

Eesti Pank

# RAHAPOLIITIKA JA MAJANDUS

Hetkeseis ja ettevaade

**1**/2013

Rahapoliitika ja Majandus on Eesti Panga ülevaade Eesti majanduse hetkeseisust ja väljavaadetest. See ilmub kaks korda aastas, juunis ja detsembris, ning sisaldab nii majandusanalüüsi kui ka keskpanga prognoosi järgnevateks aastateks.

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

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

ISSN 1736-7859  
Toimetaja Mare Koit  
Küljendus ja kaas Urmas Raidma  
Trükikoda Folger Art

# SISUKORD

<b>MAJANDUSPROGNOOS AASTATEKS 2013-2015 .....</b>	<b>4</b>
Kokkuvõte.....	4
Väliskeskond .....	7
<i>Taustinfo 1. Euroala rahapoliitiline keskkond .....</i>	<i>9</i>
Majandusaktiivsus .....	11
<i>Taustinfo 2. Eesti ja lähinaabrite kriisjärgne taastumine .....</i>	<i>15</i>
Sisenõudlus .....	17
Eratarbimine .....	17
Kapitali kogumahutus põhivarasse .....	18
Varude muutus .....	19
Välistasakaal ja konkurentsivõime .....	19
<i>Taustinfo 3. Investeerimistulu voogude komponendid .....</i>	<i>22</i>
Tööturg .....	26
Hõive ja tootlikkus .....	26
Tööpuudus .....	28
Palgad ja tööjõukulud.....	29
Inflatsioon .....	30
Toiduained .....	31
Energia .....	31
Alusinflatsioon.....	32
Administratiivsed tegurid .....	32
Valitsemissektor .....	32
Tulud .....	32
Kulud.....	33
Eelarve tasakaal ja võlg .....	34
<i>Taustinfo 4: Euroopa Liidu eelarvest laekuvad toetused .....</i>	<i>35</i>
Pangandussektor ja majanduse rahastamine .....	39
Laenupakkumine .....	39
Laenuõudlus .....	40

# MAJANDUSPROGNOOS AASTATEKS 2013-2015

*Eesti Panga prognoos valmib rahapoliitika ja majandusuuringute osakonna ning finantsstabiilsuse osakonna ekspertide koostöös. Prognoosi koostamisel on kasutatud Eesti Pangas välja töötatud ja korrapäraselt uuendatavat Eesti majanduse makromudelit.*

*Käesoleva prognoosi väliseelduste puhul on kasutatud informatsiooni, mis oli kättesaadav seisuga 14.05.2013 ning Eesti majandusnäitajate puhul informatsiooni, mis oli kättesaadav seisuga 15.05.2013.*

## KOKKUVÕTE

Eesti majandus on viimasel kolmel aastal kohanenud kriisijärgse olukorraga. Esiolgu ekspordil põhinenud taastumine asendus 2012. aastal sisenõudlusele tugineva kasvuga ja aasta lõpuks jõudis Eesti kogutoodangu tase lähedale kriisieelsele tipule, olles sellest vaid 3,5% madalam. Võrreldes ajaga enne kriisi on Eesti majandus nüüd tasakaalustatum ning tänu sellele ka vähem haavatav. Oluline korrastumine on aset leidnud ettevõtete ja majapidamiste bilanssides – mõlemad on märgatavalt vähendanud laenu- mahtu suhtena sisemajanduse kogutoodangu- sse (SKP). Tänu sellele on vabanenud täien- davaid ressursse tarbimiseks ja investeerimi- seks. Majanduse paremast tasakaalustatusest annavad tunnistust ka positiivne netovälisvõlg, väike jooksevkonto puudujääk ja tasakaalulähe- dane riigieelarve.

Jõudsalt suurenenud sisetarbimine on võimal- danud Eesti majandusel kasvada, ehkki ülejäänud euroala majandus ja välisõudlus on püsinud madalseisus. Vähenenud tööpuudus ning materiaalse olukorra paranemine on tõstnud majapidamiste kindlustunnet ning ergutanud eratarbimist. Ettevõtted on samal ajal tootmis- võimsuse suurendamiseks soetanud aktiivselt põhivara, kuna juba olemasolevate ressursside rakendatus on hoogsalt kasvanud. 2012. aasta majanduskasvu panustasidki enim eratarbimine

ning kapitalimahutus põhivarasse. Siin mängisid kohati rolli ka ajutised tegurid, nende hulgas valit- semissektori rahastatud projektid, millest osa finantseeriti heitmekvootide müügitulust. Peale selle ületas eratarbimise kasv 2012. aasta teises pooles, mil kindlustunne tugevnes, sissetule- kute kasvu ning majapidamised hakkasid vähem säästma. 2012. aasta kõrge võrdlusbaasi ning nõrga välisõudluse koosmõjul majanduskasv 2013. aastal aeglustub. Sellele viitab ka esimese kvartali majanduskasvu kiirhinnang.

2014. ja 2015. aastal Eesti majanduskasv kiireneb tasakaalulise määrani. Kiirenemise eeldus on elavnemine Eesti ekspordi sihttur- gudel. Kuna maailmamajandus pole veel asunud kindlale kasvurajale, võib Eesti majanduskasv väliskeskkonna taastumisega seotud riskide teostudes osutada väiksemaks, kui prognoo- situd. Oodatust nõrgemaks majanduskasvuks peaksid olema valmis nii era- kui ka avalik sektor. Võrreldes kriisieelse ajaga kasvab majandus edaspidi nagunii mõnevõrra aeglasemalt. See on selgitatav nii maailmamajanduse kesise kasvuga kui ka Eesti sissetulekutaseme ühtlustumisega euroala arenenumate riikide omaga, millega kaasneb kasvumäärade lähenemine.

Euroala kasvuväljavaade pole eelmise prognoosi koostamise ajast saadik paranenud, kuid seda ümbritsevad riskid on muutunud sümmeetrii- semaks, tasakaalustatumaks ning samal ajal ka väiksemaks. Kuigi euroala liikmesriigid pole viimasel ajal arenenud ühtlaselt, on ka probleem- riikides võimalik täheldada olukorra stabilisee- rumist. Sellest annavad märku kõrge võlakoor- maga riikide võlakirjade vähenenud tootlus ning edukad võlakirjaemissioonid.

2012. aasta lõpus alanud kindlustunde parane- mine euroalal pöördus käesoleva aasta märtsis küll langusesse, kuid eeldatavasti ajutiselt. Kindlustunde vähenemises oli suur roll Kūprose pangandussektori raskustesse sattumisel, mis viitas kriisilmingute jätkumisele selles piir-

konnas. Euroala finantsturud on sellele vaatamata jätkanud stabiilsel kursil. Prognoosi valmimise hetkeks pole teostatud ühtegi 2012. aasta sügisel välja kuulutatud rahapoliitilist otsetehingut (*Outright Monetary Transactions*, OMTs), kuid võimalus neid tehinguid teha on tuntuvalt vähendanud ebakindlust finantsturgudel. Pangandussektori heast likviidsuspositsioonist annab märku ka 2013. aasta alguses tehtud kolmeaastaste refinantseerimislaenude suuremahuline tagasimakse.

Majapidamiste ja ettevõtete kindlustunde tugevnemisega kaasnev sisenõudluse suurenemine on tarvilik eeldus selleks, et euroalal kuus kvartalit järjest väldanud SKP langus vahetuks tõusu vastu ning et pärast seda saaks võimalikuks kasvu kiirenemine. Välisnõudlus üksi ei suuda korvata Eestiga võrreldes suhteliselt suletud euroala sisemist nõrkust ning majanduse jõulisem taastumine saab toimuda pigem sisetegurite toel ehk tarbimise ja investeerivate elavnemise abil.

Positiivset stiimulit on oodata rahapoliitilistest intressimääradest – Euroopa Keskpang langetas need mai alguses majandus- ja rahaliidu ajaloo madalaimale tasemele. Eelkõige võiks see finantssektori kaudu ergutada suurima languse läbi teinud põhivarainvesteeringuid. Intresside langemine stimuleerib ühtlaselt tervet euroala, kuid probleemriikides võib minna vaja täiendavaid meetmeid. Endiselt ei kuulu neis riikides selliste meetmete hulka eelarvetugi, kuna kõrge võlakoormus ei võimalda valitsustel majandust kulude suurendamise abil elavdada. Pigem on olukord vastupidine, s.t vajalikuks võib osutuda täiendav eelarve konsolideerimine, mis nõrgestaks sisenõudlust neis riikides veelgi. Lisaks võib seal olla tarvis viia läbi täiendavaid struktuurireforme.

Euroala suurima majandusega riik Saksamaa on aasta esimestel kuudel näidanud selgeid elavnemise märke. Sellele viitab näiteks tööstustoodangu hoogustunud kasv. Saksamaa turu

suurust ning sealset nõudlust arvestades võib sel olla positiivne mõju tervele ühisvaluutapiirkonnale. Eesti majanduse prognoos aastateks 2013–2015 on rajatud eeldusele, et euroala võlakriis laheneb ning majandus väljub 2013. aasta jooksul langusest. Eesti majanduskasv kiireneb 2014. aastal 4,2%ni ning 2015. aastal 4,3%ni.

Eelolevatel aastatel on Eestis oodata tööpuuduse edasist langust. Hõive kasvab vahemikus 2013–2015 väga vähe ning selle suurenemist hakkab järjest enam pärssima tööelise elanikkonna kahanemine. Prognoosiaastatel tasakaalustab tööjõuressursi vähenemist tööjõus osalemise ehk aktiivsuse määra tõus, kuid üksnes osaliselt. Tööeliste elanike arvu kahanemise suundumus viib selleni, et 2015. aastal langeb hõive tööpuuduse alanemisele vaatamata. Kui majandusaktiivsus peaks osutama prognoositust kesimaks, ei saa välistada ka olukorda, kus hõive väheneb rohkem ning selle langus algab varem.

Ettevõtlussektor seisab tootmise laiendamisel silmitsi probleemidega, sest tööjõudu on vähem ja majanduses on saavutatud täishõive. Viimane tähendab seda, et tööjõudu pole võimalik kaasata palgasurvet tekitamata. Samas võib see motiveerida arendama töötajate oskusi ning suurendama inimkapitali osatähtsust majanduses. Inimkapitali osakaalu suurendamine ning töötajate parem varustamine tootmiskapitaliga on eelduseks liikumisel suuremat lisandväärtust tootva majanduse poole.

Järgnevad aastad on soodne aeg tootmiskapitali suurendamiseks, kuna põhivarainvesteeringuid soosivad nii kasvav nõudlus kui ka pankade pakutavad rahastamistingimused. Kuigi piiratud konkurents laenuturul on võimaldanud pankadel kasumlikkuse säilitamiseks tõsta riskipreemiaid, püsivad laenuintressid kogu prognoosiperioodi jooksul ajaloolises võrdluses väga madalad. Ülimadalate intressimäärade tõttu eksisteerib oht, et laenukasv kiireneb ootamatult. Veelgi tugevneva kindlustunde najal võib see hakata

survestama kinnisvarahindu, põhjustada liigoptimistlikku tarbimiskäitumist ning sellega ohustada majanduse tasakaalu.

Stabiilse majanduskasvu rajale jõudmiseks tuleb ressursse paigutada läbimõeldult ning odava laenamise võimalusega ei tohiks kaasneda riskide alahindamist. Laenuga rahastatud põhi-varainvesteering ülehinnatud ning vähese tootmispotentsiaaliga varasse kätkeb endas ohtu ning pärsib pikemaajalist kasvu, nii nagu see juhtus kinnisvarahindade kiire tõusu tulemusena. Paljud kinnisvara hinnamulli ajal võetud laenukohustused osutusid ebaratsionaalseteks otsusteks ning pidurdasid edasist arengut.

Hinnasurve on nafta ja toiduainete maailmaturu hindade stabiliseerumise tõttu praeguseks mõnevõrra taandunud. Edaspidi on oodata inflatsiooni alanemist. Lisaks toormehinnakasvu aeglustumisele panustab 2014. aastal inflatsiooni vähenemisse ka jaanuaris 2013 toimunud elektri-hinnatõusu mõju väljataandumine aastakasvust. Ettevaates suureneb kodumaine hinnasurve, mis on seotud tugeva palgakasvuga ning tööjõukulude ülekandumisega toodete ja teenuste hindadele. Vaatamata inflatsiooni aeglustumisele püsib hinnakasv kogu prognoosiperioodi jooksul kiirem kui teistes euroala riikides keskmiselt. Inflatsiooni hoiab rahvusvahelises võrdluses kõrgena tulutase ühtlustumine ehk teisisõnu on hinnatõusu erinevus selgitatav Eesti ja ülejäänud euroala majanduskasvu vahega.

Valitsemissektori eelarvepositsioon püsib eelseisvatel aastatel jätkuvalt tugev. 2012. aastal kahanes eelarve defitsiit 0,3%ni SKPst. Puudujääk oli oodatust väiksem sisenõudluspõhise majanduskasvu tõttu, mis suurendas maksubaasi. Tänu viimasele kujuneb varem prognoositust väiksemaks ka 2013. aasta eelarve defitsiit, mis jääb eelmise aastaga võrreldava 0,3% SKPst juurde. Prognoosis peetakse realistlikuks, et eelarvetasakaal saavutatakse 2014. aastal, nagu on ette nähtud 2013. aasta

aprillis vastu võetud riigi eelarvestrateegias. Samuti on saavutatav nominaalne ülejääk aastal 2015.

Majanduse väljavaadet ohustavad peamised riskid pole võrreldes eelmise prognoosiga eriti muutunud. Prognoosi paikapidavust võivad ohustada välisnõudluse oodatust visam taastumine, tööturul lähtuv hinnasurve ning selle tagajärjel kahaneda võiv konkurentsivõime. Ettevõtete hinnangul on tööjõunappus eelmise aasta keskpaigast saadik vähenenud<sup>1</sup>, kuid välistada ei saa suuremat tööjõupuudust ning palgasurve tugevnenemist majanduse üksikutes segmentides. See ohustab eeskätt teenusesektorit.

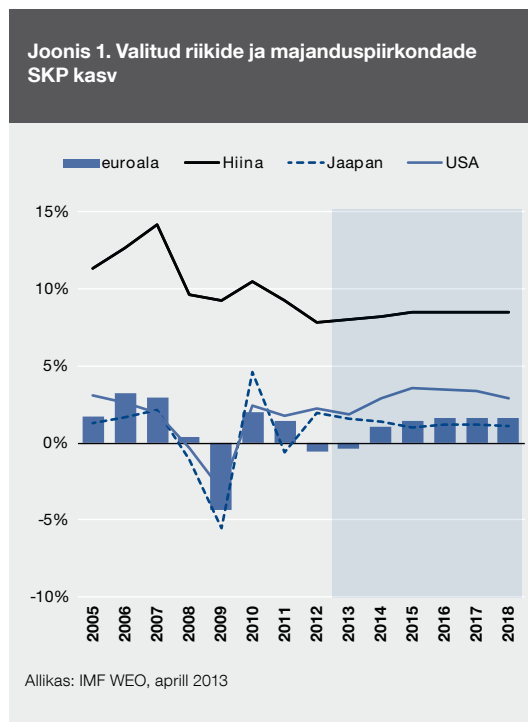
Käesolev majandusprognoos sisaldab nelja taustinfot. Esimene annab ülevaate euroala rahapoliitika viimastest arengusuundadest. Teine on seotud majanduskriisi lahenemisega ning võrdleb Eesti majanduse taastumist lähiriikide ning euroalaga tervikuna. Kolmas taustinfo käsitleb seost maksebilansi tulukonto ja investeeringute kasumlikkuse vahel ja neljas selgitab Euroopa Liidu eelarvest laekuvate toetuste rolli Eesti valitsemissektori kulutuste rahastamisel.

<sup>1</sup> Põhineb Eesti Konjunktuuriinstituudi baromeeteruuringul, kus küsitakse tööstus-, ehitus- ja teenindusettevõtete hinnangut tootmist piiravate tegurite kohta ([www.ki.ee](http://www.ki.ee)).

## Väliskeskond

Kaubanduspartnerite nõrk nõudlus oli peamine tegur, mis piiras 2012. aastal Eesti majanduskasvu. Kuigi väliskeskonna kesist kasvu on seostatud peamiselt euroalaga, on aeglustunud ka teiste majanduspiirkondade majanduskasv. Võrreldes 2012. aasta sügiselega tugevnenud kindlustunne ning kaubanduspartnerite nõudluse mõnevõrra hoogustunud kasv märgivad aga väliskeskonna taastumise algust. Olulisemate majanduspiirkondade majandus tugevneb prognoosiaastatel järkjärgult (vt joonis 1), kuid kasv jääb esialgu alla Lehmani kriisile eelnenud kümnendi omale. Prognoosi keskne eeldus on, et kaubanduspartnerite nõudlus kiireneb 2014. aastal 4,7%ni ja 2015. aastal 5,6%ni (vt tabel 1).

Languseelsetel aastatel kujunesid paljudes riikides välja majandusliku tasakaalustamatuse ilmingud. Balti riikides väljendusid need näiteks kinnisvara kiires hinnatõusus, Lõuna-Euroopas aga riigi võlakoormuse suurenemises. Ajutistel teguritel põhinenud majanduskasv võimaldas küll tõsta elatustaset, kuid sellega kaasnes konkurentsivõime vähenemine ja ressursside ebaotstarbekas paigutus majanduses. Kriisieelsetel aastatel tekkinud tasakaalustamatus väljendub nüüd valitsuste kasvanud võlanumbrites ning erasektori halvenenud bilanssides, aeglustades probleemides vaevlevate riikide majanduse kasvu. Ehkki intressikeskkond on viimastel aastatel olnud soodne, võimendab osades maades probleeme laenuitingimuste karmistumine väikese ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks.



Edaspidi on oodata majanduskasvu taastumist eeskätt riikides, kus kriisi eel ei olnud tasakaalustamatus väga suur, näiteks Saksamaal, ning ka riikides, kus kriisieelsed probleemid on seljatatud, näiteks 2014. aastal euroalaga liituvast Lätis. 2012. aastal oli Euroopa Liidu liikmesriikide keskmine eelarve defitsiit 4% SKPst, mis näitab, et mitmes riigis seisavad jätkuvalt ees eelarvekärped. Euroopa suurematest majandustest oli eelarve defitsiit Hispaanias 10,6%, Ühendkuningriigis 6,2% ja Prantsusmaal 4,8% SKPst. Samuti võib osades euroala maades erasektoril olla jätkuvalt vaja vähendada oma võlakoormust, mis tähendab, et erasektori panus kogunõudluse kasvu on neis riikides edaspidigi

**Tabel 1. Prognoosi välismajandusest tingitud eeldused**

	2012	2013	2014	2015	Eelmine prognoos		
					2012	2013	2014
Välisnõudluse kasv (%)	2,1	2,4	4,7	5,6	2,5	3,2	5,6
Nafta hind (USD/barrel)	112,0	105,5	100,0	96,2	111,7	105,0	100,5
Intressimäär (3 kuu EURIBOR, %)	0,58	0,21	0,31	0,52	0,6	0,2	0,3
USD/EUR vahetuskurss	1,28	1,31	1,31	1,31	1,28	1,28	1,28

Allikad: Euroopa Keskpang, Eesti Pank

väike. Probleemide käes vaevlevates riikides jätkub prognoosiaastatel veel majanduskriisi põhjustanud tasakaalustamatuse likvideerimine, mis piirab lühiajaliselt kasvu, ent on vajalik majanduse kestlikkuse tagamiseks.

2012. aastal kahanes euroala SKP 0,6%. Kindlustunne on võrreldes 2012. aasta sügisega kasvanud, viidates sellele, et euroala majanduseis hakkab järk-järgult paranema. Eurosüsteemi prognoosi järgi muutub euroala majanduse kvartalikasv positiivseks 2013. aasta jooksul, kuid 2013. aasta kokkuvõttes langeb SKP 0,6%. SKP aastakasvu taastumist oodatakse 2014. aas-taks, mil majanduse maht suureneb 1,1%.

Majanduse taastumine sõltub suurel määral erasektori investorite kindlustundest. Riikides, kus on püütud kriisist väljuda majandust reformimata, toetudes pigem märkimisväärsele eelarvetoele, näiteks Jaapanis, võib olla tulevikus raske säilitada oma usaldusväarsust. Ebakindluse tekkimine mõne suurriigi majanduse suhtes võib aga ohustada ka juba taastuma hakanud riikide majanduskasvu.

Arenenud riikidest on majanduskasv oodatust kiiremini taastunud USAs, kus suudeti vältida niinimetatud eelarvekuristikku. Eelmise prognoosi koostamise ajal oli üheks väliskeskonnast lähtuvaks ohuks, et 2013. aasta alguses rakenduvad USA eelarve konsolideerimismeetmed, mis oleksid koosmõjus võinud tuua kaasa USA majanduse äkilise kokkutõmbumise. Praeguse kava kohaselt rakenduvad eelarve kärpemeetmed USAs pikema aja jooksul. Märtsis osa meetmetest rakenduski, kuid nende mõju ei ole praeguseks veel teada.

Eesti tähtsamate kaubanduspartnerite Rootsi, Soome, Venemaa ja Läti majanduskasv sõltub paljuski euroala arengust. Venemaa majanduskasvu on piiranud eksporditava toormaterjali suhteliselt madal hind ja kesine nõudlus euroalal. Naftahind oli 2013. aasta alguses madalam kui

aasta tagasi. Käesoleva prognoosi üks eeldus on, et nafta barrelihind on 2013. aastal keskmiselt 105,5 USA dollarit ja see langeb 2015. aastaks 96,2 USA dollarini. Lisaks nõrgale nõudlusele energiatoorme järele avaldas Venemaa majandusele mõju tarbijahindade järsk tõus 2012. aastal, mis tulenes osaliselt toidutoorme kallinemisest, aga ka tavapärasest erinevalt ajastatud tariifide tõstmisest.

Kuigi viimaste aastate kesist majanduskasvu on seostatud eeskätt arenenud riikidega, on kasv aeglustunud ka varem kiiresti edenenud majandusega maades. Ühest küljest on selle taga kaubandussidemed: USA ja euroala on arenevate majanduste tähtsad ekspordipartnerid. Teisalt kuhjus ka arenevates riikides kriisieelsetel aastatel tasakaalustamatusega seotud probleeme, nagu kinnisvarahindade kiire kasv Hiinas.

2013. aasta alguses aeglustus Hiina seni kiire majanduskasv. Aeglustumist on seostatud nii üldise väliskeskonnast lähtuva ebakindlusega kui ka võimuvahetusega, mis on toonud Hiinas kaasa võitluse korruptsiooniga ning seeläbi vähendanud nõudlust luksuskaupade järele. Prognoosiperioodil kujuneb Hiina majanduskasv siiski märksa hoogsamaks kui arenenud riikides ning kiireneb tõenäoliselt perioodi alguses lühiajaliselt tänu majapidamiste tarbimise kasvule.

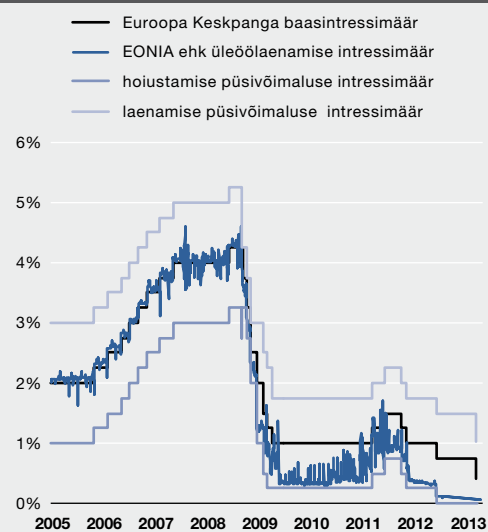
Võrreldes eelmise prognoosi koostamise ajaga on väliskeskonnast tulenevad riskid tasakaalustatumad. Majanduskasv väliskeskonnas võib osutuda kiiremaks, kui varem arvati. Tugevnenud kindlustunne koos soodsamate laenuvõimaluste ja madalate intressimääradega survestavad kasvava majandusega riikides kinnisvarahindu. See võib omakorda rikkuse efekti kaudu suurendada majapidamiste tarbimist ning seeläbi ajutiselt hoogustada majanduskasvu. Lühiajalistest teguritest tingitud kiirem kasv toob mõneks ajaks kaasa elujärje paranemise, kuid see kätkeb endas ka uute tasakaalustamatuse ilmingute ohtu, mis võivad omakorda viia uue kriisini.



## Taustinfo 1. Euroala rahapoliitiline keskkond

2012. aasta neljandas kvartalis langes euroala SKP kolmanda kvartaliga võrreldes 0,6%. Üleilmsed kõrged energiahinnad ning eelarvete jätkuva konsolideerimise tõttu tõusnud kaudsed maksud ja aktsiisimäärad euroalal mõjutasid ka euroala hinnakasvu, hoides selle mõnevõrra ülalpool 2%. Lisaks kandusid negatiivsed meeleolud üle 2013. aasta alguse kindlustunde- ja majandusnäitajatesse, mistõttu ulatus esimese kvartali majanduslangus kvartali võrdluses 0,2%ni. 2012. aasta teises pooles jätkas eurosüsteem erakorraliste rahapoliitiliste meetmete komplekti laiendamist, et tõhustada rahapoliitika ülekandekanalite toimimist. Muu hulgas otsustas Euroopa Keskpannga nõukogu oma 2. augusti istungil välja kuulutada uue rahapoliitiliste otsetehingute (*Outright Monetary Transactions, OMTs*) programmi ning leevendas veelgi nõudeid laenuhingutes aktsepteeritavale tagatisvarale.

Joonis T1.1. Eurosüsteemi rahapoliitilised intressimäärad ja EONIA



Allikad: Euroopa Keskpank, Reuters/Ecowin

2013. aasta esimeses pooles oli euroala rahapoliitiline keskkond soodne. Mai alguse istungil otsustas Euroopa Keskpannga nõukogu langetada eurosüsteemi põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäära 25 baaspunkti võrra 0,50%ni ja laenamise püsivõimaluse intressimäära 50 baaspunkti võrra 1,00%ni ning hoida hoiustamise püsivõimaluse intressimäära muutumatuna 0,00% tasemel. See on madalaim baasintressimäärade tase majandus- ja rahaliidu ajaloos (vt joonis T1.1). Peale selle aeglustus aasta esimestel kuudel järjekindlalt ka ühtlustatud tarbijahinnaindeksi (ÜTHI) aastakasv: kui aasta esimestel kuudel püsis ÜTHI kasv veidi alla 2%, siis aprilliks langes see juba 1,2%ni. Selle peapõhjus oli energiahindade langus. Ettevaates püsivad aga inflatsiooniriskid euroalal üldiselt tasakaalus, olles kooskõlas eurosüsteemi eesmärgiga hoida inflatsioonimäär keskmise aja jooksul alla 2%, ent selle lähedal.

Inflatsiooniriski hinnangut kinnitab ka euroala rahapakkumise areng – laiema rahaagregaadi ehk M3 aastakasvutempo aeglustus jaanuarikuiselt 3,5%lt aprilli lõpuks 3,2%le. Kõige rohkem panustab rahapakkumise kasvu endiselt kitsas rahaagregaat M1. Selle aastakasvutempo on vastupidiselt M3-le pidevalt kiirenenud, ulatudes aprilli lõpuks juba 8,7%ni, kuna turul eelistatakse jätkuva ebakindluse tõttu raha paigutada eeskätt likviidsetesse üleöhoiustesse, mis kuuluvad M1e (vt joonis T1.2). M3e kuuluvate rahaturufondide maht on ikka veel väga väike ja nende kasv püsib negatiivne. See näitab, et euroala rahaturu aktiivsus ei ole ikka veel taastunud kriisieelse olukorraga võrreldes. Laenupakkumine euroala reaalsektorile on samuti

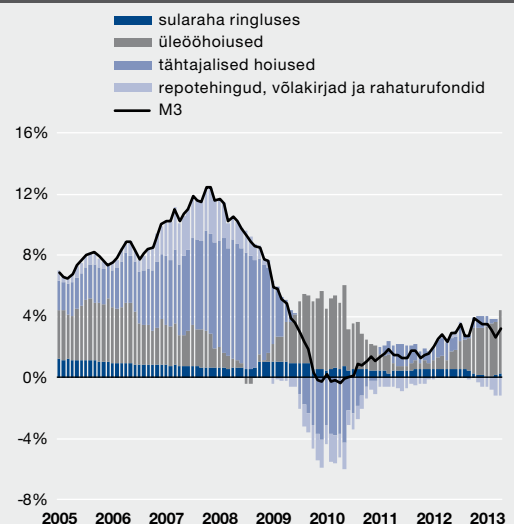
püsinud tagasihoidlik ja selle aastakasv<sup>2</sup> on alates eelmisest aastast saadik püsinud negatiivne, kõikides 2013. aasta esimeses pooles  $-0,5\%$  ja  $-0,3\%$  vahel. Samas näitab euroala pankade laenutegevuse viimane uuring (Bank Lending Survey)<sup>3</sup>, et pankade laenutingimuste karmistamine väheneb pidevalt mõõdukas tempos.

Lisaks tavapärasele rahapoliitika meetmetele on eurosüsteem jätkanud ka erakorraliste meetmetega, et toetada rahapoliitika ülekanalite toimimist. Euroopa Keskpannga nõukogu otsustas oma maikuisel istungil pikendada fikseeritud intressimääraga pakkumismenetlust vähemalt 2014. aasta suveni. 2013. aasta alguses said pangad, kes olid kasutanud võimalust 3aastaste pikaajaliste refinantseerimisoperatsioonide<sup>4</sup> käigus eurosüsteemilt laenu võtta, selle soovitud osas ennetähtaegselt tagasi maksta. Aasta alguses toimunud tagasimaksed olid oodatust

suuremad ja aprilli lõpu seisuga olid euroala pangad teostanud tagasimakseid umbes 38% ulatuses esimese 3aastase tähtajaga pikaajalise refinantseerimisoperatsiooni mahust ning 18% ulatuses teise operatsiooni mahust ehk kogusummas 274 miljardit eurot. See näitab, et euroala pankade likviidsuspositsioon paraneb jätkuvalt. Kuigi eelmise aasta sügisel välja kuulutatud rahapoliitiliste otsetehingute programmi raames pole teostatud veel ühtegi tehingut, on see samuti mõjutanud positiivselt euroala finantsturgusid, vähendades riskikartlikkust ja hüplikkust.

Keskpank mõjutab rahapoliitiliste intressimäärade abil rahaturu lühiajalisi intressimäärasid<sup>5</sup>. Pikaajalised intressimäärad sõltuvad aga ootustest lühiajaliste intressimäärade kujunemise suhtes. Seetõttu on oluline jälgida, kuidas rahaturu intressimäärad arenevad. EONIA on juba pikemat aega püsinud madalal tasemel. Mai alguses oli see  $0,08\%$  ja kõikus seega ligikaudu 10 baaspunkti võrra eurosüsteemi hoiustamise püsivõimaluse intressimäärast kõrgemal. Lühiajalised rahaturuintressimäärad kolme kuu EURIBOR, kuue kuu EURIBOR ja 12 kuu

Joonis T1.2. Euroala rahapakkumise aastakasv



Allikas: Euroopa Keskpank

2 Kohandatuna laenude müügi ja väärtpaberistamisega.

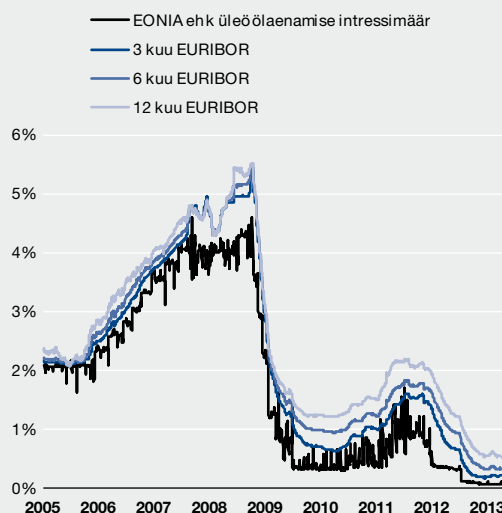
3 <https://www.ecb.int/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>. Vastuseid küsimusele laenutingimuste karmistamise kohta tõlgendatakse uuringus analüüsides erinevust (netomäär) nende pankade osatähtsuse vahel, kes on märkinud, et on tingimusi karmistanud ja selliste pankade osatähtsuse vahel, kes on teatanud tingimuste leevendamise kohta. Positiivne netomäär tähendab, et suurem osa pankadest on laenutingimusi karmistanud.

4 2011. aasta detsembris toimus esimene 3aastase tähtajaga refinantseerimisoperatsioon mahuga 489 miljardit eurot ja 2012. aasta veebruaris teine operatsioon mahuga 530 miljardit eurot. Seega laenati kahe 3aastase pikemaajalise operatsiooniga euroala krediitiasutustele kokku 1,02 triljonit eurot. Laenu võtnud krediitiasutustel on õigus see ühe aasta pärast soovitud ulatuses tagasi maksta.

5 Intressimäärad tähtajaga kuni üks aasta.

EURIBOR olid aga mai alguses vastavalt 0,20%, 0,30% ja 0,49%, olles seega järginud baasintressimäärade alanevat suundumust (vt joonis T1.3).

Joonis T1.3. Euroala rahaturu intressimäärad



Allikas: Reuters/Ecowin

## Majandusaktiivsus

Eesti majandus on viimasel kolmel aastal kohanenud kriisijärgse olukorraga. Eialgu ekspordil põhinenud taastumine asendus 2012. aastal sisenõudlusele tugineva kasvuga. See võimaldas tasakaalustada kesise välisõudluse negatiivset mõju ning ergutas tervet majandust (kriisijärgsest kohanemisest annab ülevaate taustinfo 2). 2012. aasta teises pooles osutus sisenõudluse kasv ootamatult kiireks. See tõstis majanduse aastakasvu 3,2%ni, mis oli 0,3 protsendipunkti enam, kui varem prognoositud. Sisenõudluse kasvu hoogustumise põhjustasid eelkõige põhivarainvesteeringud, millest suure osa moodustas valitsemissektori kapitalimahutus. Seda rahastati nii heitmekvootide müügitulust, kuid ka Euroopa Liidu toetustest. Lisaks kiirendas sisenõudluse elavnemist suur, sisetulekute kasvust lahknenud eratarbimise tõus 2012. aasta kolmandas kvartalis. Eratarbimise ja investeeringute kasvu ajutise kiirenemise mõju

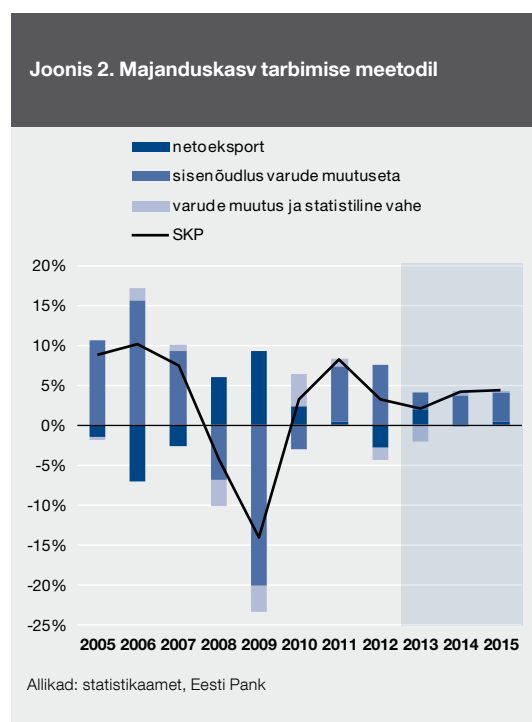
väljajäändumise tõttu on 2013. aasta majanduskasv 2012. aasta omast mõõdukam ehk 2,0%. Majanduskasvu aeglustumisele viitab ka 2013. aasta esimese kvartali SKP kiirhinnang, mille järgi kogutoodang suurenes aastavõrdluses 1%. 2012. aasta neljanda kvartaliga võrreldes kahanes SKP 1%. 2014. aastal kiireneb SKP kasvutempo välis- ja sisenõudluse elavnemise toimele taas, jõudes 4,2%ni. Samas suurusjärgus on ka 2015. aasta SKP kasv, ulatudes 4,3%ni (vt joonis 2).

Kuigi SKP arvestuse järgi traditsioonilisel tarbimismeetodil rajanes Eesti majanduskasv aastatel 2011 ja 2012 sisenõudlusel ning netoeksporti panus oli väike või isegi negatiivne, ei viita see otseselt eksporditava sektori nõrkusele. Majanduses loodud lisandväärtuse jagunemine tõendab, et Eesti majanduskasv on sel perioodil olnud kiire suuresti tänu ekspordile (vt joonis 3)<sup>6</sup>.

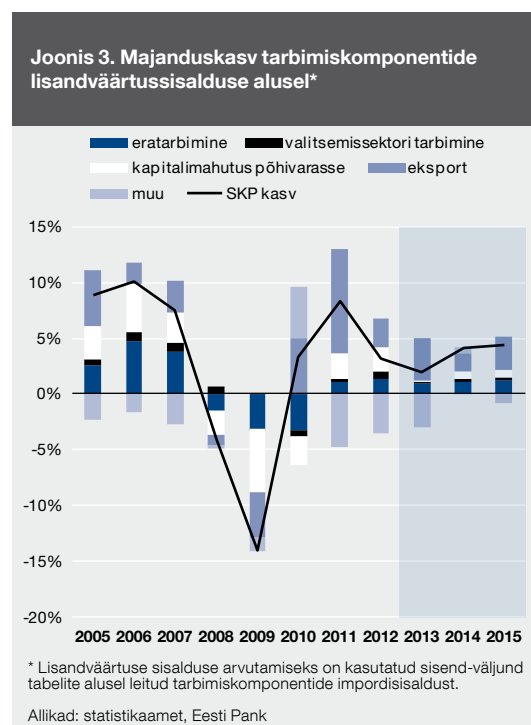
<sup>6</sup> Vastavalt rahvamajanduse arvepidamise reeglitele võrdub SKP majanduses loodud lisandväärtuse ning neto-tootemaksude summaga.

Vahe kahe arvestusmeetodi vahel tuleneb sellest, et osa majapidamiste tarbitavatest kaupadest ja teenustest ning ettevõtete soetatavatest kapitalikaupadest on imporditud. Seetõttu ei peegelda netoeksporti vähene või negatiivne panus majanduskasvu mitte ekspordi väikest osakaalu, vaid samaaegset impordimahukat sisenõudluse elavnemist. Just paaril viimasel aastal suurenesid tempokalt kõrge impordisisaldusega põhivarainvesteeringud ning tõusis ka tarbimise impordisisaldus, kuna sõidukite ostmine läbis kiire kasvutsükli. Ekspordi kasv ületas samal ajal kaubanduspartnerite impordinõudluse kasvu ning Eesti eksportijad suutsid vaatamata kehvale välisnõudlusele suurendada oma turuosa.<sup>7</sup>

Eesti-suguse majanduse jaoks, mille eksportiv sektor on väga suur, on tähtis, et nõudluse kasv eksporditurgetel taastuks ning muutuks laiapõhjalisemaks. Viimasel kolmel aastal majanduskasvu tagant tõuganud tööstussektor on



7 Lähemalt on turuosa võitmist kirjeldatud Eesti Panga avaldatud Eesti Konkurentsivõime Ülevaates (2013).



edenenud eeskätt tänu euroalast väljapoole suunatud toodangule<sup>8</sup>. Sihtturu õige valik on andnud küll ekspordi kasvu suure panuse, kuid euroala majanduse ja riikide lõikes ühtlasem nõudluse taastumine parandaks ekspordivõimalusi veelgi. Seda eriti olukorras, kus viimastel aastatel toimunud turuosa suurenemine partnerriikide väliskaubanduse mahus ei pruugi enam endises ulatuses ekspordi toetada.

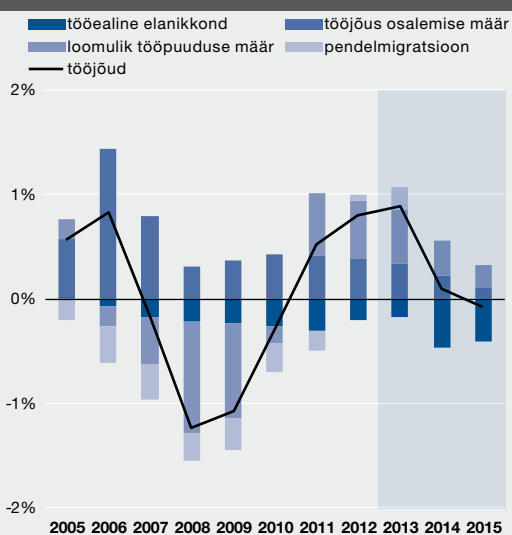
Eesti majanduse maht jäi 2012. aastal potentsiaalsest tasemest veidi allapoole ning seetõttu oli SKP lõhe negatiivne, -0,6%. Kuna prognoositav majanduskasv jääb ka 2013. aastal potentsiaalsest kasvust allapoole, suureneb SKP lõhe -2,2%ni. SKP lõhe süvenemise tingib ühelt poolt majanduskasvu aeglustumine, teiselt poolt aga SKP investeeringumahukas struktuur, mis on parandanud tootmiskapitali seisukorda, suurendanud tööjõu kapitaliga varustatust ning seeläbi tõstnud tootmispotentsiaali. Selle tulemusena

8 2012. aastal moodustas kaupade ja teenuste eksport ligikaudu 93% SKPst. Seejuures eksporditi keskmiselt umbes 70% töötleva tööstuse toodangust, mis moodustab umbes 11% majanduses loodud lisandväärtusest.

on potentsiaalne kasv 2013. aastal 3,6%, kuid langeb alates 2014. aastast veidi alla 3,5%. Potentsiaalsest kasvust tuleneb suurem osa kapitali ning töajõu tootlikkuse tõusust. Viimane suureneb nii tänu inimkapitali arengule kuid ka tootmisestruktuuri täiustamisele. SKP lõhe hakkab kokku tõmbuma alates 2014. aastast, mil tegelik majanduskasv ületab potentsiaalse kasvu (vt joonis 4).

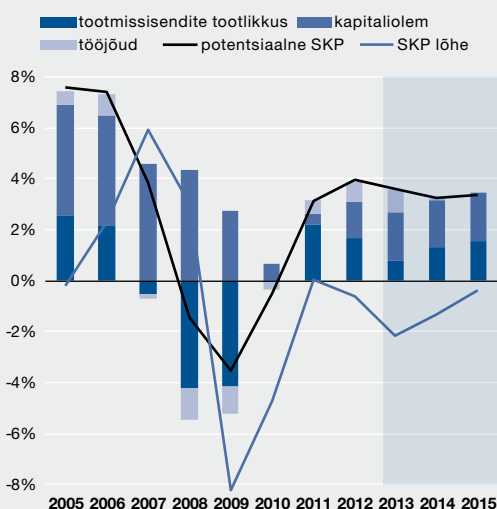
Töajõu panus majanduse potentsiaalsesse kasvu on käesoleval aastal umbes 0,9 protsendipunkti ning järgneval kahel aastal nullilähedane, 2015. aastal isegi nõrgalt negatiivne. Töajõu panus väheneb, sest töajõus osalemise määra suurenemine, mis on seni tasakaalustanud tööealise elanikkonna kahanemise negatiivset mõju, pidurdub järk-järgult. Töajõu panuse prognoos tugineb pigem optimistlikule eeldusele, mille järgi pendelmigratsioon (piiriülene töötamine) lähiaastatel ei suurene (vt joonis 5). Kui see peaks siiski juhtuma, siis osutub potentsiaalne kasv kesisemaks. Märkimisväärse osa töajõu panuse

**Joonis 5. Töajõu panuse komponendid SKP potentsiaalses kasvus (protsendipunkti)**



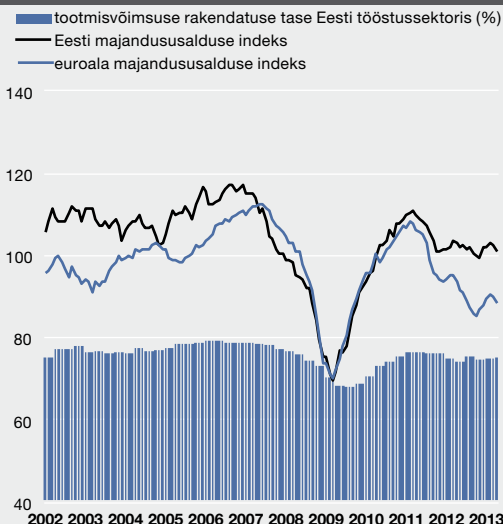
Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

**Joonis 4. Potentsiaalne majanduskasv ja SKP lõhe**



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

**Joonis 6. Majanduse konjunktuuriindikaatorid (hooajaliselt kohandatud)**



Allikas: Euroopa Komisjon

kasvu annab ka loomuliku tööpuuduse määra (*non-accelerating wage rate of unemployment, NAWRU*) alanemine.

Prognoosiperioodi kahel viimasel aastal püsib investeerimisaktiivsus Eesti majanduses suur. Ühelt poolt toetab seda soodne intressikeskkond ning oluliste piiranguteta juurdepääs pangalaenudele. Teiselt poolt lükkab investeringute mahu suurenemist tagant kasvav sisenõudlus ja naaberriikide majandusaktiivsuse taastumi-

sest tulenev ekspordimahu kasv. Kuna tootmisressursside rakendatuse tase on juba taastunud varasema keskmise määra lähedale, on tootmismahu edasiseks suurendamiseks tarvis täiendavaid põhivaraainvesteringuid (vt joonis 6). Tootlike investeringute suur osakaal SKPs toetab arengut lisandväärtusmahukama tootmise poole ja sissetulekutaseme edasist tõusu. Majandusarengu väljavaade tähtsamate näitajate kaupa aastani 2015 on esitatud tabelis 2.

**Tabel 2. Majandusprognoos põhinäitajate kaupa\***

	2012	2013	2014	2015	Erinevus eelmisest prognoosist		
					2012	2013	2014
Nominaalne SKP (mld eurot)	17,0	17,9	19,2	20,7	0,0	-0,3	-0,3
SKP püsihindades, muutus (%)	3,2	2,0	4,2	4,3	0,3	-1,0	0,2
Tarbijahinnaindeks, muutus (%)	3,9	3,0	2,5	2,7			
Ühtlustatud tarbijahinnaindeks, muutus (%)	4,2	3,3	2,7	3,0	-0,1	-0,3	0,3
SKP deflaator, muutus (%)	3,2	3,1	3,3	3,4	-0,5	-0,7	0,1
Jooksevkonto (% SKPst)	-1,2	-0,8	-0,8	-0,2	-0,1	1,3	1,7
Eratarbimine püsihindades, muutus (%) /1	4,4	3,0	3,4	3,9	1,6	0,0	-0,7
Valitsemissektori tarbimine püsihindades, muutus (%)	4,0	1,0	1,5	1,5	1,8	-0,2	-0,5
Kapitali kogumahutus põhivarasse püsihindades, muutus (%) /2	21,0	1,5	6,8	5,5	4,7	-3,5	-0,8
Eksport püsihindades, muutus (%)	5,6	7,9	3,1	6,0	-0,7	4,2	-2,3
Import püsihindades, muutus (%)	9,1	5,8	3,3	5,7	2,1	2,9	-2,9
Tööpuuduse määr (%)	10,2	9,2	8,8	8,5	0,0	-0,2	-0,1
Hõive residendist tootmisüksustes, muutus (%)	2,2	1,8	0,1	-0,1	-0,2	1,3	-0,1
SKP töötaja kohta püsihindades, muutus (%)	1,0	0,2	4,1	4,5	0,6	-2,3	0,4
Reaalne palgafond palgatöötaja kohta, muutus (%)	3,1	1,0	3,6	4,3	1,0	-1,3	-0,7
Keskmine brutokuupalk, muutus (%)	5,9	5,1	6,4	7,4	0,2	-0,3	-0,4
Erasektori laenujääk perioodi lõpus, muutus (%)	1,6	3,7	5,0	5,7	0,1	0,5	0,0
Brutovälisvõlg (% SKPst)	98,0	94,3	88,8	82,8	-2,9	-2,9	-4,9
Eelarve tasakaal (% SKPst)	-0,3	-0,3	0,0	0,2	0,7	0,2	0,1

\* SKP ja selle komponendid on esitatud aheldatud väärtustena  
/1 Sisaldab ka kodumajapidamisi teenindavate kasumitaotluseta institutsioonide tarbimist.

/2 Ei sisalda kapitalimahutust väärisesemetesse.

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

## Taustinfo 2. Eesti ja lähinaabrite kriisijärgne taastumine

Üleilmse kriisi mõju avaldus Eestis teistmoodi kui ülejäänud euroalal ning ka kriisijärgne taastumine on olnud erinev. Eesti majandus oli kriisi suhtes haavatavam. See väljendus majanduskasvu ulatuslikumas languses. Lähinaabritest ning tähtsamatest kaubanduspartneritest koges veelgi sügavamalt majanduslangust üksnes Läti, kus SKP vähenes enne kasvu taastumist kumulatiivselt 24,6%.

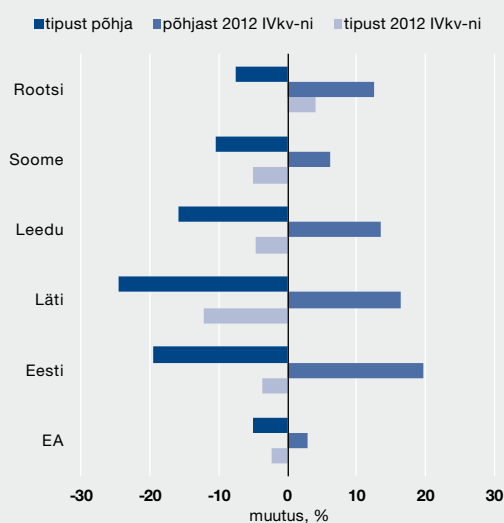
Samas on Eesti majandus pärast kriisi kiiresti kohanenud ning langusest taastumine on olnud jõulisem, seda ka ülejäänud Balti riikidega võrreldes. 2012. aasta neljandaks kvartaliks jõudis Eesti majanduse kogutoodang kriisieelse taseme lähedale – vahe 2007. aasta neljanda kvartali tippasemega kahanes üksnes 3,5%ni. See on lähedane euroala SKP koondnäitajale, mis oli 2012. aasta neljandas kvartalis 2,5% varasemast tippust madalam. Sealjuures oli Eesti SKP enne langemist 19,5% ja euroala SKP vaid 5% (vt joonis T2.1)<sup>9</sup>. Peamiste kaubanduspartnerite hulgast paistab erandina silma Rootsi, kus SKP ületas 2012. aasta lõpus varasemat kõrgtaset 4%.

Rahvusvahelises võrdluses tuleb Eesti puhul esile eratarbimise järsk kahanemine. Kui euroalal, Rootsis ja Soomes oli eratarbimise langus väiksem kui majanduslangus tervikuna, siis Eestis ja ka ülejäänud Balti riikides oli olukord vastupidine – majapidamiste tarbimine vähenes rohkem kui kogutoodang. Selle põhjus oli, et kriisile eelnenud aastatel leidis aset jätkusuutmatu tarbimisbuum. Kriisi saabudes ei olnud majapidamistel võimalik säästude puudumise tõttu oma tarbimist ajas ühtlaselt hajutada ning seda piiras tõenäoliselt ka väiksem sotsiaalne kindlustatus (vt joonis T2.2). Eratarbimine vähenes Eestis ulatuslikult ka jõulisemalt reageerinud töjõuturu tõttu, sealhulgas järsemalt kahanenud hõive ning hüppeliselt kasvanud tööpuuduse tagajärjel (vt joonis T2.3). Põhjuseid selleks võib leida kriisile eelnenud majandusstruktuurist – hõive vähenes enam ehitussektoris ning ekspordile orienteeritud töötlevas tööstuses.

Kui Soomes ja Rootsis ületas majapidamiste tarbimine 2012. aasta neljandas kvartalis juba kriisieelse taset, siis Eestis tarbisid majapidamised kriisile eelnenud kõrgtasemega võrreldes 14% vähem. Tarbimise suhteliselt visam taastumine võrreldes SKPga pole otseselt seotud majapidamis-sektori nõrkusega, vaid kõrge võrdlusbaasiga buumiajal, mil eratarbimine ületas sissetulekuid ning

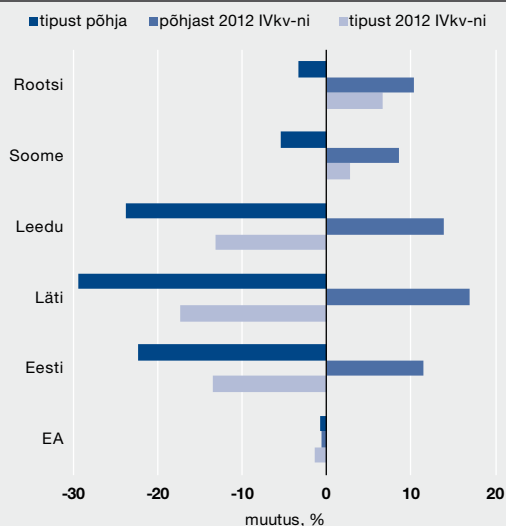
<sup>9</sup> Ulatuslikuma majanduslanguse põhjusena Balti riikides on toodud likviidsustoe puudumist siis, kui kapitali sissevool peatus, samas kui euroala riikidel oli võimalik abi saada Euroopa Keskpangalt (allikas: A. Hansson ja M. Randveer (2013), Economic adjustment in the Baltic countries, Eesti Pank Working Paper series).

Joonis T2.1. Kvartaalse SKP muutus



Allikad: Eurostat, Eesti Pank

Joonis T2.2. Kvartaalse eratarbimise muutus

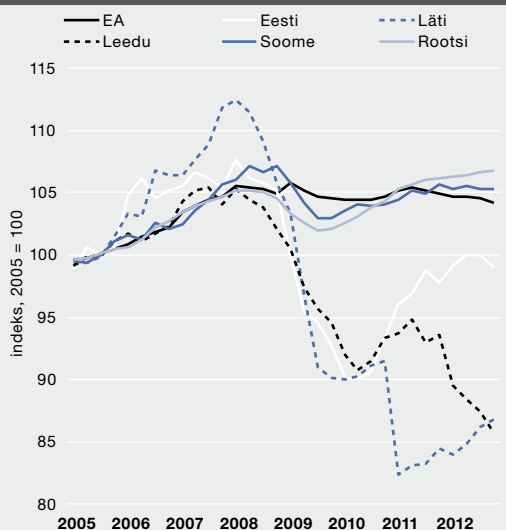


Allikad: Eurostat, Eesti Pank

majapidamiste säästud vähenesid. Seega on eratarbimise aeglasem kosumine ootuspärane ning vastavuses tasakaalulise arenguga.

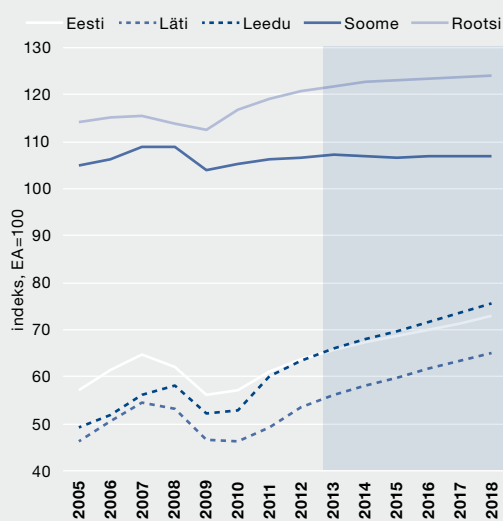
Prognoosi järgi kriisi mõjud taanduvad aegamisi ning Eesti ja tema naaberriikide majanduskasv läheneb tasakaalulisele rajale. Eesti majanduskasv püsib järgnevatel aastatel 4–4,5% juures, samas kui euroala keskmine kasv muutub positiivseks alles 2014. aastal ning seejärel kiireneb aegamisi. Erinevus Eesti ja euroala kasvumäärade vahel on piisav, et sinne tulutase jätkaks järelejõudmist ülejäänud euroala omale. 2012. aastal moodustas ostujõuga korrigeeritud SKP elaniku kohta Eestis 63,6% euroala keskmisest. IMFi WEO (World Economic Outlook) hinnangul kasvab sissetulekute tase Eestis viie järgneva aastaga 73%ni euroala keskmisest (vt joonis T2.4).

Joonis T2.3. Hõive



Allikad: Eurostat, Eesti Pank

Joonis T2.4. Ostujõuga kohandatud SKP elaniku kohta



Allikad: IMF WEO, aprill 2013, Eesti Pank



## Sisenõudlus

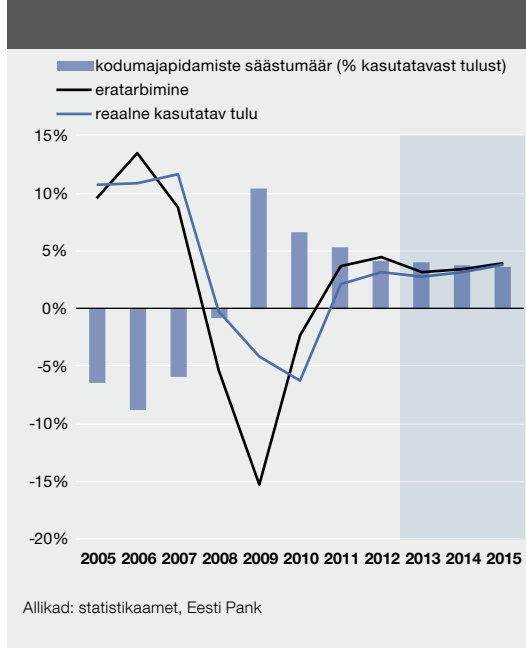
2012. aastal iseloomustas Eesti majandust sisenõudluse tugev kasv. Paranes võime ja ka julgus tarbida ning investeerida ning see toetas siseturule suunatud tootmist siis, kui ekspordikasv aeglustus. Sisenõudluse kasv kiirenes aasta teises pooles, mil suurima panuse sellesse andsid valitsemissektori investeeringud. Kokku suurenes sisenõudluse maht 2012. aastal 8,0%. 2013. aastaks on kriisile järgnenud majanduskasvu kiirendus vaibunud ning ka sisenõudluse kasv vaoshoitum. 2014.–2015. aastal, mil välisõudluse tugi majandusele suureneb, kiireneb taas ka sisenõudluse kasv.

## Eratarbimine

Eesti Konjunktuuriinstituudi tarbijabaromeetri andmetel on Eesti kodumajapidamiste kindlustunne olnud viimasel paaril aastal suhteliselt ebastabiilne. 2011. aastal süvenenud võlakriis euroalal tekitas ebakindlust ka Eesti majandusliku käekäigu suhtes ja kartust, et töötus hakkab uuesti kasvama. Vähem hüplikud on olnud hinnangud oma pere majanduslikule olukorrale, sest tööturg on arenenud jätkuvalt positiivses suunas alates 2010. aastast. Tarbijate kindlustunne on 2013. aastal olnud püsivalt üle ajaloolise keskmise taseme ning kuude arvestuses paranenud.

2012. aastal tõusis Eesti kodumajapidamiste reaalne ostuvõime. Kasutatav tulu kasvas aastaga püsivhindades 3,2% (vt joonis 7). Sissetulekute jätkuv suurenemine ning inflatsiooni aeglustumine võimaldasid majapidamistel tarbida rohkem teenuseid ja kestvuskaupu (üle aasta kasutuses olevad masinad ja seadmed). Esialgsetel andmetel ületas eratarbimise kasv 2012. aastal kasutatava tulu kasvu ning kodumajapidamiste säästumäär langes. Palkadest ja pensionitest kiirem tarbimiskulutuste suurenemine viitab tõusnud tarbimisjulgusele ning ettevaatusmotiivil põhinevate säästude vähenemisele.

Joonis 7. Eratarbimise reaalkasv



Eratarbimise maht kasvas 2012. aastal 4,5%, kusjuures kasv hoogustus teisel poolaastal. Nii nagu 2011. aastalgi, panustas tarbimise tõusu kõige enam kestvuskaupade, peamiselt sõidautode ostmise. Viimane oli iseloomulik majanduslangusest väljumise ajale. 2012. aasta lõpu kvartalis suurenesid märkimisväärselt ka kodumajapidamiste kulutused vabaaja- ja kultuuri-teenustele ning -kaupadele, mis viitab samuti tõusnud tarbimisjulgusele.

2013. aasta alguses tarbimise kasv jaekaubanduse andmetel aeglustus. Selline areng on ootuspärane, sest kriisist väljumisele iseloomulik kiire majanduskasv on raugenud – hõive kasv on aeglustunud ning sõidukite ostu suur mõju on taandumas. Samuti pärsib tarbimismahu suurenemist aasta alguses toimunud elektri hinnatõus. 2013. aastal aeglustub eratarbimise kasv prognoosi järgi 3,1%ni, mis on siiski kiirem SKP kasvust.

Eratarbimine jääb majanduskasvu jõuliselt toetama ka 2014. ja 2015. aastal, mil tarbimise kasv suureneb vastavalt 3,4% ja 4,0%ni. Kuigi hõivatute arv järgnevatel aastatel märkimisväärselt ei muutu, kiireneb koos tootlikkuse kasvu taastumisega ka palgakasv. Prognoosi järgi on eratarbimise kasv lähiaastatel umbes samas suurusjärgus kasutatava tulu suurenemisega ning alates 2009. aastast kahanenud kodumajapidamiste säästumäär stabiliseerub 4% juures. Tarbimise kasvu, mis ületab mõnevõrra kasutatava tulu suurenemist, toetab edaspidi kindlustunde paranemine ning kinnisvarahindade tõusuga kaasnev jõukuse suurenemine. Eratarbimise prognoosi ohuks on ülemäära optimistlike tulevikuootuste teke, mille korral eratarbimine kasvab prognoositust kiiremini ning säästumäär väheneb veelgi. Selle ohu realiseerumine võib viia olukorrani, kus uue majanduslanguse puhul ei jätkuks taas puhvreid tarbimise silumiseks<sup>10</sup>.

### **Kapitali kogumahutus põhivarasse**

Kapitali kogumahutuse suhe SKPsse on Eestis kriisijärgsetel aastatel jõudsalt kasvanud. Selle aastane maht on 2010. aasta madalpunktist saadik tõusnud üle 50%, sh 2011. aastal 25,7% ja 2012. aastal 21,0%. Kapitali kogumahutus põhivarasse moodustas 2012. aastal 25% SKPst, mida on 6 protsendipunkti rohkem kui kaks aastat varem. Väga kõrgeid kasvunumbreid on mõjutanud investeeringud üksikutes sektorites. Viimasel kahel aastal andis ligi veerandi Eesti ettevõttesektori kapitali kogumahutusest põhivarasse energeetika tegevusala<sup>11</sup>. Ka ülejäänud tegevusaladel on investeerimisaktiivsus olnud viimastel aastatel kõrge. Energiasektorit arvestamata on ettevõtete investeeringud viimastel aastatel kasvanud ning küllaltki laiapõhjaselt. Lisaks masinate ja seadmete soetamisele taastus 2012. aastal ka ehitusinvesteeringute kasv.

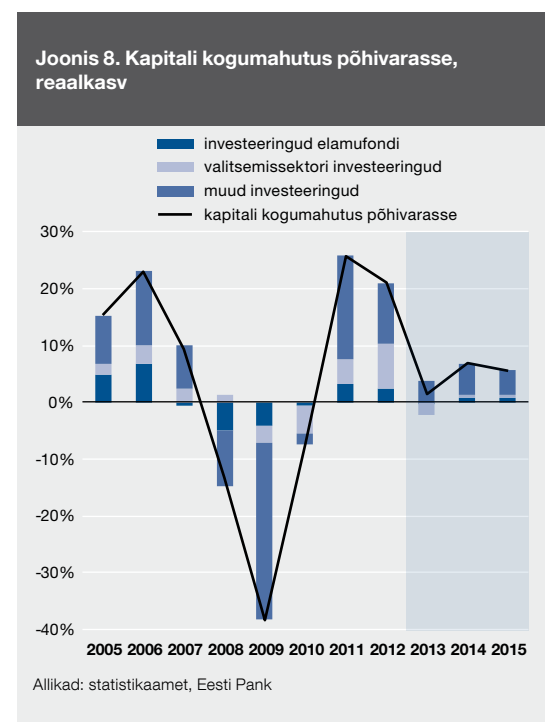
<sup>10</sup> Tarbimise silumine üle aja eeldab säästude kogumist siis, kui sissetulek on suurem, ning säästude kasutamist, kui sissetulek väheneb.

<sup>11</sup> EMTAK 2008 klassifikaatori järgi tegevusala „elektrienergia tootmine, ülekanne ja jaotus“.

Konjunktuuriinstituudi läbi viidud tööstussektori investeeringute uuringu järgi vähenes 2012. aastal nende investeeringute maht, mida tehti seadmete väljavahetamiseks. Investeermise peapõhjuseks toodi plaan tootmist laiendada ja ökonoomsemaks muuta. Uuringu järgi püsivad samad eesmärgid ka käesoleval aastal.

Prognoosi järgi kasvab ettevõtete kapitalimahutus põhivarasse ka 2013. aastal, kuid varasemast palju aeglasemalt. 2012. aasta lõpus ettevõtete lisandväärtuse kasv pidurdus ning ka uute tellimuste kohta on ootused pessimistlikumad. Investeeringute uuks kasvukiirenduseks peab esmalt paranema ettevõtete väljavaade ning kindlustunne tulevase nõudluse suhtes. Samal ajal on suurenenud ettevõtete võime investeerimiseks laenuga rahastada. 2014. ja 2015. aastal kapitali kogumahutuse kasv taas kiireneb veidi.

Viimaste aastate investeeringute mahtu on palju mõjutanud valitsemissektor (vt joonis 8). 2012. aastal kasvas kapitali kogumahutus põhivarasse valitsemissektoris 40% (2011. aastal



22%). Sellest ligi kolmveerandi moodustas ehitustegevus, mida rahastati nii saastekvootide müügitulust kui ka Euroopa Liidu tõukefondidest pärit rahast. Valitsemissektori investeeringute 2013. aasta eelarve jääb eelmise aasta omale alla, sest võimalused kasutada välisvahendeid on palju väiksemad.

Eluasemeturg on alates 2011. aastast jõudsalt kasvanud. 2012. aastal kasvas kapitali kogumahutus eluruumidesse 15%. Eluasemefondi väärtus suurenes nii tänu renoveerimistöödele kui ka uusehitustele ning seda hoolimata eluaseme hinnaindeksi viimaste aastate kiirest kasvust. 2012. aasta lõpus aeglustus järsult kodumajapidamiste investeeringukasv ning väljastatud ehituslubade statistika näitab, et aeglustumine jätkus ka 2013. aasta alguses. Eluasemeinvesteeringute aastakasv kiireneb taas 2014. aastal, sest kodumajapidamiste kindlustunne püsib tugev ning laenukeskkond väga soodne.

Suur nõudlus ehitussektoris, milles mängis suurt rolli valitsemissektor, on tõstnud ehitustööde hinda. 2012. aastal tõusis ehitushinnaindeks 4,6%. Kuna valitsemissektori nõudlus väheneb võrreldes 2012. aastaga nii 2013. kui ka järgnevatel aastatel, aeglustub hinnatõus ehitusturul ning ehitustegevus muutub erasektorile, nii kodumajapidamistele kui ka ettevõtetele, taskukohasemaks.

Prognoosiaastatel kasvabki kapitali kogumahutus põhivarasse tänu erasektorile, eelkõige ettevõtetele. 2013. aastal aeglustub kasv 1,5%ni, sest valitsemissektori investeeringute maht jääb 2012. aasta tasemele alla ning välis- ja sisenõudluse kasvu aeglustumine piirab ettevõtete laiendamisvõimalusi. Lähiaastatel jääb investeeringute kasv SKP omast kiiremaks, sest põhivara soetamise tase on jätkuvalt madal ning intressimäärad soosivad investeerimistegevust. 2014. ja 2015. aastal valitsemissektori negatiivne panus kasvu taandub ning kapitali kogumahutus põhivarasse suureneb vastavalt 6,8% ja 5,5%.

Prognoosi järgi on investeeringute kasv Eestis järgnevatel aastatel mõõdukas ning kapitali kogumahutuse osatähtsus SKPs palju ei muutu. Samas tekib odava laenuraha tingimustes ülekuumenemise risk. Pikaajaliste laenude intressimäärad on nii majapidamiste kui ka ettevõtete jaoks viimase kümne aasta madalaimal tasemel. Kui tulevikuootused ületavad majanduse tegelike võimalusi, võib euroala ühtne rahapoliitika olla Eesti jaoks liiga leebe ning ülimalad baasintressimäärad toovad kaasa laenukoormuse prognoositust kiirema kasvu.

#### **Varude muutus**

Varude osakaal SKP kasvus oli 2012. aastal 0,1 protsendipunkti, mis tähendab, et aastavõrdluses varude seis peaaegu ei muutunud. Küll aga muutus varude struktuur. Tööstusettevõtted olid sunnitud oma toorainevarusid vähendama, sest välisnõudlus jäi kesiseks. Samas suurendasid käivet ja seega ka valmis varude mahtu kaubandusega seotud ning siseturule suunatud ettevõtted. Edaspidi kasvab varude maht koos üldise majandusaktiivsusega. Varude suhe SKPsse, mis 2012. aastal oli ajaloolisest keskmisest kõrgem, prognoosiaastatel mõnevõrra kahaneb.

#### **Välistasakaal ja konkurentsivõime**

Eesti maksebilansi jooksevkonto pöördus pärast kolme järjestikust ülejäägiaastat 2012. aastal taas puudujääki. Jooksevkonto defitsiit moodustas 1,2% SKPst ning tulenes eeskätt väliskaubanduse puudujäägi paisumisest. Sisenõudlus kasvas rutem kui välisnõudlus suuremahulistest tehingutest ja ajutistest meetmetest mõjutatud investeerimisaktiivsuse tõttu. Jooksevkonto ülejäänud komponentide ehk teenuste, jooksev-ülekannete ja tulukonto saldo muutus aastaga vähe. Prognoosiaastatel paraneb jooksevkonto positsioon mõnevõrra, jäädes siiski nõrgalt negatiivseks. Netoekspordi panus majanduskasvu suureneb, sest sisemaiste investeeringute kasv on varasemast tagasihoidlikum ja välisnõudluse oma hoogustub.

Kaupade sissevedu kasvas 2012. aastal kiiremini kui eksport. Seetõttu halvenes kaubandusbilanss 2,9 protsendipunkti võrra -4,3%ni SKPst. Väliskaubanduse puudujääk kasvas valdavalt investeerimiskaupade impordi suurenemise pärast. 2012. aastal panustasid impordi kasvu teistest komponentidest enam masinad ja seadmed ning transpordivahendid. Transpordivahendite import kasvas aastaga üle 20% ja koosnes peamiselt sõiduautode ning nende varuosade sisseveost. Suuremahulised tehingud muude transpordivahenditega hõlmasid raudteeveeremi ostu Ukrainast ning laeva soetamist Soomest.

Paljude oluliste kaubanduspartnerite majanduskasvu pidurdumise või majanduslanguse tõttu jätkus 2012. aasta teises pooles Eesti välisnõudluse kasvukiiruse alanemine. Kui Eesti kaubanduspartnerite kaalutud impordinõudluse kasv aeglustus 2011. aasta 9,3%lt 2012. aasta esimeses pooles 3,3%ni, siis teisel poolaastal pidurdus see aastavõrdluses veelgi, jõudes 0,9%ni. Eesti kaubaeksport reageeris sellele väiksemas ulatuses ning säilitas 2012. aasta teises pooles sama kasvutempo, mis aasta esimeses pooleski (7,4%). Pea seiskunud välisnõudluse kasvu taustal võib seda käsitleda Eesti ekspordipositsiooni suhtelise tugevnemisena.

Sihtriigiti olid Eesti ekspordinäitajad väga erinevad. Nõudluse kahanemise tõttu euroalal vähenes ka Eesti kaupade väljavedu sinna aastaga jooksevhindades 1,4%. Peamine kaubanduspartner euroalal oli jätkuvalt Soome, kuhu läks 51,1% meie euroalasisesest kaubaekspordist. Euroalavälise kaubanduspartnerite nõudlus kasvas samas võrdlemisi kiiresti. Eesti neli peamist euroalavälist kaubanduspartnerit on Rootsi, Venemaa, Läti ja Leedu, kuhu viidi 58,8% euroalavälisest kaubaekspordist. Eesti kaubaeksport nendesse riikidesse kasvas aastaga suhteliselt kiiresti, jooksevhindades vastavalt 6,5%, 15,5%, 14,5% ja 22,9%.

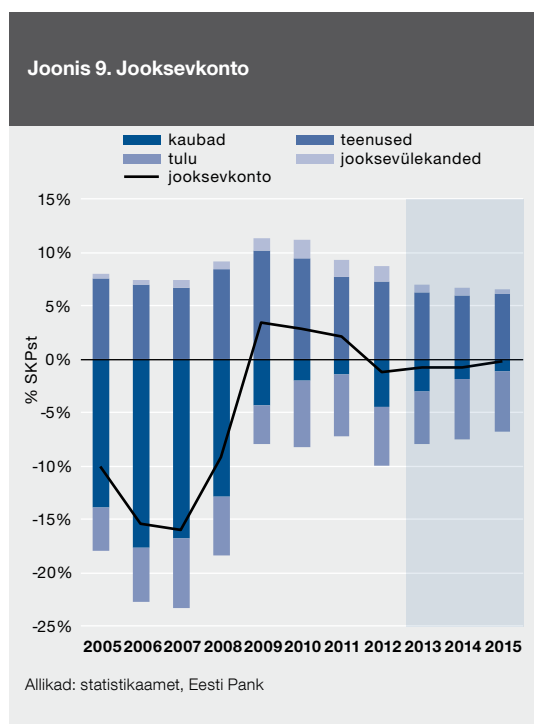
Kaubanduskonto puudujäägi suurenemist 2012. aastal tasakaalustas endiselt teenuste ülejääk. Kaupade ja teenuste konto ülejääk moodustas 2012. aastal 2,9% SKPst. Neljandiku kaupade ja teenuste koguekspordist moodustas teenuste väljavedu. Teenuseliikidest kahanes aastaga enim veoteenuste ülejääk (16%), vaatamata veoteenuste ekspordi 7% kasvule. Sisseostetud veoteenuste maht kasvas 22% ning selle taga olid peamiselt suuremahulisema kaubaimpordi kohaletoimetamiseks tehtud kulutused ning laialaatuslikud investeeringud energeetikasektoris. Kõige kiiremini kasvas arvuti- ja infoteenuste eksport, mille maht suurenes aastaga neljandiku võrra. Arvuti-, info- ning muude äriteenuste saldo suurenemine tasakaalustas 2012. aastal täielikult kauba- ja reisijateveo teenuste saldo vähenemise. Teenuste ekspordi-impordi saldo jäi 2012. aastal ligilähedaselt eelmise aasta tasemele, kuid suhtena SKPsse see alan.

Jooksevülekannete konto ülejääk jäi praktiliselt eelmise aasta tasemele, kuigi selle alamkontod muutusid võrdlemisi palju. Kapitaliülekannete ülejääk, mis koosnes põhiliselt Euroopa Liidu toetustest valitsemissektorile ja muudele sektoritele taristuobjektide rajamiseks, suurenes aastaga 17% ehk 82 miljoni euro võrra. Immateriaalse vara müügist, millest enamiku moodustasid CO2 saastekvoodid, laekus Eestisse 32 miljonit eurot, mis on palju vähem kui 2011. aastal ning selle konto ülejääk vähenes 170 miljoni euro võrra.

Tulu netoväljavool suurenes 2012. aastal pisut, ulatudes 5,6%ni SKPst. Tööjõutulu netosissevool kasvas aastaga 6% (202 miljoni euron) ning see tulenes peamiselt välismaal töötavate Eesti residentide arvu tõusust. Investeerimistulu netoväljavool suurenes aga 3% (ligi 1,2 miljardi euron). Nii residentide välismaal teenitud tulu kui ka mitteresidentide Eestis teenitud tulu vähenes (vt ka taustinfo 3).

Tulu sissevool ehk residentide poolt välismaal teenitud tööjõu- ja kapitalitulu vähenes aastaga 10%. Investeeringutulu sissevoolu kahanemine oli eelkõige seotud varem välja võetud dividendidega ning 2011. aastal tehtud struktuurimuudatustega pangandussektoris. Samas aga kasvas võrdlemisi kiiresti ehk neljandiku võrra investeerimistulu Küprosel, mis moodustas 26% kogu investeerimistulu sissevoolust ja mida teenisid peamiselt veetranspordi valdkonna investorid.

Tulu väljavool Eestist vähenes 4% (1,7 miljardi euroni). Finantsvahenduses teeniti 30% kogu investeerimistulu väljavoolust, järgnesid hulgi-kaubandus ja peakontorite tegevus ning logistika ja kinnisvaraala tegevus. Ligi 65% väljavoolust moodustas reinvesteeringutulu, mille puhul teelikke rahavoogusid ei toimunud. Maksebilansi finantskontol kajastatakse reinvesteeringutulu Eestisse tehtud otseinvesteeringute all. Jättes jooksevkonto saldost välja arvestuslikku laadi reinvesteeringutulu netoväljavoolu, oli jooksevkonto 2012. aastal SKP suhtes 4,6% suuruses ülejäägis.



Prognoosiperioodil paraneb jooksevkonto positsioon mõnevõrra, jäädes siiski nõrgalt negatiivseks (vt joonis 9). Netoekspordi panus majanduskasvu suureneb, mõjutatuna nii sisetaste investeeringute tagasihoidlikumast kui ka välisnõudluse hoogustuvast kasvust.

Ekspordiprognosis põhineb eeldusel, et välis- ja teenuste kasv taastub järk-järgult. Kuigi viimasel kolmel aastal ületas Eesti kaubaekspordi kasvutempo välisnõudluse oma mitu korda, erines kasvukiirus erakordseid tegureid kõrvale jättes ning pikema perioodi arvestuses palju vähem. Seetõttu põhineb ekspordi prognoos konservatiivsel hinnangul, et Eesti kauba- ja teenuseekspord kasvab eelseisvatel aastatel välisnõudlusega pea samas tempos, seda vaid veidi ületades. Siiski muudavad ekspordi kasvuprofiili ebaühtlaseks 2013. aasta alguses toimunud erakordse iseloomuga suuremahulised tehingud. Nende taandumisel võrdlusbaasist aeglustub ekspordi kasvukiirus 2014. aastal. Eesti ekspordihinnad kasvavad kiiremini kui partneriturgude hinnad ning Eesti ekspordi turuosa jätkab nominaalselt suurenemist. Kaubaimporti prognoos tugineb eeldusele, et sisenõudluse ning ekspordi komponentide impordisisaldus jääb samaks. Impordimahuka investeerimisaktiivsuse pidurdamine kahandab impordinõudlust.

Prognoosi järgi jääb teenuste ülejääk 2013.–2015. aastal suhteliselt suureks ehk 6,0–6,3% SKPst, kuid siiski väiksemaks kui eelnevatel aastatel. Teenuste ekspordi kasvu pidurdab tihenenu konkurents veeteenuste turul. Ekspordipotentsiaali vähendavad kärped õhustranspordis ning tõenäoliselt langev ehitusteoste pakkumise aktiivsus välismaal.

Tulukonto saldo prognoos on koostatud vastavalt kasumi kasvootustele Eestis ja välismaal. Prognoosi järgi jääb investeerimistulu netoväljavool 5–6% juurde SKPst. Lähiaastatel vähenevad vahendid Euroopa töökefondeidest, mistõttu jooksevülekanne ülejääk prognoosiaastatel väheneb.

Eesti koguvälisvõlg ehk riigi kõigi majandussektorite välisvõlg kasvas 2012. aastaga 8%, ulatudes aasta lõpuks 98%ni SKPst. Valitsemissektori välisvõlg suurenes aastaga rohkem kui kaks korda ja moodustas koguvälisvõlast aasta lõpus ligi 8%. Kasv toimus osaliselt EFSFi<sup>12</sup> raames osutatud finantsabi tõttu. Krediidiasutuste osakaal koguvälisvõlas langes aastaga ligi 6 protsendipunkti ehk 38%ni. Kui 2011. aasta lõpus ületasid võla iseloomuga väliskohustused võlanõudeid (netovälisvõlg) 1 miljardi euro ulatuses, siis 2012. aasta lõpus olid võlanõuded 0,3 miljardi euro võrra võlakohustustest suuremad. Positiivse netopositsiooni tekkimisse panustasid enim keskpang ja ette-

võtted. Prognoosiperioodil välisvõlg absoluutsummas kasvab, kuid suhtena SKPsse kahaneb. 2015. aastaks alaneb Eesti koguvälisvõlg 83%ni SKPst ehk allapoole buumieelset taset.

Käesolevas prognoosis on lähtutud konservatiivsest eeldusest, et Eesti ekspordi turuosa prognoosiaastatel oluliselt ei suurene. Juhul kui jätkub eelmiste aastate trend ning Eesti eksport kasvab kiiremini kui nõudlus, võib kaubandusbilansi saldo kujuneda prognoositust positiivsemaks. Siiski on peamine ekspordiprognooosi risk lähiajal välisnõudluse oodatust vaevalem taastumine. Selle tulemusel aeglustuks eeldatust enam ka Eesti ekspordi kasvutempo ning välispositsioon kaugeneks tasakaalust.

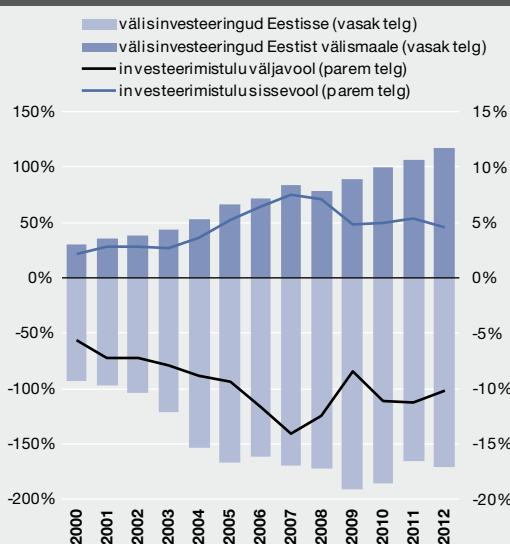
12 EFSF (European Financial Stability Facility) - Euroopa Finantsstabiilsuse Fond.

### Taustinfo 3. Investeerimistulu voogude komponendid

Märkimisväärse osa Eesti jooksevkonto puudujäägist moodustab investeerimistulu puudujääk. Selle taga on peamiselt asjaolu, et Eestisse on tehtud rohkem välisinvesteeringuid kui Eestist välismaale ja seetõttu on välismaiste ettevõtete kasumid Eestis üldsummana suuremad kui Eesti ettevõtete kasumid välismaal (vt joonis T3.1). Investeerimistulude konto suur defitsiit ei tähenda siiski raha tege-likku Eestist väljaviimist. Välisinvestorid reinvesteeringud valdava osa Eestis teenitud kasumist taas Eestisse. Seda toetavad nii soodne maksusüsteem kui ka Eesti hea positsioon välisinvesteeringute sihtriigina.

Eestisse tehtud ja Eestist välismaale tehtud investeeringute positsioonide erinevus ei selgita kogu investeerimistulu konto saldot. Viimaste aastate jooksul on märkimisväärselt suurenenud Eesti residentide välismaale tehtud investeeringud, kuid see pole kaasa toonud kuigi suurt tõusu välismaal teenitavas investeerimistulus. Näiteks 2012. aasta inves-

Joonis T3.1. Investeerimistulu ja -positsioon suhtena SKPsse



Allikas: Eesti Pank

teerimistulu saldo oli suhtena SKPsse sarnane 2006. aasta omaga, vastavalt 6,8% ja 7% SKPst, kuid välisinvesteeringute netopositsioon oli 2012. aastal suhtena SKPsse palju parem kui 2006. aastal.

Eesti majanduse kiirem taastumine ülejäänud Euroopaga võrreldes peegeldub siinsete ettevõtete suhteliselt kõrgemas kasumlikkuses ning sellest lähtuvalt investeerimistulu suuremas arvestuslikus väljavoolus. Teisalt toob Euroopa majanduse taastumine edaspidi tõenäoliselt kaasa Eesti residentide välismaale tehtud investeeringute tulususe kasvu ning seeläbi ka investeerimistulu arvestusliku netoväljavoolu vähenemise.

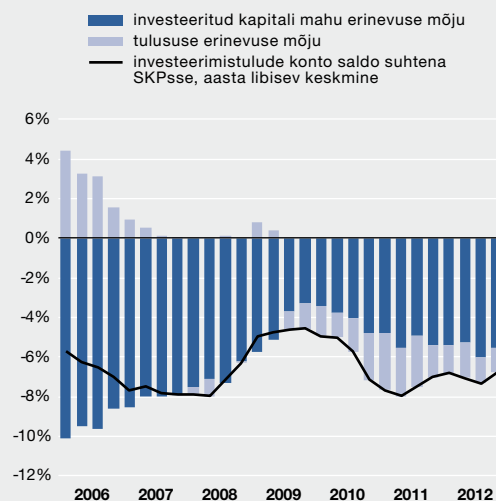
Investeerimistulu saldo komponentideks jagamine näitab, et Eestisse ja välismaale tehtud investeeringute tulususe erinevus on andnud suure osa investeerimistulu konto defitsiidist (vt joonis T3.2). Investeeringute tulususe erinevuse all on mõeldud sama liiki ja sama tegevusala investeeringute tulususe erinevust Eestis ja välismaal. Mahuefekt, mis näitab samale tegevusalale tehtud ühte liiki investeeringute mahu erinevuse mõju investeerimistulu konto saldole, on Eestis olnud kaua aega negatiivne. See näitab, et eestlased on investeerinud välismaale vähem või madalama tulususega valdkondadesse kui välismaalased Eestis. Kuni majanduskriisi alguseni mahuefekti negatiivne mõju tulude konto saldole vähenes, kuid viimastel aastatel on see püsunud suhteliselt stabiilne.

Võrreldes 2006. aastaga mõjutas 2012. aastal investeerimistulu konto saldod suhtena SKPsse kõige rohkem tulumäärana 3,6 protsendipunktiline langus (vt tabel T3.1). Seda mõjutas enim finants- ja kinnisvarasektori kasumlikkuse suhteline paranemine Eestis võrreldes riikidega, kuhu on investeerinud Eesti residentid.

Investeerimistulu konto saldo paranemine võib toimuda ka Eestisse ja välismaale tehtud investeeringute tulususe ühtlustumise kaudu, kui mõne tegevusala tulusus Eestis on kõrgem kui välismaal. Näiteks finantssektori investeeringute tulusus Eestis oli 2012. aastal suurem kui Eesti residentide välismaale tehtud finantssektori investeeringute tulusus.

Kinnisvara- ja ehitussektoris välismaale tehtud investeeringute keskmine tulusus oli buumi ajal kõrgem kui Eestisse tehtud kapitalimahutuste oma. 2012. aastal oli Eestisse ja välismaale tehtud investeeringute tulusus nendel tegevusaladel sarnane. Leidub ka valdkondi, kuhu tehtud investeeringute tulusus Eestis on vähenenud võrreldes välismaale tehtud investeeringute tulu-

**Joonis T3.2. Investeerimistulu saldo komponendid suhtena SKPsse**



Allikas: Eesti Pank

**Tabel T3.1. Investeeringustulu saldo ja SKP suhte muutuse komponendid 2012. aastal võrreldes 2006. aastaga**

	tulususe muutus	investeeringute mahu muutus	investeeringute struktuuri muutus	tulususe struktuuri muutus
Põllumajandus, metsamajandus ja kalapüük	0,18	-0,17	-0,02	-0,02
Tööstus	0,19	-0,24	-0,14	0,19
Ehitus	-0,29	0,04	-0,03	0,19
Avalikud teenused	-0,01	-0,04	-0,04	0,00
Hulgi- ja jaekaubandus; mootorsõidukite ja mootorrataste remont	0,42	-0,31	-0,19	0,57
Veondus ja laondus	-0,05	0,03	0,05	0,01
Majutus ja toitlustus	-0,17	-0,05	0,00	0,26
Info ja side	0,92	-0,87	0,27	-0,30
Finants- ja kindlustustegevus	-2,92	1,72	0,32	1,79
Kinnisvaraalaane tegevus	-1,31	-0,03	0,16	0,65
Kutse-, teadus- ja tehnikaalaane tegevus	-0,27	-0,44	0,25	0,20
Haldus- ja abitegevused	-0,06	-0,15	-0,11	0,00
Muu	-0,21	0,34	0,28	-0,32
<b>KOKKU</b>	<b>-3,60</b>	<b>-0,17</b>	<b>0,80</b>	<b>3,22</b>

Allikas: Eesti Pank

susega, näiteks kaubandussektor. Selle üks põhjus võib olla asjaolu, et eratarbimine ületas Eestis buumiaastatel kestlikku taset ega ole seetõttu taastunud kriisieelsele tasemele.

Võrreldes buumiaastatega on välisinvesteeringute struktuuris toimunud märkimisväärsed muutused, mis on mõjutanud tulude konto saldot. Vähenenud on finantssektoris tehtud välisinvesteeringute suhe SKPsse. Samas on kasvanud Eesti residentide finantssektori investeeringud välismaale. Eesti majapidamised ja ettevõtted on kriisijärgsetel aastatel vähendanud võlakooormust ning suurendanud hoieuseid. Kui Eesti finantssektoris tehtud välisinvesteeringud on olnud peamiselt otseinvesteeringud, siis välismaale tehtud finantssektori investeeringute seas on suurenenud muude investeeringute osakaal.

Investeeringustulu saldo muutuste analüüsimiseks on need jagatud erinevateks mõjukomponentideks järgnevalt kirjeldatud meetodikaga. Investeeringustulu konto saldot suhtena SKPsse  $T_t$  perioodil  $t$  kirjeldab valem

$$(1) \quad T_t = \sum_{i=1}^n [r_{i,t}^V x_{i,t}^V - r_{i,t}^E x_{i,t}^E].$$

Välismaale tehtud investeeringu tuluvoo perioodil  $t$  on investeeringu  $i$  tulususe määra  $r_{i,t}^V$  ja investeeritud kapitali mahu  $x_{i,t}^V$  korrutis.  $V$  tähistab välismaad ja  $E$  Eestit. Tulude konto saldo on Eestist välismaale investeeritud kapitali tulu ja välismaalaste Eestisse investeeritud kapitali tulu vahe. Tulude konto saldo on käesolevas analüüsis komponentideks jagatud tegevusalade ja investeeringu liigi (otseinvesteering, portfelliinvesteering, muu investeering) kaupa.



Tegevusalapõhine lähenemine võimaldab kasutada investeeringute struktuuri kohta täpsemat informatsiooni kui agregaadipõhine lähenemine, kuid sellega kaasneb müra lisandumine arvutustesse. Kuna tulumäärad võivad koondamata tasemel olla hüplikud, vaadeldakse nelja kvartali libisevaid keskmisi tulumäärasid. Sedasi väheneb andmete müra, kuid ei kao kuigi palju informatsiooni. Perioodil  $t$  tegevusalalt  $i$  Eestis teenitav libisev tulumäär  $r_{i,t}^E$  on nelja kvartali Eestist teenitud investeerimistulu ( $R^E$ ) libiseva summa ja Eestisse tehtud investeeringute ( $X^E$ ) nelja kvartali libiseva keskmise jagatis. Eestisse tehtud investeeringu  $i$  tulumäär perioodil  $t$  avaldub valemiga

$$(2) \quad r_{i,t}^E = \frac{4 \cdot \sum_{s=t-3}^{t-1} R_{i,s}^E}{\sum_{s=t-3}^{t-1} X_{i,s}^E},$$

kus iga perioodi tulu sõltub eelmistel perioodidel investeeritud kapitalihulgast.

Investeeritud kapitali maht on esitatud suhtena SKPsse, et selgitada erinevate tegurite mõju investeerimistulu suhtele SKPsse. Libisev keskmine investeeritud kapitali maht tegevusalal  $i$  on nelja kvartali libisev keskmine investeeritud kapitali maht, mis on jagatud nelja kvartali SKP summaga. Eestisse tehtud investeeringu  $i$  kapitali nelja kvartali libisev suhe SKPsse perioodil  $t$  avaldub

$$(3) \quad x_{i,t}^E = \frac{\sum_{s=t-3}^{t-1} X_{i,s}^E}{4 \cdot \sum_{s=t-3}^{t-1} Y_s}.$$

Avaldist 1 teisendades on võimalik näidata, et

$$(4) \quad T_t = \sum_{i=1}^n \left[ \underbrace{(r_{i,t}^V - r_{i,t}^E) \frac{x_{i,t}^V + x_{i,t}^E}{2}}_{\text{tulususte erinevuse mõju}} + \underbrace{(x_{i,t}^V - x_{i,t}^E) \frac{r_{i,t}^V + r_{i,t}^E}{2}}_{\text{väliskapitali mahu mõju}} \right].$$

Eelmine avaldis jaotab investeerimistulu saldo tulususe erinevuse ja kapitali mahu efektiks. Tulususe erinevuse efekt on sisuliselt sarnaste välismaale ja Eestisse tehtud investeeringute tulususe erinevus, mis on kaalutud sellise kapitali keskmise suhtega SKPsse. Sarnase investeeringu all on mõeldud samale tegevusalale tehtud sama liiki investeeringuid, näiteks töötleva tööstuse otseinvesteeringuid. Väliskapitali mahu mõju on välismaale ja Eestisse investeeritud sarnase kapitali (möödetud suhtena SKPsse) vahe, mis on kaalutud sellise investeeringu keskmise tulususega. Viimane illustreerib kapitali teatavat heterogeensust, andes suurema kaalu investeeringutele, mille tulusus on kõrgem ja seeläbi mõju investeerimistulu kontole suurem. Tulususe erinevuse ja väliskapitali mahu mõju efektide summa on võrdne nelja kvartali libiseva investeerimistulu konto suhtega SKPsse. Kas investeerimistulu konto puudujääk on tingitud pigem tulususe erinevuse efektist või mahuefektist sõltub sellest, kui detailset taset vaadelda. Kasutatav komponentideks jagamise meetod võimaldab analüüsida ka investeerimistulu konto muutusi. Kasutades valemis (4) samasusi (5),

$$(5) \quad \begin{aligned} \Delta r_{i,t} &= r_{i,t}^V - r_{i,t}^E \\ \Delta x_{i,t} &= x_{i,t}^V - x_{i,t}^E \\ w_{i,t} &= \frac{x_{i,t}^V + x_{i,t}^E}{2} \quad \text{ja} \quad p_{i,t} = \frac{r_{i,t}^V + r_{i,t}^E}{2}, \end{aligned}$$

saab avaldise (4) kirjutada kujul

$$(6) \quad T_t = \sum_{i=1}^n [\Delta r_{i,t} w_{i,t} + \Delta x_{i,t} p_{i,t}].$$

Samuti saab näidata, et perioodide  $t$  ja  $t-z$  investeerimistulu konto suhte SKPsse erinevus on avaldatav kujul

$$(7) \quad T_t - T_{t-z} = \sum_{i=1}^n \left[ \underbrace{(\Delta r_{i,t} - \Delta r_{i,t-z}) \frac{w_{i,t} + w_{i,t-z}}{2}}_{\text{tulumäära muutuse mõju}} + \underbrace{(w_{i,t} - w_{i,t-z}) \frac{\Delta r_{i,t} + \Delta r_{i,t-z}}{2}}_{\text{investeeringute struktuuri muutuse mõju}} + \underbrace{(\Delta x_{i,t} - \Delta x_{i,t-z}) \frac{p_{i,t} + p_{i,t-z}}{2}}_{\text{investeeringute mahu muutuse mõju}} + \underbrace{(p_{i,t} - p_{i,t-z}) \frac{\Delta x_{i,t} + \Delta x_{i,t-z}}{2}}_{\text{tulususe struktuuri muutuse mõju}} \right].$$

## Tööturg

2012. aasta teine pool tõi koos majanduskasvu sisenõudluspõhise kiirenemisega kaasa tasakaalustamatuse mõningase suurenemise tööturul. Palgakasvu aeglustumine 2012. aasta esimeses pooles jäi ajutiseks ning teisel poolaastal suurenes palga-tootlikkuse lõhe kasumlikkuse arvelt. Esialgsel andmetel jätkus selline areng ka 2013. aasta esimeses kvartalis. Käesoleva prognoosi järgi toob välisõudluse taastumine alates 2013. teisest poolaastast kaasa tootlikkuse kiirema kasvu ja tasakaalulisema arengu.

Hõive kasvu prognoos aastaks 2013 on võrreldes eelmise prognoosiga veidi optimistlikum, seda peamiselt tänu esimese kvartali tugevale kasvunumbrile. Edasi aga pidurdub kasv kõrgema võrdlusbaasi tõttu enam ja 2015. aastal hõivatute arv väheneb veidi. Töötuse määr alaneb aeglaselt, sarnases tempos loomuliku tööpuuduse määraga<sup>13</sup>, ning jõuab 2015. aasta viimaseks kvartaliks hooajalisi tegureid arvestades 8,4%ni.

2013. aastal palgakasvutempo pidurdub, sest erasektoril tuleb langetada tööjõukulu, mis

<sup>13</sup> Loomulik tööpuuduse määr ehk NAWRU (ingl k. *non-accelerating wage rate of unemployment*) on selline tööpuuduse määr, mis ei tekita majanduses palgakasvusurvet.

2012. aastal märkimisväärselt tõusis, ja taastada kasumlikkus. Kasumlikkuse taastumist toetab ka toibuv välisõudlus, mis aitab kaasa tootlikkuse kiiremale kasvule. Keskmise brutokuupalga tõus jääb prognoosiperioodil vahemikku 5,1% 2013. aastal kuni 7,4% 2015. aastal.

## Hõive ja tootlikkus

Koguhõive kasvas 2012. aastal kokku 2,5%, sealjuures aasta kahes viimases kvartalis 1,1% ja 1,7%. Hõive residendist tootmisüksustes ehk Eesti sisemaise hõive, mis ei sisalda välismaal töötavaid Eesti residentide, kasvas 2012. aastal 2,2%. Võrreldes 2011. aastaga aeglustus hõive kasv märgatavalt. Ühelt poolt oli selle põhjuseks kriisile järgnenud kasvukiirenduse lõppemine ning teiselt poolt 2011. aasta teises pooles nõrgenenud väliskeskond, mis pole veel tugevale kasvurajale tagasi jõudnud. Hõive kasv muutus kogu 2012. aasta vältel tänu tugevale sisenõudlusele järjest enam teenindussektori põhiseks.

Välisõudluse nõrk kasv mõjutas kõige enam töötlevat tööstust, kus sisemaise hõive kahanes 2012. aasta jooksul ETU<sup>14</sup> hinnangu põhjal 3,9%, kuid kasvas 2013. aasta esimeses kvartalis taas

<sup>14</sup> Eesti tööjõu-uuring.

1,2%. Sesoonselt kohandatud andmed viitavad sellele, et palgatöötajate arvu ja töötundide mõttes jäi madalpunkt 2012. aasta teise kvartalis. Ettevõtted kohandasid tööjõukulusid märksa vähem, kui kahanes lisandväärtus. See tähendab, et palka tõsteti kasumite arvel, kuna ilmselt peeti nõudluse langust ajutiseks ning hoiti tööjõudu, et vältida koondamise ja hiljem uuesti värbamise kulusid.

ETU hinnangutega võrreldes on ettevõtlusstatistika andmed palgatöötajate arvu kohta töötlevas tööstuses näidanud alates 2010. aasta teisest poolest märksa ühtlasemat hõive taastumist – ligikaudu 3% kasvu nii 2011. kui ka 2012. aastal. Hõive kasv aeglustus ettevõtlusandmete järgi 2012. aasta teises pooles, kuid mitte märkimisväärselt.

2013. aasta esimeses kvartalis oli lähikuudel hõive suurenemist kavandavate tööstusektori ettevõtete arv suurem kui hõive alanemist ootavate oma, kuid aprillikuus see vahekord muutus. Ehkki langus polnud absoluutväärtuses suur, võimaldab see prognoosida hõive püsimumist ligikaudu samal tasemel. Seda eeldusel, et väliskeskonnast ei tule täiendavaid tagasilööke.

Hõivet ehitussektoris mõjutab prognoosiaastatel enim saastekvootide müügitulust kaasrahastatud ehitusprojektide ja Euroopa Liidu eelarveperioodi lõppemine 2013. aastal. Võtmeküsimus on, kas muud kinnisvaraprojektid suudavad vabaneva tööjõu ära kasutada või mitte. Endiselt on alternatiiv asuda tööle välismaale, peamiselt Soome. See suurendaks veelgi pendelmigratsiooni. Samas on tõmbetegurid Skandinaaviamaade majanduskasvu aeglustumise tõttu mõnevõrra vähenenud ning lisaks kahandavad Eestist pärit tööjõu värbamise atraktiivsust ametiühingute järjest tugevamad meetmed õiglase palga maksimise kindlustamiseks.

Teenindussektor kosus 2012. aasta teises pooles suurema tarbimisjulguse najal, mis oli

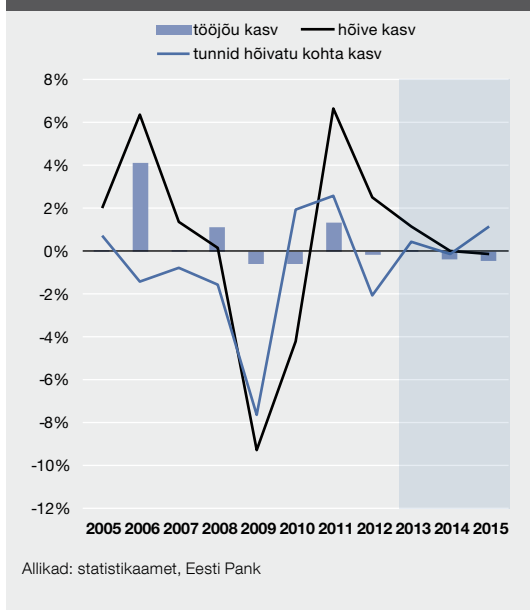
tingitud majapidamiste sissetulekute ja kindlustunde kasvust. Samuti on teenindussektori hõivesse panustanud kinnisvarasektori elavne mine ning kasv infotehnoloogia ja side tegevusalas. ETU andmetel on suurenenud ka avaliku sektori töötajate arv, s.t hõive meditsiinis, hariduses ja avalikus halduses. Valitsemissektori töötajate arvu kasvu piiravad prognoosiaastatel ühelt poolt juba toimunud palgatõusud, teisalt aga vajadus konsolideerida eelarvet, mis seab piirid palgafondi kasvule.

Töötunnid töötaja kohta kahanesid kriisi ajal 8,2%, mis viis tööjõuisendi paremasse vastavusse langenud tootmismahuga. Aastatel 2010–2011 taastusid töötunnid töötaja kohta aeglaselt koos hõive kasvuga, kuid siiski moodustas 2011. aasta keskmine tundide arv töötaja kohta kriisieelsest tasemest vaid 96,1%. 2012. aastal kohandasid ettevõtted nõrga nõudluskeskkonna tõttu tööjõuisendit taas töötundide abil. Üks põhjus, miks töötunnid töötaja kohta on kahanenud, on osaajaga töötajate suurem roll hõives võrreldes kriisieelse ajaga. Suuremalt jaolt on osaajaga töötamine vabatahtlik. Prognoosiperioodil hakkavad töötunnid jälle kasvama, kuid ei jõua tagasi kriisieelsele tasemele.

Hõive kasvule seab järjest enam piire tööjõuresursi vähenemine. Muutused töörealise elanikkonna vanusestruktuuris toovad prognoosiperioodil kaasa tööjõus osalemise määra kasvu, mis mõneti tasakaalustab rahvastiku vähenemise mõju. 2012. aasta teises pooles jäi aga tööjõus osalemine aastatagusele tasemele, mis tähendab, et tööjõud vähenes rahvastikuga samas tempos<sup>15</sup>.

15 Käesolev ja ka järgnev prognoos põhinevad arvestuslikul rahvaarvul, milles pole arvestatud välisrännet, sest see on aluseks tööturastatistikale 2013. aasta viimase kvartalini. Kuna Eesti rändesaldo on alates eelmisest rahvaloendusest püsitud negatiivne, on ETU uuringu tulemusi laiendatud selle võrra ülehinnatud rahvaarvule, mille tulemusel on hõive kasvumäär viimaste aastate jooksul olnud ülehinnatud.

Joonis 10. Töäjõud, hõive ja töötunnid hõivatu kohta

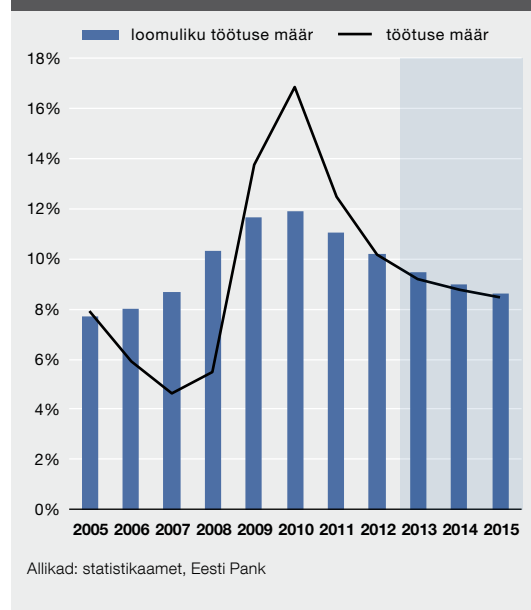


Kokkuvõttes kasvab hõive prognoosi järgi 2013. aastal 1,2%, jääb 2014. aastal samale tasemele ning langeb 2015. aastal 0,1% eeldusel, et väliskeskonna taastumine jätkub (vt joonis 10). 2012. aastaga võrreldes muutub hõive kasv eksportiva sektori kesksemaks.

### Tööpuudus

Töötuse määr alanes kogu 2012. aasta vältel koos hõive kasvukiiruse vähenemisega, kuigi aeglustuvas tempos. 2012. aasta neljandaks kvartaliks oli töötuse määr jõudnud 9,3%ni. 2013. aasta esimeses kvartalis määr küll tõusis 10,2%ni, kuid hooajalisi tegureid arvesse võttes tähendas see tööpuuduse edasist langust. Alates 2012. aasta algusest on pikaajaliste töötute arv kahanenud kiiremini kui lühiajaliste töötute oma ja nende osatähtsus jõudis 2013. aasta esimeses kvartalis 46,5%ni. Heitunute arv püsis endiselt väike. Tõenäoliselt on selle taga ravikindlustuse laiendamine kõigile registreeritud töötutele 2007. aastal, mis suurendas ka pikalt töötavate olnute motivatsiooni püsida tööturul.

Joonis 11. Tööpuudus



Töötõus osalemise määr ulatus 2012. aastal 68,1%ni, mis oli 0,4 protsendipunkti võrra kõrgem kui 2011. aastal. 2015. aastaks kasvab töötõus osalemise määr tööealise elanikkonna vanusestruktuuri muutuste tõttu 68,5%ni. Võrreldes 2012. aasta detsembriprognosisega on osalemise määra kasvu allapoole korrigeeritud suurema väljarände tõttu, sest väljarändajate kalduvus töötõus osaleda on keskmisest kõrgem. Kriisiaastatel suurenes vajadus toetada perekonda siis, kui leibkonna teiste liikmete sissetulek vähenes. Töökohtade stabiilsuse kasvuga suureneb taas taoliste mitteaktiivsete arv, kes ei osale tööturul seetõttu, et nad peavad hoolitsemise pereliikmete eest.

Eesti Panga hinnangul alanes tööpuudus 2012. aasta lõpuks ligikaudu loomuliku tööpuuduse tasemele<sup>16</sup>, mis tähendab, et sellest veel madalam tööpuudus tooks kaasa palgasurve suurenemise. Kogu prognoosiperioodi jooksul

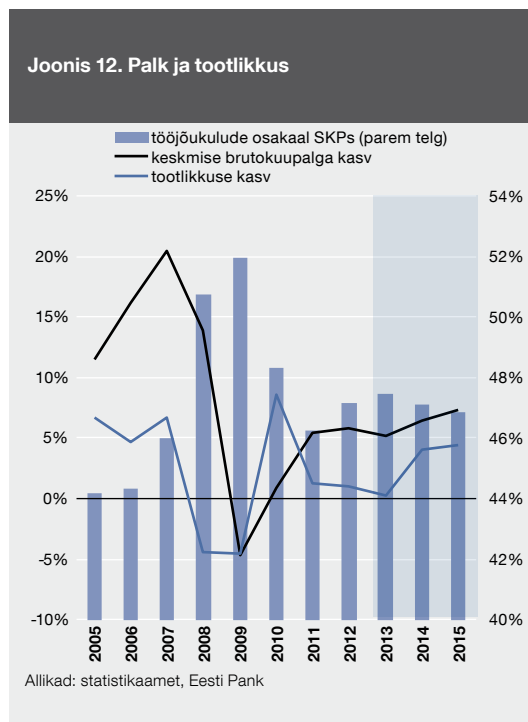
<sup>16</sup> Loomuliku tööpuuduse hinnang on leitud Kalmani filtri abil, vt täpsemalt RPM 1/2012 lk 14.

kahanevad nii tegelik kui ka loomulik tööpuudus sarnasel kiirusel ning jõuavad perioodi lõpuks vastavalt 8,5% ja 8,6%ni (vt joonis 11). Noorte osatähtsuse vähenemine tööealises elanikkonnas toob kaasa loomuliku tööpuuduse vähenemise, sest nende töötuse määr on kõrge esimese töökoha otsimise tõttu. Samuti aitab loomulikku tööpuudust langetada piisava aja möödumine kriisist, kuna selle vältel on võimalik omandada tööturul vajalikke oskusi ja kvalifikatsiooni.

### Palgad ja tööjõukulud

2011. aasta teises ja 2012. aasta esimeses pooles aeglustunud majanduskasv tõi kaasa palgakasvu mõõduka pidurdumise 2012. aasta esimeses pooles. Aastavõrdluses jäi 2012. aasta palgakasv siiski kiiremaks kui 2011. aasta oma. Kui 2011. aastal kasvas keskmine brutokuupalk 5,4%, siis 2012. aastal juba 5,9%. Esiolulised andmetel pidurdus majanduskasv 2013. aasta esimeses kvartalis märgatavalt. Selle mõju polnud aga veel näha sama kvartali palgakasvus, mis ulatus aastaarvestuses 6,3%ni, osalt miinimumpalga tõusu ja palgakokkulepete jõustumise tõttu mitmel tegevusalal. Teisalt on majanduskasvu mõju mõningane viitaeg palkade arengus oodatav, sest palgaläbirääkimised põhinevad eelneva perioodi majandustulemustel ning palgamäärad fikseeritakse lepingutes, mida on keeruline muuta.

Tegevusalati on oodata palgakasvu mõningast kiirenemist avalikus sektoris, kus 2013. aastal jõustuvad meditsiinitöötajate ja õpetajate palgakokkulepped. Samuti on rahandusminister teatanud plaanitavast palgatõusust veel mõnes riigi haldusalasse kuuluvas valdkonnas. Miinimumpalga 15%ne tõus puudutab ETU põhjal saadud hinnangute järgi ligikaudu 12–16% palgasaaajatest. Palgasurve peaks 2013. aastal olema nõrgem eksportivas sektoris, kus palgafondi osakaal lisandväärtuses tõusis märgatavalt 2012. aastal.



Konjunktuuriinstituudi baromeeterküsitluse andmed näitasid 2013. aasta esimeses kvartalis, et tööjõupuudust pidas tootmist piiravaks faktoriks mõnevõrra väiksem protsent küsitletud ettevõtetest kui 2012. aastal. Selliste ettevõtete osakaal on märksa väiksem kui enne buumi.

Kokkuvõttes ulatub keskmise palga kasv 2013. aastal prognoosi järgi 5,1%ni ning kiireneb järgneval kahel aastal 6,4% ja 7,4%ni koos tootlikkuse kasvu taastumisega, mis on olulisimaks palgakasvu mõjuteguriks. Arvestades 2013. aasta esimese kvartali kiiret palgakasvu, ei saa välistada riski, et kogu 2013. aasta keskmine palga kasvumäär osutub mõnevõrra kiiremaks, kui prognoositud (vt joonis 12).

Tööjõu ühikukulu kasvas 2012. aastal kiiresti – nominaalne näitaja suurenes 5,2% ja reaalne

1,7%, seda peale kriisijärgset langust isegi veel 2011. aastal. Kiire kasv jätkus esialgsel andmetel ka 2013. aasta esimeses kvartalis. Prognoosiperioodil hakkab tootlikkuse kasvu taastumise ja mõõdukama palgakasvu mõjul tööjõu ühikukulu taas kahanema. Selle sügavamaks põhjuseks on, et kasumi arvelt ei saa tööjõukulud pikalt kasvada, kuna kapital on tööjõust mobiilsem tootmissisend. Varem või hiljem peavad ettevõtjad tööjõukulud tootlikkusega vastavusse viima.

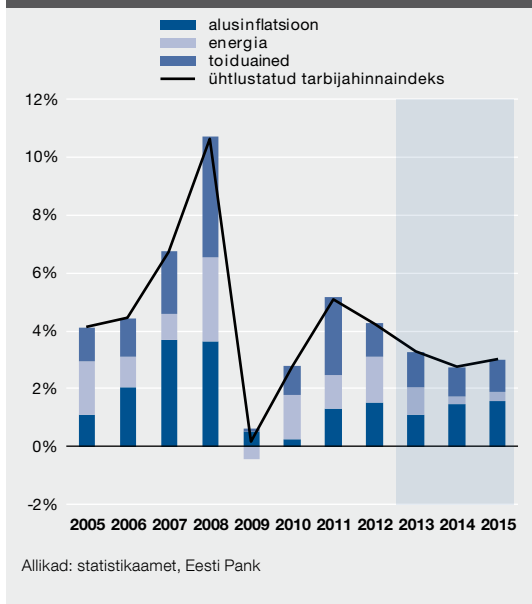
### Inflatsioon

2012. aastal põhjustas inflatsiooni peamiselt energia ja toiduainete kallinemine, eelkõige toormehindade tõusu tõttu välisturgudel. Sisemaistest teguritest rohkem sõltuv alusinflatsioon<sup>17</sup> püsis kogu aasta vältel madal. 2013. aastal ulatub ühtlustatud tarbijahindade kasv 3,3%ni. Siin on peamine inflatsioonitegur elektri hinnatõus turu avanemise tõttu (vt joonis 13).

Kui elektri kallinemine kõrvale jätta, on ülejäänud kaupade ja teenuste inflatsioon tagasihoidlik ehk 2,3%. 2014. aastal jätkab inflatsioon aeglustumist ning aasta keskmiseks hinnatõusuks kujuneb 2,7%. Prognoosi keskne eeldus on, et naftahind maailmaturul langeb. Naftabarreli hind jääb turgude ootuste järgi 2013. aastal 105 USA dollari taseme lähedusse, kuid langeb prognoosiperioodi teises pooles 96 USA dollarini.

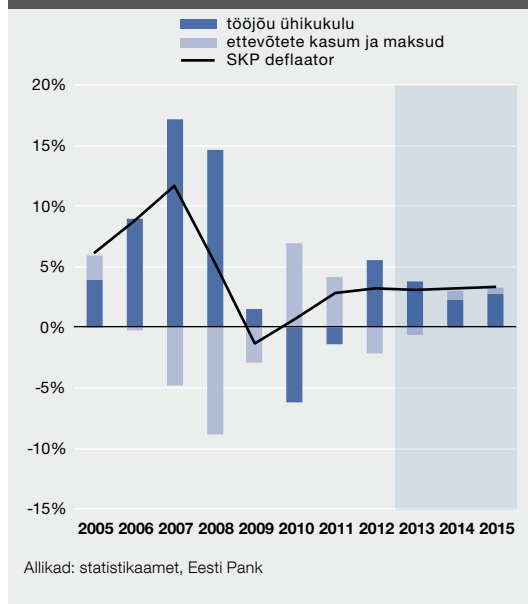
Kodumaise hinnasurve allikad on nominaalne tööjõu ühikukulu, ettevõtete hinnalisand ja maksud. 2012. aastal vähenes ettevõtete hinnalisand tööjõu ühikukulude kiire kasvu tõttu (vt joonis 14). 2013. aastal tööjõu ühikukulu kasv pidurdub peamiselt seetõttu, et hõive kasv aeglustub (vt joonis 15). Ettevõtete jaoks raskendab hindade tõstmist negatiivne SKP lõhe. Prognoosiaastatel on tootlikkuse kasv palgakasvuga rohkem kooskõlas ning ettevõtete hinnalisandi kasv muutub positiivseks.

Joonis 13. Ühtlustatud tarbijahinnaindeksi kasv

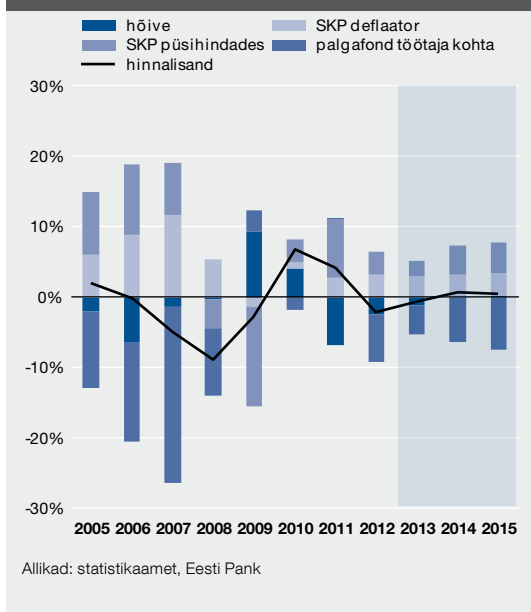


<sup>17</sup> Alusinflatsioon hõlmab tööstuskaupu ja teenuseid. Nende osakaal tarbijakorvis on 2013. aastal 55%.

Joonis 14. SKP deflaatori kasvu struktuur



Joonis 15. Panus hinnalisandi kasvu



Ühtlustatud tarbijahinnaindeksi (ÜTHI) kasv oli 2012. aastal 0,3 protsendipunkti võrra suurem kui tarbijahindade (THI) kasv. ÜTHI-korvis on suurem osakaal turismiga seotud teenustel (toitlustus ja majutus), aga ka tööstuskaupadel (riided). Nende hüviste hinnatõus oli Eestis 2012. aastal Euroopa Liidu riikidest kiirem. Prognoosiperioodil ÜTHI ja THI erinevus väheneb, juhul kui turismisektori kiire areng aeglustub.

### Toiduained

Toiduainete hinnatõus aeglustub 2013. aastal 3,9%ni, kuid toiduainegrupiti on mitmeid erinevusi. Inflatsiooni on üleväl hoidnud peamiselt töötlemata toiduained<sup>18</sup>, millest 2012. aasta teises kvartalis kallinesid järsult puu- ja köögiviljad. Kui ilmaolud kujunevad soodsaks, aeglustub töötlemata toiduainete hinnakasv käesoleva aasta teises pooles. Mitmete toidugruppide, eelkõige lihatoodete kallinemise põhjus on muu hulgas suurenev nõudlus maailmaturul. Seetõttu jätkub toiduainete hinnatõus prognoosiaastatel suhteliselt tempokalt.

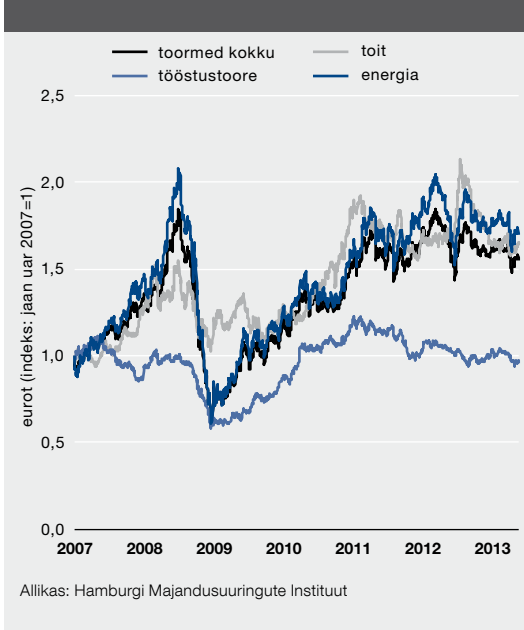
<sup>18</sup> Töötlemata toiduained on puu- ja köögiviljad ning liha- ja kalatooted.

### Energia

Energiahinnad on viimastel aastatel järsult tõusnud, kuid hinnasurve nõrgeneb prognoosiperioodil märkimisväärselt. 2010–2012 kallines majapidamiste tarbitav energia ligikaudu 30%. Selle põhjuseks oli nafta hinnatõus maailmaturul ning euro vahetuskursi nõrgenemine usalduskriisi tingimustes (vt joonis 16). Imporditava maagaasi ja soojusenergia maksumus järgib hinnavalemi tõttu naftahinna muutusi rohkem kui poole aasta pikkuse viitajaga.

Inflatsiooni edasist tõusu peaks pärssima asjaolu, et Eestis tarbitava energia maksumus on kiiresti lähenenud euroala keskmisele tasemele. Prognoosiperioodil mõjutab energiahinda jaotusvõrgutasude tõus. Mitmed ettevõtted, kes tarbijatele energiat vahendavad, on teatanud plaanist hindu tõsta, tuues põhjuseks suurenenud investeerimisvajaduse. Lisaks on soojusenergia hinnatase piirkonniti suhteliselt ebaühtlane. Kavandatud hinnatõus aga tõstab energia-

Joonis 16. Maailmaturu toormete hinnaindeksid



hinda tõenäoliselt väiksemas ulatuses võrreldes sellega, mida Eesti tarbijad on kogenud viimase paari aasta jooksul.

### **Alusinflatsioon**

Prognoosiaastatel alusinflatsioon kiireneb. Selle põhjus on eeskätt teenuste hinnatõus. Teenuste inflatsiooni mõjutab läbivalt palgakasv, mis kandub järk-järgult üle tööjõumahukate teenuste hindadesse. Teenuste tarbijakorvis eristuvad inflatsiooni dünaamika poolest mitmed komponendid. Näiteks ürihindade tõus kogus kiirust majanduskriisist väljumisel, ulatudes 2012. aastal 19%ni, kuid peaks 2013. aastal raugema. Suurt hüplikkust on viimastel aastatel näidanud lennutranspordi hinnad. Samas on kolmandat aastat järjest odavnenud sideteenused, kuid nende kiire hinnalangus ei saa pikaajaliselt jätkuda. 2012. aastal odavnesid sideteenused 6,9% ning see tasakaalustas suure osa muude teenuste kallinemisest.

Tööstuskaupade inflatsioon oli paaril eelmisel aastal madal, ligikaudu 2%. Kuna Eesti kaubanduspartnerite ekspordihinnad tänavu langevad ja impordi deflaatori kasv pidurdub, tõusevad tööstuskaupade hinnad aeglaselt. Kaupade inflatsiooni aeglustumisele võib kaasa aidata euro tugevnemine, eelkõige Aasia riikide valuutade suhtes 2012. aasta teises pooles. Tööstuskaupadest odavnevad peamiselt püsikaubad, mille põhjuseks on muu hulgas maailmamajanduses valitsev nõrk nõudluskeskkond. Eesti puhul on erandlik inflatsiooniallikas riided ja jalatsid, mis kallinesid 2012. aastal kuni 5,5%. Selle põhjus võib muu hulgas olla turu väikus ja turustruktuuri probleemid.

### **Administratiivsed tegurid**

Kriisist väljumise aastatel oli oluline inflatsiooni-egur maksutõusud ja muud administratiivsed meetmed. Aktsiisitõus jätkub ka prognoosiperioodil. 2014. aasta alguses tõstetakse tubakaaktsiisi 6% ja see peaks kasvatama inflatsiooni umbes 0,1 protsendipunkti võrra. Aastatel 2014–2016 jätkub alkoholiaktsiisi tõus 5% aas-

tas, mis suurendab inflatsiooni igal aastal kuni 0,2 protsendipunkti võrra. Prognoos võtab arvesse teadaolevad meetmed, kuid administratiivsete tegurite mõju võib kujuneda suuremaks, kui välisnõudluse taastumine viibib ning valitsusel tekib vajadus eelarveseisu parandada.

### **Valitsemissektor**

Eesti valitsemissektori eelarvepositsioon on tugev ning püsib struktuurses ülejäägis ka kogu prognoosiperioodi jooksul. Valitsemissektori võlg püsib samuti madal, jäädes 2015. aasta lõpus alla 10% SKPst. Prognoosiperioodil on kriisiaja ajutiste meetmete ning saastekvootidega kauplemise mõju eelarve tasakaalule varasemast väiksem. See ei ületa SKP suhtes 0,5% aastas, kuid suurendab kokkuvõttes kulusid ja eelarve puudujääki. Siiski jõuab nominaalne eelarvepositsioon prognoosiperioodi lõpuks ülejääki. Peamised eelarvetasakaalu ohustavad riskid on seotud majanduse üldise kasvuväljavaatega.

### **Tulud**

Valitsemissektori tulud kasvasid 2012. aastal 8,6%. Sisenõudluspõhine majanduskasv suurendas möödunud aastal Eesti SKP maksurikkust<sup>19</sup> ning maksukoormus tõusis ajutiselt üle 33% SKPst. Positiivsed arengusuunad tööturul soodustasid nii tööjõu- kui ka tarbimismaksude laekumist; aktsiisimaksude tõstmise mõju oli seejuures teisejärguline. 2012. aastal võeti ettevõtetest välja märkimisväärnes koguses dividende, mistõttu laekus juriidilise isiku tulumaksu riigikassasse 26% rohkem kui aasta varem. Osa sellest kasvust tuli riigiettevõtetest. Aasta viimases kvartalis vähenes tootemaksude laekumine, sest sinna perioodi langes maksutagastusi. Käibemaksu alalaekumist aasta lõpus tasakaalustas osaliselt alkoholivarude suurendamine enne 2013. aasta jaanuari aktsiisitõusu ja sellelt makstava aktsiisi laekumine. 2012. aastal oli maksutulu 8,2% suurem kui aasta varem.

<sup>19</sup> Peamised maksuallikad on tööjõutulu ja kodumaine lõpptarbimine.



Möödunud kümnendi alguses töötas valitsus välja pikaajalise programmi maksude nihutamiseks tööjõult tarbimisele ja asus seda ka ellu viima. Kriisiaegne majanduslangus katkestas tööjõumaksude langetamise. 2009. aastal töötuskindlustusmaks määra isegi tõsteti, samas kui tarbimismaksude tõus jätkus. 2013. aasta tähistab tööjõumaksude langetamises uue etapi algust. Käesoleva aasta jaanuaris langes töötuskindlustusmaks määr 4,2%lt 3%le ja 2015. aastast kahaneb tulumaks määr seniselt 21%lt 20%le. Samal ajal jätkub alkoholi- ja tubakaaktsiisi tõus. Kokkuvõttes maksutulu kasv aeglustub ning maksukoormus langeb 2015. aastaks 32%le. Sellist arengut toetab välisnõudluse taastumine ning majanduse struktuuri muutumine ekspordipõhisemaks. Valitsemissektori maksutulu vähenemine ajutiselt (2014–2017) lisamaksed teise samba pensionifondi.

Mittmaksuliste tulude osakaal valitsemissektori eelarves järgnevatel aastatel väheneb. Siin on põhjuseks kapitalisirded, mis laekuvad Euroopa Liidu tõukefondide eelarvest. 2014. aastal algab Euroopa Liidus uus eelarveperiood. Eestile on selles eelarves esialgse kava järgi eraldatud 5,9 miljardit eurot. Möödunud eelarveperioodid näitavad, et tõukevahendite jõulisem kasutuselevõtt algab alles paar aastat peale perioodi algust, sest kavandamis- ja taotlemisprotsess nõuavad aega. Seetõttu võib ka ettevaates eeldada, et välisloetuste kasutamises tekib ajutine tagasilöökk ning tõukefondid hakkavad valitsemissektori tulude kasvu panustama alles 2015. aasta lõpus (vt taustinfo 4). Viitaega võib lühendada projektkirjutamise kogemusega. Kuna toetused on enamasti seotud konkreetsete projektidega, siis ei mõjuta nende summade suurenemine või vähenemine otseselt eelarvetasakaalu.

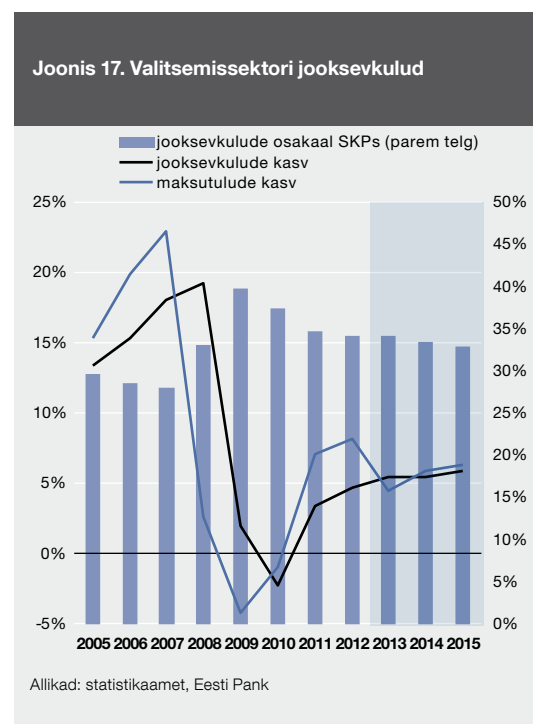
### Kulud

Valitsemissektori kulud suurenesid 2012. aastal 12,7%. Tegemist oli ajutise kasvukiirendusega ning kahekohalise kasvunumbri tingis suur investeeringumaht. Eelnevate aastate saastekvootide

müügituluga rahastatud projektidest teostati üle poole 2012. aastal. Samal ajal oli lisanduv kvoodimüügitulu juba ammendumas. Peale kvoodiprojektide kasvas jõudsalt nii Euroopa Liidu raha kui ka omavahendite eest tehtud investeeringute maht.

Aastatel 2013–2015 jäävad valitsemissektori investeeringud 2012. aasta tasemele alla. Prognoosiperioodiks kavandatud välisloetused on väiksemad ning järgmisele eelarveperioodile üleminek võtab aega. Euroopa saastekvootide uues müügisüsteemis on Eesti maht hulga tagasihoidlikum ning hetkel on kvoodinõudlus turul väike. Seetõttu suureneb prognoosiaastatel valitsemissektori omavahenditest tehtavate investeeringute osakaal.

Jättes kõrvale kapitalikulude mõju, jääb valitsemissektori kulude kasv prognoosiaastatel suhteliselt stabiilseks. Valitsemissektori jooksevkulud kasvasid nii 2011. kui ka 2012. aastal kaks korda aeglasemalt kui maksutulud (vt joonis 17).



Suurima osa ehk ligi 33% jooksevkuludest moodustavad pensionid ja muud sotsiaalsiirded, mis jäävad prognoosi järgi domineerima ka edaspidi. Prognoosiaastatel kiireneb veidi valitsemissektori palgakulude kasv. Selle taga on möödunud aastal tehtud kokkulepped mitme ametigrupi kohta ning majanduse elavnemisest tulenev üldine palgasurve.

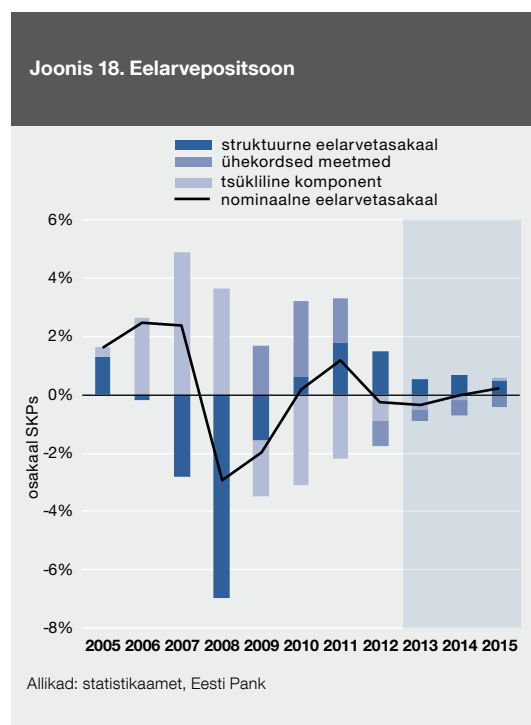
### **Eelarve tasakaal ja võlg**

Eesti valitsemissektori eelarve jäi 2012. aastal ootuspäraselt puudujääki, mis aga osutus eelmisest prognoosist väiksemaks, moodustades 46 miljonit eurot ehk 0,27% SKPst. Kardetust väiksema defitsiidi tingis hea maksulaekumine ning mõne investeerimisprojekti edasilükkamine. Ka käesoleva aasta eelarve tasakaalu prognoos on varasemast positiivsem, jällegi tänu suuremale maksubaasile. Käesoleva prognoosi järgi jõuab valitsemissektori nominaalne eelarvepositatsioon tasakaalu lähedale 2014. aastaks ning ülejääki 2015. aastaks.

Kui eemaldada ajutiste tegurite ning majandusükli mõju, oli eelarve 2012. aastal struktuurset ülejäägis. Struktuurne ülejääk püsib ka järgnevatel prognoosiaastatel (vt joonis 18).

Ülejäägis eelarvega aastatel kogutud reservid on võimaldanud Eesti valitsusel vältida ulatuslikku laenuvõtmist halbadel aegadel. Keskkvalitsuse võla koormus kasvas 2012. aastal 10,1%ni SKPst. Selle taga olid kapitalisiirded Eesti Energia aktsiakapitali suurendamiseks ja Euroopa Stabiilsusfondi (EFSF) operatsioonidega seotud garantiid. Viimased suurendavad võlga arvestuslikult.

2013. aasta kevadel vastu võetud eelarvestraategia aastateks 2014–2017 seab muu hulgas eesmärgiks valitsemissektori struktuurse eelarveülejäagi säilitamise ning piisavate reservide



olemasolu. Reservide suurendamiseks peab ka nominaalne eelarvepositatsioon olema positiivne. Selleni jõutakse strateegia järgi 2014. aastal. Valitsemissektori reservide kasvu näeb eelarvestraategia ette alates 2016. aastast ning selleks ajaks tuleb struktuurne ülejääk kasvatada 1%ni SKPst. Seejuures oodatakse eelarvepositiooni märkimisväärset paranemist alles 2016. aastal. Eesti Panga prognoosi järgi on valitsemissektori eelarve 2015. aastal vaid marginaalses ülejäägis. Sel taustal ei ole ülejäägi jõulisema suurendamise (0,5 protsendipunkti võrra SKPst) lükkamine vaadeldava perioodi lõppu, pealegi valimisjärgsele aastale, põhjendatud. Paremini tagaks eesmärgini jõudmise kulude ja tulude kasvutempo erinevuse sujuv suurendamine. Kulude aeglasem kasvamine kõigil eelarvestraategiaga hõlmatud aastatel annaks kindlust ka selles, et nominaalne ülejääk saavutatakse juba 2014. aastal.

#### Taustinfo 4: Euroopa Liidu eelarvest laekuvad toetused

Euroopa Liidu eelarvest makstavate toetuste eesmärk on soodustada liikmesriikide majanduse arengut, vähendada arenguerinevusi Euroopa eri piirkondade vahel ja tõsta Euroopa Liidu konkurentsivõimet. ELiga liitumisest saadik on Eesti osalenud kahes Euroopa Liidu eelarveperioodis (2004–2006 ning 2007–2013) ja kasutanud ka liitumiseelsete programmide toetusi.

Majanduspoliitiliste prioriteetide mõttes võib aastail 2007–2013 Euroopa Liidust laekunud ja veel laekuvad toetused jagada kaheks.

1. **Regionaalpoliitika** toetusi juhitakse Ühtekuuluvusfondi (*Cohesion Fund*, ÜF) ja tõukefondide kaudu. Ühtekuuluvusfond on peamine allikas keskkonnakaitse, energiamajanduse, transpordi ja muude selliste investeeringute tegemiseks liikmesriikides, kus kogurahvatulu elaniku kohta on väiksem kui 90% Euroopa Liidu keskmisest. Tõukefondid on tööhõive ja inimkapitali edendamiseks mõeldud Euroopa Sotsiaalfond (*European Social Fund*, ESF) ja piirkondliku arengutaseme ebavõrdsuse vähendamiseks loodud Euroopa Regionaalarengu Fondi (*European Regional Development Fund*, ERDF).
2. **Põllumajanduspoliitika** toetamise valdkonnas võib toetuste otstarbe järgi eristada:
  - a. kalandustoetusi Euroopa Kalandusfondilt (*European Fisheries Fund*, EFF);
  - b. põllumajanduse otsetoetusi Euroopa Põllumajanduse Tagatisfondilt (*European Agricultural Guarantee Fund*, EAGF);
  - c. maaelutoetusi Euroopa Maaelu Arengu Põllumajandusfondilt (*European Agricultural Fund for Rural Development*, EAFRD).

Selline jaotus on mõistagi tinglik, sest ka viimati nimetatud fondi võib pidada regionaalpoliitika instrumendiks, ehkki rahavoogude juhtimise mõttes on see rohkem seotud põllumajandustoetuste süsteemiga. Enne praegust eelarveperioodi olidki maaelu- ja kalandustoetused tõukefondide osa.<sup>20</sup>

Raha olemasolu vastava fondi eelarves ei garanteeri veel selle ülekandmist. Suurem osa fonde eraldab raha konkreetsete arengukavade ja meetmete elluviimiseks.<sup>21</sup> Rahastamisaotluse rahuldamiseks ehk sihtfinantseeringu saamiseks peab projekt vastama rakenduskava nõuetele, mis eeldab administratiivset võimekust. Lisaks peab rahataotleja arvestama, et enamasti kaasneb investeeringuga ka omaosalus. Enamik meetmetest rahastatakse 75% ulatuses ELi ja 25% ulatuses Eesti omavahenditest. Eesti omaosalus sisaldab nii era- kui ka valitsemissektori panust. Seega, kui 2012. aasta lõpu seisuga oli ELi 2007–2013 eelarveperioodi fondidest tehtud Eestile väljamakseid summas kolm miljardit eurot, siis Eesti avalik ja erasektor on sellele lisanud veel ligi miljard eurot.

<sup>20</sup> Sõnakasutus võib Euroopa Liidu eelarvet puudutavates tekstides olla ajaloolistel põhjustel üsna lõtv. Näiteks ühtekuuluvusfondi ei eristata ülalmainitud tõukefondidest ning ühtekuuluvuspoliitika (*cohesion policy*) võib olla kasutusel kogu regionaalpoliitika tähenduses. Ka termin *tõukefondid* võib tähistada kõiki rahastuid peale põllumajanduse otsetoetuste.

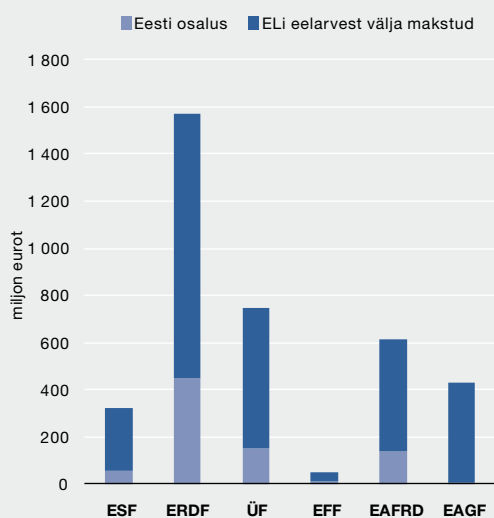
<sup>21</sup> Näiteks uue eelarveperioodi (2014–2020) tõukefondide kasutamine hakkab toimuma kolme tegevuskava kaudu, mis sisaldavad kokku 16 prioriteetset suunda oma eesmärkide ja tulemusnäitajatega. Vt <http://www.fin.ee/riigi-eelarvestrateegia>.

Euroopa Liiduga liitumisest saadik on ELi eelarvest Eesti majandusse laekunud 4,2 mld eurot, millest suurim osa on pärit regionaalpoliitika fondidest (vt joonis T4.1). Fonditoetustest ligi veerandi moodustavad tootmistoetused, 60% kapitalisiirded ning ülejäänud on jooksvad siirded<sup>22</sup>. Kuigi kõiki ELi eelarve eraldisi vahendab riik valitud rakendusasutuse kaudu, on enamikul juhtudel toetuse „lõpptarbija“ erasektor ning neid summasid rahvamajanduse arvepidamise reeglite järgi valitsemissektori tuludes ja kuludes ei kajastata (vt joonis T4.2).<sup>23</sup> Jooniselt on näha, et otse erasektorile kantakse üle poole laekuvatest summadest.

Valdav osa välisest toetusest jõuab Eestisse kapitalisiiretena. See tähendab, et tegemist on põhivara soetamiseks mõeldud summadega. Nende mõju valitsemissektori eelarve positsioonile on tagasihoidlik, sest saadud toetussumma kirjendatakse samal ajal ja samas mahus, kui investeerimine tehakse.

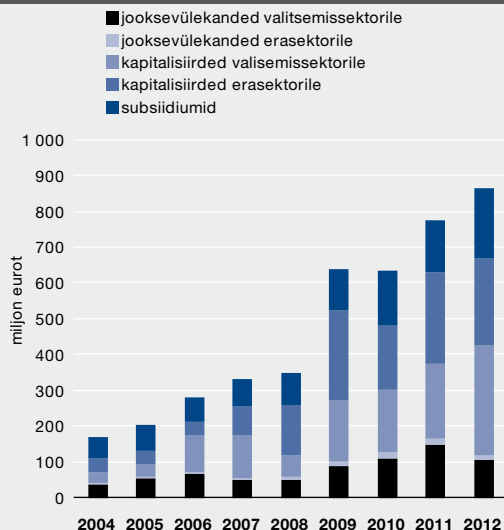
Võrreldes teiste Euroopa Liidu riikidega on Eestisse laekunud summad (suhtena SKPse) ühed suuremad (vt joonis T4.3). Viimastel aastatel Euroopa Liidu eelarvest Eesti majandusse laekunud ja Eestist Euroopa Liidu eelarvesse makstud summade vahe ehk netolaekumine moodustab ligi 4% aastasest nominaalsest SKPst.

**Joonis T4.1. Väljamaksud ELi 2007-2013 eelarvest ning Eesti omaosalus**



Allikad: rahandusministeerium, PRIA

**Joonis T4.2. Euroopa Liidu kulutused Eestis alates liitumisest**



Allikas: statistikaamet

<sup>22</sup> Andmed pärinevad Eesti rahvamajanduse arvepidamise sektorikontodest ning on seega tekkepõhised, see tähendab, et summad kirjendatakse kulude tekkimisel.

<sup>23</sup> Rahandusministeeriumi koostatavas riigieelarves on ELi siirded kogu mahus kajastatud, sh tulude ja väljamaksetena need summad, mille lõpptarbijaks pole valitsemissektor ise.

Samas pole laekumised ELi eelarvest üheski uues liikmesriigis ulatunud tasemeni, mida kunagi nautisid varasemaid liitujaid, ehkki ELi keskmise tulutaseme poolest olid nii Iirimaa, Kreeka kui ka Portugal liitumise ajal Balti riikidest märksa jõukamad. Näiteks Iirimaa aastane netolaekumine oli veel 1991-1995 ligikaudu 5% (brutos üle 6%) SKPst, samas kui SKP elaniku kohta moodustas seal perioodi lõpuks ELi keskmisest ligi 80%.

Eesti paistab teiste uute liitujate seas toetuste saajana välja toetussummade rakendamise võimekuse poolest. Eelarveperioodil 2007–2013 on Eestile tõukefondidest eraldatud 3,4 mld eurot, millest üle 90% on kaetud projektidega. 2012. aasta lõpuks oli vahendite kogumahust Eestis välja makstud 54%, samas kui ELi keskmine näitaja oli 45%<sup>24</sup>. Kuna eelarvet koostades võtab Euroopa Komisjon arvesse, kuidas liikmesriik on raha eelmisel perioodil kasutanud, annab see Eestile eelarve läbirääkimistel eelise. 2007–2013 struktuurivahendite eelarves saab Eesti kõige suuremat toetust elaniku kohta.

Ettevaates võib öelda, et Euroopa Liidu eelarvest laekuvate toetuste tiptase on möödas. Uueks eelarveperioodiks kavandatavad summad on eelmisega võrreldes küll suuremad, kuid seda peamiselt põllumajanduse otsetoetuste tõttu (vt tabel T4.1).

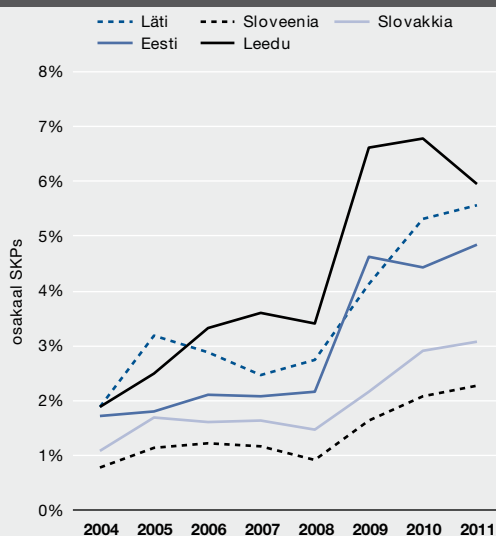
**Tabel T4.1. Oodatavad laekumised Euroopa Liidu eelarvest lõppeval ning järgneval eelarveperioodil (mln eurot)**

	2007-2013	2014-2020
Kokku	4986	5893
Põllumajanduspoliitika	1308	1812
sh otsetoetused	500	1007
Regionaalpoliitika	3678	4081
Netolaekumised	3834	4491

Allikas: rahandusministeerium <http://www.fin.ee/euroopa-liidu-eelarveraamistik-2014-2020>

<sup>24</sup> Arvutus sisaldab andmeid ainult struktuurivahendite kohta, st ESF, ERDF ja ÜF. Põllumajandus-, kalandus- ja maaelutoetuste kohta peetakse eraldi arvestust. Kasutamist ehk eelarve täitmist saab hinnata mitme näitaja järgi. Näiteks rahandusministeeriumi hinnangul oli 2012. aasta lõpu seisuga kasutatud 59,3% võimalikest ressurssidest. Vt <http://www.fin.ee/riigi-eelarvestrateegia>.

**Joonis T4.3. Euroopa Liidu kulutused uutes liikmesriikides aastail 2004-2011**



Allikad: riiklikud statistikaametid

Eeldades, et Eesti majanduse suhteliselt kiire kasv jätkub, jääb keskmine netolaekumine Euroopa Liidu eelarvest põllumajanduse otsetoetusi arvestamata aastail 2014–2020 ligikaudu 2% juurde SKPst. Möödunud eelarveperioodi andmed näitavad, et struktuurivahendite jõulisem kasutamine algas alles kaks aastat pärast perioodi algust, sest kavandamis- ja taotlemisprotsess nõuavad aega. Seetõttu võib ka ettevaates eeldada, et välisotetuste kasutamises tekib prognoosiaastatel ajutine tagasilöök.

Euroopa Liidult saadavate toetuste puhul on arutletud, kas ja kuidas võivad Euroopa Liidu eelarvest laekuvad summad ohustada saajariikide riigirahanduse kestlikkust. Enne 2004. aastal toimunud laienemist kardeti, et Euroopa Liidust laekuvate investeerimistoetuste kaasrahastamise nõue võib olla uutele liikmesriikidele liiga koormav ning viia kas maksukoormuse tõusu või võlakoorma liigse suurenemiseni. See omakorda hoogustas arutelu riigisiseste eelarveeeglite otstarbekuse üle.<sup>25</sup> Eesti puhul võib väita, et nn euroraha kasutamise tõttu pole valitsemissektor pidanud kulusid liialt tõstma.

Samas on viimastel aastatel süvenenud arutelu selle üle, kas toetuste vähenemine või nende lõppemine, see tähendab Eesti muutumine netomaksjaks, pidurdaks Eesti majanduskasvu ning seeläbi tulutaseme ühtlustumise tempot, kui toetuste lõppemisega kaasneks maksukoormuse tõus majanduskasvu pärssivale tasemele või teatud valdkondade alarahastamine.

Euroopa Liidust laekuvate summade edasine maht sõltub mitmest tegurist. Eelkõige tuleb Eestis arvestada, et tüketoetuste näol on tegemist järeleaitamisega ning kui keskmisest kiirem majanduskasv jätkub, ei kvalifitseeru Eesti enam toetusi saama. Tõukefondide rahastamise tase sõltub riigi või piirkonna suhtelisest jõukusest ning vastavalt sellele otsustatakse kaasrahastamise osakaal<sup>26</sup>. Hiljutised eelarveläbirääkimised näitasid, et diskussioon Euroopa Liidu eelarvest saadavate toetuste suuruse üle on teravnend.<sup>27</sup>

Suuremat osa Euroopa Liidust laekunud toetustest on kasutatud investeringuteks, sealhulgas mitmesuguste tehniliste miinimumnõuete täitmiseks. Kui jätta kõrvale subsiidiumid, peamiselt põllumajanduse otsetoetused, moodustavad aastail 2004–2012 laekunud rahast ligi 80% kapitalisiirded. Võrdlusest varasemate aastatega nähtub, et laekumised Euroopa Liidu eelarvest ei ole tuntavalt suurendanud valitsemissektori investeringute üldist taset, mis on olnud liitumiseelsetel aastatel ja ka pärast seda keskmiselt 4,5% lähedal SKPst. Küll aga on siirded muutnud investeringute struktuuri ja piirkondlikku jaotust (näiteks veevarustuse ja kanalisatsiooni projektid väiksemates asuaites).

Võimalik alarahastamine tulevikus puudutab eeskätt valdkondi, mille tähtsus on vaidlusi tekitanud, näiteks ääremaade, teadus- ja arendustegevuse ning riskikapitali toetamine. Samuti on

25 The Baltics Medium-Term Issues Related to EU and NATO Accession. IMF. Washington 2001, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2002/cr0207.pdf>.

26 Seni on Eesti olnud lähenevate riikide hulgas (SKP elaniku kohta alla 75% EL-25 keskmisest), kellele rakenduvad kõige soodsamad meetmed. Ühtekuuluvusfondi abi suuremate projektide rahastamisel saavad kasutada riigid, kus SKP elaniku kohta on alla 90% ELi keskmisest.

27 Näiteks Euroopa Komisjoni ettepanek kehtestada aastail 2014–2020 ühtekuuluvusfondi toetuste ülempiiriks 2,5% abisaaja liikmesriigi prognoositavast kogurahvatulust. Vt <http://www.fin.ee/euroopa-liidu-eelarveraamistik-2014-2020>.

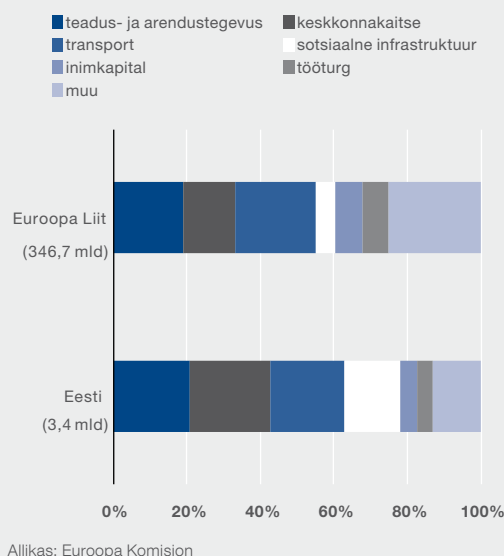
küsitud, kui palju raha on vajalik ja mõistlik paigutada keskkonnahoidu ja energiasäästlikkuse parandamisse. Nagu on näha jooniselt T4.4, on Eesti seni kulutanud keskmisest rohkem keskkonnakaitse, teadus- ja arendustöö ning sotsiaalvaldkonna projektidele.

Ettevaates on kõige tõenäolisem, et Euroopa Liidu eelarvest saadavate siirete vähenemisel tekib täiendava rahastamise vajadus mitte kapitali, vaid jooksvate kulude poolel. Alates 2004. aastast on iga-aastased jooksvad siirded Euroopa Liidu eelarvest moodustanud keskmiselt 0,5–0,6% Eesti SKPst. Viimastel aastatel on sellised siirded moodustanud 2,5–3% valitsemissektori kogukuludest ja neid on kasutatud nii mitmesuguste tööturumeetmete kui ka sotsiaalprogrammide rahastamiseks. Näiteks 2007–2011 rahastati umbes 80% aktiivsetest tööturumeetmetest Euroopa Liidu toetustest<sup>28</sup>. Seega peab valitsus kindlustama, et välisloetuste kadudes ei väheneks avaliku sektori teenuste kvaliteet.

Samuti peab arvestama võimalike muutustega Euroopa Liidu institutsionaalses raamistikus. Soov liikuda tihedamalt lõimunud majandus- ja rahaliidu poole jätab tõenäoselt vähem võimalusi selleks, et toetusi jagatakse vastavalt tulutaseme erinevusele. Pigem pannakse rõhku ühistele prioriteetidele ja võimalik, et ka äriotsustega seotud kulutustele. Välisloetused olid Eesti jaoks väga tähtsad kriisiaastatel, mil maksutulude osakaal vähenes ning Euroopa Liidu siirded moodustasid ligi 8% Eesti valitsemissektori eelarvest.

<sup>28</sup> <http://www.fin.ee/riigi-eelarvestrateegia>.

**Joonis T4.4. Eelarveperioodi 2007-2013 struktuurivahendite jaotus**



Allikas: Euroopa Komisjon

## Pangandussektor ja majanduse rahastamine

### Laenupakkumine

Erinevalt paljudest euroala riikidest pole Eestis tegutsevad pangad viimase poole aasta jooksul laenupakkumist kitsendanud. Laenupakkumist on toetanud pangandussektori kõrge kapitaliseeritus ja võrdlemisi kiire hoiusekasv, mis ulatus 2013. aasta esimese kvartali lõpus ligi-

kaudu 9%ni. Realsektori hoiuseid peetakse stabiilsemaks kui raha hankimist finantsturgudel. Seetõttu tõusis hoiuste osakaal Eesti pankade rahastamises märtsi lõpuks rekordiliselt üle 78%. Laenude ja hoiuste suhe, mis on 2009. aasta algusest saadik kiirelt vähenenud, on viimasel poolaastal püsinud suhteliselt stabiilselt 112% lähedal, peegeldades laenuuru järkjärgulist taastumist ja hoiuste kasvatempo mõningast aeglustumist.

Viimasel neljal aastal on laenude rahastamiseks piisanud kodumaistest rahavoogudest, mis on pärit laenude tagasimaksetest ja reaalsektori hoiustest. Kui laenukäibe kasv prognoosiperioodi teises pooles kiireneb, tuleb pankadel selle rahastamiseks tõenäoliselt kaasata täiendavaid vahendeid.

Turgude püsiv usaldus emapankade vastu on võimaldanud neil kaasata laenuvahendeid suhteliselt soodsatel tingimustel. Siiski on emapangad võimalike ebasoodsate sündmuste korral endiselt haavatavad, kuna finantsturupõhise rahastamise vajadus püsib suur ning makromajanduse prognoositust negatiivsema arengu korral võivad emapankade kasumlikkus ja varade kvaliteet kiiresti langeda.

Laenuintressid on arenenud kooskõlas eelmises prognoosis oodatuga. EURIBOR jätkas 2012. aasta lõpus langemist ja stabiliseerus 2013. aasta alguses väga madalal tasemel. Kuigi EURIBOR hakkab 2014. aasta alguses aegamisi tõusma, jääb see kogu prognoosiperioodil

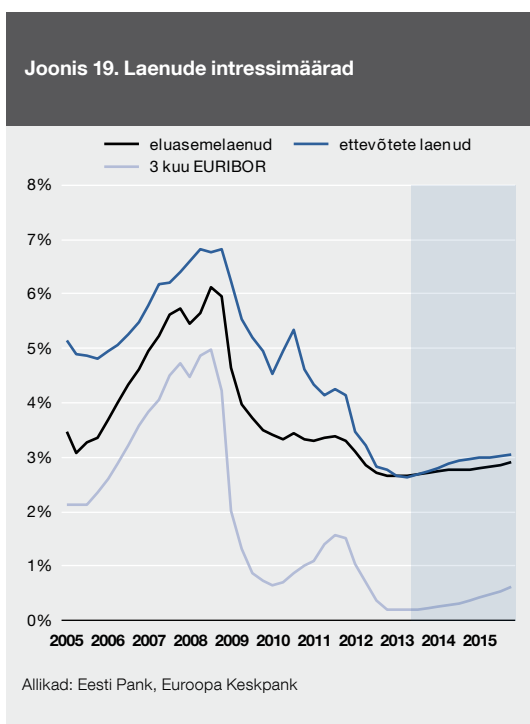
ajaloolises võrdluses ülimadalale tasemele (vt joonis 19).

Suhteliselt tagasihoidlik konkurents uute laenuklentide pärast on võimaldanud pankadel väga madalate intressimäärade keskkonnas varade ja omakapitali tootluse säilitamiseks tõsta laenuintressimarginaale. Kuigi intressimarginaalid on tõusnud ka Soomes ja Rootsis, on varasemate väikeste laenukahjumite tõttu intressimarginaal seal ligikaudu 0,5 protsendipunkti võrra väiksem kui Eestis. Kuigi lähiajal ei ole Eestis marginaalide kahanemist oodata ja surve on pigem nende tõstmiseks, hakkavad marginaalid prognoosiperioodi teises pooles tiheneva konkurentsi, laenukahjumite mõju vähenemise ja baasintressimäära tõusu tõttu pisitasa alanema.

### Laenuõudlus

Laenuturg on ettevõtete osas elavnenuud mõnevõrra kiiremini, kui eeldati detsembriprognoosis. Kuigi uusi laene on võetud ligikaudu prognoositud mahuks, on laenukäibes suurenenud pikaajaliste laenude osakaal, mis on omakorda toonud kaasa laenujäägi eeldatust kiirema kasvu.

Ettevõtete laenukäive kasvas 2013. aasta esimeses kvartalis aastatagusega võrreldes 15%. Pikaajaliste laenude käive kasvas 45% ja lühiajaliste laenude käive 7%. Võrreldes teiste sektoritega suurenes käive rohkem kaubandus-, logistika-, kinnisvara- ning ehitussektoris. Nõudluse kasvu on toetanud nii põhivarainvesteeringute ja käibekapitali rahastamise vajadus kui ka ettevõtete ühinemised ja restruktureerimised. Laenukäibe kasv aeglustub 2013. aasta jooksul mõnevõrra, sest võrdlusbaas suureneb, kuid kiireneb prognoosiperioodi teises pooles hoogsama majanduskasvu ja tugevneva kindlustunde toel taas. Kuigi üldiselt ei ole lähiaastatel väga kiiret kinnisvaraarenduse kasvu oodata, panustab käesoleval aastal nii investeeringu- kui ka laenukasvu üksikute suurte kaubanduspinde rajamine.





Ettevõtete võlakordaja (võlakohustuste ja omakapitali suhe) on paari viimase aasta kasumite toel märkimisväärselt vähenenud ja jõudnud buumieelsele tasemele. Arvestades kasvanud tegevusmahust ja investeeringutest tulenevat suuremat rahastamisvajadust ning ka finantsvõimenduse suhteliselt madalat taset rahvusvahelises võrdluses võib eeldada, et ettevõtted asuvad kasvu ja kapitali tootluse edasiseks tõstmiseks peagi taas finantsvõimendust suurendama.

Kuigi majapidamiste laenukäitumine on olnud seni üsna ettevaatlik, on märgata ka nende laenuõudluse aktiivsuse mõningast kasvu. Majapidamised võtsid 2013. aasta esimeses kvartalis uusi laene ja liisinguid 10% rohkem kui aasta tagasi. Eluasemelaenude käive suurenes 22% ning majapidamiste muude laenude käive 5%. Sealhulgas on kiiret kasvu jätkanud majapidamiste autoliisingute käive, mis kasvas 23%. Laenuõudluse suurenemist on toetanud nii tarbijate kindlustunde tugevnemine, eluasemeturu parem väljavaade kui ka väga madalad intressimäärad.

Eluasemelaenude portfelli hakkab 2013. aastal suurenema ja mõõdukas kasv jätkub ka järgnevatel aastatel. Kiiremat kasvu hoiab tagasi majapidamiste suhteliselt konservatiivne käitumine buumiaastatega võrreldes ja asjaolu, et väga paljudel laenuvõimelistel peredel juba on eluasemelaen.

Korterite ostu-müügitehingute arv suurenes 2013. aasta esimeses kvartalis aastatagusega võrreldes 15% ning korteri ruutmeetri keskmine hind tõusis 8%. Kuigi suhteliselt kiire hinnakasv lähikvartalites ilmselt jätkub, aeglustub see prognoosi järgi tulevatel aastatel majapidamiste sissetulekute tõusuga sarnasele tasemele. Riskina ei saa välistada ka suhteliselt kiire hinnakasvu püsimist, kuna hoogne hinnatõus võib suurendada investorite huvi kinnisvara ostmise vastu, samas kui müügis olevate objektide arv on vähenenud ning ehitus- ja kasutuslubade arv ei viita ka uute eluasemete kiirele lisandumisele.

Kuna viimastel aastatel on laenuõudlus Eestis olnud mõõdukas ning ettevõtete ja majapidamiste finantspuhvid on suurenenud, ei viita Eesti Panga prognoositud reaalsektori 5-6%ne laenukasv lähiajal liigsele laenukasvule. Pigem märgib see SKP nominaalkasvust veidi madalam näitaja tasakaalulise arenguga kooskõlalist laenukasvu (vt joonis 20). Siiski ei saa välistada riski, et väga madalad baasintressimäärad, tugevnev kindlustunne ja erasektori vähenenud võlakoormus toovad kaasa prognoositust kiirema laenukasvu. Lisaks võivad suhteliselt kiiresti tõusvad kinnisvarahinnad suurendada majapidamiste ning ettevõtete võimet ja soovi laenu võtta, kuna tagatiste väärtus suureneb.

Pikaajalise majanduskasvu saavutamiseks on tähtis, et madalate intressimäärade keskkonda kasutatakse varasema laenustruktuuriga võrreldes enam tootlikkust suurendavate projektide rahastamiseks. Samuti peavad ettevõtted ja majapidamised olema valmis selleks, et ühel hetkel hakkavad väga madalad intressimäärad tõusma, mistõttu ei tohiks nad üle hinnata oma laenuteenindamise võimet.

Joonis 20. Laenujäägi kasv

