

VI MAJANDUSPROGNOOS AASTATEKS 2007–2009¹

KOKKUVÕTE

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

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

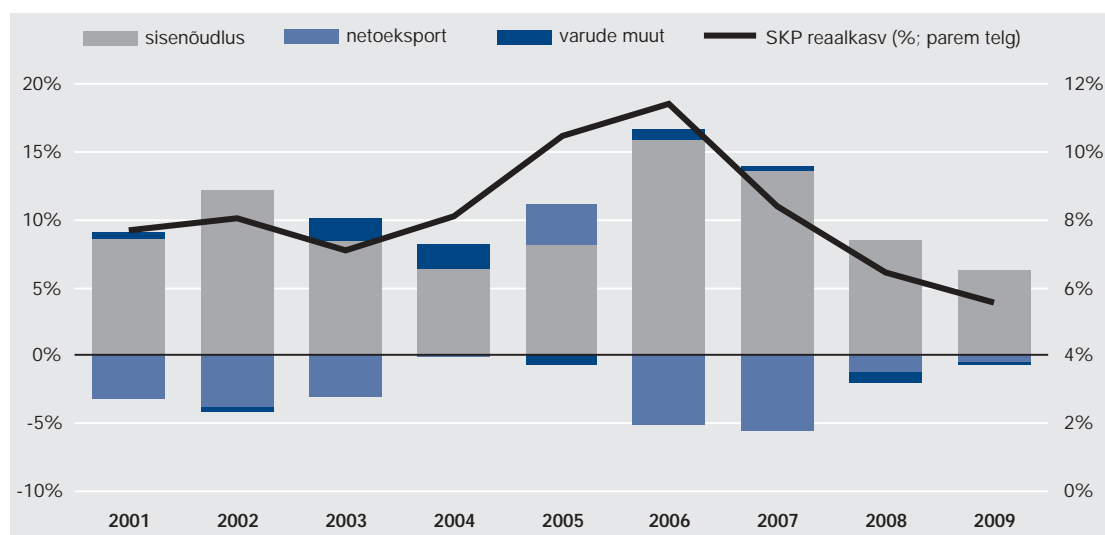
Kuigi inflatsiooniootused on Eestit ümbritsevas majandusruumis üsna vaoshoitud, on oodata intressimäära edasist tõusu. Eesti äriksikli stabiliseerimiseks sellest ei piisa, kuna mõju reaalintrissimäära-dele jääb väikeseks.

PROGNOOSI PÕHISTSENAARIUM

Majanduskasv

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

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



Joonis 1. Majanduskasvu komponentide panus

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

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

Sisenõudlus

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

Investeeringud

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

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

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

Eratarbimine

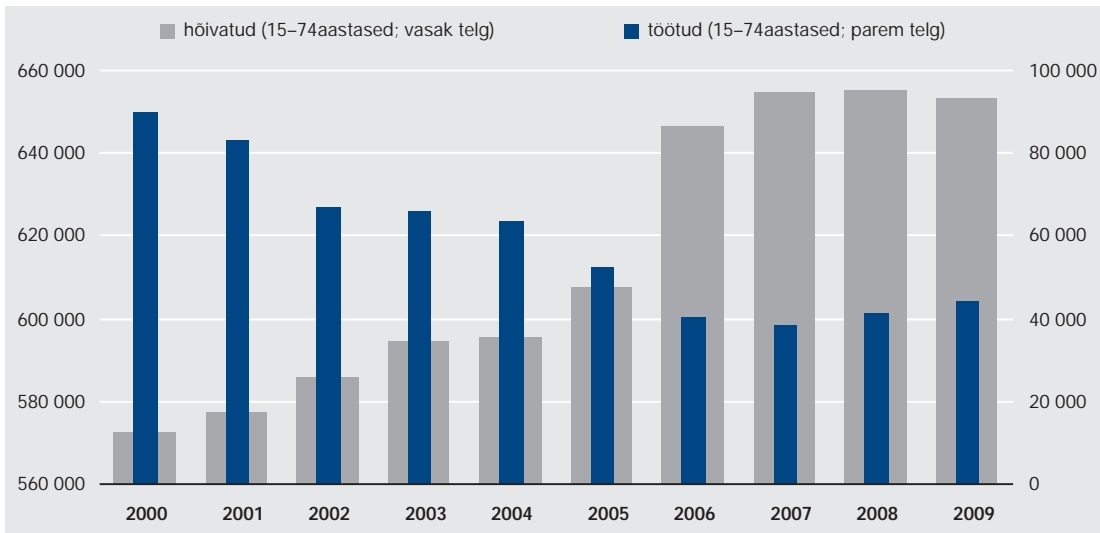
Majapidamiste kasutatava tulu kasv pole veel aeg-lustunud, pigem vastupidi. Seepärast kujuneb era-tarbimise kasv käesoleval aastal ligikaudu sama jõuliseks kui eelneval aastal, eelkõige palgakasvu kiirenemise tõttu. Teisalt tugevdab tarbimist suure-nenud kindlustunne nende elanike hulgas, kes si-senesid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

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

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

Tööturg

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



Joonis 2. Tööturg

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

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

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

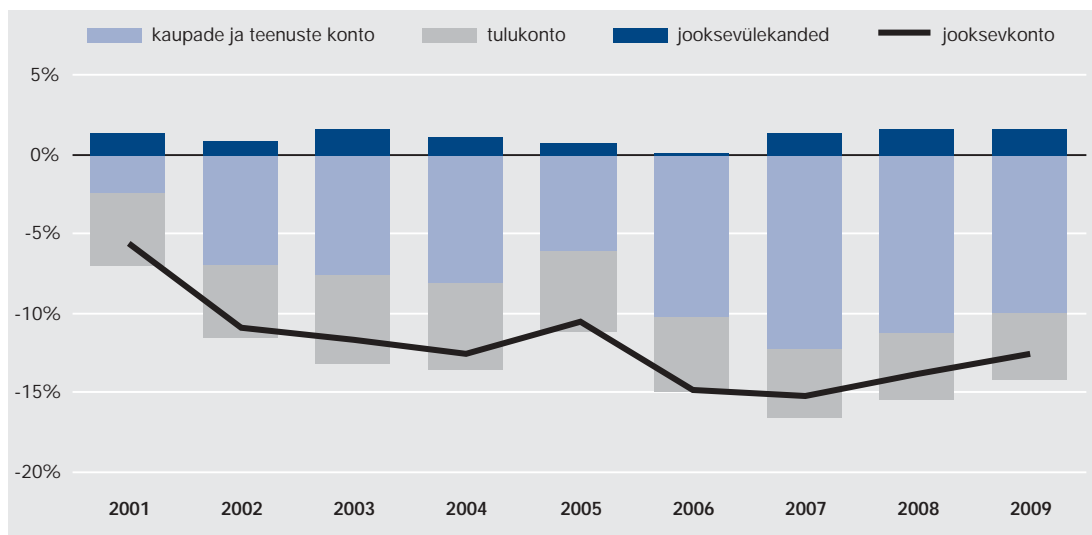
noosi esimesel poolel. Seetõttu suureneb lõhe palga ja tootlikkuse kasvu vahel, mis paneb proovile eelkõige väliskonkurentsile avatud ettevõtted.

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

Välistasakaal

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

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



Joonis 3. Jooksevkonto struktuur (% SKPst)

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

Välisvõlg

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

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

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

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

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

Inflatsioon

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

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

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

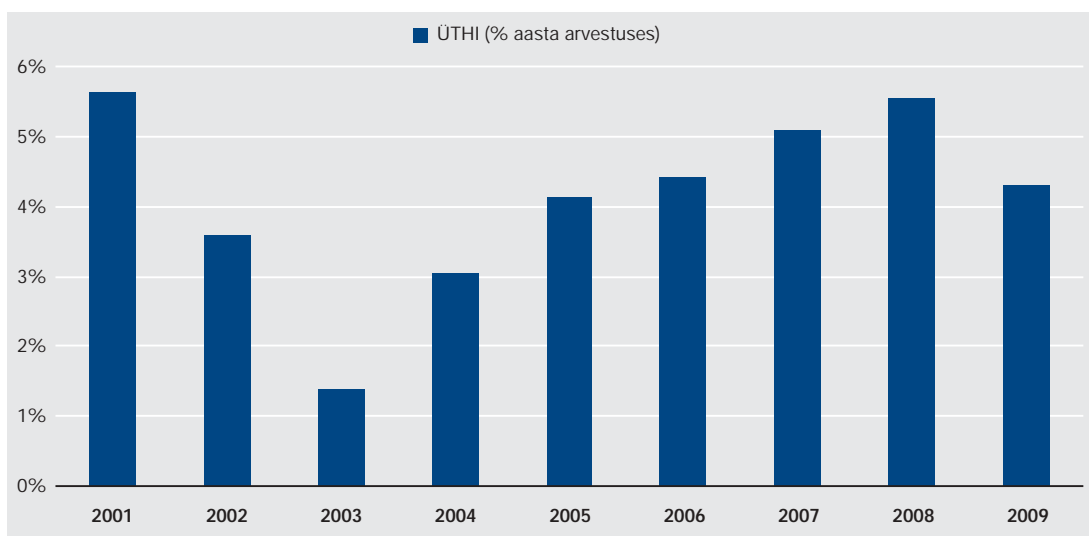
Võrreldes sūgisprognoosis toodud stsenaariumiga hindame inflatsioonitaset küll kõrgemana, ent inflatsiooni dünaamikas pole oodata väga suuri erinevusi. Inflatsioonikasv aeglustub eeldatavalt kuni selle aasta juunini. See tuleneb sellest, et mootorikütu-

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

Toiduained, tubakas ja alkohol

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

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



Joonis 4. Hindade areng

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

Mootorikütus

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

Kodumajapidamiste kasutatav energia

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

Alusinflatsioon

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

Pangandussektor

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

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

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

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

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

Ettevõtete laenud

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

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

Kodumajapidamiste laenu

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

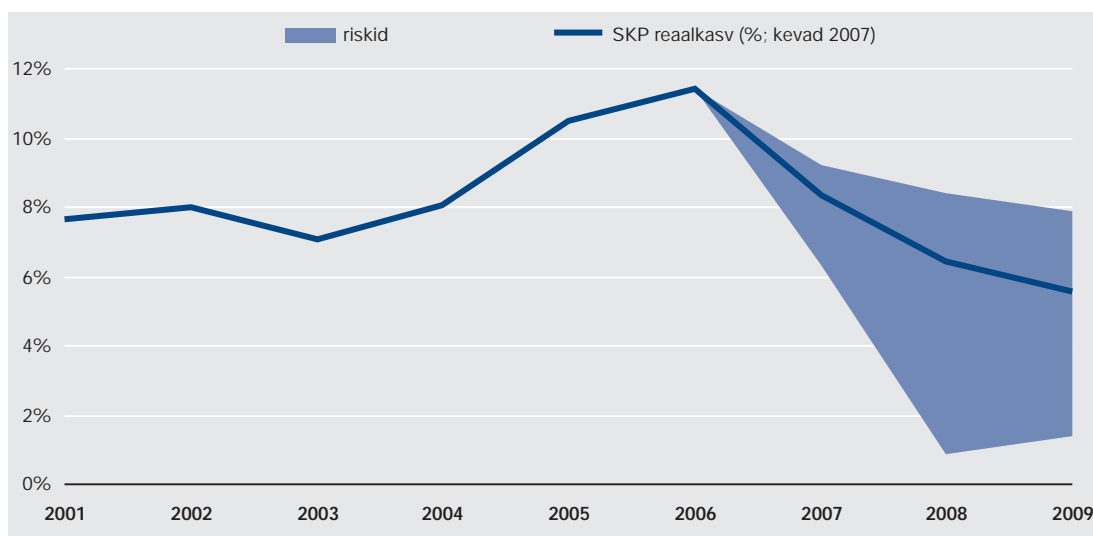
Tarbimislauade arengut suunab ennekõike optimism, mis tarbijabaromeetri kindlustunde indikaatori põhjal on enneolematult kõrge. Laenumahu

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

PROGNOOSI RISKISTSENAARIUMID

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

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



Joonis 5. Majanduskasvu prognoos ja riskid

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

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

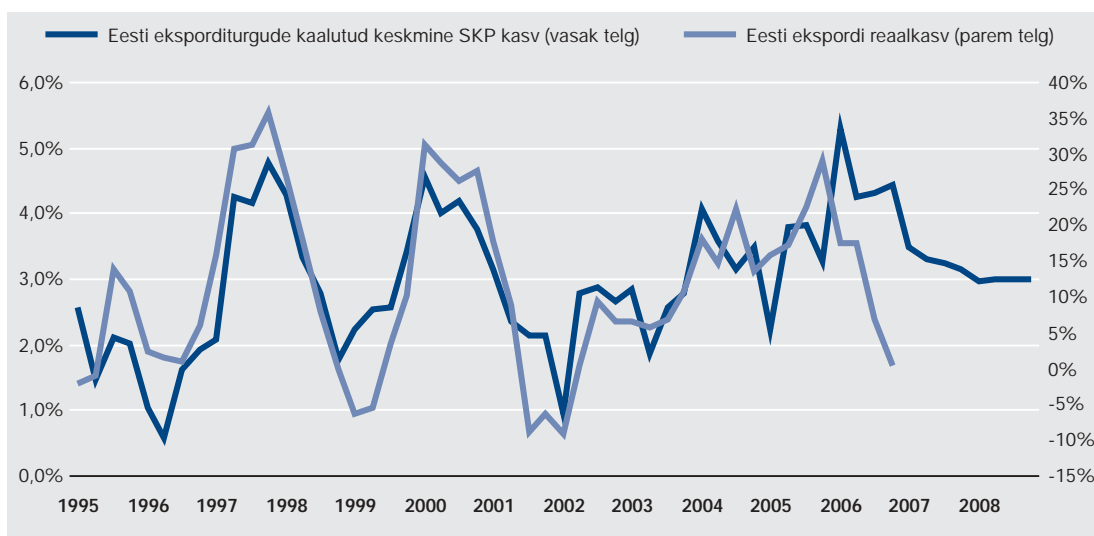
1. Üks põhiküsimus on, mismoodi toimub kohandumine tööturul. Palgakasvu edasine kiirenemine, eriti siis, kui see saavutatakse hindade tõstmise, mitte tootlikkuse kasvu abil, soodustab sisenõudluse kasvu veelgi ja lükkab kohandumist edasi.
2. Sügisprognoosis ootasime konkurentsivõime alanemist tootmisressursside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

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

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

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

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



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

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

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

Riskistsenaarium II: „mull“ paisub

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

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

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

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

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

JÄRELDUSED

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

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

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

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

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

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

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