

Eesti Pank  
Bank of Estonia

# Rahapoliitika ja Majandus

Hetkeseis ja ettevaade

**2**/2008

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.info>. 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@epbe.ee](mailto:trykis@epbe.ee).

ISSN 1406-4154  
Toimetaja Kadri Põdra  
Kaane kujundus ja makett Vincent OÜ  
Küljendus ja kaas Urmas Raidma  
Trükikoda Aktaprint

# SISUKORD

## MAJANDUSPROGNOOS AASTATEKS 2008–2010

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| Kokkuvõte .....                      | 4  |
| Väliskeskkond.....                   | 5  |
| Nõudlus ja toormehinnad .....        | 5  |
| Rahapoliitika ja rahaturud .....     | 7  |
| Majanduskasv .....                   | 8  |
| Sisenõudlus .....                    | 11 |
| Eratarbimine .....                   | 12 |
| Investeeringud .....                 | 13 |
| Tööturg.....                         | 14 |
| Välisnõudlus ja -tasakaal .....      | 16 |
| Inflatsioon .....                    | 18 |
| Tarbijahinnad.....                   | 18 |
| Administratiivsed hinnategurid ..... | 19 |
| Tähtsamad kaubad ja teenused .....   | 19 |
| Toidukaubad .....                    | 19 |
| Teenused .....                       | 20 |
| Tööstuskaubad .....                  | 20 |
| Energia .....                        | 21 |
| Valitsussektor.....                  | 21 |
| Pangandussektor .....                | 23 |
| Eluasemelaenud.....                  | 24 |
| Tarbimisolaenud .....                | 24 |
| Ettevõtete laenud .....              | 24 |
| Prognooosi lisastsenaarium.....      | 25 |

# MAJANDUSPROGNOOS AASTATEKS 2008–2010

## KOKKUVÕTE

Eesti majandus kasvas viimase kolme aasta jooksul väga kiiresti – reaalmahus üle veerandi ning nominaalmahus peaaegu kahe kolmandiku võrra. See saavutati väga kõrgete riskide võtmise hinnaga. Nüüd on osa riske realiseerumas, mistõttu majanduskasv pöördus käesoleval aastal languseks ning järgnevate aastate kasvuväljavaate suhtes on ebakindlus suurenenud.

Madalseisu taga on eelkõige sisenõudluse tugev korrigeerimine ning nõrgenemas on majandusarengut seni tublisti toetanud välisnõudlus. Sisenõudluse kasv on seni tuginenud suures ulatuses laenamisele, kuid nüüdseks on see tendents pöördunud. Sisenõudluse kahanemisele aitavad kaasa veel majandusaktiivsuse vähenemisest ajendatud ebakindlus ning energia ja toidu kallinemine maailmaturul. Sügisprognoosi kohaselt hakkab majandus taas kasvama prognoosiperioodi lõpus, kuigi perioodieelset reaalselt mahtu ei õnnestu saavutada.

Majanduse väljavaate korrigeerimise üheks põhjuseks on väliskeskkonna seisundi jätkuv halvenemine kevadega võrreldes. Praeguste turuootuste kohaselt on välismajanduse kasvutsükkel järgmisel aastal võrreldes kevadise arusaamaga veelgi suuremas madalseisus. Usalduskriis finantssektoris on aina uusi ohvreid päevavalgele toomas ning on koos kallinenud toormehindadega maailma majanduskasvust jätkuvalt lõivu võtnud. See seletab ka erakordselt suuri kõikumisi erinevate varade hindades. Kevadsuvised prognoosid ei arvestanud neid sündmusi kindlasti veel täies ulatuses. Viimastel nädalatel toimunud toormehindade langus on lisanud kinnitust, et suve alguse hinnatõusu näol oli tegu ajutise nähtusega. Sellegipoolest valitseb toorme tasakaalulise hinnataseme suhtes suur ebakindlus. Tooraine hinnasurve taandumine jõuab järgmisel aastal ka inflatsiooninäitajatesse,

andes lootust, et intressimäärad hakkavad tulevikus majanduskasvu rohkem toetama. Praeguse seisuga iseloomustab madalseis eelkõige arenenud majandusega riike ega levi arenevatesse riikidesse eeldatavasti täiel määral. Riskitegurina on see võimalus aga kahtlemata olemas.

Inflatsiooni aeglustumist Eestis on seni edasi lükanud toidu ja energia üleilmne kallinemine, aga maailmamajanduse jahtumine on hakanud toidu- ja energiahinna survet märkimisväärselt vähendama. Sügisprognoosi kohaselt taandub praegune kahekohaline inflatsioonimäär prognoosiperioodi lõpus oodatava keskmise tasemele või isegi allapoole seda, suurendades oluliselt Maastrichti inflatsioonikriteeriumi täitmise võimalikkust. Alusinflatsiooni kasvutempo pidurdub prognoosiperioodi vältel järjepidevalt. Riskiteguriks on administratiivsed hinnatõusud, kuna neid on praeguses olukorras mitmeks aastaks raske ette prognoosida. Sügisprognoos võtab arvesse järgmise aasta eelarve tasakaalustamiseks kavandatud maksutõusud, mis lisavad inflatsioonile mõned protsendikümnendikud.

Hõivatute arv kasvas viimastel aastatel märkimisväärselt, kuid üldist töajapuudust ei suutnud see siiski täielikult leevendada. Sellele viitab nii majanduse toimimine väga madala töötuse tingimustes kui ka tugev palgatõusurve. Sealjuures on tootlikkuse kasv pidurdunud, mistõttu tootlikkuse ja palga tasemete vahel valitseb suur lõhe.

Majanduse kasvutsükli edasisel kujunemisel on keskne roll töajouressursi ümberpaigutamisel sinna, kus tootlikkuse kasv on kiirem. Praegune töökohtade käibe<sup>1</sup> alanemine ja vabade töökohtade struktuur ei luba ennustada uue kasvutsükli algust lähitulevikus. Ei saa välistada, et uue kasvutsükli jaoks peab osa sisenõudlust teenindavast töajoudest ümber paigutama eksportitulu teenivatesse sektoritesse. Vastasel juhul võib tulemuseks olla pikaajaline aeglase majan-

<sup>1</sup> Töökohtade loomine ja koondamine.

duskasvuga tasakaaluseisund. Kuigi inimesed ei pruugi selleks valmis olla, võib uus töökoht mõningatel juhtudel ka madalamat palka tähendada.

Kiire kasvu perioodil kaldusid mitmed majanduse põhinäitajad oma pikaajalisest trendist kõrvale. Lisaks palga ja tootlikkuse ebakõlale suurenes hüppeliselt majanduse laenukoormus ning ressursside jaotumine tekitas pigem lühiajalist kasvupotentsiaali. Selle tagajärjeks on nüüdne pakkumise ja nõudluse tasakaalustamatus ning ressursikulukas ja suurte üles-alla kõikumistega kasvutsükkel. Hinnalisandi jõuline kasv hulgakaubanduses näitab konkurentsi nõrgenemist. Mida kiiremini need tegurid leevenevad, seda varem uut kasvutsüklit näha saab.

Odava laenukapitali ulatuslik sissevool viimastel aastatel põhjustas majanduse ülekuumenemist ning suurendas majanduse välist tasakaalustamatust. Nüüdseks on see trend pöördunud ning Eesti haavatavus väheneb nõrgenenud sisenõudluse mõjul. Väliskeskkond ei soosi vähemasti esialgu eksporditulude suurenemist, kuid keskmises perspektiivis võib loota majandusaktiivsuse tõusu lähipiirkonnas ning välisnõudluse järkjärgulist taastumist. Vaatamata tugevale kulueelisele enamiku Euroopa Liidu riikide ees on siiski ilminguid Eesti konkurentsivõime vähenemisest, mille põhjuseid võib otsida kiirest palgakasvust.

Tugeval finantsvõimendusel põhinevale kasvuperioodile on järgnemas laenuõudluse madalseis ning väheneb väliskapitali kaasamise vajadus. Sügisprognoosi põhistsenaariumi kohaselt võib välislaenude edukas kaasamine olla seotud varasemast suurema riskiga, kuid laenuõudluse madalseisu tõttu ei takista see majandusarengut oluliselt. Laenu kättesaadavus on tähtis tootlikkuse tõusul põhineva majanduskasvu loomisel. Majanduse laenuteenindamise võime sõltub suurel määral sellest, kui palju muutuvad intressimäärad ja tõuseb tööpuuduse tase, ning ka pankade endi

käitumisest. Eesti majanduse välisrahavajadus sissetulekutaseme ühtlustumise jätkumiseks on siiski suur.

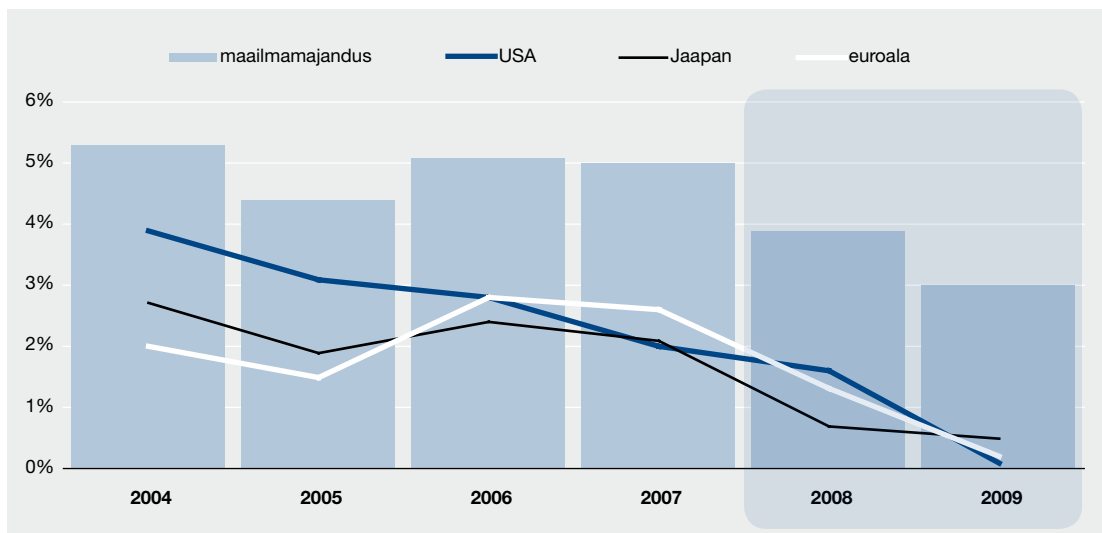
Valitsussektori kulutused ei tasakaalustanud piisavalt majanduse tõusutsüklit ning järgmisele aastale iseloomulikud nn automaatsed stabilisaatorid tulusiirete näol ei leevenda täielikult ka langutsüklit. Majanduslangusele omaselt kasvavad valitsussektori kulud järgmisel aastal kiiremini kui erasektoris ning avaliku sektori kulutuste tase suhtena SKPsse suureneb. Eelarve on puudujäägiga kogu prognoosiperioodi vältel, kuid eelmistel aastatel kogutud reservide tõttu jääb võla kasv minimaalseks.

## VÄLISKESKKOND

### Nõudlus ja toormehinnad

Väliskeskkond on viimase poolaasta jooksul muutunud Eesti majanduse jaoks ebasoodsamaks. Olukord maailma finantsturgudel püsib ärev ning usaldus finantsvahendajate vahel on endiselt nõrk. USAst alguse saanud kriis on jõudsalt laienenud ka Euroopasse, kus raskustesse on sattunud nimekad finantsasutused ning finantssektori probleemide edasikandumisest reaalmajandusse on hakanud ilmema üha selgemaid märke. Väliskeskkonnast lähtuv hinnasurve taandub järkjärgult, kuid maailmamajanduse jahtumise tõttu pakub nõudlus majanduskasvule sellegipoolest vähe tuge. Uue kasvutsükli algust ja olukorra leevenemist võib oodata alles prognoosiperioodi lõpul.

Arenenud riigid on toormehindade heitliku arengu ja finantsturgude eelmisel aastal alanud probleemide tõttu jõudnud majanduskasvu aeglustumisfaasi. Arenevates riikides on aeglustumise ilminguid vähem. Tööstusriikides on šokkide mõju reaalmajandusse alles kandumas ning sellest tulenevalt ebakindlus kasvamas. Majandustsükli edasine kujunemine on seotud mitme teguriga, millest olulisemad on pankadevahelise usalduse taastumine ning samas inflatsioonisurve vaoshoidmine.



### Joonis 1. Välisriikide majanduskasvu prognoos

Allikas: IMF (oktoober 2008)

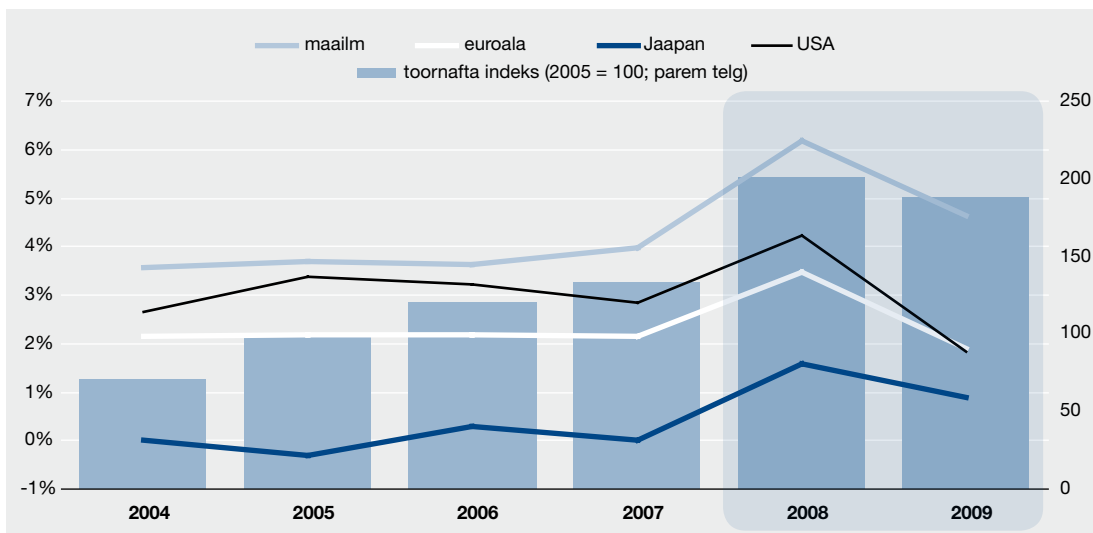
Võrreldes kevadega on maailmamajanduse kasvuväljavaade muutunud veel pessimistlikumaks ning majanduskliima jahtumine jätkub kindlasti ka järgmisel aastal (vt joonis 1). Arenenud riikides on tarbija kindlustunde indikaatorid tublisti alanenud johtuvalt negatiivsetest tööturusegnaalidest. Majanduslanguse oht on suurenenud ka tööstuses; samuti on alanenud teenindussektori näitajad. Seega seisab majanduse madalseisu ületamine alles ees.

USA majanduskasv on negatiivsete uudiste toel jätkanud aeglustumist. Paraku raskendab pikaajalise arengu prognoosimist ühelt poolt tugev finantssurutus ja teisalt kasvu ajutiselt stimuleerivate meetmete rakendamine. USAs jätkub kinnisvaraturu madalseis ning töajuturg on nõrgenemas, andes märku kuhjuvatest pingetest. Järgmisel aastal on USAs ja euroalal oodata majandusseisakut, kusjuures kevadega võrreldes on suuremaid kasvuootuste kärpeid tehtud just euroala suhtes. Mitmes Euroopa riigis on kinnisvaraturg jõudnud langusfaasi ning nõrk väliskeskkond ei paku samuti tuge. Seega on Euroopa majandus alles tsüklilise madalseisu alguses ning languse oht on selgelt kasvamas.

Võrreldes kevadega on kasvuväljavaateid tunduvalt kärpinud ka kõik lähinaabrid, kes moodustavad meie ekspordimahust tublisti üle poole. Eesti majandusarengut ohustavad riskid on päevakorral teisteski Balti riikides. Viimaste aastatega võrreldes aeglustub poole võrra ka Soome ja Rootsi majanduskasv.

Üks suuremaid riske maailmamajanduse prognoosides on see, kui võrd arenenud riikide madalseis arenevatesse riikidesse üle kandub. Seni on sellest vähe märke, mistõttu ollakse selles küsimuses praegu võrdlemisi optimistlikult meelestatud. Seevastu minevikukogemuse valguses ei pruugi see täie kindlusega nii jääda, kuna sageli on probleemid madalama sissetulekuga riikidesse edasi kandunud. Kapitali- ja kaubaturgude kiire lõimumine viimase kümne aasta jooksul on toonud kaasa riikide suurema sõltuvuse üksteisest ja majandusšokkide kiirema edasikandumise.

Toormehindade äkiline kallinemine suve hakul ja sellele järgnenud korrigeerimine lisas veelgi kindlust, et vähemasti osaliselt on olnud tegu spekulatiivsete hinnakõikumistega, mis ei pruugi olla



**Joonis 2. Välisriikide inflatsioon ja naftahinna indeks**

Allikas: IMF (oktoober 2008)

turult veel täielikult taandunud. Euroala inflatsioon püstitas juulikuus energia- ja toiduhindade kiire kasvu toel 16 aasta rekordi, ulatudes 4,1%ni, mis on üle kahe korra suurem kui Euroopa Keskpanga seatud 2% eesmärk. Viimasel ajal on inflatsioon tänu kütuse odavnemisele siiski järele andnud, jõudes septembris 3,6% tasemele (vt joonis 2).

Naftahinna suur varieeruvus pole praeguseks veel taandunud, mõjutades oluliselt ka lähiperspektiivi inflatsiooni muutlikkust. Prognoosi koostamise hetkel ootas futuuriturg naftabarreli hinna püsivust kõrgemana kui 85 USA dollarit barreli eest, kuid turgude volatiilsus raskendab väliskeskonna suhtes oletuste tegemist. Kevadprognoosis jäi naftahind 90–100 dollari vahemikku, samas kui suvisel tippphetkel küündis see peaaegu 150 dollarini ja oktoobrikuus langes alla 70 dollari.

Toidutoorme hindade suhtes ootasime kevadel tõususurve taandumist alates käesoleva aasta keskpaigast ning mõningast odavnemist järgmisel aastal. Praeguse seisuga järgi ei ole seda arvamust vaja muuta.

Senisele kogemusele tuginedes võib öelda, et suuremad kriisid ja surutised on maailmamajanduses aset leidnud lainetena. Seetõttu ei ole maailmamajandust ümbritsev oht kaugeltki veel möödas ning praeguste prognooside negatiivsemaks korrigeerimiseks on ruumi piisavalt.

## RAHAPOLIITIKA JA RAHATURUD

2008. aasta sügiseni jätkus juba eelmisel aastal alguse saanud rahapoliitilise keskkonna karmistumine.

Inflatsiooni ohjeldamiseks muutis Euroopa Keskpank käesoleva aasta juulis esimest korda enam kui aasta muutumatuna püsinud rahapoliitilisi intressimäärasid. Nii tõsteti põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäär 25 baaspunkti võrra 4,25%ni; tõusid ka laenamise ja hoiustamise püsivõimaluse intressimäärad. Põhjuseks olid suurenenud oht inflatsiooni nn teise ringi mõju tekkeks, mis võib ohustada hinnastabiilsuse eesmärki keskmises perspektiivis.

Juba ligi aasta aega väldanud kriis maailma finantsturgudel süvenes käesoleva aasta septembri keskel veelgi ning põhjustas ühtlasi likviidsuse ja usalduse kadu rahvusvahelistel raha- ja väärtpaberiturgudel. Euroopa pankadevahelise rahaturu keskmine intressimäär EURIBOR püstitas kõikide tähtaegade lõikes käesoleva kümnendi rekordeid, peamiselt tingituna pankadevahelise usaldamatuse kasvust. Seetõttu otsustas Euroopa Keskpank (EKP) kooskõlastatult teiste suuremate keskpankadega oktoobri alguses langetada põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäära 50 baaspunkti võrra 3,75%le. Samuti kärbiti laenamise püsivõimaluse intressimäära, kuid hoistamise püsivõimaluse intressimäär jäi samaks. Keskpanga sammu tulemusena pöördub tõenäoliselt ka EURIBORi senine kasvutrend, vähendades seeläbi ettevõtete ja majapidamiste laenuteenindamiskulusid. Esimesed märgid sellest on juba olemas.

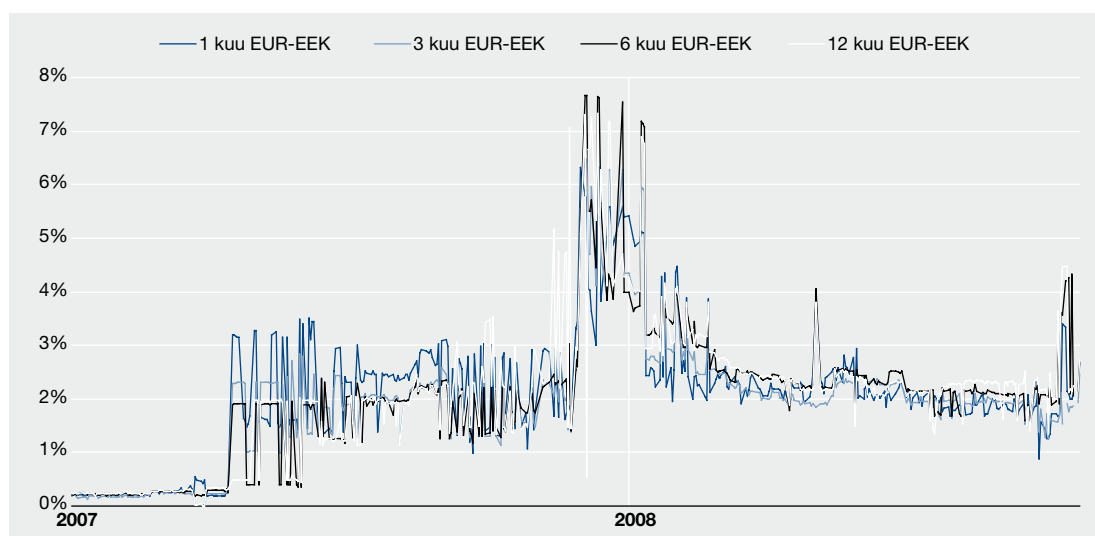
Alates eelmise aasta sügisest on krooni ja euro tuletistehingute intressinoteeringute erinevused (forvardpreemiad) püsinud heitlikud ning selget trendi ei ole võimalik täheldada (vt joonis 3).

Seetõttu on ennatlik teha kaugeleulatuvaid järeldusi. Küll aga võime väita, et vaatamata maailmas viimasel ajal pankadevahelisi raha- ja väärtpaberiturge tõsiselt raputanud kriisile ei kahelda krooni tugevuses.

## MAJANDUSKASV

Eesti majanduskasv on viimase pooleteist aasta jooksul vähenenud ning käesoleva aasta II kvartalis kahanes SKP aasta arvestuses 1,1%. 2008. aasta esimesel poolel panustasid SKP reaalkasvu nii põllumajandus, kalandus kui ka hotellid ja restoranid, kuid vähenesid kõigi varem majanduskasvu toetanud tegevusalade ehk ehituse, finantsvahenduse, töötleva tööstuse ja kaubanduse osakaalud. Järgmistel aastatel ootame Euroopa Liidu fondide intensiivsemat kasutamist ning valitsussektori investeeringute jätkumist, mis aitaksid majandusliku madalseisu tasandada ja toetaksid pikajalist majanduslikku konvergenti.

Suurema osa kevadprognoosis nimetatud riskide realiseerumise tulemusena on Eesti majandusareng sel aastal järginud pigem kevadprognoosi lisa- kui põhistsenaariumi. Sügisprognoosi koha-



Joonis 3. Eesti krooni ja euro forvardpreemiad (protsendipunktides)

Allikas: Reuters, Eesti Panga arvutused



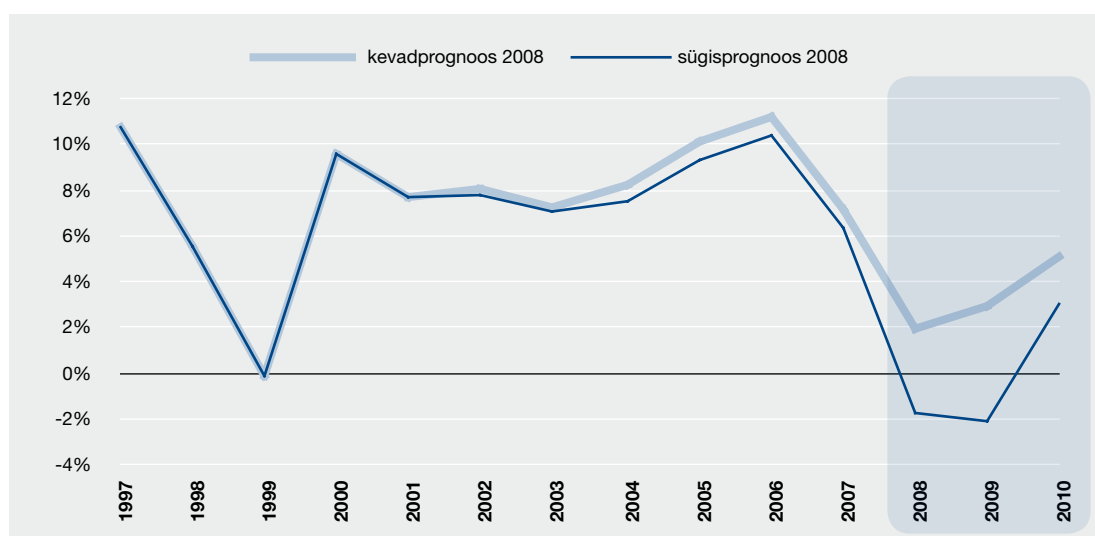
selt kahaneb Eesti majandus nii sel kui ka järgmisel aastal ning kasv taastub alles aastal 2010 (vt tabel 1 ja joonised 4 ja 5).

Aastatel 2005–2007 võimendas majanduskasvu laenamisel põhinev nõudlus, mille käigus liikusid ressursid suuresti sisenõudluse teenindamise.

**Tabel 1. Majandusprognosis põhinäitajate lõikes**

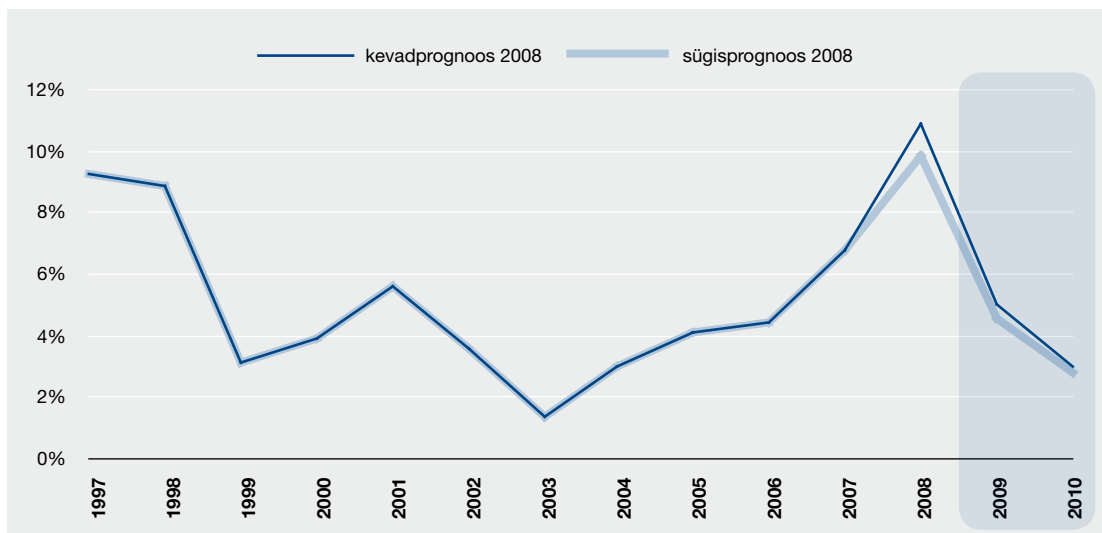
|  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | Erinevus võrreldes kevadprognosisiga |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------------------------|-------|-------|
|  |       |       |       |       |       |       |                                      |       |       |
| SKP (mln krooni)   | 173,5 | 205,0 | 238,9 | 255,9 | 265,5 | 282   | -15,4                                | -26,1 | -33,9 |
| SKP reaalkasv (%)  | 9,3   | 10,4  | 6,3   | -1,8  | -2,1  | 3,0   | -3,7                                 | -5,1  | -2,0  |
| Ühtlustatud tarbijahinnaindeks (%)                                 | 4,1   | 4,5   | 6,8   | 10,7  | 4,8   | 2,8   | 0,9                                  | 0,3   | -0,2  |
| SKP deflaator (%)  | 5,2   | 7,0   | 9,6   | 9,0   | 6,0   | 3,2   | -0,5                                 | 1,6   | -0,1  |
| Jooksevkonto (% SKPst)   | -10,0 | -16,7 | -18,1 | -11,1 | -6,5  | -7,1  | -0,9                                 | 1,0   | -0,5  |
| Võlgnevus välismaailma suhtes (jooksev- ja kapitalikonto; % SKPst) | -9,2  | -14,6 | -16,9 | -9,1  | -4,8  | -4,0  | -0,8                                 | 1,3   | -0,2  |
| Eratarbimise reaalkasv (%)   | 9,7   | 12,8  | 7,8   | -1,5  | -1,7  | 3,9   | -4,2                                 | -5,5  | -0,6  |
| Valitsussektori tarbimise reaalkasv (%)                            | 1,9   | 1,8   | 3,9   | 2,6   | -2,0  | 0,8   | -2,0                                 | -1,7  | -0,8  |
| Investeeringute reaalkasv (%)                                      | 9,4   | 19,5  | 4,8   | -5,6  | -10,4 | 6,4   | 4,1                                  | -8,2  | 1,3   |
| Eksporti reaalkasv (%)   | 20,9  | 11,6  | 0,0   | -0,9  | 0,5   | 4,8   | -3,1                                 | -4,2  | -1,7  |
| Impordi reaalkasv (%)  | 17,5  | 20,4  | 4,2   | -5,9  | -3,3  | 5,3   | -4,1                                 | -4,1  | 0,3   |
| Tööpuudus (%)  | 7,9   | 5,9   | 4,7   | 4,8   | 7,0   | 8,3   | -1,6                                 | 0,5   | 2,4   |
| Hõive kasv (%)   | 2,0   | 6,4   | 1,4   | -0,7  | -2,5  | -1,2  | 1,7                                  | -2,3  | -2,0  |
| SKP kasv täistööajale taandatud töötaja kohta (%)                  | 7,3   | 4,5   | 5,9   | 0,2   | -0,6  | 4,1   | -2,9                                 | -3,8  | -0,5  |
| Reaalpalka kasv (%)  | 7,7   | 11,6  | 11,6  | 3,8   | 0,0   | 1,8   | -1,9                                 | -2,7  | -1,7  |
| Keskmise brutopalka kasv (%)                                       | 11,4  | 16,2  | 20,4  | 14,6  | 5,0   | 4,9   | -0,3                                 | -2,0  | -2,1  |
| Rahapakkumise nominaalkasv (%)                                     | 42,0  | 28,2  | 13,4  | 3,9   | 2,2   | 2,8   | -7,7                                 | -6,3  | -6,0  |
| Krediidi nominaalkasv (%)  | 50,4  | 51,6  | 30,2  | 10,2  | 4,1   | 6,4   | 0,9                                  | -4,4  | -1,8  |
| Välisvõlg (% SKPst)  | 86,1  | 97,7  | 112,4 | 114,4 | 115,2 | 116,3 | 4,3                                  | 4,9   | 6,3   |
| Eelarve tasakaal (% SKPst)   | 1,3   | 3,3   | 2,7   | -1,4  | -2,5  | -1,3  | -0,1                                 | -2,5  | -1,3  |

Allikad: statistikaamet, Eurostat, Eesti Pank



**Joonis 4. SKP kasvu prognoos**

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank



### Joonis 5. Inflatsiooniprognosis

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Senine majanduskasvu aeglustumine ongi olnud peamiselt sisenõudluse keskne: ootuspäraselt on vähenenud kinnisvarainvesteeringud, kuid samuti on aset leidnud prognoositust tunduvalt kiirem korrektsioon eratarbimises. Nendelt komponentidelt pole erilist tuge majanduskasvule oodata ka järgneval aastal.

Praegust majanduse loomulikke tsüklilist langusfaasi võimendavad ülemaailmne finantskriis ning majanduskliima jahenemine peamiste kaubanduspartnerite juures. Sise- ja välistegurite ebasoodsa arengu kokkulangemise tulemusena on üleüldine ebakindlus suurem kui kunagi varem ning praegu puuduvad selged märgid uue kasvutsükli algusest lähitulevikus. Ka juhul kui 2009. aastal peaks algama järkjärguline paranemine meie peamistel eksportturgudel ning ärevus finantsturgudel on vaibunud, võib majanduse kasvutempo jääda tavalult väikeseks.

Ettevaatavad majandusnäitajad ei luba prognoosida kasvu taastumist sama kiiresti kui eelmise majanduslanguse ajal 1990ndate lõpus. Majanduse pakkumise poolt kirjeldavad baromeetrid viitavad hõive vähenemisele nii ehituses, kaubanduses, teeninduses kui ka tööstuses, mis räägib

pigem langustrendi jätkumise kui selle pöördumise poolt. Ka nõudlust kirjeldavad baromeetrid ei luba olukorra peatset paranemist – ettevõtted prognoosivad tellimuste ja nõudluse vähenemist.

Samas avab majandusaktiivsuse alanemine mõnikord häid võimalusi viia ellu suuremaid struktuursete muudatusi ning korraldada ressurside jaotamist efektiivsemalt. Kiire kasvu jätkumine ilma majanduses toimuvate ümberkorraldusteta ning tootlikkuse tõusuta ei ole võimalik. Praeguseks on nõudluse struktuur mõnevõrra muutunud, kuid pakkumise oma pole sellele veel täielikult reageerida jõudnud. Nii pole suuri muutusi toimunud ei tööhõive ega ka kapitaliinvesteeringute struktuuris. Majanduse ettevalmistamiseks uue kasvutsükli jaoks on vajalik osaline tööjõu vabanemine ja liikumine sektoritesse, kus tema tootlikkuse kasv on suurem.

Majandus peab tsüklilise kohandumisega suuresti omal jõul toime tulema, kuid valitsussektori roll on hoida pika perioodi kasvutegurid heas seisus. Institutsionaalne suutlikkus, konkurentsivõimeline haridussüsteem, läbipaistev majanduspoliitika ja lihtne maksundus, toimiv infrastruktuur ning võlakoormuse

jätksuutlikkus on need tegurid, mis (välis)investoreid meie majanduse võimekuses veenavad.

## SISENÕUDLUS

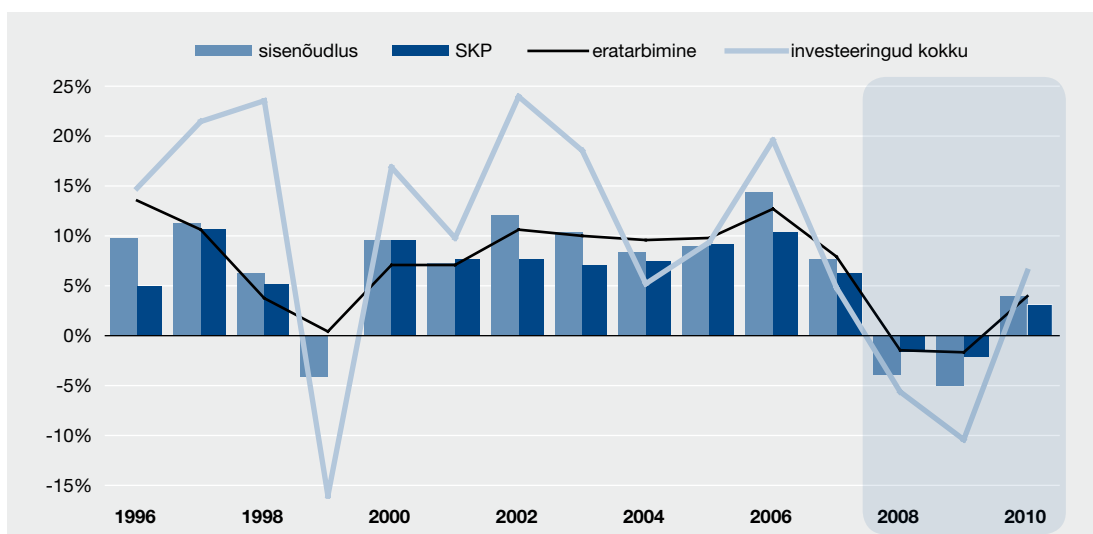
Tugev sisemaine nõudlussurve on viimastel aastatel majanduse ülekuumenemisele tublisti kaasa aidanud. Sisenõudlus kasvas majandusagentide optimismipuhangust ajendatud laenamise toel märkimisväärselt, tuues majanduskasvu ajas ettepoole.

Käesoleval ja järgnevatel aastatel elab majandus üle perioodi, kus laenamise roll on vähenemas. Ajavahemikul 2005–2007 oli krediidi juurdekasv suhtena sisenõudluse ligikaudu 20–30%. Laenumahu sedavõrd kõrge osakaal ei saa pikemal perioodil olla jätkusuutlik, mistõttu järgnevatel aastatel ootame selle suhtarvu taandumist ligikaudu 4–5% piiresse. Varasemate aastate suur krediidisõltuvus tähendab seda, et igasugune tagasilöökk laenu kättesaadavuses kätkeb endas tugeva sisenõudluse korrigeerimise ohtu. Laenuõudlus peaks toetama majandust nii, et see looks küll reaalkasvu, kuid ei tekitaks inflatsioonisurvet. Laenuõudlust aitavad ohjeldada nii kõrge püsivad intressimäärad

kui ka finantsinstitutsioonide järsult suurenenud riskikartlikkus. Lisaks eeltoodule on sisenõudluse arengu kujunemisel tähtis, kui paindlikuks osutub majanduse langusfaasis hõive (tööpuuduse) areng.

Pärast laenubuumi kestab madalseis enamasti kauem siseturule orienteeritud tegevusaladel. Põhjus on selles, et juurdepääs laenuressursile nendes valdkondades buumi ajal paraneb ning kiirem laenukoormuse kasv toob kaasa ka pikemat aega kestvad ümberkorraldused. Sisenõudluse uut kasvutsüklit on oodata alles siis, kui on selged märgid aktiivsuse suurenemisest välisurule suunatud sektorites, mis hakkavad majandusse tooma uusi sissetulekuid. Eesti praeguses kontekstis on viimast raske näha, kui võtta arvesse riskiderohke väliskeskkonna väljavaade. Seetõttu taastub sisenõudluse kasv väga aeglaselt.

Kuigi juba kevadprognoosi põhistsenaariumis nägime ette sisenõudluse tagasihoidlikku panust majanduskasvu, oleme seda sügisprognoosis veelgi kärpinud. Võrreldes kevadega oleme ulatuslikumalt korrigeerinud nii eratarbimise kui ka investeringute prognoosi (vt joonis 6).



Joonis 6. Sisenõudluse reaalkasv

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

## Eratarbimine

Eratarbimine on reageerinud majanduskasvu aeglustumisele mõnevõrra tugevamalt kui kevadprognoosis ootasime, kuigi sissetulekud on kasvanud vastavalt prognoosile. Oodatust pisut hoogsam energia ja toiduainete inflatsioon on vähendanud ostujõudu.

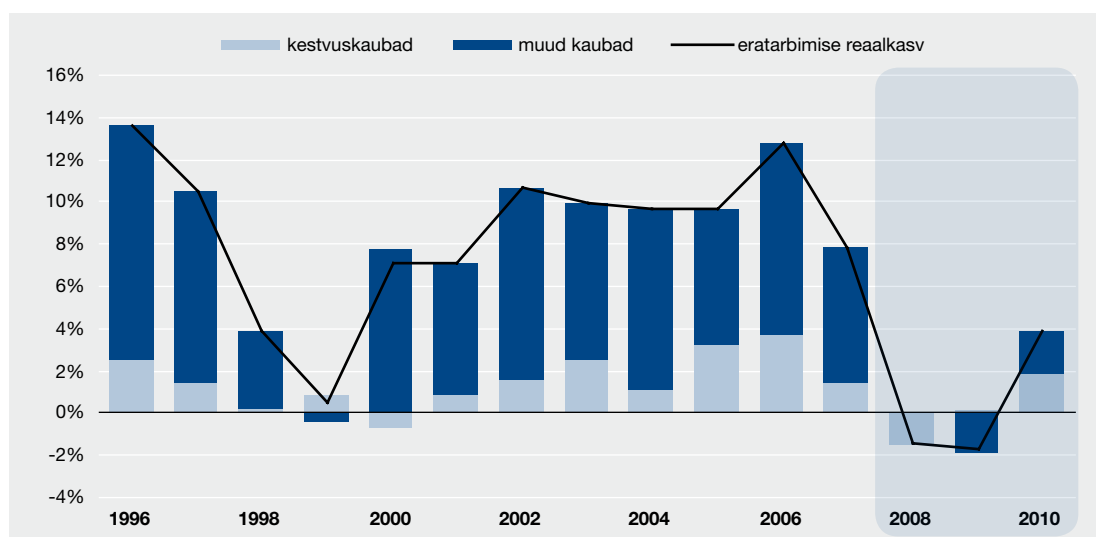
Kõige kiirem hinnakasv on tabanud esmatarbekaupu (toit ja eluase), mille tarbimine on olnud aga vähem hinnatundlik, kuna tarbimisharjumuste muutmine on raskem ja võtab rohkem aega. Näiteks toidukaupade hinnatõus ulatus augustis 17%ni, kuid mahuliselt vähenes nende müük 3%. Seetõttu on inimesed järsult kahanetanud kulutusi kestva kaupadele. Viimastel kuudel on rohkem kui kümnendiku võrra vähenenud majatarvete, kodumasinade, rauakaupade ja ehitusmaterjalide, aga ka rõivaste ja jalatsite jaemüük. Kestvukaupade väiksema tarbimise tõttu ongi viimase aasta jooksul kõige rohkem aeglustunud tarbimisaenude mahu kasv.

Aasta lõpus suurenevad märkimisväärselt majapidamiste kulutused soojusenergiale ning samuti on kasvanud laenu teenindamise kulud. See muudab majapidamiste eelarved veelgi pingelisemaks, mis

omakorda seab kestva kaupade müüjad tõenäoliselt veelgi suurema surve alla (vt joonis 7).

Võrreldes kevadega on ilmnenud mitu tegurit, mis on sundinud järgnevat aastat eratarbimise mahuprognoose vähendada. Sisemajanduse eeldatust suurem langus ning kehvemad ekspordiväljavaated tähendavad kevadprognoosiga võrreldes eelkõige madalamat palgkasvu ning suuremat tööpuudust, mistõttu on ka tarbimiskulutused kevadel oodatust väiksemad. Kui II kvartalis kasvasid palgad veel rohkem kui 15% ja hinnakasv jäi 11% piirsesse, siis aasta lõpust alates ei ole välistatud, et mõneks ajaks jääb sissetulekute keskmine kasv inflatsioonist aeglasemaks.

Mõnevõrra kiiremini on suurenenud ka laenu teenindamise kulud, sest intressitõus on olnud oodatust kiirem. Samas on ebakindlus maailmajanduses tekitanud väga erinevaid arvamusi selles suhtes, mis juhtub intressimääradega järgnevatel aastatel. Kasutatavat tulu vähendab võrreldes kevadel eeldatuga ka tulumaksumäära alandamise edasilükkamine. Hinnanguliselt on eratarbimise kasv selle mõjul järgnevatel aastatel täiendava 0,7% võrra väiksem.



Joonis 7. Eratarbimise kasvu komponendid

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Eratarbimise sedavõrd tugev reageering tuleneb majapidamiste kasvanud ebakindlusest tuleviku suhtes, mis on suurendanud ettevaatusest ajendatud säästmist. Majapidamiste tähtajaliste hoiuste maht kasvas augustis rohkem kui 40% võrreldes aastataguse ajaga. Oma mõju on olnud ka hoiuseintressimäärade kasvul. Tarbijate kindlustunde indikaator on langenud kaheksa aasta tagusele tasemele ega näita veel stabiliseerumise märke. Suurenenud ebakindluse tõttu on inimesed sel aastal võtnud ka palju vähem tarbimislenu. See on üks põhjus, miks kevadine eratarbimise prognoos oli üle hinnatud. Kuna eelmisel aastal kasvas eratarbimine tarbimislenu suure mahu tõttu tublisti, on käesoleval aastal kasv madalam.

### **Investeeringud**

Kuigi investeeringute osakaal SKPs oli ülikõrge, ei suutnud see tagada pidevat majanduskasvu. 2006.-2007. aasta tipphetkedel küündis investeeringute (sh varude muutus) osakaal SKPs ligikaudu 40%ni, mis oli peaaegu kaks korda kõrgem kui Euroopa Liidu keskmine.

Käesoleva aasta esimeses pooles vähenesid majapidamiste investeeringud viiendiku võrra ja kinnisvaratehingute aktiivsus ei näita senise trendi muutumist. Ettevõtete investeeringud jäid esimesel poolaastal ligikaudu aastatagusele tasemele, kuid erinevad indikaatorid viitavad suuremale korrektsioonile aasta lõpus ja 2009. aastal. Investeeringute vähenemisele osutab ka ettevõtete varasemate suurte investeeringute ja vähenenud nõudluse tõttu kasvanud vaba tootmisvõimsuse varu.

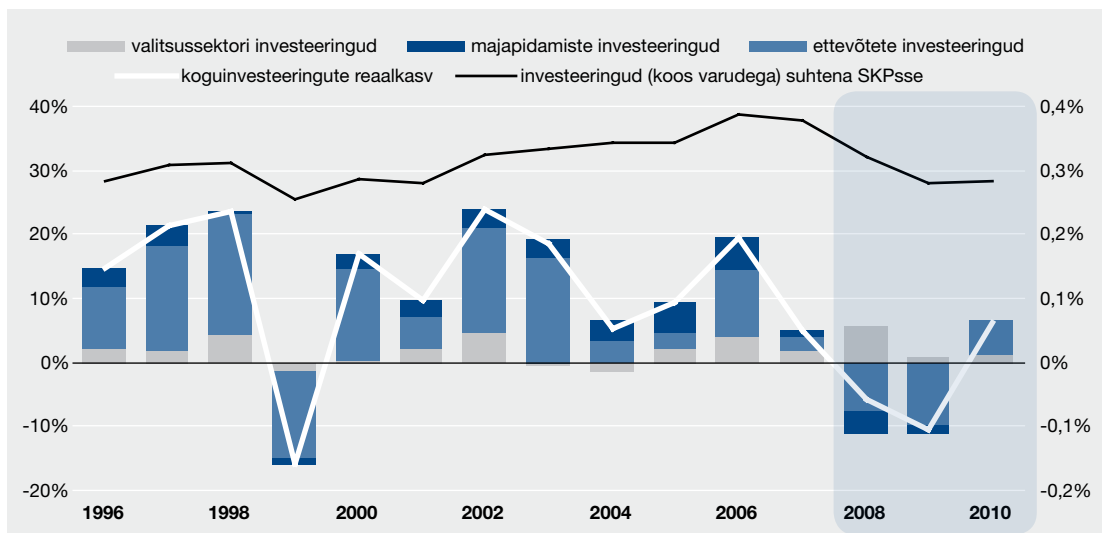
Konjunktuuriinstituudi küsitluste järgi oli tööstusettevõtete tootmisvõimsuse rakendatuse tase aasta keskel 71% ehk ligikaudu 6 protsendi-

punkti võrra madalam kui aasta tagasi. Kinnisvaraettevõtete varud on suurenenud pakkumise ja vähenenud nõudluse tagajärjel kasvanud statistikaameti andmetel 10 miljardi kroonini. Seda on näiteks kaks korda rohkem kui 2009. aastaks oodatav majapidamiste investeerimislenu jäägi kasv. Valitsussektori investeerimist toetavad lähiaastatel Euroopa Liidu fondide abil finantseeritavad infrastruktuuriprojektid, kuid nende investeeringute kasv ei suuda tasandada teistes sektorites eesootavat investeeringute korrektsiooni.

Korrektsiooni taga on suuresti kinnisvaraturu madalseis, kuid seda mõjutavad ka välisnõudluse kesised väljavaated ning karmistunud rahastamistingimused. Uut investeeringute kasvutsükli ei ole oodata enne, kui ekspordinõudlus on taastunud. Siiski jätkatakse asendusinvesteeringute<sup>2</sup> tegemist ning säilib ka efektiivsuse ja tootlikkuse tõstmise vajadus.

Majapidamiste investeeringud on kinnisvara hinnalanguse tõttu jõudmas madalseisu (vt joonis 8). Vähenenud on ka majapidamiste kindlustunne, mis sunnib ostuotsusega pigem viivitama. Kinnisvaratehingute aktiivsus on praeguseks jõudnud 2002.-2003. aasta tasemele ega näita paranemise märke. See tähendab, et seniste varude realiseerimine võtab rohkem aega. Samuti võib hinnakorrektsioon olla ulatuslikum. Suurema hinnalanguse korral ei saa täielikult välistada nn teise ringi efekte – lisatagatiste, täiendavate sissemaksete jms nõudmist. Kuna tööpuudus pole veel suurenenud, pole see seni kinnisvarahindadele kuigi suurt survet jõudnud avaldada. Siiski valitseb oht, et kasvama hakkav tööpuudus mõjutab ka kinnisvarahindasid.

<sup>2</sup> Investeeringud olemasoleva hoone, masina või selle osade asendamiseks.



**Joonis 8. Investeeringute kasvu komponendid**

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

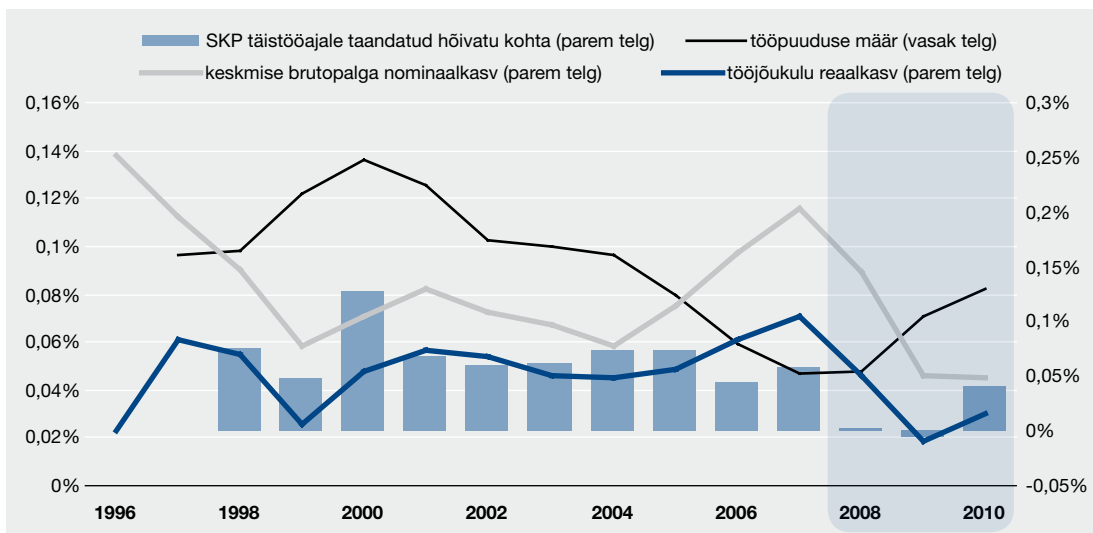
## TÖÖTURG

Viimastel aastatel kasvas hõivatute arv märkimisväärselt, kuid üldist tööjõunõudlust ei suutnud see siiski täielikult rahuldada. Sellele viitavad nii majanduse toimimine väga madala töötuse tingimustes kui ka tugev palgatõusurve. Majandus jõudis kasvuperioodi lõpus ressursside täishõive seisundisse ja seetõttu oli kasvu alanemine möödapääsmatu. Kuna suur osa vabadest ressurssidest ammendus, hakkas tööturg kasvu takistama ning tekkis tugev palgatõusurve. Lisapingeid lisasid välismaal töötamise võimalused.

Tööpuudus ja hõive pole majanduskasvu aeglustumisele siiani veel kuigivõrd reageerinud. Tööpuuduse määr saavutas 2008. aasta II kvartalis hoopis viimaste aastate madalaima taseme (4,0%) ning hõivatuid oli vaid 0,3% vähem kui aasta tagasi. Nüüd on need trendid siiski pöördumas (vt joonised 9 ja 10). Tööjõunõudluse kiire kasvu aastatel on hõive määr tõusnud suuresti nende elanike (nt pensioniealiste) toel, kellele oleks väiksema tööjõunõudluse korral tööd raskem leida. 2008. aastal on pensioniealised taas hakanud mitteaktiivsete sekka naasma.

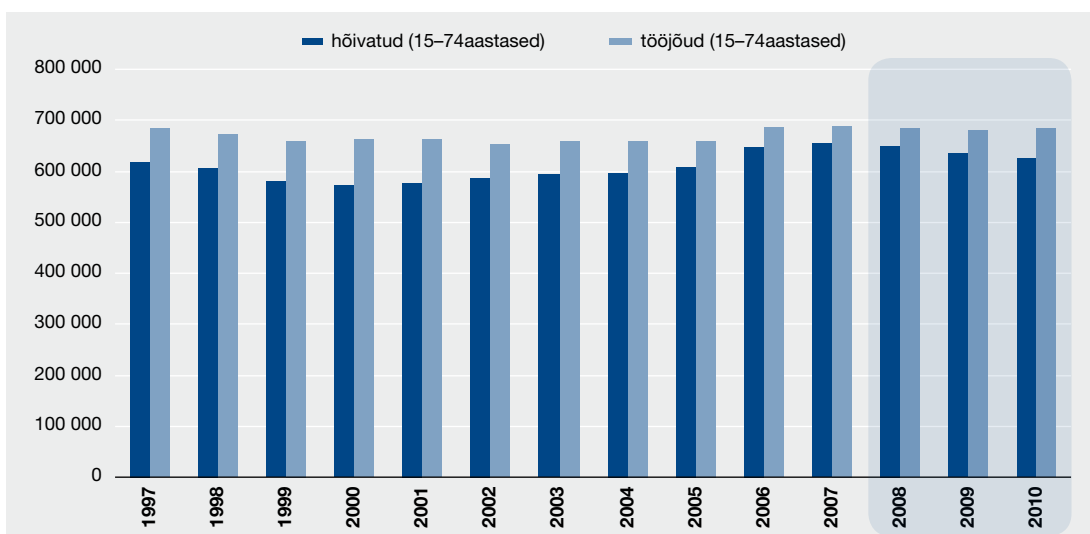
Liiga hoogne palgakasv, mis ületas viimase kahe aasta jooksul tugevalt tootlikkuse kasvu, tekitab tõsist muret tööjõuhinna paindlikkuse pärast. Majandusükli pöördudes hakkas palgakasvu tempo eelmise aasta keskel siiski mõnevõrra aeglustuma. Palgakasvu suure inertsus tõttu peaks tootlikkuse kasvuga tasakaalu saavutamine võtma aega 6–8 kvartalit. Eestis takistas nende näitajate kooskõla saavutamist avaliku sektori palgatõus 2008. aasta alguses, mis majandusükli arengu seisukohast ei toimunud just kõige sobival ajal, kuid mille mõju pikemas perspektiivis peaks taanduma. Teises kvartalis keskmise palga kasv aeglustus, alanedes juuniks juba 12,2%ni.

Eelnevate aastate kiire majanduskasv on mitme majandusnäitaja tõusu ajutiselt hoogustanud ja see mõju on nüüd visalt taandumas. Tootlikkuse kasv on pidurdunud oluliselt kiiremini kui reaalsalga kasv, mistõttu nende kahe näitaja tasemete vahel püsib suur lõhe. 2008. aasta esimesel poolel aeglustus reaalsalga kasv varasemalt 15%lt siiski 3,4%le. Majanduskasvuga võrreldes ennaktempos kasvavad palgad toovad jätkuvalt kaasa inimkapitali suhteliselt kiirema kalli-



**Joonis 9. Tööhõive areng ja palgakasv**

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank



**Joonis 10. Hõivatud ja tööjõud**

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

nemise ning kasumi osatähtsuse alanemise lisandväärtuses. Eesti majanduse tasakaalustamatuse vähendamiseks on praegusel arenguetapeil tähtis, et eespool mainitud lõhe taanduks. Hõive ja töötus pole majandusaktiivsuse langusele paindlikult veel reageerinud, kuid suuremat korrektsiooni ootame me edaspidi just palgakasvus. Võimalik, et ette-

võtted ei kiirusta töökohti vähendama, kuna neil on meeles eelnevate aastate raskused kohtade täitmisega. Selle asemel nad pidurdavad palgakulude kasvu. Eesti suhteliselt paindlikku palgakujundust, sealhulgas lisatasude võrdlemisi suurt osakaalu arvestades ei saa majanduslanguse kestmisel välis- tuda ka palgakärpeid.

Lähiaastatel võib tööjõu piiriülene mobiilsus taas kasvama hakata, kuna osa töö kaotanud inimesi otsib töövõimalusi Eestist väljaspool. Töö leidmine välismaal ei pruugi väliskeskonna madalseisu tõttu olla samas enam nii lihtne kui varasematel aastatel. Eesti jaoks tähendab välisriikides töötajate arvu suurenemine sellevõrra aeglasemat tööpuuduse kasvu, aga ka väiksemat paindlikkust palgakujunduses.

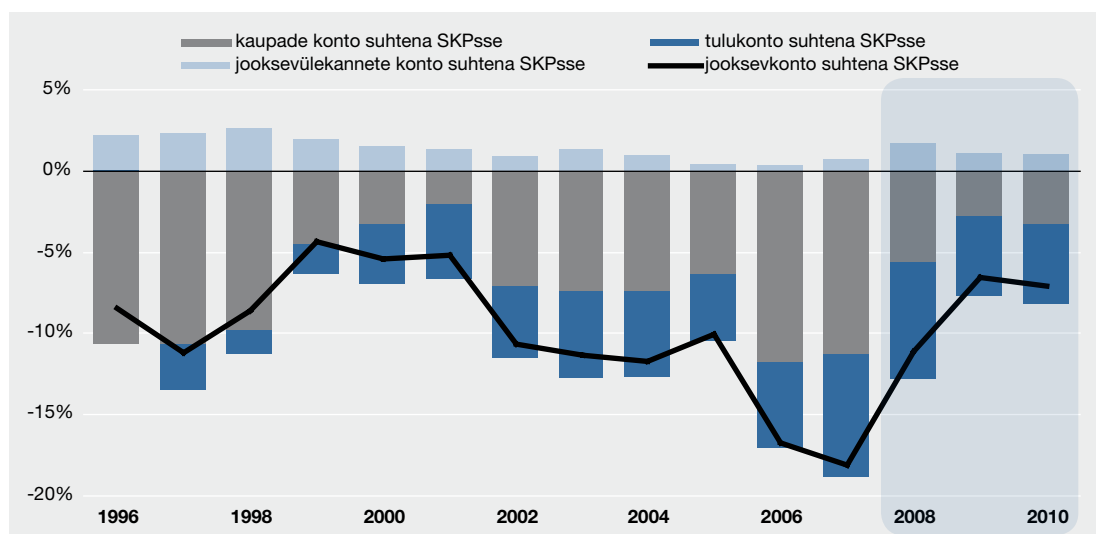
Majanduse edasises arengus mängib keskset rolli tööjõuressursi ümberpaigutumine sinna, kus tootlikkuse kasv on kiirem. Uue kasvutsükli jaoks on tõenäoliselt vaja osa sisenõudlust teenindavast tööjõust ümber paigutada eksporditulu teenivatesse sektoritesse. Samuti on võimalik, et seni sisenõudlusele orienteeritud sektorid suudavad rohkem ümber orienteeruda eksporditulu teenimisele. Ei saa aga välistada, et tööjõu ümberpaiknemisega võib kaasneda ka nominaalpalgade alanemine.

Maailmahindade järsud tõusud ja majandustsükli muutused on paratamatud. Küll aga on meie endi võimuses suurendada Eesti majanduse võimekust nendele paindlikult reageerida. Seejuures on eriti oluline tööturu paindlikkus, et tööjõuressurssi paremini kasutada. Pikemas perspektiivis peaks see tagama majandusaktiivsuse tõusu ning sissetulekute kasvu.

## VÄLISNÕUDLUS JA -TASAKAAL

Odava laenukapitali ulatuslik sissevool viimastel aastatel ning madalad intressimäärad põhjustasid Eesti majanduse ülekuumenemist ning suurendasid oluliselt majanduse välist tasakaalustamatust. Majanduskasvu aeglustudes on lõppenud ka jooksevkonto puudujäägi suurenemine. Teise kvartali lõpus ulatus puudujääk suhtena SKPsse juba 10%ni, mis on ligi 6 protsendipunkti vähem kui kaks kvartalit varem. Jooksevkonto puudujääki suurendas enim tulukonto ehk välisosaluslega ettevõtete jätkuvalt kõrge kasumlikkus. Kaupade ja teenuste saldo ulatus II kvartalis vaid -3,4%ni. Kevadega võrreldes on vähenenud laenu raha toel tarbimine ja investeeringud. Kui see trend jätkub, võib jooksevkonto puudujääk veelgi kiiremini kahaneda.

Lähiajal paraneb välistasakaal eelkõige sisemajanduslike tegurite toel. Ekspordimahud on küll pisut kahanenud, kuid eksporditulu on siiaani tänu maailmaturu hindade tõusule püsinud rahuldaval tasemel. Väliskeskond ei soosi esialgu eksporditulu kasvu, kuid keskmises perspektiivis võib loota majandusaktiivsuse tõusule lähipiirkonnas ning välisnõudluse järkjärgulisele taastumisele. Kokkuvõttes kahaneb jooksevkonto kõikide peamiste komponentide lõikes. Eelkõige väheneb kaubandusbilansi puudujääk, aga ka tulukonto defitsiit (vt joonis 11).



Joonis 11. Jooksevkonto struktuur



Välispartnerite impordinõudluse kasvu aeglustumine, mis algas eelmise aasta lõpus, jätkus ka selle aasta alguses, mistõttu ekspordimaht kahanes. Esimesi märke sellest oli näha juba eelmise aasta lõpus. Seetõttu püsis kaupade ja teenuste eksport 2008. aasta esimesel poolel madalal tasemel. Ekspordihindade tõus on olnud kiire ning seda nii kodu- kui ka välismaiste tegurite tõttu. Praegu on ekspordihindade tõus siiski aeglustumas.

Kaupade väljaveo maht hakkas vähenema juba 2007. aasta III kvartalis. Ühe põhjusena võib tuua üldise hindade kasvu, mis kandus üle ka ekspordihindadesse. Käesoleva aasta alguses kahanes ekspordimaht veelgi. Enim on vähenenud Eestisse töötlemiseks imporditud ja seejärel eksporditud mineraalsed kütused, mille panus lisandväärtusesse ei ole märkimisväärne. Jätakuvalt on kasvanud metalltoodete ning masinate ja seadmete eksport. Ekspordi kiiret kasvu aprillis ja juulis võib aga mõningal määral pidada kalendriefektist<sup>3</sup> tulenevaks.

Majanduskasvu aeglustudes on vähenenud ka teenuste väljaveo kasv. Kõige rohkem on kasvu panustanud reisiteenused. Eelkõige on suurenenud erareiside kogumaksumus. Tõenäoliselt ei muutu ekspordimaht kuigivõrd ka järgmisel aastal ning kasvu taaskiirenemist võib oodata alles 2010. aastal.

Üldiste näitajate järgi kujunes teenustemüügi kasvutempo märksa kiiremaks kui kaupade oma. Kui kaupade ekspordimaht vähenes esimest korda 2007. aasta II kvartalis, siis teenuste ekspordimaht hakkas kahanema aasta hiljem. Üheks põhjuseks on kindlasti teenusehindade kasv ning üldise majandusaktiivsuse vaibumine lähiregionis. Samuti on järjest enam tekkinud

küsimusi maailmamajanduse kasvu suhtes, seda eriti USAs ja sealt edasi kandunud finantskriisist tulenevalt.

Konjunktuuriinstituudi andmetel hakkasid tööstusettevõtted tunnetama konkurentsivõime langust Euroopa Liidu turul juba 2006. aastal ning praeguseks on konkurentsivõime baromeeter alanenud läbi aegade madalaimale tasemele. Ettevõtted hindavad oma konkurentsivõimet madalamaks ka kodumaisel turul, kus samuti tuleb võistelda välismaiste pakkujatega. Konkurentsivõimele avaldab tõenäoliselt survet kodumaiste tootmissisendite ja palkade kiire kasv viimastel aastatel.

2008. aasta keskpaigaks suurenes tulukonto puudujääk 8,2%ni SKPst, kuid edaspidi see alaneb järk-järgult. Eesti majandusüksusel liigub positiivses korrelatsioonis nende riikide majandusüksustega, kuhu siinsed investorid on peamiselt rahapaigutusi teinud. Seetõttu väheneb ühel ajal nii välisinvestorite poolt Eestisse kui ka Eestist väljapoole tehtud investeeringute tootlus. Tulukonto paraneb ka töötulu osas. Eesti majanduslangus viib rohkem siinseid töötajaid välismaale võimalusi otsima. Jooksevülekannete konto saldo oli II kvartalis 1,5% SKPst. Vana rahastamisperioodi vahendite jätkuv kasutamine lisab ülekannete kontole veel aasta jooksul lisa ning uue perioodi vahendite avanemine suurendab ülekannete saldo paari protsendini SKP suhtes.

Majanduskasvu aeglustudes on pidurdunud ka välisvõla kasv ning prognoosiperioodil jätkub see nominaalse SKP kasvuga ligikaudu samas tempos. Eelkõige kajastab see kinnisvarasektori aktiivsuse langust. See on omakorda kahandanud erasektori laenuõudlust, mistõttu on vähenenud ka pankade välisfinantseerimise vajadus.

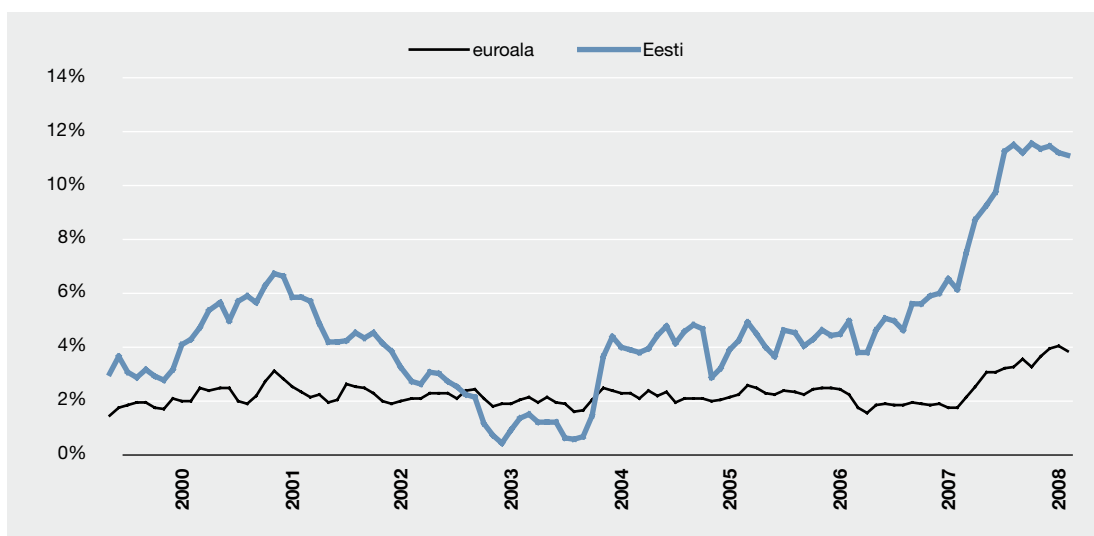
<sup>3</sup> Tööpäevade arv samades kuudes erineb aastate lõikes.

## INFLATSIOON

### Tarbijahinnad

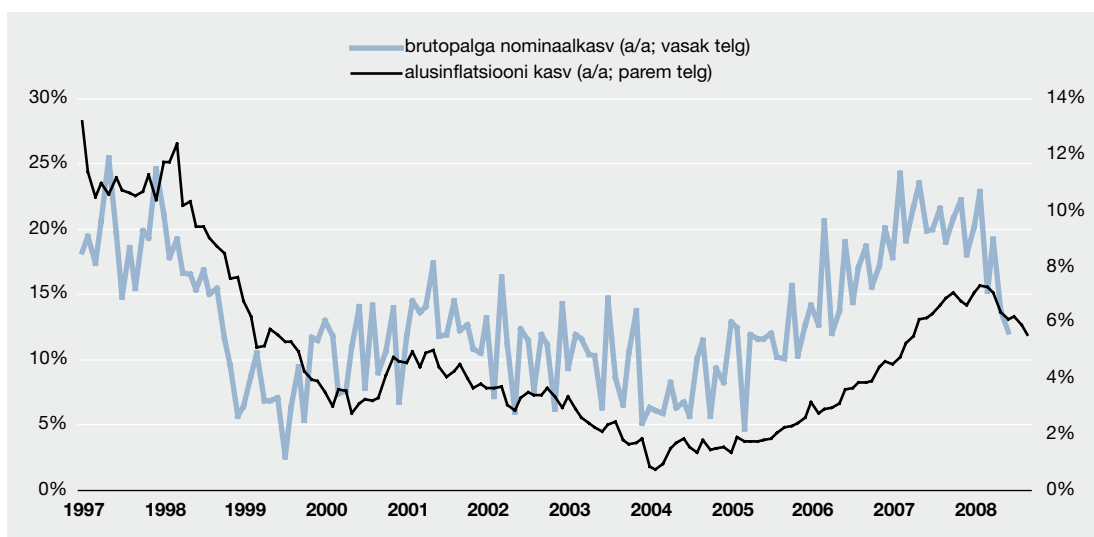
Tarbijahinnad tõusid käesoleva aasta esimese üheksa kuu jooksul keskmiselt 11,1% aasta arvestuses (vt joonis 12). Inflatsioonimäära kasvatas kahekohaliseks eelkõige energia ja toiduainete

kallinemine maailmaturul. Käesolevaks ajaks on toormehinnad kõrgtasemetelt taandunud, kuid välisturgudelt tuleb jätkuvalt heitlikke hinnasignaale. Väiksema nõudluse ja aeglasema palgakasvu tõttu on sisemine inflatsioon ka teisel poolaastal aeglustunud (vt joonis 13). Suure osa hinnatõusust põhjustasid administratiivsed tegurid.



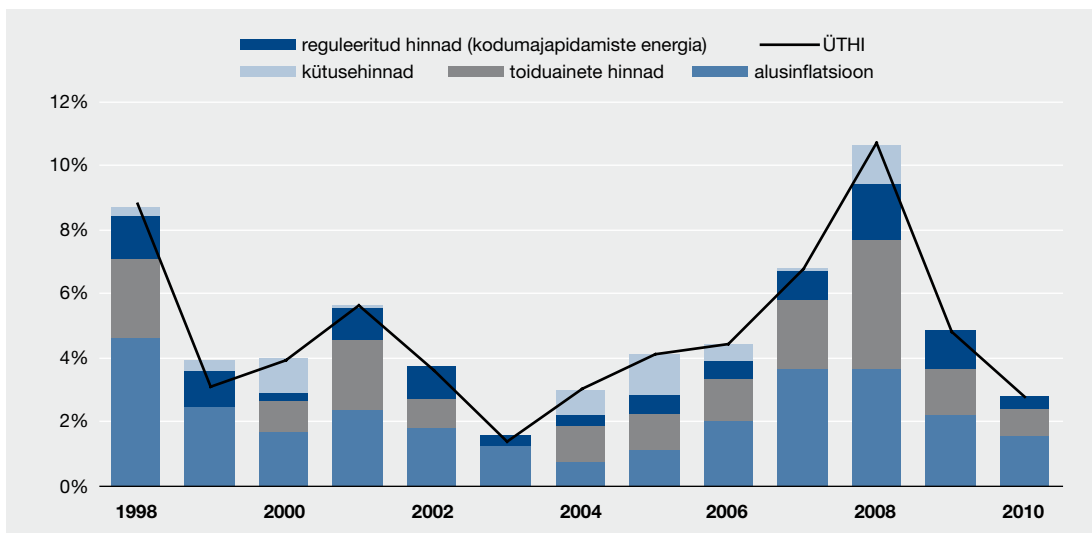
Joonis 12. Tarbijahindade aastakasv Eestis ja euroalal

Allikas: Eurostat



Joonis 13. Alusinflatsiooni ja brutopalga kasv

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank



**Joonis 14. Inflatsiooni struktuur ja prognoos**

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Eesti Panga sügisprognoosis tõstame käesoleva aasta inflatsiooniprognoozi alla ühe protsendipunkti 10,7%ni, sest energia ja toiduainete varasem kõrge hinnatase mõjutab jätkuvalt võrdlusbaasi (vt joonis 14). 2009. aasta alguses aeglustub inflatsioon kiiremas tempos. Selleks ajaks nõrgenevad nii sise- kui ka välismaist hinnatõusurvet põhjustavad tegurid. Tarbijahindade kasvuks 2009. aastal prognoosime 4,8%. Inflatsiooni aeglustumist järgmise 12 kuu jooksul ootavad konjunktuuriküsitluste põhjal nii tarbijad kui ka ettevõtted. Sügisprognoosi põhistsenaariumi kohaselt pidurdub tarbijahindade kasv 2010. aastal 2,8%ni, mistõttu suureneb Maastrihti inflatsioonikriteeriumi täitmise tõenäosus.

#### Administratiivsed hinnategurid

2008. aasta keskel jõudis Eestis lõpule aktsiisimäärade ühtlustamine, mis tulenes Euroopa Liiduga ühinemise lepingust. Aktsiise tõsteti kahel korral – jaanuaris ja juulis –, mistõttu tubakatooted kallinesid üheksa kuu jooksul 51,0% ja alkohol 10,8%. Administratiivselt reguleeritavate hindade panus inflatsiooni tõusis septembriks 5,3 protsendipunkti. Aktsiiside tõusu mõju inflatsioonile avaldus oodatust varem.

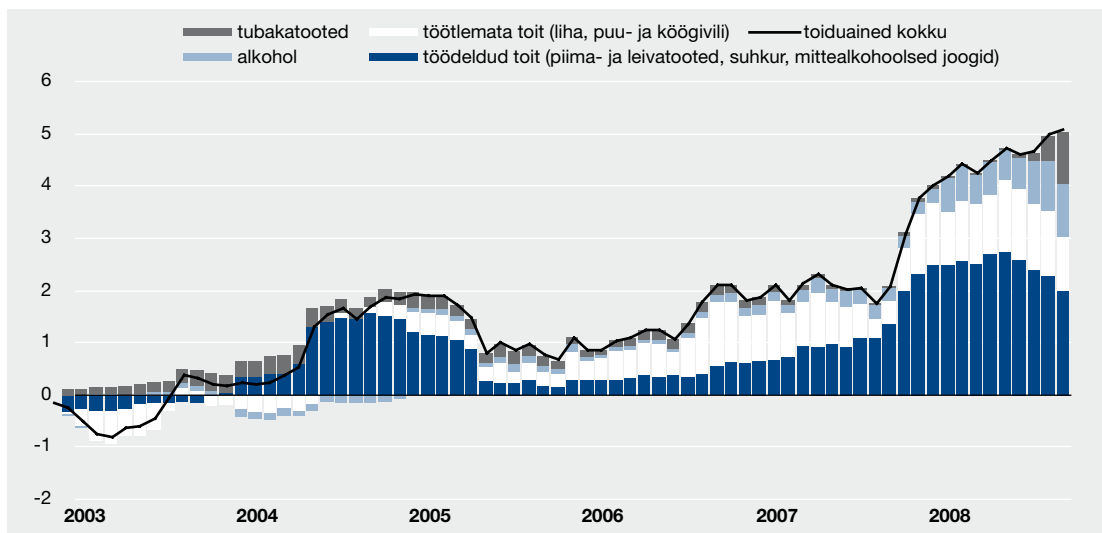
Suurematest hinnatõusudest on käesoleva aasta lõpukuudele jäänud veel soojusenergia kallinemine. 2010. aasta administratiivsete hinnatõusude kohta praegu täpne info puudub. Kogu prognoosiperioodil püsib indekseerimise tõttu surve elektri kallinemiseks.

#### Tähtsamad kaubad ja teenused

##### Toidukaubad

Toiduainete hinnakasv aeglustus maailmaturul 2008. aasta teisel poolel. Osaliselt kajastab see häid hinnanguid tänavusele saagikusele, kuigi teraviljade tavapärase laovarude seisu taastamine võib võtta aega mitu aastat. Mõõdukamale hinnakasvule aitas kaasa naftanõudluse vähenemine, mistõttu juulis odavnesid välisturgudel biokütuste toorained.

Toidukaupade aeglasem hinnakasv maailmaturul avaldub ka Eestis, kuigi kaubagruppide lõikes on erinevusi (vt joonis 15). Enim odavnesid aasta esimese üheksa kuu jooksul piimatooted (-2,4%). Köögi- ja puuviljade sesoonne hinnalangus on tänavu olnud tavapärane. Keskmisest kiirem on samal ajal olnud leiva- ja lihatoodete hinnakasv –



**Joonis 15. Toidukaupade hinnatõus Eestis (panus THI aastakasvu protsendipunktides)**

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

vastavalt 9,1% ja 4,8%. Ilmastikuolud olid tänava Eestis põllumajanduse jaoks ebasoodsad ning rohkete sademete tõttu ei olnud võimalik vilja-saaki õigel ajal koristada. See aga ei ole kindlasti peamine põhjus, miks liha- ja leivatoodete hinnad on kasvanud. Toiduainete inflatsioon sõltub eelkõige maailmaturu hinnatrendidest.

Sügisprognoosi järgi tõusevad toiduainete hinnad järgneva 12 kuu jooksul aeglases tempos. Aasta arvestuses tähendab see toiduainete hinnakasvu järsku pidurdumist alates septembrist. Järgmise aasta alguseks aeglustub hinnatõus alla 10% taseme. Väiksema sisenõudluse tõttu väheneb toiduainete jaemüügi maht ning konkurents toiduturul tugevneb võrreldes olukorraga möödunud aasta lõpul.

### **Teenused**

Käesoleva aasta esimese üheksa kuu jooksul kallinesid teenused aasta arvestuses keskmiselt 10,3%. Suurima panuse andsid hinnakasvu transporditeenused<sup>4</sup>. Mootorikütuse rekordiliselt kõrge hinnatase suvekuudel kandus teenusehindadesse üle järk-järgult. Juulis kallinesid näiteks

bussipiletid 9,6%; augustis tõusid prügiveo- ja lennupiletite hinnad vastavalt 8,9% ja 18,6%. Nafta hind mõjutas teenuste inflatsiooni kaudselt ka teiste komponentide kaudu.

Prognoosiperioodil aeglustub teenuste inflatsioon seda kiiremini, mida väiksem on palgakasv. Tööturuandmed kinnitavad palgakasvu aeglustumist, kuigi tegevusalade vahel esineb selles suhtes erinevusi. 2009. aastal on tööjõukulude ja tootlikkuse kasv rohkem kooskõlas ja seetõttu ka hinnatõusurve väiksem. Samas pole teada, kui suurt mõju võib inflatsioonile avaldada reaalsalga ja tootlikkuse kasvu vahelise lõhe püsimine.

### **Tööstuskaubad**

Tööstuskaupade hinnamuutused on tarbijate jaoks olnud käesoleval aastal soodsad. Riiete ja jalatsite hinnamuutused järgisid tavapärasest sesoonsust ning juuli allahindlused olid suuremad kui mitmel varasemal aastal. Tugev euro muutis odavamaks väljastpoolt Euroopa Liitu imporditava elektroonika. Koduelektroonika odavnes aasta esimese üheksa kuuga keskmiselt 14,7%. Majanduse jahtumine ja tarbijate ostujulguse

<sup>4</sup> Teenused jagunevad viide põhirühma: vaba aja (31%), transpordi- (18%), eluaseme- (17%), kommunikatsiooni- (18%) ja muud teenused (16%).

vähenevad pidurdab ka kodumaiste tööstuskaupade (nt ehitusmaterjalide) hinnatõusu. Kinnisvarabuumi ajal kulutati suur osa laenurahast eluaseme remondile ja sisustamisele.

Kuna USA dollari kurss on hakanud tõusma, võivad imporditavad tööstuskaupad prognoosiperioodil mõõdukalt kallineda. Näiteks juulist septembrini tugevnes dollar 12%. Valuutakurside muutused avalduvad tarbijahindades siiski alles suhteliselt pika aja järel.

### Energia

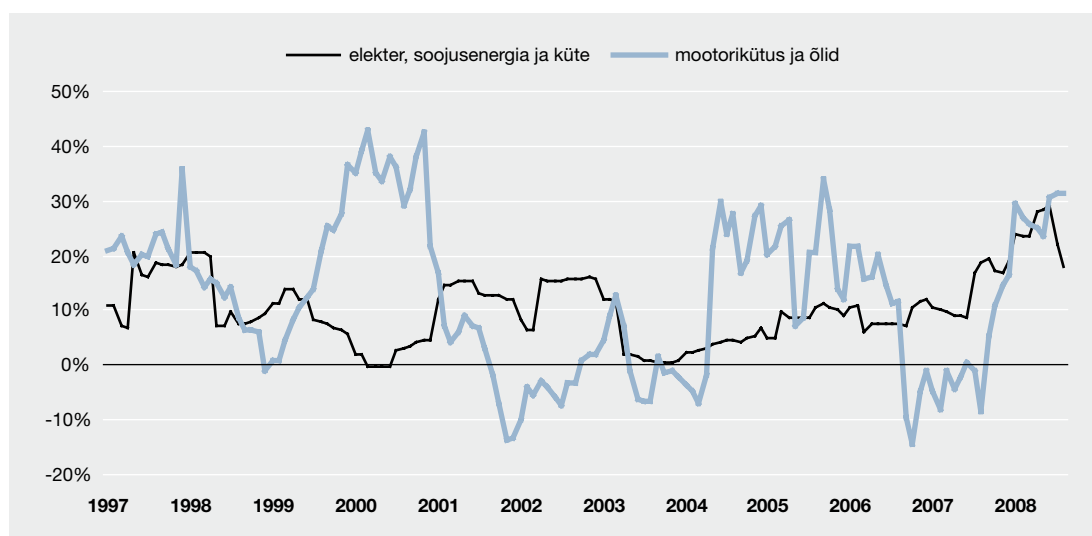
Mootorikütus kallines aasta esimese üheksa kuu jooksul 27%. Nafta hind saavutas rekordilise taseme juulis, tõustes ligi 150 dollarini barreli eest, millele järgnes kiire langustrend. Augustis odavnes nafta 12% ning septembris veel 10% (vt joonis 16). Dollarikursi tõusu tõttu on hinnalangus eurodes olnud väiksem. Sügisprognoosi puhul oleme eeldanud naftahinna stabiliseerumist 85 dollari tasemel, mis põhineb turgude ootustel oktoobri algul.

Nafta hinnamuutused mõjutavad otseselt mootorikütuse hinda, kuid viitajaga ka majapidamiste energia maksumust. Imporditava maagaasi hind

sõltub kütteõli hinnakõikumistest maailmaturul eelneva kuu jooksul. Maagaasi kallineamine kandub omakorda üle tarbijahindadesse. Keskmiselt kallineb soojusenergia IV kvartalis 25–30%, mis kiirendab inflatsiooni umbes 0,6 protsendipunkti võrra. Konkurentsiameti kooskõlastatud piirhindade põhjal tõuseb toasooja hind enim Tallinnas ja selle lähiümbuses. Soojusenergia mõningast hinnalangust võib nafta praeguse hinnataseme juures oodata järgmise aasta alguses. Tahkete kütuste puhul on Euroopas käesoleval aastal puitmaterjali ülepakkumine, mistõttu nende hinnatõus on tunduvalt väiksem kui eelmisel aastal.

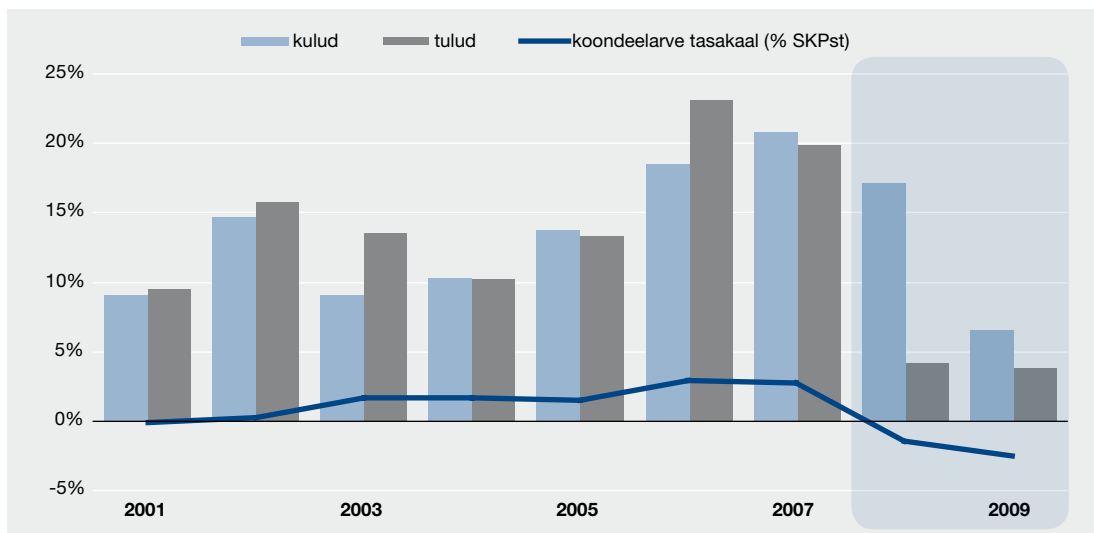
### VALITSUSSEKTOR

2008. aasta eelarvet koostades arvestati majanduse sujuva kohandumisega ning tulude ülejääki taotlev eelarvepoliitika pidi kavakohaselt aitama kaasa makromajanduse tasakaalu võimalikult kiirele paranemisele (vt joonis 17). Käesoleva aasta alguses sai selgeks, et karmistunud rahapoliitika ja aeglustuva välisnõudluse tingimustes kujunevad tulud kavandatud kuludest väiksemaks. Eelarve tasakaalu tagamiseks koostas valitsus kulusid vähendava lisaelarve.



Joonis 16. Energiakandjate hinnatõus Eestis

Allikas: Eurostat



**Joonis 17. Koondeelarve tasakaal ning kulude ja tulude aastakasv**

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Paraku kujuneb majanduskasv 2008. aasta kokkuvõttes ka kevadel prognoositust aeglasemaks. Lisaelarvega sätestatud kulukärpeid võib suuruse poolest võrrelda majanduse suuremast langusest johtuva maksutulude alalaekumisega teisel poolaastal. Seepärast kujuneb üldvalitsuse eelarvepositsioon lähedaseks kevadel prognoosituga ning puudujääk moodustab umbes 1,4% SKP suhtes.

Ka 2009. aastaks kavandatud eelarvepoliitika peab arvestama majanduse sügavama languse võimalusega. Majanduslangusele omaselt kujuneb kulude kasv 2009. aastal erasektori omast kiiremaks ning valitsemissektori kulutuste tase suureneb 40–41%ni SKP suhtes. Tänu töökohtade ja palgakulude piiramisele jääb püsihinnas mõõdetav valitsuse lõpptarbimine praktiliselt eelmise aasta tasemele või isegi langeb pisut. Investeeringute mõõdukas kasv jätkub. Keskmisest märgatavalt kiiremini suurenevad aga tulusiirded elanikele. Pensionide ja peretoetuste suurendamise otsused jõustusid juhtumisi majanduslanguse ajal ja seetõttu täidavad need siirded nn automaatsete stabilisaatorite rolli.

Eelarvetulude suurendamiseks otsustas valitsus üksikisiku ja ettevõtte tulumaksu määra järkjärgulise alandamise üheks aastaks peatada. Seetõttu jääb üldine maksukoormus 2009. aastal praktiliselt varasemale tasemele. Koondeelarve puudujääk küll suureneb kuni 2,5%ni SKP suhtes, kuid kulude väga kiire kasvu tõttu varasematel aastatel toetab eelarvepoliitika sisenõudlust suhteliselt tagasihoidlikult. Samal ajal tuleb valmis olla kulude täiendavaks kärpimiseks, kui puudujääk peaks ületama 3% SKPst.

Eeldades majanduskasvu taastumist plaanib valitsus jätkata tulumaksu määra alandamist 2010. aastal. Ühtlasi tähendab see, et aeglustub ka keskvalitsuse kulude kasv, mis tõenäoselt siiski ei tasakaalusta eelarve teiste osade puudujääke. Seetõttu jääb koondeelarve mõõdukasse puudujääki ka 2010. aastal.

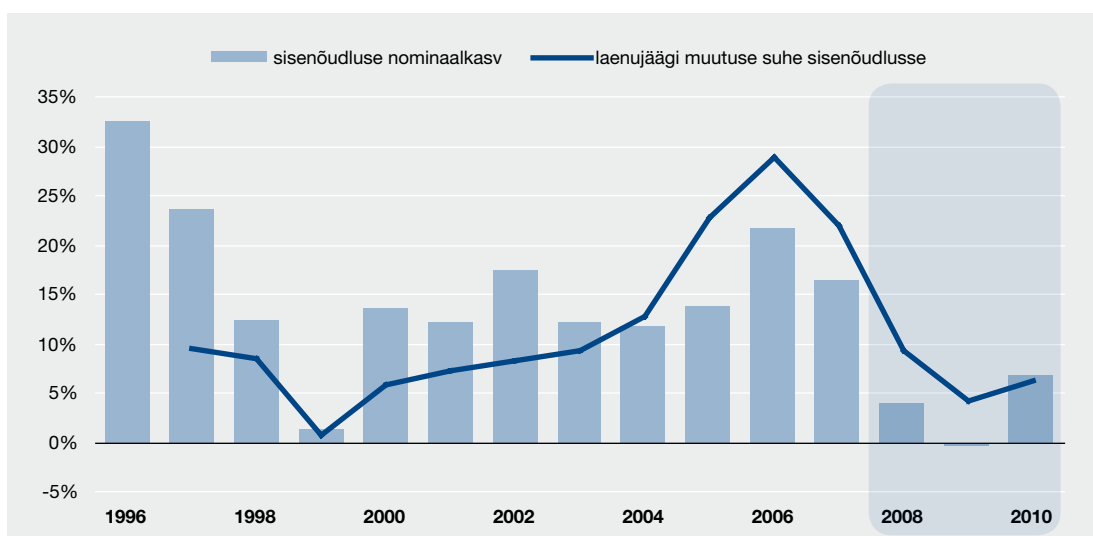
Eelmistel aastatel kogutud reservide tõttu jääb võla kasv minimaalseks ja valitsuse võlakooormus ei ületa 5% taset SKP suhtes ka prognoosi- perioodi lõpul.

## PANGANDUSSEKTOR

Tugeval finantsvõimendusel põhineva majanduskasvu perioodile on järgnemas laenuõudluse madalseis ning välismaise kapitali kaasamise vajadus väheneb. Laenumahu kasv ületab hetkel endiselt majanduse nominaalmahu kasvu, ehkki see vahe muutub järjest väiksemaks

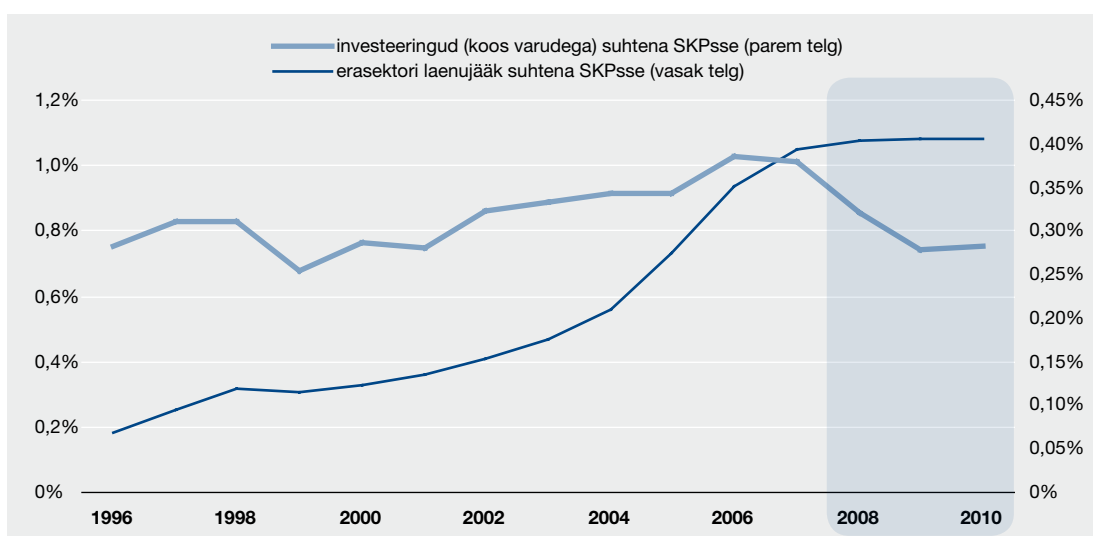
(vt joonised 18 ja 19). Ei saa välistada võimalust, et see vahe pöörduv vastupidiseks.

Pankade praegune riskikäitumine ei tohiks prognoosiperioodi jooksul oluliselt muutuda. Viimase kolme aasta jooksul toimunud peaks käsitlema erandina ning praegu olukord normaliseerub ja riske hinnatakse adekvaatsemalt.



Joonis 18. Laenujäägi panus sisenõudlusse

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank



Joonis 19. Laenujääk ja investeeringud

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Turul tervikuna püsib konkurents tihe, mistõttu laenutegevuse edasine karmistamine ühe või enama panga poolt ei tähenda, et samamoodi hakkavad käituma ka teised pangad. Samas rahastamise hind kogu pangandusturul püsib varasemate aastatega võrreldes tõenäoliselt kõrge. Kuna aga alaneva laenuõudluse puhul väheneb ka välisfinantseerimise vajadus, siis võib kõrge ressursihinna mõju reaalsektorile jääda tagasihoidlikumaks, kui esialgu võiks eeldada.

Kui rahvusvahelistel finantsturgudel pinged püsivad, võib emapankadel turult vahendite kaasamine raskemaks osutuda. See tähendab ka selgemaid pakkumisest tingitud piiranguid ehk väiksemat laenuraha mahtu Eesti turu jaoks.

#### **Eluasemelaenu**

Sügisprognoosi kohaselt püsib eluasemeturu aktiivsus prognoosiperioodil praegusega võrreldes ligikaudu samal tasemel. Aktiivsuse kasvu pärsib asjaolu, et majapidamised on majanduskeskkonna halvenedes muutunud ettevaatlikumaks. Seejuures on endiselt levinud arvamus, et paremad kinnisvara ostuvõimalused on veel ees. Ka laenamine on muutunud laenuvõtja jaoks viimase aasta jooksul ebasoodsamaks: intressimäära tõus on teinud laenamise majapidamiste jaoks kallimaks ning pangad on naasnud „klientisõbralike” laenuingimuste juurest konservatiivsema laenukäitumise (sh omafinantseeringu kõrgema osakaalu ja minimaalse kuusissetuleku läve tõstmise) juurde.

Lähiperioodil säilib samasugune tehinguaktiivsus nagu kiire kasvu perioodile eelnenu ajal: eluasemeturul jäävad ostutehinguid tegema need inimesed, kellel on uut eluaset vaja ja kes oma sissetulekutaseme juures aktsepteerivad pakutud hinna ja kvaliteedi suhet. Spekulatiivsetel eesmärkidel tehinguid teinud eelistavad ostetu pigem välja rentida. Tallinna korteriturul on suurem hinnakorrektsioon eeldatavasti juba toimunud, ent madalama turuaktiivsuse juures

võivad hinnad veel mõnevõrra kukkuda. Riskina ei saa siiski välistada ka hinnalanguse kiirenemist.

#### **Tarbimislenu**

Kuna majanduse üldine optimism väheneb, kaalutakse ka tarbimislenu otsuseid põhjalikumalt. Paljud leibkonnad lükkavad võimalikud korteri sisustamiseks tehtavad kulutused või uue auto ostu tulevikuväljavaate paranemiseni edasi. Tarbimislenu mahu kasvu vaibumisega käib kaasas ka autoliisingu mahu mõõdukam kasv. Eeldatavasti jääb tarbimislenu mahu kasv kooskõlla nominaalse majanduskasvuga.

#### **Ettevõtete laenu**

Kui viimastel aastatel oli pankade tugeva konkurentsi tõttu laenu kättesaadavus kogu ettevõtlussektori jaoks väga hea, siis praeguses olukorras võib pidada positiivseks pankade võimalust oma kliente hoolikamalt valida. Eeldada võib, et krediitkõlbulikke projekte rahastatakse endiselt.

Varasematel aastatel suurendasid ettevõtete laenuportfelli enim kinnisvaraettevõtetele väljastatud laenu. Järgnevatel perioodidel aeglustub arvatavasti just nende laenu kasv kõige rohkem. Tõenäoliselt jätkavad pangad olemasolevate kinnisvaraprojektide rahastamist, kuid uutele projektidele on rahastamisvõimalusi järjest keerulisem leida.

Varasemast väiksemat laenumahu kasvu võib oodata ka hotellide ja restoranide puhul, mis, nii nagu kinnisvaraettevõtteki, on oma laenuportfelle viimaste aastate jooksul oluliselt kasvatanud. Keskmisest kiiremat laenujäägi kasvu on oodata tööstussektoris, kuna see osa majandusest peaks alustama uut tõusutsüklit varem. Pealegi võivad eksporditurgudele orienteeritud sektorid ka pankade silmis paista atraktiivsemad kui kasumlikkuses märkimisväärselt järele andnud ja sisemajandusele orienteeritud sektorid.



## PROGNOOSI LISASTSENAARIUM

Nii Eesti kui ka maailma majanduses valitseb märkimisväärselt suur ebakindlus ning mitte üksnes keskmises perspektiivis, vaid ka lähiaja arengu suhtes. Maailma finants- ja toormeturud on praegu väga heitlikud, kusjuures heitlikkuse mõju ja ulatust on selle uudsuse tõttu raske hinnata. Viimase aja sündmused lisavad järjest enam kaalu arvamusel, et finants- ja toormeturudelt tulenev ebakindlus jätab tugeva jälje ka reaalsektori lähiaastate arengule. Selle ebakindluse pärast oleme majanduskasvu ootusi viimase poole aastaga tublisti pessimistlikumaks korri-geerinud (vt ka joonis 20).

Eesti majandus eemaldus laenubuumi aastatel tasakaalus arengu rajalt, kui mitmed näitajad kaldusid kõrvale oma senistest trendidest. Nüüd on osa neist näitajatest trendipärasele tasemele tagasi pöördumas ning korrigeerimise ulatuse ja kiiruse suhtes valitseb suur ebakindlus. Usutavasti viib korrigeerimine osa näitajaid mõneks ajaks ka senisest trendist allapoole. Ei saa välistada, et tavapärasest trendidest kõrvalekaldumise tulemusel muutub ka edasiste trendide kuju. Eesti jaoks on ebasoodne, et negatiivne sisemajanduse areng langeb kokku väliskeskonna madal-  
seisuga.

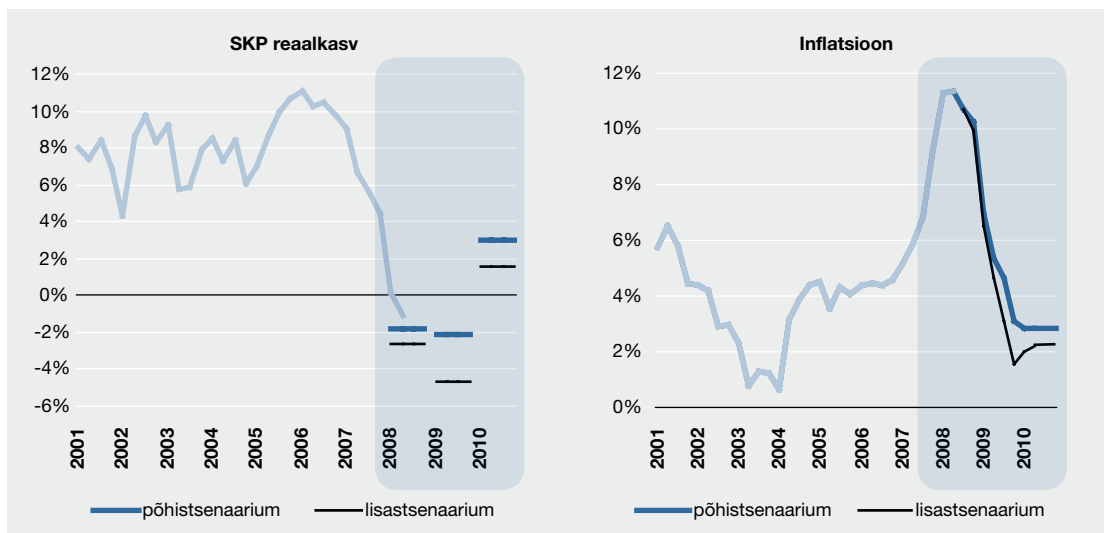
Sügisprognoosi põhistsenaariumi järgi sisenõudlus väheneb; välistada ei saa ka väga tugevat tagasilööki. Kuna selliseid majanduskasvu järsu kohandumise stsenaariume oleme käsitlenud varasemates prognoosides, siis

sügisprognoosis neid uuesti kordama ei hakka. Kevadega võrreldes on järsult kasvanud väliskapitali kaasamisega seotud risk, kuid selle suurust ei ole paraku võimalik määratleda.

Erinevate prognooside põhjal taastub maailmajanduse kasv aasta pärast. Samas ei saa välistada, et praegused probleemid kujunevad pikemaks seisakuks. Riskiteguriks on rahvusvahelise finantsüsteemi vastu puuduv usaldus ja finantssurutise levimine uutesse piirkondadesse. Samuti peab maailmajandus saama üle viimastel aastatel tekkinud tasakaalustamatusest.

Gloaalne majandussurutis tähendab Eesti jaoks eelkõige nõrgemat välisnõudlust, kuid usalduskriis finantsüsteemis võib oluliselt mõjutada ka säästude liikumist nii riikide ja piirkondade vahel kui ka maailmajanduses tervikuna. Sellest tulenevalt võib Eestil tekkida raskusi väliskapitali kaasamisel, mis kindlasti pärsib meie arengut.

Lisastsenaariumis eeldame 2009. aastaks küll välisnõudluse nullkasvu, kuid välisfinantseerimine säilib. Selle tulemusena kahaneb Eesti eksport kiiremini, kui põhistsenaariumis ette näeme, mis võib tuua kaasa tõenäoliselt veelgi süngemad meeleolud. Maailmajanduse kasvu kiire aeglustumine sunnib keskpankasid alandama intressimäärasid ning samuti korrigeeritakse toormehindu. Need tegurid ei suuda üldise pessimismi taustal nõrgema välisnõudluse negatiivset mõju siiski kompenseerida.



**Joonis 20. SKP reaalkasvu ja inflatsiooni prognoos**

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank