

I ETTEVÖTETE JA MAJAPIDAMISTE FINANTSKÄITUMINE JA RISKID

ETTEVÖTTED

Ettevõtete majanduslik olukord

Kindlustunne

Gloobalse majanduskriisi tõttu alanes ettevõtete kindlustunne ka 2009. aasta alguses. Eesti Konjunktuuriinstituudi avaldatavas **majandus-usaldusindeksi** languses peegeldub nii vähenenud nõudlus kui ka määramatus tuleviku suhtes. Kõige kiiremini on vähenenud ehitusettevõtete kindlustunne, mis kahanes nõudluse languse tõttu 2009. aasta I kvartalis peaaegu kaks korda madalamale võrreldes seniste kümne aasta taguste miinimumtasemetega. 2008. aasta teisel poolel järsult nõrgenenud nõudluse tõttu langesid ka tööstus- ja kaubandusbaromeetrid (vt joonis 1).

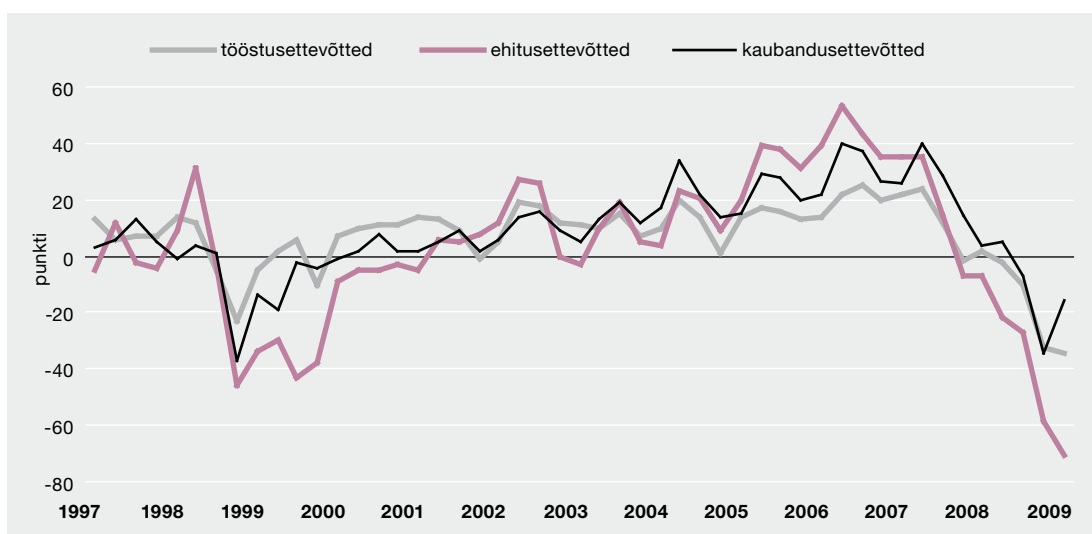
Tööstusettevõtjate pessimism süvenes samuti viimase kuue kuu jooksul (vt joonis 2). Kui veel 2008. aasta esimesel poolel pakkus tuge üsna stabiilne ekspordinõudlus, siis 2008. aasta lõpul algas järsk langus ka ekspordis. Kahanev sise- ja välismaine nõudlus on toonud kaasa töötajate arvu ja tootmisvõimsuse vähendamise. 2009. aasta alguses hindasid tööstusettevõtjad tootmisvõimsuse rakendatuse taset 58%le. Toot-

misvõimsuse alarakendatus pikema aja jooksul aga suurendab ebaefektiivsust. Teisest küljest võimaldab hiljuti töötuks jäänute suur hulk ettevõtetele tootmisvõimsust operatiivselt tõsta, kui nõudlus taastub.

Ettevõtete majandusnäitajad ja investeeringud

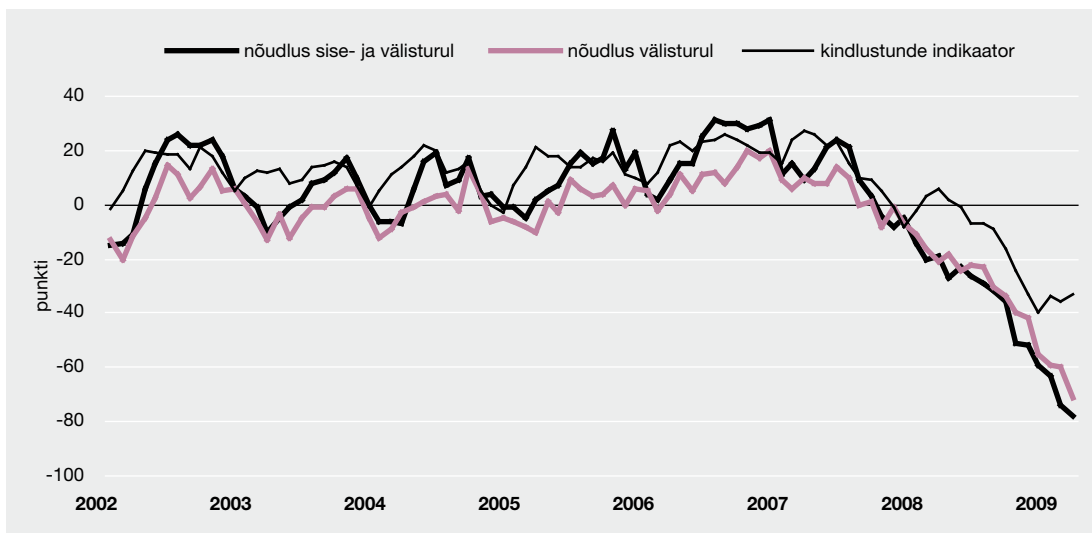
Nõudluse vähenemine peegeldub ettevõtete **müügikäibe** languses. 2008. aasta müügikäibe moodustas eelnenud aasta omast 98%, kusjuures langus oli eriti järsk III ja IV kvartalis, kui käive vähenes aasta arvestuses rohkem kui 10% (vt joonis 3). Tegevusaladest kannatas kõige rohkem metsandus, kus käive alanes IV kvartalis aasta arvestuses 37%. Käibe langusse panustasid enim ka hulgi- ja jaekaubandus, hotellid ja restoranid ning töötlev tööstus.

Nõudluse langus mõjutas ettevõtete **kogukasumit**, mis oli 2008. aastal eelneva aasta tasemest 25% väiksem. Langus oli iseäranis järsk IV kvartalis, kui see moodustas aastatagusest näitajast vaid 49%. Lisaks nõrgale nõudlusele mõjusid kasumile negatiivselt laenuressursi kallinemine ning see, et kulukärpeid ei suudetud teha nii kiiresti, kui tulud langesid.



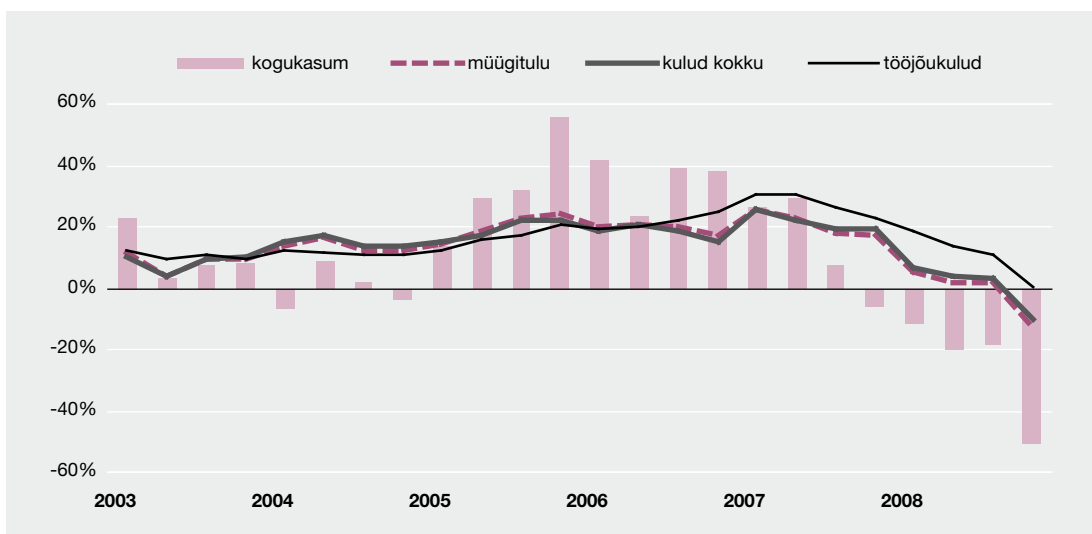
Joonis 1. Eesti ettevõtete kindlustunde indikaatorid

Allikas: konjunktuuriinstituut



Joonis 2. Tööstusettevõtete toodangu nõudlus ja kindlustunde indikaator

Allikas: konjunktuuriinstituut



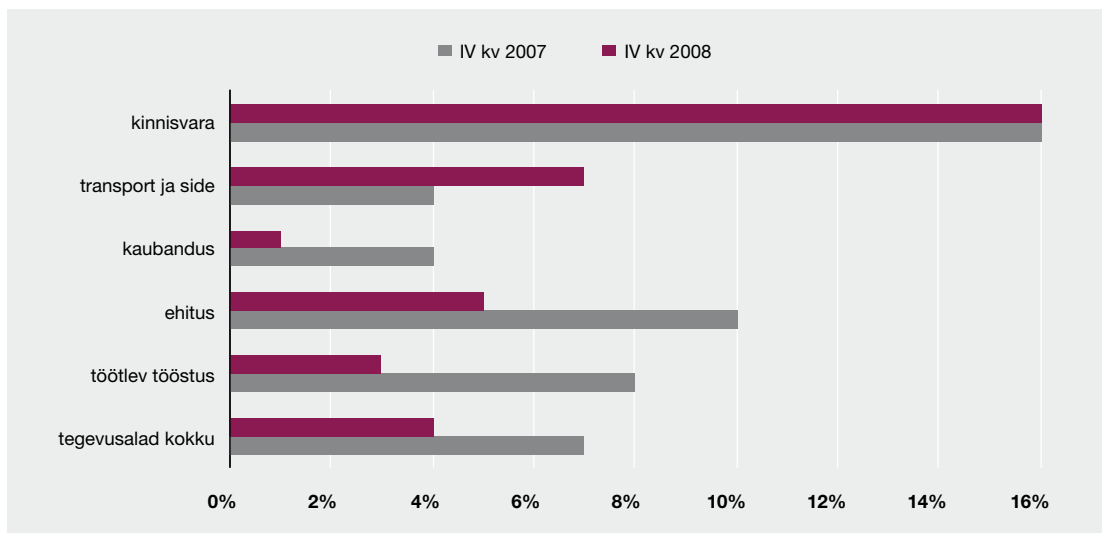
Joonis 3. Ettevõtete majandusnäitajate aastakasv

Allikas: statistikaamet

Kasumi oluliselt järsem langus võrreldes müügituluga annab tunnistust ettevõtete marginaalide vähenemisest. Seejuures kahanes ettevõtete **kogutulusus** (kogukasumi suhe müügitulusse) möödunud aasta IV kvartalis 4%le (2007. aasta IV kvartalis 7%). Kogutulustus alanes märgatavalt töötlevas tööstuses, kaubanduses ning ehituses (vt joonis 4). Vaatamata sellele, et ettevõtete kogukasumi kasv

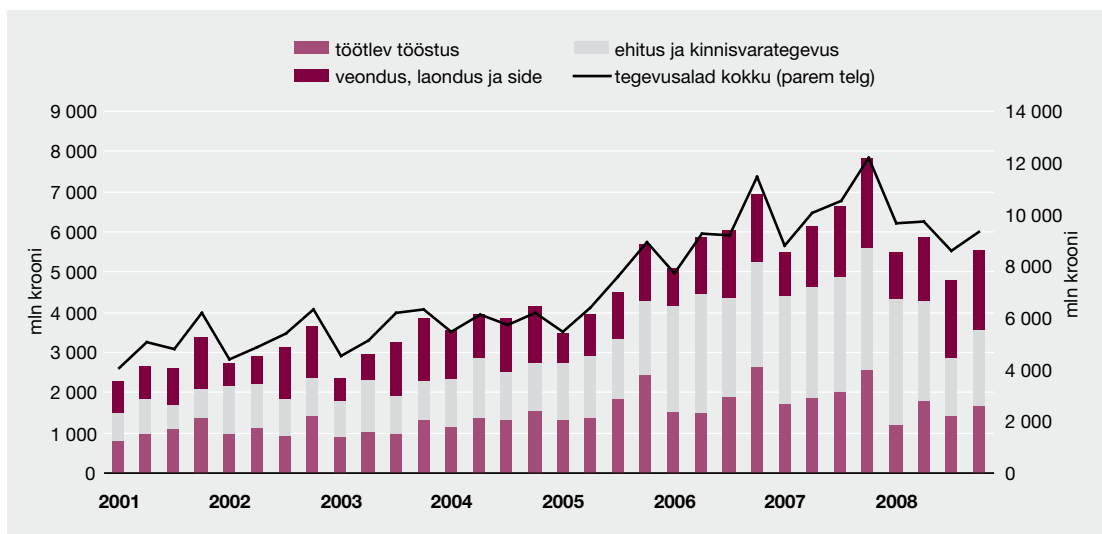
oli negatiivne juba 2007. aasta IV kvartalis, jätkus tööjõukulude suurenemine. Nimelt ilmutasid tööjõukulud ootuspärast inertsust ja nende kasv peatus alles 2008. aasta IV kvartalis.

Kuna kasumlikkus kahanes, vähenes viimasel poolaastal ka **investeerimisaktiivsus** (vt joonis 5). Möödunud aastal moodustasid põhivara-



Joonis 4. Kasumi osatähtsus müügitulus ehk kogutulusus

Allikas: statistikaamet



Joonis 5. Ettevõtete investeeringud materiaalsesse põhivarasse

Allikas: statistikaamet

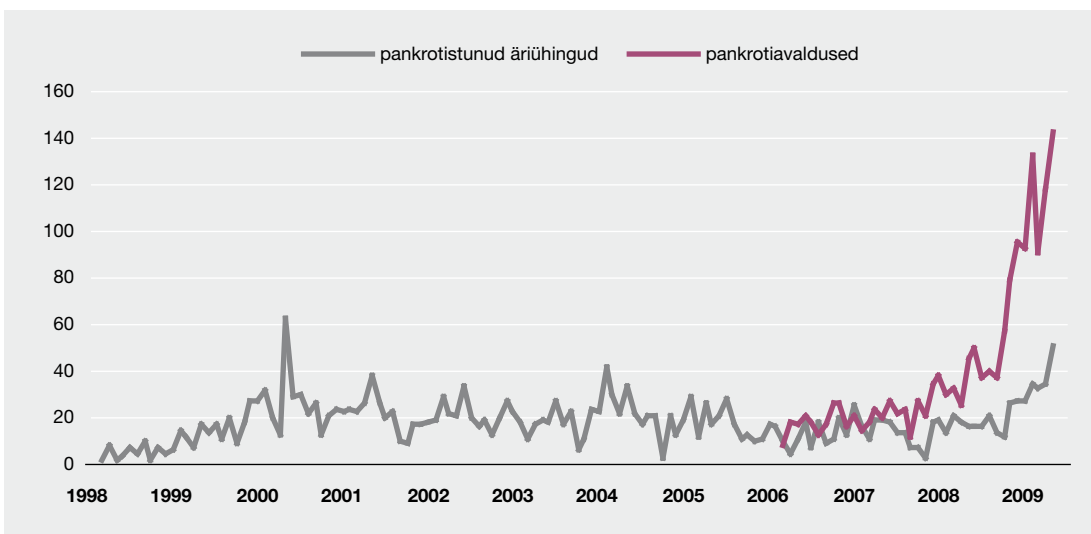
investeeringud 90% 2007. aasta mahust. Keskmisest enam langes investeerimisaktiivsus töötlevas tööstuses ning ehituses (vastavalt 73%le ja 79%le 2007. aasta mahust). Eriti märkimisväärselt vähenesid 2008. aasta teisel poolel ehitussektori investeeringud, mis ulatusid vaid 57%ni

2007. aasta teise poole mahust. Ehitussektoris on investeeringud seotud pigem pooleliolevate objektide lõpetamise kui uute alustamisega. Ainult transpordi ja side valdkonnas jäid 2008. aasta investeeringud eelneva aasta tasemele.

Uued ettevõtted ja pankrotid

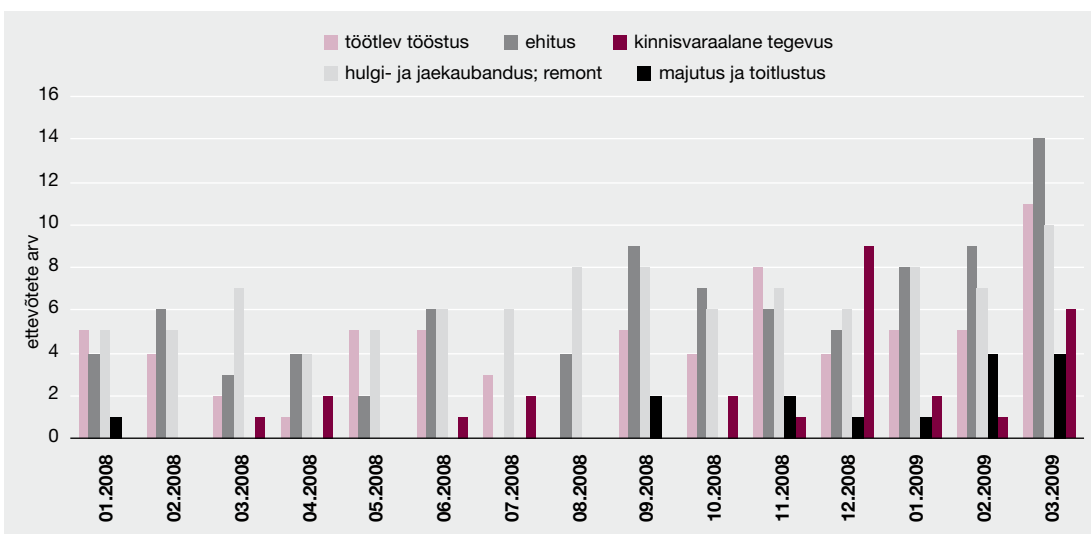
Raske majandusliku olukorra tõttu on **uute äriühingute** moodustamine langustrendil ning viimase poole aasta jooksul on kuus keskmiselt loodud umbes 800 äriühingut ehk ligikaudu sama palju kui 2005. aastal. Pärast finantskriisi puhkemist oktoobris vähenes uute ettevõtete arv kuus 700ni. Märtsis registreerimisaktiivsus mõnevõrra elavnes, kui lisandus 1100 uut ettevõtet.

Pankrotiavalduste arv tõusis esimest korda märgatavalt 2008. aasta augustis ning on pärast seda pidevalt kasvanud (vt joonis 6). Oktoobris 2008 küündis pankrotimenetluse algatamise avalduste arv lausa 100ni ning selle aasta esimesel neljal kuul on esitatud juba keskmiselt 124 avaldust kuus.



Joonis 6. Kuu jooksul pankrotistunud äriühingud ja kohtusse esitatud pankrotiavaldused

Allikad: ettevõttereister, kohtute infosüsteem



Joonis 7. Pankrotid sektorite kaupa

Allikas: ettevõttereister

Ka äriühingute **pankrottide** arv on hakanud aeglaselt, kuid järjekindlalt kasvama. Kui 2008. aasta I kvartalis pankrotistus 52 ettevõtet, siis selle aasta I kvartalis juba 119 ettevõtet (neist 51 märtsis). Enim pankrotistus ehitus- ja kaubandusettevõtteid, kuid ka töötleva tööstuse ning kinnisvaraga tegelevaid firmasid (vt joonis 7). Kuna pankrotiavalduste arv on hoogsalt tõusnud, on lähitulevikus oodata ka pankrottide arvu suurenemist.

Ettevõtete finantspositsioon ja säästmine

Ettevõtete negatiivne **netofinantspositsioon** paranes 2008. aasta teisel poolel, vähenedes aasta lõpuks –101%ni SKPst (vt joonis 8). Netofinantspositsiooni paranemist on peamiselt mõjutanud finantskohustuste kiirem vähenemine võrreldes finantsvaradega. Kohustuste poolel on enim vähenenud ettevõtete emiteeritud aktsiad ja osakud ning muud finantskohustused. Ka varade poolel on suurimad muutused toimunud aktsiate ja osakute ning muude finantsvaradega.

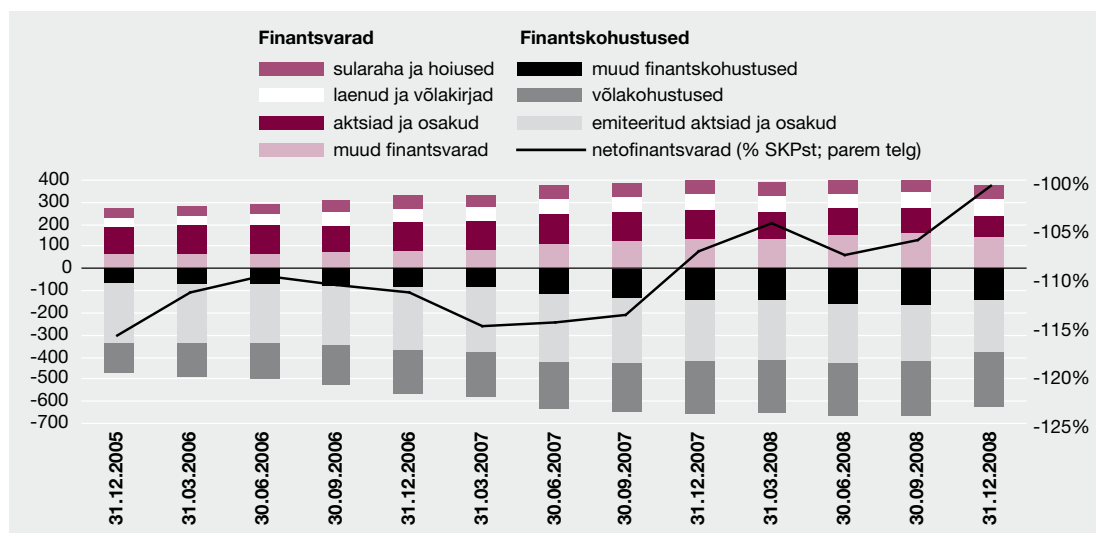
Ettevõtete **hoiused** kodumaistes pankades on hakanud kahanema ehk ettevõtted on hakanud

vähendama oma finantspuhvleid. Alates 2008. aasta novembrist on aastakasv olnud negatiivne, ulatudes 2009. aasta aprillis –5%ni. Ettevõtted eelistavad üha enam tähtajalisi hoiuseid, mille osakaal oli aastatagusest 34%lt kasvanud aprilli lõpuks 43%ni (vt joonis 9). Säästude vähenemist võib osaliselt seletada tegevuste finantseerimisega säästude, mitte laenude abil ning ka vähenenud kasumiteenimisvõimega.

Finantsstuurvad viitavad näiliselt olukorra leevenemisele: **võlakohustuste kaetus hoiustega** ning ka likviidsete **finantsvarade suhe võlakohustustesse** on paranenud, kuid need muutused on tingitud peamiselt võlakoormuse vähenemisest.

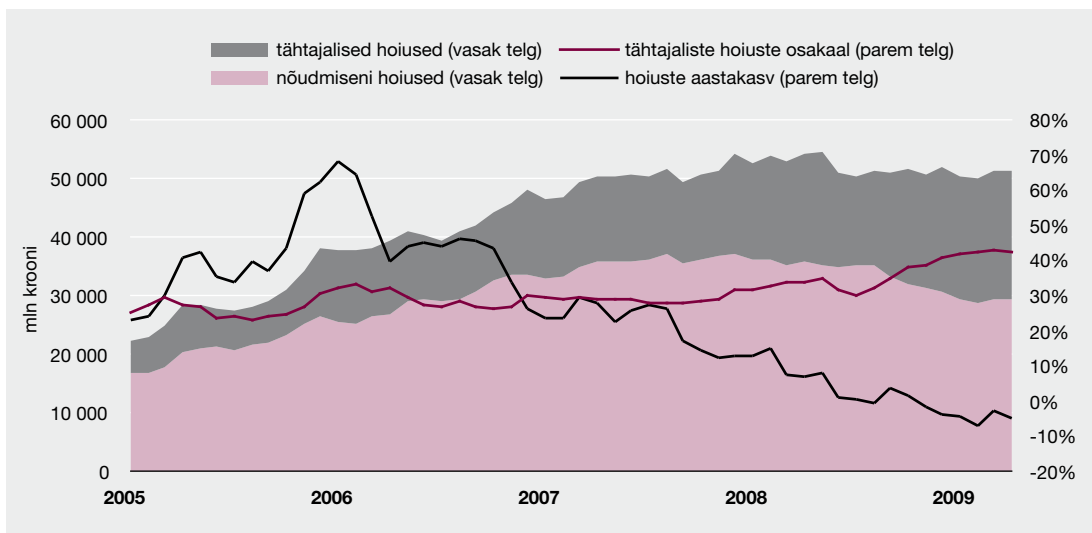
Ettevõtete võlg

Ettevõtete **võla kasvutempo** on üha ebakindlamaks muutunud majandusolukorras pidevalt aeglustunud. 2008. aasta lõpus oli ettevõtete koguvõla aastakasv 8% (2007. aasta lõpus 25%).¹ Välismaalt kaasatud võla osakaal ettevõtete koguvõlas tõusis 2 protsendipunkti võrra 36%ni.



Joonis 8. Ettevõtete finantsvarad ja -kohustused ning netofinantsvarad

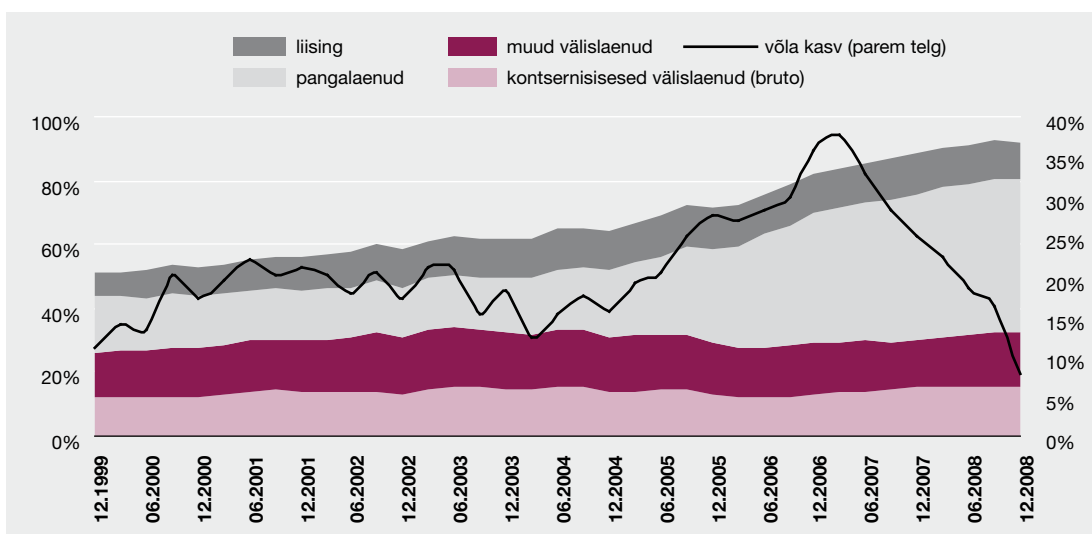
¹ Kui arvestada siin ka ettevõtete kontsernisiseseid nõudeid välismaiste tütaretevõtete suhtes, siis oli ettevõtete koguvõla kasv aasta lõpus 4%.



Joonis 9. Ettevõtete hoiuste maht ja aastakasv ning tähtjaliste hoiuste osakaal

Ettevõtete **koguvõlg** kasvas 2008. aasta teisel poolel 2,7 miljardi krooni võrra, kusjuures kodumaalt kaasatud võla maht vähenes 0,6 miljardi krooni võrra ning välismaalt kaasatud võlg suurenes 3,8 miljardi krooni võrra (vt joonis 10). Sektorite arvestuses vähenes kaubandusettevõtete ning tööstusettevõtete võlg (vastavalt 2,8 ja 0,9 miljardi krooni võrra; vt joonis 11). Kõige rohkem kasvas laenumaht kinnisvara-, ehitus- ja äriteenindussektoris, kuhu 2008. aasta

teisel poolel lisandus 3,4 miljardit krooni, millest enamik oli välisvõlg. Sellest omakorda 1,8 miljardit krooni moodustasid kinnisvarasektorile antud välisvahendid ning 1 miljard krooni äriteeninduse sektorile eraldatud finantsid. Kuna kodumaisel laenuturul on laenuingimused karmistunud, kasutatakse üha enam võimalust saada rahalisi vahendeid emaettevõtete kaudu. 2008. aastal lisandunud laenudest moodustasid välismaalt saadud finantsid 57% ehk oluliselt rohkem kui aasta varem (28%).

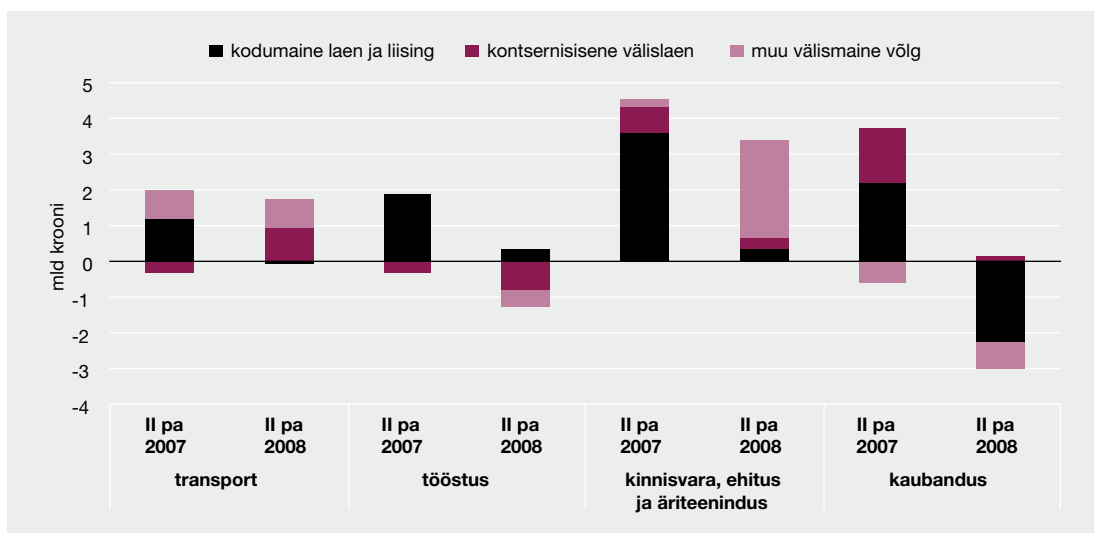


Joonis 10. Ettevõtete võlg (% SKP suhtes)

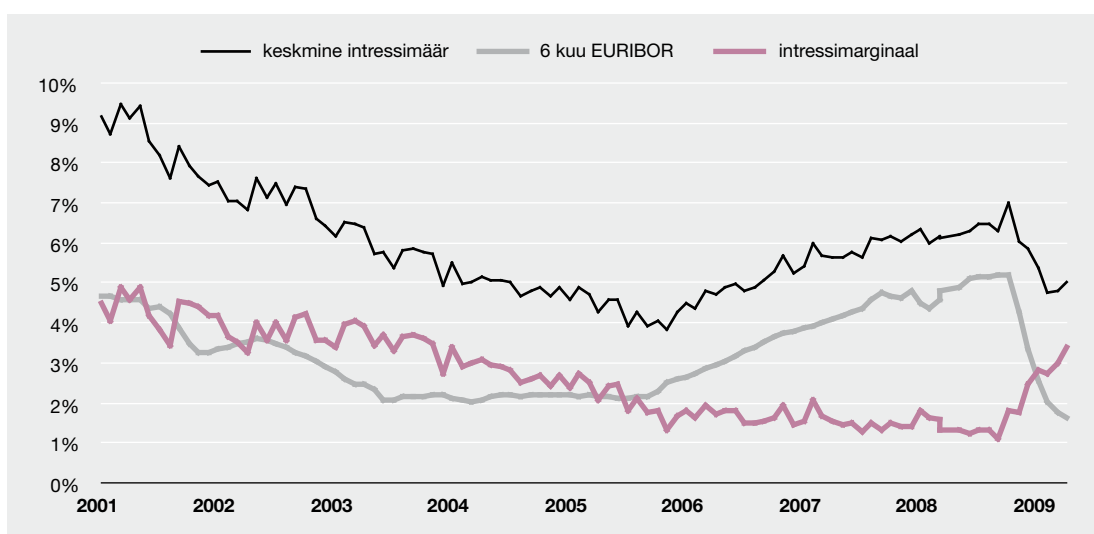
Kodumaise võla kasv niisama hästi kui peatus 2009. aasta märtsis ning jõudis aprilli lõpuks juba miinuspoolele (-1,5%). Ettevõtete laenude kogumaht hakkas vähenema eelmise aasta oktoobris, esmajoones kinnisvaraga seotud aladel ning ehitussektoris. 2009. aasta aprilli lõpuks oli kahtunud peaaegu kõikide sektorite laenumaht. Aastataguste näitajatega võrreldes oli laenumaht aprilli lõpus vähenenud kaubandus-, ehitus-, põllumajandus- ning äriteenindussektoris, samal ajal

kui teiste sektorite laenumaht oli aasta arvestuses seni veel suurenenud.

Ettevõtete **pikaajaliste pangalaenude keskmine intressimäär** on sügisest saadik oluliselt muutunud. Keskmine intressimäär langes oktoobrikuiselt 7% tiptasemelt 2009. aasta aprilliks märgatavalt madalama 5%ni. Languse põhjustas kuue kuu EURIBORi kiire alanemine – aprilli lõpuks 3,6 protsendipunkti võrra 1,6%ni.



Joonis 11. Ettevõtete koguvõla mahu muutus



Joonis 12. Ettevõtete pikaajaliste laenude keskmine intressimäär, baasintressimäär ja keskmine marginaal

Samal ajal on marginaalid hüppeliselt tõusnud, ulatudes aprillis juba 3,4%ni (vt joonis 12). Kuigi baasintressimäära alanemine on vähendanud ettevõtete laenukulu, on laenuitingimused uute laenuvõtjate jaoks jätkuvalt karmimad.

MAJAPIDAMISED

Majapidamiste majanduslik olukord

Kindlustunne

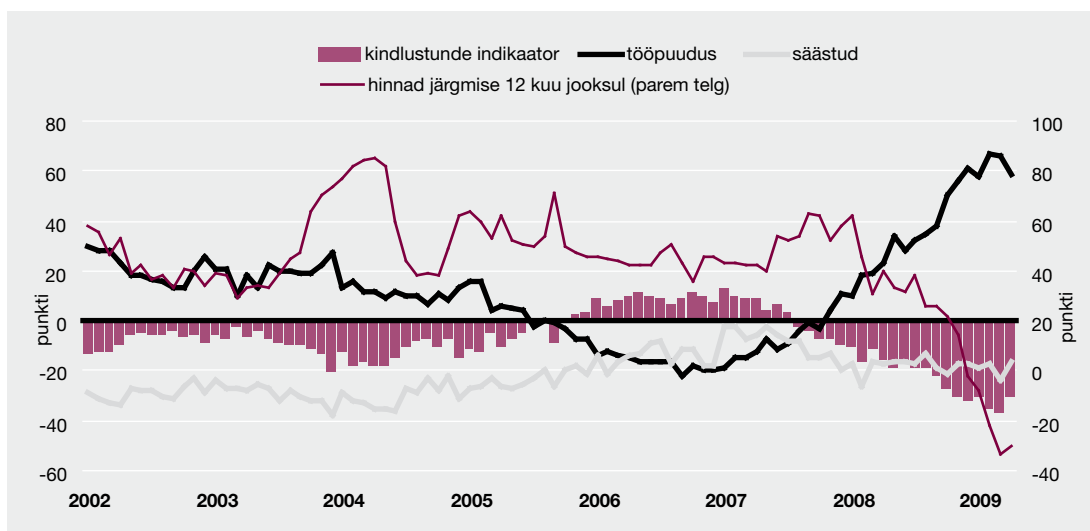
Majapidamiste **kindlustunne** jätkas langust ning jõudis märtsis uuele rekordmadalale tasemele. Hirm töötuks jäämise ees püsib suur ning ka säästmisvõimaluste suhtes ollakse valdavalt pessimistlikud. Kõige järsemalt on alanenud inflatsiooniootused: alates 2008. aasta detsembrist oodatakse järjest enam pigem hindade alanemist kui tõusu (vt joonis 13). Taasiseseisvunud Eestis on see esimene kord, kui oodatav inflatsioon on negatiivne. Usk hindade langusse, hirm võimaliku tööpuuduse ees ning nendest tulenev vajadus koguda sääste motiveerib tarbijaid oste edasi lükkama ning avaldab seeläbi mõju eratarbimisele.

Tööturg

Majandusaktiivuse järsk langus on tööturgu oluliselt muutnud. Kui veel 2008. aasta esimesel pooltel **töötute arv** isegi langes, siis teine poolaasta tõi kaasa töötute arvu hüppelise kasvu. Ulatuslik koondamine algas juba II kvartalis ning kulmineerus IV kvartalis, mil töötute arv suurenes ligi 90% võrreldes eelneva aasta sama kvartaliga. Eeldatavasti kasvab töötute arv kogu käesoleva aasta jooksul. 2009. aasta I kvartaliks oli töötute arv aastatagusega võrreldes suurenenud 182% (vt joonis 14).

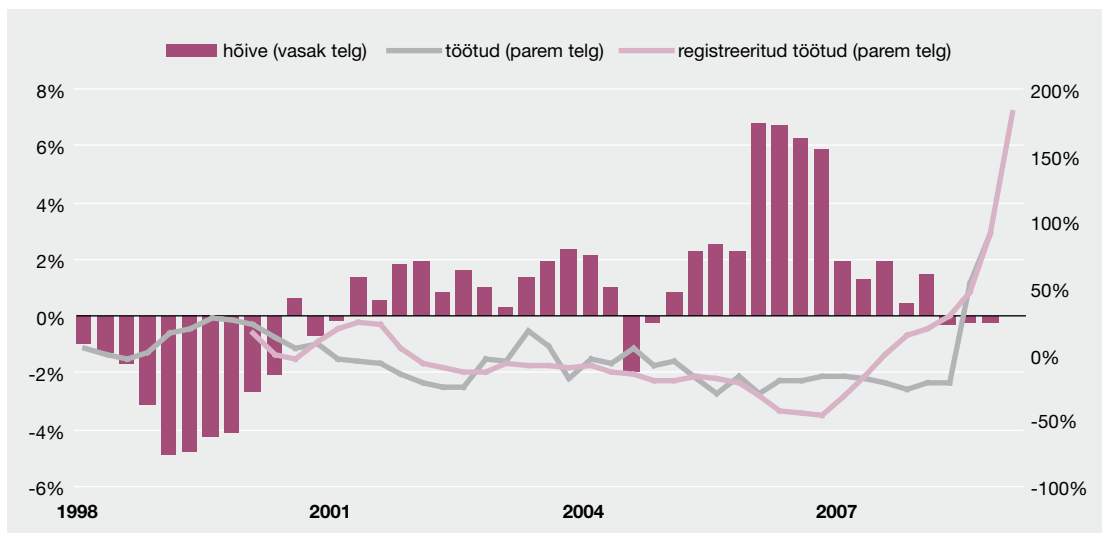
Veel 2008. aasta esimesel pooltel jäi **töötuse määr** viimaste aastate madalaimale tasemele. 2008. aasta teises pooles pöördus areng negatiivseks. Lähiaastatel kujuneb tööpuudus vähemalt kolm korda suuremaks kui 2008. aasta alguses. Eesti Panga 2009. aasta kevadprognoosi kohaselt kasvab töötuse määr käesoleval aastal ligi 13%ni ning püsib kõrgel tasemel tõenäoliselt ka järgmistel aastatel.

Tööturu arengusuundumused peegelduvad ka **hõivatute arvu** languses. Võrreldes eelmise



Joonis 13. Tarbijate kindlustunde indikaatorid

Allikas: konjunktuuriinstituut



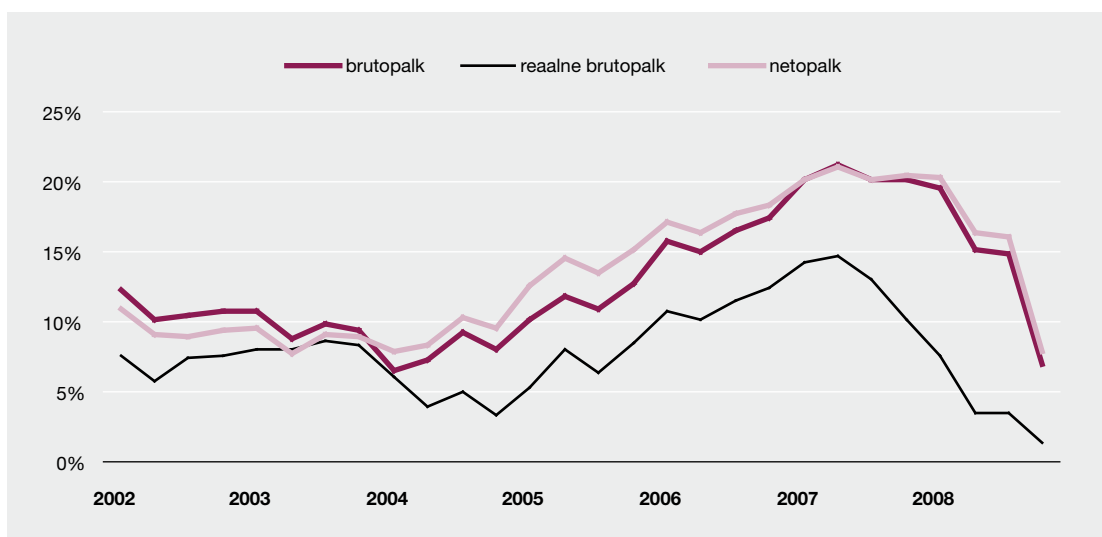
Joonis 14. Hõivatute ja töötute arvu aastane muut

Allikas: statistikaamet

aasta sama kvartaliga langes hõivatute arv III kvartalis 1600 ning IV kvartalis 1200 inimese võrra. Ulatuslikum langus leiab aset käesoleval aastal, mil kevadprognoosi põhistenaariumi kohaselt on oodata hõive 5,2% alanemist.

Võrreldes eelnevate aastatega aeglustus palgakasv 2008. aasta IV kvartalis märkimisväärselt.

Kui veel III kvartalis kasvas **keskmine brutopalk** ligi 15% võrreldes eelmise aasta sama kvartaliga, siis IV kvartalis aeglustus kasv 7%ni (vt joonis 15). 2008. aasta lõpus veel kõrgena püsinud inflatsioon võimendas brutopalka kasvu aeglustumise mõju reaalpalgale. **Reaalpalga kasv** aeglustus möödunud aasta viimases kvartalis 1,3%ni, mis on viimaste aastate madalaim näitaja. Kasvav



Joonis 15. Keskmise palga aastakasv

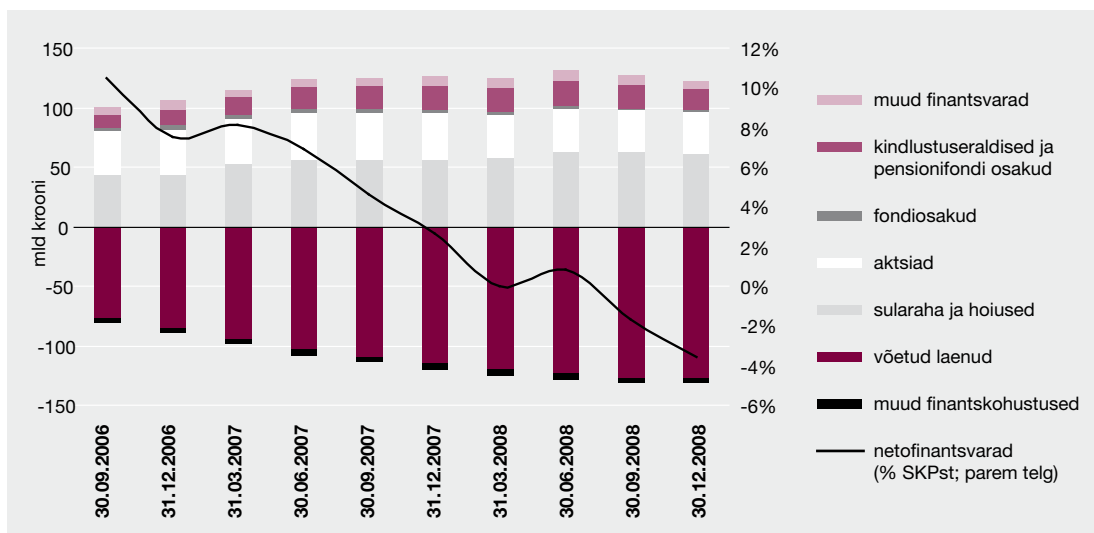
Allikas: statistikaamet

tööpuudus suurendab survet palkadele. Käesoleval aastal on oodata nii keskmise brutopalgaku kui ka reaalpalka alanemist.

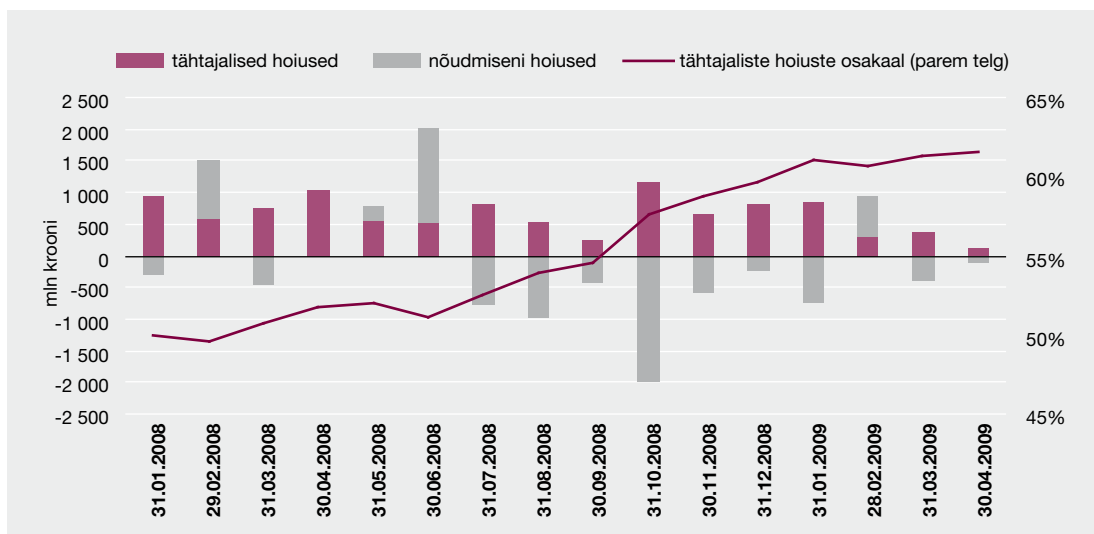
Majapidamiste finantspositsioon ja säästmine

Majapidamiste **netofinantspositsioon** oli 2008. aasta teisel poolel negatiivne, moodustades aasta lõpus -3,6% SKPst. Majapidamiste finantsvarad vähenesid viimase aasta jooksul 3%, samal ajal

kui finantskohustused suurenesid 10% (vt joonis 16). Tulenevalt finantsstabiilsuse arengust suurenesid 2008. aasta jooksul majapidamiste finantsvaradest vaid hoiused (11%), samas kui kõik muud finantsvarad vähenesid. Hoiuste osakaal finantsvarades on suurenenud aastataguselt 44%lt 51%le (vt joonis 17). Finantskohustuste struktuur on püsinud aga muutumatu: 97% majapidamiste finantskohustustest moodustavad lühi- ja pikaajalised laenud, mis sarnaselt hoiustega suurenesid 2008. aastal 11%.



Joonis 16. Majapidamiste finantsvarad ja -kohustused



Joonis 17. Majapidamiste hoiuste kuine muutus ja struktuur

Hoiuste ja võla areng 2009. aasta I kvartalis viitab majapidamiste netofinantspositsiooni mõningasele paranemisele. Majapidamiste hoiuste maht suurenes 2009. aasta I kvartalis 1 miljardi krooni võrra, majapidamiste võetud laenud aga vähenesid ligikaudu 1,6 miljardi krooni võrra.

Majapidamiste **kodumaiste hoiuste** aastakasvu tempo vähenes 2009. aasta I kvartali lõpuks 8%ni. Heade investeerimisvõimaluste puudumine ning jätkuvalt suhteliselt kõrged (krooni) hoiuseintressimäärad² on soodustanud tähtajaliste hoiuste kasvu. 2009. aasta I kvartali lõpus oli majapidamiste hoiustest 61% hoiustatud tähtajalisena; tähtajaliste hoiuste aastakasv oli 47%. Nõudmiseni ja üleööhoiused on viimase aasta jooksul 15% vähenenud.

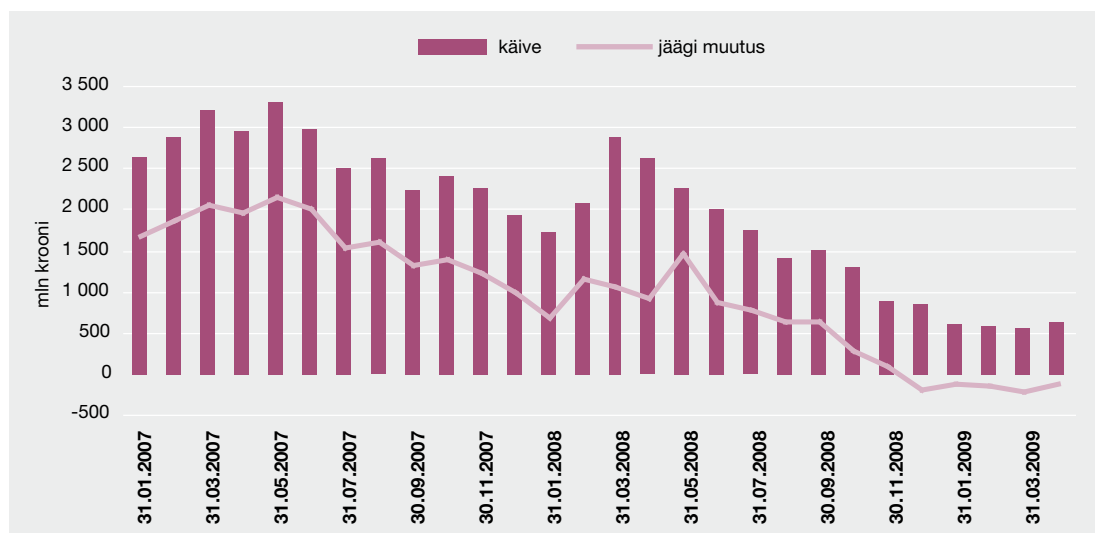
Majapidamiste võlg ja laenu tagasimakse võime

Majapidamistele väljastatud laenude ja liisin-

gute **aastakasv** aeglustus 2009. aasta märtsis 5,2%ni (aasta varem 26,8%). Võla kuine juurdekasv on aga alates 2008. aasta detsembrist olnud negatiivne. Võla mahu vähenemine ei ole samas kahandanud majapidamiste **võlakoormust**, kuna 2008. aasta ja ka järgnevatel aastatel SKP ning kasutatav tulu vähenevad võlast enam. 2009. aasta märtsi lõpus oli majapidamiste võlakoormus 51% SKPst ning 85% kasutatavast tulust.

Eluasemelaenu

Eluasemeturu tehinguaktiivsus on märkimisväärselt vaibunud. Majapidamistele väljastatud **eluasemelaenude** maht hakkas vähenema 2008. aasta detsembris ehk teisisõnu ületas majapidamiste poolt tagasimakstav eluasemelaenude maht uute väljastatud eluasemelaenude oma. Keskmiselt on eluasemelaenude portfelli vähenenud ligikaudu 175 miljoni krooni võrra kuus (vt joonis 18). Eluasemelaenude koondportfell ulatus 2009. aasta I kvartali lõpus 93 miljardi kroonini.



Joonis 18. Eluasemelaenude kuine käive ja jäägi muut

² Erasikute tähtajaliste kroonihoiuste keskmine intressimäär on viimase aasta jooksul kasvanud 0,8% võrra 5,4%le.

Eesti Panga kevadprognoosi põhistsenaariumi kohaselt on nii 2009. kui ka 2010. aasta jooksul tehingunõudlus kinnisvaraturul eelmise paari aastaga võrreldes oluliselt tagasihoidlikum. Vaatamata sellele, et kinnisvara taskukohasus on jõudnud buumieelsele tasemele, lükkavad majapidamised võimalusel kinnisvara ostmist veelgi suurema hinnalanguse ootuses edasi.

Majapidamiste eluasemelaenude **keskmine intressimäär** on 2008. aasta viimases kvartalis toimunud baasintressimäära languse tõttu vähenenud, ulatudes märtsis 4,2%le. Viimati oli eluasemelaenude intressimäär nii madal 2006. aasta juunis.

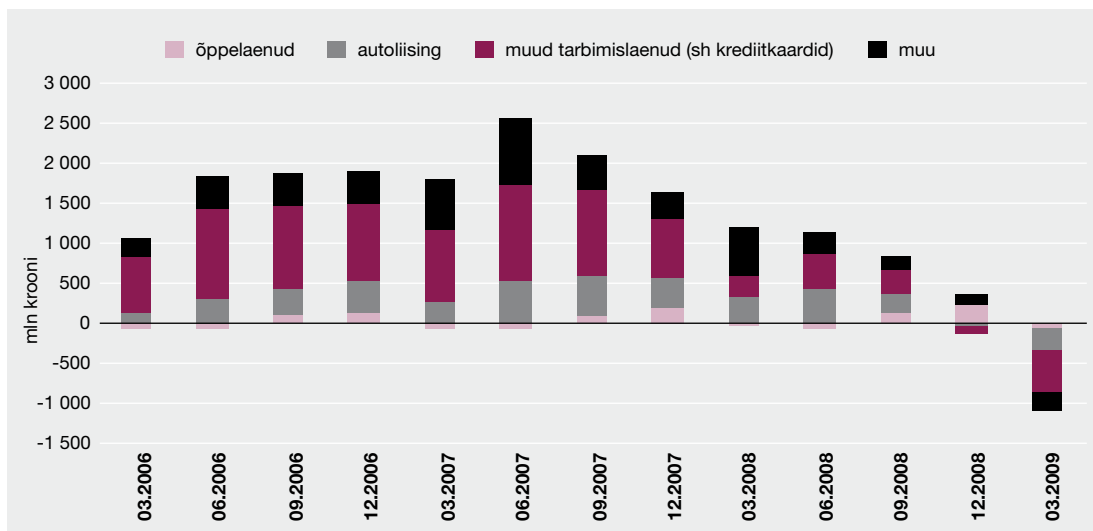
Tarbimislaenud

Arvestades majapidamiste kindlustunde vähenemist ja muutusi tööturul, kahanes oodatult eluaseme finantseerimisega otseselt mitteseotud laenude ja liisingute **aastakasv** 2008. aasta märtsi 37%lt 4%le käesoleva aasta märtsis (vt joonis 19). Viimase aasta jooksul lisandunud laenumaht moodustas 14% 2007. aasta jooksul lisandunud mahust. Tarbimislaenude kogumaht oli märtsi lõpus 28,5 miljardit krooni.

Majapidamiste tarbimislaenude võtmise aktiivsus vähenes oluliselt 2008. aasta oktoobris ja novembris, mil nii majapidamiste eluasemega mitteseotud laenude kui ka autoliisingute kuine juurdekasv muutus negatiivseks. Keskmiselt on laenu- ja liisinguportfell alates 2008. aasta novembrist vähenenud 200 miljoni krooni võrra kuus. Tarbimislaenude mahu arengut mõjutab suuresti ka varasemalt võetud laenude amortisatsioon, mis on tulenevalt laenude lühikesest tähtajast suur. Kuna majandusolukord on jätkuvalt ebakindel, väheneb tarbimislaenude maht Eesti Panga kevadprognoosi põhistsenaariumi kohaselt 2009. aastal 12% ning kasv on negatiivne ka 2010. aastal.

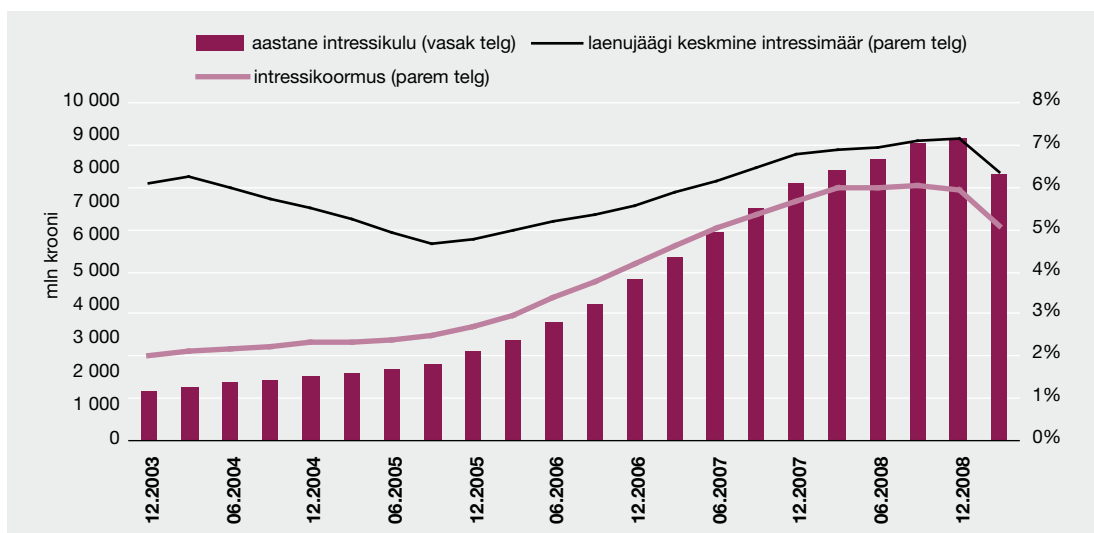
Laenumaksevõime ja riskid

Majapidamiste laenumaksevõimet mõjutavad oluliselt tingimused, millega laenuleping on sõlmitud. Langevate intressimäärade tingimustes on paremas positsioonis need majapidamised, kelle laenu intressimäära teatud aja tagant muudetakse. Eesti majandusolukorra ebakindlus välisinvestorite silmis soosib ka neid laenuvõtjaid, kes on laenu võtnud eurodes, mistõttu sõltub nende intressimäär TALIBORi asemel EURIBORist.³



Joonis 19. Eluasemega mitteseotud laenude ja liisingute kvartalikasv

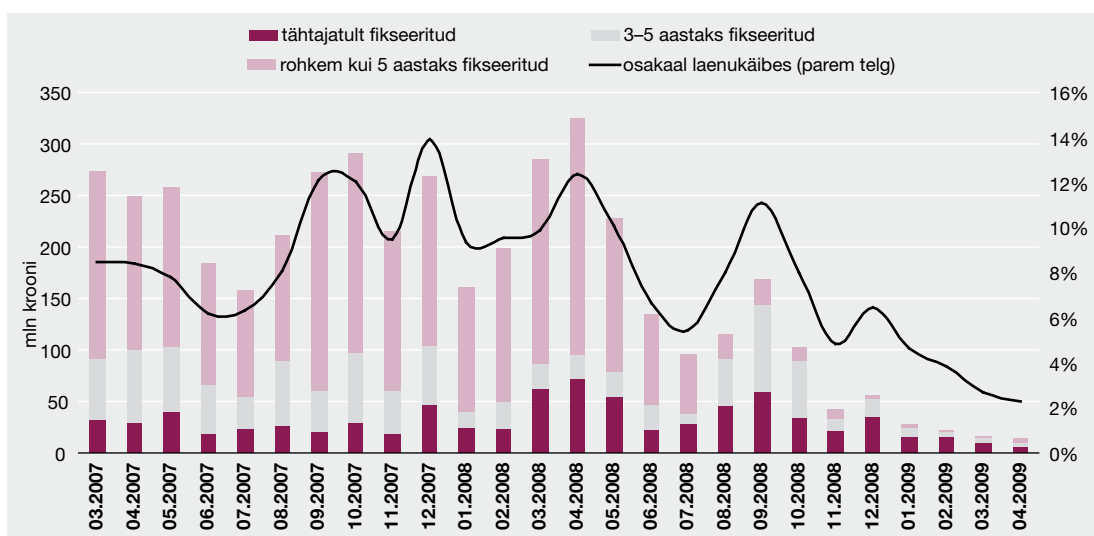
³ Eesti kroonides võetud eluasemelaenud moodustasid 2009. aasta märtsis kõikidest eluasemelaenudest 2,2%.



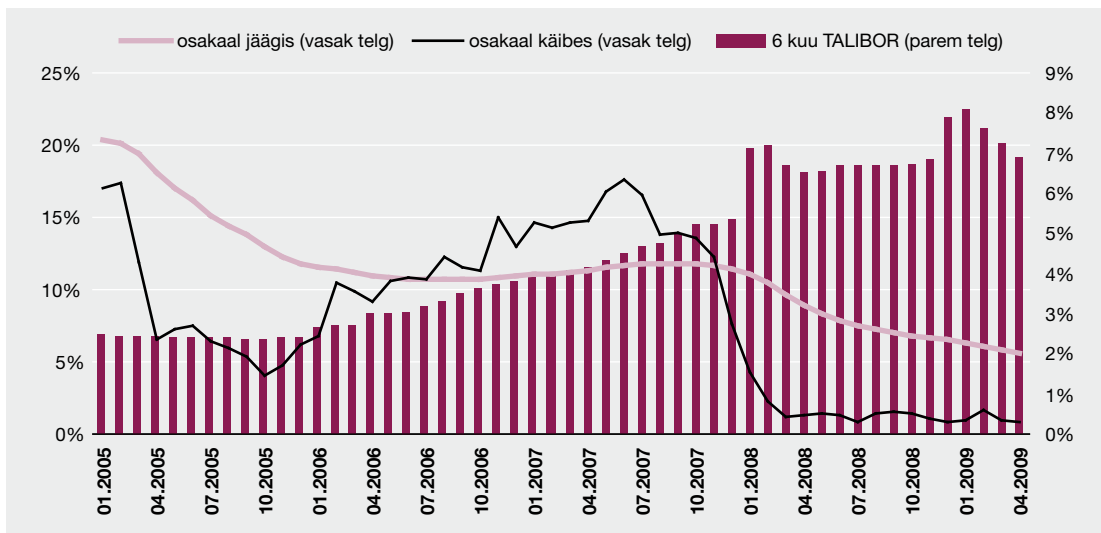
Joonis 20. Majapidamiste intressikoormus

Majapidamiste intressikoormus ehk intressikulu kasutatava tulu suhtes kasvas kuni 2008. aasta lõpuni, olles detsembri lõpus 5,9% majapidamiste kasutatavast tulust (vt joonis 20). 2009. aasta I kvartalis hakkas intressikoormus jõudsalt vähenema, jõudes märtsi lõpus 5,1%le. Intressikulu vähenemist mõjutas eelkõige baasintressimäär märkimisväärne langus alates 2008. aasta oktoobrist. Kuna enamik Eesti majapida-

miste laenulepinguid on ujuva intressimääraga ning eurodes, vähendavad majapidamiste järgnevatel perioodidel intressikoormust nii baasintressimäär (EURIBOR) madal tase kui ka laenu mahu negatiivne kasv (vt ka joonised 21-22). Samas väheneb majapidamiste kasutatav tulu, mis mõnevõrra tasakaalustab eespool toodud teguritest tulenevat võimalikku positiivset mõju intressikoormuse vähenemisele.



Joonis 21. Fikseeritud intressimääraga uued eluasemelaenud ja nende osakaal laenukäibes



Joonis 22. Kroonides võetud eluasemelaenude osakaal laenukäibes ja -jäägis

Kuna euroala madal intressitase kajastub Eesti majapidamiste laenuintressides kuuekuulise viitajaga, ei olnud 2009. aasta I kvartali lõpuks kogu intressilanguse positiivne mõju veel aval-

dunud. Arvestades võimalikke arengustenaariumeid, võib majapidamiste intressikulu väheneda järgmise poolaasta jooksul hinnanguliselt 3 miljardi krooni võrra.

CREDIT CRUNCH – MÕISTE, PÕHJUSED JA MÕJU

Maailmamajanduse languse taustal on oluliselt muutunud küsimus, kuidas mõjutab majanduslanguse kestust ja sügavust pankade laenutegevus. Varasemate majanduslanguste kogemus näitab, et eriti sügavate ja pikaajaliste majanduskriisidega on enamasti kaasnenud pangalaenu mahu märkimisväärne vähenemine.¹ Kuigi pangalaenu vähenemine peegeldab osaliselt majandusaktiivsuse langust, on mitu mõjukanalit, mille kaudu laenu mahu kasvu järsk aeglustumine või laenu mahu vähenemine võib majanduslangust võimendada. Pankade laenuandmise vähendamist ja laenu tingimuste karmistamist kirjeldatakse tihti ingliskeelse terminiga „credit crunch”. Järgnevalt selgitame selle mõiste sisu, tekkimise põhjuseid ja mõju majandusele.

Mis on credit crunch?

Termin *credit crunch* võeti esmakordselt kasutusele Ameerika Ühendriikides 1966. aasta suvel, kirjeldamaks laenu turu olukorda, mida iseloomustas uute laenude väljaandmise väga järsk vähendamine ja laenu tingimuste karmistamine.² Hiljem on seda terminit üsna laialivalguvalt kasutatud ärialases ja ajakirjanduslikus kõnepruugis, et kirjeldada erinevaid olukordi, mil laenu intressimäärad on tõusnud ning laenuvõtjatele seatud tingimusi on karmimaks muudetud.

Ka majandusteaduslikus diskussioonis ei ole nimetatud terminit üheselt mõistetud. Osa autoreid ja institutsioone on seda käsitlenud laiemalt, mõistes selle all laenu pakkumise vähendamist; osa jällegi on seda piiritletud kitsamalt, kirjeldamaks laenu (mitte-intressipõhist) normeerimist (inglise keeles *credit rationing*)³.

Laiemas tähenduses on terminit *credit crunch* selgitanud Bernanke ja Lown⁴, kes defineerivad seda kui pangalaenu pakkumist väljendava kõvera nihet vasakule konstantse reaalse intressimäära ja laenuvõtjate riskitaseme korral. Võrdlemisi sarnaselt määratleb seda terminit ka Rahvusvaheline Valuutafond⁵, kelle hinnangul on tegemist laenu mahu tavatult suure kasvu kahandamisega, mis on tingitud pankade laenu pakkumise vähendamisest. Cantor ja Wenninger⁶ defineerivad *credit crunch*'i sarnaselt eelnimetatutega ning rõhutavad, et üks pankade laenu pakkumise vähendamise alajuhte on laenu normeerimine, mille korral pangad lähtuvad oma laenuotsustes mitte intressimäärast, vaid teistest laenuandmise kriteeriumidest. Nendeks võivad olla näiteks tagatise kvaliteet ja omafinantseerimise tase.

Kitsamalt on *credit crunch*'i selgitanud Owens ja Schreft⁷, kes määratlevad seda kui laenu normeerimise järsku suurenemist. Olukorda, kus laenu pakkumine väheneb ja selle tulemusena suureneb üksnes intressimäär, kuid muud laenuandmise kriteeriumid ei muutu, nad selle mõiste alla ei klassifitseeri. Suhte-

¹ Claessens, S., M. A. Kose ja M. E. Terrones (2008). What Happens During Recessions, Crunches and Busts?, *IMF Working Paper*, 274.

² Selle ingliskeelse termini võtsid kasutusele investeerimisfirmas Salomon Brothers töötavad ökonomistid Sidney Homer ja Henry Kaufman, eristamaks 1966. aastal tekkinud pingeid laenu turul sellele eelnenud aastakümnel tekkinud probleemidest laenu turul, mis nende hinnangul ei olnud sedavõrd tõsised. Varem oli selliste olukordade kirjeldamiseks kasutatud ingliskeelseid väljendeid *credit squeeze* ja *credit pinch*. Ühe eestikeelse vastena on pakutud ka „krediidikiitsikus”.

³ Laenu mahu piiramise ehk laenu normeerimise erinevaid alajuhte on selgitanud Cantor ja Wenninger (vt allmärkus 6).

⁴ Bernanke, B. ja C. Lown (1991). The Credit Crunch, *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, Brookings Institution, lk 205–247.

⁵ Rahvusvaheline Valuutafond (2008). World Economic Outlook, aprill.

⁶ Cantor, R. ja J. Wenninger (1993). Perspective on the Credit Slowdown, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, kevad, lk 3–36.

⁷ Owens, R ja S. Schreft (1995). Identifying Credit Crunches, *Contemporary Economic Policy*, 13, aprill, lk 63–76.

liselt sarnaselt kirjeldab seda mõistet ka Euroopa Keskpank.⁸

Kokkuvõtlikult mõeldakse terminiga *credit crunch* kas pankade laenupakkumise vähendamist üldiselt või laenupakkumise vähenemise teatud erijuhtu – laenude mitteintressipõhist normeerimist. Lihtsuse huvides kasutatakse järgnevalt termini *credit crunch* eestikeelse vastena „laenupakkumise vähenemine”.

Credit crunch'i põhjused

Laenupakkumise järsk vähenemine võib olla tingitud erinevatest teguritest. Üks levinud põhjuseid on **pankade omakapitaliga seotud probleemid**, mis avalduvad eeskätt majanduslanguse perioodil. Majanduslanguse tingimustes on tavaline, et laenuklientide osakaal, kes ei suuda tasuda oma laene, suureneb; seeläbi võivad pangad teenida kahjumit, mis vähendab pankade omakapitali. Kuna pangad peavad täitma kapitali adekvaatsuse nõuet, siis on neil sellises olukorras kaks võimalust: kas piirata laenuandmist või suurendada omakapitali taset. Kuna majanduslanguse perioodil võib lisakapitali kaasamine olla piiratud, siis vähendavad pangad pigem laenupakkumist. Pankade laenupakkumise vähenemine on võimalik ka juhul, kui oodatavad laenukahjumid ei põhjusta otseseid probleeme kapitali adekvaatsuse määra täitmisel, kuid pangad soovivad hoida varasemast rohkem omakapitali.

Lisaks raskustele omakapitali kaasamisel võib laenupakkumise järsu vähendamise põhjuseks olla ka **raskused võõrkapitali kaasamisel hoiuste ja võlakirjade/laenude vormis**; selle esinemise tõenäosus on suurem majan-

duslanguse perioodil. Sellisel juhul on pangad sunnitud piirama väljastatavate laenude mahtu.

Laenupakkumise vähenemine võib tuleneda ka **valitsuse, keskpanga või finantsjärelevalveasutuse tegevusest**. Juhul, kui riiklikud institutsioonid seavad otseseid piiranguid laenumahu kasvule või soovivad pankadel tungivalt vähendada laenuandmist, on ootuspärane laenupakkumise vähenemine. Samuti pärsib ootamatu ja oluline pankade kohustusliku reservimäära taseme tõus pankade võimalusi anda uusi laene.

Pankade laenupakkumine sõltub **pankade hinnangust laenuvõtjate riskitasemele**. Mida suurem on võimalus, et tulevikus leiab aset tagatisvara väärtuse langus või klientide laenumaksevõime vähenemine, seda suurema tõenäosusega vähendavad pangad laenupakkumist.

Credit crunch'i mõju majandusele

Laenupakkumise vähenemine **pärsib eratarbimist ja investeerimist**, kuna sama riskitasemega kliendid peavad laenu saamiseks maksma kas kõrgemat intressi või täitma muid karmimaid tingimusi (nt omafinantseerimise, laenu tähtaja, tagatise kvaliteedi osas). Selle tulemuseks on varasemast väiksem eratarbimine ja investeerimine.

Laenupakkumise oluline vähenemine **alandab muudel võrdsetel tingimustel tagatisvara (peamiselt kinnisvara) väärtust**. Kuna laenu tingimused sõltuvad ka laenuklientide omafinantseerimise osast, siis tõstab tagatisvara väärtuse kahanemine laenuklientide riskitaset ja vähendab seeläbi laenupakkumist. Selle tulemusena vähenevad nende

⁸ Euroopa Keskpank (2003). A bank lending survey of the euro area, *Monthly Bulletin*, aprill.

laenuklentide investeringud ja eratarbimine. Lisaks pärsib vara (kinnisvara ja aktsiahindade) hinnalangus eratarbimist otseselt läbi jõukuse efekti.

Laenupakkumise vähenemine võib viia olukorran, kus ettevõtted, kes rahastasid oma tegevust lühiajaliste laenudega, ei saa neid laene enam pikendada, mistõttu võib neil tekkida probleeme laenude tasumisega. Selle tulemusena **suurenevad pankade laenukahjumid**, mis võib võimendada laenupakkumise vähenemist, sest laenukahjumid kahandavad pankade kapitali adekvaatsust. Võib tekkida nõiarang, kus laenupakkumise vähenemise suurendab laenukahjumeid, see omakorda vähendab laenupakkumist jne.

Credit crunch'i mõjukanalid

Laenupakkumise järsu kahanemise mõju majandusele sõltub muu hulgas sellest, kui suur on ettevõtete ja eraisikute suhteline laenukoormus ja kui oluline on pangasektori osakaal ettevõtete ja eraisikute rahastamisel. Samuti on laenupakkumise roll suur ka juhul, kui majandus on sattunud võla-deflatsiooni spiraali.

Laenupakkumise järsu vähenemise mõju on seda suurem, mida kõrgem on ettevõtete ja eraisikute laenukoormus. Nagu mainitud, mõjutab laenupakkumise vähenemine majandust 1) reaalse intressimäära tõusu, 2) laenude refinantseerimisvõimaluste languse, 3) (tagatis)vara väärtuse vähenemisest tingitud laenuitingimuste karmistumise ja 4) varahindade alanemisest tingitud eratarbimise vähenemise kaudu. Ettevõtete ja eraisikute laenukoormus on otseselt seotud kolme esimese põhjusega. Kuna suurema laenukoormuse puhul on ka intressikulu suurem, avaldab reaalse intressimäära tõus rohkem

mõju eratarbimisele ja investeringutele. Mida suurem on ettevõtete suhteline laenukoormus, seda väiksem on omakapitali osa ja suurem (tagatis)vara väärtuse languse mõju omakapitali tasemele; madalam omakapitali suhe laenudesse toob aga tavaliselt kaasa uute laenude intressimäära tõusu. Laenude refinantseerimisvõimaluste vähenemise mõju ettevõtte majandustegevusele on muudel võrdsetel tingimustel seda suurem, mida kõrgem on ettevõtte suhteline võlakoormus.

Pangalaenude pakkumise vähenemine sõltub oluliselt sellest, milline on pankade osakaal ettevõtete ja eraisikute rahastamisel. Mida suurem on pankade roll, seda suurem on ka laenupakkumise vähenemise mõju. Tavaliselt tuuakse esile väiksed ja keskmise suurusega ettevõtted, kelle jaoks on pangalaenud sageli ainuke võõrkapitali kaasamise võimalus ja kes seetõttu kannatavad kõige rohkem pangalaenude pakkumise vähenemise tõttu.

Üheks erijuhuks, kus laenupakkumise järsk vähenemine võib avaldada tavapärasest suuremat mõju, on olukord, kus majandus on sattunud võla-deflatsiooni spiraali. See leiab aset juhul, kui hindade langus suurendab võlgade reaalselt väärtust ning eraisikud ja ettevõtted, kellel on laenud, püüavad neid võlgu tasuda, müües neile kuuluvat vara. Suuremahuline varade müüki paiskamine võib kaasa tuua nende varade hinna languse ning veelgi süvendada üldist kaupade/teenuste hinna langust. Juhul, kui üldine hinnalangus on suurem kui võlgade nominaalmahu vähenemine, tingib võlgnike soov vähendada oma laenukoormust hoopiski võlgade reaolväärtuse suurenemise. Sellisest spiraalist väljasaamine on oluliselt lihtsam, kui võlgadeta või suhteliselt madala võlakoormusega investoritel on võimalus võtta pankadelt laenu, et osta müüki paisatud madala hinnaga vara.