

Eesti Pank  
Bank of Estonia

# Rahapoliitika ja Majandus

Hetkeseis ja ettevaade

**2/2010**

Rahapoliitika ja Majandus on Eesti Panga ülevaade Eesti majanduse hetkeseisust ja väljavaadetest. See ilmub kaks korda aastas, kevadel ja sügisel, ning sisaldab nii majandusanalüüsi kui ka kesk-panga prognoosi järgnevatiks aastateks.

Rahapoliitika ja Majanduse numbreid saab lugeda Eesti suuremates avalikes raamatukogudes ja Eesti Panga veebilehel <http://www.eestipank.ee>. See on saadaval ka Eesti Panga muuseumis (Estonia pst 11, avatud kolmapäevast reedeni kella 12–17, laupäeval kella 11–16).

Tellimisinfo telefonil 668 0998, tellimused faksil 668 0954 või e-posti aadressil [trykis@eestipank.ee](mailto:trykis@eestipank.ee).

ISSN 1736-7859  
Toimetaja Kadri Põdra  
Kaanekujundus ja makett Vincent OÜ  
Küljendus ja kaas Urmas Raidma  
Trükikoda Folger Art

# SISUKORD

## MAJANDUSPROGNOOS AASTATEKS 2010–2012

KOKKUVÕTE.....	4
VÄLISKESKKOND .....	6
PROGNOOSI PÕHISTSENAARIUM.....	8
Majandusaktiivsus .....	8
<i>Taustinfo. Eesti potentsiaalne SKP ja selle kasv .....</i>	11
Sisenõudlus .....	14
Eratarbimine .....	14
Investeeringud .....	15
Varud.....	16
Välistasakaal ja konkurentsivõime .....	16
Tööturg.....	18
Hõive ja tootlikkus.....	18
Tööpuudus .....	18
Palgad ja tööjõukulud.....	19
Hinnad .....	20
Administratiivsed hinnad .....	21
Toiduained .....	21
Energia .....	21
Tööstuskaubad .....	21
Teenused.....	22
Valitsussektor.....	22
Valitsussektori kulud.....	22
Valitsussektori tulud .....	22
Eelarve tasakaal ja võlg .....	22
<i>Taustinfo. Võlakoormuse mõju keskmise perspektiivi majanduskasvule .....</i>	23
Pangandussektor ja majanduse rahastamine .....	25
Laenupakkumine .....	25
Laenuõudlus.....	26
PÕHIPROGNOOSI OHUD.....	27

# MAJANDUSPROGNOOS AASTATEKS 2010–2012

*Eesti Panga prognoos valmib rahapoliitika, finantsvahenduse ning rahvusvaheliste ja avalike suhete osakonna ekspertide koostöös. Prognoosi koostamisel on kasutatud Eesti Panga majandusuuringute osakonnas välja töötatud ja korrapäraselt uuendatavat Eesti majanduse makromudelit.*

*Käesolev prognoos kasutab sisendina informatsiooni, mis on kättesaadav seisuga 17. september 2010. Prognoos avaldatakse samal kujul ka Eesti Panga publikatsioonis Rahapoliitika ja Majandus nr 2/2010.*

## KOKKUVÕTE

Eesti majandus on langusest üle saanud eksporditulude kasvu toel. Meie peamiste väliskaubanduspartnerite majanduskasv oli 2010. aasta esimesel poolel oodatust kiirem, mis aitas kaasa Eesti majanduse tõusule. Praegune väliskaubanduse kasvuhoo on aga ajutine, sest pärast kriisijärgset elavnemist maailmamajanduse kasvu tempo aeglustub. Lähiajal on põhitähelepanu sellel, kui palju kasv aeglustub, kui lühemaajaliste ja teiste kasvu ajutiselt toetanud meetmete mõju jõuab lõpule. Kriisi järelmõju pärsib tugevasti paljude riikide kasvuväljavaadet, sest maailma majanduskasv sõltub olulisel määral arenenud riikide võimekusest valitsussektori eelarve ja võlatase kontrolli alla saada. Väliskeskonna inflatsioon on aastatel 2010–2012 vaoshoitud, kuigi erinevad toormed on kallinenud ja turuootused ei toeta toormehindade alanemist.

Eestis on suudetud tootlikkust suurel määral tõsta. Langusjärgne kohandumine löi aluse tootlikkuse tõusul põhinevale majanduskasvule ning 2012. aastal ulatub toodang töötaja kohta tõenäoliselt kõigi aegade kõrgeimale tasemele. Sellegipoolest jääb majanduse maht püsivalt kriisieelsest tasemest allapoole isegi veel aastal 2012, sest hõivatute arvu kiiret vähenemist ei suuda tootlikkuse kasv täies ulatuses korvata. Mõnel tegevusalal pole majandusaktiivsus

languse madalseisuga võrreldes kuigivõrd paranenud. Majanduskasvule vaatamata leidub endiselt ridamisi ebakindluse ilminguid. Nii näiteks on tööpuudus väga suur, investeerimistegevus pole taastunud ning laenuaktiivsus pole samuti veel hoogustunud. Ka välisinvestorite huvi Eesti vastu on maksebilansi andmetel jäänud seni tagasihoidlikuks, kuigi riigireiting on paranenud. Samas on ettevõtjate ja majapidamiste kindlustunne märgatavalt kasvanud, kuid ka nende alalhoidlikkus on kriisikogemuse tõttu tõenäoliselt suurenenud. See aga pärsib paranenud ootuste täielikku ülekandumist reaalmajanduse näitajatesse. Majanduse aastakasv lähikvartalites veel kiireneb, kuid hakkab seejärel aeglustuma. Tootlikkuse tõstmine ammendub kasvuallikana peagi ning edaspidi toetub kasv enam investeerimistele ja uutele töökohtadele.

Tootlikkuse tõusul põhinev majanduskasv võimaldab hinnatõusurvet ohjeldada, kui tööjõukulude kasv toodanguühiku kohta jääb madalaks. See asjaolu koos märkimisväärse hulga kasutuseta seisvate tootmisvahendite ning suure tööpuudusega aitab hoida inflatsiooni Eestis madala. Kodumaise hinnatõusurve ilmumine võib olla märk nõrgast konkurentsist või hoopis osade ettevõtete ebapiisavast kohandumisest pärast langust. Kui jätta välja toormete kallinemine, siis väliskeskonnast hinnatõusu ohtu oodata ei ole. Käesolev prognoos võtab toidutoorme kallinemist juba osaliselt arvesse, mille tõttu järgnevatel kuudel hinnatõus aasta arvestuses kiireneb. Samuti hoiavad lähiajal inflatsiooni kõrge eelarveseisu parandamiseks tehtud maksumuudatused, mille mõju taandub 2011. aasta alguses. Sügisprognoosis on veel eeldatud tubaka aktsiisimaksu tõusu, kuid selle panus hinnataseme kasvu on siiski võrdlemisi väike.

Eesti tööjõuturg on alates 2009. aasta lõpust tasapisi elavnenu. Sellele vaatamata polnud uute töökohtade loomine 2010. aasta esimesel poolel veel nii kiire, et töötus oleks märgata-

valt vähenenud. Aasta teisel poolel väheneb tööpuudus märksa enam, ent pikaajaline töötus kasvab sellegipoolest ka 2011. aastal. Tööpuudus jääb Eestis lähiaastatel tõsiseks probleemiks, sest majanduses ei suudeta ka kiirema kasvu korral piisavalt palju töökohti luua. Töötajate oskuste ja tööandjate vajaduste vahel valitseb mittevastavuse probleem ja töötajate heitumise oht on samuti olemas. Palgalangus on praeguseks enamikul tegevusaladel lõppenud ning töötasud tõusevad töötundide arvu suurenemise ning osalise töötaja vähema kasutamise tõttu. Usutavasti hakkavad palgatõusu juba selle aasta lõpus panustama ka tulemustasud. Sügisprognoosi kohaselt jääb tunnipalga kasv aastatel 2010–2012 tagasihoidlikuks.

Palga- ja hinnataseme langus on Eestis osutunud lühemaajaliseks ja väiksemaks, kui sisemajanduse koguprodukti suurt kahanemist arvesse võttes võinuks oodata, jäädes alla ka kevadel prognoositule. Senine palga- ja hinnalangus on majanduse stabiliseerumisele küll kaasa aidanud, kuid ei tõenda esialgu veel seda, kuivõrd kohandumine toetab pikemaajalise majanduskasvu jaoks vajalikke uusi investeeringuid ja töökohtade loomist. Töötute brutopalgasoovid on väiksemad kui kiire kasvu aastatel, kuid kui need alaneksid veelgi, selgineks tööturg ja väheneks tööpuudus tõenäoliselt rutem.

Riigieelarve tasakaalu parandamine 2009. aastal oli hädavajalik, sest see aitas taastada usaldust Eesti majanduse vastu. Selleks, et saavutada taas eelarve ülejääk, tuleks majanduskasvust laekuvate täiendavate maksutulude abil vähendada puudujääki, mitte suurendada kulusid. Kui välismajanduse kasv aeglustub eeldatust kiiremini, peab Eesti ilmselt kulusid veelgi kärpima. Kuigi Eesti sisemajanduse koguprodukti maksurikkus väheneb, võib osutada vajalikuks toetada majanduse kasvuvõimekust maksukoormuse alandamise teel.

Eestis tegutsevad pangad on jätkuvalt alahoidlikud ega kipu veel kuigi aktiivselt uusi laene väljastama. Selleks, et laenamisaktiivsus kasvaks, peaksid Eesti majandusolukord ja sellega seotud riskihinnangud veelgi paranema ning mõningal määral ka tagatisvaradega seotud riskid vähenema. Seda toetab kindlasti ekspordi ja ettevõtete rahavoogude edasine kasv. Realsektori laenuintresside riskipreemia on püsinud 2009. aasta alguse taseme lähedal. Arvestades praegust madalat laenuõudlust, pole pankadel ajendit omavahel konkurentsi suurendada. Laenude kättesaadavus ja tingimused võivad leeveneda siis, kui üldine majandusolukord paraneb.

Seekordne prognoos sisaldab ka kaht taustinfot. Esimene neist tutvustab potentsiaalse sisemajanduse koguprodukti senisest üksikasjalikumalt arvestust. Selle taustinfo kohaselt jääb Eesti majanduse kasvuvõimekus lähiaastatel senisest madalamaks. Teine taustinfo tugineb pangas valminud suure võlakoormuse mõju uurimusele, mille põhijäreldus on, et võlakoormuse tase ja kasv enne majanduslangust ei avalda Eesti keskmise perspektiivi majanduskasvule määravat mõju.

## VÄLISKESKKOND

Maailmamajanduse ja Eesti peamiste väliskaubanduspartnerite majanduskasv on käesoleva aasta esimesel poolel olnud oodatust hoogsam ning see on aidanud ka Eesti majandusel kiiremini kasvada. Sealjuures on kasvuerinevused piirkonniti suured. Kõige kiiremini kosuvad Aasia riigid, kuid paljudes arenenud maades, sealhulgas osades Euroopa riikides, pärsib kriisi järelmõju endiselt nii kasvu kui ka selle väljavaadet.

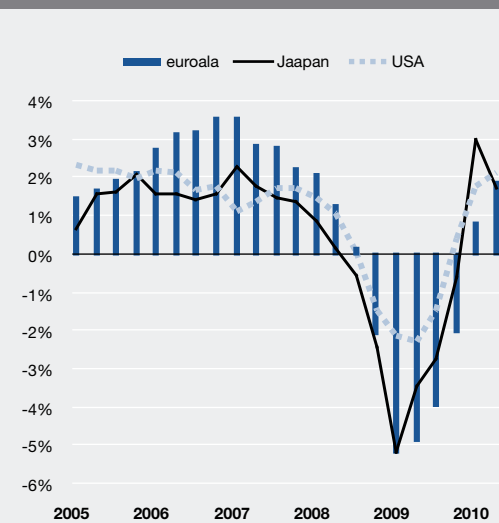
Praegu näitavad mitmed märgid, et maailmamajanduse kasvutempo on pärast kriisijärgset ja prognoositud elavnemisperioodi aeglustumas. Lähiajal on põhitähelepanu sellel, kui palju kasv aeglustub, kui lühemaajaliste toetusmeetmete ja teiste kasvu ajutiselt soodustanud tegurite mõju lõpule jõuab. Kaugemas ettevaates sõltub maailma majanduskasv olulisel määral arenenud riikide võimekusest valitsussektori eelarve ja võlatase kontrolli alla saada. Pikemas perspektiivis loob võlakooormuse vähendamine usaldusväarsuse kasvu ja intressikulude alanemise kaudu soodsamad kasvutingimused. Lühemas perspektiivis aga võib kriisimeetmetest tagant tõugatud majanduskasv aeglustuda. Alates kevadest on riiklike võlakirjade turul lisapingeid tekitanud Kreeka eelarveprobleemidest alguse saanud usaldamatus mitme euroala riigi suhtes. Nende riikide riigivõla rahastamise kulukuse määr on märgatavalt kasvanud, mistõttu usaldamatus on levinud edasi ka finantsturgudele laiemalt. See tõi suvel muu hulgas kaasa euro ajutise nõrgenemise. Maailmas tervikuna ei ole viimaste kuude areng seni siiski jätnud olulist jälge ei reaalmajanduse ega ka kindlustunde näitajatesse.

Suurtest majanduspiirkondadest on kasv seni kõige aeglasem olnud euroalal, kus eelarvepoliitika karmistamine võib kasvunäitajad mõneti madalamal tasemel hoida ka järgnevatel aastatel. Samas elavnes majandus 2010. aasta

teises kvartalis, kui USA ja Jaapani majanduse kasvutempo juba aeglustus, oodatust kiiremini just euroalal (vt joonis 1). Eesti peamiste kaubanduspartnerite Rootsi ja Soome eksport ja tööstustoodang tunduvad nüüdseks olema kindlamal kasvuteel. Paraku ei ole lähiaastatel oodata Soome majanduse kasvutempo taastumist kriisielsete aastate tasemele. Venemaa majandus on seni riiklike abimeetmete ja toormehindade kasvu toel jõudsalt taastunud ning toormeeksport pakub naaberriigile piisavat tuge ka lähiaastatel. Kasvutempo säilitamiseks vajaks aga Venemaa tööstus investeringuid, mille eelduseks on riigi võime meelitada ligi väliskapitali. Läti ja Leedu majandus on samuti ekspordi toel kriisist üle saamas. Samas piiravad suure eelarvepuudujäägi likvideerimiseks vajalikud meetmed ning kõrge tööpuudus sisenõudluse kasvu Lätis ja Leedus veel mitme aasta vältel.

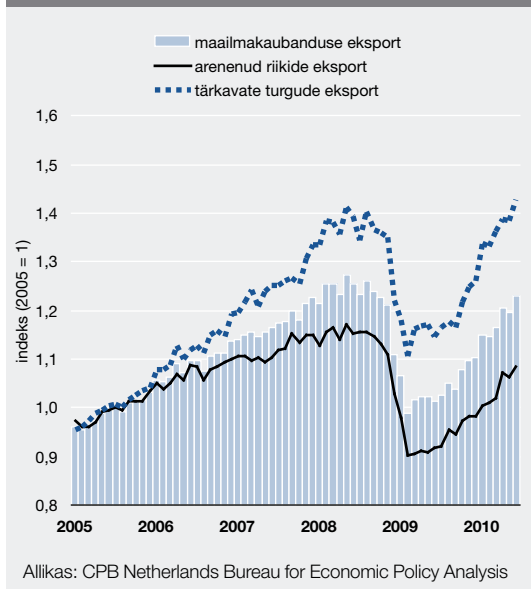
Maailmakaubanduse maht on võrreldes aastata-guse madalseisuga tublisti kosunud ning käesoleva aasta suveks oli märkimisväärne osa langu-

Joonis 1. Majanduskasv aasta arvestuses arenenud riikides



Allikas: Reuters, Ecowin

Joonis 2. Maailmakaubandus



Allikas: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

sest juba tasa tehtud. Kui 2009. aastal vähenes maailmakaubandus 2008. aasta suhtes ligikaudu 14%, siis 2010. aasta esimesel poolel kasvas kaubandus aastataguse suhtes 18%<sup>1</sup> (vt joonis 2). Väliskaubanduse oodatust kiiremast elavemisest on kasu saanud kõik eksportivad riigid, kuid enim need, kus ekspordis on ülekaalus tarbekaubad või toorained. Nõudlus kapitalikaupade järele on endiselt nõrk. Märkimisväärne roll maailmamajanduse kasvus on olnud laovarude taastamisel, kuid edaspidi on selle kasvuallika mõju märksa tagasihoidlikum.

Välisnõudluse maht on peale 2009. aasta sügavat langust käesoleval aastal taas tõusuteel, kui Eesti eksporditurud<sup>2</sup> kasvavad keskmiselt 6,6%. Lähiaastatel jääb Eesti peamiste väliskaubanduspartnerite majanduskasv kriisielsete aastate keskmisest madalamaks. 2011. aastal kasvavad eksporditurud 6,3% ja 2012. aastal 6,6%. Väliskaubanduse seisukohalt

<sup>1</sup> Andmed 2010. juuni seisuga.

<sup>2</sup> Eesti väljaveo peamised sihtriigid on lisaks euroala riikidele lähinaabrid Rootsi, Läti, Leedu ja Venemaa.

Eesti jaoks tähtsad vahetuskursid prognoosiperioodil eelduste kohaselt ei muutu (vt tabel 1).

Kuna Eesti on rahvusvahelistel turgudel hinnavõtja, siis peegeldab laenukapitali hinda meie jaoks EURIBOR. Prognoos kasutab sisendina 3-kuulist EURIBORi, mille eeldus järgnevatel aastatel on tuletatud tulevikutehingute põhjal. EURIBOR on tulevikutehingute kohaselt kergel tõusutrendil ning jääb 2011. aastal 1,1% tasemele. Aastal 2012 on oodata tõusu jätkumist ning EURIBORi jõudmist 1,4% tasemele.

Majandusaktiivsuse suurenedes tõusid esimesel poolaastal maailmaturul kõikide peamiste toorainete hinnad. Nõudluse kasv mõjutas enim toiduaine ja metallide hindu. Mitme toiduaine praegune maailmaturu hinnatase on võrreldav hindadega 2008. aastal. Täiendav riskitegur on halvad ilmastikuolud Ida-Euroopas, mis vähendasid teraviljasaaki eelkõige Venemaal, Ukrainas ja Kasahstanis. See on põhjustanud hinnatõusurvet, kuigi teravilja tootmismahd on 2010. aastal maailmas tervikuna rekordilähedane ja suurem kui eelmisel viiel aastal keskmiselt.<sup>3</sup>

Nafta kallinemine maailmaturul algas 2008. aasta lõpus 42 USA dollari tasemelt barreli eest ja stabiliseerus pärast 2009. aasta oktoobrit 70–80 dollari vahemikus. Eurodes arvestatuna jätkus nafta kallinemine kogu 2010. aasta esimesel poolel, sest euro nõrgenes ligi 16%. Kuna tooret kasutatakse ka investeerimise alusvarana, võib toormehindade heitlikkuse taga olla ka finants- ja valuutaturgudel toimuv. Turuoote kohaselt püsivad peamiste toormete hinnad prognoosiperioodil kõrged, olles kõige enam mõjutatud üleilmsest majanduskasvust. Hoolimata toormete kallinemisest on inflatsioonisurve arenenud riikides praegu nõrk, sest palju tootmisressursse on kasutamata ja tööpuudus püsib suur. Osades arenevates riikides seevastu inflatsioon kiireneb tootmisvõimsuse piiratuse tõttu. Eesti peamiste

<sup>3</sup> Allikas: FAO/GIEWS Global Watch ([http://www.fao.org/giews/english/shortnews/GlobalSD\\_update\\_01092010.pdf](http://www.fao.org/giews/english/shortnews/GlobalSD_update_01092010.pdf), 1.9.2010).

**Tabel 1. Prognoosi välismajandusest tingitud eeldused**

	2008	2009	2010	2011	2012
Välisõudluse kasv* (%)	3,7	-18,5	6,6	6,3	6,6
Väliskaubanduspartnerite inflatsioon (%)	6,8	3,0	1,9	2,1	2,2
Nafta hind (USD/barrel)	97,7	61,9	78,8	84,0	86,8
Intressimäär (3 kuu EURIBOR, %)	4,6	1,2	0,8	1,1	1,4
USD/EEK vahetuskurss	10,7	11,3	11,9	12,0	12,0

\* Sisaldab peale euroala riikide ka teisi Eesti peamisi väliskaubanduspartnereid (sh Rootsi, Läti, Leedu).

kaubanduspartnerite kaalutud inflatsioon alaneb käesoleval aastal 1,9%ni. Eesti suhteline hinnatase (reaalne efektiivne vahetuskurss ehk REER) langes 2010. aasta esimesel poolel aasta arvestuses 3,7%. REERi praegune tase on võrreldav 2008. aasta alguse omaga, mis viitab ettevõtete konkurentsivõime paranemisele. Nominaalne efektiivne vahetuskurss (NEER) tõusis 2009. aastal 4%, sest osade kaubanduspartnerite valuutad odavnesid.

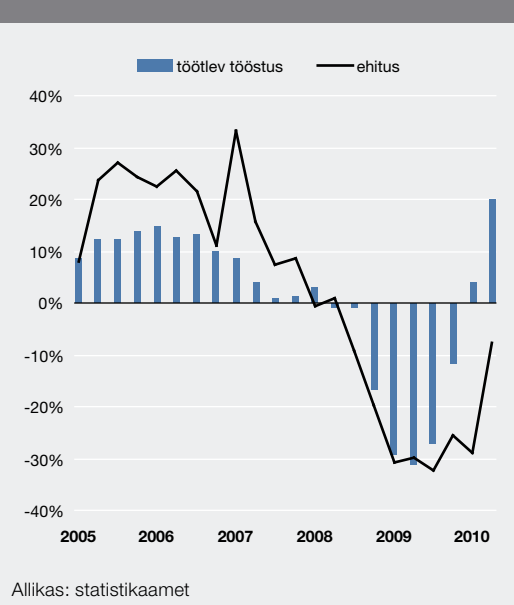
## PROGNOOSI PÕHISTENAARIUM

### Majandusaktiivsus

Eesti majandus on saanud langusest üle eksporditulu kasvu toel. Esimese poolaasta arvestuses osutus majanduskasv kevadel prognoositud mõneti kiiremaks. 2010. aasta teises kvartalis ulatus majanduskasv aastatagusega võrreldes 3,1%ni. Esimese kvartaliga võrreldes kasvas majandus koguni 1,9%, mis on võrreldav kiire kasvu aastate tempoga. Siiski peab arvestama, et tempot on tõstnud lühiajalised tegurid, mis on tulenenud tootmistegevuse taaskäivitamisest ja tellimuste taastumisest ekspordile orienteeritud harudes. Kasvutempo aeglustub seetõttu peagi.

Buumiaastatega võrreldes vähenes tootmine kriisi ajal kõige enam, ligikaudu poole võrra, ehituses. Nüüd on juba märke aktiivsuse suurenemisest ning ehitussektori kasv taastub peagi. Töötleva tööstuse majandustegevuse elavnemine oli selle aasta alguses viimase kümne aasta üks kiiremaid: tootmismahd suurenes aasta teises kvartalis aastataguse suhtes viiendiku võrra (vt joonis 3).

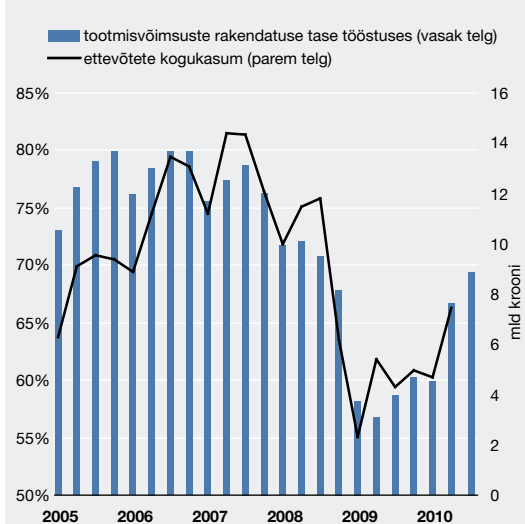
**Joonis 3. Majanduskasv aasta arvestuses ehituses ja töötlevas tööstuses**



SKP arvestuse sisetulekute meetodi kohaselt on majanduskasvu põhikomponent tegevuse ülejääk ja segatulu, mida suuresti mõjutab ettevõtete kasum. Ettevõtlusstatistika andmetel suurenes kasum 2010. aasta teises kvartalis aastatagusega võrreldes 38%, jõudes 2004.-2005. aasta tasemele. Märkimisväärselt panustas sellesse tööstussektor. Kasvanud kasum on suurendanud ettevõtete investimisvõimekust. Konjunktuuriinstituudi andmetel oli tööstussektoris tootmisvõimsuse rakendatuse tase kolmandas kvartalis 69%, mis on võrreldav buumieelse ajaga (vt joonis 4). Tootmiseks kasutatava kapitaliolemi hoogne suurenemine toetas majanduse kasvuvõimekust kuni kriisi puhkemiseni.

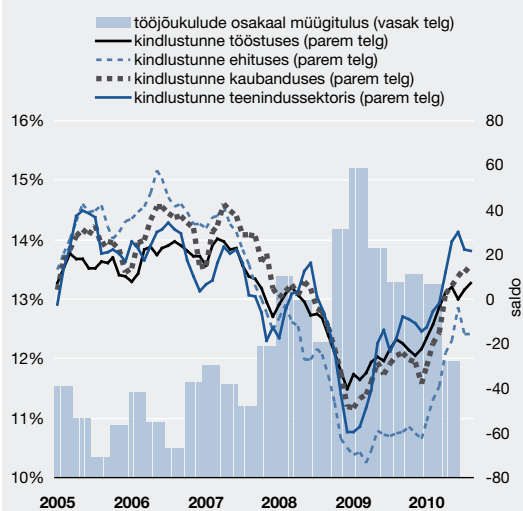


**Joonis 4. Tootmisvõimsuse rakendatuse tase ja ettevõtete kasum**



Allikad: konjunktuuriinstituut, statistikaamet

**Joonis 5. Kindlustunde näitajad ja töajukulude osakaal ettevõtete müügitulus**

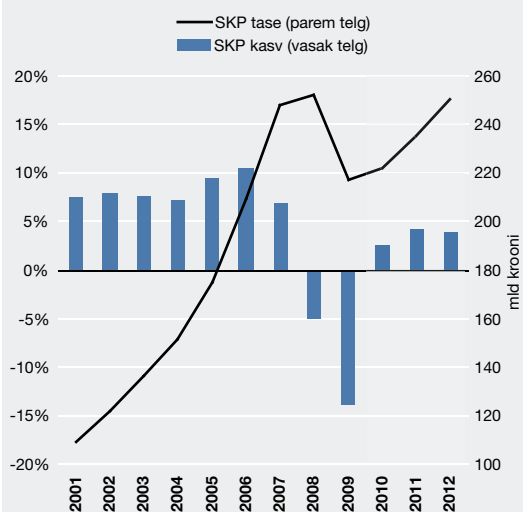


Allikad: konjunktuuriinstituut, statistikaamet, Eesti Pank

Aastatel 2010–2012 jääb majanduse kasvuvõimekuse tõus varasemate aastate omale tõenäoliselt mitmekordselt alla, sest kriisiga kaasnes tugev tagasilöö investeeeringutes (vt taustinfo lk 11). Sealjuures tuleb silmas pidada, et arvestatav osa tootmisteguritest on sisenõudlust teenindavates tegevusharudes endiselt kasutuseta.

Majandusaktiivsuse suurenedes on ka kindlustunne ja ootused paranenud ning jõudnud varasemate aastate keskmisele tasemele. Samas on kriisikogemus suurendanud alalhoidlikkust, mis endiselt pärsib paranenud ootuste täielikku ülekandumist reaalnäitajatesse. Kiire palgakasvu aastatel suurenes töajukulude osakaal ettevõtete müügitulus märkimisväärselt: 11%lt 2005. aastal 14%ni 2009. aastal. 2010. aasta teiseks kvartaliks oli töajukulude osakaal langenud tagasi 12%ni, olles normaliseerunud kiire kasvu aastate eelsel tasemel (vt joonis 5). Tänu sellele on märkimisväärselt vähenenud ka ajavahemikul 2006–2008 tekkinud palga ja tootlikkuse ebakõla ning ettevõtete majandusseis on paranenud.

**Joonis 6. Majanduskasv ja SKP rahalises vääringus**



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

**Tabel 2. Majandusprognos põhinäitajate kaupa**

							Erinevus eelmisest prognosist		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2010	2011	2012
SKP (miljard eurot)	15,8	16,1	13,9	14,2	15,1	16,1	0,5	0,8	1,1
SKP muutus püsihindades (%)	6,9	-5,1	-13,9	2,5	4,2	3,8	1,5	0,1	0,5
Ühtlustatud tarbijahindade inflatsioon (%)	6,7	10,6	0,2	2,4	2,7	1,7	1,2	1,6	0,4
SKP deflaatori muutus (%)	10,5	7,2	-0,1	-0,1	1,8	2,7	1,5	1,4	1,4
Jooksevkonto (% SKPst)	-17,2	-9,7	4,5	1,3	-2,6	-2,8	-2,1	-4,1	-1,6
Võlgnevus välismaailma suhtes (jooksev- ja kapitalikonto, % SKPst)	-16,2	-8,7	7,3	4,5	0,7	0,5	-2,1	-4,3	-1,8
Eratarbimise muutus püsihindades (%)	8,6	-5,6	-18,8	-0,9	6,7	4,3	4,7	5,1	0,5
Valitsussektori tarbimise muutus püsihindades (%)	3,9	3,8	0,0	-0,9	0,3	0,4	0,1	1,5	-1,0
Investeeringute muutus püsihindades (%)	6,0	-15,0	-33,0	-7,1	16,9	9,1	-9,0	6,3	-0,5
Ekspordi muutus püsihindades (%)	1,5	0,4	-18,7	14,3	6,4	6,9	6,5	-1,7	0,1
Impordi muutus püsihindades (%)	7,8	-7,0	-32,6	17,8	10,4	7,9	11,7	1,4	-2,9
Tööpuudus (%)	4,7	5,5	13,8	17,8	14,8	13,4	1,8	0,3	0,2
Hõive muutus (%)	1,4	0,2	-9,2	-5,0	3,2	0,7	-2,3	1,8	-0,4
SKP muutus töötaja kohta püsihindades (%)	5,4	-5,2	-5,1	7,9	0,9	3,1	4,1	-1,7	0,9
Reaalpalka muutus (%)	12,0	4,8	-3,7	-0,8	0,6	1,6	3,4	0,5	-0,3
Keskmise brutopalka muutus (%)	20,4	13,8	-4,6	0,6	3,0	3,3	4,4	1,8	0,1
Rahapakumise muutus perioodi lõpus (%)	14,1	6,2	0,8	5,6	7,2	6,5	5,4	4,6	2,5
Laenumahu muutus perioodi lõpus (%)	30,2	7,3	-6,4	-3,7	0,9	1,5	-1,3	-1,4	-2,4
Brutovälisvõlg (% SKPst)	109,6	118,2	125,5	120,5	100,9	96,4	-4,2	-8,5	-13,3
Eelarve tasakaal (% SKPst)	2,6	-2,8	-1,7	-1,2	-1,1	-1,3	1,1	1,1	0,5
Eelarve tasakaal heitmekvootide tulude ja kuludeta (% SKPst)	2,6	-2,8	-1,7	-2,0	-0,9	-0,8	0,2	1,4	0,9

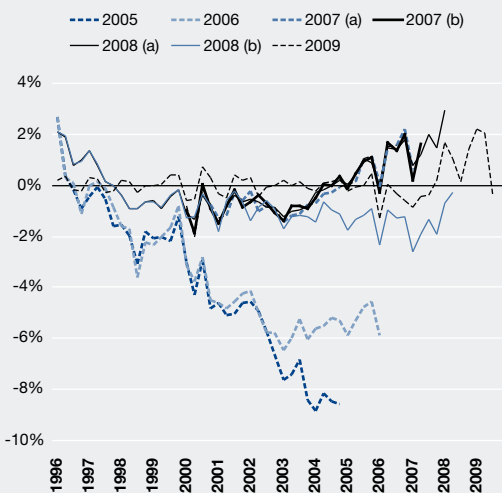
Allikad: statistikaamet, Eurostat, Eesti Pank

Lähitulevikus on tõenäoline, et kvartalite arvestuses majanduskasv pidurdub, kuigi aasta arvestuses esialgu veel kiireneb. Kasv jääb lähiaastatel viimase kümnendi keskmisest madalamaks ehk 3–5% vahemikku ning majanduse maht rahalises vääringus jõuab prognoosiperioodi lõpul kriisieelsega võrreldavale tasemele (vt joonis 6 ja tabel 2).

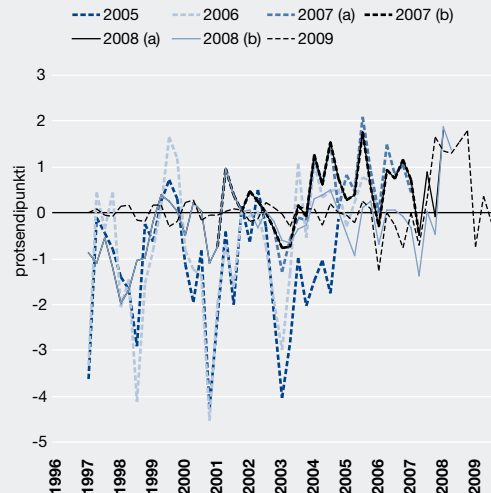
## EESTI POTENTIAALNE SKP JA SELLE KASV

Viimastel aastatel on statistikaamet SKP andmeid üsna sageli ning olulisel määral korrigeerinud. Erinevused varem avaldatud SKP aegridade ning 08.09.2010 avaldatud aegrea vahel ulatuvad enam kui 8%ni (vt joonis a). Süstemaatiline erinevus nii tasemetes kui ka kasvumäärades (vt joonis b) on tinginud vajaduse ümber hinnata ka potentsiaalne SKP ning potentsiaalne kasv.

**Joonis a. Varem avaldatud SKP aegridade taseme erinevus 08.09.2010 avaldatust (sesoonselt tasandatud)**



**Joonis b. Varem avaldatud SKP aastakasvu erinevus 08.09.2010 avaldatust (sesoonselt tasandatud)**



Potentsiaalse SKP paremaks mõistmiseks on selle tegurite detailsusastet varasemate meetoditega võrreldes märgatavalt suurendatud. Kui aasta algul Eesti Panga toimetiste seerias avaldatud uuringus oli potentsiaalset SKPd selgitatud nelja teguri kombinatsioonina<sup>1</sup>, siis järgnevalt esitatud edasiarendus eristab 13 sisendmuutujat. Need jagunevad tööturu ning demograafiaga seotud indikaatoriteks, tootmiseks vajaliku füüsilise kapitaliolemiga seotud näitajateks ning tootmistehnoloogiks. Potentsiaalne SKP ( $Y^*$ ) avaldub erasektori potentsiaalse SKP ( $Y^{p*}$ ) ja avaliku sektori potentsiaalse SKP ( $Y^{g*}$ ) summana, sealjuures eeldatakse, et avalik sektor toimib igal ajahetkel oma potentsiaalsel tasemel,  $Y_t^{g*} + Y_t^g$ :

$$Y_t^* = Y_t^{p*} + Y_t^{g*} \quad (1)$$

Vastav eeldus avaliku sektori kohta on tehtud kaalutlusel, et avaliku sektori toodangut ei määra turujõud selliselt nagu erasektori puhul. Seega on ka tsükli eristamine samadel alustel võimatu.

Erasektori potentsiaalset SKPd kujundavad varasemate kapitalimahutustega seonduvalt majapidamiste hooned ja rajatised ( $B$ ), ettevõtete hooned ja rajatised ( $S$ ), masinad ja seadmed ( $M$ ), infotehnoloogiline kapital ( $T$ ) ja tootmisressursside hõivatuse tase tasakaaluseisundis ( $c^*$ ). Iga kapitaliliigi osatähtsus seejuures on vastavalt  $\varphi = 0,18$ ,  $\tau = 0,37$ ,  $\mu = 0,02$  ja  $\kappa = 0,02$ :

$$Y_t^{p*} = A_t^* (c_t^* B_t^\varphi S_t^\tau M_t^\mu T_t^\kappa)^\alpha [(N_t \eta_t \lambda_t^* (1 - u_t^*) - L_t^{g*}) H_t^{p*}]^{(1-\alpha)} \quad (2)$$

<sup>1</sup> „Potential Output and the Output Gap in Estonia – A Macro Model Based Evaluation“, Working Papers of Eesti Pank, 3/2010.

Töäjõuisendit kujundab kõige laiemas plaanis rahvastiku hulk ( $N$ ) ja tööealiste inimeste osakaal ( $\eta$ ). Teisalt avaldavad mõju peaaesjalikult tööturuinstitutsioonide poolt kujundatud tasakaaluline töäjõus osalemise määr ( $\lambda^*$ ) ning tasakaaluline tööpuuduse määr NAWRU<sup>2</sup> ( $u^*$ ). Avaldis  $N\eta\lambda^*(1-u^*)$  tervikuna tähistab tasakaaluseisundile vastavat töötajate hulka terves majanduses. Kuna võrrand (2) väljendab erasektori potentsiaalset SKPd, siis on töötajate koguhulgast lahutatud avaliku sektori hõive ( $L^s$ ). Tegelik töējõupanus saadakse erasektoris hõivatud isikute arvu korrutamisel ühe inimese töötatud töötundide arvuga ( $H^p$ ). Seejuures on töējõupanuse osakaal potentsiaalses SKPs 54,4% ning kapitali panus vastavalt 45,6% ( $\alpha=0,456$ ).

Kõiki kirjeldatud andmeid võrrandisse sisestades on võimalik eristada iga üksiku komponendi panust potentsiaalsesse kasvu. Enne kriisi, st kuni aastani 2007, varieerus potentsiaalne kasv 6–8% vahemikus, millesse kõige enam panustasid masinad ja seadmed, keskmiselt 2,6 protsendipunkti. Olulisel määral panustas ka tootmistehnoloogia, ligikaudu 2,4 protsendipunkti.<sup>3</sup> Ettevõtete ning majapidamiste hooned ja rajatised panustasid keskmiselt kokku 2,5 protsendipunkti, kusjuures hoonete ja rajatiste osatähtsus suurenes märgatavalt pangalaenude kiire kasvu perioodil. Potentsiaalset kasvu on suurendanud ka NAWRU alanemine ning tööealiste inimeste osakaalu suurenemine rahvastikus, kuigi kogurahvastik on vähenenud ning panustanud negatiivselt (vt tabel a).

**Tabel a. Potentsiaalse SKP kasv (%) ja kasvukomponentide osatähtsus (pp)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tehnoloogia	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38
Ettevõtete hooned-rajatised	1,33	1,40	1,41	1,62	1,79	2,02	1,98	1,95	1,65	0,99
Töötunnid	-0,03	-0,08	-0,10	-0,12	-0,10	-0,10	-0,11	-0,10	-0,08	-0,05
Majapidamiste hooned-rajatised	0,45	0,49	0,56	0,68	0,84	0,98	1,23	1,24	0,84	0,47
IT kapital	0,26	0,20	0,16	0,16	0,21	0,17	0,24	0,27	0,22	0,07
Avaliku sektori hõive	0,19	-0,05	-0,28	-0,44	-0,48	-0,44	-0,34	-0,21	-0,11	0,00
Masinad-seadmed	2,64	2,75	2,84	3,56	2,58	1,98	2,16	2,09	1,64	0,24
NAWRU	0,21	0,52	0,82	0,83	0,64	0,39	0,18	0,07	0,00	-0,06
Rahvastik	-0,39	-0,28	-0,32	-0,28	-0,27	-0,20	-0,16	-0,13	-0,08	-0,03
Tööealised	0,37	0,33	0,31	0,33	0,28	0,25	0,19	-0,06	-0,18	-0,26
Avaliku sektori SKP	-0,97	-1,05	-0,95	-0,88	-0,92	-1,06	-0,44	-0,57	-0,96	-0,84
Potentsiaalne SKP	6,44	6,62	6,83	7,83	6,94	6,36	7,31	6,92	5,33	2,89

Globaalse kriisi ilmnedes vähenesid infotehnoloogilise kapitali ning masinate ja seadmete panused kiirelt, kuna mõlemat liiki kapital amortiseerub suhteliselt kiiresti ning täiendavate kapitalimahutuste kokkutõmbumine alandas märgatavalt olemasoleva kapitalihulga kasvumäära. 2009. aasta lõpus võis täheldada isegi masinate ja seadmete kogumahu kahanemist ning potentsiaalset kasvu vähendavat toimet.

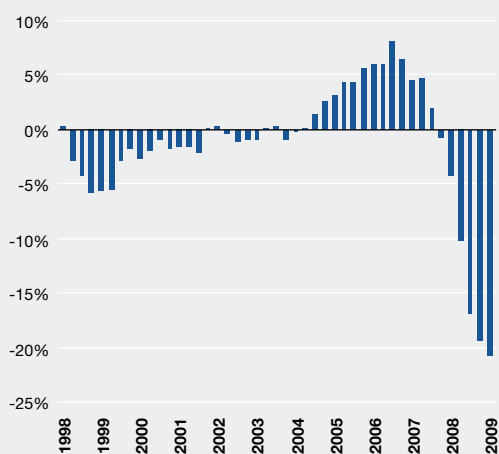
Avaliku sektori SKP kasv jäi eelmisel kümnendil madalamaks kui erasektori SKP kasv, mistõttu on ka selle panus potentsiaalsesse SKPse püsivalt negatiivne. Keskmiselt vähendas avaliku sektori aeglasem SKP kasv potentsiaalset kasvu 0,9%. Töäjõus osalemise määr ning ressursside hõivatuse tase on tasakaaluseisundis konstandid ning seega on nende panus potentsiaalsesse kasvu kogu vaadeldaval perioodil null.

<sup>2</sup> ingl k *Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment*.

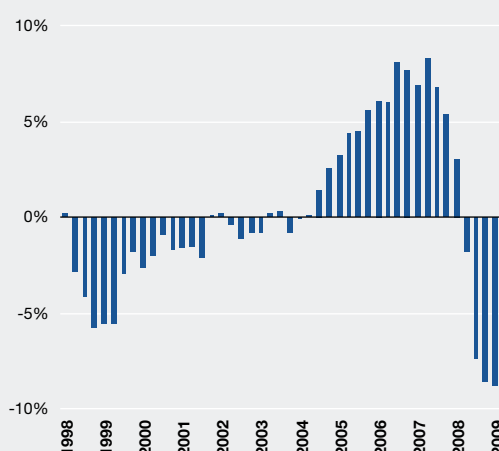
<sup>3</sup> Tootmistehnoloogia ise pole vahetult mõõdetav. See on filtreeritud võrrandi (2) alusel nn. Solow jääkliikmena, rakendades võrdust  $\ln(A_t) = \ln(Y_t^p) - \alpha[\ln(c_t) + \varphi \ln(B_t) + r \ln(S_t) + \mu \ln(M_t) + \kappa \ln(T_t)] - (1-\alpha)\{(N_t \eta \lambda_t (1-u_t) - L_t^s) H_t^p\}$ .

Tegeliku SKP ning arvatatud potentsiaalse SKP alusel leitud SKP lõhe on ajavahemikus 1998–2009 varieerunud üsna ulatuslikult. Oma tiptasemelt 8,1% 2007. aasta esimeses kvartalis langes lõhe hinnanguline väärtus 2009. aastal –21%ni (vt joonis c).

Joonis c. SKP lõhe kohandamata hinnang



Joonis d. SKP lõhe kohandatud hinnang



Arvukad uuringud on samas tõestanud, et kriisisituatsioonid vähendavad riikide potentsiaalset SKPd ning seega ka negatiivse SKP lõhe hinnangut. Sama võib uskuda ka viimati kogetud globaalse kriisi mõju kohta. Paraku on iga konkreetse riigi puhul aset leidnud korrigeerimise potentsiaalses SKPs võimalik hinnata üksnes tagasiulatuvalt ehk aastaid hiljem. Siiski on võimalik esialgseid järeldusi teha varasemate uurimistööde põhjal. Cerra ja Saxena (2008) vaatlesid 190 riiki perioodil 1960–2001 ning leidsid ulatusliku valimi alusel, et keskmisest jõukamad riigid kogesid pangandussektorit puudutavate kriiside järel keskmiselt 12% langust potentsiaalses SKPs.<sup>4</sup> Selle alusel oleks Eesti SKP lõhe korrigeeritud hinnang aastal 2009 keskmiselt –8,3% ning majanduse langusfaas sümmeetriline sellele eelnenud tõusufaasiga (vt joonis d). Ka Rahvusvahelise Valuutafondi<sup>5</sup> ja Euroopa Komisjoni<sup>6</sup> hinnangud Eesti 2009. aasta SKP lõhe kohta jäävad samasse suurusjärku, olles vastavalt umbes –8% ja –10%. Viimane tsükli langusfaas on siiski ka korrigeeritult mõnevõrra sügavam kui Aasia ja Vene kriiside järgne madalseis, mil lõhe oli ligikaudu –6%.

<sup>4</sup> Cerra&Saxena (2008), „Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery“, *American Economic Review*, 98, 439–457.

<sup>5</sup> Rahvusvaheline Valuutafond (2010), „Republic of Estonia: Staff Report for the 2009 Article IV consultation, Country Report“ No. 10/4.

<sup>6</sup> Euroopa Komisjon (2010), „Cyclical Adjustment of Budget Balances“.

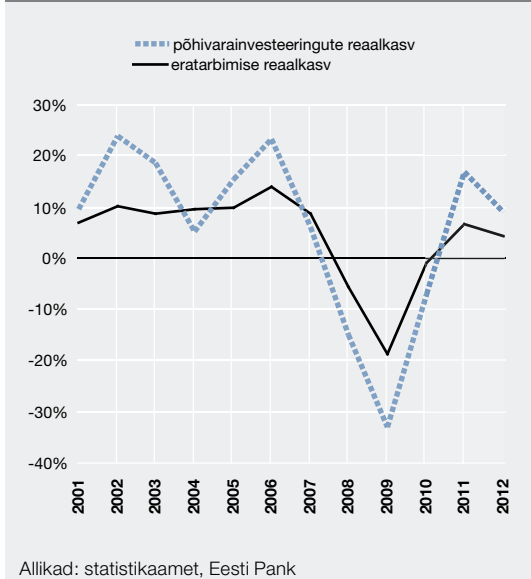
## Sisenõudlus

### Eratarbimine

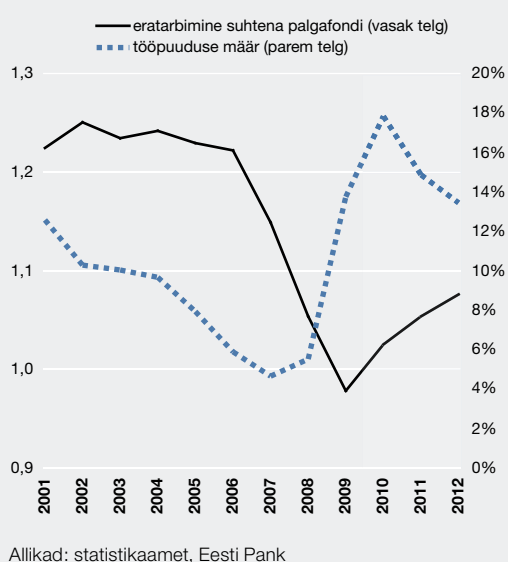
Viimaste aastate jooksul Eestis aset leidnud eratarbimise langus on olnud üks sügavamaid Euroopas. 2009. aastal oli eratarbimine püsihindades Eestis ligikaudu 23% madalam kui 2007. aastal. Eratarbimise langus on aasta arvestuses viimastes kvartalites kiiresti aeglustunud ning võib juba lähiajal kasvuks pöörduda.

Majapidamiste sissetulekute kiire alanemine on lõppenud. Palkade langus peatus 2010. aasta teises kvartalis ning sesoonselt ja tööpäevade arvuga korrigeeritud hõive Eesti residentide hulgas suurenes võrreldes esimese kvartaliga isegi rohkem kui 3%. Sissetulekute ja eratarbimise edasine areng on seotud üldise majandusaktiivsuse taastumise ning eksporditulude laekumisega. Majapidamiste sissetulekute kasvutempo jääb lähiaastatel aeglasemaks kui kriisile eelnenud aastatel, ulatudes 6,5%ni. Sellest lähtuvalt on ka eratarbimise kasv vaoshoitum, jäädes 4–7% vahemikku (vt joonis 7).

Joonis 7. Eratarbimise ja investeringute kasv

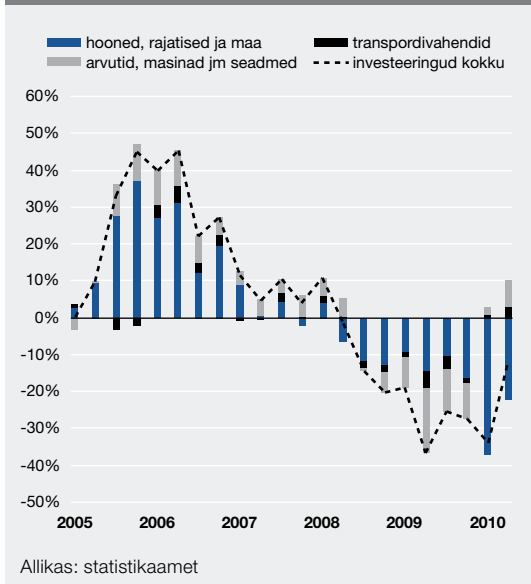


Joonis 8. Majapidamiste tarbimiskalduvuse muutus

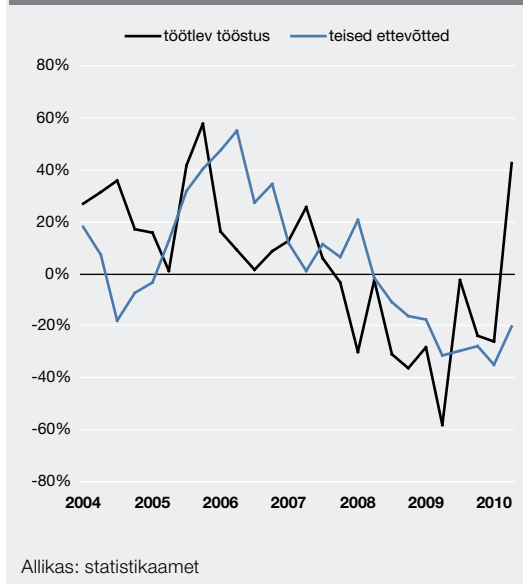


Eratarbimise taastumises mängib olulist rolli majapidamiste säästumäära edasine muutus (säästude suhe kasutatavasse tulusse), kuna see on viimasel ajal teinud läbi väga suure tõusu. Sellest tegurist lähtuvalt võib eratarbimine osutada prognoositust nii kõrgemaks kui madalamaks. Majanduskriisile eelnenud aastatel oli Eesti majapidamiste säästumäär üks madalmaid Euroopas. Kesised säästud on kindlasti üks põhjus, miks majapidamistel ei piisanud kriisi puhkedes raha varasemate tarbimisharjumuste jätkamiseks (vt joonis 8). Majanduskriisiaegne määramatus muutis majapidamised ettevaatlikumaks ja suurendas säästmiskalduvust. Seepärast jääb majapidamiste säästumäär järgmistel aastatel kõrgemaks kui surutisele eelnenud kiire kasvu aastatel. Majandusliku turvatunde taastumine vähendab ettevaatusmotiveeritud tulenevat säästmist „mustade päevade“ tarbeks ning aitab kaasa tarbimise taastumisele. Säästmiskalduvuse alanemise poolt räägib ka Eesti Konjunktuuriinstituudi avaldatav tarbijate kindlustunde indikaator, mis on võrreldes aastatagusega tunduvalt tõusnud ning on kiire kasvu aastate tasemete lähedal.

Joonis 9. Ettevõtete investeeringud vara liigi järgi



Joonis 10. Ettevõtete investeeringute kasv aasta arvestuses



### Investeeringud

Investeeringud suhtena SKPsse vähenesid 2009. aastal võrreldes 2006. aastaga 34%lt 22%le. Ehkki investeeringute langus on olnud suur, seisab märkimisväärne osa tootmisvahenditest mitmes tegevusharus endiselt jõude. Majanduses tervikuna on tootmisvõimuse rakendatuse tase võrreldes 2009. aastaga kasvanud, ent võrdluses pikema perioodiga on see endiselt madal.

Võrreldes kiire majanduskasvu aastatega on muutunud investeeringute struktuur. Investeeringute langust vedasid 2010. aasta teises kvartalis jätkuvalt kinnisvaraga seotud investeeringud: hoonete ja rajatiste soetamine, ehitamine ning rekonstrueerimine ja maa ostmine. Samal ajal on hakatud aastatagusega võrreldes rohkem investeerima muud liiki põhivaradesse (vt joonis 9).

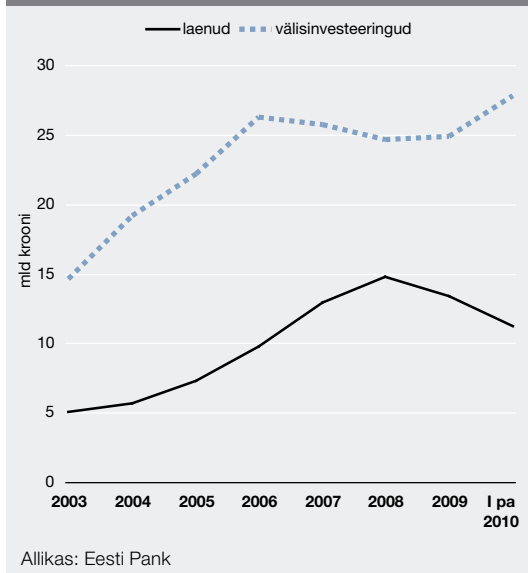
Paljudes ettevõtetes piisab lisanduvate tellimuste täitmiseks esialgu olemasolevast tootmisvõimsusest ning suuri investeeringuid pole tootmismahu kasvatamiseks tingimata tarvis. 2009. aastal ületas kulum mitmel tegevusalal investeeringuid. See tähendab, et tootmisvõimsus väheneb ning mõned ettevõtted peavad praeguse potentsiaali

säilitamiseks hakkama investeeringuid suurendama. Kriisijärgse madala tegevusmahu tingimustes võib ka väike kasv põhjustada 2010.-2011. aastal enneolematult kõrgeid kasvunäitajaid aasta arvestuses. Nii näiteks suurenesid ehitusettevõtete investeeringud 2010. aasta teises kvartalis statistikaameti andmetel aasta arvestuses ligi 69%! Madala võrdlustaseme tõttu ei tohiks seda kasvu siiski üle tähtsustada, sest näiteks 2007. aasta teise kvartali investeeringutest moodustavad need vaid 23%.

Erinevad tootmisharud on kriisist üle saamas erineva kiirusega. Ekspordile suunatud ettevõtete tootmismahud on lähenemas kriisieelsele tasemele ja need vajavad jätkusuutlikuks kasvuks peagi uusi investeeringuid. Töötleva tööstuse ettevõtted reageerisid majanduskriisile teistest kiiremini ning on ka uue tõusu ajal teistest mõnevõrra ees (vt joonis 10). 2010. aasta teises kvartalis kasvasid töötleva tööstuse ettevõtete investeeringud aasta arvestuses 43%.

Investeeringute kasvuks on vaja pankade tuge. Ehkki eelmise aastaga võrreldes on majandus elavnenud, on ettevõtete laenukäibed endi-

**Joonis 11. Tööstuse välisinvesteeringute ja laenude jääk**

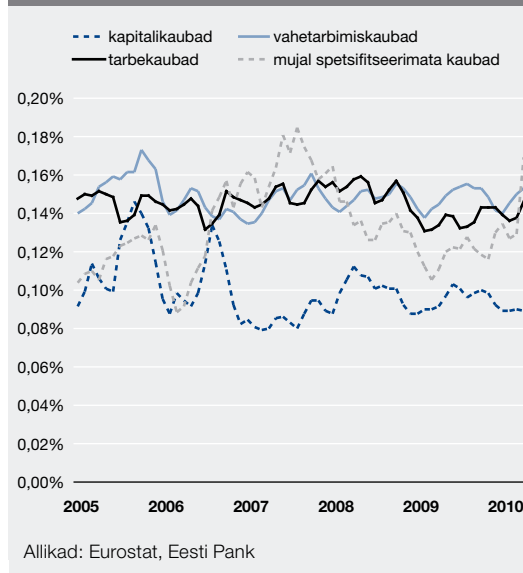


selt möödunud aasta lõpu tasemel. Ettevõtte peavad ahnenud laenuvõimaluste ning teiste riikidega võrreldes kõrgema intressimarginaali tingimustes toetuma investeerimisel varasemast enam teistele rahaallikatele. Finantskonto andmete põhjal oli mittefinantsettevõtete aktsiate ja muude osakute suhe kõigisse finantskohustustesse 2010. aasta esimeses kvartalis ligikaudu 53,7%, mis on lähedane kiire kasvu aastatele eelnenud stabiilsema perioodi tasemele. Tänu kriisist toibumisele on paranemas ettevõtete kasumlikkus, mis täiendab investeerimiseks vajalikke rahalisi vahendeid. Euro kasutuselevõtt annab tunnistust Eesti majanduspoliitika jätkusuutlikkusest ja tugevdab usaldust siinsete ettevõtjate vastu. Suurem usaldus soodustab rahvusvahelist koostööd ning loob paremad eeldused välisinvesteeringute sissevooluks Eestisse (vt joonis 11).

### Varud

Võrreldes 2009. aasta keskpaigaga on ettevõtete varude ja käibe suhtarv alanenud, kuid püsib kõrgem kui mõne aasta eest. Töötleva tööstuse varude jääk moodustas 2010. aasta teises kvartalis statistikaameti andmetel käibest

**Joonis 12. Eesti kaupade turuosad Euroopa Liidus**



ligikaudu 51%, aasta varem 59% ja 2006. aasta teises kvartalis 45%. Varud hakkavad suurenema ettevõtetes, mis taaskäivitavad ja laiendavad tootmist. Suurem tootmismahd tingib mahukamate toorme- ja toodanguvarude vajaduse.

### Välistasakaal ja konkurentsivõime

Eesti ekspordi turuosa<sup>4</sup> Euroopa Liidu ühisturul suurenes 2010. aasta esimeses kvartalis. Aastatagusega võrreldes õnnestus turuosa võita nii vahetarbekaupade kui ka tarbekaupade turul. Kapitalikaupade turul vähenes Soome kapitalikaupade ekspordi turuosa ning suurenes Rootsi oma. Eesti kapitalikaupade ekspordi turuosa ühisturul selle mõjul oluliselt ei muutunud. Vahetarbimiskaupade turuosa on püsinud stabiilsem, tarbekaupade ning mujal spetsifitseerimata kaupade turuosade puhul võib alates möödunud aasta keskpaigast märgata mõningast tõusutrendi (vt joonis 12).

Kui veel 2009. aasta alguses panustas väljaveo kasvu põhiliselt transiidilaadne tegevus, siis alates aasta teisest poolest hakkas kasvama

<sup>4</sup> Ekspordi osatähtsus sihtturu koguimpordis.



enamiku kaubagruppide väljavedu. Kaubaeksport suurenes jooksevhindades 2010 esimesel poolaastal aastatagusega võrreldes ligi 23% ehk rohkem kui kevadprognoosis eeldasime. Osaliselt on see tingitud üleilmse kasvu paranemisest, mille tulemusel taastuvad laovarud prognoositust mõnevõrra kiiremini. Edasine ekspordikasv toob kaasa lisainvesteeringute vajaduse, et järk-järgult taastada ja laiendada tootmisbaasi.

Teises kvartalis aset leidnud impordikasv annab märku ennekõike laovarude ning ekspordisektori taastumisest. Kaupade import kasvas teises kvartalis aastatagusega võrreldes juba ligi 28%.

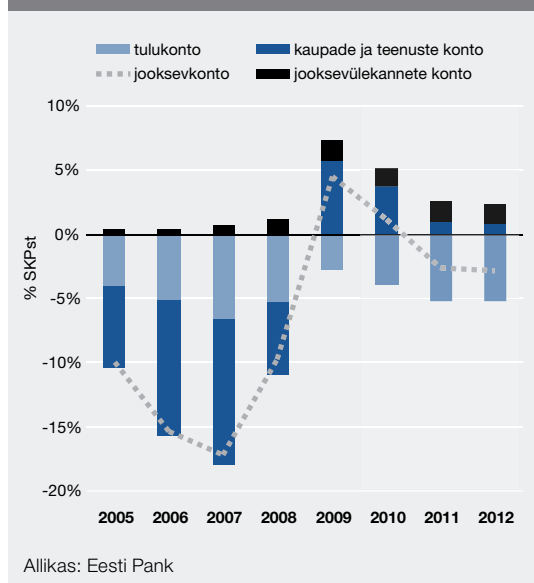
Eratarbimise ja investeeringute panus importi on jätkuvalt tagasihoidlik. Lähiaastatel on siiski oodata, et sisenõudlus taastub ning kaubandusbilansi puudujääk hakkab taas suurenema. See toimub investeerimiskaupade impordi kasvu ning taastuva eratarbimise koosmõjul. Samas jääb jooksevkonto defitsiit eelmiste perioodide keskmisest märksa tagasihoidlikumaks, ulatudes 2012. aastal ligi 3%ni SKPst (vt joonis 13).

Teenuste eksport on üleilmse kriisi ajal osutunud oluliselt stabiilsemaks kui kaubaeksport. Kuna ekspordimaht kriisi ajal eriti ei kahanenud, siis on nüüd ka aastakasvu näitajad tagasihoidlikumad. 2010. aasta esimesel poolel kasvas teenuste eksport kvartaalse maksebilansi andmetel aastatagusega võrreldes ligi 4%. Kaubavahtuse kahanedes toimusid mõningad muutused teenuste ekspordi struktuuris. Kuna väliskaubanduskäive alanes, vähenes ka transporditeenuste eksport, kuigi mõnevõrra väiksemal määral. Seega suudeti transpordisektoris kahanevast käibest hoolimata leida uusi ekspordivõimalusi, ennekõike transiidi teenindamise vallas.

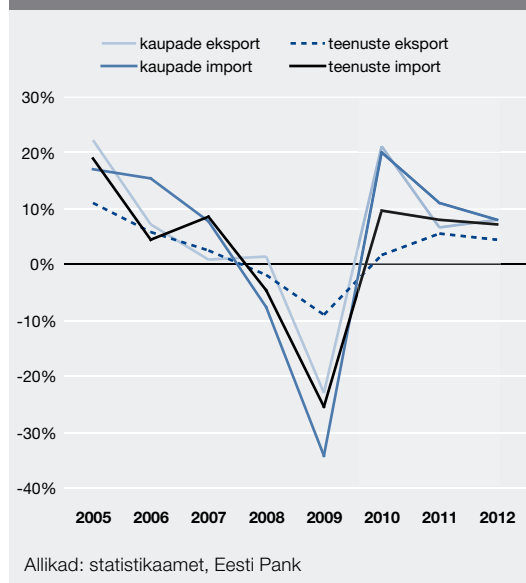
Teenuste import kasvas 2010. aasta esimesel poolel esialgsetel hinnangutel aastatagusega võrreldes 8%. Teenuste impordi kasvu mõjutas kaubaimporti suurenemine, mis tõi kaasa transporditeenuste impordi kasvu. Kaubaimporti kiiret kasvu on oodata ka lähiaastatel (vt joonis 14).

Eesti eksportööride konkurentsieelised seisnevad madalates tööjõukuludes ning võimes muutustega

Joonis 13. Välistasakaal



Joonis 14. Ekspordi ja impordi kasv aasta arvestuses



kiiresti kohaneda. Et kulude kokkuhoid on globaalses tarneahelas muutumas järjest olulisemaks, siis on meie eksportööride konkurentsieelised neid soosinud. Tulenevalt mitmekordsest palgaerinevustest Põhjamaadega on sealsed ettevõtted teatanud plaanidest oma tootmisüksusi Eestis laiendada. Investeeringud ekspordisektorisse toovad lähiaastail kaasa ekspordikasvu tasemeni, mis ületab kriisieelset tippaset.

Eesti koguvälisvõlg väheneb 2011. aastal ligikaudu 13%. Selle üks põhjus on pankade kohustusliku reservimäära vähendamine Eestis kehtivalt 15%lt euroala 2%le. Selle muudatuse tulemusel liigub ilmselt suurem osa pankade vabalenud vahenditest esmalt Eestist välja. Välismaalt kaasatud ressursi võimaldab tagastada ka kasvav hoiusebaas ning veel käesolevalgi aastal vähenev laenuportfell. Nimetatud tegurite koosmõjul väheneb koguvälisvõlg 2011. aastal 96%ni ning 2012. aastal 90%ni SKPst.

## **Tööturg**

Tööturg kohandus majanduskriisiga jõuliselt mitmel erineval viisil. Nii hõivatute arv kui ka töötundide arv ühe hõivatu kohta vähenesid märgatavalt, ka palk ühe töötatud tunni kohta alanes mõnevõrra. 2009. aastal kahanes palgafond aastaga 14,5% ning 2010. aasta esimesel poolel veel 10,1%. See on märksa kiirem kui SKP langus jooksevhindades, vastavalt 13,8% ja 0,0%. Kohandumine vähendas kiire kasvu aastatel tekkinud palkade ja tootlikkuse lõhet. Kriisist ülesaamisel on majandusel esialgu võimalik toetuda languse käigus tekkinud puhvritele (näiteks on võimalik suurendada töötundide arvu töötaja kohta), mistõttu põhineb lähiaja majanduskasv varasemast enam tootlikkusel. Uute töökohtade loomine jääb puhvrite olemasolul tagasihoidlikuks. Kõrge töötus on sotsiaalselt raskesti talutav ning sellega kaasneb suur tööjõu stagneerumise oht. Seetõttu tuleb tööturupoliitikas erilist rõhku panna töötute kutseoskuste säilitamisele või tõstmisele.

## **Hõive ja tootlikkus**

Majanduslanguse perioodile oli omane tootlikkuse kiire kahanemine. 2009. aastal vähenes tootlikkus töötaja kohta 5%. Kuna tööjõukulusid ei saanud nii kiiresti kokku tõmmata, tõi see kaasa tööjõu erikulu 1,3% kasvu. Nüüd on olukord täpselt vastupidine: tootlikkuse hoogsat tõusu saadab tööjõu erikulu vähenemine. 2010. aasta teises kvartalis oli tootlikkuse kasv kogumajanduses 9,3% ning tööjõu nominaalne erikulu alanes 9,3% aastataguse suhtes. Kuna osa töötajatest ning tootmisvõimsusest on endiselt alarakendatud, suureneb 2010. aastal majanduse taastudes töötundide arv ühe töötaja kohta, kuid uusi töötajaid eriti juurde ei palgata. Selle tõttu jääb hõivatute arv aasta keskmisena väiksemaks kui 2009. aastal, kuigi aasta sees hõivatute arvu vähenemise suundumus pöördub. Tootlikkuse kasv ei ole järgnevatel kvartalitel enam nii kiire ning tipneb seetõttu tõenäoliselt juba sel aastal.

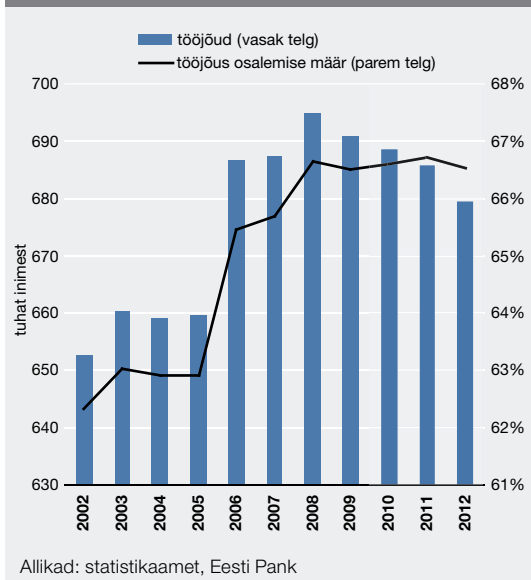
Aastatel 2011–2012 hõivatute arv suureneb, kuid jääb kriisieelsest tasemest siiski märksa madalamaks. Teiste riikide kogemuse põhjal võib majanduskasv kuni kahe aasta jooksul taastuda, ilma et töökohtade arv kuigi palju suureneks.<sup>5</sup> See viitab pikaajalise töötuse jätkuvalle kasvule Eestis.

## **Tööpuudus**

Tööpuudus jääb prognoosiperioodil suureks, sest hõivesse liigub võrdlemisi vähe inimesi ning raske majandusliku olukorra tõttu ei loobuta tööotsingutest tõenäoliselt kuigi kergekäeliselt. Heitumise oht on suur, sest pikaajaline töötus pärsib töö otsimise huvi ja vähendab konkurentsivõimet sobilikele kohtadele kandideerimisel. 2010. aasta teises kvartalis tõusis vähemalt aasta tööta olnud tööotsijate arv statistikaameti andmetel 58200ni. Pikaajaliste töötute arv kasvab veel vähemalt pooleteise aasta jooksul, vaatamata sellele, et töötute koguarv väheneb 2010. aasta kolmandas kvartalis jõudsamalt.

<sup>5</sup> Allikas: OECD Economic Outlook 87, juuni 2010; OECD Employment Outlook, 2010.

Joonis 15. Tööjõus osalemine

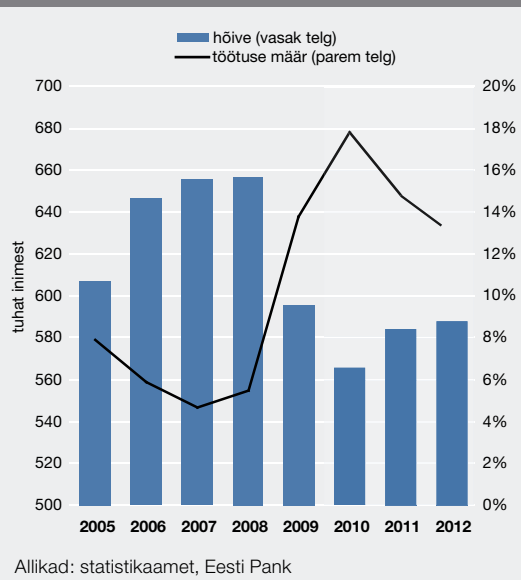


Koos tööpuuduse kasvuga suureneb tõenäoliselt ka struktuurne tööpuudus, kuigi üksnes kõrge tööpuuduse määra põhjal ei tohiks järeldada struktuurse tööpuuduse kasvu, sest majandus vajab pärast suuri ümberkorraldusi taastumiseks aega ning uusi töökohti ei hakata kohe looma.

Kriisi ajal vähenes ehitussektori osakaal koguhõives võrreldes 2007. aastaga peaaegu kaks korda. Sealt vabanenud töötajate kutseoskused ei pruugi vastata tööturu nõudmistele. Sel juhul ahenevad tööandjate võimalused sobilikke töötajaid leida ning palgapakkumised suurenevad. Majanduse struktuurimuutused soosivad struktuurse tööpuuduse teket. Sellises olukorras on hädavajalik pakkuda töötutele ümberõpet ja täiendkoolitust. Praeguses majandusseisus on üheks riskirühmaks tõenäoliselt ka töötlevast tööstusest languse ajal vabanenud töötajad.

Suure tööpuuduse prognoos tugineb ka eeldusele, et lähiaastatel ei ole oodata tööealise elanikkonna majandusaktiivsuse ulatuslikku langust (vt joonis 15). Selle taga on muutused tööealiste vanusestruktuuris, pensioniea jätkuv tõstmine

Joonis 16. Hõive ja tööpuudus



ning vaesuse risk. Kokkuvõttes väheneb töötute arv vaid veidi rohkem, kui suureneb hõivatute arv (vt joonis 16).

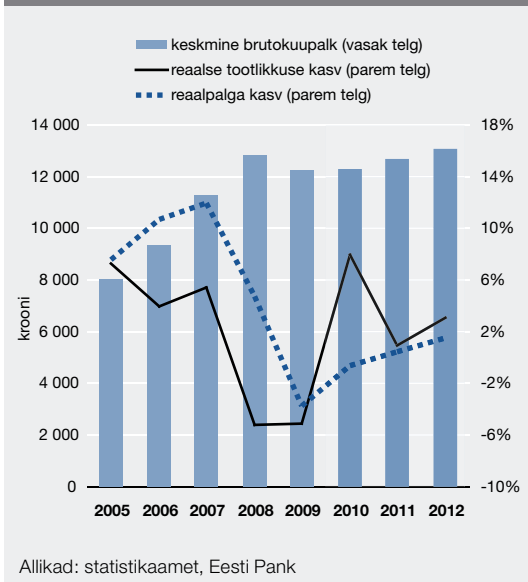
Tööpuuduse vähenemist võib pidurdada töötute kõrge brutopalka soov. Võrreldes kiire kasvu aastatega on see siiski tuntavalt vähenenud, kuid võib olla takistuseks madalama lisandväärtusega töökohtade loomisel.

#### Palgad ja tööjõukulud

Palgad reageerivad majanduslangusele viitajaga, kuid on varasemate prognooside valguses sellegipoolest üllatavalt jäigaks osutunud. Palgakulud on kohandunud põhiliselt töötajate arvu ning töötundide arvu vähendamise teel. 2009. aastal alanen brutotunnipalk üksnes 3%, 2010. aasta esimesel poolel 2,2%. Seda on võrdlemisi vähe, arvestades SKP peaaegu 15% langust rahalises vääringus.

Brutokuupalk vähenes enam kui brutotunnipalk, sest seda mõjutasid 2009. aastal lisaks tunnipalka vähenemisele ajutiselt rakendatud palgata puhkused ja osaline tööaeg. Brutokuupalk langes

Joonis 17. Palgad ja tootlikkus



2009. aastal 4,6% ja 2010. aasta esimesel poolel üksnes 0,6%. Majanduse taastumisel kaob ettevõtete poolt languse ajal võetud ajutiste meetme mõju kiiresti ning keskmine brutokuupalk hakkab aasta arvestuses taas kasvama juba 2010. aasta teisel poolel (vt joonis 17). Tööturu hüstereesi<sup>6</sup> ilmnedes esineb majanduse taastumisel peale sügavat ja pikaajalist langust teatud asümmeetria – keskmine palk hakkab tõusma, kuigi hõive veel ei suurene.

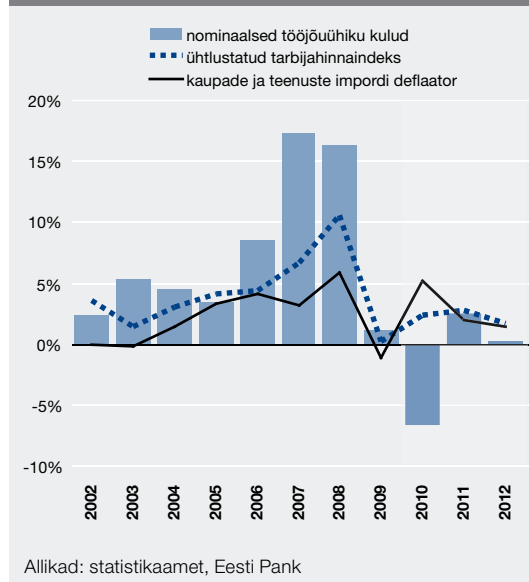
Palgafond taastub aeglasemalt kui majanduse nominaalkasv, mis toob kaasa palgakulude osatähtsuse vähenemise SKP suhtes ja tööjõu erikulu alanemise. Need protsessid on jõulisemad 2010. aastal, hiljem nende mõju väheneb.

### Hinnad

Eesti majanduse nominaalne kohandumine osutus 2009. aastal väiksemaks kui majanduslanguse põhjal eeldasime – nii palgad kui ka hinnad langesid oodatust vähem (vt joonis 18).

<sup>6</sup> Hüsteresis on tööturu eripära, mille avaldumise korral ei pruugi kiiresti kasvanud töötus sama kiiresti alaneda ja reageerib majanduste taastumisele palju suurema viitajaga.

Joonis 18. Sise- ja välismaised inflatsiooni- tegurid

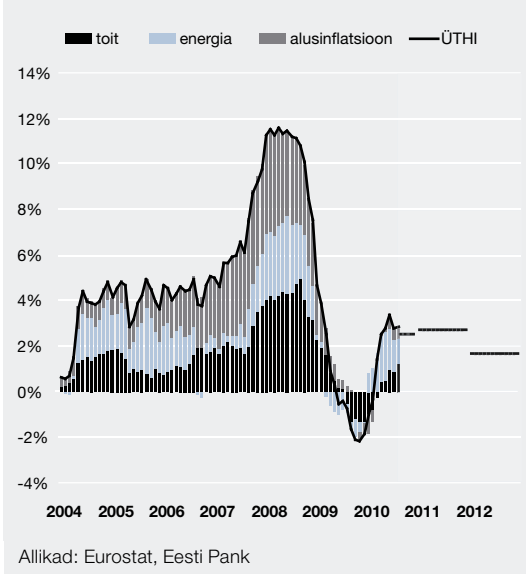


Kohandusid peamiselt tööstuskaupade ja toiduainete hinnad, mis järgivad maailmaturu suundumusi, sest Eesti ettevõtted on välisurgudel hinnavõtjad. Hinnad olid jäigemad eelkõige väliskonkurentsile suletud teenindussektoris.

2010. aastal lähtub inflatsioonisurve peamiselt üleilmsetelt toormeturgudelt. Eesti sisenõudlus püsib nõrk ning palgakasvu taastumise mõju hindadele jääb tootlikkuse kiire tõusu tõttu piiratuks. 2010. aasta keskmine inflatsioon on prognoosi kohaselt 2,4% ja 2011. aastal 2,7% (vt joonis 19).

Inflatsioonitempo kiirenemine jätkub lähikuudel ja saavutab kõrgpunkti aastavahetuse paiku (rohkem kui 4% aasta arvestuses). 2011. aasta lõpuks aeglustub hinnakasv järk-järgult ligikaudu 2% tasemele. Inflatsiooniriskid on toormete järsu kallinemise tõttu maailmaturul ülespoole.

**Joonis 19. Ühtlustatud tarbijahinnaindeksi kasv aasta arvestuses**



### Administratiivsed hinnad<sup>7</sup>

Inflatsiooni on soodustanud kaudsete maksude tõusud, mis 2010. aastal suurendavad inflatsiooni ligikaudu 1 protsendipunkti võrra. Peamine tegur oli käibemaksu tõus eelmise aasta juulis 18%lt 20%ni, kuid 2010. aasta suvel kandus selle teguri mõju võrdlusbaasist välja. Lisaks tõsteti käesoleva aasta jaanuaris mootorikütuse-, alkoholi- ja tubakaaktsiise. Kuna ettevõtetel on suured laovarud, siis jõuab tubakaaktsiisi tõusu mõju tarbijateni alles teisel poolaastal. Praeguste andmete kohaselt väheneb administratiivsete tegurite panus hinnatõusu 2011. aastal. Prognoosis ei arvestata monopolidele hinnapiirangute kehtestamise seadusest tuleneva võimaliku mõjuga.

### Toiduained

Ilmastikutingimused polnud ei eelmisel aastal ega ka tänava põllumajanduse jaoks soodsad. Värskete köögiviljade hinnatõus kiirenes aprillis aasta arvestuses kogu Euroopas külma talve tõttu isegi 28%ni. Praeguseks on köögivilja-

<sup>7</sup> Administratiivsete hindade all on silmas peetud riigi poolt otseselt või kaudselt reguleeritud hindasid või hüviseid, mille hinnas on suur osatähtsus aktsiisimaksudel (kokku 30% tarbija ostukorvist). Siia kuuluvad muu hulgas soojusenergia, elekter, alkohol, tubakatooted ja mootorkütus.

hinnad langenud tavapärasele tasemele, kuid teraviljad on maailmaturul märkimisväärselt kallinenud. Teravilja hinnatõus maailmaturul kandub üle liha-, pagaritoodete ja alkoholihindadesse. Juustu ja või eksport on suurenenud nõudluse toel kasvanud ning surve piimatoodete hindadele on tugevnenud. Toiduainete kallinemise ulatus sõltub mõneti ka Euroopa Liidu põllumajanduspoliitikast. Seepärast ei pruugi maailmaturu hindade ülekandumine Eesti hindadesse olla üks-ühene. Teine oluline tegur on nõrk konkurents Eesti siseturul.

Prognoosis eeldame, et töödeldud toiduainete kiire hinnakasv kuis arvestuses jätkub kuni 2010. aasta lõpuni. Aasta arvestuses tõuseb töödeldud toiduainete inflatsioon 2011. aasta esimeses kvartalis ligikaudu 6%ni.

### Energia

Nafta kallinemine maailmaturul algas 2008. aasta lõpus ning euro nõrgenemine tegi naftaimpordi käesoleva aasta esimeses pooles veelgi kallimaks. Lisaks kiirendas mootorikütuse hinnatõusu aktsiiside tõstmine 2009. aasta juulis ja 2010. aasta jaanuaris, mis moodustas inflatsiooni aastakasvust ligikaudu 0,4 protsendipunkti. Nafta kallinemise ja euro nõrgenemise järelmõju ei ole Eestisse veel täiel määral kohale jõudnud. See mõjutab näiteks Venemaalt imporditava maagaasi hinda, mis omakorda tõstab soojusenergia hinda algaval kütteperioodil 7–8%. Nafta tulevikutehingute hindade kohaselt ei muutu hinnatase kuni järgmise aasta lõpuni olulisel määral. Prognoosi eeldus elektri 6% kallinemise kohta aasta arvestuses tugineb varasemate aastate kogemusele.

### Tööstuskaubad

Tööstuskaupade inflatsioon on prognoosiperioodil väike, jäädes aasta arvestuses alla 1%. Tööstuskaupade hindade muutlikkuses mängib peamist rolli riiete ja jalatsite hinnataseme hooajalisus. Eestis müüdavate riiete ja jalatsite hinnatase ületab juba Euroopa Liidu keskmist, mistõttu edasist kallinemist me ei prognoosi.

Püsikaupade (autod, kodutehnika jms) hinnatõususurvet vähendab järgnevatel aastatel muu hulgas euro nõrgenemise lõpp. Tarbekaupadest kallinesid eelmistel aastatel peamiselt vesi ja ravimid. Ka nende komponentide panus hinnatõusu prognoosiperioodil väheneb.

### Teenused

Hinnalangus teenustesektoris on lõppenud ning augustis kiirenes hinnatõus aasta arvestuses 1%ni. Eraldi tuleb esile tuua üürihindade languse peatumist 2010. aasta alguses ning mobiil-side-teenuste hindade ebatavaliselt suurt muutlikkust. Paljude teenuste põhiline toomissisend on tööjõud, mistõttu nende teenuste hinnad sõltuvad peamiselt palgamuutustest. Palgakasvu mõju teenuste inflatsioonile on kogu prognoosiperioodil suure tööpuuduse tõttu piiratud.

### Valitsussektor

#### Valitsussektori kulud

Nii väikese ja avatud majanduse puhul kui Eesti on valitsuse võimalused majanduskasvu muutlikkust tasakaalustada väga piiratud. Ka võivad sellesuunalised katsed pikemas ettevaates osutuda väga kulukaks.

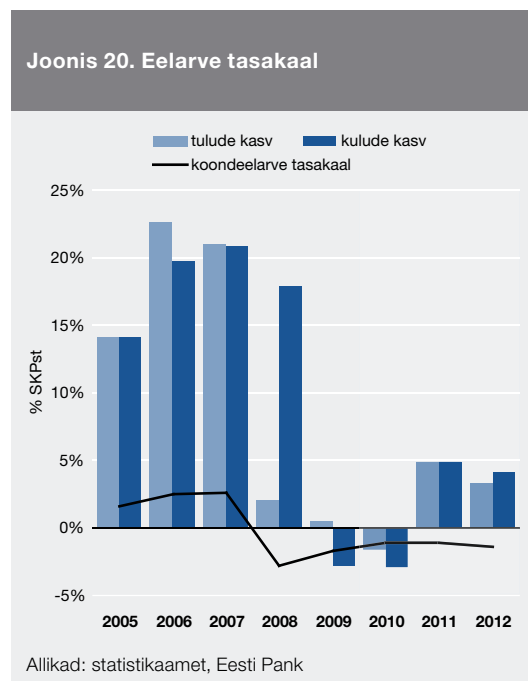
Kriisi haripunktis kasvasid valitsussektori kulutused 45%ni SKPst, mis on Eesti jaoks harv nähtavalt suur suhtarv. Selle arengusuundumuse pööramiseks rakendas valitsus 2009. aastal ulatuslikke kokkuhoiumeetmeid. Vähendati kõiki peamist liiki kulusid, erandiks olid sotsiaalsed tulusiirded elanikele. Need meetmed hoiavad valitsuse tarbimiskulud enam-vähem muutumatu ka 2010. aastal. Prognoosis on eeldatud, et valitsus hoiab kulude kasvu aastatel 2011–2012 maksutulude omast aeglasema, et taastada koondeelarve tasakaal. Uuendatud konvergensiprogrammis ja 2011. aasta riigieelarve kavas on valitsus seadnud eesmärgiks saavutada eelarvetasakaal 2013. aastal.

#### Valitsussektori tulud

Kuna majanduskasvu taastumine tugineb kaupade ekspordile, siis on SKP aastatel 2010–2012 keskmiselt vähem maksurikas kui enne kriisi. Samas hoiavad aastatel 2009–2010 tehtud maksutõusud üldise maksukoormuse suhteliselt stabiilsena 34–35% tasemel SKPst. Aastal 2010 on erakorraliste ja ajutiste meetmete, nagu vara müük ning dividenditulu väljavõtmine, mõju veel endiselt suur. Hiljem hakkab tulused suurendavate erakorraliste meetmete mõju kiiresti vähenema. Keskvalitsuse eelarvetulusid toetavad jätkuvalt suured laekumised Euroopa Liidu eelarvest.

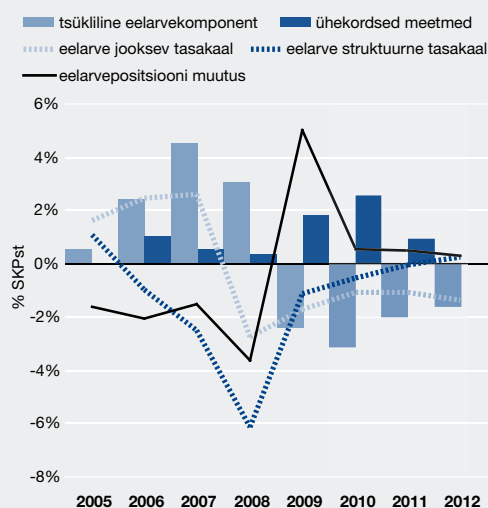
#### Eelarve tasakaal ja võlg<sup>8</sup>

Valitsus on seadnud eesmärgiks taastada koondeelarve ülejääk võimalikult kiiresti. Prognoosiperioodil ei ole selle eesmärgi saavutamine ilma lisameetmeid võtmata siiski võimalik. Tulused suurendavate erakorraliste meetmete



<sup>8</sup> Sūgisprognoosis on kasutatud uut meetodikat, mis võtab arvesse rahvusvaheliste heitmekvootide kaubandusest saadud tulud ja kulud. Heitmekvootide müügi tulu parandab 2010. aasta eelarvetasakaalu 0,8 protsendipunkti võrra SKP suhtes, halvendab aga 2011. ja 2012. aasta oma vastavalt 0,2 ja 0,6 protsendipunkti võrra.

Joonis 21. Eelarvepositsiooni muutus



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

mõju järkjärguline lõppemine hoiab koondelarve nominaalse puudujäägi aastatel 2010–2012 vahemikus 1–2% SKP suhtes (vt joonis 20). Struktuurne (majandustsükli mõju ja erakorralisi tulusid arvesse võttes) eelarvetasakaal paraneb aga pidevalt ning jõuab prognoosiperioodi lõpuks ülejääki (vt joonis 21).

Kuigi koondelarve puudujääki on seni rahastatud peamiselt headel aegadel kogutud reservidest, hakkas 2009. aastal kasvama ka valitsussektori võlakoormus. Selle põhjus on soov hoida ebakindlas majandusolukorras suuremaid likviidsusreserve. Reservijuhtimise strateegia põhjal jätkub võla kasv kogu prognoosiperioodi jooksul. Rahvusvahelises võrdluses võib aga Eesti võlakoormust selle kiirele kasvule vaatamata pidada väikseks. 2010. aasta keskel moodustas valitsussektori võlg ligikaudu 7% SKP suhtes ning keskvalitsus oli endiselt (neto)laenuandja.

## VÕLAKOORMUSE MÕJU KESKMISE PERSPEKTIIVI MAJANDUSKASVULE

Enne ülemaailmset majandus- ja rahanduskriisi iseloomustas Eesti majandust laenumahu kiire kasv, mille tulemusena suurenes oluliselt Eesti ettevõtete ja eraisikute võlakoormus. Seda kinnitab tõsiasi, et Eesti ettevõtete laenukoormus (laenud pankadelt ja teistelt ettevõtetelt) ületas euroala keskmist ja Eesti eraisikute laenukoormus jõudis euroala riikide keskmisele tasemele üsna lähedale<sup>1</sup>.

Mitmes uurimuses on leitud, et võlakoormuse kõrge tase ja/või võlakoormuse kiire kasv muudavad majanduslanguse sügavamaks ja pikemaks<sup>2</sup>. Samamoodi on ettevõtteid puudutavates uurimustes leitud, et kõrge võlakoormus pärsib ettevõtete käibe ja investeeringute kasvu ning uute töötajate palkamist. Kõrge võlakoormusega ettevõtted on sunnitud majanduslangusele kiiremini reageerima. Näiteks müügi vähenedes kärbib kõrge võlakoormusega ettevõtted investeeringuid ja töötajate arvu kiiremini kui madala võlakoormusega ettevõtted<sup>3</sup>.

Samas on ebaselge, millisel määral avaldab majanduslangusele eelnenud võlakoormuse kasv ja selle tase mõju majanduskasvule pärast majanduslanguse lõppu. Majandusteoorias võib esile tuua kaks protsessi, mille kaudu võib kõrge võlakoormus mõjutada majanduskasvu negatiivselt:

- 1) võla ülekoormus (ingl k *debt overhang*) ja 2) võladeflatsioon (ingl k *debt deflation*).

Ettevõtte võla ülekoormuse all mõeldakse olukorda, kus ettevõtte võlad on sedavõrd suured, et

<sup>1</sup> Eurostati andmetel ulatus Eesti ettevõtete laenukoormus 2007. aastal 110%ni SKPst (euroalal 82%) ja Eesti eraisikute laenukoormus 48%ni SKPst (euroalal 61%).

<sup>2</sup> Vt nt King (1994), Claessens, Kose ja Terrones (2008) ning Uusküla, Luikmel ja Kask (2005).

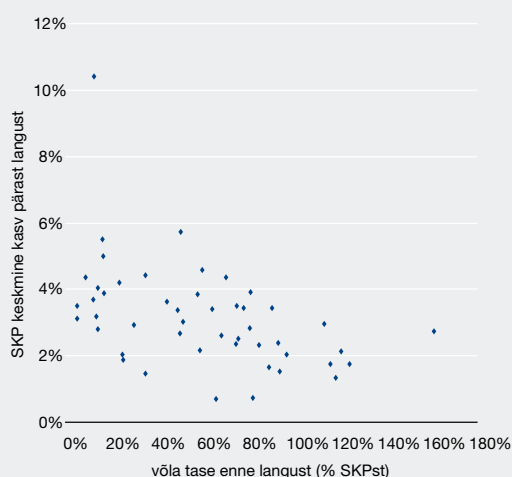
<sup>3</sup> Vt nt Sharpe (1994).

uutest investeeringutest teenida loodetav kasum läheb varem võetud kohustuste tasumiseks. Sellest tulenevalt ei ole rahastajad huvitatud selle ettevõtte uute kasumlike investeeringute finantseerimisest. Majanduse jaoks tervikuna tähendab investeeringute vähenemine majanduskasvu aeglustumist.

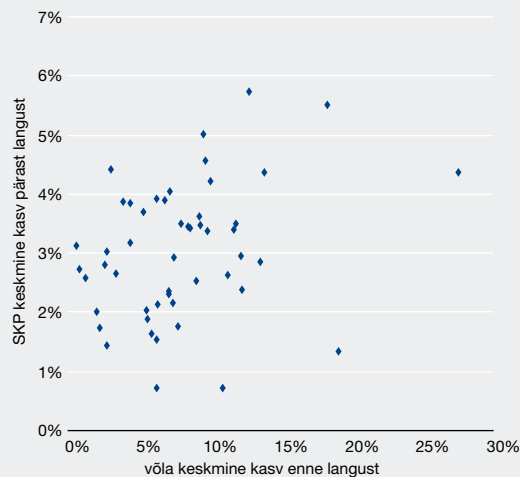
Võla deflatsiooni võib kirjeldada kui spiraali, kus hindade langus (deflatsioon) tõstab majapidamiste ja ettevõtete reaalselt laenukoormust. Et kõrget laenukoormust vähendada, peavad ettevõtted ja eraisikud vähem investeerima ja tarbima ning müüma oma varasid. Vähene investeerimine ja tarbimine ning varade müük süvendavad hinnalangust veelgi, mis omakorda suurendab reaalselt võlakoormust. Võla deflatsiooni oht ja selle negatiivne mõju majanduskasvule on seda suurem, mida kõrgem on võlakoormus.

Selleks, et paremini mõista võlakoormuse taseme ja kiire kasvu võimalikku mõju Eesti keskmise perspektiivi majanduskasvule, viidi Eesti Pangas 2010. aastal läbi uurimus, milles vaadeldi seost majanduslanguse-eelse võlakoormuse ja selle kasvu ning langusfaasi lõpule järgneva perioodi majanduskasvu vahel. Analüüsis kasutati andmeid 31 OECD<sup>4</sup> ning 20 areneva<sup>5</sup> riigi kohta ajavahemikul 1960. aasta I kvartal kuni 2007. aasta IV kvartal. Määratleti riikide majanduslanguse episoodid ning vaadeldi võla kasvu ja taset nelja aasta jooksul enne majanduslangust ning majanduskasvu langusele järgnenud 2–20 kvartali jooksul. Võlanäitajana vaadeldi kodumaiste finantsasutuste antud laene mittefinantsettevõtetele ja majapidamistele.

**Joonis a. Võla tase enne langust ning SKP keskmine kasv pärast langust**



**Joonis b. Võla keskmine kasv enne langust ning SKP keskmine kasv pärast langust**



<sup>4</sup> Ameerika Ühendriigid, Austraalia, Austria, Belgia, Eesti, Hispaania, Holland, Iirimaa, Island, Itaalia, Jaapan, Kanada, Korea, Kreeka, Luksemburg, Mehhiko, Norra, Poola, Portugal, Prantsusmaa, Rootsi, Saksamaa, Slovakkia, Soome, Šveits, Taani, Tšehhi, Türgi, Ungari, Uus-Meremaa ja Ühendkuningriik.

<sup>5</sup> Argentiina, Brasiilia, Egiptus, Filipiinid, Hiina, Iisrael, India, Indoneesia, Jordaania, Kolumbia, LAV, Malaisia, Maroko, Pakistan, Peruu, Tai, Taiwan, Tšiili, Venemaa ja Venetsueela.



Uurimusest selgus, et võlakooormuse tase ja selle kasv enne majanduslangust mõjutavad majanduskasvu pärast langust vähesel määral. Joonisel a on näha, et mida suurem on olnud võla tase enne kriisi (horisontaaltelg), seda aeglasem on majanduskasv peale kriisi (vertikaaltelg). Riikide kasvupotentsiaali arvesse võtvast regressioonanalüüsist ilmneb, et 50 protsendipunkti võrra suurem võlakooorm SKP suhtes enne langust põhjustab 0,3 protsendipunkti võrra väiksema keskmise majanduskasvu.

Joonisel b on horisontaalteljel võla kasv enne kriisi ja vertikaalteljel majanduskasv peale kriisi. Vastupidiselt ootusele on võlakasvu ja majanduskasvu vahel (nõrk) positiivne seos. Mida kiirem on olnud võlakasv enne, seda kiirem on majanduskasv peale kriisi. Isegi kui võtta arvesse riikide kasvupotentsiaali, siis positiivne seos küll väheneb, kuid ei kao.

Tulemused viitavad sellele, et majanduskasvu määravad eeskätt muud tegurid peale võlakooormuse või selle kasvu. Riigid, kes kasvasid kiiremini enne majanduslangust, kasvavad ka peale majanduslanguse lõppu rohkem. Samas on võlakooormuse taseme negatiivne mõju eratarbimisele peaaegu kaks korda suurem kui mõju majanduskasvule. Eeskätt tuleneb see asjaolust, et võlakooormuse vähendamiseks tuleb piirata tarbimist.

Teiste riikide kogemus viitab seega sellele, et võlakooormuse tase ja kasv enne majanduslangust ei avaldada määravat mõju Eesti keskmise perspektiivi majanduskasvule.

### **Kasutatud kirjandus**

Claessens, S., Kose, M. A., Terrones, M. E., (2008). What Happens During Recessions, Crunches and Busts? IMF Working Paper, 08/274, detsember.

King, M., (1994). Debt deflation: Theory and evidence. *European Economic Review*, 38, 419–445.

Sharpe, S. A., (1994). Financial Market Imperfections, Firm Leverage, and the Cyclicity of Employment. *The American Economic Review*, 84. aastakäik, 4, september, 1060–1074.

Uusküla, L., Luikmel, P., Kask, J., (2005). Critical Levels of Debt? Working Papers of Eesti Pank, 3.

### **Pangandussektor ja majanduse rahastamine**

#### **Laenupakkumine**

Rahvusvaheline finantskeskkond on küll kriisist taastumas, kuid Euroopa panganduse haavatavus pole veel lõplikult taandunud. Kevadsuvine Kreeka võlakriis andis Euroopa finantsturgudele täiendava tagasilöögi, mistõttu tekkisid turgudel uued kartused Euroopa pangandussektori riskipositsioonide suuruse ja olemuse suhtes. Euroopa Pangandusjärelevalve Komitee (CEBS) tehtud pangandussektori tugevusanalüüsides

tulemuste avalikustamine siiski leevendas neid kartusi mõnevõrra. Lisaks usaldamatusele ja reaalsektori kõrgele krediidiriskile mõjutavad Euroopa panganduse väljavaateid järelevalve-reeglite jätkuv karmistamine, laenukahjumite ulatuslik mahakandmine pankade bilanssidest nii 2010. kui ka 2011. aastal, aga ka võimalik erasektori võlakirjade väljatõrjumine finantsturgudelt valitsussektori võlakirjade poolt. Seega püsib pankade likviidsus- ja rahastamisolukord pingeline ning soosib ettevaatlikku lähenemist ja finantsvõimenduse vähendamist, ehkki keskpankade leebe rahapoliitika toetab likviidsust.

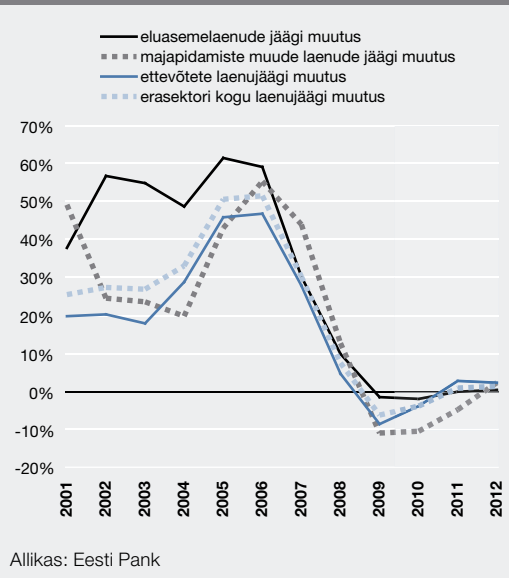
Põhjamaade pangandussektor on Kesk- ja Lõuna-Euroopaga võrreldes mõnevõrra paremas olukorras ning see on aidanud rahvusvahelisi pingeid siinsest regioonist eemal hoida. Grupi tasandil on meie pangagrupidel kapitali praegu piisavalt, mida näitavad ka CEBSi tugevusanalüüside tulemused. Samuti on välisinvestorite ja -institutsioonide hinnangud Eesti riskide suhtes 2010. aasta teisest kvartalist alates paranenud. Seda mitte üksnes euro tuleku, vaid ka kardestust väiksemate laenukahjumite ja majandusaktiivsuse taastumise tõttu. Seega pole Eesti pankadel grupisisest riigispetsiifilisi piiranguid laenuõudluse rahastamisel, samas kui nõrgema kapitalipositsiooniga emapankadel võib rahvusvahelist konteksti arvestades olla keerulisem täiendavat krediidiriski võtta.

Nagu kevadprognoosis eeldasime, on siinsed pangad jätkanud konservatiivse joone hoidmist ega kipu veel kuigi aktiivselt uusi laene väljastama (vt joonis 22). Selleks, et laenamisaktiivsus kasvaks, peaksid Eesti majandusolukord (ekspordi ja ettevõtete rahavoogude kasv) ja sellega seotud riskihinnangud veelgi paranema ning mõningal määral ka tagatisvaradega seotud riskid vähenema. Realsektori laenude riskipremia on püsinud 2009. aasta alguse taseme lähedal. Arvestades praegust madalat laenuõudlust, pole Eesti pankadel eriti ajendit omavahel konkurentsi suurendada. Laenude kättesaadavus ja tingimused võivad leeveneda siis, kui üldine majandusolukord paraneb. Samuti võivad riskipremia alandamist mõnevõrra pidurdada Eesti seadusandluse (nt võlakaitse seadus) muudatused.

### Laenuõudlus

Laenuõudluse areng vastab kevadel prognoositud tule. Ehkki kolmandas kvartalis on uute laenude käibe maht pisut kasvanud, osaliselt suuremate ühekordsete sündikaatlaenude toel, on laenuõudluse aktiivsus üldiselt väga madal. Laenuõudluse taastumise kiirus sõltub ennekõike majandusaktiivsuse ning ettevõtete ja majapidamiste ootuste paranemisest.

Joonis 22. Laenujäägi muutus aasta arvestuses



Ettevõtete kindlustunde paranemise ilmingud on juba olemas. Samuti on pangad täheldanud ettevõtjate suurenenud huvi kinnisvara arendamise ja ehitamise vastu, mis võib lähiaastatel moodustada taas märkimisväärse osa pankade laenukäibest. Samas suudavad ettevõtted investeringuid osaliselt rahastada ka oma siseressurssidest. Näiteks on ettevõtete finantsvarade maht viimase poole aasta jooksul majandusaktiivsuse elavnedes ja kasumite kosudes suurenenud. Samuti võib mõnes, eelkõige sisenõudlusele suunatud majandussektoris, olla rakendamata tootmisvõimsuse näol veel sisevarusid. Seetõttu võib eeldada, et äriettevõtete laenuõudlus ei taastu prognoosiperioodil järsult, vaid pigem järk-järgult. Kuigi 2010. aasta lõpus võib ettevõtete laenukäive mõnevõrra kasvada, kahaneb nende võlakoormuse tase SKP suhtes eelkõige tehniliste tegurite toel veel ka sel aastal.

Äriühingute laenuõudluse puhul tuleb lisaks kodumaisele rahastamisele arvestada otse-laenamisega välismaalt. Nimelt viitab värskeim maksebilansistatistika sellele, et ettevõtted on hakanud taas rohkem laenuvahendeid kaasama

otse välismaalt või emaeettevõtete rahastamiskeemide kaudu. Kui reaalsektori laenude riskipremia kahaneb Põhjamaades jätkuvalt kiiremini kui Eestis, on tõenäoline, et välisrahastamise osakaal, mis laenubumi ajal märkimisväärselt väheneb, hakkab lähiaastatel taas kasvama. Milliseks kujuneb eelseisva perioodi välisrahastamise osatähtsus sisemaise laenamise suhtes, sõltub eelkõige sellest, milliseks kujuneb suhteline (intressi)eelis emaeettevõtte kaudu laenamise võrreldes Eestist laenamisega.

Kindlustunde taastumine hakkab suurendama ka majapidamiste laenuõudlust. Seda pidurdab aga tööturu keeruline olukord ja sissetulekute aeglane kasv. Kui kindlustunde suurenebki, ei kiirene laenumahu kasv ruttu, sest kriisikogemus on teinud majapidamised ettevaatlikumaks ning säästetakse rohkem kui buumiaastatel. Teisalt tuleb arvestada, et viimaste aastate ebakindlas olukorras on edasi lükatud mitmeid tarbimis- ja investeerimisotsuseid, mida kindlustunde kasvades võidakse ellu viima hakata. Nii nagu ettevõtete puhul, võib ka majapidamistelt eeldada laenamisaktiivsuse mõningast kasvu juba selle aasta teisel poolel. Lähiaastate laenukäive jääb aga kindlasti tunduvalt madalamaks kui buumiaastatel.

## **PÕHIPROGNOOSI OHUD**

Maailmamajandus on küll tagasi kasvuteel, kuid finants- ja eelarvekriisi (järel)mõju annab endiselt tunda. Seetõttu on väliskeskond endiselt aldis uutele tagasilöökidetele, mis võivad soodustada mitme ohu ilmumist. Eesti majanduse välja-vaade on aastatagusega võrreldes paranenud, kuid ebakindlus pole veel kadunud.

Väliskeskonna riskid on jätkuvalt seotud oodatust aeglasema majanduskasvuga järgnevatel aastatel, mis suure tõenäosusega tähendab ka väiksemat välisõudlust Eesti jaoks. Selle ohu lähtekohaks on paljudes riikides valitsussektori eelarve ohjamise probleemid. Samas ei saa

välistada, et lähiajal, eelkõige just lähikuudel, võib välisõudlus ajutiselt olla oodatust hoopis kõrgem. Kevadest saadik mitu korda tõusnud ja taas langenud toormehinnad võivad samuti prognoositust kiiremini kasvada. Selle tulemusel võib väliskeskonna inflatsioon osutuda kõrgemaks, mõjutades paratamatult hinnatõusu ning majandusaktiivsust ka Eestis.

Välisraekasvu oodatust kiirem aeglustumine võib Eesti jaoks kaasa tuua vajaduse kulusid kärpida, et pidada kinni 2013. aastal eelarvetasakaalu jõudmise eesmärgist<sup>9</sup>. Meie praeguse hinnangu kohaselt võib ekspordikasvu aeglustumine 1 protsendipunkti võrra tuua kaasa eelarvepositsiooni halvenemise ligikaudu 0,2 protsendipunkti ulatuses SKPst võrreldes prognoosi põhistsenaariumiga. Eesti majanduse jaoks oleks turvalisem eelarvepuudujäägist võimalikult kiiresti vabaneda, eriti arvestades, et rahvusvahelise eelarvekriisi käigus on turgude sallivus lõdva eelarvekorra suhtes märgatavalt kahanenud.

Ka Eesti majandus kätkeb mitut ohtu, mis võivad viia prognoosi ekslikkuseni. Kevadel eeldasime palkade ja hindade jätkuvat alanemist 2010. aastal, kuid viimased andmed viitavad hoopis vastupidisele. Seepärast peame sügisprognoosis üheks ohuilminguks majanduse piiratud nominaalset kohandumist. Senine palga- ja hinnalangus on majanduse stabiliseerumisele küll kaasa aidanud, kuid ei tõenda esialgu veel seda, kuivõrd see toetab majanduskasvu jaoks tarvilikku uute investeeringute ja töökohtade juurdevoolu. Pealegi on märkimisväärne osa varasematel aastatel sisenõudlust teenindanud tootmisteguritest endiselt kasutuseta. 2010. aasta teises kvartalis lõppes pikka aega kestnud palgalangus. Kogumajanduse tasandil jäi palgamuutus tootlikkuse kasvust siiski kaugel maha. Arvestades väga suurt töötust, võib ometi kahtluse alla seada, kuivõrd õigustatud on osades

<sup>9</sup> Uuendatud konvergenstprogramm 2010, lk 37.

sektorites 10%ni ja isegi kõrgemale ulatuv palgakasv ning kas see ei või olla struktuurse tööpuuduse ilming. Mida rohkem suureneb struktuurne tööpuudus, seda madalamaks osutub majanduse kasvuvõimekus, sest sobilike töötajate leidmine on üha raskem, mis omakorda avaldab survet palkade tõstmiseks. Palgakasv ei kahjusta ettevõtete konkurentsivõimet lähiajal, küll aga võib seda teha kaugemas tulevikus.

Eesti jooksevkonto ülejääk muutub prognoosiperioodil väikeseks puudujäägiks. Kui kriisikogemus ununeb kiiresti ja säästumäär langeb majanduses oodatust enam, suudab Eesti sisenõudlus majanduskasvu hoogustada. Kiirem majanduskasv toimub välistasakaalu halvenemise hinnaga ning jooksevkonto puudujääk võib osutada prognoosi põhistsenaariumis toodust märksa suuremaks. Lisaks omavad praeguses majandusolukorras jätkuvalt tähtsust varasemad prognoosistsenaariumid – ulatuslikum laenukoormuse vähenemine ning välisinvesteeringute sissevool.