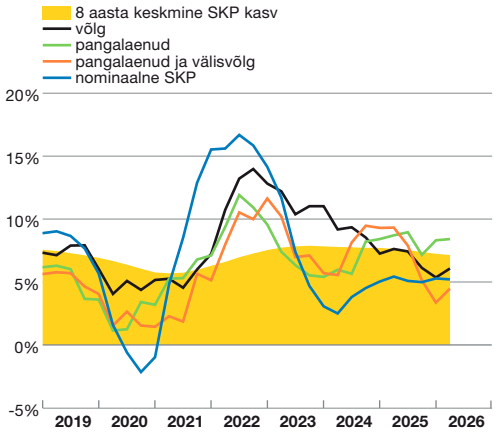
Reaalsektori võlg tervikuna on tänavu kasvanud kooskõlas majanduskasvuga. Kogu-võla kasvutempo alanes eelmise paari aasta suhteliselt kõrgelt tasemelt 2026. aasta teises kvartalis 6%ni (vt joonis 56[24]), mis tähendab aeglaselt taastuva majanduse taustal siiski küllaltki aktiivset võlavahendite kasutamist. Reaalsektori võlg kasvas aastaga peaaegu protsendipunkti võrra kiiremini kui nominaalne SKP, jäädes aga väiksemaks kui majanduse pikaajaline kasv.[25] Eelkõige kasvas tempokalt pangalaenude võtmine, aga tänavu on hoogustunud ka ettevõtete omavaheline laenamine,[26] mis on samuti märk majandusaktiivsuse suurenemisest. Samas on ettevõtted vähendanud oma võlakohustusi välismaiste laenuandjate ees. Seetõttu jäi krediidiagregaadi, mis

24 Nominaalne SKP joonisel on nelja kvartali libisev kumulatiivne näitaja.

25 Eesti Pank kasutab majanduse pikaajalise kasvu hindamiseks viimase kaheksa aasta keskmist nominaalset majanduskasvu.

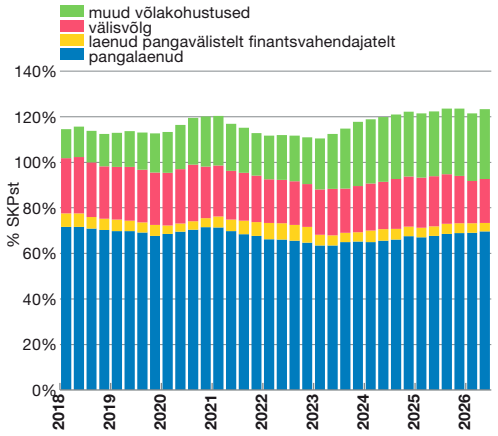
26 Seejuures tuleb arvestada, et ettevõtete omavahelise laenamise andmete regulaarne revideerimine lähtuvalt ettevõtete majandusaasta aruannete laekumisest võib võla taseme ja kasvu näitajaid tagantjärele märkimisväärselt mõjutada. Lisaks on varasematel aastatel tulnud ette suuremaid erakordseid aegridade muudatusi ja ümberklassifitseerimisi (vt FSÜ 1/2025, lk 25). Seetõttu tuleb teatud perioodide koguvõla dünaamika hindamisel eelistada kitsamaid krediidiagregaate (nt pangalaenud), kus andmete revideerimise võimalus on väiksem.

Joonis 56. Krediidiagregaatide ja nominaalse SKP aastakasv



Allikad: Eesti Pank, statistikaamet.

Joonis 57. Reaalsektori võlakoormus



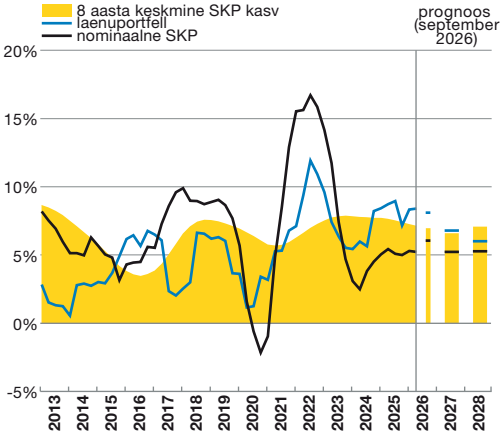
Allikad: Eesti Pank, statistikaamet.

lisaks pangalaenudele võtab arvesse välismaiseid võlakohustusi, kasvutempo (4,5%) alla nii jooksvale kui ka pikaajalisele keskmisele SKP kasvule.

Pangalaenude mitu aastat kiirena püsinud kasv hoiab tsüklilist riski ikka veel päevakorral. Kuna pangalaenude kasvutempo on ületanud majanduskasvu oma, siis on pangalaenude suhe SKPsse aasta-aastalt suurenenud (vt joonis 57). See näitab, et ehkki reaalsektori võlakoormus tervikuna on olnud viimasel paaril aastal üsna stabiilselt 123% juures ehk finantsvõimendus ei ole suurenenud, on nii majapidamiste kui ka ettevõtete võlgnevus pankade ees kasvanud nende tuludest kiiremini. 2026. aasta teise kvartali lõpus oli majapidamiste ja ettevõtete pangalaenude suhe SKPsse vastavalt 37% ja 32%, suurenedes aastaga kummaski sektoris protsendipunkti võrra.

Prognoosi järgi püsib pangalaenude kasvutempo kiire ka järgmisel paaril aastal. Seda toetab majandusaktiivsuse suurenemine. Eesti Panga 2026. aasta septembriprognoosi järgi ulatub Eesti ettevõtetele ja majapidamistele antud laenude aastakasv 2027. aastal 6,8%ni, mis on enam-vähem sama kiire kui viimase kaheksa aasta keskmine nominaalse SKP kasv (vt joonis 58). Jooksva aasta SKPst on laenukasv prognoosi järgi siiski märksa kiirem, mis tähendab seda, et laenukoormus pankade ees ettevaates suureneb. Pärast kiratseva majanduskasvu aastaid on laenukoormuse väike tõus investeeringute kasvu ja majandusaktiivsuse toetamiseks aktsepteeritav. Samuti on majanduse pikaajalise arengu seisukohalt loomulik eeldada, et finantssüvenemine jätkub. Lühiajaliselt aga tähendab laenukoormuse tõus seda, et laenuvõtjate

Joonis 58. Laenuportfelli ja nominaalse SKP aastakasvu prognoos



Allikad: Eesti Pank, statistikaamet.

haavatavus majanduse võimalike ootamatute tagasilöökide suhtes suureneb.

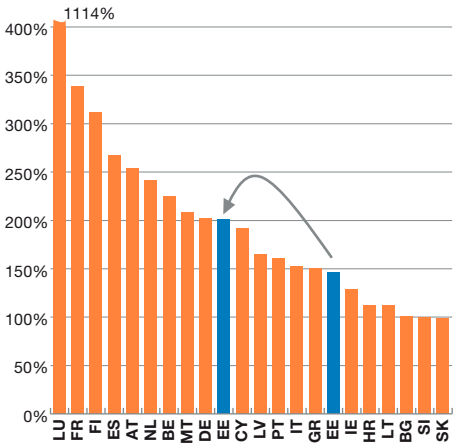
Kokkuvõttes peab Eesti Pank vajalikuks säilitada vastutsüklilise kapitalipuhvri nõue 1,5% tasemel. Kuna praegune intressimäärade tõusu keskkond mõjub üldiselt laenunõudlust pärssivalt, siis laenukasvu ettevaade ja mõõdukana püsinud kinnisvaraturu aktiivsus ei suurenda tsüklilisi riske sellisel määral, mis ajendaks puhvrinõuet tõstma. Siiski ei ole tsüklilised riskid ka taandunud – eelkõige eluasemelaenud ja kinnisvarasektori ettevõtete laenud on juba üle kahe aasta hoogsalt kasvanud. Kiire laenukasvu tõttu on seega endiselt tähtis hoida suuremat kapitalipuhvrit. See on vajalik selleks, et võimaliku majandus- või finantskeskkonna halvenemise korral oleks pankadel piisavalt kapitali, et katta suuremaid laenukahjumeid ning jätkata majandusele rahastuse pakkumist.

Taustinfo 5. SEB struktuurimuudatuse mõju Eesti pangandussektorile

2026. aasta mais andis Euroopa Keskpank SEB pangale loa liita 2027. aasta alguseks Eesti, Läti ja Leedu pangad üheks üksuseks. Liitmise tulemusel moodustatakse Eestis juriidiliselt ühendatud üksus ning selle filiaalid Lätis ja Leedus, kes on seni tegutsenud seal tütarpankadena. Kuna muudatus puudutab ühte suuremat panka Eestis, siis on sellel märgatav mõju kogu Eesti pangandussektorile.

SEB struktuurimuudatus teeb Eesti pangandussektori varasemaga võrreldes tunduvalt suuremaks. SEB Balti üksuste Eestisse koondumise tulemusel kasvab Eesti pangandussektori varade maht hinnanguliselt kolmandiku võrra ja koos sellega tõuseb Eesti pangandussektor varade ja SKP suhtarvu poolest euroala keskmiste riikide sekka (vt joonis T5.1[27]).

Joonis T5.1. Pangandussektori varade ja SKP suhtarv 31.12.2025 seisuga

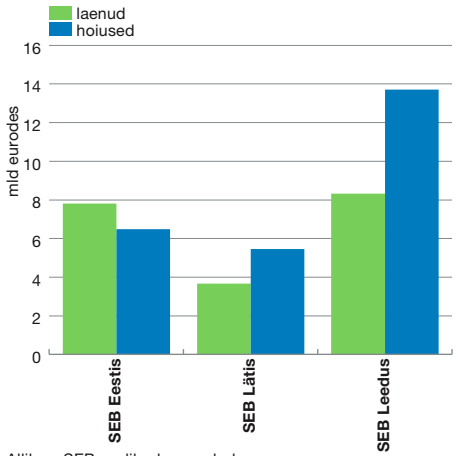


Allikad: Euroopa Keskpank, Eurostat, SEB avalikud aruanded, Eesti Panga arvutused.

Laenuportfelli struktuuris suureneb Läti ja Leedu laenude osakaal. Kui praegu moodustavad Luminori tõttu Läti ja Leedu ettevõtetele ja majapidamistele väljastatud laenud Eesti pangandussektori reaalsektori laenuportfellist veidi üle veerandi, siis pärast SEB struktuurimuudatust tõuseb see osakaal hinnanguliselt üle 40%.[28]

SEB Läti ja Leedu suhteliselt suur hoiuste maht teeb Eesti laenuportfelli rahastamise hoiustekesksemaks. Kuna mõlemas riigis on hoiuste maht märksa suurem kui laenuportfell (vt joonis T5.2), siis tähendab SEB struktuurimuudatus seda, et Eesti laenuportfelli hoiustega rahastamine muutub lihtsamaks. Suurem ja geograafiliselt mitmekesisem hoiusebaas parandab ühtlasi kogu ühendatud panga rahastamisvõimalusi, võimaldades Balti riikides kogutud hoiuseid senisest paindlikumalt Balti regiooni tegevuse rahastamiseks kasutada. Lisaks kuuluvad pärast struktuurimuudatust Eesti tagatisfondi tagatavate hoiuste alla ka SEB Läti ja Leedu filiaalide hoiused.

Joonis T5.2. SEB laenud ja hoiused 31.12.2025 seisuga



Allikas: SEB avalikud aruanded.

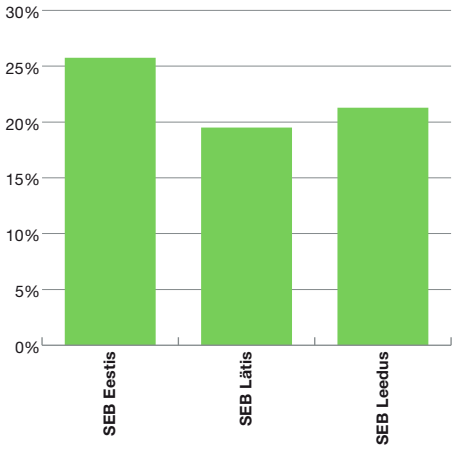
Eesti pangandussektori kui terviku kapitaliseeritus väheneb. Kuna senise SEB Eesti tütarpanga kapitaliseerituse näitajad on kõrgemad kui Läti ja Leedu tütarpankade omad (vt joonis T5.3), siis tähendab struktuurimuudatus ühelt poolt seda, et uue struktuuriüksuse kapitaliseeritus on väiksem kui praeguse Eesti SEB tütarpanga oma, ja teiselt poolt seda, et ka Eesti pangandussektori kui terviku näitajad vähenevad. Hinnanguliselt väheneb struktuurimuudatuse tõttu Eesti pangandussektori koguomavahendite suhtarv 0,6 protsendipunkti võrra, 22,9%ni.[29]

27 Joonisel on halli tooniga Eesti näitaja arvestatud koos SEB Leedu ja Läti üksustega.

28 Tuginedes 2025. aasta lõpu andmetele.

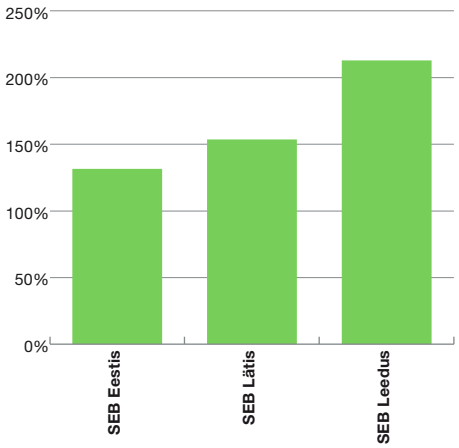
29 Tuginedes 2025. aasta lõpu andmetele.

Joonis T5.3. Koguomavahendite suhtarv 31.12.2025 seisuga



Allikas: SEB avalikud aruanded.

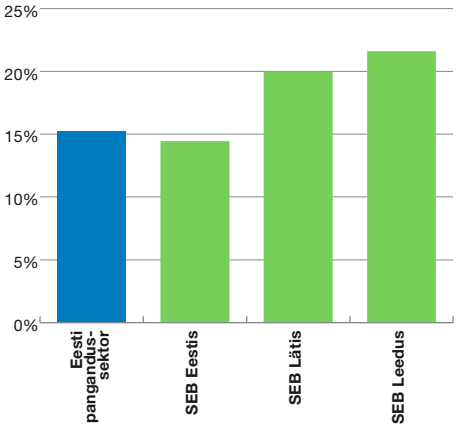
Joonis T5.4. Likviidsuskattekordaja 31.12.2025 seisuga



Allikas: SEB avalikud aruanded.

SEB Leedu üksuse suur likviidsete varade maht toetab pärast struktuurimuudatust Eesti pangandussektori likviidsust. 2025. aasta lõpu andmete järgi oli likviidsete varade maht SEB Balti üksustes nii absoluut- kui ka suhtelises väärtuses (vt joonis T5.4) kõige suurem Leedu SEB tütarpangas. Seda arvestades tähendab SEB struktuurimuudatus, et likviidsete varade maht Eestis praegusega võrreldes suureneb. Lisaks võimaldab ühendatud juriidilise üksuse loomine likviidseid vahendeid Eesti, Läti ja Leedu vahel senisest hõlpsamini ümber paigutada, mis teeb likviidsuse juhtimise paindlikumaks ja parandab panga võimet tulla tulevikus toime võimalike likviidsuspingetega.

Joonis T5.5. Omakapitali tootlus, 2021.–2025. a keskmine



Allikad: Eesti Pank, SEB avalikud aruanded.

SEB struktuurimuudatus suurendab arvestuslikult Eesti pangandussektori omakapitali tootlust. Viimasel viiel aastal on nii SEB Läti kui ka Leedu üksuse keskmine omakapitali tootlus olnud suurem kui Eesti üksuse oma, sest nende omakapitali tase on olnud madalam (vt joonis T5.5). Lisaks on see olnud suurem kui kogu Eesti pangandussektori omakapitali tootlus, mistõttu tõstab üksuste liitmine arvestuslikult kogu Eesti pangandussektori omakapitali tootlust. Varade tootluse puhul on struktuurimuudatuse mõju aga Eesti pangandussektorile piiratum, sest Lätis on SEB varade tootlus Eesti omast suurem, kuid Leedus jälle väiksem.

SEB Balti üksuste ühendamine suurendab Eesti avatust Läti ja Leedu riskidele. Pärast SEB üksuste ühendamist hakkavad teiste Balti riikide arengud ja riskid Eestis tegutsevat SEB panka senisest vahetumalt mõjutama. Kuna SEB on juba praegu Eesti kontekstis suur ja süsteemselt oluline pank, siis pärast üksuste ühendamist suureneb SEB süsteemne olulisus Eesti finantssüsteemi jaoks veelgi. Seetõttu võivad teiste Balti riikide negatiivsed arengud mõjutada ka kogu Eesti pangandussektorit. Kuigi ühendatud Balti üksus mitmekesistab rahastamist ja võimaldab likviidsust paremini juhtida, siis tegevuse koondumine Eestis registreeritud krediidiasutusse tähendab ühtlasi seda, et Eesti riigi suhtelist väiksust arvestades võivad võimalikud probleemid SEBs avaldada Eesti finantsstabiilsusele varasemast suuremat mõju.

SEB üksuste ühinemine mõjutab ka erakorralise likviidsusabi andmist. Kui varem võis igale SEB üksusele erakordset likviidsusabi pakkuda vastava Balti riigi keskpank eraldi, siis pärast struktuurimuudatust nihkub vastutus erakorralise likviidsusabi andmise eest Eesti Pangale. Samas erineb SEB kriisilahendus näiteks Luminorist, kuna kriisilahendus toimub ka edaspidi grupi tasandil ehk Rootsis, mistõttu jääb lõplik vastutus panga võimaliku kriisilahenduse eest endiselt Rootsi kriisilahendusasutusele.

Pärast struktuurimuudatust jääb nii SEB mikro- kui ka makrofinantsjärelevalve Eesti jaoks samaks. SEB kuulub Eestis Euroopa ühtse pangandusjärelevalve alla, mille järgi teeb mikrofinantsjärelevalvet Euroopa Keskpank, ja struktuurimuudatus selles midagi ei muuda. Ka makrofinantsjärelevalve SEB puhul eriti ei muutu, kuna makrofinantsjärelevalve puhvrinõuded jäävad isegi pärast struktuurimuudatust samaks ning mitteautomaatsete puhvrinõuete puhul võiks Eesti neid pärast struktuurimuudatust vabatahtlikult tunnustada. Näiteks tunnustab Eesti Pank juba praegu Leedu keskpanga makrofinantsjärelevalve meedet, mille järgi peavad pangad hoidma 2% suurust süsteemse riski puhvrit Leedu residendist füüsiliste isikute vastu olevate, elamukinnisvaraga tagatud jaenõuete (hüpoteeklaenude) suhtes.

Kokkuvõttes kasvatab SEB juriidilise struktuuri muudatus Eesti pangandussektori mahtu ning parandab rahastamist ja likviidsust, kuid samal ajal suureneb Eesti pangandussektori seotus teiste Balti riikide arengute ja riskidega. Pärast muudatust kasvab ühelt poolt SEB panga süsteemne tähtsus ning teiselt poolt kasvab Balti riikide varasemast tihedamate seoste tõttu ka Eesti roll kriiside lahendamisel, mis Balti regioonis võivad tekkida.

LISATEEMA 1. MUUTUSTEGA KOHANDUV MAKROFINANTSJÄRELEVALVE: KUST TULIME JA KUHU LIIGUME?

Makrofinantsjärelevalve arengu neli etappi

Makrofinantsjärelevalve süsteemsem käsitlus sai alguse pärast suurt üleilmset finantskriisi (*Great Financial Crisis*, GFC), kuid juba aastakümneid varem olid paljud riigid kehtestanud pankadele rangemaid kapitali- või likviidsusnõudeid, mille eesmärk oli kindlustada kogu süsteemi finantsstabiilsus. Makrofinantsjärelevalve arengus saab põhimõtteliselt eristada nelja etappi:

1. **Periood enne GFCd (kuni 2008).** Meetmete kasutamine oli riigiti killustunud ning vahendite valik ja rakendamine polnud kuidagi raamistatud ega reeglipõhine. Finantsstabiilsuse teemade käsitlemisel lähtuti eelkõige mikrofinantsjärelevalve vaatenurgast, mis tähendab, et regulatsioonis keskenduti peamiselt riskide juhtimisele üksikute pankade tasandil. Makrofinantsjärelevalve suunitlusega meetmeid kehtestasid peamiselt kiiresti areneva majandusega riigid, tehes seda ka selleks, et vahetuskursipoliitikat toetada. Näiteks olid selles kontekstis tähtsateks meetmeteks Eestis pankadele kehtestatud 10% kapitali adekvaatsuse nõue, 100% riskikaal eluasemelaenude suhtes ning 15% kohustusliku reservi nõue.

2. **GFC-järgne periood (2009–2014).** Üleilmne finantskriis näitas taas ilmekalt, et süsteemse riski realiseerumine võib tuua kaasa suure kahju, mis võib tähendada majandusarengule ja ühiskonna heaolule märkimisväärset pikaajalise mõjuga tagasilööki. Kriisist saadud õppetundide tõttu kehtestati üle kogu maailma uusi **makrofinantsjärelevalve raamistikke**. Euroopa Liidus loodi vastavad asutused ja institutsioonid (sh liikmesriikide makrofinantsjärelevalve asutused ning ESRN) ning õigusaktides (CRR/CRD) lepiti kokku makrofinantsjärelevalve eesmärgil võetavates meetmetes. Riigid, kes olid juba enne finantskriisi meetmeid kehtestanud, seisid hea selle eest, et ka uues rahvusvaheliselt kokkulepitud raamistikus jääks alles võimalus seniseid meetmeid rakendada. Näiteks Eesti kehtestas ühena esimestest ELi riikidest süsteemse riski puhvri (*systemic risk buffer*, SyRB) nõude, et säilitada Baseli 8% standardist kõrgem 2 protsendipunkti suurune lisakapitalinõue.

3. **Makrofinantsjärelevalve rakendamine ja laiendamine (2015–2020).** Ehkki vastav õigusraamistik lepiti ELis kokku juba 2013. aastal, siis liiase laenukasvu argumentidel põhineva **vastutsüklilise kapitalipuhvri** (*countercyclical capital buffer*, CCyB) **nõude raamistik jõustus** 2015. aastal ning **süsteemselt oluliste pankade (G-SII ja O-SII) puhvrinõuete raamistik** 2016. aastal. Üsna pea pärast CRRs/CRDs kokku lepitud esmaste makrofinantsjärelevalve sätete jõustumist algasid arutelud, kuidas raamistikku edasi arendada, et mistahes võimalikud süsteemsed riskid saaksid adekvaatselt kaetud ja arvestaksid riigipõhiste vajadustega. Liikmesriikide lähenemisviiside suurt erinevust ei nähtud probleemina; pigem väärtustati paindlikkust, mida pakub mitmekesine tööriistakast. CCyB puhul domineeris vaade, et seda nõuet saaks tõsta ainult võlakoormuse kiirele kasvule viidates. Lisaks kapitalipuhvri nõuete seadmisele karmistasid Eesti ja veel mitu teist riiki **riskikaalude arvestamisele seatud nõudeid.** Sellise meetme rakendamine on tehtud CRRis protseduuriliselt keeruliseks, mis on põhjendatud vajadusega luua ühisturul võimalikult ühetaolised aluspõhimõtted kapitalinõuete arvestamiseks. Liikmesriik võib riskikaalude arvestamise suhtes rangemaid nõudeid kehtestada üksnes siis, kui muud makro- või mikrofinantsjärelevalve meetmed ei ole riski maandamiseks sobivad või piisavad.

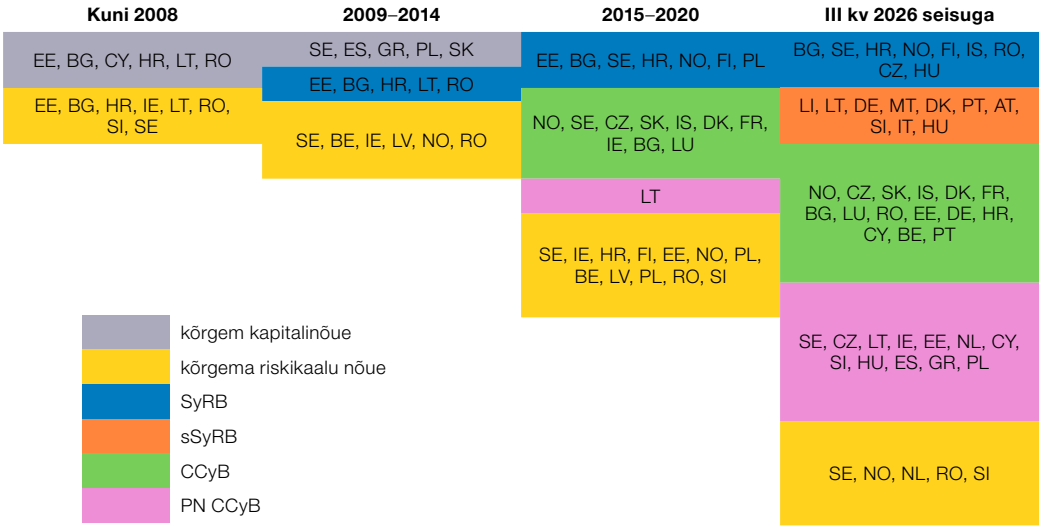
4. **Põhitähelepanu piisava kapitalipuhvri olemasolu kindlustamisele (2020–…).** Koroonapandeemia näitas, et pangandussektor peab olema valmis tulema toime ka mittefinantssõkkidega. Kasvanud geopoliitilised riskid (sh Venemaa täiemahuline sõda Ukraina

vastu, Lähis-Ida sõjaline konflikt) rõhutasid veelgi vajadust suurendada finantssüsteemi vastupanuvõimet kogu tsükli jooksul ning koguda ennetavalt piisavalt kapitalipuhvreid, mida finantssüsteemi toimimise toetamiseks kasutada. Pärast seda, kui **tsüklineutraalse vastutsüklilise kapitalipuhvri** (*positive neutral CCyB*, PN CCyB) kasutamine sai Baseli komitee ja EKP heakskiidu, hakkas seda lähenemist rakendavate riikide arv kasvama.

Lisaks kehtestas mitu ELi liikmesriiki elukondliku või ärikinnisvara positsioonide suhtes **sektoriaalse süsteemse riski puhvri** (*sectoral systemic risk buffer*, sSyRB) nõude. Samuti pöörati makrofinantsjärelevalves rohkem tähelepanu **uutele riskidele** (kliimarisk, tehisaruga seonduv küberrisk, NBFIga seotud riskid jne), mis võib tuua kaasa olemasolevate vahendite täiendamise või uute loomise. 2024. aastal lisandus näiteks ELi eeskirjadesse võimalus maandada kliimariski süsteemse riski puhvriga.

Laiemas Euroopa Liidu konkurentsivõime edendamise kontekstis on samal ajal hakatud üha rohkem rääkima, et ELi panganduseeskirjad on aastatega läinud liiga detailseks ja et nende keerukus on muutunud pankadele koormavaks, see aga võib pärssida ELi pankade konkurentsivõimet. Seetõttu võeti 2025. aastal **suund eeskirjade lihtsustamise poole** ja ehkki peamiselt puudutab see mikrofinantsjärelevalve käsitlusi, otsitakse lihtsustamise kohti ka makrofinantsjärelevalves.

Tabel L1.1. Makrofinantsjärelevalve kapitalipõhiste meetmete rakendamine Euroopa Majanduspiirkonna riikides (ilma süsteemselt oluliste pankade puhvrinõueteta)



Allikad: ESRN, Eesti Pank.

Makrofinantsjärelevalve meetmeid rakendavate riikide arv Euroopas on viimase ligi paarikümne aastaga märgatavalt suurenenud (vt tabel L1.1). Viimaste sündmuste juures paistab silma, et suurenenud on vastutsüklilise kapitalipuhvri, sh eriti selle instrumendi tsüklineutraalse lähenemise kasutamine. Samuti on riigid kehtestanud eelkõige kinnisvarasektori riskide vastu süsteemse riski puhvri nõude. Samal ajal on vähem hakatud kasutama riskikaalude karmistamise meedet, mida võib seostada 2025. aastast jõustunud CRRi muudatustega – siis muutus kinnisvarariskide käsitlus standardmeetodi puhul riskitundlikumaks ja sisereitingute meetodi puhul vähenes mudelihinnangu roll. Peale kapitalipõhiste meetmete on enamik ELi riike rakendanud eeskätt eluasemelaenude suhtes laenusaajapõhiseid meetmeid, millel on eelkõige tähtis roll laenukasvust tulenevate haavatavuste piiramisel (vt taustinfo L1).

Lisateave 1. Laenusaajapõhised meetmed Euroopa Majanduspiirkonnas

Pärast suurt üleilmset finantskriisi hakkas koos makrofinantsjärelevalve arenguga üha rohkem riike kehtestama eluasemelaenudele laenusaajapõhiseid meetmeid (*borrower-based measures*, BBM). Need meetmed toimivad peamiselt kahe kanali kaudu. Esiteks suurendavad need majapidamiste ja laenuandjate vastupanuvõimet majandus- ja finantsšokkidele. Teiseks aitavad sobivalt kehtestatud BBMid tasandada laenunõudlust finantstsükli jooksul, vähendades seeläbi kiire laenukasvu, varahindade ülemäärase tõusu ja finantssektori riskide kuhjumise tõenäosust.

BBMide positiivne mõju finantsstabiilsusele on leidnud kinnitust mitmes teadustöös ja teemapaberis. Näiteks väitsid Kukk, Levenko ja Reigl (2023) Eesti eluasemelaenude mikroandmete põhjal, et Eestis kehtiv DSTI nõue on aidanud piirata ülemäärast laenamist, mõjutades ligikaudu kümnendikku uutest eluasemelaenudest ehk neid laenutaotlejaid, kes said vähem laenu kui soovisid või ei saanud piirangu tõttu üldse, ning parandades nõnda laenusaajate ja pankade vastupanuvõimet riskidele. Dirma ja Karmelavičius (2023) leidsid, et kui Leedus oleksid enne üleilmset finantskriisi kehtinud praegused laenusaajapõhised piirangud, oleks eluasemelaenude krediidirisk olnud märksa väiksem ning pankade kahjumid eluasemelaenudelt vähemalt 83% väiksemad kui kriisi ajal tegelikult saadi.

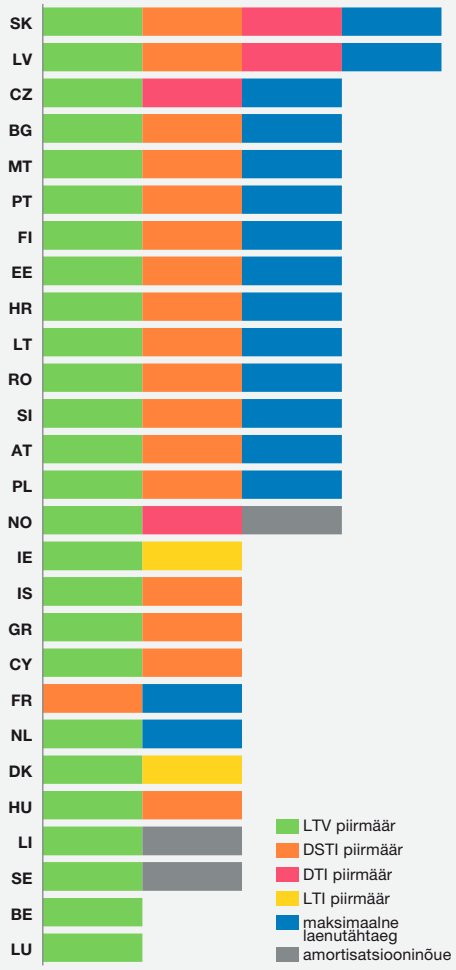
Laenusaajapõhised meetmed ei kuulu Euroopa Liidu ühtlustatud õigusraamistiku alla ning nende kasutamist reguleeritakse riigisisese õigusega. Seetõttu erinevad nende rakendamise institutsionaalsed korraldused riikide vahel.

Eluasemelaenudega seotud tingimusi piiravad järgnevad laenusaajapõhised meetmed:

- laenusumma ja tagatise väärtuse suhtarvu piirang (LTV)
- laenumaksete ja sissetuleku suhtarvu piirang (DSTI)
- laenusumma ja sissetuleku suhtarvu piirang (LTI)
- koguvõla ja sissetuleku suhtarvu piirang (DTI)
- laenutähtaja piirang
- amortisatsiooninõuded ja muud eluasemelaenude väljastamise piirangud

Esialgu kasutasid riigid peamiselt tagatise väärtusel põhinevat laenupiirangut (LTV), kuid viimastel aastatel on üha rohkem rakendatud ka laenusaaja sissetulekuid arvestavaid piiranguid (DSTI, DTI ja LTI). Samuti kasutatakse sagedamini laenutähtaja piiranguid. Üldine suundumus on liikunud üksikutelt meetmetelt mitut nõuet kombineerivate raamistikeni (vt joonis L1.1[30]), et piirata riske korraga nii laenusaaja maksevõime kui ka tagatiste väärtuse poolel. Samuti on mitmes riigis BBMide arengut iseloomustanud liikumine järelevalvelistelt suunistelt ja soovitustelt regulatsioonide suunas.

Joonis L1.1. Laenusaajapõhised meetmed 30.09.2026 seisuga



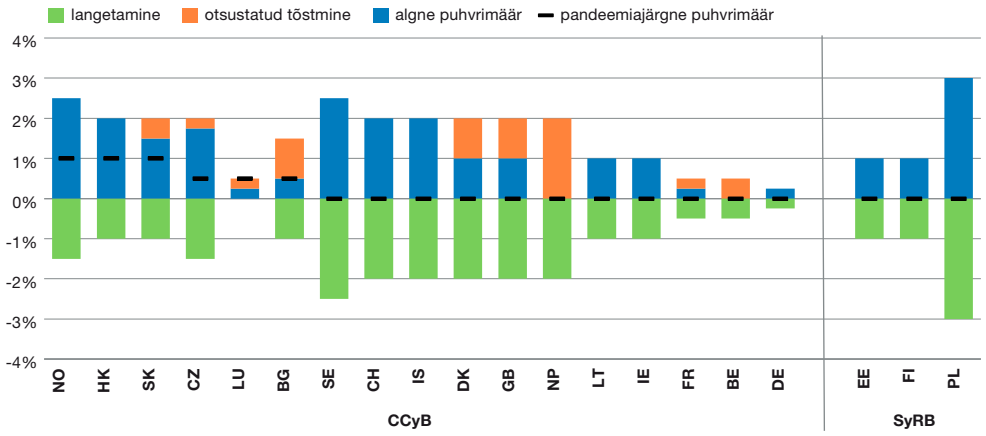
Märkus. Mõnes riigis kehtivad ka nõuded laenu amortisatsiooniks, stressitestid laenaja maksevõime hindamiseks ja lubatud erandlike laenude maht (neid joonisel ei ole).
Allikas: ESRB.

30 Lisaks joonisel toodule kehtib mõnes riigis täiendav stressitestide kohustus, et hinnata laenaja maksevõimet. Samuti on mitmes riigis kehtestatud piirmäär erandlike tingimustega laenude väljastamiseks.

Piisavate kapitalipuhvrite olemasolu on hakatud pärast koroonapandeemiat rohkem tähtsustama

Enne koroonapandeemiat domineerisid makrofinantsjärelevalves lähenemised, kus meetmeid kehtestati konkreetse, kvantitatiivselt tõendatud haavatavuse suurenemise vastu. Puhvrinõuete kehtestamist põhjendati vajadusega kindlustada piisav kapitalivaru, et tulla toime tuvastatud riskist põhjustatud võimalike laenukahjumitega. See, kui mõni liikmesriik CCyB nõuet tõstis, oli pigem harv juhus, sest selline otsus põhines valdavalt Baseli krediidilõhe indikaatoril ning vähemal määral ka teistel laenukasvu näitajatel. Kuna Baseli krediidilõhe oli pärast GFCd üldjuhul negatiivne, oli pandeemia vallandudes vaid üksikutel riikidel vabastatav puhver CCyB kujul olemas. Pea kõik need riigid tühistasid puhvrinõuded koroonakriisi tõttu või langetasid nende määra. Lisaks tühistasid puhvrinõude kolm riiki, kes olid struktuursete riskide kaalutlusel SyRB kehtestanud: Soome, Eesti ja Poola. ELi riikide reaktsioon koroonapandeemia kriisis ei olnud erandlik, sest nõudeid leevendasid teisedki riigid (vt joonis L1.2).

Joonis L1.2. Puhvrimäär enne koroonapandeemiat ja määra langetamine



Allikad: ESRN, IMF.

Kuigi puhvrinõuete määra langetamine võis anda nende riikide pankadele julgustava lisasignaali, ei saa seda langetamist siiski finantsiliste argumentidega hästi põhjendada, sest pankadel ei tekkinud koroonakriisi tõttu märkimisväärseid laenukahjumeid ega sellest tulenevaid võimalikke laenupakkumispiiranguid. Nimelt leevendati pandeemia tõttu ELis koordineeritult ka muid regulatiivseid nõudeid, sh mikrofinantsjärelevalve nõudeid ning mittetoimivate laenude käsitlemist. Need meetmed pakkusid koroonapandeemia ajal pankadele leevendust (*forbearance*). Lisaks pakkusid valitsused nii reaalsektorile kui ka pankadele lisagarantiisid ja otsest finantstuge, mistõttu ei olnud pankade kapitalipuhvrite vabastamine laenuturu toetamiseks kriisi selles etapis vajalik. Pankade kapitalinõuded ei muutunud pandeemia ajal majanduse rahastamist piiravaks teguriks.

Koroonapandeemia andis aga taas kord olulise õppetunni, et ettenägematute kriiside vastu tuleb pankade vastupanuvõimet ennetavalt tugevdada. Toona kiiresti väljapakutud leevendusmeetmed said olla üksnes ühekordsed, sest ettevaates võib ainult riigi sekkumisele lootma jäädes suureneda moraalirisk ja pangandussüsteem muutuda haavatavamaks.

Nii mõnigi riik kehtestaski 2022.–2023. aastal pankadele lisakapitalipuhvrinõuded, et tekitada tugevusvaru, mida saaks ootamatu kriisi korral pangandussüsteemi toimimise toetamiseks vabastada. Puhvrinõuete tõstmine sel perioodil oli märkimisväärne, arvestades asjaolu, et finantstsükkel oli siis tegelikult languses: laenukasv oli kidur ja kinnisvara pigem odavnes.

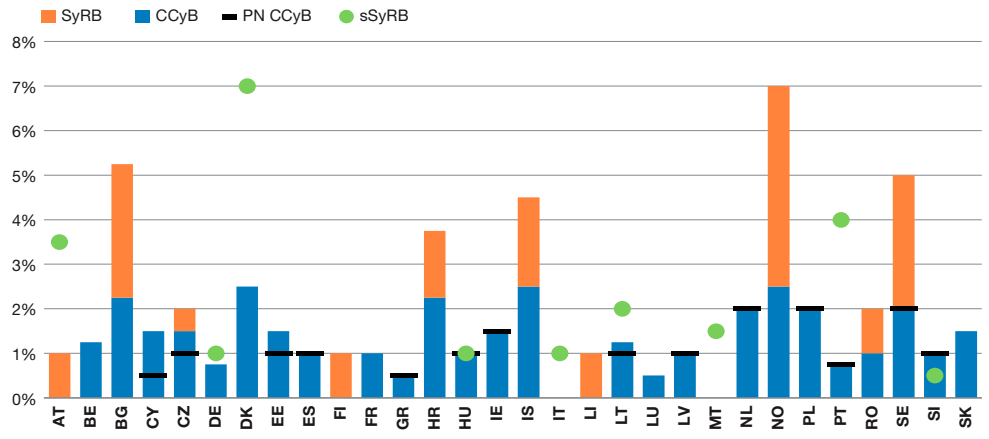
Samal ajal soodustas kapitalipuhvrite loomist pankade erakordselt suur kasumlikkus, mis tulenes rahapoliitika karmistumisest.

Vastutsükliline kapitalipuhver või süsteemse riski puhver – kas neil on vahet?

Globaalsetes Baseli standardites on kokku lepitud ainult CCyB kehtestamise põhimõtetes. ELis leiti Baseli standardite ülevõtmisel, et CCyB meetmest ei pruugi piisata, et katta kõiki riigipõhiseid struktuurseid süsteemseid riske. Seetõttu lisati kapitalinõuete direktiivi CRD veel ka SyRB kehtestamise võimalus. Selline lisanõue oli juba kasutusel mitmes liikmesriigis, sh Eestis.

Esialgu tehti ELi makrofinantsjärelevalve raamistikus ranget vahet, milliseid vahendeid kasutada tsükliliste ja milliseid struktuursete riskide jaoks. Kui CCyB positiivse määra kehtestamine lähtus kitsalt krediidikasvust tulenevast tsüklilisest riskist, siis SyRB oli mõeldud pikaajaliste struktuursete riskide vastu. Viimastel aastatel on need piirid hakanud aga hägustuma. Pärast seda, kui CRD V muudatustega lisati SyRB-le puhvrinõude sektoriaalse kehtestamise võimalus, ei rõhutata selle meetme rakendamisel enam struktuursete riskide vähendamise eesmärki. Lisaks on üha rohkem riike hakanud CCyBd rakendama ka tsüklineutraalselt. Seetõttu on mõistetav ja mõistlik käsitleda neid nõudeid ühtse makrofinantsjärelevalve puhvrina.[31] 2026. aasta keskpaigaks olid kõik Euroopa Majanduspiirkonna riigid kehtestanud mingis vormis makrofinantsjärelevalve puhvri nõude, kuid nõuete tase varieerub riigiti väga palju (vt joonis L1.3).

Joonis L1.3. Makrofinantsjärelevalve puhvrinõuded (v.a süsteemselt oluliste pankade puhvrinõuded) riskivarade suhtes 30.09.2026 seisuga



Allikas: ESRN.

CCyB ja SyRB ühtset käsitlemist takistab eelkõige kaks olulist erinevust, mis puudutavad nende vahendite ülesehitust ja rakendamise reegleid:

1. Instrumendi skoop. Kui CCyB nõude aluseks on üksnes kodumaised krediidiriskipositsioonid, siis SyRB nõuet on võimalik kehtestada kõikidele, sh piiriülestele positsioonidele. Seejuures saab SyRBd rakendada kogu pangandussektorile, teatud pankadele või konkreetsetele riskipositsioonidele.
2. Meetme tunnustamine. CCyB puhul rakendub automaatne tunnustamine 2,5% määrani. SyRB puhul on tunnustamine vabatahtlik ja selle kohta peab otsuse langetama makrofinantsjärelevalve asutus, kus vastavate riskipositsioonidega pangad tegutsevad.

31 Lisaks CCyB ja SyRB vahenditele on makrofinantsjärelevalve raamistikus kapitalipuhvri nõue süsteemselt olulistele institutsioonidele (G-SII ja O-SII puhvrid). Selle nõude rakendamine ei lähtu aga majandus- ja finantskeskkonnast, vaid üksnes pangandusturu struktuurist, mistõttu ei käsitleta seda puhvrit vabastatavana.

Mõned neist erinevustest põhjustavad makrofinantsjärelevalve meetmete rakendamisel ebavajalikku keerukust. Näiteks ei ole põhjendatud, miks peaksid meetme piiriülese tunnustamise põhimõtted sarnase olemuse ja eesmärgiga vahendite puhul erinema. Keerukust lisab ka SyRB lai skoop, mis võib tekitada nõuete ülekatte probleeme. Nii nõuete rakendamise kui ka täitmise seisukohast oleks selgem ja lihtsam, kui nii CCyB kui ka SyRB puhul oleks nõuete tunnustamine ühetaoliselt kohustuslik ja automaatne. Selle oluliseks eeltingimuseks on, et sarnaselt CCyB-le kohalduks SyRB ainult kodumaistele positsioonidele. Lisaks ei saa välistada, et laia skoobiga SyRB meedet kasutavad liikmesriigid osaliselt ka selleks, et vältida direktiivis O-SII puhvri nõudele seatud piiranguid, mistõttu oleks vajalik meetmete vaba kasutamist takistavad piirangud kaotada. Neid raamistiku kitsaskohti on võimalik lahendada ELis 2025. aastal alguse saanud pangandusregulatsiooni lihtsustamise raames.

Kokkuvõttes on makrofinantsjärelevalve olnud viimase kümne aasta jooksul kogu Euroopas pidevas muutumises. Riigid on lähtuvalt riskihinnangust meetmeid kehtestanud ja kohandanud ning koos ELi institutsioonidega tegelenud makrofinantsjärelevalve raamistiku täiustamisega. Euroopa Liidus võetud suund meetmete lihtsustamise ja suurema ühtlustamise poole peaks aitama makrofinantsjärelevalve tõhusust parandada. Samas on tähtis, et liikmesriikidel säiliks õigus meetmete üle otsustada, sest riskide tase ja dünaamika võib riigiti olla väga erinev tulenevalt nii nende finantstsükli kui ka majandus- ja finantssektori struktuuri eripäradest.

LISATEEMA 2. *STABLECOIN*'ID TOOVAD PANGANDUSSÜSTEEMI NII UUSI VÕIMALUSI KUI KA RISKE

Globaalne uute tehnoloogiliste lahenduste levik innustab ka Euroopa finantsasutusi uusi lahendusi katsetama. Üheks selliseks võimalikuks uuenduseks on *stablecoin*. Kuigi *stablecoin*'id moodustavad kogu globaalsest krüptovaraturust suhteliselt väikese osa (oktoobri seisuga 11%), on nende kasutus ja turumaht paari aastaga märgatavalt kasvanud. Seejuures on *stablecoin*'ide turg valdavalt USA dollari põhine ning tugevalt kontsentreeritud. Eurodes denomineeritud *stablecoin*'ide maht on väga tagasihoidlik (0,3% *stablecoin*'ide globaalsest turuväärtusest), ent Euroopas on tehtud mitu algatust *stablecoin*'ide võimalusi uurida ja ehk nad ka kasutusele võtta. Üks näide on Qivalise konsortsium, millega oli augusti seisuga ühinenud 37 finantsasutust 15 Euroopa riigist. Konsortsiumi liikmete hulka kuuluvad ka Eestis tegutsevate pankade emapangad. Qivalise konsortsiumi avaliku info järgi planeeritakse euro-*stablecoin* turule tuua 2026. aastal. Eurol põhineva *stablecoin*'i lahenduse on loonud ka Revolut, kelle *stablecoin* on seni olnud ligipääsetav vaid paaris Euroopa riigis. Aasta lõpuks aga loodab Revolut oma lahenduse kättesaadavust Euroopas parandada.

Euroopas peetakse *stablecoin*'ide all enamasti silmas e-raha tokeneid (*electronic money token*, EMT). Euroopa Liidu krüptovaraturgude määrus (MiCA) jagab stabiilset väärtust säilitada püüdvad krüptovarad kahte kategooriasse. E-raha token (EMT) on krüptovara liik, mille eesmärk on säilitada stabiilne väärtus, järgides ühe ametliku vääringu väärtust. Kirjanduses on mõnikord *stablecoin*'idena määratletud ka varapõhiseid tokeneid (*asset-referenced token*, ART). See on krüptovara liik, mis ei ole EMT ning mille eesmärk on säilitada stabiilne väärtus, järgides mõne muu vara, õiguse või nende kombinatsiooni väärtust, sealhulgas ühe või mitme ametliku vääringu väärtust.

***Stablecoin*'ide kasutamist toetav tehnoloogia tõotab teha tehingud tõhusamaks, võimaldades tehinguid kiiremini töödelda ning tagades nende ööpäevaringse toimimise ja suurema automatiseerituse.** *Stablecoin*'e iseloomustab peamiselt hajusraamatu tehnoloogia (*distributed ledger technology*, DLT) või muu sarnase tehnoloogia kasutamine ja tokeniseeritud vorm. See tähendab, et tehingud saavad olla kiiremad ja varasemast enam automatiseeritud. Kui seni on *stablecoin*'e kasutatud eeskätt vahendusühikuna erisuguste krüptovaluutade vahel, siis nüüd võib täheldada, et *stablecoin*'i võimalikud kasutusvaldkonnad laienevad tasapisi.

Üks peamine *stablecoin*'ide võimalik kasutusvaldkond on piiriüleste ja eri valuutasid hõlmavate maksete efektiivsuse parandamine. Kui kasutatakse üht ja sama *stablecoin*'i, võib tehing toimuda ilma traditsioonilise korrespondentpankade võrguta, mis võib vähendada tehinguahela keerukust ning lühendada maksete töötlemise aega. Eelkõige nähakse potentsiaali Euroopa Liidu ja kolmandate riikide vaheliste maksete ning hulgimaksete tõhustamisel. Lisaks võivad *stablecoin*'id suurendada konkurentsi praegu juba hästi toimivate Euroopa-siseste maksete puhul, motiveerides olemasolevaid teenusepakkujaid protsesse edasi arendama.

***Stablecoin*'ide ja mitmesuguste tehnoloogiate turuletulek on tõstatanud maksetaristu sõltumatuse ja ühtsuse säilimise küsimusi.** Euroopast väljaspool emiteeritud *stablecoin*'ide laialdasem kasutamine võib suurendada Euroopa sõltuvust piiratud arvust väljaspool Euroopat tegutsevatest teenusepakkujatest. Teisalt võib *stablecoin*'ide emiteerimine paljudel DLT-taristutel soodustada makseökosüsteemi killustumist. Kui emitendid kasutavad tehnoloogilisi lahendusi, mis omavahel ei ühildu, võib väheneda süsteemi üldine tõhusus ning suureneda vajadus lahenduse järele, mis ühendaks eri võrke.

Teine oluline *stablecoin*'ide kasutusvaldkond on tokeniseeritud finantsvaradega seotud tehingud. Tokeniseerimine tähendab protsessi, mille käigus esitatakse vara digitaalse tokenina ning selle emiteerimine, hoidmine ja ülekandmine toimub DLT-põhisel taristul. Seni on

Euroopas olnud tokeniseerimine kõige ulatuslikum varahalduses ja rahaturufondide valdkonnas. *Stablecoin*'id võivad selliste tehingute arveldamisel täita digitaalse raha rolli, mida kasutatakse samal tehnoloogilisel taristul kui tokeniseeritud varasid. Selline lähenemine võimaldab suuremat automatiseeritust ning võib teatud juhtudel võimaldada tehingute ja arvelduste peaaegu reaalajas töötlemist.

Uute tehnoloogiatega võib kaasneda ka takistusi ja uusi riske. Mitme DLT- ja plokiahelapõhise süsteemi puhul võivad ilmneda skaleeritavuse piirangud, kui tehingumaht kasvab väga suureks. Sellisel juhul võib süsteemi läbilaskevõime väheneda ning tekkida vajadus kasutada paralleelselt mitut võrku, mis võib omakorda killustatust süvendada. Hajutatud arhitektuur võib tähendada suuremat hulka võimalikke ründepunkte ning tekitada uusi küber- ja operatsiooniriske, mille juhtimine erineb traditsioonilistest tsentraliseeritud finantstaristutest. Vastukaaluks võib öelda, et mõlema riski suhtes arendatakse tehnoloogiat järjepidevalt edasi.

***Stablecoin*'ide ulatuslikum kasutuselevõtt võib mõjutada pankade rahastamist.** Hoiused võivad kontsentreeruda suuremate emitentidega seotud pankade kontodele või liikuda siinsest pangandussektorist välja, kui laialdasemat kasutust leiavad *stablecoin*'id, mis on seotud muu valuuta kui euroga. Selle tulemusena võib osa pankade stabiilsest ja suhteliselt odavast rahastamisallikast väheneda ning suureneda vajadus alternatiivsete rahastamisallikate järele. Mõju ulatus sõltuks muu hulgas kasutatava *stablecoin*'i reservide struktuurist ning sellest, kus vastavaid reservvarasid hoitakse ja investeeritakse.

Samuti võib tehinguid kiirendava uue tehnoloogia kasutuselevõtt mõjutada finantssüsteemi likviidsusvajadust. Kui tehingud muutuvad senisest automatiseeritumaks ja neid arveldatakse kiiremini, võib väheneda võimalus tehinguid enne arveldamist (*settlement*) nettida. Selle tulemusena võib pankadel tekkida vajadus hoida suuremaid likviidsusreserve, et täita oma maksekohustusi õigel ajal. Kuigi praegu iseloomustab finantssüsteemi üldiselt kõrge likviidsustase, võib uute tehnoloogiliste lahenduste laialdasem kasutuselevõtt suurendada likviidsusvajadust üksikute tehingute tasandil.

***Stablecoin*'ide kõrval on algatusi ka tokeniseeritud hoiuste võimaluste uurimiseks.** Kuigi *stablecoin*'idel ja tokeniseeritud hoiustel võib olla sarnane funktsioon DLT-põhistes makse- ja arveldussüsteemides, erinevad need oma õigusliku ja majandusliku olemuse poolest. *Stablecoin*'i lahendusest olenevalt on teoreetiliselt võimalik, et selle hind võib järelturul alusväärtusest ajutiselt erineda. Praktikas on esinenud juhtumeid, kus *stablecoin* on seose alusvaraga kaotanud. Vastukaaluks sisaldab MiCA selliste riskide vähendamiseks mitmeid nõudeid, näiteks reservvarade kvaliteedi, likviidsuse ja hoidmise ning emitendi lunastuskohustuse nõue. Tokeniseeritud hoiuste puhul on Euroopa järelevalveasutused aruteludes esile toonud eelistuse, et hoiuse ülekandmisel emiteeritakse uuele omanikule uus samaväärne token. Sellisel juhul säilib seos alushoiusega ja eraldiseisvat järelturuhinda pole. Paljud pangad tunduvad olevat äraootaval seisukohal, milline lahendus laiemalt kasutust leiab ja millega ühinemist seejärel kaaluda tasuks.

Pankade osalemise mõju Qivalise konsortsiumi projektis saab täpsemini hinnata pärast seda, kui on teada, kuidas pangad loodavat lahendust rakendama hakkavad. Konsortsium, milles osaleb ka Eestis asuvate pankade emapanku, on seadnud eesmärgiks luua Euroopa-põhine lahendus piiriülesteks ja plokiahelapõhisteks makseteks ning tokeniseeritud varadega seotud tehinguteks. Projekti realiseerumise suunas astuti oluline samm selle aasta oktoobris, kui Qivalis sai Madalmaade keskpangalt e-raha asutuse (EMI) tegevusloa. Selleks, et eurodes nomineeritud e-raha tokeneid (EMT) väljastada, tuleb konsortsiumil täita veel mõningaid MiCA nõudeid. Kavandatav mudel on planeeritud toimima vahendajate kaudu. See tähendab, et e-raha token jõuab turule pankade, krüptovaravahetusplatvormide, makseteenuse pakkujate ja finantsturutaristu osaliste kaudu. Täpsemat tehnoloogilist lahendust ei ole Qivalis seni avalikult selgitanud, ega ka seda, kuidas on planeeritud likviidsusjuhtimine. Positiivse külje pealt võib öelda, et suure osalejate arvuga ühisalgatus võib suurendada standardiseeritust ja võrguefekte ning seeläbi parandada tõenäosust, et kujuneb välja laiemalt kasutatav Euroopa-põhine lahendus tokeniseeritud maksete tegemiseks.