

## III. EESTI REAALMAJANDUS JA FINANTSSEKTOR

### REAALSEKTOR

#### RAHAPOLIITILINE KESKKOND

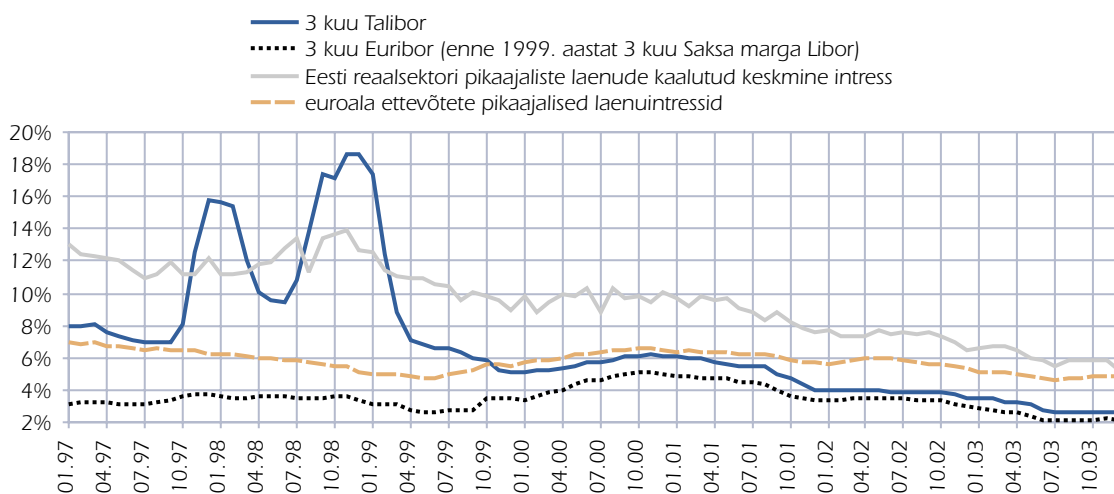
**Hinnates reaalmajanduse ja finantsvahenduse arengutendentse 2003. aastal, tuleb arvestada, et rahapoliitiline keskkond oli ekspansiivne, eriti aasta esimesel poolel, mil Euroopa Keskpank jätkas baasintresside alandamist ning jätkus ka vahe vähenemine euroala ja Eesti laenuintresside vahel. Seetõttu olid Eesti reaalsektorile antud laenude intressid madalamad kui kunagi varem (vt joonis 3.1). Teist poolaastat iseloomustas pigem intressitaseme stabiliseerumine, millele sügisel lisandus veel ka 2004. aasta algul jätkunud Ameerika Ühendriikide dollari kiire odavnemine. Seetõttu tunnetasid väliskeskonna ekspansiivsust rohkem suletud sektori ettevõtted.**

#### EESTI RIIGIREITING

*Riigireiting, täpsemalt riigi krediidireiting on riikide hindamisele spetsialiseerunud rahvusvaheliste firmade hinnang riigi suutlikkuse kohta võetud välislaenu tagasi maksta. Riigireitingust sõltub suurel määral see, kui kõrge intressiga on võimalik välisturult laenu võtta.*

*2003. aastal tõstsid Fitch ning Standard & Poor's Eesti reitingu väljavaate stabiilsest positiivseks, reitingute taset sel korral ei muudetud. S&P kinnitas pikaajaliste välisvaluutakohustuste reitinguks A- ja lühiajaliste välisvaluutakohustuste reitinguks A-2, Fitch vastavalt A- ja F. Moody's pole samuti pärast 2002. aasta sügisest tõstmist Eesti reitinguid muutnud ja need on vastavalt A1 ja P-1.*

*Eesti reitingule antud positiivne väljavaade peegeldab ennekõike riigi krediidivõime tõusupotentsiaali seoses eelseisva ühinemisega Euroopa rahaliiduga. Euroala liikmestaatus vähendaks agentuuride hinnangul oluliselt maksebilansist ja välisšokkidest tulenevaid riske. Eesti reitingut toetavaks teguriks loeti ka konservatiivset eelarvepoliitikat, mis on oluline ka rahaliidu kriteeriumide täitmiseks, ning suhteliselt kiiret majanduskasvu. Peamiseks Eesti reitingut nõrgendavaks teguriks pidasid agentuurid 2003. aastal suurt jooksevkonto puudujääki.*



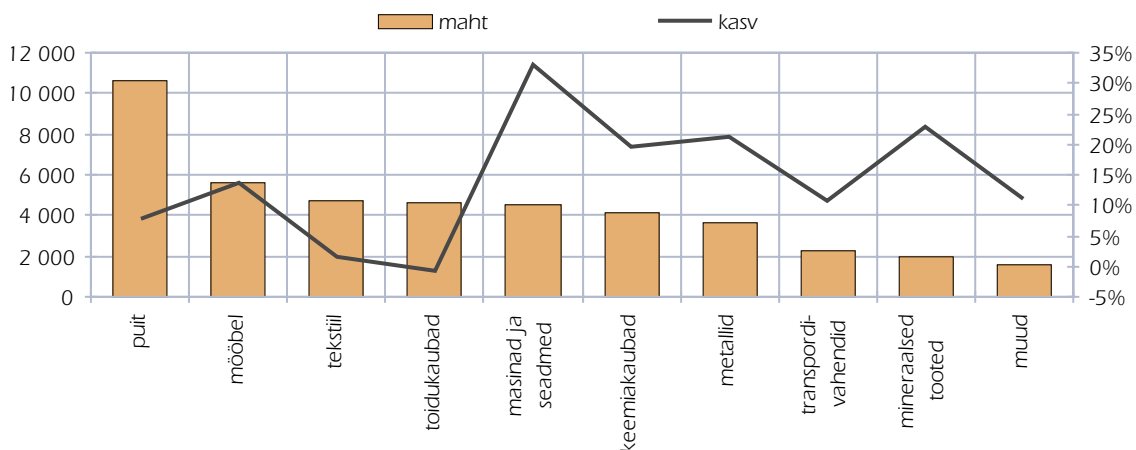
**Joonis 3.1. Eesti ja euroala rahaturu intressid ning Eesti reaalsektorile antud pikaajaliste laenude intressid**

## VÄLIS- JA SISENÕUDLUS

Aasta kokkuvõttes oli Eesti majanduskasv 4,7%, st suurem kui esimeses kolmes kvartalis. Aasta lõpukuudel ulatus SKP kasv aga 5,8%ni, olles seega potentsiaalseks kasvuks peetava vahemiku (5–6%) alumisele piirile väga lähedal.

Majanduskasv tugines rohkem sisenõudlusele kui ekspordile, ehkki tänu infotehnoloogia sektoriga seotud allhangete suurenemisele oli kaupade ja teenuste väljaveo kogukasv kiirem kui 2002. aastal. Tegelikult suurenes suhteliselt kiiresti kaubaeksport (püsihindades umbes 6%), ent rasked jääolud aasta algul vähendasid teenimisvõimalusi transiitvedudel ja teenuste eksport jäi kokkuvõttes 2002. a tasemele.

Välisnõudluse poolest oli 2003. aasta Eesti jaoks suhteliselt ebasoodne. See väljendus mitte niivõrd kogu väljaveo aeglasel kasvul, kuivõrd erinevate kaupade turu väga suurtes erinevustes (vt joonis 3.2). Näiteks jäi toiduainete väljavedu mõningasele kasvule vaatamata 2001. a tasemele. Traditsioonilistest ja tähtsamatest tööstusharudest suutis ekspordi suhteliselt kiire kasvutempo säilitada puidutööstus. Väiksema osakaaluga töötleva tööstuse harudes oli kasvutempo üldiselt keskmisest kiirem, kuid haruti olid erinevused suured ja ulatusid 10protsendisest langusest 20–30protsendise kasvuni.



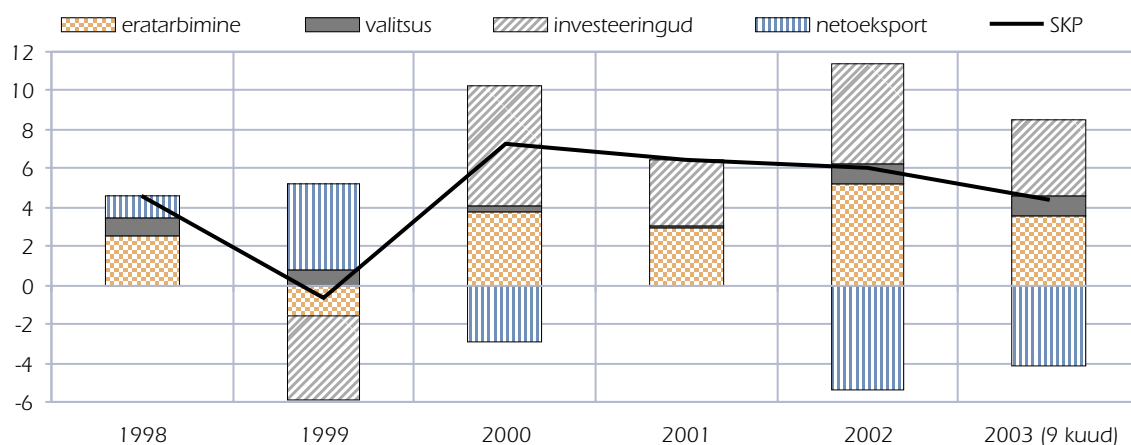
**Joonis 3.2. Ekspordi maht ilma töötluskaupadeta (mln kr; vasak telg) ja nominaalkasv (parem telg) kaubagrupiti 2003. aastal**

Töötlev tööstus, kaubandus, veondus ja side annavad umbes 45% Eesti sisemajanduse koguproduktist. 2003. a üheksa kuu kokkuvõttes säilitas neist vaid veondus- ja sidesektor eelmise aasta kasvutempo. Kaubanduses alanes aastakasv 4%le ja töötlevas tööstuses 8%le (vt tabel 3.1). Töötleva tööstuse toodangu väljaveo suhteliselt kiire kasvu säilimist soodustas asjaolu, et erinevaid harusid on palju ning kõigi osakaal väljaveos on suhteliselt ühtlane. 2003. aastal oli näiteks puidutöötlemine ainus haru, mille osatähtsus tööstustoodete väljaveos oli suurem kui kümnendik, täpsemalt 15%.

**Tabel 3.1. Lisandväärtuse muut tegevusalati 2002. aastal ja 2003. a üheksa kuuga**

	2002	2003. a 9 kuud
Põllumajandus, jahindus	-1,8%	-2,3%
Metsamajandus	7,4%	-7,8%
Kalandus	-6,6%	-8,7%
Mäetööstus	9,6%	10,5%
Töötlev tööstus	10,0%	8,1%
Energeetika, gaasi- ja veevarustus	0,3%	10,8%
Ehitus	13,9%	5,6%
Hulgi- ja jaemüük	10,0%	3,9%
Hotellid ja restoranid	7,1%	2,7%
Veondus, laondus, side	1,7%	2,9%
Kinnisvara-, üürimis- ja äriteenindus	1,2%	2,4%
Finantsvahendus	16,0%	7,9%
Riigivalitsemine	3,0%	1,2%
Haridus	1,3%	1,2%
Tervishoid ja sotsiaaltöö	0,6%	0,3%
Muud teeninduse liigid	4,0%	4,5%
<b>SKP kokku</b>	<b>6,0%</b>	<b>4,4%</b>

**Sisenõudlus suurenes teist aastat järjest välisnõudlusest enam.** Eratarbimise kasv alanes küll 2002. aasta 9–10%lt 5–6%le, kuid investeeringud suurenesid kiiresti kolmandat aastat järjest. Põhivarasse tehtud rahapaigutuste osatähtsus kasvas 30%ni SKP suhtes (vt joonis 3.3).



**Joonis 3.3. SKP tarbimiskomponentide panus majanduskasvu (protsendipunktides)**

Investeeringute kiire kasv põhines eelkõige uutel äriprojektidel, sealhulgas elamuehitusel, suuremahulistel rahapaigutustel veondusse ning elektrijaamade jätkuval rekonstrueerimisel. Enamik turul juba tegutsevaid ettevõtteid investeeris pigem tagasihoidlikult. Elamuehituse hoogustumine põhines pangalaenude järjest

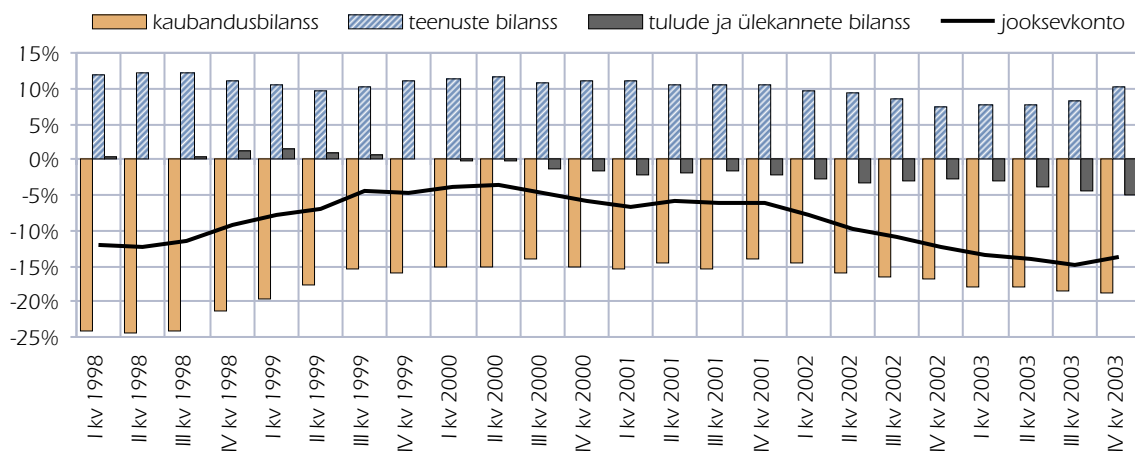
paremal kättesaadavusel elanikele. Eluasemelaenude kasv jätkus kiires tempos ning majapidamised muutusid finantsvahenduse suhtes netolaenuvõtjaks.

**Suur sisenõudlus ja ekspordi suhteliselt kiire kasv tõid kaasa hõive kasvu nii teeninduses kui ka töötlevas tööstuses.** Jätkus töötuse taseme aeglane langus. Välisnõudluse kasvu liiga optimistlikud ootused tõid enamikul tegevusaladel kaasa tööjõukulude tootlusest kiirema suurenemise.

## MAJANDUSKASV JA SELLE KATTEALLIKAD

**Sisemaise säästu ja SKP suhe vähenes võrreldes 2002. aastaga minimaalselt või jäi praktiliselt samaks. Säästu suurenemine valitsemissektoris ei suutnud korvata majapidamiste säästu vähenemist ega ka ettevõtete kasumlikkuse väikest langust.** Esialgstel hinnangul vähenes kasumi osatähtsus SKP suhtes 0,5–1 protsendipunkti võrra. See näitab, et vähem kasumit saadi just kodumaistele omanikele kuuluvais väikeettevõtteis, sest välismaistele tuumikinvestoritele kuuluvais ettevõtteis kasumlikkus maksebilansi andmeil hoopis suurenes (vt ka Jooksevkonto puudujääk ja välisinvesteeringud avatud majandusega väikeriigis, lk 29–30).

**Kuna sisemaine sääst jäi kokkuvõttes praktiliselt 2002. a tasemele või oli sellest isegi väiksem, siis halvendas investeeringunõudluse suurenemine välistasakaalu.** Jooksevkonto puudujääk SKP suhtes oli 13,7% (vt joonis 3.4). Välismaised otseinvesteeringud katsid umbes poole rahastamisvajakust ja sarnaselt paari varasema aastaga kasutati uute ettevõtete rajamisel ka Eesti ja välismaa pankadest võetud laene. Seetõttu suurenes Eesti välisvõlg esialgsel hinnangul 2002. a ca 65%lt ligi 75%ni SKP suhtes. Et Eesti ettevõtete välisvarad ei kasvanud, siis suurenes – erinevalt varasemaist aastaist – ka netovälisvõlg.

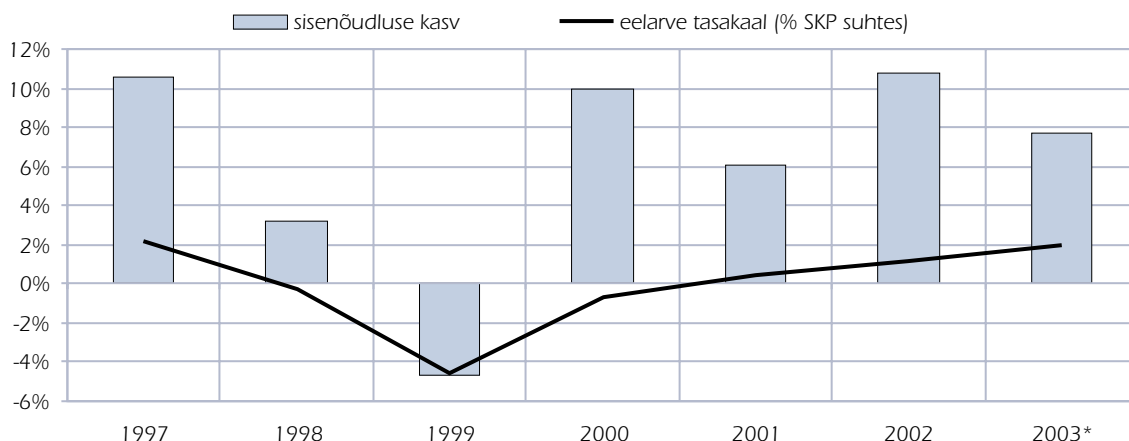


**Joonis 3.4. Jooksevkonto saldo ja maksebilansi osabilansid, nelja kvartali libisev keskmine (% SKP suhtes)**

## VALITSEMISSEKTOR

**Suhteliselt kiire majanduskasv tagas ka valitsuse tulude kiire kasvutempo ning maksude laekumine ületas prognoositud taseme.** Vaatamata ühe miljardi krooni suurusele lisaelarvele, moodustas valitsemissektori tulude ülejääk aasta kokkuvõttes umbes 2,6% SKP suhtes ning tulud ületasid kulusid kolmandat aastat järjest (vt joonis 3.5). Tegemist oli Eesti valitsemissektori seni suurima ülejäägiga. **Jooksevkonto suurt puudujääki arvestades oli kitsendav eelarvepoliitika igati kohane.**

Lähitulevikuks on 2003. a kevadel võimule tulnud koalitsioonivalitsus välja töötanud programmi, mis hõlmab nii maksukoormuse alandamist üksikisiku tulumaksumäära vähendamise teel kui ka teatud prioriteetsete kululiikide, eeskätt pere- ja lastetoetuste suurendamist. Mõlemad eesmärgid peavad seejuures mahtuma tasakaalus eelarve poliitika raamesse. 2004. a riigieelarve väljatöötamine näitas, et nende eesmärkide ühita-



Joonis 3.5. Sisenõudluse realkasv ja valitsemissektori eelarve tasakaal

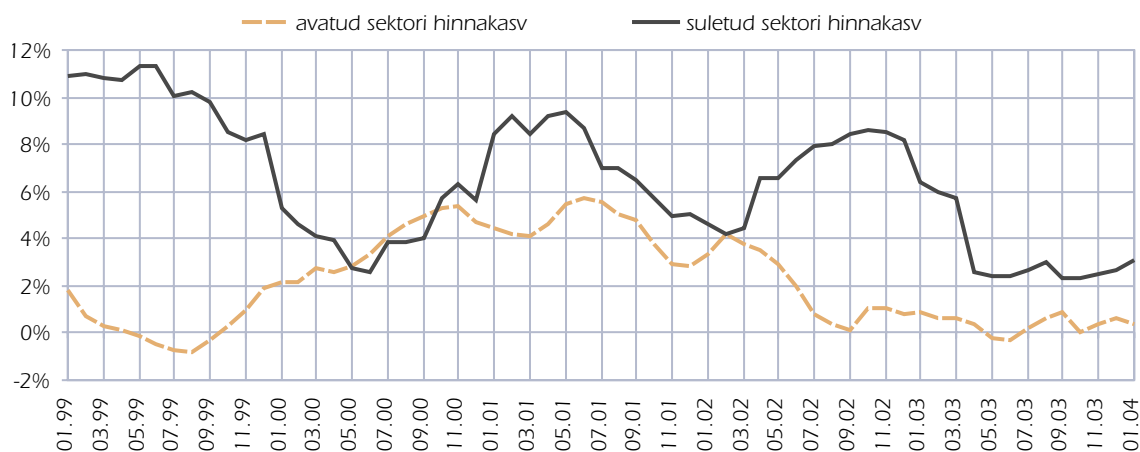
\* prognoos

mine võib osutada oodatust keerulisemaks. Tagamaks tulude-kulude tasakaalu, tuli üksikisiku tulumaksu alandamise algus sotsiaalkulude suurendamiseks aasta võrra edasi lükata. Valitsus on kinnitanud, et eelarve tasakaal on jätkuvalt tema majanduspoliitiline prioriteet.

## INFLATSIOON

**Aasta kokkuvõttes osutus oluliseks hinnataseme mõjutajaks toiduainete ja nafta hinnaga seotud välismaise hinnasurve nõrgenemine ning ka euro tugevnemine dollari suhtes.** Üheskoos muutsid need tegurid tarbijahindade kasvu avatud sektoris peaaegu olematuks – aasta keskmisena ei ületanud see 0,3%. Ka riigisisene konkurents on aidanud hoida hindu kontrolli all. Suhteliselt kiire majanduskasv tagas samal ajal hinnalähenedamise jätkumise suletud sektoris, kus tarbijahindade aastakasv ulatus 3,4%ni (vt joonis 3.6).

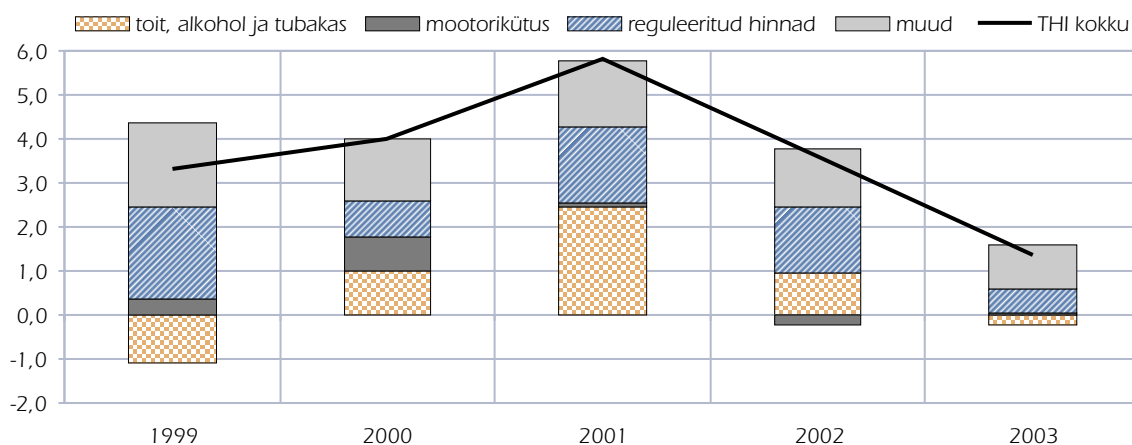
**Aasta keskmiseks tarbijahinna kasvumääraks kujunes 1,3%.** Sarnaselt 2002. aastaga oli ka 2003. aastal toiduainete hinna mõju tarbija ostukorvi kallinemisele suur (vt joonis 3.7). Ehkki aasta jooksul mõjutas tarbekaupade hindu ka kütusehindade heitlikkus, oli selle mõju aasta kokkuvõttes peaaegu olematu. Kütusehindade püsivust endisel tasemel toetas eeldatavasti ka euro kallinemine. Toiduainete suure osakaalu tõttu Eesti tarbijate ostukorvis oli tarbijahindade tõus meil isegi väiksem kui euroalal (vt joonis 3.8). Alusinflatsiooniindeksi järgi, mis mõõdab hinnatõusu ilma selliste heitlike komponentideta nagu toidu



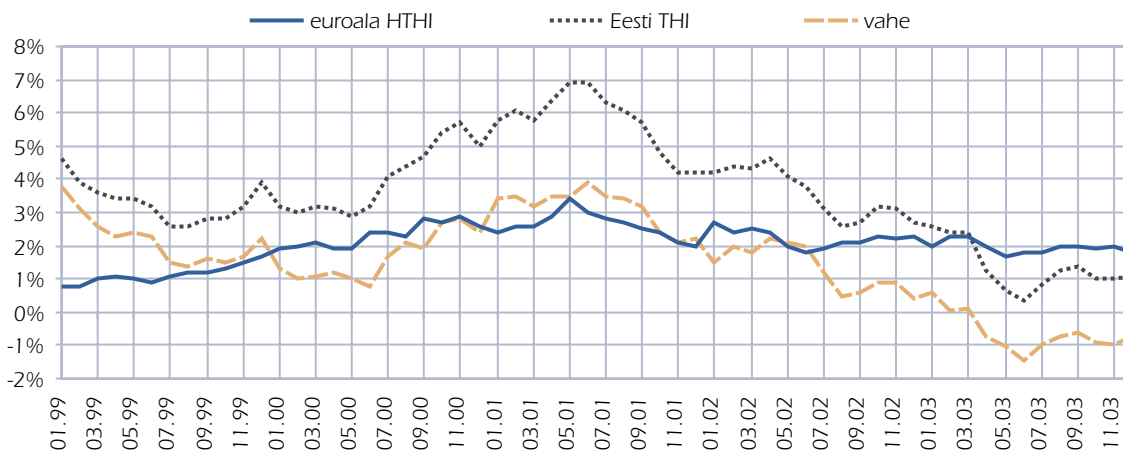
Joonis 3.6. Eesti avatud ja suletud sektori hinnaindeksite aastakasv

ja kütuse hind, oli inflatsioonimäär Eestis siiski umbes ühe protsendipunkti võrra suurem kui euroalal, mis vastab keskpika perioodi ootustele.

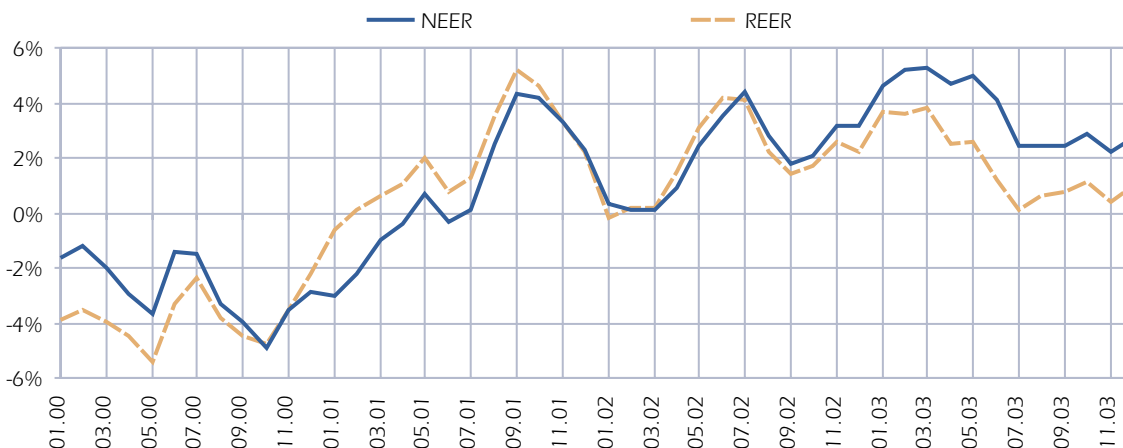
**Aasta keskmisena tõusis krooni reaalkurs 1,8%.** Tööstusriikide valuutade suhtes kallines Eesti kroon keskmiselt 0,4%, siirderiikide valuutade suhtes aga 5,5% (vt joonis 3.9). Krooni reaalkursi tõusule avaldas olulist mõju Ameerika Ühendriikide dollari ligi 20%ne odavnemine euro suhtes aasta keskmisena.



Joonis 3.7. Tarbijahinna kasv komponentide järgi (protsendipunktides)



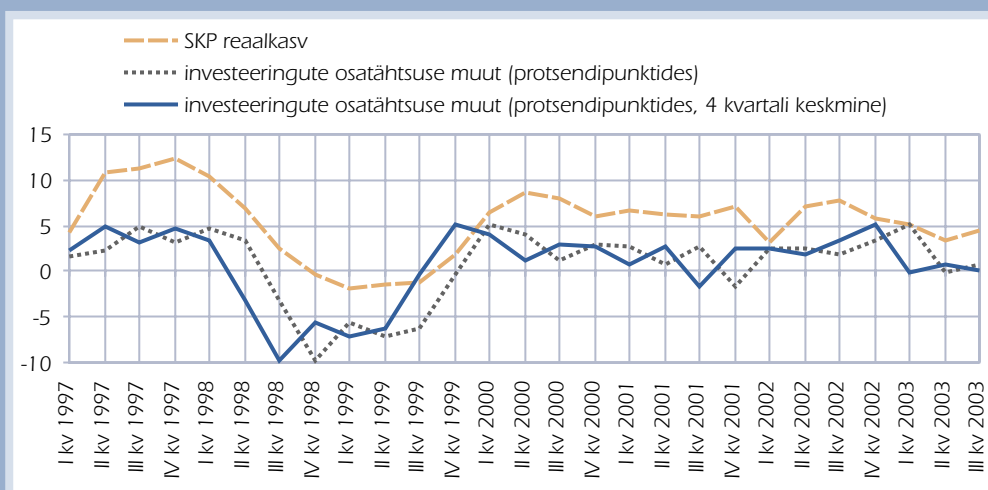
Joonis 3.8. Eesti ja euroala 12 kuu tarbijahindade kasv



Joonis 3.9. Eesti krooni reaal- ja nominaalkursi 12 kuu muut

## JOOKSEVKONTO PUUDUJÄÄK JA VÄLIS- INVESTEERINGUD AVATUD MAJANDUSEGA VÄIKERIIGIS

Enamik reaalselt lähenemist käsitlevaid uuringuid möönab, et majanduskasv ja kapitalimahutused on omavahel tihedalt seotud. See tähendab, et ka Eestis nõuab tulutaseme lähenemine arenenud riikide omale aastakümnete jooksul keskmisest suuremaid põhivarainvesteeringuid. Meie madala tulu- ja säästmistaseme tõttu on see reaalne ainult väliskapitali ulatusliku sissevoolu puhul (vt joonis 1b).



Joonis 1b. SKP reaalkasv Eestis ja investeeringute osatähtsuse muut SKP suhtes (%)

Keskmine Eesti ettevõtte on Euroopa mõistes väikeettevõtte ning neisse raha paigutanud välisinvestor reeglina tuumikinvestor. 2003. a lõpul moodustasid Eesti reaalsektori ettevõtteisse tehtud välismaalaste investeeringuid ligi 95% otseinvesteeringud.

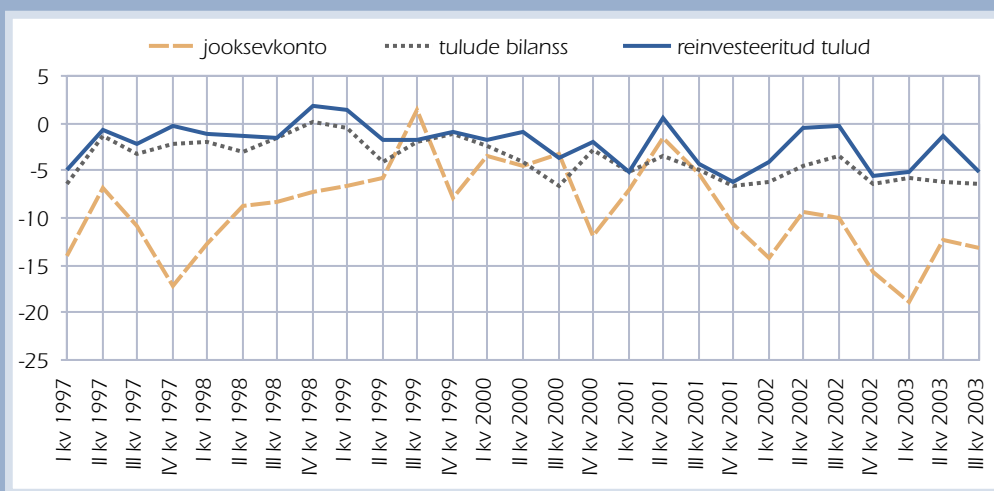
Välisinvesteeringuid hinnatakse arenevais riikides ka nendega kaasneva oskusteabe tõttu. Enamikus reaalselt lähenemist käsitlevais uuringuis viidatakse tugevale seosele tehnoloogilise arengu ja välismaiste otseinvesteeringute sissevoolu vahel. Samas ei ole veenvat selgitust sellele, miks peaksid tuumikinvestori rahapaigutused ja tehnoloogiline siire toimuma ainult otseinvesteeringute vormis. On loogiline oletada, et mida avatumaks muutub majandus, seda tähtsusetumaks kujuneb tehnosiirde seisukohalt rahastamise vorm. Eestis on piisavalt näiteid, kus välisinvestorid on rajanud uue, nüüdisaegsel tehnoloogial rajaneva ettevõtte ning rahastanud seda laenude abil. Kas ja kuidas muutub majanduse rahvusvahelistumise käigus kapitali sissevoolu struktuur, see on vaatamata paljudele empiirilistele uuringutele endiselt ebaselge.

Eestisse tehtud välismaiste otseinvesteeringute kasumlikkust näitab see, et lisaks tulu reinvesteeringule on võimalik jaotada ka dividende. Need tendentsid kajastuvad selgesti maksebilansi tulude kontol (tabel 1b). Kui seostada kõik välisinvestorite poolt välja võetud dividendid ja taasinvesteeringut kasum otseinvesteeringutega, siis oli viimaste kasumlikkust aastail 2000–2003 vahemikus 7,5–10%.

Tabel 1b. Välisinvesteeringutulu jaotus maksebilansi järgi aastail 2000–2003

	2000		2001		2002		2003	
	mln kr	% SKP suhtes	mln kr	% SKP suhtes	mln kr	% SKP suhtes	mln kr	% SKP suhtes
Tulude konto saldo	-3 483,4	-3,58	-4 926,1	-5,52	-5 483,1	-5,07	-7 536,5	-6,40
dividendid ja jaotatud kasum	-1 395,5	-1,43	-1 177,3	-1,23	-2 773,5	-2,59	-1 440,0	-1,60
reinvesteeritud kasum	-1 749,3	-1,84	-3 573,7	-3,98	-2 704,8	-3,15	-5 580,5	-5,40

Vanemad välismaisel kapitalil põhinevad ettevõtted on tänaseks hakanud küll kasumit andma, ent kapitali ja SKP suhe on mitmete uuringute järgi vaid 200%<sup>1</sup>, st hinnanguliselt vähemalt poolteist korda väiksem kui arenenud tööstusriikides. Kaudselt näitab kapitali suurendamise vajadust ka see, et taasinvesteeritud tulu ületab endiselt dividendide suuruse. Arvepidamise reeglite järgi suurendavad reinvesteeritud summad aga maksebilansi tulude konto puudujääki ja koos sellega ka jooksevkonto defitsiiti (vt joonis 2b).



Joonis 2b. Jooksevkonto saldo ja tulu investeerimine (% SKP suhtes)

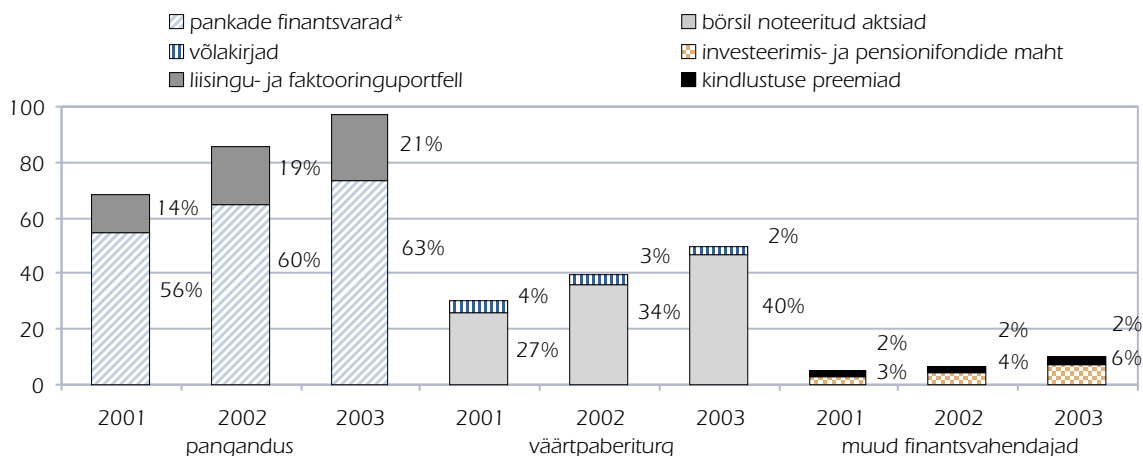
## FINANTSSEKTOR

Maailmamajanduse väljumine surutisest on kujunenud oodatust aeglasemaks, mistõttu finantskeskkond püsis ka 2003. aastal ekspansiivne. Välisegurite mõjul on Eesti finantssektori võimendatud tõusuperiood veninud ajalooliselt pikimaks: juba kaks aastat järjest on laenu- ja liisinguportfelli kasvutempo olnud üle 25%.

**2003. aastal süvenesid finantssektori kiire kasvuga kaasnevad arengutendentsid, sealhulgas laenuportfelli mahu kiire kasv ja võõrvahendite kaasamine pankade äritegevuse finantseerimiseks** (vt joonis 3.10). Rööbiti aktiivse finantseerimisega oli aasta paljulubav pensioniinvesteeringute vallas, eeskätt pidades silmas liitunute arvu.

<sup>1</sup> Vt nt Cottarelli, Carlo; Dell'Ariccia, Giovanni; Vladkova-Hollar, Ivanna. *Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans*. IMF Working Paper No 03/213. November 2003.

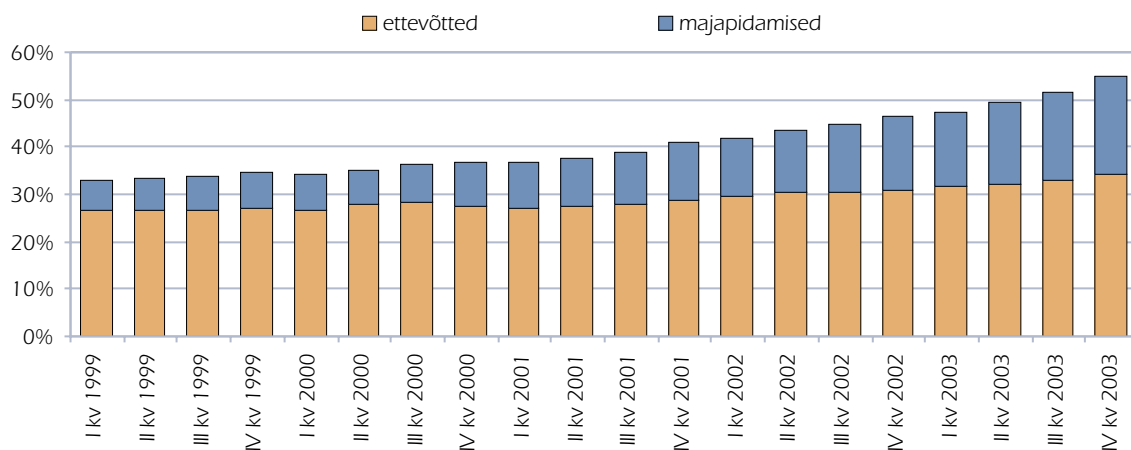




Joonis 3.10. Eesti finantsvahendajate struktuur (mld kr ja % SKP suhtes)

\* v.a finantseerimisasutustele antud laenud

**Erinevalt varasemast ajast osutus 2003. aastal pankade poolt vahendatud laenude kasvutempo liising-finantseerimise kasvust suuremaks.** Eeskätt põhines see eluasemelaenude kiirel kasvul. Kuigi autoliising ning tarbimisläänud toetasid pigem liisinguettevõtete nõuete kasvu, jäi nende nominaalmaht ligi neli korda eluasemelaenudele alla. Hoogustunud laenamise toel suurenes reaalsektori kodumaine võlakooimus suhtena SKPsse aastaga 8,4 protsendipunkti võrra, jõudes detsembriks 54,9%ni (vt joonis 3.11).

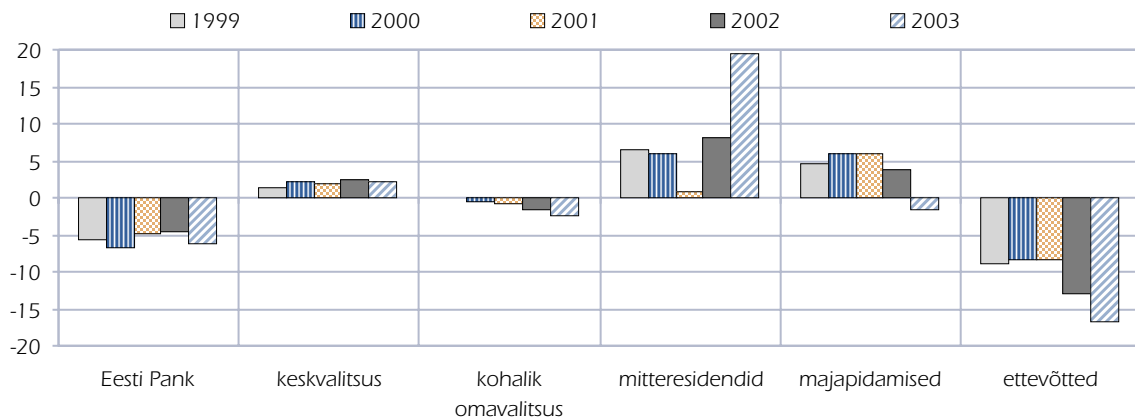


Joonis 3.11. Reaalsektori kodumaine võlatase (% SKP suhtes)

Väärtpaberiturul toimus erakordselt suur aktsiate kallinemine, millele vastandus võlakirjaturu taandareng. Tagasihoidlik kodumaine säästmise kahandas hoiustamisindu ning pidurdas investeerimisfondide kasvu. Erandiks olid pensioniinvesteeringud, mis kiirendasid ka elukindlustuse kasvu.

**Võrreldes 2002. aastaga võimendasid reaalsektori finantspositsioonide nõrgenemist nii kiire finantsvarade kasv kui ka kiratsev hoiustamine.** Esmakordselt muutus eraisikute finantspositsioon negatiivseks aasta viimases kvartalis (vt joonis 3.12). Vaatamata finantsvarade ja -kohustuste tasakaalustamatuse süvenemisele oli aasta finantssektorile tulemuslik, võimaldades kasumi reinvesteeringuga toetada jätkusuutlikku arengut ja leevendada potentsiaalseid riske.

**Kuigi pikemas perspektiivis on Eesti finantssektori arengusuund erinevate turusegmentide proportsiooni tasakaalustumise poole, võimendas 2003. aasta veelgi pankade domineerimist finantsvahen-**



**Joonis 3.12. Erinevate sektorite netopositsioonid finantssektori\* suhtes (mld kr)**

\* Finantssektor hõlmab siin krediidasutusi, liisinguettevõtteid, võlakirjaturgu ning intressi- ja aktsiafonde.

**duses** (vt tabel 3.2). Seejuures süvenes liisingtegevuse lõimumine pankade finantseerimistegevusega, mis võimaldab saada sünergiaid sarnaste ärivaldkondade koondumisest. Vaatamata investeerimistoodete laiemale levikule, moodustas fondide maht vaid 6% SKP suhtes ning oli finantssektori kui terviku seisukohalt veel tagasihoidlik. Muudel finantsturgudel suurenes pankade turuosa tütarettevõtete kaudu pensioniinvesteeringute vallas. Seetõttu investeerimisfondide seas mõnevõrra suurenes pensioniinvesteeringutega mittetegevlevate fondihaldurite turuosa.

**Tabel 3.2. Krediidasutuste osalus muudes finantsvahendajates**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Liising	96,4%	97,5%	99,1%	99,7%	99,1%	99,2%
Elukindlustus	16,6%	43,6%	72,7%	66,8%	66,3%	68,3%
Kahjukindlustus	2,4%	0,2%	0%	0%	0%	0%
Investeeringufondid	89,9%	93,4%	94,3%	98,3%	96,5%	90,3%
Pensionifondid	–	100,0%	100,0%	94,6%	73,8%	87,8%
Tallinna Börsi tehingute käive	60%	79%	71,4%	75,5%	84,5%	61,4%

## PANGANDUS

### Institutsionaalne areng

**Eestis tegutseb seitse krediidasutust: AS Hansapank, AS Eesti Ühispank, AS Sampo Pank, AS Eesti Krediidipank, Tallinna Äripanga AS, AS Preatoni Pank ning Nordea Bank Finland Plc Eesti filiaal.** 2003. a lõpul moodustas välisosalus pankade aktsiakapitalis 85,7%, millest omakorda üha suurem osa kuulub välismaistele krediidasutustele (vt tabel 3.3).

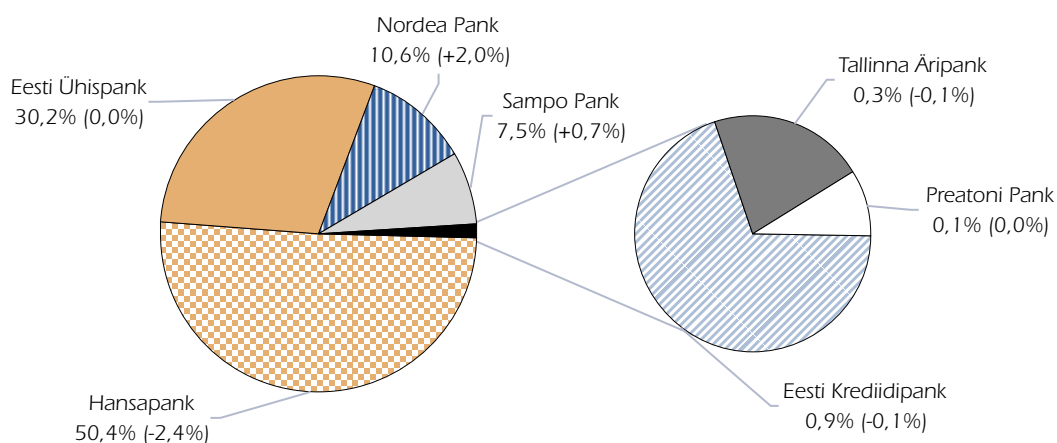
2003. a lõpul omasid Eestis esindust seitse väliskrediidasutust: Akciju Komerbanka Baltikums, International Bank of St Petersburg, HSH Nordbank AG, NORD/LB Norddeutsche Landesbank Girozentrale, OKO Bank, Parekss-Banka ja Vereins- und Westbank AG. Viimaseil aastail on kasvanud Venemaa ja Läti pankade esinduste arv. 10. märtsil 2004 andis Finantsinspeksioon ASile Parekss-Banka loa avada krediidasutuse filiaal Eestis.

**Tabel 3.3. Eesti krediidasutuste omanikud (%)**

	31.12.98	31.12.99	31.12.00	31.12.01	31.12.02	31.12.03
<b>Välismaa</b>	<b>55,49</b>	<b>62,24</b>	<b>83,91</b>	<b>85,74</b>	<b>86,73</b>	<b>85,66</b>
Välisriikides registreeritud krediidasutused	45,50	52,58	66,99	63,28	78,95	80,11
Välisriikides registreeritud finantsasutused*	2,18	1,94	0,51	17,18	3,63	3,05
Välisriikide muud juriidilised isikud	7,32	7,03	16,21	5,15	4,06	2,40
Välisriikide füüsilised isikud	0,49	0,68	0,20	0,14	0,09	0,09
<b>Eesti</b>	<b>44,51</b>	<b>37,76</b>	<b>16,09</b>	<b>14,25</b>	<b>13,26</b>	<b>14,33</b>
Vabariigi Valitsus, sh kohalikud omavalitsused	0,45	0,27	0,01			
Eesti Pank	13,14	11,37	0,00			
Eestis registreeritud krediidasutused	1,46	4,62	0,63	0,09	0,09	0,18
Eestis registreeritud finantsasutused	0,74	0,34	0,15	0,36	0,17	0,58
Eestis registreeritud äriühingud	20,05	10,12	5,99	5,08	4,91	6,37
Eestis registreeritud mittetulundusühingud	0,04	0,07	0,02	0,03	0,01	0,00
Eesti füüsilised isikud	8,39	10,84	9,06	8,53	8,08	7,20
Muud aktsiad (eelisaktsiad)	0,24	0,13	0,23	0,16		

\* Alates 2001. a lõpust kajastuvad kirjel lisaks välisriikide investeerimisfondidele ka kindlustusseltside ja investeerimisühingute osalused, mis olid eelnenud aastail toodud välisriikide muude juriidiliste isikute all.

**Tugevnenud konkurents ning kliendibaasi kasvu ületav laenupakkumine tõi kaasa muutusi turuosa jaotuses** (vt joonis 3.13). 2003. aasta kujunes edukaks eeskätt keskmise suurusega pankadele. Nordea agressiivne turupoliitika kandis vilja ning aastaga kasvas panga turuosa ligi 2%. Aasta lõpuks suurenes ka Sampo turuosa. Hansapanga laenu- ja liisinguportfelli osakaal kahanes turul 2,4%. Väikepankade osakaal turul langes 1,3%ni. Ühispanga positsioon liisingu- ja laenuturul püsis stabiilne. Eesti eripära on see, et hoiulaenuühistute osatähtsus majanduse rahastamisel on suhteliselt tagasihoidlik. Nende bilansimaht oli 2003. aasta lõpul 76 miljonit krooni ning laenuportfell 54 miljonit krooni. See moodustas 0,1% pankade ja nende tütarettevõtete laenu- ja liisinguportfelist.



**Joonis 3.13. Kontsernigruppide turuosad Eestis reaal- ja avaliku sektori finantseerimise mahu (pangalaen, liising ja faktooring) järgi 2003. aasta lõpul (sulgudes turuosa muutus võrreldes 2002. aastaga)**

**Rahvusvaheliste reitinguagentuuride hinnang Eesti pangasektori usaldusväärsele on jätkuvalt paranenud** (vt tabel 3.4). 2003. a novembris tõstis Fitch Hansapanga lühiajaliste võlakohustuste reitingut ühe astme võrra (tasemele F-1), mis tuleneb Eesti riigi pikaajalise välisvaluutareitingu positiivsest väljavaatest ning näitab veelgi tihedama koostöö võimalusi emapangaga (Swedbank) ühisel ELi finantsturul. 18. veebruaril 2004 tõstis Moody's SEB Gruppi kuuluva Ühispanga pikaajalise deposiidireitingu tasemelt A2 tasemele A1, põhjendades seda panga ainuomaniku SEB AB reitingute tõstmisega ja viimase olulise rolliga Ühispanga juhtimises.

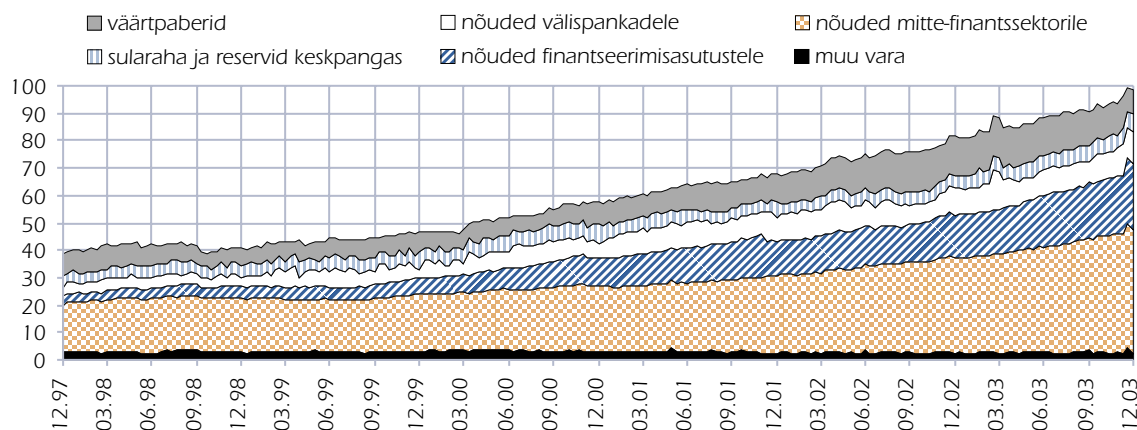
**Tabel 3.4. Pankadele Moody's Investors Service'i poolt antud reitingud 2003. aasta lõpul**

	Hansapank	Ühispank*	Sampo Pank
Pikaajalised võlakohustused	A 1	A 1	A 3
Lühiajalised võlakohustused	P-1	P-1	P-2
Finantstugevus	C	C-	D+

\* Ühispangal koos 18. veebruaril 2004 toimunud reitingu tõusuga.

## Pankade varad ja kohustused

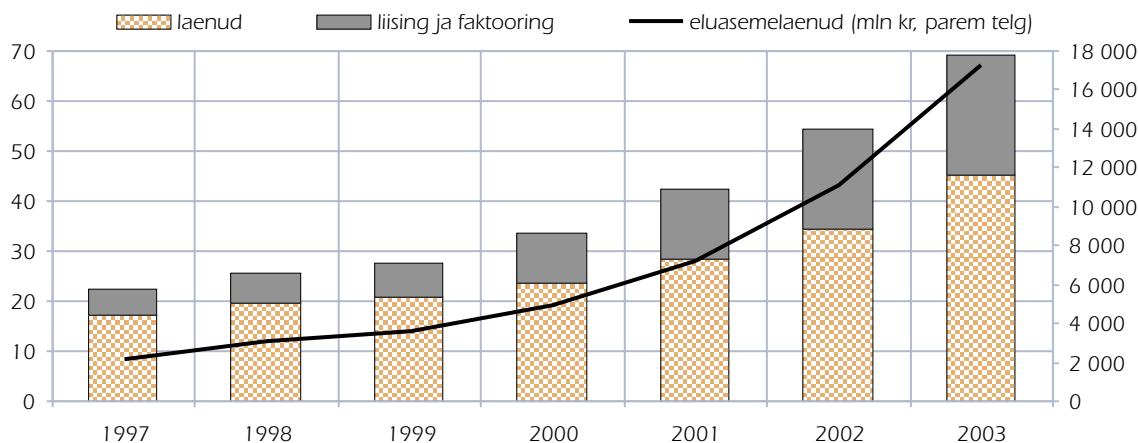
**Pankade varad kasvasid 2003. aastal ligi 17 miljardi krooni võrra**, ulatudes aasta lõpul ligi 99 miljardi kroonini (vt joonis 3.14). Reaal- ning avaliku sektori laenuportfell moodustas aasta lõpul 46% pankade koondvaradest. Reaal- ning avaliku sektori võlg Eestis litsentseeritud krediidiasutustele, Nordea Bank Finland Plc Eesti filiaalile ning Liisingühingute Liitu kuuluvaile liisinguettevõtetele kasvas aastaga enam kui 27%, ületades detsembri lõpul 69 miljardit krooni.

**Joonis 3.14. Pankade koondvarade struktuur (mld kr)**

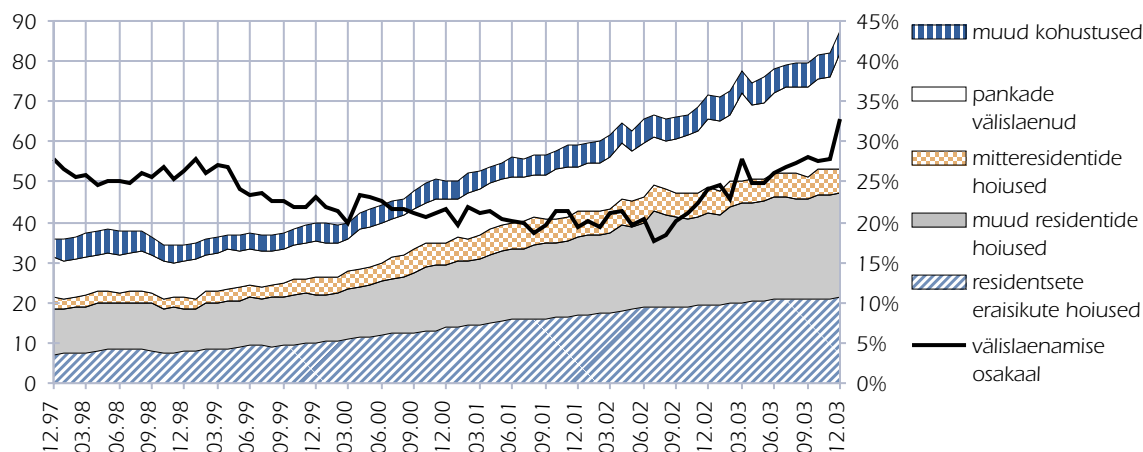
**2003. aastal jätkus eluaseme- ning kommerts-kinnisvaralaenu kiire kasv.** Erasisikute eluasemelaenu ning -liisingu jääk suurenes enam kui kuue miljardi krooni võrra ehk ligi 55%. Erasisikute muud võlgnevused kasvasid aastaga rohkem kui 1,5 miljardi krooni võrra. Jätkus suur autoliisingu ning hoogustus tarbimislaenu kasv. Lisaks kommerts-kinnisvara finantseerimise kahe miljardi krooni suurusele aastakasvule suurenes 2003. aastal mahuliselt enam veonduse, laonduse ning sidega tegelevate ning hulgi- ja jaekaubandusettevõtete rahastamine. Tööstusettevõtte võla kasv kodumaiste krediidiasutuste ning liisingühingute ees 2003. aastal aeglustus. Avaliku ja realsektori finantseerimist iseloomustab joonis 3.15.

Pankade väärtpaberiportfelli koondnäitaja kahanemises 2003. aastal kajastub muu hulgas grupisestest finantseerimisskeemide muutus: osa panku hakkas taas tütarettevõtetele rahastama väärtpaberite asemel laenudega.

**Laenuportfelli kasvu finantseerimiseks kaasasid pangad 2003. aastal varasemast enam välismaised vahendeid** (vt joonis 3.16). Pankade väliskohustused kasvasid aastaga rohkem kui 11 miljardi krooni võrra ehk 66%. Aasta lõpul moodustasid need juba kolmandiku pankade kõigist kohustustest. Residentidest erasisikute ning ettevõtete hoiuste kasv jäi väliskohustuste kasvuga võrreldes tagasihoidlikuks.



Joonis 3.15. Avaliku ja reaalsektori finantseerimine (mld kr)



Joonis 3.16. Pankade ressursi struktuur (mld kr; vasak telg) ja välislaenamise osakaal (parem telg)

## TULUKUS JA RISKID

### Kasumlikkus

**Vaatamata kahanenud intressimarginaalidele, kasvas pankade kasum 2003. aastal endises tempos.** Koondarvestuses oli pankade hinnavahe kõigi aegade madalaim – 3% (vt joonis 3.17). Aasta teisel poolel kahanenud intressitulu ei takistanud aga kogutulu kasvu, mis põhines teenustasust ja finantstehingutelt saadud tulul. Kulude poolel hoiti administratiivsed väljaminekud stabiilsena ning tugev laenuportfell võimaldas kokku hoida laenuprovisjonide arvel.

Auditeerimata andmeil teenis pangasektor soolo arvestuses 2003. aastal 1,3 mld miljardit krooni kasumit, konsolideeritud kasum oli 2,7 mld krooni. Kasumlikult töötasid kõik turuosalised. Kuigi kasumi põhiallikas oli endiselt aasta 2,3 mld kroonine netointressitulu, kasvas (neto)mitteintressitulu osakaal jõudsalt, küündides üle 35%. Seejuures suurenes teenustasutulu stabiilselt laia kliendibaasi omavil turuosalistel, mis annab tunnistust kaardikäibe kasvust ning muudest tavapärase pangatoimingutega seotud teenustasutulude suurenemisest. Mõõda on saamas aeg, mil pangad püüdsid odavate teenustasudega kliente üle meelitada. Täna on pööratud võtmeklientuuri kujundamisel ning tervikliku teenustepaketi pakkumisel.

2003. a teiseks pooleks olid olulisemad ressursikulu kahandamise allikad (varasemate kohustuste refinantseerimine, hoiuseintresside alandamine) ammendunud ning laenuintresside langus tõi kaasa netointressitulu kahanemise. Hoiustamise jätkuv madalseis sundis panku intressitundlikumaid ja enamasti ka kallimaid laenuressursse kaasama. Emapankade poolne rahastamine aitab küll ressursikulu kontrolli all hoida, kuid ei suuda kompenseerida stabiilse kodumaise hoiusebaasi vajakut. Viimaste aastate arengu põhjal võib järeldada, et kuigi hoiuseid saab pidada mitteintressitundlikuks lühiajalises vaates, pärsib pikemaajaline reaalinresside kahanemine hoiuste kasvu.

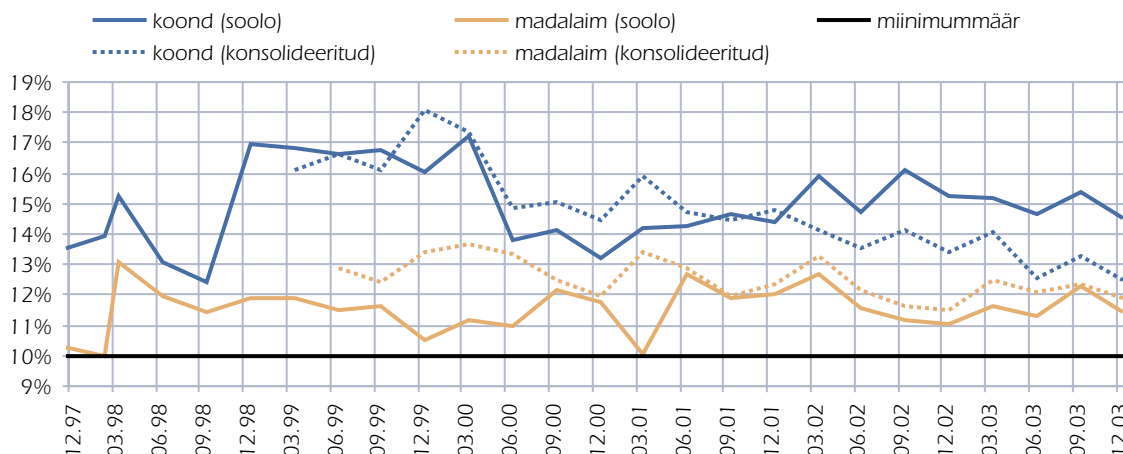
**Intressimarginaalide vähenemist aitas leevendada pangasektori efektiivsuse järjekindel paranemine.** Kulude-tulude suhtarv vähenes aasta arvestuses enam kui viis protsendipunkti ning oli detsembris 56%. Kiirelt kasvanud ärimahu tingimustes kahanes administratiivkulude suhe laenu- ja liisinguportfelli 2002. a 3,9%lt 2003. a lõpuks 2,8%ni, mis annab tunnistust pankade sisemise potentsiaali tõhusamast kasutamisest. Omakapitali tulukus moodustas aasta lõpuks 12,6% (2002. aastal 12,2%).

## Kapitali adekvaatus

Võrreldes 2002. aastaga kapitali adekvaatus kahanes, kuid jäi soolo arvestuses stabiilselt 10%st miinimummäärast 4–5 protsendipunkti kõrgemaks (vt joonis 3.18). Seevastu konsolideeritud arvestuses oli kapitali adekvaatus aasta lõpuks 12,5%. Omavahendeisse kantud kasum ei suutnud kompenseerida võimsat varade kasvu. Seeläbi suurenesid riskipositsioonid ligi kolmandiku võrra, samas kui omavahendite kasv piirdus 21%ga.

## Krediidirisk

**Seoses kõrgete hüpoteekidega seotud eluasemelaenude osakaalu kasvuga on pankade ebatõenäoliselt laekuvate nõuete maht kahanenud alla 0,6% koguvarast.** Teisalt ei anna ka firmade ja eraisikute laenuteenindamine põhjust kõrgendatud ohutundeks. Alanevad intressid vähendasid laenuteenindamise kulusid,



Joonis 3.18. Pankade kapitali adekvaatsus soolo ja konsolideeritud baasil

aasta 2,3%lt 2003. aastal 1,5%le. Aastaga kanti kahjumisse (netoarvestuses) 102 mln krooni eest laene ning 208 mln krooni ulatuses liisingunõudeid. Alates III kvartalist ületasid liisingukahjumid pangalaenude omi enam kui kaks korda.

## Likviidsusrisk

**Aasta keskmisena jäi kõrgeima likviidsusega varade osakaal bilansis 2002. aastaga võrreldavale tasemele – 14,9%le.** Samas on likviidsuse juhtimine muutunud järjest volatilisemaks. See on eeskätt seotud paindlikumate instrumentide, eriti pöördrepode laiemas kasutamise ja kodumaine likviidsuspuhver, milleks on sularaha ja keskpangas hoitavad reservid, kuude lõikes praktiliselt ei muutunud, siis likviidsuse välisvarade kõikumine ületas kodumaiste reservide oma enam kui kaks korda. Välisreservide paindlik juhtimine võimaldab kulusid kokku hoida, kuid põhjustab ka täiendavaid riske. Siiski on väliskeskond muutunud Eesti pankade jaoks oluliselt avatumaks, mis võimaldab likviidsuseid puhvreid operatiivselt kohandada vastavalt vajadustele.

**2003. a detsembris asendus senine ressursi tähtjaja pikeneda tendents jälle lühemaajalise ressursi kasvuga.** Seoses varasemate võlakirjade refinantseerimiseks märtsis emiteeritud pikaajaliste eurovõlakirjadega, langes lühiajaliste kohustuste<sup>2</sup> osakaal kõigis kohustustes kümnendiku võrra ning septembris oli näitaja kõigi aegade madalaimal tasemel (69%). Pikema tähtjajaga kohustuste osakaalu suurenemise põhjuseks oli ka hoiuste tagasihoidlik juurdekasv. Ent detsembris emiteeritud lühiajalised eurovõlakirjad kergitasid lühiajaliste kohustuste osakaalu taas ligi kaks protsendipunkti. Seejuures oli tegemist esmakordse sedavõrd suuremahulise lühiajaliste võlakirjade emissiooniprogrammiga, mis osutab Eesti panganduse usaldusväärsele tõusule välisinvestorite silmis, kuid viitab ka võimalikule ohule, et likviidsuspuhvrit hakatakse hoidma lühiajaliste laenude toel.

Tähtjaja järgi jõudis pikaajaliste, enam kui viieaastaste nõuete netopositsioon neljandikuni bilansimahust. Selline peamiselt eluasemelaenude kiirest kasvust tingitud areng suurendas seda näitajat võrreldes 2002. aastaga kolm protsendipunkti.

## Valuutarisk

Ka 2003. aastal kasvas avatud valuutapositsioon mõõdukalt ja seda taas peamiselt euroga seotud eluasemelaenude tõttu. Ehkki Venemaa-suunalise finantsvahenduse elavnemine on mõnevõrra suurendanud rubla positsioonide osatähtsust, moodustavad need endiselt vaid 0,05% kogu avatud välisvaluutapositsioonist

<sup>2</sup> Hõlmab kõiki nõudmiseni ja tähtjajalisi hoiseid ning laene ja muid kohustusi, mille järelejäänud tähtaeg on alla ühe aasta.

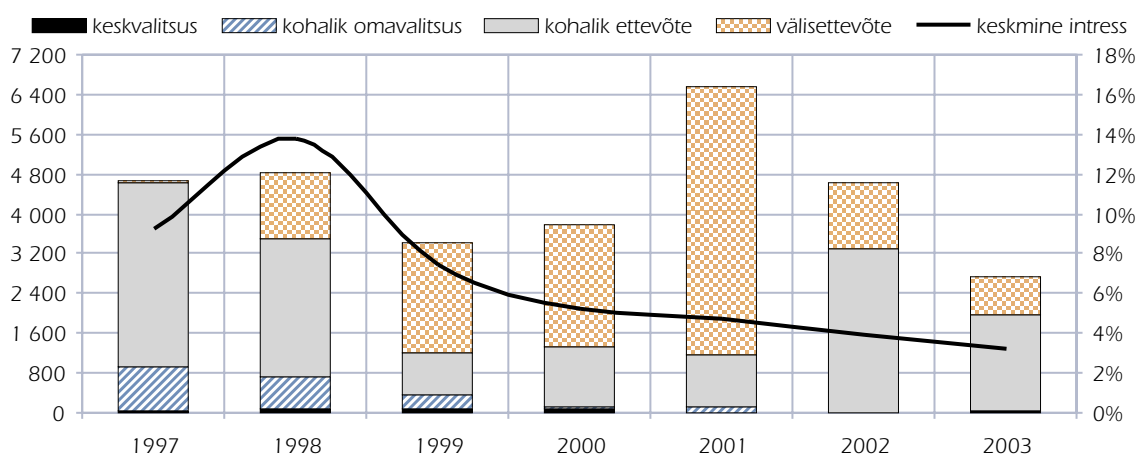
(k.a euro). Kokkuvõttes jäi volatiilsete, reaalse valuutariskiga seotud positsioonide areng stabiilseks ning kapitalinõue valuutariski katteks vähenes.

## VÄÄRTPABERITURG

### Võlakirjaturg

**Võlakirjaturgu iseloomustas 2003. aastal vastuoluline areng.** Emissioonide arvu ja mahu kahanemine esmasel turul vähendas võlakirjaturu kapitalisatsiooni ja järelturu käivet. Ent ühtlasi alustati taas võlakirjade noteerimist Tallinna Börsil.

Juba 2001. aastal alguse saanud välismaiste pankade võlakirjaväljalasete lõppemise tõttu langes turu kapitalisatsioon 2003. a lõpuks 2,9 mld kroonini. Võlakirjaturult kaasasid vähem vahendeid ka residentsed pangad ja muud ettevõtted, mistõttu uute emissioonide maht võlakirjade esmasturul kahanes 40% – 4,6 mld kroonilt 2,7 mld kroonile (vt joonis 3.19).



**Joonis 3.19. Aasta jooksul emiteeritud võlakirjad tähtaegade lõikes (mln kr, vasak telg) ning nende keskmine intress (parem telg)**

Võlakirjade esmase turu kahanemise tõttu vähenes järelturu kuukäive 2002. aasta 291 mln kroonilt 2003. aastal 200 mln kroonini. Et võlakirjade esmane turg on väga kontsentreeritud, siis on ka järelturu käive seotud suuremate emitentide poolt välja lastud võlakirjadega.

Hoolimata võlakirjaturu üldisest kokkutõmbumisest, täienes pärast paariaastast pausi taas Tallinna Börsil noteeritud võlakirjade nimekiri. 2003. aastal noteeriti Tallinna Sadama, Hansa Capitali ja Eesti Posti võlakirjad. Samas jäi võlakirjade käive börsil aasta kokkuvõttes tagasihoidlikuks. Nimetatud võlakirjadega tehtud börsitehingute keskmine kuukäive küündis 10 mln kroonini, samas kui börsivõlakirjade kogukapitalisatsioon oli aasta lõpul 242 mln krooni.

### Aktsiaturg

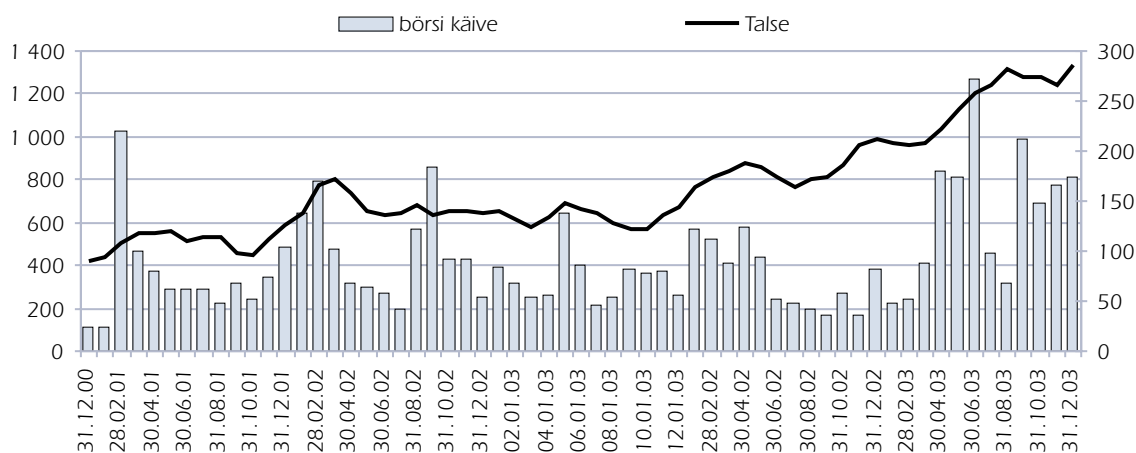
**Tallinna Börsil toimus 2003. aastal aktsiahindade kiire tõus. Börsiindeks Talse jõudis aasta lõpuks 286 punktini, st oli 34% kõrgem 2002. a lõpu tasemest** (vt tabel 3.5). Suhteliselt kõige enam kallinesid tööstus- ja ehitusettevõtete aktsiad. Aktiivsuse tõusust andis tunnistust ka käibe suurenemine (vt joonis 3.20). Börsi keskmine päevakäive kasvas võrreldes 2002. aastaga ligikaudu kaks korda, küündides 31,6 mln kroonini.



Tabel 3.5. Väärtpaberituru koondnäitajad (mld kr)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Väärtpaberituru kapitalisatsioon*</b>	<b>10,2</b>	<b>18,6</b>	<b>12,2</b>	<b>31,6</b>	<b>34,3</b>	<b>31,6</b>	<b>42,2</b>	<b>53,5</b>
<b>Instrumendid</b>								
Börsil noteeritud aktsiad	7,5	12,6	7,9	28,0	30,1	26,1	36,2	47,3
Võlakirjad	2,4	4,0	3,7	3,2	3,7	4,4	3,3	2,9
Eesti Väärtpaberikeskuses registreeritud investeerimisfondide osakud ja aktsiad	0,3	1,8	0,5	0,4	0,4	0,9	1,7	2,6
Märkimistunnistused	–	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	1,0	0,7
<b>Kogu turu käive</b>	<b>3,2</b>	<b>34,1</b>	<b>33,7</b>	<b>15,2</b>	<b>14,3</b>	<b>14,1</b>	<b>23,1</b>	<b>27,9</b>
Tallinna Börsi kapitalisatsioon	8,0	13,1	8,3	28,3	31,0	26,4	36,2	47,3
sh mitteresidentsed investorid	36%	42%	54%	74%	77%	77%	80%	80%
Tallinna Börsi käive	2,3	21,8	13,4	4,5	5,5	4,1	4,2	7,8
Kogu turu kapitalisatsioon/SKP	19%	29%	17%	41%	39%	33%	40%	46%
Kogu turu käive/kapitalisatsioon	31%	183%	276%	48%	42%	45%	55%	52%
Börsi käive/kapitalisatsioon	29%	167%	161%	16%	18%	16%	12%	17%

\* Väärtpaberituru kapitalisatsioonist on välja jäetud börsil noteerimata aktsiad.



Joonis 3.20. Tallinna Börsi kuukäibed (mln kr; vasak telg) ja indeks Talse (punkti; parem telg)

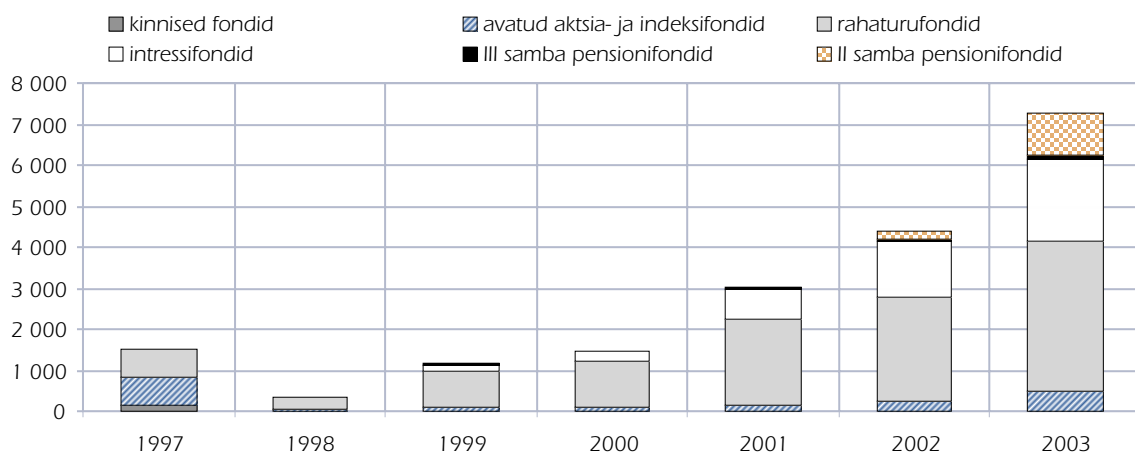
Kuigi turuosaliste väitel oli börsiaktsiate hinnatõus tingitud eelkõige õhukese turu tingimustes eksisteerivast välisinvestorite ostuhuvist, ei kasvanud mitteresidentide investeeringute osakaal börsi kapitalisatsioonist, ulatudes endiselt 80%ni. Mõneti muutus välisinvestorite struktuur: detsembris suurenesid Rootsi investorite börsiinvesteeringud Hollandi osakaalu vähenemise arvel 66%ni kogukapitalisatsioonist. Teiste peamiste investorriikide paigutuste osatähtsus jäi endiseks: Soome ja Suurbritannia kumbki 9% ning USA 8%.

**2003. aastal ühinesid Soome väärtpaberibörsi haldav ja ühtlasi Tallinna Börsi enamusosanikuks olev HEX ja Rootsi väärtpaberibörsi haldav OM Gruppen, mille tulemusena tekkis Soome, Rootsi, Eesti ja Läti väärtpaberibörse ja keskdepositooriume hõlmav ettevõtte OMHEX. Selle üks eesmärk on kujundada Põhja- ja Baltimaid hõlmav ühtne väärtpaberiturg, mis on avatud ka Taani, Norra, Islandi ja Leedu börside ja depositooriumide kaasamiseks. Esimeseks sammuks on kauplemiskeskonna ühtlustamine, misjärel selguvad turgude lõimumiseks astutavad edasised sammud.**

## MUUD FINANTSVAHENDAJAD

### Investeeringis- ja pensionifondid

**Kogu 2002. aasta väldanud investeeringisfondide kasv jätkus ka 2003.aastal, kuid kõrgema võrdlusbaasi tõttu mõnevõrra aeglasemalt.** Aasta kokkuvõttes suurenes investeeringisfondide maht 2,0 mld krooni võrra – 6,2 mld kroonini, millest 1,8 mld krooni moodustas rahaturu- ja intressifondide mahu kasv (vt joonis 3.21). Seoses välisaktsiaturgude taastumisega ning Balti börside kiire hinnatõusuga aktsiafondid peaaegu kahekordistasid oma mahu. Väikese osakaalu tõttu jäi nende panus siiski tagasihoidlikuks. Aktsiafondide keskmine tootlus suurenes, kuid rahaturu- ja intressifondide oma vähenes.



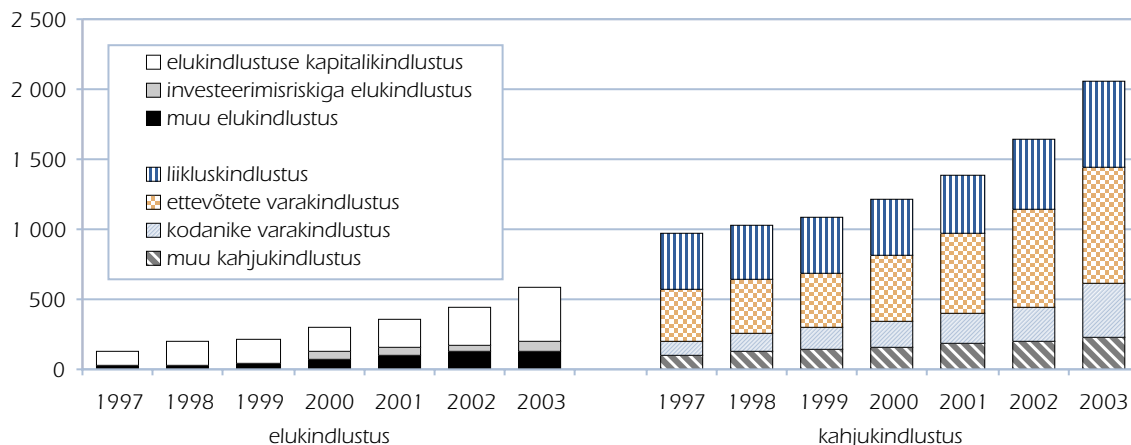
**Joonis 3.21. Investeeringis- ja pensionifondide maht (mln kr)**

2002. aastal edukalt kulgenud liitumine kohustusliku kogumispensioni fondidega jätkus ka 2003. aastal. Pensionisüsteemi teise sambaga liitunute arv suurenes järgmiste aastakäikude liitumise tähtjaks, 31. oktoobriks ligikaudu 350 000 inimeseni (60% hõivatuist). Teise samba fondide maht kasvas aasta lõpuks ühe miljardi kroonini. Ka pensionisüsteemi kolmanda sambaga liitumine kiirenes: liitunute arv ulatus ligikaudu 62 000 inimeseni ehk ca 10%ni hõivatuist ja süsteemi (pensionikindlustuse reservid ja fondid) varade maht 730 mln kroonini. Nii kohustuslike kogumispensionifondide riskantsemate fondide indeksid kui ka III samba fondide keskmine tootlus suurenesid sarnaselt aktsiafondidele aasta teisel poolel kasvavas tempos, II samba võlakirjafondide indeksid aga püsisid stabiilsed.

## Kindlustus

**Elukindlustusturu kasv kiirenes 2003. aastal märkimisväärselt, ulatudes aasta keskmisena 28%ni** (2002. aastal 11%). Kogutud brutopreemiate maht küündis 579 mln kroonini. Elukindlustusturu laienemine leidis aset peamiselt tänu kapitalikogumis- ja investeeringisriskiga elukindlustuslepingute raames kogutud preemiate kasvule, hõlmates ka tulumaksusoodustusega ehk III samba pensionikindlustuslepingute alusel kogutud preemiaid.

**Kahjukindlustuse turg suurenes stabiilselt.** Kindlustusseltside poolt kogutud brutopreemiate aasta keskmine kasvutempo püsis 2002. a tasemel (ca 20%), tõstes kogutud brutopreemiate mahu kahe miljardi kroonini (vt joonis 3.22). Turu laienemist toetas kohustuslik liikluskindlustus, milles mängis osaliselt rolli suurenenud kahjususe tõttu läbi viidud tariifide tõstmine. Samuti suurendasid kahjukindlustuse mahtu ettevõtete ja eraisikute sõidukite kaskokindlustuse ning muu varakindlustuse raames kogutud preemiaid.



**Joonis 3.22. Kindlustusseltside poolt kogutud brutopremiad (mln kr)**

Kui elukindlustuse institutsionaalne struktuur paistab olevat välja kujunenud, siis kahjukindlustuse turul toimus 2003. aastal veel mõningane restruktureerumine. See päädis raskustesse sattunud Nordika Kindlustuse üleminekuga Nordea Kindlustusele ning Šveitsi päritolu Zürich Kindlustuse turult lahkumisega. Nii elu- kui kahjukindlustusseltside koondkasumlikkus paranes 2003. a esimese üheksa kuuga märgatavalt. Põhjus oli selles, et lõppes raskustesse sattunud kindlustusseltside portfelli ülevõtmisest tingitud kahjumite kandmine, tegevuskulud vähenesid ning investeringute arvestuspõhimõtete muutmine tõi netoinvesteeringutulu suurenemise.