EESTI PANK

RAHAPOLIITIKA JA MAJANDUS

3
2018

Rahapoliitika ja Majandus on neli korda aastas ilmuv Eesti Panga ülevaade, mis võtab kokku viimase aja olulisemad sündmused maailma ja Eesti majanduses. Kahel korral, juunis ja detsembris, sisaldab ülevaade ka Eesti majanduse prognoosi jooksva ja kahe järgmise kalendriaasta kohta.

Rahapoliitika ja Majanduse numbreid saab lugeda Eesti suuremates avalikes raamatukogudes ja Eesti Panga veebilehel http://www.eestipank.ee.

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

Koostanud	Andres Saarniit, Birgit Strikholm, Eva Branten, Gertrud Koiduste, Helen Ljadov, Ilmar Lepik, Kaspar Oja, Katri Urke, Kristo Aab, Lenno Uusküla, Orsolya Soosaar, Rasmus Kattai, Sulev Pert, Taavi Kimmel, Taavi Raudsaar
Trükis	ISSN 1736-7859
Võrguväljaanne	ISSN 2504-6004
Toimetanud	Kaja Kährik, Villu Känd
Kujundus ja kaas	Urmas Raidma
Trükikoda	Kuma Print

SISUKORD

SISSEJUHATUS 4

VÄLISKESKKOND 5
- MAAILMAMAJANDUS 5
- EUROALA 7
- Taustinfo 1. Euroala rahapoliitiline keskkond 8
- EESTI PEAMISED KAUBANDUSPARTNERID 10

EESTI MAJANDUSKONJUNKTUUR 13
- MAJANDUSAKTIIVSUS 13
- Taustinfo 2. Kui tugevalt mõjutab Eestit euroala rahapoliitika? 15
- SISENÕUDLUS 17
- VÄLISTASAKAAL JA KONKURENTSIVÕIME 19
- Taustinfo 3. Kaubanduspiirangute mõju Eestile rahvusvaheliste väärtusahelate kaudu 20
- TÖÖTURG 22
- HINNAD 24
- Taustinfo 4. Tarbijate hinnatajust ja hinnaootustest 25
- VALITSEMISSEKTOR 26

MÕISTESELGITUSI 27

SISSEJUHATUS

Alates selle aasta kevadest on paljud riigid pidanud kohanema laienevate kaubandustõketega, kuid vähemalt seni pole need maailmamajanduse kasvu suutnud halvata. Tõsi, majanduskasv maailmas tervikuna suvekuudel mõnevõrra aeglustus, kuid osaliselt põhjustas seda tavapärane majandustsükli jahenemine. Ehkki kasvuhoog on veidi raugenud, on nõudlus välisturgudel siiski suurenenud. See kajastub ka Eesti majanduses, kus kaupade ja teenuste eksporditulu on märgatavalt kasvanud.

Statistikaameti hiljutine majandusstatistika revisjon kinnitab varasemaid oletusi, et Eesti majanduskasv ei kiirenenud järsult 2017. aastal, vaid hoogustus juba varem. See on paremas kooskõlas tööjõupuuduse süvenemisega, mis on ettevõtetele juba pikemat aega muret teinud. Paraku ei peegelda tööturg üksnes majanduse elavnemist, vaid ka ettevõtete vähest huvi tootmise tõhustamise ja investeeringute vastu. Eriti paistab see silma väiksema tootlikkusega tööstusharudes, kus vaba tootmisvõimsust on küll väheks jäänud, kuid seda pole asutud ka investeeringutega juurde looma. Kui varem võis sellist käitumist selgitada kindlusetusega tuleviku ees, siis praegu on arvatavasti põhjuseks vananenud tehnoloogial põhineva tootmistüübi vähene perspektiivikus ning raskused uuele tehnoloogiale üleminekul. Kõrgema tootlikkusega harudes investeeritakse rohkem ja see viib ka ressursside, sh tööjõu ümberpaiknemisele. Ettevõtlussektoris tervikuna on kapitalimahutus hoolimata väga headest rahastamistingimustest siiski nii väike, et laseb aimata parandamist vajavaid kitsaskohti siinses ettevõtluskeskkonnas.

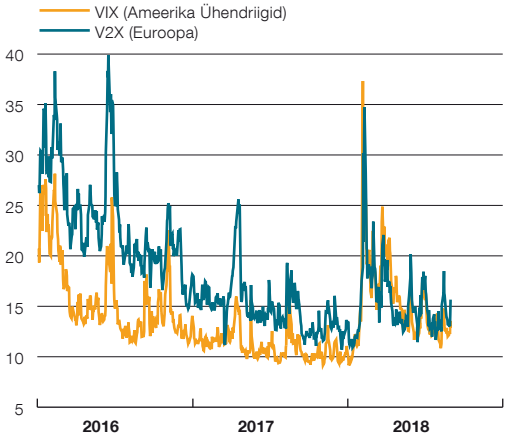
Ettevõtlussektori väheste investeeringute ja majapidamiste varasemast kõrgema säästumäära tõttu on jooksevkonto püsinud ülejäägis ja Eesti on muu maailma suhtes olnud netolaenuandja. Eesti sissetulekutase on endiselt madalam kui Euroopa Liidu keskmine, mistõttu võiks pigem oodata, et kiirema kasvu ja kõrgema tulutaseme saavutamiseks võetakse investeeringute rahastamiseks pigem ise ajutiselt laenu. Selle asemel on aga pinged kogunenud tööturule. Töötuse määr üks läbi aegade madalamaid ja palgakasv ei näita erilisi vaibumise märke. Kui võtta arvesse seda, et osa praegustest töötutest on töövõimereformi käigus tööturule sisenenud inimesed, kes pole seni veel tööd leidnud, oleks töötuid selle reformi mõjuta veelgi vähem. Enneolematult madal töötuse määr on selge märk Eesti majanduse tsüklilisest kõrgseisust. Ühtlasi annab see mõista, et praeguseks saavutatud majanduskasv ei rajane püsival alusel ja oodata on kasvu vaibumist.

VÄLISKESKKOND

MAAILMAMAJANDUS

Maailmamajandus on suvekuudel endiselt üsna jõudsalt kasvanud. Varasem kiire kasvuhoog on siiski raugenud, kuna üleilmse tööstustoodangu ja kaubandusmahu kasv on aeglustunud ja majanduse kasvutsükkel jõudnud küpsesse faasi. Kasv on ka nii riikide kui ka piirkondade lõikes ebaühtlasem, eriti kui võrrelda eelmise aasta lõpuga (vt tabel 1). Suvel põhjustasid üleilmsetel finantsturgudel heitlikkust uute kaubanduspiirangute ja sanktsioonide rakendamine mitme riigi poolt ning geopoliitilised pinged (vt joonis 1). Reaalmajandusele pole need siiski veel nähtavat mõju avaldanud. Üleilmne majandusaktiivsuse koondindeks on nõrgenenud, eelkõige uute tellimuste vähenemise tõttu. Ettevaates on kasvanud majanduskasvu järsu aeglustumise risk.

Joonis 1. Ameerika Ühendriikide ja Euroopa aktsiaturgude volatiilsusindeksid



Märkus. Viimane vaatlus 31.08.2018.
Allikas: Bloomberg.

Arenenud riikides oli teises kvartalis majanduse kasvutempo varieeruv. Ameerika Ühendriikides on majanduskasv avaliku sektori toel üha kiirenenud, kuid euroalal, Ühendkuningriigis ja Jaapanis mõnevõrra aeglustunud. Selleks on erinevaid põhjusi, erakorralistest ilmastikuoludest ja kaubandustõkete poolt põhjustatud ebakindlusest sisepoliitiliste valikuteni. Vaatamata suuremate riikide keskpankade varasemast karmimale rahapoliitikale on rahastustingimused endiselt leebed ja ka aktsiahinnad on arenenud riikides üldiselt kasvanud.

Arenevates riikides on probleemid kohati süvenenud. Kaubanduspingete tõttu on üleilmsetel finantsturgudel endiselt märgata arenenud riikide turvaliste varaklasside eelistamist, mõõdukat kapitali väljavoolu arenevatelt turgudelt ja mitme areneva riigi (Türgi, Argentiina, Brasiilia, India jt) valuuta odavnemist, mis viitab selgelt ebakindluse suurenemisele. Neis riikides on üldjuhul jooksevkonto defitsiit, välisvõlg ning avaliku või erasektori võlakoormus suur. Olulisemate arenevate riikide nagu Hiina ja ka mitme naftat eksportiva riigi majanduskasv on sellele vaatamata olnud stabiilne või toormehindade kasvu või suuremate avaliku sektori kulutuste najal isegi kiirenenud.

Hiina majandusele pole USA kõrgemad imporditariifid veel olulist ebasoodsat mõju avaldanud. Majanduse aastakasv oli teises kvartalis peaaegu sama kui esimeses kvartalis, ulatudes 6,7%ni. Tootmine küll vähenes, kuid väliskaubandus on endiselt elav ja ekspordikasv kiire (11,8%). Ka import kasvas suvekuudel jõudsalt, sest ehkki Hiina suurendas omapoolse vastumeetmena imporditariifi Ameerika Ühendriikide kaupadele, alandas ta mitme muu riigi toodete tollimakse. Sisemajanduses jätkab valitsus agaralt meetmete rakendamist finantssektori riskide ja võlakoormuse vähendamiseks. See peaks ettevaates tagama majanduse senisest tasakaalustatuma arengu. Samas teevad kaubanduspiirangud Hiina jaoks majanduskasvu eesmärkide saavutamise raskemaks.

Tabel 1. SKP aastakasv eri majanduspiirkondades aastatel 2012–2018 %

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 I kv*	2018 II kv	2018
Maailmamajandus	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2	3,8			3,9
Arenenud riigid	1,2	1,3	2,1	2,3	1,7	2,3			2,4
Arenevad riigid ja arengumaad	5,4	5,1	4,7	4,3	4,4	4,8			4,9
Euroala	-0,9	-0,3	1,2	2,1	1,8	2,4	2,5 (0,4)	2,2 (0,4)	2,2
Ameerika Ühendriigid	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,3	2,6 (0,6)	2,9 (1,0)	2,9
Hiina	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,9	6,8 (1,4)	6,7 (1,8)	6,6
Jaapan	1,5	2,0	0,4	1,4	0,9	1,6	1,1 (-0,2)	1,0 (0,5)	1,0
Ühendkuningriik	1,5	2,1	3,1	2,3	1,9	1,8	1,2 (0,2)	1,3 (0,4)	1,4

* Kasv võrreldes eelmise aasta sama kvartaliga (sulgudes võrreldes eelmise kvartaliga); 2018 on WEO prognoos.
Allikad: IMF World Economic Outlook Update (juuli 2018), OECD, Eurostat, riikide statistikaametid.

Ameerika Ühendriikide majanduse seis on praegu hea. Majanduse aastakasv kiirenes teises kvartalis 2,9%ni tänu tugevale sisenõudlusele ja suurtele avaliku sektori kulutustele. Üsna üllatavalt on USA valitsuse poolt kehtestatud imporditollid avaldanud väliskaubandusele suvel soodsat mõju, sest kaubanduspartnerite vastumeetmete hirmus suurendati eelruttavalt kaubamahtusid. Näiteks kasvas sojaubade eksport Hiinasse. Ettevaates hakkab aga USA majanduse kasvuhoog pigem raugema, sest imporditollid vähendavad kokkuvõttes välisnõudlust ning suuremad eelarvekulutused ja maksulangetused on planeeritud ajutisena. USA tööstustoodangu kasv oli juunis-juulis küll kiire ja ettevõtete kindlustunne on tugev, kuid tööstussektori aktiivsusindeks[1] on järk-järgult nõrgenenud. Suuresti on selle põhjuseks kasvanud sisendihinnad, tarneahelate tõrked ning impordimaksude võimalik kahjustav mõju. USA tarbijate olukord on seevastu soodne, sest töötuse määr on väga madal, 3,9% juures, ning palga aastakasv kiirenenud pea 5%ni. See väljendub ka tugevates kindlustundeindeksites[2] ning jõudsas jaemüügi kasvus. Sellega kooskõlas püsib ka hinnakasv kiire, 2,9% juures.

Jaapani majanduskasv on jäänud mõõdukaks. Tarbijakulutuste ja ettevõtete investeeringute toel püsis majanduse aastakasv 1% juures. Seni majandust toetanud ekspordikasv on suvel veidi aeglustunud ja kaubanduspiirangute tõttu väheneb eksport Ameerika Ühendriikidesse. Mitmed Jaapani tööstuspiirkonnad kannatasid suvel üleujutuste ja kuumalaine tõttu ning tööstustoodangu kasv aeglustuski juulis üsna järsult. Uued eksporditellimused on vähenenud ja toormehindade kiirem kasv on kergitanud sisendihindasid. Seetõttu on töötleva tööstuse aktiivsusindeks[3] nõrgenenud. Endiselt pole Jaapanis näha kindlamaid märke palgakasvu kiirenemisest – palga aastakasv küündis küll juunis korraks 3,3%ni, kuid aeglustus augustis taas. Töötus on aga erakordselt madal, 2,4%. Tööandjaid kimbutavale tööjõupuudusele oodatakse abi tehisintellekti ja tehnoloogia laiaulatuslikumast kasutuselevõtust ning naiste hõive suurendamisest. Toiduhindade kiire kasvu tõttu on hinnakasv jõudnud pea 1% juurde.

Ühendkuningriigi majanduse käekäik paranes veidi tänu majapidamiste tarbimise suurenemisele. Teises kvartalis kiirenes majanduse aastakasv 1,3%ni. Ka ekspordikasv püsis suvel kiire ja väliskaubanduse puudujääk vähenes. Naela kurss on viimastel kuudel teiste peamiste valuutade suhtes üha odavnenud, sest kasvanud on risk, et Ühendkuningriik lahkub Euroopa Liidust ilma kaubandusleppeta. See muudaks kaubandussuhted keerulisemaks. Samas soodustab odavam vahetuskurss eksporti. Tootmine väheneb aga suvel mitmendat kuud järjest. Ka töötleva tööstuse aktiivsusindeks[4] juunis-juulis nõrgenes, sest ettevõtete kindlustunnet[5] vähendavad imporditollid, sise- ja välispoliitiline segadus Brexiti ümber ning kerkinud sisendihinnad. Kahanenud on ka uued tellimused ja ettevõtted mainivad üha teravamat tööjõunappust. Tarbijad on endiselt ebakindlad[6] tuleviku suhtes, kuigi tööpuudus püsib väga madal, 4% juures, ning hõive määr on kõrge. Ebakindluse põhjuseks võib olla palgakasvu aeglustumine viimastel kuudel. Inflatsioon seevastu kiirenes juulis üle mitme kuu 2,5% juurde mitmesuguste teenuste kallinemise tõttu.

Arenenud riikide aktsiahinnad tõusid. Nii arenenud riikide aktsiaindeks MSCI World kui ka Ameerika Ühendriikide aktsiaturgude liikumist kajastav S&P 500 indeks kasvasid juulis suuresti tänu ettevõtete heade majandustulemuste avalikustamisele. Aktsiaturge toetab endiselt ka arenenud riikide püsiv majanduskasv. Ka Euroopas aktsiahinnad juulis valdavalt tõusid, kuid augustis hakkasid need langema peamiselt poliitiliste lahkhelide tõttu Itaalia eelarve üle. Mitme areneva riigi, sealhulgas Hiina aktsiaindeksid on augusti algusest langenud eeskätt kaubandus- ja valuutaturgude pingete tõttu (vt joonis 2).

Riskivabade riigivõlakirjade intressid suve lõpu poole langesid. Kui Jaapani keskpank teatas

1 United States Manufacturing PMI, IHS Markit.

2 University of Michigan Consumer Sentiment.

3 Japan Manufacturing PMI, IHS Markit.

4 The IHS Markit/CIPS UK Manufacturing PMI.

5 The CBI Business Optimism indicator.

6 The Gfk Consumer Confidence index.

juulis pikemaajaliste võlakirjade ostude vähendamisest, hakkasid Jaapani ja mitme teise arenenud riigi, nagu Ameerika Ühendriikide, Kanada jt võlakirjade intressimäärad kasvama. Augustis aga arenevate turgude pingete süvenemisel riskikartlikkus üleilmsetel finantsturgudel jällegi suurenes ning nii Ameerika Ühendriikide, Saksamaa, Jaapani kui ka Ühendkuningriigi 10-aastase riigivõlakirja intressid langesid. Euroopas kasvasid poliitiliste segaduste tõttu taas Saksamaa ja mõne Lõuna-Euroopa riigi (Itaalia ja ka Kreeka) valitsuse võlakirjade intressivahed.

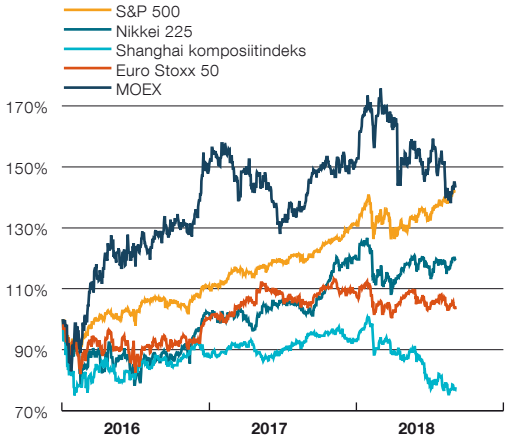
Toorainete hinnad liikusid eri suundades. Brenti nafta hind langes juulist augusti keskpaigani kaubandussõja eskaleerumise ja tootmismahtude kasvu tõttu mitmel pool maailmas. Augusti lõpuks aga kasvas nafta hind uuesti pea 78 dollarile barreli eest, kuna Iraani naftapakkumine on sanktsioonide tõttu vähenenud. Metallide hinnad on samuti langenud eelkõige ebakindluse tõttu üleilmse majanduskasvu jätkumise suhtes. Põllumajandustoormetest on seevastu kasvanud teravilja hinnad, sest erakordselt kuum suvi põhjapoolkeral on kahjustanud saaki (vt joonis 3).

EUROALA

2018. aasta esimesel poolel on euroala majanduskasv olnud stabiilne, kuid aeglasem kui möödunud aastal. Eurostati hinnangul püsis majanduse kvartalikasv teises kvartalis 0,4% juures, suuresti tänu Saksamaa oodatust parematele majandustulemustele. Aastakasv aga aeglustus 2,2%ni. Kasvu veab jätkuvalt eratarbimine ning soodsate rahastamistingimuste toel on kasvanud ka investeeringud. Netoeksport oli teist kvartalit järjest majanduskasvu piduriks. Siiski ei ole veel üleliia põhjust seda seostada praegu rahvusvahelises kaubanduses valitsevate pingetega, kuna see on tingitud pigem impordi järsust kiirenemisest kui ekspordi vähenemisest. Samas survestab euroala eksportööre euro vahetuskurss, mis esimese kvartaliga võrreldes on küll mõnevõrra odavnenud, kuid siiski 4–5% kõrgem kui eelmisel aastal samal ajal (vt joonis 4).

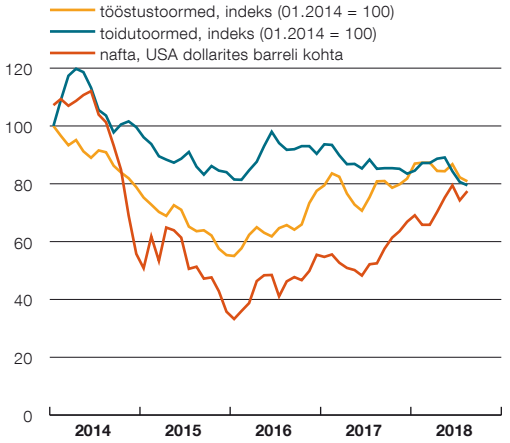
Viimaste kuude majandusaktiivsuse indeksid lubavad oodata kasvu jätkumist enam-vähem sarnases tempos ka kolmandas kvartalis. Markiti avaldatav ostujuhtide aktiivsusindeks (PMI)

Joonis 2. Suuremad aktsiaindeksid (03.01.2016 = 100%)



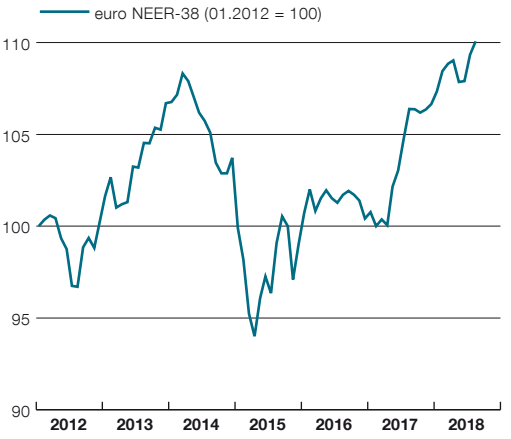
Märkus. Viimane vaatlus 4.09.2018.
Allikas: Bloomberg.

Joonis 3. Toormete hinnaindeksid ja nafta hind USA dollarites



Allikad: HWWI, Reuters, Bloomberg.

Joonis 4. Kaubanduspartnerite struktuuriga kaalutud euro efektiivne vahetuskurss



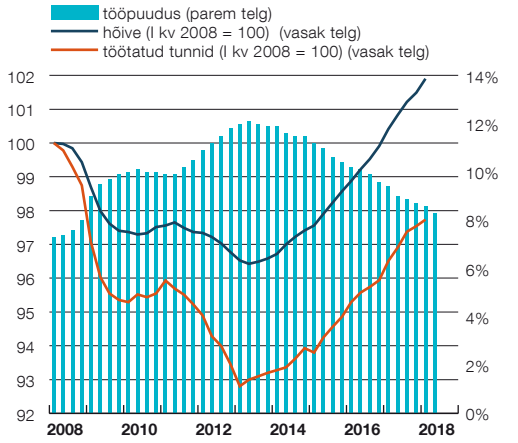
Allikas: Euroopa Keskpank.

on püsinud alates märtsist enam-vähem samal tasemel, mis lubab oodata 0,4–0,5% SKP kvartalikasvu. Nii ettevõtete kui ka tarbijate kindlustunne on erinevate näitajate põhjal lähiminevikuga võrreldes endiselt tugev, kuid aina kindlamalt joonistub välja tasane, ent selge langustrend.

Tööjõupuudus pitsitab euroala järjest kõvemini. Töötuse määr langes teises kvartalis 8,3%le, mis on madalaim näitaja alates 2008. aastast (vt joonis 5). Hõive kasv püsis 0,4% juures ning küsitlustulemused näitavad, et ettevõtted plaanivad töötajaid ka edaspidi juurde palgata. Tööjõupuudust peetakse euroalal järjest olulisemaks tootmist takistavaks teguriks. Eriti tugevalt kammitseb see riike, kus töötuse määr on väga madal, nagu Saksamaa, Holland ja ka Eesti. Palgakasv on tasapisi kiirenenud, mis on kooskõlas teiste arengutega tööturul. Viimastel kuudel on kiirenenud ka üldine hinnakasv, mis peaks palgakasvu ka edaspidi ülal hoidma.

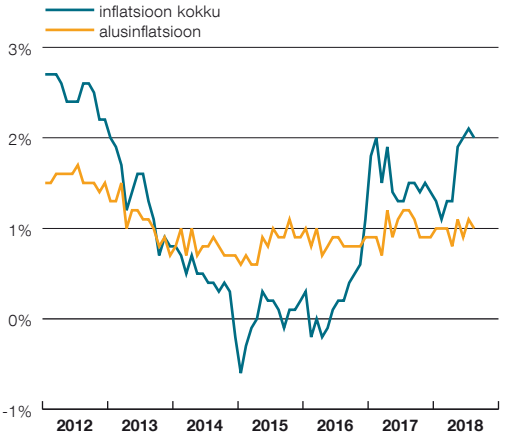
Hinnakasv on olnud ajutiste tegurite toel eesmärgist pisut kiirem. Euroala inflatsioon kerkis juulis energia ja teenuste hindade kasvu najal 2,1%ni, mis on kiireim kasv alates 2012. aasta lõpust (vt joonis 6). Augustis kasvutempo aeglustus 0,1 protsendipunkti võrra, sest nii energiahindade kasv kui ka alusinflatsioon jäid veidi tagasihoidlikumaks. Inflatsiooni väike aeglustumine vastas turu ootustele. Alusinflatsioon ehk hinnakasvu püsivam komponent on aasta algusest peale püsinud 1% ümber. Pikemaajalised (viie aasta) inflatsiooniootused on euroala SPF uuringu järgi[7] endiselt ankurdatud 1,9% juures. Inflatsiooni püsimist eesmärgi lähedal toetab euroala leebe rahapoliitika (vt taustinfo 1).

Joonis 5. Euroala hõive ja tööpuudus



Allikas: Eurostat.

Joonis 6. Euroala inflatsioon



Allikas: Eurostat.

7 ECB Survey of Professional Forecasters https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/index.en.html

Taustinfo 1. Euroala rahapoliitiline keskkond

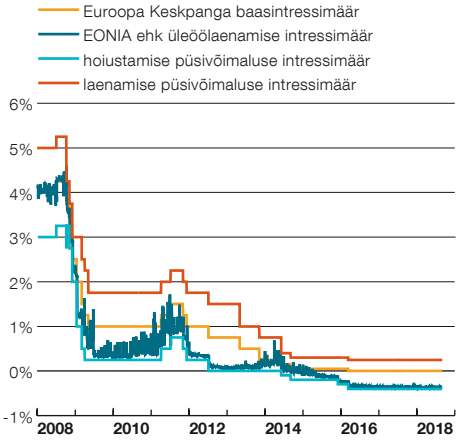
Eurosüsteemi rahapoliitika eesmärk on säilitada euroala hinnastabiilsus. Euroopa Keskpanga 2018. aasta septembris tehtud majandusprognoosi kohaselt kiireneb inflatsioon 2020. aastaks 1,7%ni.[8] Hinnakasvu hoogustavad rahapoliitika meetmed ja euroala tugev majandus. Euroopa Keskpanga nõukogu on 2018. aasta esimesel kolmel kvartalil hoidnud rahapoliitilised intressimäärad majandus- ja rahaliidu kõigi aegade madalaimal: põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäär on 0,00%, laenamise püsivõimaluse intressimäär 0,25% ja hoiustamise püsivõimaluse intressimäär –0,40% (vt joonis T1.1). Nõukogu eeldab, et need püsivad praegusel tasemel

8 Euroopa Keskpanga pressikonverents 13. septembril 2018.

ka vähemalt 2019. aasta suveni ning igal juhul seni, kuni see on vajalik, et tagada inflatsiooni jätkusuutliku arengu püsimine.

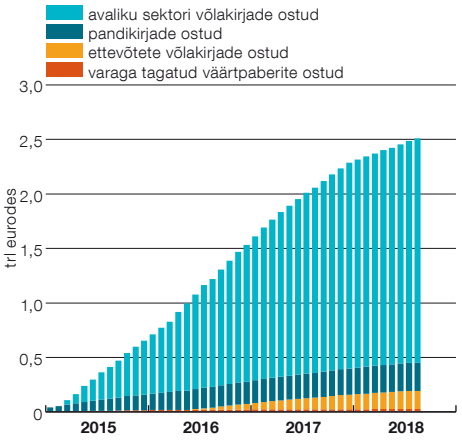
Lisaks madalatele intressimääradele on eurosüsteem kehtestanud teisigi rahapoliitilisi meetmeid, et rahastamistingimuste leevendamise ja laenupakkumise elavdamisega veelgi jõulisemalt kindlustada hinnastabiilsuse eesmärgi saavutamist ja rahapoliitiliste otsuste mõju ülekandumist majandusse. Varaostukava raames ostetakse 2018. aasta jaanuarist septembrini varasid igakuiselt 30 miljardi euro eest ning oktoobrist detsembrini 15 miljardi euro eest. 2018. aasta lõpus netoostud lõpetatakse. Nõukogu kavatseb jätkata meetme raames juba varem soetatud ja tähtaegunud väärtpaberitelt laekuvate põhiosa tagasimaksete reinvesteerimist pikema aja jooksul pärast netovaraostude lõppu. Eurosüsteemi jaoks on see väga vajalik, kuna nii pakutakse pikemaajalist rahapoliitilist tuge ja soodsaid likviidsustingimusi. Meetmete oodatav mõju euroala majandusele ja inflatsioonile avaldub keskpika aja jooksul.

Joonis T1.1. Eurosüsteemi rahapoliitilised intressimäärad ja EONIA



Märkus. Viimane vaatlus 31.08.2018.
Allikas: Euroopa Keskpank.

Joonis T1.2. Eurosüsteemi varaostukava portfelli maht



Märkus. Viimane vaatlus 31.08.2018.
Allikas: Euroopa Keskpank.

Rahapoliitiliste meetmete abil oli eurosüsteemi konsolideeritud bilanss augusti lõpul 4,6 triljonit eurot ehk 2,2 korda suurem kui 2014. aasta sügisel ning bilansimaht moodustab euroala SKPst 41%. Varaostukava reinvesteerimine aitab hoida bilansimahu enam-vähem samal tasemel veel mõnda aega. 31. augusti seisuga oli varasid ostetud kokku 2,5 triljoni euro eest (vt joonis T1.2). Enim, 2,1 triljoni euro väärtuses, on portfellis avaliku sektori võlakirju, millest Eesti Panga kumulatiivsed netoostud moodustasid 2018. aasta augusti lõpu seisuga 5,4 miljardit eurot.

Euroala rahapakkumise keskmine aastakasv püsib tugev ning oli 2018. aasta teises kvartalis laia näitaja (M3) järgi 4,1% ja kitsa näitaja (M1) järgi 7,3%. Eelmisest perioodist pisut aeglasemat kasvu mõjutasid eurosüsteemi varaostukava väiksemad ostud sel aastal. Kasv püsis juulis stabiilne. Ülimadalad intressimäärad on vähendanud ka reaalsektori tähtajalistelt hoiustelt teenitavat tulumäära, mis on euroalal keskmiselt langenud 0,2% lähedale. Ettevõtete hoiuste jäägi aastakasv oli teises kvartalis varasemast pisut aeglasem, kuid majapidamiste hoiuste jäägi kasv kiirenes. Üldiselt tehakse kogutud puhvrite toel kulutusi vajadusel väiksema välisrahastusega ja soodsas majanduskeskkonnas tarbitakse enam.

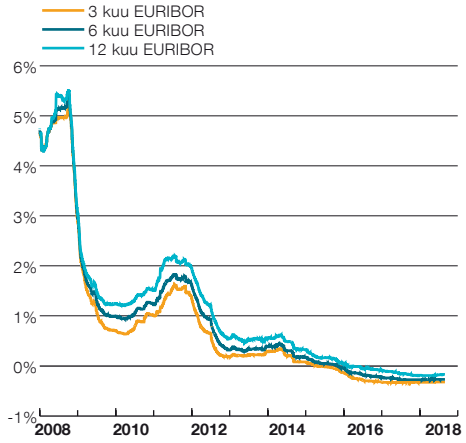
Reaalsektori laenujäägi aastakasv on alates 2015. aasta teisest poolest kiirenenud. 2017. aasta sügisest alates on nii eluaseme- kui ka ettevõttelaenude jäägi aastakasv olnud vähemalt 3%, seejuures on kiiremini kasvanud ettevõtetele laenamine. Ettevõttelaenud on kasvanud kõikide tähtaegade

arvestuses – kasvu toetab ka suurem vajadus põhivarainvesteeringute järele. Laenude intressimäärad on enneolematult madalad, keskmiselt 1,7–1,8%. Erinevused euroala probleemsete riikide ja teiste liikmesriikide vahel ning üle 1 miljoni euro ja kuni 0,25 miljoni euro suuruste laenude intressimäärade vahel on viimastel aastatel märgatavalt vähenenud.

Need muutused viitavad sellele, et rahapoliitika meetmed on parandanud laenude kättesaadavust erasektori jaoks. Euroala pankade küsitlus laenutegevuse kohta näitab, et ettevõtete ja majapidamiste laenutingimused on paranenud,[9] laenunõudlus kasvab ning krediidiasutuste lähiootused on optimistlikud. Pangad nendivad, et nende rahastamiskulud on rahapoliitika meetmete ajal vähenenud ning suurem konkurents ja madalamad riskihinnangud on laenupakkumist elavdanud. Seejuures tuleks siiski silmas pidada, et püsivalt madalad intressimäärad võivad pikemas perspektiivis pärssida pankade kasumlikkust, mis võib omakorda vähendada nende laenupakkumise võimekust ja suurendada finantsstabiilsuse riske. Selle aasta juuni lõpul oli euroala krediidiasutustel esmakordselt võimalus ennetähtaegselt tagasi maksta neid pikaajalisi suunatud laene, mida pakuti 2016. aasta juunist 2017. aasta märtsini kuni neljaks aastaks soodsa intressimääraga, et elavdada laenuandmist euroala ettevõtetele ja majapidamistele. Varase tagasimakse huvi oli väga väike (tasuti alla 3% võimalikust kogumahust), mis näitab, et pangad ootavad soodsate rahastamistingimuste ja -võimaluste püsimist. Kuna pangad kasutavad suunatud laenudega saadud raha reaalmajandusse edasi laenamiseks, kasvab endiselt ka laenupakkumine majapidamistele ja ettevõtetele.

Lühiajalised rahaturu intressimäärad püsivad euroala leebe rahapoliitika mõjul kõigi aegade madalaimal tasemel. Finantsinstrumentides kajastuvad lühiajaliste intressimäärade ootused on endiselt tagasihoidlikud ja see hoiab madalal ka pikaajalisi intressimäärasid. EONIA jäi juunist augustini vahemikku –0,35% kuni –0,37%, seega vaid veidi kõrgemale hoiustamise püsivõimaluse intressimäärast. 3 kuu, 6 kuu ja 12 kuu EURIBOR olid augusti lõpul vastavalt –0,32%, –0,27% ja –0,17% ning on püsinud veebruari lõpu tasemel (vt joonis T1.3). Rahaturu tulukõvera kuju iseloomustav 1 kuu ja 12 kuu EURIBORi vahe on sama suur kui mais, mis näitab, et turuosaliste ootused rahapoliitiliste intressimäärade tõusu suhtes ei ole muutunud.

Joonis T1.3. Euroala rahaturu intressimäärad



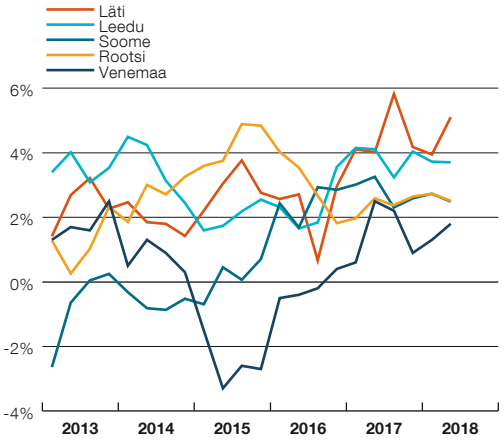
Märkus. Viimane vaatlus 31.08.2018.
Allikas: Bloomberg.

9 Euroala pankade laenutegevuse uuringus käsitatakse laenutingimuste muutusena laenutingimusi (näiteks marginaale, tagatisi) karmistanud või leevendanud pankade osatähtsuse varieerumist. Negatiivse netomäära korral on suurem osa pankadest tingimusi leevendanud.

EESTI PEAMISED KAUBANDUSPARTNERID

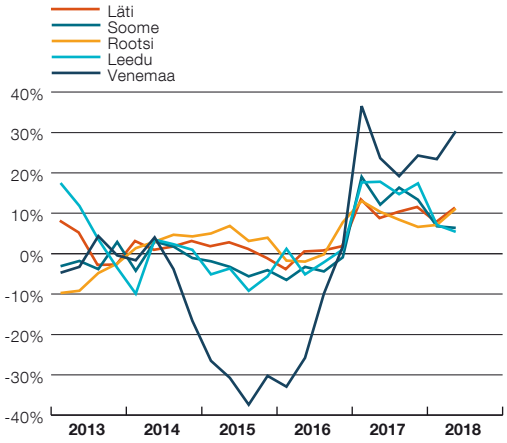
Läti ja Leedu majanduskasv on kiire. Läti majanduse aastakasv kiirenes 2018. aasta teises kvartalis 5,3%ni ning Leedu majandus kasvas 3,8% (vt joonis 7). Ka kvartalite arvestuses jätkas majandus hoogsat kasvu, mõlemas riigis mõõdeti kvartalikasvuks 0,9%. Majanduskasv tugineb suurel määral kodumaisele nõudlusele. Majapidamiste sissetulekute kiire kasv suurendab eratarbimist ja jaekaubandust ning ka investeeringud kasvavad tempokalt. Eelkõige on investeeringuaktiivsus suur ehitussektoris, mis peegeldab muu hulgas euroraha toel tehtavate taristuinvesteeringute kiiret kasvu. Lisaks kasvavad jõuliselt kaubaeksport (vt joonis 8) ja töötlev tööstus. Ka tööturu näitajad on head: Lätis jätkas tööpuudus teises kvartalis vähenemist (vt joonis 9) ning töö-

Joonis 7. Kaubanduspartnerite SKP aastane muutus



Allikas: Eurostat.

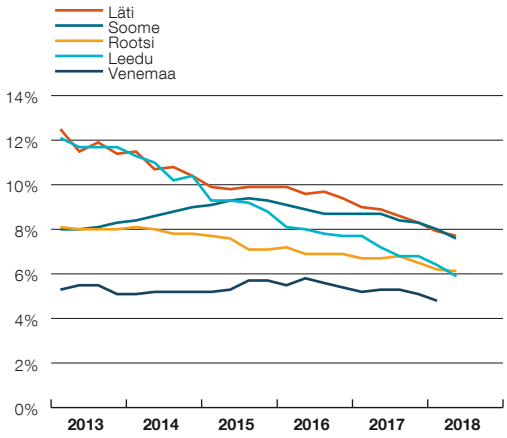
Joonis 8. Kaubanduspartnerite aastane ekspordikasv



Allikas: Reuters.

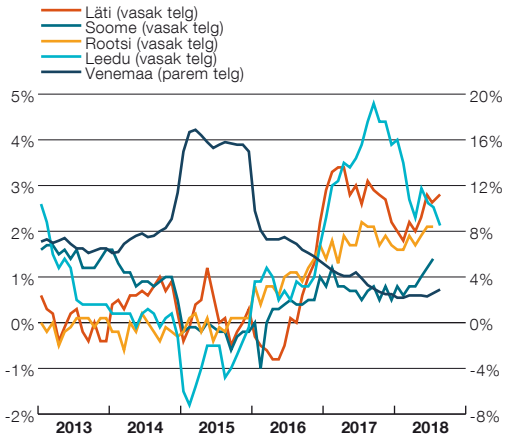
jõus osalemise määr oli esimeses kvartalis kõrgem kui kunagi varem. Leeduski oli esimeses kvartalis tööhõives osalejate arv läbi aegade suurim ning töötuse määr langes teises kvartalis märgatavalt. Hoolimata kiirest majanduskasvust on Läti rändesaldo püsinud juba aastaid negatiivne, kuid Leedus ületas eelmisel aastal sisseränne väljarännet. Lätis on inflatsioon olnud viimasel poolaastal võrdlemisi stabiilne, augustis kallines tarbijakorv aastaga 2,8% (vt joonis 10). Leedus aga taandus tarbijahindade aastakasv augustis 2,1%ni. Nii Lätis kui ka Leedus on märgatavalt aeglustunud teenuste hinnatõus.

Joonis 9. Kaubanduspartnerite töötuse määr



Allikad: Eurostat, OECD.

Joonis 10. Kaubanduspartnerite inflatsioon



Allikas: Eurostat.

Põhjanaabrite konjunktuur on hea. Teises kvartalis mõõdeti nii Soome kui ka Rootsi SKP aastakasvuks 2,5%. Mõlema riigi majandus kasvas ka võrreldes eelmise kvartaliga. Majanduskasv põhines teises kvartalis peamiselt investeeringutel ja kodumajapidamiste tarbimisel. Lisaks suurele kodumaisele nõudlusele on kõrge ka Soome ja Rootsi väliskaubandusaktiivsus: mõlema riigi kaubaekspordi väärtus suurenes esimesel poolaastal aastatagusega võrreldes märgatavalt. Soome tööstussektori kasv püsib hoogne, kuid ehitussektorit piirasid teises kvartalis Ehitusliidu kollektiivlepingu läbirääkimiste nurjumisest tulenenud streigipäevad. Rootsi töötlev tööstus kasvas esimesel poolaastal kõigis harudes ning hoolimata langustrendist ületab tööstuse ostujuhtide indeks kasvule viitavat 50 punkti taset. Põhjanaabrite tööturu olukord on samuti hea: tööpuudus väheneb ja tööjõus osalejate arv jätkas hoogsat kasvu. Inflatsioon püsib mõlemas riigis vaos, juu-

lis oli tarbijahindade aastakasv Soomes 1,4% ja Rootsis 2,1%. Ehkki Rootsi majandus on heas hoos ja inflatsioon veidi kiirenenud, on keskpanga rahapoliitika püsinud leebe ning muu hulgas seetõttu on kroon langenud ligi kümne aasta nõrgimale tasemele.

Venemaa majandus jätkab aeglast taastumist. Majanduse aastakasv kiirenes teises kvartalis 1,8%ni, samas esimesel poolaastal tervikuna mõõdeti majanduskasvuks vaid 1,6%. Investeeringud ja tarbimine suurenesid esimesel poolaastal võrreldes eelmise aastaga - muu hulgas tänu jalgpalli MM-le - kuid samas oli ehitussektor ikka languses. Kuigi töötleva tööstuse aastakasv oli teises kvartalis hoogne, on sektori aktiivsusindeks (PMI) viimastel kuudel taandunud alla 50 punkti taseme. Ekspordi väärtus kasvas teises kvartalis aastaga ligi kolmandiku võrra, kuid lõviosa kasvust tulenes nafta kõrgemast hinnast ning toornafta väljaveomaht samal ajal vähenes. Gaasi ja metallitoodete ekspordimaht teises kvartalis siiski suurenes. Reaalpalga kasv toetab majapidamiste tarbimist ning jaekaubandusettevõtete müügimaht on viimasel poolaastal stabiilselt kasvanud. Augustis kiirenes tarbijahindade aastane tõus viimase aasta kõrgeimale tasemele 3,1%. Suurema inflatsioonisurve ning 2019. aasta alguses jõustuva käibemaksutõusu tõttu kergitas Venemaa keskpank septembri keskpaigas baasintressimäära 7,5% tasemele. Augusti alguses USA valitsuse poolt Venemaale kehtestatud sanktsioonide täiendamine viis langusse Moskva börsi RTS indeksi. Ka rubla nõrgenes kahe viimase aasta madalaimale tasemele.

EESTI MAJANDUSKONJUNKTUUR

MAJANDUSAKTIIVSUS

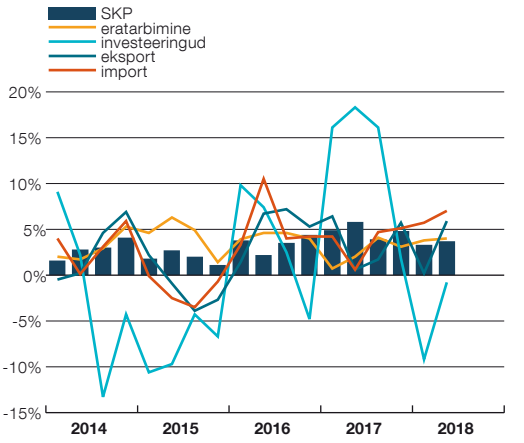
Eesti majanduskasv on viimastel aastatel olnud kiire ja ületanud potentsiaalse majanduskasvu hinnangut. Kiire kasv jätkus ka teises kvartalis, kui majandus kasvas 2017. aasta teise kvartaliga võrreldes 3,7% ja 2018. aasta esimese kvartaliga võrreldes 1,4%. Kasvu soosivad endiselt leebe raha- ja eelarvepoliitika ning ka tugev väliskeskkond (rahapoliitika mõju kohta vt taustinfo 2).

Majanduse head käekäiku varjutab aga ettevõtete investeeringute langus ja seda vaatamata sellele, et nõudlust jätkub – nii eksport kui ka eratarbimine kasvasid teises kvartalis SKPst kiiremini ja andsid suure osa majanduskasvust (vt joonis 11). Investeeringute vähesus on murekoht, sest see piirab tootlikkuse kasvu ja seeläbi majanduse pikaajalist arengut. Osalt võib ettevõtete vähest investeerimist selgitada eluasemeturu elavnemisest ja valitsussektori investeeringute suurenemisest tingitud ressursinappusega, sest avalik ja erasektor konkureerivad ju samade ressursside (tööjõu, aga ka seadmete, maa kütuse jne) pärast. Kuna vähenenud on aga ka investeeringud tervikuna, on ettevõtete investeeringute languse põhjuseid tõenäoliselt veel. Välistada ei saa ka seda, et ettevõtete investeeringud on lihtsalt statistikas alahinnatud, kuna seda on ka varem juhtunud.

SKP kasvu andsid teises kvartalis panuse pea kõik majandussektorid (vt joonis 12). Suurim osa kasvust lähtus küll ehitussektorist, mis peegeldab eluasemeinvesteeringute kiiret kasvu majanduse nõudluspoolel, kuid ka ekspordisektor kasvas jõudsalt. Seda näitab töötleva tööstuse ning veonduse ja laonduse sektori lisandväärtuse kiire kasv. Teenindussektoris kasvasid kiiresti suure tootlikkusega tegevusalad nagu äriteenused (kutse-, teadus- ja tehnikaalane tegevus) ning info ja side.

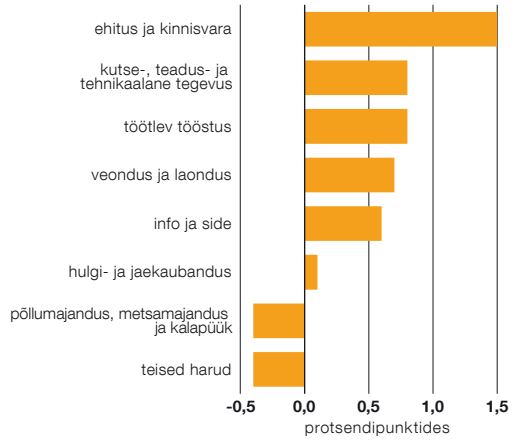
Juunis ja juulis on aga töötleva tööstuse kasv aeglustunud. Juulis kasvas tööstustoodang möödunud aasta juulikuuga võrreldes küll ligi 4%, kuid suure osa sellest andsid põlevkiviga seotud harud – elektri- ja põlevkiviõli tootmine (vt joonis 13). Tööstusettevõtete küsitlus on näidanud, et hinnang viimaste kuude toodangule oli töötleva tööstuse ettevõtetes juulis ja augustis märksa tagasihoidlikum kui mais või juunis. Samas on lähikuude toodangu ootused jätkuvalt optimistlikud.

Joonis 11. SKP ja selle komponentide aastakasv



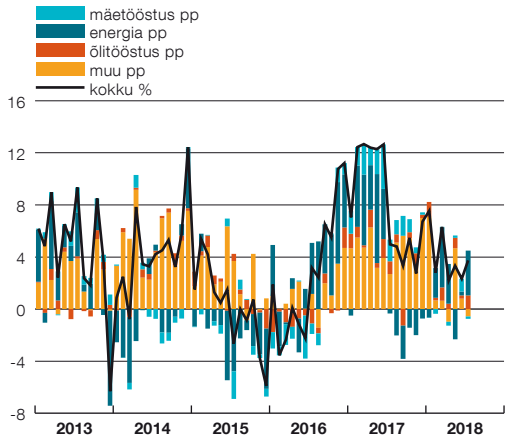
Allikas: statistikaamet.

Joonis 12. Tegevusalade panus SKP kasvu 2018. aasta II kvartalis



Allikas: statistikaamet.

Joonis 13. Tööstustoodangu aastane muutus



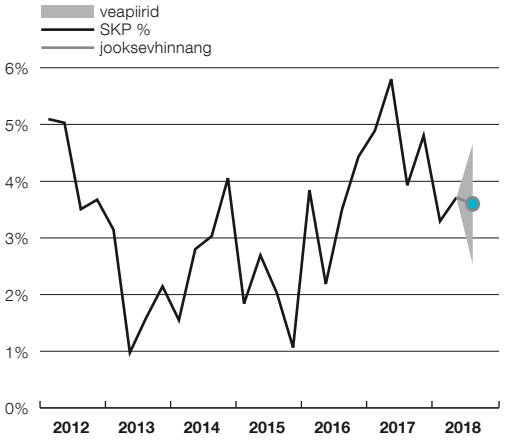
Allikad: statistikaamet, Eesti Pank.

Lootusrikkalt vaadatakse lähitulevikku mitte üksnes tööstussektoris, vaid kogu majanduses. Majandususaldusindeks, mis kirjeldab ettevõtjate ja tarbijate ootuseid lähikuude suhtes, püsib varasemate aastatega võrreldes kõrge. Eesti Panga majanduskasvu kiirhinnangu mudel, mis kasutab sisendina mitmesugust lühiajalist statistikat, lubab praegu eeldada majanduskasvu jätkumist kolmandas kvartalis ligilähedaselt samas tempos (vt joonis 14). Kolmanda kvartali majanduskasvu võib siiski pidurdada erakordselt soe ja põuane suvi, mis vähendas lisandväärtust põllumajandussektoris, aga võis avaldada mõju ka teistele harudele.

Kasvuvõimalusi ahendavad pakkumispoolsed piirangud, sealhulgas kimbutab ettevõtjaid tööjõupuudus, kuna majanduskasv on juba mõnda aega ületanud jätkusuutlikku taset. Tööjõupuudus mõjutab enim majandusharusid, kus tootlikkus on väike ja palgad keskmisest madalamad (vt joonis 15). Tööjõupuudusega kaasnev surve palkade kiireks tõstmiseks võib vähendada selliste majandusharude ekspordivõimet. Konkurentsivõime probleeme pehmendab tõenäoliselt see, et väikese tootlikkusega majandusharud on samamoodi surve all ka teistes Kesk- ja Ida-Euroopa riikides, mille tootjatega Eesti tootjad konkureerivad.

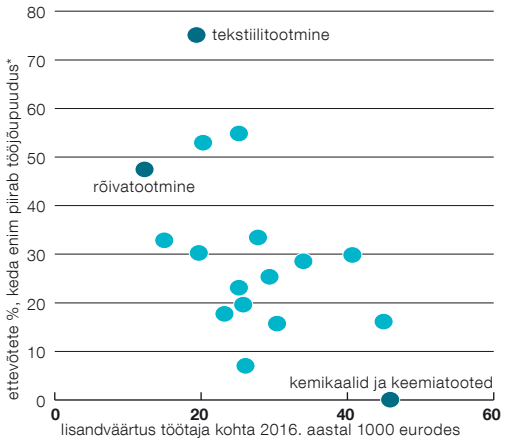
Palgasurve ei too tingimata kaasa tööjõupuuduse all kannatavate harude kapitalimahukamaks muutumist. Sellistes majandusharudes on ühtlasi vähe vaba tootmisvõimsust (vt joonis 16). Tööjõupuudus ei pruugi seega näidata pelgalt inimeste puudust, vaid ka tootmismastaabi vähesust võrreldes turu nõudlusega. Masinate puudus ei pane aga ettevõtteid investeerima, kuna nii mõnelgi väikese tootlikkusega tegevusalal pole tööjõu kallinemise tõttu enam Eestis perspektiivi. Väikese tootlikkusega harude investeeringud töötaja kohta on väiksemad kui suurema tootlikkusega harudes ja ka investeeringute kasv on madala tootlikkusega harudes olnud keskeltläbi aeglasem.

Joonis 14. SKP aastakasv ja jooksva kvartali hinnang



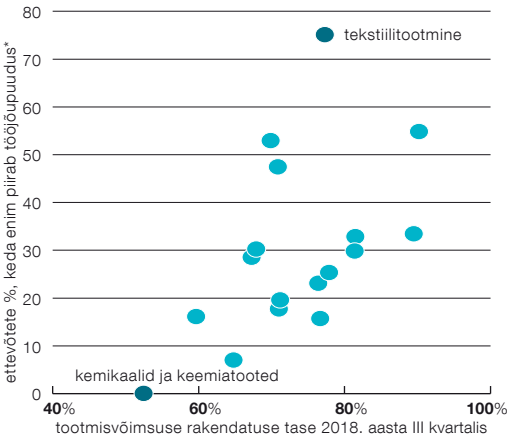
Allikas: Eesti Pank.

Joonis 15. Töötleva tööstuse harude tootlikkus ja tööjõupuudus



* 2018. a III kv andmed
Allikad: statistikaamet, Euroopa Komisjon.

Joonis 16. Tootmisvõimsuse rakendatuse tase ja tööjõupuudus töötleva tööstuse harudes



* 2018. a III kv andmed
Allikas: Euroopa Komisjon.

Taustinfo 2. Kui tugevalt mõjutab Eestit euroala rahapoliitika?

Kui suur on euroala rahapoliitika mõju Eesti majandusele? Varasemates uuringutes on leitud, et Euroopa Keskpanga rahapoliitika mõju Eestile ja ka teistele Balti riikidele on küllaltki tugev.[10] Eesti ja teiste Balti riikide majandustsüklid on olnud hüplikud ning ka rahapoliitika mõju on euroala keskmisega võrreldes väga suur.

Teoreetiliste mudelitega on seda raske põhjendada. Näiteks uus-keinsistlike stohhastiliste üldise tasakaalu mudelite puhul selgitab rahapoliitika mõju suurust paljuski hinna- ja palgajäikus. Võrreldes teiste Euroopa riikidega ei saa aga Eesti hinnad ja palgad olla nii palju jäigemad, et seletada mitmekordseid erinevusi.[11] Mõned asjaolud võivad küll rahapoliitika mõju mõnevõrra suurendada, näiteks on Eesti eluasemelaenud erinevalt paljudest teistest euroala riikidest muutuva intressiga, mistõttu võib ka rahapoliitika otsene ja kiirelt majandusse kanduv mõju olla suurem, kuid pole tõenäoline, et see selgitaks kogu erinevust.

Siinne analüüs näitab, kuidas üksikud sündmused võivad mõjutada hinnanguid rahapoliitika mõjule. Näiteks kui eraldada 2008. aastal alanud majanduskriisi periood, väheneb Eesti andmetes hinnatud rahapoliitika mõju kordades ning Eesti hinnangud ei erine statistiliselt euroala kohta tehtud hinnangutest, ehkki põhihinnangu järgi on Eesti näitajates avalduv mõju endiselt euroalast suurem.

Kuna osa rahapoliitika mõjust ei saa otseselt jälgida, kasutatakse selle hindamise ühe võimalusena statistilisi ja ökonomeetrilisi meetodeid. Sageli kasutatakse võrrandite süsteemi[12], kus rahapoliitika mõju eraldamiseks kasutatakse Taylori reeglit[13]. Eeldatakse, et samal perioodil mõjutab majanduse kulg rahapoliitika intressimäära, kuid intressimäär ei mõjuta majandust. See lähenemine toimib enamasti hästi, kuid intressimäära võrrandi jääkliikmed ei tohiks korreleeruda muude sündmustega majanduses. Kui samal ajal rahapoliitika kursi muutusega toimub majanduses mõni muu oluline sündmus, mida pole arvesse võetud, tõlgendab võrrandisüsteem sedagi rahapoliitika muutusena. Teatud korrelatsioon on igas valimis paratamatu, kuid tõsiseks probleemiks võib see osutuda lühikeste aegridade puhul, millest võib nähtuda, nagu käiksid muud majandussündmused rahapoliitika muutustega kaasas.

Joonistel T2.1 kuni T2.5 on kollase joonega näidatud rahapoliitika mõju euroalale ja Eestile keskmiselt perioodil alates 1997. aasta esimesest kvartalist kuni 2018. aasta esimese kvartalini juhul, kui 2008. aasta sündmused Eestis on eraldatud. Hinnangu 68% usalduspiirid on tähistatud punkthinnangu ümber türkiisiga.

Hinnatud mudeli järgi toob 3-kuulise Euribori intressimäära 0,25-protsendipunktine tõus euroalal keskmiselt kaasa euroala SKP languse veidi enam kui 0,4 protsenti viie aasta jooksul. Euroala SKP hinnakasv aeglustub aastaga veidi enam kui 0,2 protsendipunkti ning aasta hiljem umbes 0,1 protsendipunkti. Eesti SKP langeb viie aasta jooksul umbes 0,8 protsenti ning hinnakasv aasta-pooleteise jooksul umbes 0,5 protsendipunkti võrra.

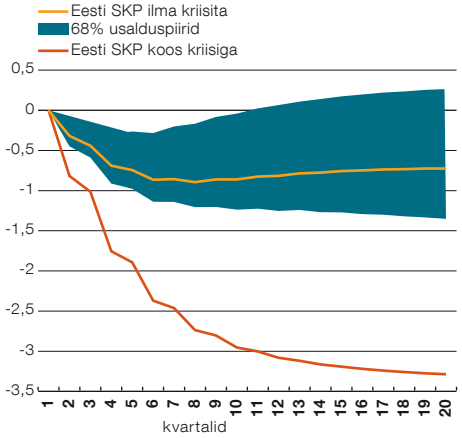
10 Vt. Errit, G. and Uusküla, L. (2014). Euro area monetary policy transmission in Estonia. Baltic Journal of Economics, 14(1-2):55-77 ja Stakenas, J. and Stasiukynaite, R. (2017). Monetary policy transmission: the case of Lithuania. Baltic Journal of Economics, 17(1):1–24.

11 Branten, E., Lamo, A., Rõõm, T. (2018). Nominaalpalkade jäikus ELi liikmesriikides enne ja pärast majanduskriisi WDNi uuringutulemuste põhjal, Eesti Panga toimetis nr 3.

12 Täpsemalt vektor-autoregressiivse ehk VAR mudeli võrrandite süsteem.

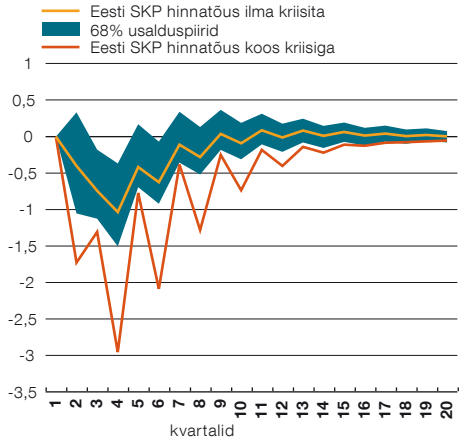
13 John B. Taylori poolt 1993. aastal välja pakutud reegel, mille kohaselt tõstab keskpank intressimäära, kui inflatsiooni- või majanduskasvu määrad ületavad tasakaaluväärtust.

Joonis T2.1. Euroala rahapoliitika keskmine mõju Eesti SKP-le %



Allikad: Eurostat, statistikaamet, Eesti Pank.

Joonis T2.2. Euroala rahapoliitika keskmine mõju Eesti SKP hinnatõusule pp

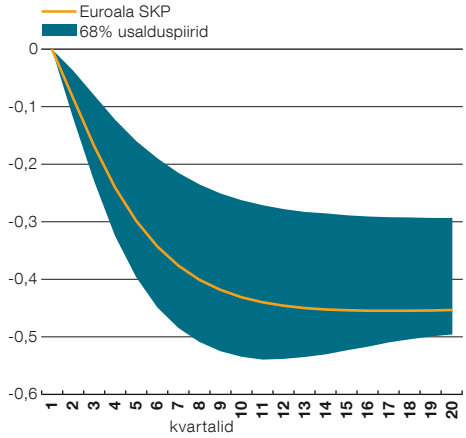


Allikad: Eurostat, statistikaamet, Eesti Pank.

Erinevused Eesti ja euroala majanduse arengutes ei ole statistiliselt olulised isegi mitte 68% usaldusnivoo juures, mistõttu ei saa väita, et mõjud statistiliselt erineksid, ehkki majanduslikult on erinevus märgatav. Mõistagi võib aga ühe väikese regiooni mõju keskmisest mõjust veidi erineda.

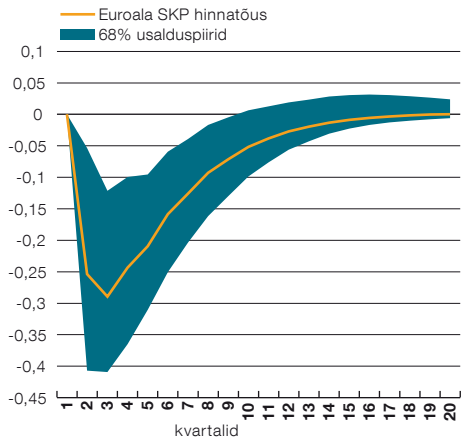
Kõik hinnangud Eesti kohta on aga oluliselt väiksemad kui oranžiga näidatud hinnangud, mis on saadud mudeliga, kus finantskriisi perioodi pole mõjust eraldatud. Sel puhul küünib Eesti SKP taseme langus isegi 2% juurde ja inflatsioon langeb enam kui 1 protsendipunkti. 2008. aastal toimunud sündmused võivad olla tõepoolest korreleeritud rahapoliitikaga.

Joonis T2.3. Euroala rahapoliitika keskmine mõju euroala SKP-le %



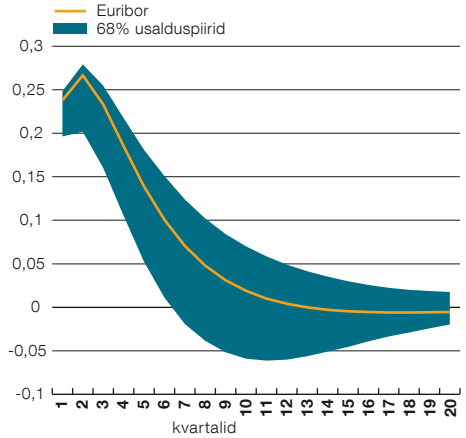
Allikad: Eurostat, statistikaamet, Eesti Pank.

Joonis T2.4. Euroala rahapoliitika keskmine mõju euroala SKP hinnatõusule pp



Allikad: Eurostat, statistikaamet, Eesti Pank.

Joonis T2.5. Euroala rahapoliitika keskmine mõju Euriborile pp



Allikad: Eurostat, statistikaamet, Eesti Pank.

2008. aastal alanud majanduslangus, mis ei olnud kindlasti põhjustatud samaaegsest rahapoliitika karmistumisest, võib mõjutada oluliselt arusaama, milline on rahapoliitika mõju.

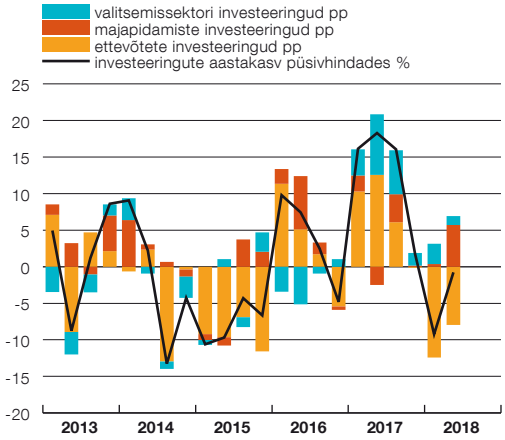
Selle hinnangu kohaselt avaldab euroala rahapoliitika Eesti majandusele endiselt märkimisväärset mõju. Ka teised olulised makromajanduse näitajad, näiteks tarbimine, investeeringud, import, eksport ja krediidinäitajad reageerivad rahapoliitika muutustele märgatavalt ning pigem tugevamalt kui vastavad euroala näitajad.

SISENÕUDLUS

Eesti sisenõudlus kasvas 2018. aasta teises kvartalis eelkõige tänu eratarbimise kiirele suurenemisele. Sisenõudluse 4,5% kasvule aitas kaasa ka mullusest suurem varude soetamine. Kapitali kogumahutus põhivarasse jäi ligikaudu aastatagusele tasemele. Investeeringud suurenesid majapidamiste ja valitsemissektoris ning vähenesid ettevõtlussektoris (vt joonis 17).

Ettevõtete investeeringud vähenesid kolmandat kvartalit järjest. Ettevõtete kapitali kogumahutus põhivarasse oli selle aasta teises kvartalis püsivhinnas 14,4% väiksem kui mullu samal ajal. Langus oli eeskätt tingitud transpordivahenditesse tehtud investeeringute vähenemisest ja enim vähenesid investeeringud veonduse ja laonduse tegevusalal. Osaliselt selgitab nii selle tegevusala kui ka ettevõtete investeeringute langust tervikuna kahe parvlaeva soetamine aasta varem, mis tõstis märgatavalt võrdlusbaasi. Seda ühekordset tehingut arvesse võtmata oli investeeringute mahu langus ettevõtlussektoris kolmandiku võrra väiksem. Kapitali kogumahutus põhivarasse vähenes järsult ka kaubanduse tegevusalal, kus mullusega võrreldes investeeriti vähem ehitistesse. Ehitus- ja kasutuslubade statistika andmetel valmis teises kvartalis poole vähem uut kaubanduspinda kui mullu samal ajal, mis on varasemat suurt kaubanduspindade ehitusmahtu silmas pidades ka ootuspärane. Kui transpordivahenditesse ja ehitistesse investeerimine vähenes, siis ettevõtete investeeringud muudesse masinatesse ja seadmetesse suurenesid ning seda tänu investeeringute kasvule tööstussektoris. Kapitali kogumahutus põhivarasse suurenes nii energeetika, mäe- kui ka töötleva tööstuse tegevusaladel, kus kokku luuakse viiendik Eesti majanduse lisandväärtusest.

Joonis 17. Kapitali kogumahutus põhivarasse



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank.

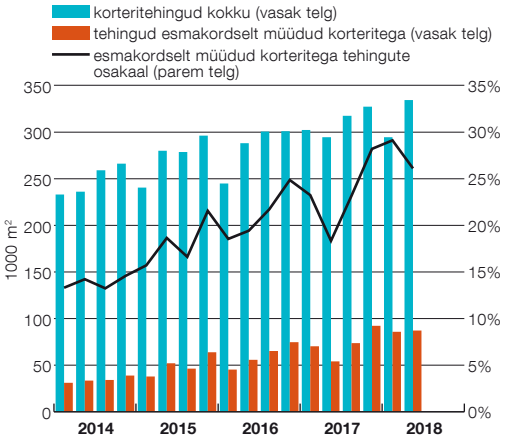
Eesti ettevõtete võimalused investeeringuid rahastada olid 2018. aasta esimeses pooles soodsad. Tänu tugevale kapitaliseeritusele ja hoiuste kiirele kasvule oli Eestis tegutsevate pankade laenupakkumise võime hea. Viimastel aastatel on suurettevõtetele aktiivselt laenavaid panku jäänud küll vähemaks, aga samas on sellistel pankadel piisavalt raha laenude andmiseks ning suurettevõtetel on head võimalused laenata ka välismaalt. Väikeettevõtetele laenavaid panku on turul rohkem. Üks-kaks panka on laenuintressimäärasid küll pisut tõstnud, kuid turul tervikuna on intressimäärad ja muud laenutingimused püsinud ligikaudu samad mis aasta eest. Ettevõtete uute pikaajaliste laenude keskmine intressimäär on 2018. aasta esimese seitsme kuu keskmisena olnud ligikaudu 2,4%. Head ligipääsu kodumaistele pangalaenudele kajastab ka siinsetest pankadest võetud laenude suhteliselt kiire kasv. Esimese seitsme kuuga väljastati uusi pikaajalisi laene ja liisinguid ligi 20% suuremas summas kui aasta varem. Samas on välismaalt laenamine ja koguvõla kasv püsinud tagasihoidlik.

Valitsemissektori investeeringute kasv teises kvartalis aeglustus. Kapitali kogumahutus põhivarasse suurenes valitsemissektoris aastatagusega võrreldes 6,1% ja kasvu tõukas tagant eelkõige valitsemissektori ehitusinvesteeringute suurenemine.

Eluasemeturg, eriti just uute eluruumide turg, oli 2018. aasta teises kvartalis väga aktiivne, mida iseloomustab ka majapidamiste eluruumidesse tehtud investeeringute 38,4% kasv. Hoonete ehitus- ja kasutuslubade statistika järgi sai teises kvartalis nii nagu ka esimeses kasutusloa viiendiku võrra rohkem uut eluruumide pinda kui mullu samal ajal. Eluasemeinvesteeringute kiire kasv peegeldab suurt nõudlust. Tänu kiirele palgakasvule on kinnisvara jätkuvalt hästi kättesaadav ja eluaseme ostuks parimas eas olevaid inimesi on praegu suhteliselt palju. Eluasemelaene pakkuvaid panku on Eestis vähe ja konkurents nende vahel tagasihoidlik. Samas on neil piisavalt vahendeid, et eluasemelaene väljastada. Uusi eluasemelaene anti 2018. aasta esimese seitsme kuuga ligi 9% suuremas summas kui aasta tagasi. Uute eluasemelaenude keskmine intressimäär on 2018. aastal pisut tõusnud, kerkides juulis üle 2,5%, ent teised laenutingimused pole märkimisväärselt muutunud. Korteritehingute keskmise ruutmeetrihinna aastakasv kiirenes maa-ameti andmetel teises kvartalis ligi 14%ni, kuid seda näitajat mõjutas ka uute, kallimate korteritega tehingute osakaalu suurenemine (vt joonis 18). Tehingustruktuuri samaks jäädes oleks kasv olnud ligi 8%. Juulis ja augustis hinnakasv esialgsetel andmetel aeglustus.

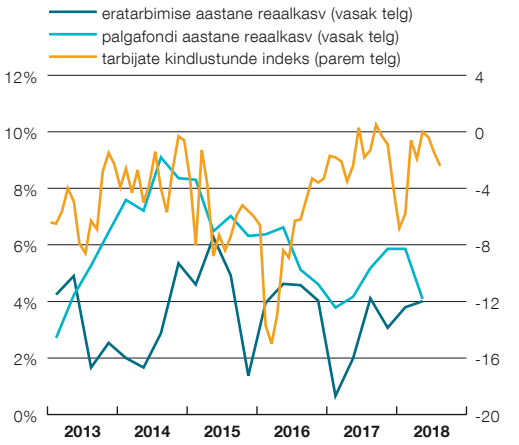
Eratarbimise aastane kasv kiirenes kolmandat kvartalit järjest. Eesti elanike eratarbimiskulutused suurenesid teises kvartalis mullusega võrreldes püsivhinnas 4,0% (vt joonis 19). Kui mitmel varasemal aastal on palgafondi kasv ületanud eratarbimise kasvu, siis selle aasta teises kvartalis suurenes eratarbimine reaalse palgafondiga samas tempos. Varasemast veidi tagasihoidlikum palgafondi kasv ei aeglustanud siiski majapidamiste väljaminekute kasvu, sest tarbijate kindlustunne tuleviku suhtes püsib väga tugev ning tänu tulumaksureformile suurenes märgatavalt kuni keskmist palka teenivate töötajate netosissetulek. Seepärast ei toonud eratarbimise kiire kasv kaasa ka säästmise vähenemist – majapidamiste hoiuste jäägi aastakasv mullusega võrreldes isegi veidi kiirenes. Jaekaubanduse müügitulu suurenes teises

Joonis 18. Müüdud ja ostetud korterite kogupind ja esmakordselt müüdud korteritega tehingute osakaal



Allikas: maa-amet.

Joonis 19. Eratarbimine



Allikad: statistikaamet, maksu- ja tolliamet, Euroopa Komisjon.

kvartalis eratarbimise kasvust aeglasemalt, sest keskmisest kiiremini suurenesid kulutused teenustele, mis jaekaubanduse alla ei kuulu – näiteks kulutused sideteenustele, haridusele, eluasemele ja vaba ajaga seotud teenustele. Heale ajale omaselt on nõudlus tarbimislaenude järele juba mõnda aega kõrge. Lisaks valitseb tarbimislaenude pakkujate seas tihe konkurents. Seetõttu püsis tarbimislaenude (sh autoliising) jäägi aastakasv 2018. aasta juulis üle 10%.

Sisenõudluse kasvule aitas teises kvartalis kaasa ka varude suurenemine. Ettevõtlussektoris oli varusid mullusest märksa rohkem kinnisvara tegevusalal, kus kogunesid lõpetamata toodangu varud. Samuti kasvasid varud töötlevas tööstuses, kus varuti toorainet ja materjali ning suurenesid lõpetamata toodangu varud.

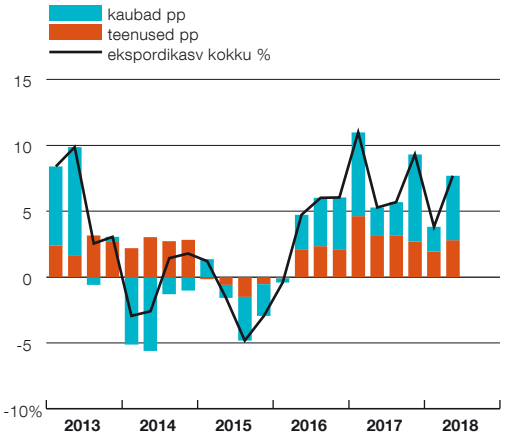
VÄLISTASAKAAL JA KONKURENTSIVÕIME

Koos majandusaktiivsuse kasvuga hakkas teises kvartalis uuesti kasvama kaubaeksport ja tänu positiivsele teenuste netoeksportile paranes välistasakaal. Teise kvartali nominaalseks ekspordikasvuks kujunes kaupadel 7,5% ja teenustel 8%, import kasvas vastavalt 8,3% ja 9,3%. Vaatamata kaubaekspordi kasvu taastumisele kaubanduspuudujääk teises kvartalis oluliselt ei muutunud ning võrreldes 2017. aasta esimese poolaastaga on nii kaupade konto puudujääk (226 mln eurot) kui ka teenuste konto ülejääk (39 mln eurot) suurenenud. Kaupade ja teenuste ekspordi kasvu panustas kaubaeksport kaks kolmandikku ning teenuste eksport ühe kolmandiku (vt joonis 20). Euroopa Liidus keskmiselt oli ELi-sisese ja ELi-välise ekspordi nominaalkasv esimesel poolaastal kokku vastavalt 5% ja 2,5% (Eesti koondnäitaja oli 4%). Jooksevkonto ülejääk oli teises kvartalis 118 mln eurot ja esimese kvartali puudujääki arvestades poolaasta kokkuvõttes tasakaalu lähedal ehk 37,6 mln euroga plussis.

Kaubaekspordi kasv on kooskõlas majanduse elavnemisega teises kvartalis ja tulenes kaubagruppide lõikes peamiselt vahetarbekaupadest. Vahetarbekaupade eksport kasvas 13% (osatähtsus kogueksportdis 59%). Kaubagruppidest kasvasid kõige enam sõiduautod ja mootoribensiin, mille (kaalumata keskmine) juurdekasv mõlema grupi peale kokku oli 20% (osatähtsus kokku ekspordis 5%). Teiste suuremate kaubagruppide eksport kasvas tagasihoidlikumalt, tarbekaupade eksport (osatähtsus 18%) vaid 1%. Teenuste konto ülejäägist andsid esimesel poolaastal suurima osa veoteenused ja muud äriteenused (mõlemad 21%), seejuures kasvas muude äriteenuste eksport 2017. aasta esimese poolaastaga võrreldes 20%. Nii teenuste ekspordi kui ka impordi kasv oli laiapõhjaline.

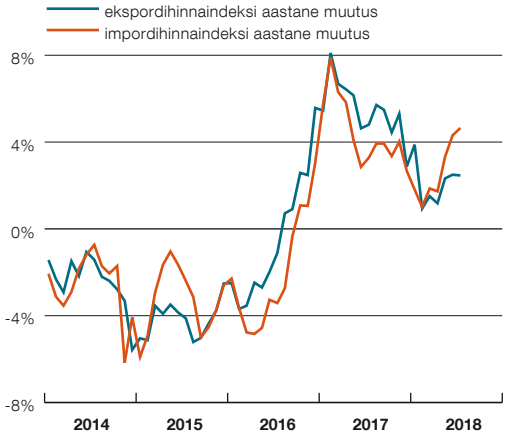
Kaupade import kasvas enim ekspordiga samades kaubagruppides, mis soodustas kaubandusdefitsiidi jäämist ligikaudu sama suureks kui esimeses kvartalis. Esmased andmed näitavad, et kapitalikaupade import langes esimesel poolaastal 2017. aasta esimese poolaastaga võrreldes 8% võrra, mis peegeldab põhivarainvesteeringute vähesust. Siiski tuleb siin arvestada kõrget võrdlusbaasi, kuna 2017. aasta esimese kvartali impordistatistika sisaldab üle 200 miljoni euro suurust ühekordset tehingut, mis vähendab baasiefekti tõttu 2018. aasta kapitalikaupade impordi kasvu.

Joonis 20. Ekspordi aastakasv



Allikas: Eesti Pank.

Joonis 21. Ekspordi- ja impordihinnad

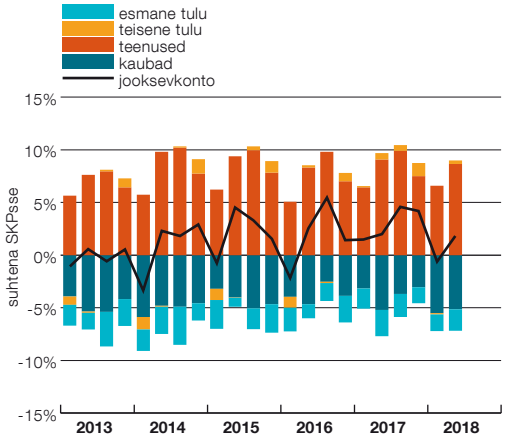


Allikas: statistikaamet.

Paralleelselt märksa väiksema kaupade ja teenuste ülejäägiga on aastatagusega võrreldes konkurentsivõime näitajad nõrgenenud. Efektiivsete vahetuskursside dünaamika näitab mõõdukat, kuid stabiilset kallinemist – nominaalne efektiivne vahetuskurss (NEER) on esimesel poolaastal tõusnud 2017. aasta esimese poolega võrreldes 2,2% ja teise poolega võrreldes 0,9%. Reaalne efektiivne vahetuskurss (REER) kallines

2018. aasta esimeses kvartalis aastatagusega võrreldes 3,9% SKP deflaatori põhise REERi järgi (tööjõukuludel põhineva REERi järgi 4,9%). Alates 2017. aasta teisest poolaastast tuleneb reaalse efektiivse vahetuskursi kallinemine nii valuutakursside liikumistest kui ka suhteliste hindade kiiremast kasvust. Kiirindikaatorid osutavad kaubandustingimuste halvenemisele alates käesoleva aasta veebruarist (vt joonis 21).

Joonis 22. Jooksevkonto



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank.

Maksebilansi jooksevkonto ja kapitalikonto summa oli esimesel poolaastal endiselt positiivne: 111 mln eurot, mis näitab, et Eesti on muu maailma suhtes jätkuvalt laenuandja staatuses (vt joonis 22). Finantskonto saldo oli tasakaalu lähedal ehk 22 mln euroga ülejäägis – sellise summa võrra olid residentide investeeringud välismaale esimesel poolaastal suuremad kui mitteresidentide investeeringud Eestisse. Kokkuvõttes finantsvoogudes suuri muutuseid ei toimunud.

Taustinfo 3. Kaubanduspiirangute mõju Eestile rahvusvaheliste väärtusahelate kaudu

Kevadel päevakorda tõusnud kaubanduspiirangud võivad Eesti majandust suuresti mõjutada. Selles taustinfos on protektsionismi mõju analüüsimiseks koostatud mõned stsenaariumid[14] selle kohta, mis juhtub, kui riigid otsustavad korraga kehtestada piirangud. Kevadel kiiresti ähvardavad mõõtmed võtnud kaubandustüli näitas, et piiranguid võidakse kehtestada väga erinevate kaubagruppide suhtes ja seetõttu ei ole mõtet piirduda vaid kindlate kaubagruppide piirangute analüüsiga, vaid vaadelda tuleb protektsionismi mõju laiemalt.

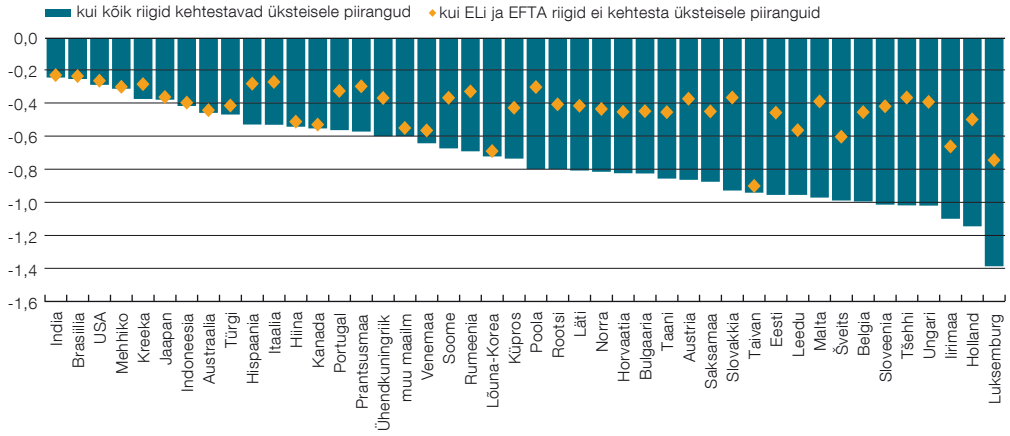
Kuna Eesti majandus on üsna avatud, mõjutaks protektsionismi võidukäik Eesti majandust märgatavalt. Majanduse avatust iseloomustab ekspordi suurus võrreldes SKPga. Mullu oli Eesti ekspordi ja SKP suhe 77%. See ei tähenda siiski, nagu annaks eksport Eesti SKPst üle kolmveerandi, kuna suure osa eksporditud kaupade väärtusest moodustavad imporditud tootmissisendid. Otseselt Eestiga seotud eksporditud lisandväärtus moodustab SKPst ligikaudu 40%, mis on rahvusvahelises võrdluses väga kõrge näitaja.

Kui kõik maailma riigid otsustaksid piirata importi ühe protsendi võrra, vähendaks see lühiajaliselt Eesti SKPd ligikaudu 1%. Kui kõik riigid piiravad importi korraga, väheneb maailmakaubandus enam, kui algselt planeeritud. Väärtusahelates väheneb vahetoodete vajadus, mis võimendab maailmakaubanduse langust. Maailmakaubanduse vähenemise tõttu kannatavad ekspordiharud suudavad maksta vähem palka, mistõttu on töötajad sunnitud vähendama tarbimiskulutusi, mis langetab maailmas nõudlust veelgi.

Eesti jaoks võib kaubanduspiirangute mõju leevendada see, et kuulume Euroopa Liitu (vt joonis T3.1.). Kui eeldada, et Euroopa Liidu ja Euroopa Vabakaubanduspiirkonna riigid üksteisele pii-

14 Maailma väärtusahelate analüüsimiseks on kasutatud maailma sisend-väljundtabelite andmebaasi põhjal koostatud maailmakaubanduse mudelit. Timmer, M. P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. and de Vries, G. J. (2015), "An Illustrated User Guide to the World Input–Output Database: the Case of Global Automotive Production", Review of International Economics., 23: 575–605.

Joonis T3.1. Lisandväärtuse muutus impordi piiramisel kõikides riikides 1% võrra %

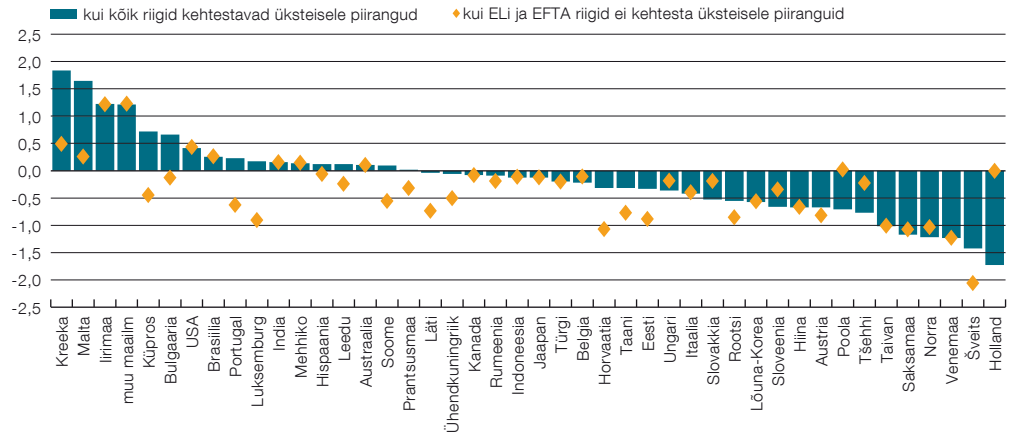


Allikad: WIOD, Eesti Pank.

ranguid ei kehtesta, oleks kaubanduspiirangute mõju Eestile poole väiksem kui juhul, kui kõik riigid kehtestavad üksteisele kaubanduspiirangud.

Kaubanduspiirangute kehtestamise üks eesmärk võib olla oma tootjate kaitsmine. Seega võib oodata, et piirangute seadjad soovivad impordi asendada oma riigi ettevõtete toodanguga. Selleks on läbi mängitud ka stsenaarium, kus riigid seavad piirangud, mis vähendaksid importi 10% ja toodavad importimise asemel samu kaupu ise (vt joonis T3.2). Stsenaariumi keskne eeldus on, et kõigis riikides on võimalik toota sama hinnaga ja impordiga konkureerivates harudes on võimalik tootmist vabalt suurendada. Selline eeldus ei ole päris realistlik, sest välismaalt imporditaksegi ju üldiselt seetõttu, et välismaal on kauba tootmine odavam, selle kvaliteet parem või muud sellist.

Joonis T3.2. Lisandväärtuse muutus 10% impordi asendamisel omatoodanguga %



Allikad: WIOD, Eesti Pank.

Siiski võimaldab selline stsenaarium hinnata, millised riigid kaotaksid suhteliselt enam, kui kaubandustõkked peaksid tõeks saama. Lühiajaliselt kaotaksid enam riigid, mille jooksevkonto on ülejäägis. Kuna maailmakaubandus tõmbub kokku, väheneks tootmine enam nendes riikides, mis ekspordivad rohkem kui impordivad. Selline järeldus haakub hästi retoorikaga, millega po-

liitikud on kaubanduspiiranguid põhjendanud. Ühtlasi näeme, et Eesti kaotaks niisuguse stsenaariumi korral enam siis, kui Euroopa Liidu riigid omavahel piiranguid ei seaks. Põhjus seisneb selles, et kuigi Eesti kaupade ja teenuste bilanss maailmaga on ülejäägis, on see teiste Euroopa Liidu riikidega võrreldes puudujäägis.

Impordi asendamise juures tuleb silmas pidada, et lisaks kaubanduspiirangute mõõdetavale rahalisele mõjule kaotaks maailm kaubanduspiirangutest ka valikuvabaduse ja omavahelise läbikäimise vähenemise tõttu. See, et tarbijatel on võimalik valida erinevate toodete vahel, on väärtus omaette, ehkki seda on keeruline mõõta. See tähendab, et kaubanduspiirangutest kaotaksid valikuvabaduse vähenemise tõttu tarbijad ka riikides, mis näiliselt piirangutest võidavad.

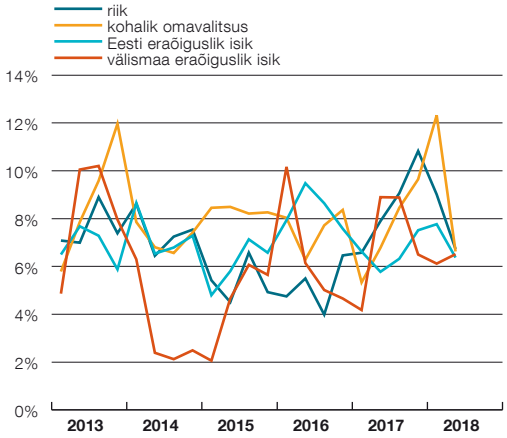
TÖÖTURG

Keskmise brutokuupalga kasv aeglustus esimese kvartali 7,7%lt teises kvartalis 6,4%ni. Palgakasvu pidurdas aeglasem miinimumpalga tõus ja tulumaksureformi mõju, mis suurendas märgatavalt kätte saadavat palka kuni ligikaudu keskmist palka teenivate töötajate puhul. Palgakasvu toetas endiselt vaba tööjõu vähesus tööturul ja tööandjate hinnangul suurenev tööjõupuudus. Kuigi revideeritud andmete põhjal suurenes tööjõu ühikukulu nii 2017. aastal kui ka 2018. aasta esimeses pooles, on palgakasv alates 2017. aastast märksa paremas kooskõlas tööjõu tootlikkuse suurenemisega kui aastatel 2014–2016. Reaalpalk ehk hinnatõusuga korrigeeritud keskmine palk on alates 2017. aastast kasvanud ligikaudu 3–4% aastas. Võrreldes 2014.–2015. aastaga ning 2016. aasta esimese kolme kvartaliga, kui tarbijahinnad langesid, suureneb palga ostujõud märksa aeglasemalt.

Avalikus sektoris keskmise palga kasv aeglustus – nii riigi kui ka kohalike omavalitsuste haldusalas (vt joonis 23). Erasektoris aeglustus palgakasv Eesti omanikega eraettevõtetes, samas kui välisettevõtetes palgakasv kiirenes. Riigi haldusalas kiirendas palgakasvu 2017. aastal haldusreform ja Euroopa Liidu nõukogu eesistumine. Nüüdseks on nende tegurite mõju taandunud ning palgakasvu aeglustumine seetõttu ootuspärane. Kohalike omavalitsuste haldusalas aeglustas teise kvartali palgakasvu hariduse tegevusala. Tõenäoliselt oli selle taga tulumaksusüsteemi muudatuse mõjul muutunud käitumine puhkusetasu väljavõtmisel, mis mõjutab palgastatistikat ajutiselt.

Töötlevas tööstuses, kus suur osa toodangust eksporditakse, jäi keskmise palga kasv

Joonis 23. Keskmise palga aastane muutus tööandja omaniku liigi järgi



Allikas: statistikaamet.

majanduse keskmisele alla, ulatudes 5,5%ni. Tööjõukulude osakaal töötleva tööstuse lisandväärtuses jäi ligikaudu samale tasemele mis aasta varem. Tänu välisnõudluse paranemisele on tööjõu tootlikkus töötlevas tööstuses suurenenud juba aasta jagu samas tempos või kiireminigi kui palgakulud. Samal ajal on palgakasv kiirenenud teistes Kesk- ja Ida-Euroopa riikides, kellega tuleb eksporditurgudel konkureerida. Ehitussektoris palgakasv kiirenes ja ületas tööjõunõudluse suurenemise tõttu majanduse keskmist, ent sellele vaatamata napib sobivat tööjõudu. Kui ehitussektori tööjõuvajadus veelgi suureneb, võib see hakata kiirendama ka palgakasvu tööstussektoris, sest konkureeritakse sarnase tööjõu pärast.

Reaalne tööjõu ühikukulu, mis väljendab kogu majanduse tööjõukulu suhet jooksevhinnas mõõdetud SKPsse, suurenes revideeritud andmete põhjal 2017. aastal 0,8% ja 2018. aasta esimeses pooles 0,9%. Seega pole kiire palga ja tagasihoidliku majanduskasvu aastatel suure-

nenud palgafondi osakaal SKPs seni kahanenud, kuid selle kasv on varasemast aeglasem. Kuna see peegeldab kasumi osakaalu kahanemist SKPs ning viitab kasumimarginaalide kahanemisele, võib Eesti atraktiivsus tootmise asukohariigina olla kahanenud.

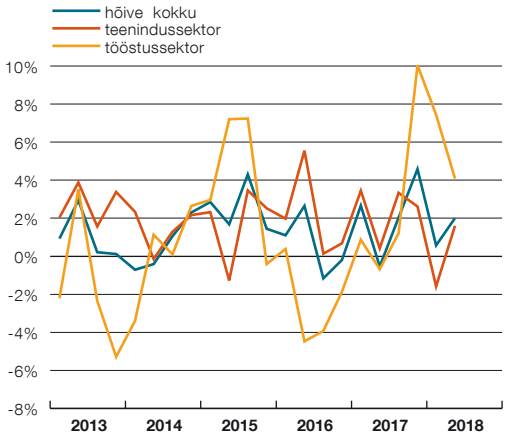
Statistikaameti tööjõu-uuringu järgi osales teises kvartalis tööturul 15–74-aastastest inimestest 71,9%, ligikaudu sama palju kui aasta varem. Võrreldes kriisieelse ajaga on tööjõus osalemise määr suurenenud 5 protsendipunkti. Tööga oli hõivatud 68,2% tööealistest, ning hõive määr suurenes aastaga 1,3 protsendipunkti. Seejuures vähenes tööjõus osalemise määr Harjumaal, kuid suurenes pea igal pool mujal, eriti Ida-Virumaal. Hõive kasvas nii teenindus- kui ka tööstussektoris ning kasv oli kiirem viimases (vt joonis 24). Ka muud andmeallikad näitavad, et tööturg püsib töötajatele soodsal kursil. Maksu- ja tolliameti andmetel on palgatöötajate arv 2018. aasta esimeses pooles kasvanud enam kui 2%.

Töötuse määr oli teises kvartalis 5,1%, pea 2 protsendipunkti madalam kui aasta varem (vt joonis 25). Töötukassa andmete järgi registreeritud töötute arv 2017. aasta teise kvartaliga võrreldes küll veidi suurenes, kuid seda selgitab endiselt töövõimereformi mõju. Samuti kahanes 2018. aastal tööpuuduse kasvu kartus majapidamiste hulgas, hoolimata sellest, et töötuse määr on madal.

Järjest suurem osa tööandjatest peab tööjõu nappust peamiseks teguriks, mis takistab tootmise laiendamist, samal ajal näitab nende optimism hõive edasise kasvu suhtes raugemise märke. Teises kvartalis suurenes veelgi nende teenindus- ja tööstusettevõtete osakaal, kes peavad tööjõunappust peamiseks tootmise laiendamist takistavaks teguriks. Ehitussektoris selliste ettevõtete osakaal ei kasvanud, kuid püsis eelmise aasta kõrgel tasemel. Ent samal ajal on ettevõtted muutunud hõive edasise kasvu suhtes pessimistlikumaks, ootused on kasvanud ainult tööstussektoris.

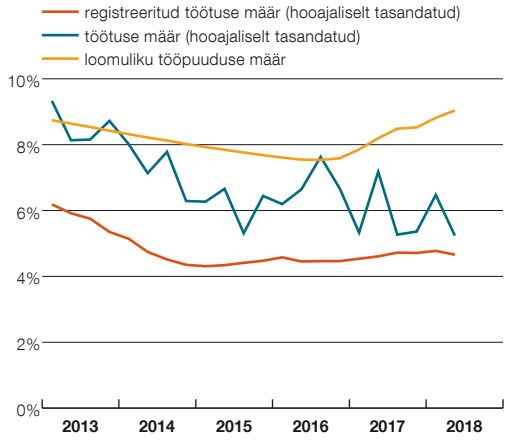
Vabade töökohtade arv ja nende osakaal töökohtade koguarvus 2018. aasta esimesel poolaastal kahanes. Vabade töökohtade määra kahanemine on kooskõlas sellega, et kahanes ettevõtete optimism hõive kasvu suhtes. Siiski on vabu töökohti endiselt küllaltki palju, kuna 2017.

Joonis 24. Hõive aastane muutus



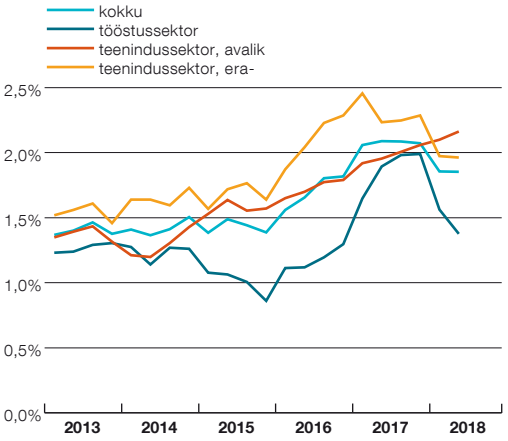
Allikas: statistikaamet, tööjõu-uuring.

Joonis 25. Tööpuudus



Allikad: statistikaamet, töötukassa, Eesti Pank.

Joonis 26. Vabade töökohtade määr (hooajaliselt tasandatud)



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank.

aastal suurenes nende arv kiirelt (vt joonis 26). Tegevusaladest mõjutas nii vabade töökohtade eelmise aasta kasvu kui ka 2018. aasta kahanemist kõige enam töötlev tööstus. Kuna ehitusturg elavnes, suurenes selles valdkonnas endiselt ka vabade töökohtade määr. Tähelepanu väärib vabade töökohtade määra kasv avalikus sektoris, mille taga oli peamiselt hariduse, aga ka tervishoiu tegevusala.

HINNAD

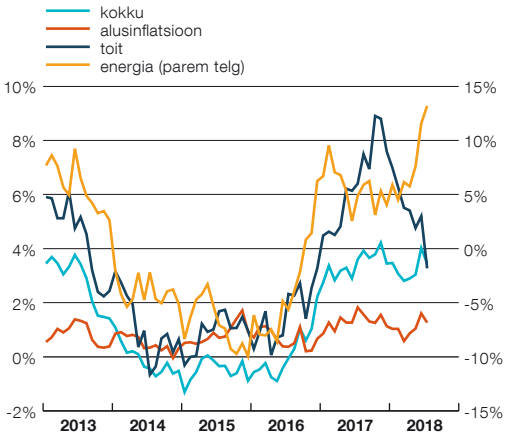
Üldine hinnakasv kiirenes teises kvartalis märgatavalt. Kui aprillis oli inflatsioon 2,8%, siis juunis tõusis see 4%ni. Selle põhjuseks oli energia, eelkõige elektri kallinemine. Toiduainete hinnakasv samal ajal aeglustus ja pidurdas tarbijakorvi kallinemist (vt joonis 27). Tarbijate tajutav hinnakasv on olnud mõnevõrra kiirem, kui seda näitab ametlik statistika. Järgmisel aastal oodatakse siiski hinnakasvu aeglustumist (vt taustinfo 4).

Toiduainete hinnakasv rauges esimese poolaasta jooksul koos toormehindade kasvu aeglustumisega maailmaturul. Eelmise aastaga võrreldes aeglustus toidukaupade inflatsioon peamiselt kõrgema võrdlusbaasi tõttu, kuigi jaehinnad samal ajal eriti ei muutnud. Kuna piimatoodete hind kasvas eelmisel aastal eriti järsult, kestab kõrge võrdlusbaasi mõju kuni selle aasta lõpuni. Toiduainete hinnakasv võib hakata lähikuudel siiski kiirenema, sest kevadel alanud põud rikkus paljude aiasaaduste ja teraviljade saagi. Põua tõttu kannatasid ka paljud teised Euroopa riigid, kuid maailmaturul on toidutoormete hinnakasv püsinud seniajani vaos.

Hinnakasvust suur osa – ligikaudu 0,6 protsendipunkti – langeb tänavu aktsiisitõusude arvele. Aasta alguses tõsteti alkoholi, tubaka ja bensiiniaktsiisi määra. Kogu esimese poolaasta vältel avaldas veel mõju ka õlleaktsiisi tõus eelmise aasta juulis. Teises kvartalis kallinesid alkohol ja tubakatooted aastaga seetõttu 12%. Õlle hinda on kergitanud ka kaupmeeste juurdehindlus. Veini hindu mõjutab impordihindade tõus.

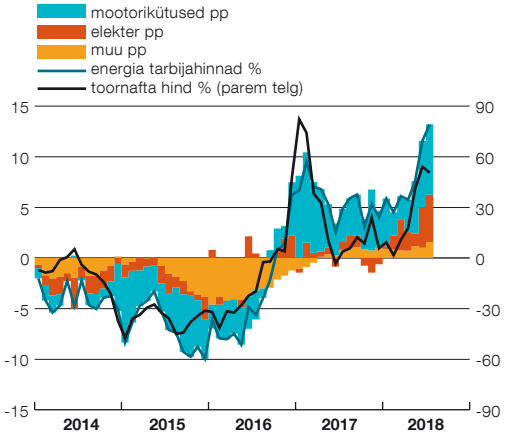
Energiahindade kasv kiirenes teises kvartalis järsult. Seda põhjustas mootorikütuste ja elektri kallinemine eelmise aastaga võrreldes rohkem kui 15% (vt joonis 28). Toornafta hind USA dollarites maailmaturul teises kvartalis tõusis, kuid hinnatõu-

Joonis 27. Tarbijahinnaindeksi aastane muutus



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank.

Joonis 28. Energia hinnakasv



Allikad: statistikaamet, Bloomberg.

su kiirendas ka euro vahetuskursi nõrgenemine. Elektri börsihind tõusis teises kvartalis 42%, sest madal veetase piiras Põhjamaades hüdroenergia tootmist. Tulevikutehingute põhjal püsib elektri hind praegusel kõrgel tasemel kuni 2019. aasta teise kvartalini. Energiahindade kasv aeglustub seetõttu tõenäoliselt alles järgmisel aastal.

Tööstuskaupade ja teenuste inflatsioon on püsinud mõõdukas. Alusinflatsioon ulatus teises kvartalis vaid 1,1%ni. Teenuste hinnakasv kiirenes teises kvartalis siiski 1%lt 3%ni, osalt hooajaliste tegurite tõttu, sest ilmad olid tänavu puhkamiseks ja reisimiseks soodsad. Teenuste hinnakasvu tasakaalustasid samas tööstuskaupade suured soodusmüügid. Tööstuskaupade impordihindades on jätkunud pikalt kestnud nõrkus, seda hoolimata toormete kallinemisest maailmaturul.

Taustinfo 4. Tarbijate hinnatajust ja hinnaootustest

Inflatsooniootused mängivad kaalukat osa ettevõtete hinnakujunduses ja ka palgaläbirääkimistel. Samuti annavad tarbijate hinnaootused aimu, kas rahapoliitika saavutab soovitud mõju.

Joonis T4.1. Kvalitatiivne inflatsioon (saldod)

Allikas: EKI.

Hinnaootusi ei saa otseselt mõõta, kuid neid võib kaudselt tuletada küsitlustulemuste põhjal. Eesti Konjunktuuriinstituut (EKI) teeb igas kuus küsitluse, milles uuritakse kvalitatiivselt tarbijate arvamust hindade tajutava muutuse ja inflatsooniootuste kohta.[15] Küsitluse tulemused avaldatakse saldodena, kus vastuste osakaaludest on leitud kaalutud keskmine. Eesti tarbijate tajutava hinnatõusu saldo on viimase aasta jooksul kiiresti suurenenud ja ületab varasemate aastate keskväärtust. Pärast kolm aastat kestnud madalseisu on hakanud suurenema ka tarbijate hinnaootuste saldo (vt joonis T4.1). Tabelis T4.1 on esitatud hinnasaldode näitajad sotsiaalsete gruppide kaupa. Tulemused on küllaltki ootuspärased ja sarnanevad teiste riikidega. Meeste hinnataju ja ka hinnaootused on keskmiselt madalamad kui naistel. Hinnataju väheneb sissetulekute kasvades, kuid suureneb koos vanusega. Keskharidusega tarbijate hinnataju ja -ootused on kõrgemad kui alg- ja kõrgharidusega tarbijatel.

Tabel T4.1 Oodatav ja tajutav inflatsioon aastatel 2002-2018

		Tajutav inflatsioon (saldo)	Oodatav inflatsioon (saldo)	Tajutav inflatsioon (kvantifitseeritud)*	Oodatav inflatsioon (kvantifitseeritud)*
	Kogu valim	37	31	4,0	2,7
Vanus	16–29	33	29	3,4	2,6
	30–49	37	32	4,0	2,7
	50–64	41	34	4,6	2,8
	65+	38	27	4,5	2,8
Haridus	Algharidus	37	28	3,8	2,8
	Keskharidus	40	32	4,1	2,7
	Kõrgharidus	33	30	3,9	2,7
Sugu	Naine	41	33	4,3	2,8
	Mees	32	29	3,7	2,7
Sissetulek	1 kvartiil	43	33	4,7	2,9
	2 kvartiil	39	33	4,2	2,8
	3 kvartiil	35	31	3,9	2,7
	4 kvartiil	33	30	3,7	2,6

* kvantifitseeritud Carlsoni-Parkini tõenäosuste meetodil.
Allikad: EKI, Eesti Panga arvutused.

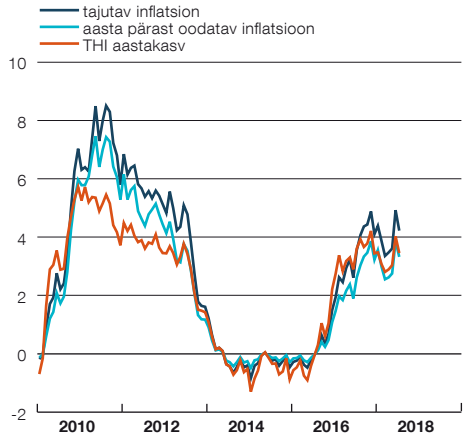
Saldod kajastavad tarbijate arvamusi hinnamuutuste oodatava suuna kohta, kuid mitte nende ulatust. Seetõttu pole saldosid võimalik otseselt ametliku hinnastatistikaga võrrelda. Küsitlustulemuste teisendamiseks THI statistikaga võrreldavale kujule (kvantifitseerimiseks) ka-

15 Küsimustel on kuus vastusevarianti, nt küsimus 5: hindade muutus viimase 12 kuu jooksul: 1) palju tõusnud; 2) mõõdukalt tõusnud; 3) natuke tõusnud; 4) jäänud samaks; 5) alanenud; 6) ei oska öelda; küsimus 6: hindade muutus lähema 12 kuu jooksul: 1) tõusevad kiiremini; 2) tõusevad sama kiiresti; 3) tõusevad aeglasemalt; 4) hinnad püsivad samal tasemel; 5) hinnad langevad; 6) ei oska öelda.

sutatakse erinevaid meetodeid, millest eriti levinud on järgmised: 1) küsitlustulemuste skaleerimine, 2) tõenäosuse meetodid ja 3) mitteline-aarsed regressioonid.[16]

Tarbijate tajutava hinnakasvu ja inflatsiooniootuste andmed, mis on viidud numbrilisele kujule, on kujutatud joonisel T4.2. Selgub, et tarbijate inflatsiooniootused sõltuvad tugevalt lähimineviku tegelikest hinnamuutustest. Majanduskriisist väljumise järel aastatel 2010–2013 tajusid tarbijad märksa kiiremat hinnakasvu, kui seda näitas ametlik hinnastatistika. Ka viimastel andmetel, mis pärinevad 2018. aasta teisest kvartalist, ulatus tajutav inflatsioon 4%ni ja ületas statistikaameti mõõdetud tegelikku inflatsiooni, mis oli 3,3%. Järgmisel aastal ootavad tarbijad siiski hinnakasvu aeglustumist 3% lähedusse.

Joonis T4.2. Kvantifitseeritud inflatsioon %



Allikad: EKI, Eesti Panga arvutused.

16 Lyziak, T. „Consumer inflation expectations in Poland", ECB Working Paper, No 287 / 2003.

VALITSEMISSEKTOR

2018. aasta riigieelarve näeb ette valitsemissektori kulude kiiret suurenemist tempos, mis edestab üldist majanduskasvu. Kulude varasemast kiirema kasvu kavandamisel peeti silmas, et siirded Euroopa Liidu eelarvest suurenevad märgatavalt ning kulude kasvu kiirendavad nii pensionide indekseerimine kui ka 2017. aasta keskel tõstetud pere- ja lastetoetused. Arvukad maksumeetmed pidid suurendama maksulaekumist ja andma valitsusele võimaluse kasvatada prioriteetseid kulusid. Valitsemissektori kogukulude aastakasvuks prognoositi riigieelarve koostamise ajal kuni 9,5%.

Esialgsete hinnangute järgi kujunes kulude kasv ajavahemikul jaanuarist juunini aastakeskmiseks kavandatust isegi kiiremaks. Struktuurifondide toel kasvasid eriti kiiresti kapitalisiirded ja investeeringud. Näiteks kapitalimahutusteks põhivarasse kulutati esimese poolaasta kokkuvõttes eelmise aastaga võrreldes 18% rohkem, sh teises kvartalis 13% enam kui mullu samal perioodil. Keskmisest kiiremini kasvasid ka sotsiaalsiirded. Tööjõukulude aastakasv aeglustus aasta esimeste kuude rohkem kui 9%lt teises kvartalis 7,5%ni. Mitmesugused majandamiskulud suurenesid aeglasemalt. Kinnitatud aastaeelarvete järgi hinnates valitsemissektori kulude kasv teisel poolaastal aeglustub.

Maksutulu kasv esimesel poolaastal kiirenes. Riigieelarve koostamise ajal prognoositi, et jõustuvad maksumuudatused suurendavad maksukoormust ning kokkuvõttes kiireneb riigieelarve maksutulu kasv eelmise aastaga võrreldes 8%ni.

Esialgsete hinnangute järgi kasvas maksulaekumine esimesel poolaastal isegi kiiremini kui riigieelarve koostamise ajal prognoositi. Maksumuudatuste paketi tulusid suurendav mõju jäi siiski plaanitust väiksemaks. Vaatamata maksumäärade tõstmisele jäi alkoholi- ja tubakaaktsiisi laekumine esimesel poolaastal eelmisele aastale alla ning ka kõikide aktsiiside laekumine kokku suurenes loodetust vähem. Aktsiisi alalaekumist tasakaalustas aga prognoositust väiksemaks kujunenud üksikisiku tulumaksu reformi mõju valitsuse tuludele. Ettevõtte tulumaksu laekumine suurenes enamvähem ootuste kohaselt.

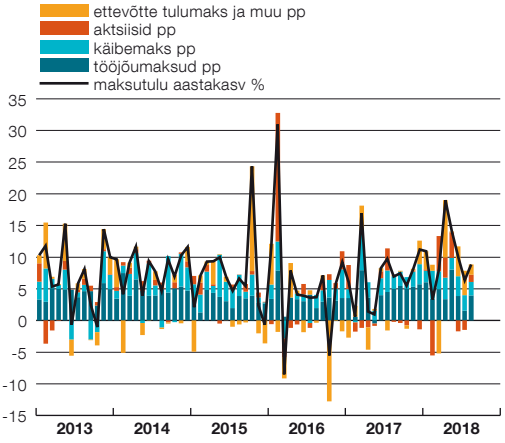
Ka SKP kasv oli kiirem ja suurendas maksutulu enam, kui riigieelarve koostamise ajal arvati. Prognoositust paremad tööturu näitajad tagasid tööjõumaksude hea laekumise. Eratarbimise kasv jäi küll prognoositu piiresse, kuid käibemaksu

laekumist toetas valitsemissektori investeeringute hüppeline suurenemine ning varude ja elamuehituse kiire kasv. Ka ettevõtte tulumaksu laekus esimesel poolaastal eelmise aastaga võrreldes ligikaudu 40% rohkem, st varasemaga võrreldes võeti välja märksa rohkem dividende.

Kokku kasvas valitsemissektori maksutulu esimeses kvartalis mullusega võrreldes 12%. Kiire kasv jätkus teises kvartalis ning aasta esimese kaheksa kuuga laekus riigieelarvesse maksutulu 10% rohkem kui eelmise aasta samal perioodil (vt joonis 29).

Kuna maksutulu laekumine ületas esimesel poolaastal ootusi, võib ka valitsemissektori nominaalne eelarvepositsioon kujuneda riigieelarve koostamise ajal prognoositust (puudujääk 0,2% SKPst) tugevamaks.

Joonis 29. Maksude laekumine riigieelarvesse



Allikas: maksu- ja tolliamet.

MÕISTESELGITUSI

Alusinflatsioon (ingl *core inflation*)
Inflatsioonimäär, mille arvestamisel on välja jäetud väga kõikuvate hindadega kaupade, nagu toidu, alkoholi, tubaka ja energia hinnamuutused.

EONIA (ingl *Euro Overnight Index Average*)
Euroala pankadevahelisel eurohoiuste üleööturul kehtiv intressimäär, mida arvutatakse iga päev.

EURIBOR (ingl *Euro Interbank Offered Rate*)
Euro pankadevaheline laenuintressimäär; keskmine intressimäär, millega esmaklassiline pank (suurimatest euroala rahaturul tegutsevatest pankadest moodustatud paneeli kuuluv pank) on nõus hoiustama mingiks tähtajaks raha teises esmaklassilises pangas ning mida arvutatakse iga päev pankadevaheliste eurohoiuste puhul tähtajaga 1 nädal kuni 12 kuud, nt 3 kuu EURIBOR, 6 kuu EURIBOR jne; kasutatakse sageli laenuandmisel viiteintressimäärana.

Hinnastabiilsus (ingl *price stability*)
Olukord, kus hinnakasv ehk inflatsioon (euroala inflatsiooni mõõdetakse ühtlustatud tarbijahinnaindeksiga ÜTHI) püsib keskpanga poolt eesmärgiks seatud taseme lähedal: EKP määratluse järgi keskpika aja jooksul alla 2%, kuid selle lähedal.

Hoiustamise püsivõimalus (ingl *deposit facility*)
Eurosüsteemi püsivõimalus, mida krediidiasutused võivad kasutada eelnevalt kindlaks määratud intressimääraga üleööhoiuste tegemiseks liikmesriikide keskpankades. Üleööhoiuste intressimäär on turuintressimäärast madalam. Seetõttu avavad krediidiasutused eurosüsteemis üleööhoiuseid üksnes juhul, kui nad ei leia oma vabade rahaliste vahendite jaoks kõrgemat intressi muudelt turgudelt.

Inflatsioonisurve (ingl *inflationary pressure*)
Olukord, kus nõudlus- või pakkumispoolsed tegurid põhjustavad hinnatõusu.

Laenamise püsivõimalus (ingl *marginal lending facility*)
Krediidiasutustele pakutav eurosüsteemi püsivõimalus saada liikmesriikide keskpankadelt kõlbliku tagatise vastu eelnevalt kindlaks määratud intressimääraga üleöölaene. Kuna selliste üleöölaenude intressimäär on turuintressimäärast kõrgem, kasutavad krediidiasutused laenamise püsivõimalust rahaliste vahendite saamiseks üksnes viimase võimalusena.

Maksebilanss (ingl *balance of payments*)
Statistiline aruanne, mis summeerib riigi teatud perioodi jooksul sooritatud majandustehingud ülejäänud maailmaga. Perioodiks on tavaliselt kuu, kvartal või aasta.

Netoeksport (ingl *net exports*)
Ekspordi ja impordi maksumuse vahe.

Nominaalne efektiivne vahetuskurss (ingl *nominal effective exchange rate*, NEER)
Riigi valuuta kaalutud keskmine vahetuskurss kaubanduspartnerite valuutade suhtes.

Põhiline refinantseerimisoperatsioon (ingl *main refinancing operation*)
Regulaarne pangandussüsteemi likviidsust lisav avaturuoperatsioon, mis toimub pöördtehinguna kord nädalas ja mille tähtaeg on tavaliselt üks nädal.

Rahapoliitilised intressimäärad (ingl *monetary policy interest rates*)
Kolm intressimäära, mille EKP otsustab iga kuue nädala järel oma rahapoliitika raames: põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäär, hoiustamise püsivõimaluse intressimäär ja laenamise püsivõimaluse intressimäär.

Reaalne efektiivne vahetuskurss (ingl *real effective exchange rate*, REER)
Riigi valuuta kaalutud keskmine vahetuskurss kaubanduspartnerite valuutade suhtes, mille arvutamisel võetakse arvesse suhtelise hinnataseme muutust; näitab riigi hinnapõhist konkurentsivõimet.

Varaostukava (ingl *asset purchase programme*, APP)
Euroopa Keskpanga leevendusmeede euroala majanduse elavdamiseks; euroala keskpangad ostavad alates 2015. aasta märtsist kindla summa eest kuus euroala valitsuste ja Euroopa institutsioonide võlakirju ning euroala ettevõtete (v.a pangad) võlakirju, samuti pandikirju ja varaga tagatud väärtpabereid. Ostukava kestab seni, kuni inflatsiooni areng on Euroopa Keskpanga nõukogu hinnangul kooskõlas eurosüsteemi hinnastabiilsuse eesmärgiga.