

Eesti Pank  
Bank of Estonia

# KROON ja MAJANDUS

**3**/2007

## **TELLIMINE JA KAASTÖÖD**

Ajakirja tellimisinfo telefonil 6680 998, faksil 6680 954 või e-postiga aadressil trykis@epbe.ee.

Ajakirja saab lugeda ka Eesti Panga veebilehel <http://www.eestipank.info> ning raamatukogudes.

Kirjutiste autorite hinnangud ei kajasta tingimata Eesti Panga ametlikku seisukohta.

Kaastööpakkumised telefonil 6680 792 või e-postiga aadressil kadri.podra@epbe.ee.

Käsikirju ei tagastata.

ISSN 1406-801X

### **KROON ja MAJANDUS**

Eesti Panga kvartalikirj

Tegevtoimetaja: Kadri Põdra  
Kaanekujundus ja makett: Vincent OÜ  
Küljendus: Urmas Raidma

Trükitud Aura Trükikojas

# SISUKORD

Eessõna .....	5
Mõõdetud ja tunnetatud inflatsioon euroalal (Euroopa Keskpank).....	6
Valitsussektori eelarvepuudujäägi ja võla vaheliste erinevuste ületamine (Euroopa Keskpank) .....	20
Maastrichti vahetuskursi ja inflatsioonikriteeriumi täitmine nominaalse konvergentsi perioodil (J. Lewis) .....	30
Balti riikide majandus läbi reitinguagentuuride silmade (E. Tamla, K. Moor) .....	38
Eesti ja Poola ettevõtete finantsseisundi võrdlus (G. Golebiowski) .....	46
LISAD	
Kas olete neid materjale tähele pannud? .....	57
Eesti majanduse kvartaalsed põhinäitajad seisuga 19. september 2007 .....	58

## **KÄESOLEVA NUMBRI AUTORID**

### **JOHN LEWIS**

Hollandi keskpanga majandusuuringute osakonna ökonomist  
j.m.lewis@dnb.nl

### **KÄDLI MOOR**

Eesti Panga rahvusvaheliste ja avalike suhete osakonna juhtivspetsialist  
kadli.moor@epbe.ee

### **EVELIN TAMLA**

Eesti Panga rahvusvaheliste ja avalike suhete osakonna juhtivspetsialist (lapsepuhkusel)  
eaarma@hotmail.com

### **GRZEGORZ GOLEBIOWSKI**

Varssavi Majanduskooli abiprofessor  
gg100@poczta.onet.pl

## EESSÕNA

Viimasel ajal on hinnatõus Eestis olnud suhteliselt kiire. Loomulikult on meedia eelkõige huvitatud sellest, kui halvasti mõjub inflatsioon tarbija rahakotile. Kuid üllatavalt palju arutatakse ka hinnatõusu laiemate majandusmõtjude teemal – ja seda esimest korda pikkade aastate järel. On teadvustatud, et kõrge inflatsioonitase on peamine takistus euro kasutuselevõtuks Eestis. Samas püsib kartus, et eurole üleminek toob kaasa veel kiirema hinnakasvu. Samuti on hakatud mõistma, et euro kasutuselevõtu viibimine võib avaldada mõju riigireitingule, mis võib omakorda tuua kaasa tagajärgi laenu raha kasutajale. Kõige selle taustal kordab keskpank ikka ja jälle, et majanduse riskide maandamiseks on väga oluline konservatiivne eelarvepoliitika. Käesolevas Krooni ja Majanduse numbris püüame pakkuda eelkõige kirjutisi, mis aitavad kõike seda laiemasse konteksti asetada ja loodetavasti paremini mõista.

Sageli erineb ametlik mõõdetav inflatsioonitase sellest hinnatõusust, mida inimesed ise tunnetavad. Tarbijate subjektiivset arvamust inflatsiooni suhtes võivad mõjutada erinevad majanduslikud ja psühholoogilised tegurid. Muu hulgas on inflatsiooni tajutud kõrgemana pärast eurole üleminekut, kusjuures selles võib oma osa mängida ka tarbijate teravam hinnatundlikkus. Üks käesoleva numbriga kirjutisi käsitlebki mõõdetud ja tunnetatud inflatsiooni erinevusi euroalal ja seda, mis neid lahknevusi põhjustab.

Lisaks leiab siit artikli valitsussektori eelarvepuudujäägi ja võla erinevustest, mille mõistmine on vajalik valitsussektori finantsstatistika analüüsimiseks. Eelarvetasakaalu peetakse Euroopa Liidus oluliseks. Kõikide euroala riikide ja eurole üleminekut ettevalmistavate riikide valitsussektori eelarve kujundamist ja täitmist jälgitakse hoolega. Seetõttu on tähtsal kohal ka valitsussektori tegevust kajastava finantsstatistika usaldusväärsus ja ühene mõistetavus.

Värskes numbris analüüsitakse Maastrichti vahetuskursikriteeriumi ja Eestis palju tähelepanu pälvinud inflatsioonikriteeriumi täitmisega seonduvat pisut laiemalt – erinevate Kesk- ja Ida-Euroopa riikide võrdluses. Lisaks vaadeldakse Balti riikide majandust läbi reitinguagentuuride silmade ning räägitakse sellest, mis on ühe või teise reitingu taset tõenäoliselt mõjutanud.

Arvestades Eesti äriemeeste viimasel ajal üha suuremat huvi võrrelda end naabritega avaldatakse käesolevas numbris ka Eesti ja Poola ettevõtete finantsolukorra mõningate aspektide võrdlus. Seda laadi materjali ei ole Kroonis ja Majanduses varem avaldatud. Neile, kel Balti mere äärsete riikide majandusprotsesside võrdlemise vastu sügavam huvi, on pakutud mõningad viited veebis leiduvatele infoallikatele ja analüütilistele kirjutistele.

# MÕÕDETUD JA TUNNETATUD INFLATSIION EUROALAL

*Tõlge Euroopa Keskpannga Kuubulletäänist, mai 2007*

*Euroala ühtlustatud tarbijahinnaindeks (ÜTHI) on hinnamuutuste objektiivne ja meetoodiliselt hästi põhjendatud kvantitatiivne mõõdik. ÜTHI ning Euroopa Komisjoni uuringu tulemused selle kohta, kuidas tarbijad tunnetavad inflatsiooni, on oma olemuselt erinevad ega ole otseselt võrreldavad. Siiski on üllatav, et selle uuringu sagedasti kasutatav koondstatistika näitab, et kuigi tunnetatud inflatsioon kasvas pärast eurole üleminekut 2002. aastal märgatavalt, on see 2001. aasta tasemest ikka veel kõrgem, samas kui ÜTHI on jäänud üldjoontes muutumatuks kogu perioodi jooksul. Tunnetamine on üksikisiku poolt teatud probleemide antud kompleksse hinnangu kvalitatiivne väljendus. Inflatsioonitunnetust võivad mõjutada mitmesugused majanduslikud ja psühholoogilised tegurid, mis ei pruugi kõik olla otseselt seotud üldise keskmise tarbijahindade muutusega. Näib, et eurole üleminekul on olnud pikemaajaline mõju tarbijate inflatsioonitunnetusele. Erinevusi tunnetatud inflatsiooni ja ÜTHI muutuste vahel ei tohiks tõlgendada kui tarbijahinna statistika kajastamise ebatäpsust. Sellegipoolest annavad pikaajalised erinevused nende kahe muutuja arengus põhjust täpsemateks uuringuteks, arvestades et inflatsioonitunnetus mõjutab inflatsiooniootusi ja teisi makromajanduslikke muutujaid. Eurole ülemineku järel märkimisväärselt tõusnud tunnetatud inflatsiooni määr on alates 2003. aastast mõnevõrra alanenud ning peaks ka edaspidi mõõdetud inflatsiooni omale lähenema.*

## SISSEJUHATUS

Euroopa Keskpank määratleb euroala hinnastabiilsust ÜTHI ehk ühtlustatud ja kõrgekvaliteedilise statistika järgi, mis on koostatud vastavalt rahvusvahelistele standarditele.<sup>1</sup> Eurole ülemineku järel 2002. aastal ei tõusnud euroala ÜTHI-inflatsioon kuigi palju. Samas euroala üldsust hõlmanud uuringute põhjal koostatud koondstatistika tunnetatud inflatsiooni kohta näitab selle märkimisväärselt kasvu euro pangatähtede ja müntide käikulaskmise ajal 2002. aastal. Euroopa Komisjoni tarbijauuringu järgi kasvas tunnetatud inflatsioon pärast eurorahale üleminekut ulatuslikult. Aastatel 2003–2004 see küll pisut langes komisjoni uuringu tulemuste põhjal, kuid on üldjoontes jäänud kõrgele tasemele.

Käesoleva artikli eesmärk on anda põhjalik ülevaade euroala mõõdetud ja tunnetatud inflatsiooni arengu erinevuste põhjustest. Artikli teises osas tehakse kokkuvõtte ÜTHI ja tunnetatud inflatsiooni hiljutisest arengust euroalal ja selle liikmesriikides. Kolmandas osas tuuakse esile üksikisikute inflatsioonitunnetuse kvalitatiivne ja subjektiivne olemus ning uuritakse eurole ülemineku võimalikku mõju. Neljandas osas vaadeldakse lähemalt ÜTHI põhiomadusi ning selgitatakse, miks see erineb individuaalse inflatsioonitunnetuse koondnäitajast. Viiendas osas tehakse kokkuvõtte.

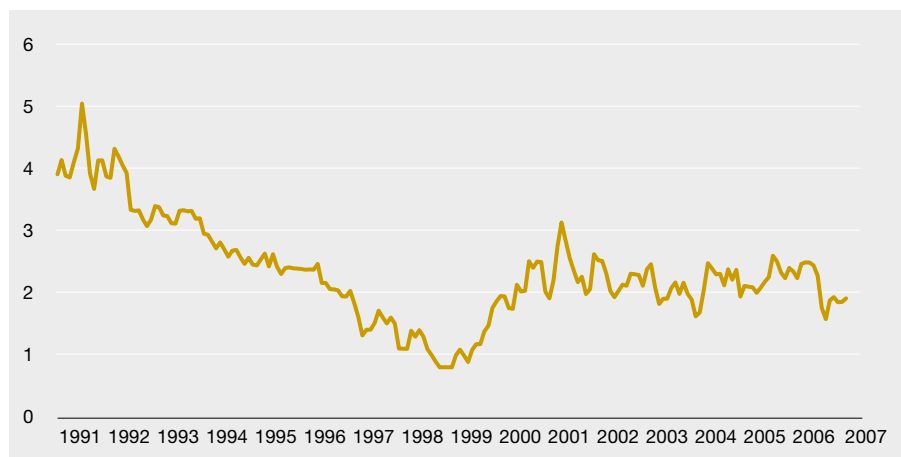
---

<sup>1</sup> Vt Euroopa Keskpannga 2005. aasta juuli Kuubulletääni artiklit „The Harmonised Index of Consumer Prices: concept, properties and experience to date”.

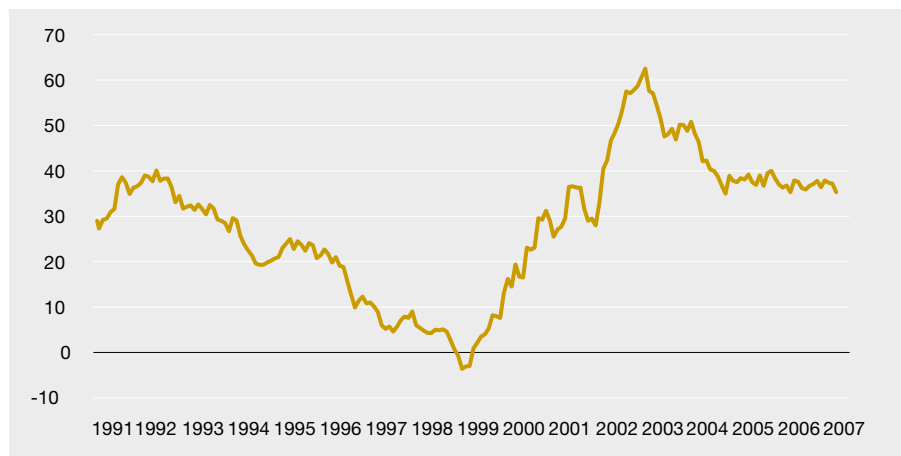
## MÕÕDETUD JA TUNNETATUD INFLATSIOONI ARENG

Euroopa Komisjoni läbi viidud ja euroala tarbijate inflatsioonitunnetust käsitleva uuringu tulemused võtab kokku saldonäitaja, st erinevate vastusekategoriate osakaalud kaalutakse koos (vt taustinfo 1). Kuna see mõõdik erineb oma olemuselt ÜTHI-inflatsioonist, ei saa neid kahte otseselt võrrelda. Siiski võrreldakse sagedasti nende kahe näitaja muutumist ajas (vt joonis 1). 1991. aastast kuni 2001. aasta lõpuni olid saldonäitaja muutused üldjoontes

**Joonis 1. Mõõdetud ÜTHI-inflatsioon ja tunnetatud inflatsioon euroalal**



### a. ÜTHI-inflatsioon (aastane muutus; %)



### b. Tunnetatud inflatsioon (protsentide saldo; sesoonselt korrigeeritud)

Allikad: Eurostat ja Euroopa Komisjoni tarbijauuring.

Märkus. ÜTHI hinnangud ajavahemiku 1991–1995 kohta ei ole täielikult võrreldavad ÜTHI andmetega alates 1996. aastast.

kooskõlas ÜTHI-inflatsiooni muutustega: mõlemad indeksid langesid ajavahemikul 1991–1999 ja tõusid seejärel 1999. aastast kuni 2001. aasta lõpuni. 2002. aasta jaanuarist kasvas tunnetatud inflatsioon kiiresti ja jõudis 2003. aasta jaanuaris rekordtasemeni. Aastatel 2003–2004 näitaja tasapisi langes, kuid on 2004. aasta lõpust saadik üldjoontes stabiliseerunud 2001. aastast pisut kõrgemal tasemel.<sup>2</sup> ÜTHI-inflatsioon on samas 2001. aasta detsembrist 2007. aasta märtsini kõikunud kitsas vahemikus, olles keskmiselt umbes 2,1%.<sup>3</sup>

Tunnetatud inflatsiooni muutused kogu euroala tasandil peidavad mõningaid riikidevahelisi erinevusi. Kõigis euroala riikides tõusis tunnetatud inflatsioon euro pangatähtede ja müntide kasutuselevõtuga 2002. aasta jaanuaris ning langes seejärel tasapisi mitmes riigis, eriti Saksamaal, Iirimaa, Itaalias ja Hollandis. Sellele vaatamata oli enamikus euroala riikides aastatel 2005–2006 ajavahemikuga 1999–2001 võrreldes rohkem neid tarbijaid, kes tunnetasid inflatsiooni kõrgena (vt tabel 1).

**Tabel 1. ÜTHI ja tunnetatud inflatsioon euroala riikide lõikes**

	ÜTHI-inflatsioon. Keskmine aastane muutus (%)			Viimase 12 kuu jooksul tunnetatud hinnamuutused. Protsentide saldo, sesoonselt korrigeeritud		
	1999–2001	2002–2004	2005–2006	1999–2001	2002–2004	2005–2006
Belgia	2,1	1,6	2,4	29	44	53
Saksamaa	1,3	1,4	1,9	23	48	27
Iirimaa	3,9	3,7	2,4	40	53	38
Kreeka	2,9	3,5	3,4	18	57	66
Hispaania	2,8	3,2	3,5	20	52	52
Prantsusmaa	1,4	2,1	1,9	5	45	47
Itaalia	2,2	2,6	2,2	25	52	37
Luksemburg	2,4	2,6	3,4		38	41
Holland	3,2	2,5	1,6	28	61	25
Austria	1,6	1,6	1,9	-1	36	35
Portugal	3,1	3,1	2,6	29	46	42
Soome	2,3	1,2	1,0	-11	-5	-4

Allikad: Eurostat ja Euroopa Komisjoni tarbijauuring.

Märkus. Andmed tunnetatud inflatsiooni kohta Luksemburgis on olemas ainult alates 2002. aasta jaanuarist.

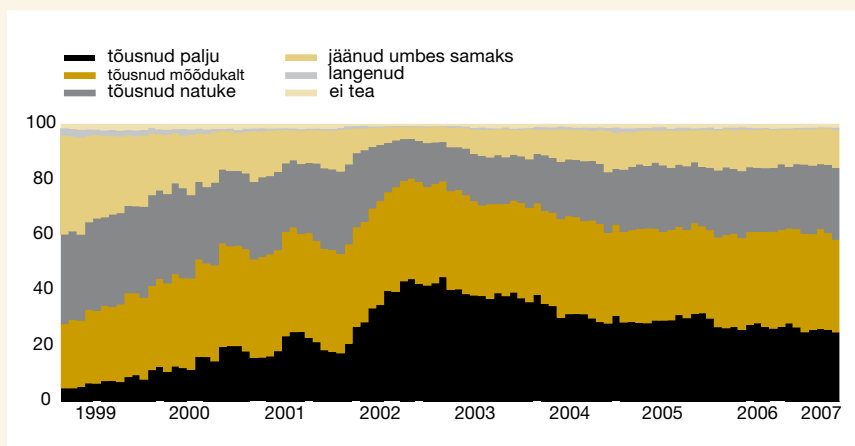
<sup>2</sup> Vt Euroopa Keskpanka 2005. aasta aprilli Kuubületääni taustinfot „Consumers’ inflation perceptions: still at odds with official statistics?“.

<sup>3</sup> ÜTHI-inflatsiooni aasta keskmine oli 2001. aasta detsembrist 2003. aasta jaanuarini 2,2% ning 1999. aasta jaanuarist 2007. aasta märtsini 2,0%.

## TAUSTINFO 1. EUROOPA KOMISJONI UURING TARBIJATE INFLATSIOONITUNNETUSE KOHTA

Euroopa Komisjoni majanduse ja rahanduse peadirektoraadi läbi viidud tarbijauuringuga kogutakse kokku tarbijate arvamused inflatsiooni kohta. Kuna selle uuringu põhjal saadud näitaja erineb oma olemuselt ÜTHIst, ei ole neid kahte indeksit võimalik otseselt võrrelda. Uuringu põhjal saadud näitaja muutuste tõlgendamiseks on oluline paremini aru saada Euroopa Komisjoni mõõdiku arvutamisel kasutatud metoodikast. Käesolevas taustinfos käsitletaksegi nimetatud uuringut ja vastusekategoriate osakaalude arengut.

Euroopa Komisjoni tarbijauuringu kontekstis uuritakse ühtlustatud küsimustikke kasutades ja enamasti telefoni teel iga kuu umbes 23 000 juhuslikult valitud, euroalal elavat tarbijat. Neile esitatakse kvalitatiivsed küsimused selle kohta, kuidas nad tajuvad oma majapidamise majanduslikku olukorda, on muu hulgas järgmised: „Kuidas on tarbijahinnad teie meelest viimase 12 kuu jooksul muutunud?“. Võimalikud vastusekategoriad on 1) „tõusnud palju“, 2) „tõusnud mõõdukalt“, 3) „tõusnud natuke“, 4) „jäänud umbes samaks“, 5) „langenud“ ja 6) „ei tea“.



### Viimase 12 kuu jooksul tunnetatud hinnamuutused euroalal – vastuskategoriate muutused (protsentide saldo; sesoonselt korrigeeritud)

Allikas: Euroopa Komisjoni tarbijauuring.

Tarbijaarvamuste koond- ehk saldonäitaja arvutatakse nende vastajate, kes vastasid, et tarbijahinnad on „tõusnud palju“ või „tõusnud mõõdukalt“, ja nende, kes vastasid, et tarbijahinnad on „langenud“ või „jäänud umbes samaks“, osakaalude erinevusena. Selleks,

et eristada mõõdukamaid ja äärmuslikumaid vastusekategoriaid, annab Euroopa Komisjon pool äärmuslikumate ehk esimese ja viienda vastusevariandi osakaalust teisele ja neljandale variandile. Kolmandat vastusevarianti ning vastust „ei tea” otseselt ei arvestata.

Saldonäitaja arvutatakse järgmiselt:  $P_{[1]} + (0,5 P_{[2]}) - (0,5 P_{[4]}) - P_{[5]}$ , kus  $P_{[1]}$  on esimese vastusevariandi valinute osakaal jne. Saldonäitaja väärtused jäävad -100 ja +100 vahemikku.

Saldonäitaja tõusu 2002. aastast 2003. aasta alguseni põhjustas peamiselt nende tarbijate osakaalu suurenemine, kes vastasid, et hinnad on „tõusnud palju” (vt joonis). Nende osa tõusis keskmiselt 14%lt 1999.–2001. aastal 38%ni ajavahemikul 2002–2003. Eurole üleminekust saadik on see keskmine püsinud 32% tasemel. Muutus selles vastusekategorias toimus peamiselt vastuste „tõusnud natuke” ja „jäi umbes samaks” osakaalude arvel. Vastuste jaotus kategooriate vahel on 2005. aasta algusest püsinud enam-vähem stabiilne.

Üldiselt võib kvalitatiivsete arvamusküsitluste puhul täheldada meetodikaga seotud probleeme. Esiteks võivad vastajad pakutud vastusekategoriaid erinevalt tõlgendada ning samuti võib nende tõlgendus ajas erineda. Teiseks on kasutatav kaalusüsteem paratamatult mõnevõrra meelevaldne, kuigi see määratleb saldonäitaja muutusi. Näiteks jääb ebaselgeks, kas on õigustatud, et vastusekategorial „tõusnud palju” on täpselt kahekordne kaal võrreldes nende tarbijatega, kes vastavad, et hinnad on „tõusnud mõõdukalt”. Pealegi esindavad tarbijad, kelle arvates hinnad on „tõusnud natuke”, suuruselt kolmandat vastuserühma (keskmiselt 24% ajavahemikul alates 1999. jaanuarist), aga neid ei ole saldonäitaja arvutamisel otseselt arvesse võetud.

## **TARBIJATE INFLATSIOONITUNNETUSEST ARUSAAMINE**

Peale eespool loetletud meetodikateguriite kujundavad tarbijate individuaalset inflatsioonitunnetust mitmesugused muud asjaolud, mis võivad mõjutada nii nende vastuseid uuringu küsimustele kui ka küsimuste võimalikku tõlgendust.

### **Tunnetatud inflatsiooni kvalitatiivne olemus**

Euroopa Komisjoni küsimustikus palutakse tarbijatel liigitada inflatsioon oma tunnetuse järgi kuude etteantud kvalitatiivsesse kategooriasse (vt taustinfo 1). Tulemuseks saadud saldonäitaja

ei kajasta tunnetatud inflatsiooni suurust.<sup>4</sup> Kuigi vastajad võivad kõhklematult seostada iga kvalitatiivset kategooriat teatud arvuliste väärtuste vahemikuga, kalduvad sellised väärtused üksikisikute ja vahest ka aja lõikes erinema. Ei saa välistada, et osa tarbijaid, kes vastavad, et hinnad on tõusnud palju, teevad seda kõrgendatud inflatsioonitundlikkuse tõttu. Näiteks kuigi mitmes riigis on inflatsioon märkimisväärselt madalam kui 1990. aastate alguses, võib tarbijate suurem teadlikkus euroala rahapoliitikast olla viinud nende kaudsed kvantitatiivsed hinnangud rohkem vastavusse Euroopa Keskpanga hinnastabiilsuse määratlusega. Samuti võib kõrgendatud tundlikkus inflatsiooni suhtes olla tingitud teema avalikust arutelust, kuna eurole üleminek on mõjutanud ja mõjutab praegugi hinnamuutuste tajumist. Oma osa võib olla ka tunnetatud inflatsiooni näitajate regulaarsel avaldamisel. Pealegi võis tarbijate teadlikkus hinnamuutustest pärast euro sularahale üleminekut kasvada tulenevalt vajadusest uusi hindu tõlgendada, arvestades neid ümber varem käibinud omavääringusse ja võrreldes neid eelmiste hindadega. Seega tuleb uuringutulemuste ebamäärasuse tõttu olla nii kvalitatiivsete näitajate taseme kui ka muutuste tõlgendamisel ettevaatlik.

### **Subjektiivse hinnangu kajastamine**

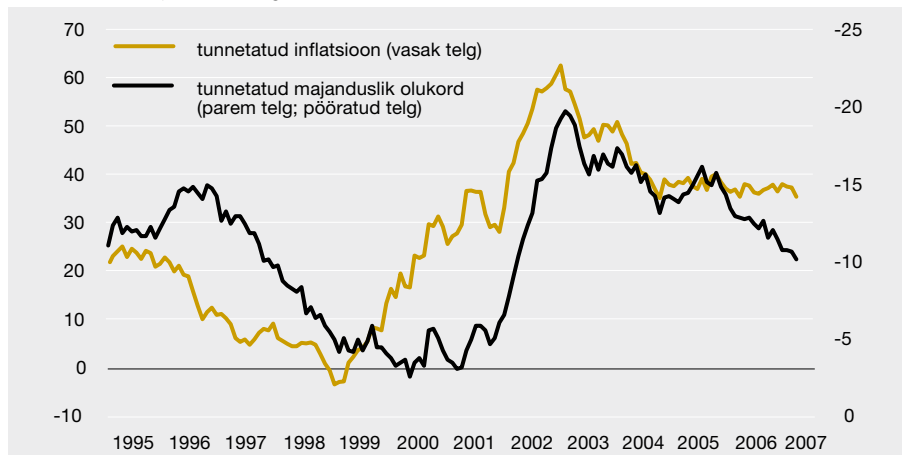
Arvamusküsitlustega kogutud tunnetus väljendab üksikisiku kompleksset hinnangut käsitletavale probleemile. Päris selget ettekujutust, mida tunnetuse all täpselt mõista ja kuidas see kujuneb, ei ole. Psühholoogias ja kognitiivteadustes määratletakse tunnetust kui aistmisinformatsiooni omandamise, tõlgendamise, valimise ja organiseerimise protsessi.<sup>5</sup> Inflatsioonitunnetuse kujundamisel ei tohi tarbijad kasutada hinnateavet eraldi, vaid võivad seda töödelda seoses oma isikliku majandusliku olukorra teiste elementidega. Euroopa Komisjoni uuring ei rakenda mingeid võtteid tarbijate vastuste raamistamiseks, viidates näiteks tarbijahindade viimastele muutustele. Seetõttu võivad uuringutulemusi mõjutada tarbijate majandusliku olukorraga seotud muude näitajate, nagu näiteks kasutatava tulu või ostujõu muutused.

Ehkki tarbijatelt küsitakse tunnetatud hinnamuutuste kohta, võib nende vastusi mõjutada ka üldisem arvamus nende enda finantsolukorra või kogu majandusolukorra kohta. Olemasolevate uuringuandmete põhjal näib, et tunnetatud inflatsiooni kasv 2002. aastal ühtib tarbijate suurenenud negatiivse tajuga nende enda finantsolukorra (vt joonis 2a) ja üldise majandusolukorra suhtes (vt joonis 2b). Tarbijate pessimistlikumat arvamust võib vaadelda kui ebakindluse väljendust, mis on seotud majanduskasvu aeglustumise ja aktsiamulli lõhkemisega 2000. aastal,

<sup>4</sup> Tunnetatud inflatsiooni kvalitatiivsete hinnangute tõlgendamiseks kvantitatiivsete väärtustena on välja töötatud erinevaid meetodeid. Kõik need erinevad lähenemisiisid peavad siiski põhinema konkreetsel tehnilistel eeldustel ja valitud meetod mõjutab nende tulemusi märkimisväärselt. Üksikasjalikku kokkuvõtet ja kriitilist ülevaadet kõigi meetodite kohta vt nt E. D'Elia „Using the results of qualitative surveys in quantitative analysis”, Istituto di Studi e Analisi Economica (ISAE) Working Paper, nr 56, september 2005.

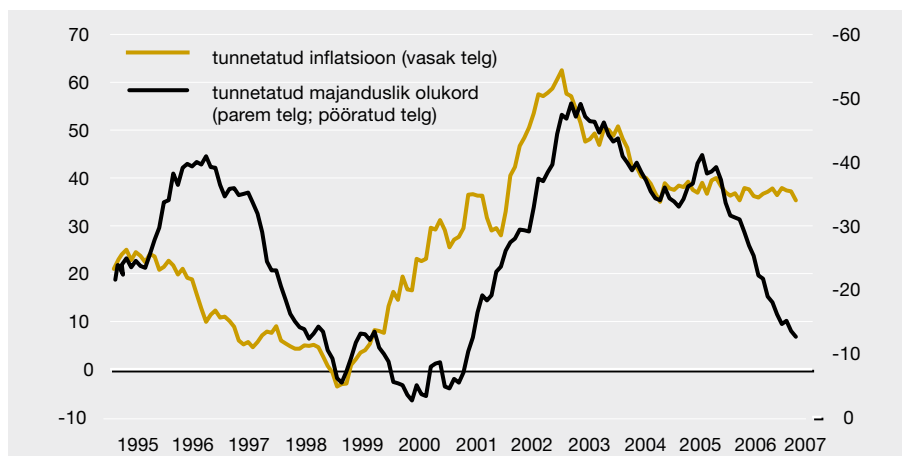
<sup>5</sup> Vt ka „Communication and perception: which world do statistics live in?”, Saksa föderaalne statistikaamet ja ÜRO Euroopa majanduskomisjoni seminar statistika avaldamise teemal, 12.–14. september 2006.

aga ka geopoliitilise ebakindlusega 2001. aasta 11. septembril toimunud terrorirünnakute tõttu Ameerika Ühendriikides. Samas tundub, et pessimism on alates 2005. aasta keskpaigast taandunud, eriti mis puudutab üldise majandusolukorra tajumist. Seevastu tarbijate tunnetatud inflatsiooni näitaja ei ole langenud.



**Joonis 2a. Euroala tarbijate inflatsiooni ja oma majandusliku olukorra tunnetamine (protsentide saldo; sesoonselt korrigeeritud)**

Allikas: Euroopa Komisjoni tarbijauuring.



**Joonis 2b. Euroala tarbijate inflatsiooni ja üldise majandusliku olukorra tunnetamine (protsentide saldo; sesoonselt korrigeeritud)**

Allikas: Euroopa Komisjoni tarbijauuring.

## Euro sularahale ülemineku mõju

Tõenäoliselt andis euro pangatähtede ja müntide kasutuselevõtt oma panuse sellesse, et 2002. aastal ja ka pärast seda tunnetasid tarbijad hinnamuutusi tugevamalt. Arvatavasti oli see seotud selliste toodete tegeliku hinnatõusuga nagu toit, bensiin ja teatud isikuteenused, näiteks restoranis einestamine. Osaliselt on kasvu taga jaemüüjad ja ettevõtted, kes võisid euro pangatähtede ja müntide kasutuselevõtu ajal püüda tõsta oma kasumimarginaali. Kuna jaemüüjad teadsid, et nad peavad muutma ametlikke hindu 2002. aasta jaanuaris, võisid nad lükata edasi mõningate hindade tõusu, mis muidu oleks varem toimunud.<sup>6</sup> Sellele vaatamata oli paljude toodete hinnatõusu surve tingitud eurole üleminekuga mitte seotud teguritest, nagu näiteks naftahinna kiire tõus (eurodes ligikaudu 35% 2001. aasta detsembrist 2002. aasta aprillini) ja külmale talveilmale järgnenud viljakaldus kogu Euroopas. Samad tegurid põhjustasid hinnatõusu survet ka eurovälistes Euroopa Liidu riikides, näiteks eurole ülemineku ajal Ühendkuningriigis. Eurole üleminekust tulenenud hinnakasvu üldine mõju euroala mõõdetud ÜTHI-inflatsioonile oli piiratud. Eurostati hinnangul jäi euro sularahale ülemineku osatähtsus euroala üldises ÜTHI-inflatsioonis 2002. aastal 0,12 ja 0,29 protsendipunkti vahemikku.

Eurole üleminekul on olnud inflatsioonitunnetusele siiski märkimisväärne mõju, nagu näitab Euroopa Komisjoni viimane rahvaküsitlus euroga seotud probleemide kohta, mis avaldati 2006. aasta novembris.<sup>7</sup> Valdav osa küsitlusele vastanutest (93%) arvas, et euro kasutuselevõtmine võimendas hinnatõusu. Selle põhjal võib arvata, et rahvas oli euro sularahale ülemineku mõju tarbijahindadele mitmel põhjusel suuremaks hinnanud.

Uuringutulemused võivad kajastada ka seda, et peamiselt tõusid kõige sagedamini ostetud kaupade ja teenuste, näiteks toidu, bensiini, kohvi ja juuksuriteenuste hinnad. Kestvuskaupeadel, nagu näiteks autod ja arvutid, ning teistel harvemini ostetavatel kaupadel ei ole tõenäoliselt suurt mõju tarbijate tunnetusele, kui tarbija ei ole just hiljuti mõnd sellist toodet ostanud. Kuna kõigi vastanute osakaal oli võrdne, võisid sellised kaubad olla tarbijate tunnetatud inflatsiooni koondnäitajas harvemini esindatud, kuigi need moodustavad majapidamiste iga-aastastest tegelikest kogukulutustest märkimisväärse osa.

Teiseks võisid inflatsioonitunnetust erinevalt mõjutada erinevad maksemeetodid. Näiteks toodetel, mille eest tavaliselt tasutakse sularahas (nagu tass kohvi või soeng), võib olla tunnetatud inflatsioonis suurem osakaal kui neil, mille eest tavaliselt tasutakse rahaülekandega (üür, elekter, sideteenused). Sellest annab ülevaate joonis 3.

Kolmandaks võis oma osa olla muudel psühholoogilistel teguritel. Väidetavalt mäletavad tarbijad

<sup>6</sup> Vt nt B. Hobijn, F. Ravenna ja A. Tambalotti „Menu costs at work: restaurant prices and the introduction of the euro”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol 121(3), august 2006, MIT Press, lk 1103–1131.

<sup>7</sup> Eurobaromeetri kiiruringut viib Euroopa Komisjoni tellimusel läbi Gallup. Vt „The Eurozone, 5 years after the introduction of euro coins and banknotes”, Flash Eurobarometer 193, Euroopa Komisjon, november 2006.

hinnatõuse eredamalt kui langusi.<sup>8</sup> Kuna hinnamuutuste hulk eurole ülemineku perioodil oli erakordselt suur<sup>9</sup>, võisid tarbijad olla hinnatõusude suhtes tundlikumad kui samal ajal toimunud hinnalanguste suhtes. Üksiktoodete hindade äärmuslikud, ent ebatüüpilised muutused võisid tõmmata endale tarbijate ja meedia suure tähelepanu ja seega mängida tähtsat rolli keskmise inflatsioonitunnetuse kujunemisel. Lisaks on andmeid, et üksiktoodetele kehtestatud erinevate hindade arv kasvas eurole ülemineku järel tunduvalt<sup>10</sup> ning hindade suurem erinevus ja „ahvatlevate” eurohindade (mugavate ehk künnis-/miinimumhindade) ajutine puudumine tekitasid tarbijates tõenäoliselt mõningast ebakindlust.

Pealegi arvestavad paljud euroala kodanikud hindu ikka veel oma endises vääringus, eriti suuremate ostude korral. Vastavalt Eurobaromeetri 2006. aasta novembris avaldatud kiirhinnangule kasutavad euroala tarbijad eurot väikeste ostude hindade hindamisel mõttelise väärtusena siiski üha enam (2006. a vastas ainult 22%, et nad arvutavad hindu kõige sagedamini oma endises vääringus, võrreldes 30%ga 2000. a). Suuremate ostude korral näib kohanemine olevat aeglasem: 2006. aastal võrdles 40% euroala tarbijatest hindu ikka veel kõige sagedamini oma endise vääringuga (2003. a 54%). Järelikult, selle asemel, et võrrelda praegust hinnataset aastatagusega, kasutavad tarbijad vaikimisi võrdlusalusena enne euro kasutuselevõttu kehtinud omavääringut („ajas külmutatud” hinda). Aja jooksul tooks see kaasa üha ebasoodsama võrdluse tunnetatud inflatsiooni ja tarbijahindade aastaste muutuste vahel, kuivõrd tarbijad justkui liidaksid oma vastustes mitme aasta inflatsiooninäitajad (üldine ÜTHI-inflatsioon 2002. a jaanuarist 2007. a märtsini oli ligikaudu 11%). Mõningal juhul seostub see probleem moonutatud mälestustega eelmistest hindadest: tarbijad mäletavad hindu, mis oleval justkui kehtinud enne eurole üleminekut, ent mis tegelikult on märkimisväärselt aegunud.<sup>11</sup>

Psühholoogilised eksperimendid on näidanud, et inflatsiooni tunnetamises võivad mängida tähtsat rolli *a priori* ootused.<sup>12</sup> Kui tarbijad olid juba enne eurole üleminekut veendunud, et hinnad üldiselt kasvavad, siis selliseid hinnatõuse pärast ka tõenäoliselt tajuti, isegi kui tegelikult tõusid vaid üksikud hinnad. Seda efekti võis omakorda tugevdada intensiivne meediakajastus enne eurole üleminekut ja kohe pärast seda.

Peale eurole ülemineku võib tegeliku ja tunnetatud inflatsiooni näitajate erinevusi põhjendada ka teiste teguritega, ent euro pangatähtede ja müntide kasutuselevõtul on siin tõenäoliselt siiski kõige olulisem osa, eriti kuna see on suure tõenäosusega tõstnud tarbijate hinnateadlikkust.

---

<sup>8</sup> Vt nt H.W. Brachinger „Euro or ‚Teuro’?: the euro-induced perceived inflation in Germany”, Department of Quantitative Economics, University of Freiburg/Fribourg Switzerland, Working Paper, nr 5.

<sup>9</sup> Vt E. Dhyne, L.J. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rumler ja J. Vilminen „Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data”, ECB Working Paper, nr 524, september 2005.

<sup>10</sup> Vt nt J. Hoffmann ja J.-R. Kurz-Kim „Consumer price adjustment under the microscope: Germany in a period of low inflation”, ECB Working Paper, nr 652, juuli 2006.

<sup>11</sup> Vt V. Cestari, P. Del Giovane ja C. Rossi-Arnaud „Memory for prices and the euro cash changeover: an analysis for cinema prices in Italy”, Banca d’Italia Temi di discussione del Servizio Studi No 619, veebruar 2007.

<sup>12</sup> Vt E. Traut-Mattausch, S. Schulz-Hardt, T. Greitemeyer ja D. Frey „Expectancy confirmation in spite of disconfirming evidence: the case of price increase due to the introduction of the euro”, *European Journal of Social Psychology*, Vol 34, nr 6, 2004, lk 739–760.

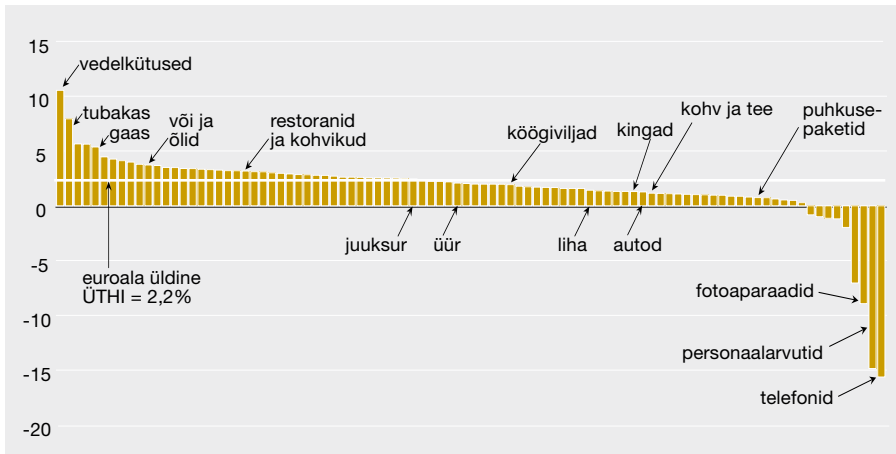
## ÜTHI OMADUSED, MILLEGA VÕIB PÕHJENDADA INFLATSIONITUNNETUSE ERINEVUSI

Kui tarbijad kujundavad oma inflatsioonitunnetust, siis see, mida nad seostavad terminiga „inflatsioon”, ei pruugi ühtida selle mõõtmiskontseptsiooniga, millel põhineb ametlik hinnastatistika, näiteks ÜTHI. Järgnevas osas tuuakse välja mitu ÜTHI peamist metoodilist omadust, mida tuleb tunnetatud inflatsiooni erinevuste käsitlemisel meeles pidada.

### ÜTHI suur kaupade ja teenuste korv

ÜTHI eesmärk on mõõta hinnamuutusi kõigis majapidamistes ostetavate kaupade ja teenuste ulatuses. Hinnatakse kaupade ja teenuste osakaalu, et kajastada nende osatähtsust kogu majanduse tarbimiskulutustes. Keskmiselt vaatlevad euroala riikide statistikaasutused üle 700 tüüpilise toote ja teenuse hindu, mis kokku teeb umbes 1,7 miljonit hinnavaatlust kuus. Joonised 3 on toodud 93 osaindeksi keskmesed aastased hinnamuutused, mida Eurostat on alates 2002. aastast avaldanud.

Võib ette kujutada, et kui tarbijatelt küsitakse nende inflatsioonitunnetuse kohta, põhinevad nende vastused kitsamal toodete ja teenuste valimil. See valim võib aja jooksul muutuda, aga nagu eespool öeldud, omistatakse tõenäoliselt suurem osatähtsus sagedasti ostetavatele toodetele (näiteks toit ja bensiin). Euroopa Keskpannga hinnangul koosneb ligikaudu pool ÜTHI korvist (kulutuste osakaalude järgi) toodetest, mida ostetakse iga kuu. Üks kolmandik koosneb kaupadest mida ostetakse iga-aastaselt, ja ülejäänud kuuendik hõlmab tooteid, mida tavaliselt ostetakse harvemini kui kord aastas.



**Joonis 3. Keskmine aastane hinnamuutus ÜTHI 93 osaindeksis, valitud tooted märgitud (2002–2006) (keskmine aastane muutus; %)**

Allikas: Euroopa Keskpannga arvutused Eurostati andmete põhjal.

Märkus. Pidev joon näitab ÜTHI keskmist aastakasvu, mis aastatel 2002–2006 oli 2,2%

ÜTHI jaoks arvutatakse hinnamuutuste keskmine paljude erinevate müügi- ja asukohtade kaupade ja teenuste korvi põhjal (vt taustinfo 2). See tähendab, et üksikute hinnavaatluste osatähtsus koguindeksis on äärmiselt väike, võrreldes üksikute toodete äärmuslike hinnamuutuste potentsiaalselt tugeva mõjuga tarbijate inflatsioonitunnetusele. ÜTHI on keskmiseks väärtuseks mitmesuguste erinevate komponentide puhul, mille areng on viimase viie aasta jooksul märgatavalt erinenud. Nagu joonisel 3 näha, on enamiku sagedasti ostetavate toodete hinnamuutused olnud 2002. aastast saadik suuremad kui nendel, mida ostetakse harvemini.

### **ÜTHI kohandamine kvaliteedimuutustele**

Kiiresti arenevas majanduses muutuvad paljude tarbekaupade ja teenuste kirjeldused pidevalt. ÜTHI puhul on hinnamuutused eraldatud teistest tootemaduste muutustest. Vaadeldavate hindade kohandamist selliste muutuste arvessevõtmiseks nimetatakse kvaliteedi kohandamiseks. Mõne toote puhul, nagu kõrgtehnoloogilised elektroonikakaubad ja autod, paraneb kvaliteet ja funktsionaalsus märksa sagedamini, nii et ka kvaliteedi kohandamise mõju on märgatavalt suurem. Näiteks võib autotootja lisada täiendavad turvaelemente (nt turvapatju) uuele automodelile ilma hinda tõstmata. Seda kajastatakse indeksi hinnalangusena. Selline kohandamine on vajalik hinnaindeksi täpse arvutamise seisukohalt, ent võib põhjustada olulisi erinevusi tarbijate tajutud nominaalhindade muutuste ning ÜTHIs kajastuvate, kvaliteedi järgi kohandatud hinnamuutuste vahel. Inflatsioonitunnetuse kujunemisel on võimalik, et tarbijad keskenduvad toodete hinnasiltidele, võttes kvaliteedi paranemist enesestmõistetavana. Kulutused kaupadele, mille kvaliteet paraneb tavaliselt üsna sagedasti, moodustavad hinnanguliselt umbes 8–9% kogu ÜTHIst.<sup>13</sup>

### **Eluasemekulutuste käsitlemine ÜTHIs**

Paljudes euroala riikides on 2002. aastast saadik eluasemehinnad kasvanud tunduvalt kiiremini kui ÜTHI (eluasemehinna aastane inflatsioonimäär oli euroalal aastatel 2002–2006 keskmiselt 7,2%) ning see tendents on pälvinud nendes riikides suurt tähelepanu. Arvatavasti mängivad eluasemehinnad tarbijate inflatsioonitunnetuse kujunemisel samuti oma osa. Üürnike kulutused on ÜTHIsse sisse arvatud, samas kui enamik omanike kulutusi on vastavalt praegu kehtivale ÜTHI määratlusele välja jäetud.<sup>14</sup> Kogu euroala kontekstis aga peetakse omanike eluasemekulutuste ÜTHIs arvestamise mõju suhteliselt väikseks.<sup>15</sup>

<sup>13</sup> EKP arvutuste põhjal.

<sup>14</sup> Eurostat viib praegu läbi katseprojekti, selgitamaks välja sobivat meetodit omanike kulutuste arvestamiseks ÜTHIs. Vt lähemalt EKP 2005. aasta juuli Kuubülletääni artiklist „The Harmonised Index of Consumer Prices: concept, properties and experience to date”.

<sup>15</sup> Vt M. Eiglsperger „The treatment of owner-occupied housing in the harmonised index of consumer prices”, IFC Bulletin, nr 24, august 2006, lk 68–79.

## TAUSTINFO 2. ÜTHI: KVALITEETNE STATISTIKA

Tunnetatud ja mõõdetud inflatsiooni arengu erinevused alates 2002. aastast on põhjustanud mõnes riigis arutlusi ametliku tarbijahinnastatistika täpsuse ja asjakohasuse üle. Seetõttu oleks ehk kasulik meelde tuletada inflatsiooni mõõtmisega seotud fakte.

ÜTHI koostatakse 30 Euroopa riigis (USA Tööjõustatistika Büroo avaldab katseliselt samuti ÜTHI analoogi). ÜTHI on välja töötatud vastavalt rahvusvahelistele standarditele, võttes arvesse kõigi Euroopa Liidu riikide kogemusi tarbijahinnastatistika valdkonnas. Euroopa Komisjoni (Eurostati) läbi viidud ühtlustamisprotsess algas 1995. aastal ning on keskendunud kõrgete kvaliteedinormide ja riikidevahelise võrreldavuse tagamisele. Seda toetavad mitmed õigusaktid, milles käsitletakse indeksi tähtsamaid aspekte, sealhulgas ulatust, koondnäitaja arvutamise valemit, ostukorvi uuendamise sagedust, teatud kaubaartiklite käsitlemist (nt kindlustus, tariifid, tervishoid ja haridus) ning kvaliteedi kohandamise miinimumnorme. Euroopa Komisjonil on olemas ka programm nende õigusaktide järgimise üle järelevalve teostamiseks. Selleks tehtavate visiitide käigus kontrollitakse iga riigi indeksikoostamise praktikat.<sup>16</sup>

Euroala ÜTHI koostamiseks arvutatakse euroala riikide ÜTHI kaalutud keskmine. Euroala näitajate igakuine koostamine on väga ulatuslik ettevõtmine, mis hõlmab umbes 1,7 miljonit hinnavaatlust enam kui 180 000 müügipunktis peaaegu 1000 väikelinnas ja linnas kogu euroalal. Igas riigis kogutakse keskmiselt rohkem kui 700 tüüpilise toote ja teenuse hindu. ÜTHI esindab kõiki majapidamise rahalisi tarbimiskulutusi, kaasa arvatud kulu- ja kestvuskabud ning teenused (v.a omanikule kuuluv eluase). Aeg-ajalt on tehtud ettepanekuid alternatiivsete meetmete kasutamiseks, mis hõlmaksid ainult teatud osa tarbijakulutustest (nt hädavajalike ostude indeks, sagedaste ostude indeks või madala sissetulekuga majapidamiste indeks). Erinevalt üldisest tarbijahinnaindeksist oleksid need meetmed siiski erapoolikud, sest need jätaksid välja tooted, mis on kindel osa majapidamiste tegelikest tarbimiskulutustest.

Tarbijahinnaindeksi täpsuse uurimisel<sup>17</sup> tuvastati neli põhilist mõõtmisprobleemi. Need on seotud kalduvusega tooteid asendada (tarbijad võivad asendada suhteliselt kallinenud toote mõne muuga, mis on suhteliselt odavnenud), kalduvusega uute toodete lisamisega viivitada, kvaliteedi kohandamise probleemidega ja kalduvusega viivitada uute müügipunktide lisamisega valimisse. Nende kalduvuste minimeerimiseks ÜTHI koostamisel

<sup>16</sup> Järelevalvevisiitide tulemuste kokkuvõte on olemas Eurostati veebilehel ([http://www.epp.eurostat.ec.europa.eu/pls/portal/url/page/PGP\\_DS\\_HICP](http://www.epp.eurostat.ec.europa.eu/pls/portal/url/page/PGP_DS_HICP)).

<sup>17</sup> Vt nt C. Mackie ja C. Schultze „At what price? Conceptualizing and measuring cost-of-living and price indexes”, National Academy Press, 2002, ning R. Gordon „The Boskin Commission Report: a retrospective one decade later”, Working Paper, nr 12311, National Bureau of Economic Research, 2006. Mõlemad artiklid käsitlevad USA tarbijahinnaindeksit.

on võetud mitmeid meetmeid (näiteks on rakendatud iga-aastast ajakohastamist, võtmaks arvesse olulisemaid muutusi tarbimiskulutustes), ent täielikult ei saa neid välistada. Nendel neljal mõõtmisprobleemil on erineval ajal ja erinevates tingimustes erinev mõju. Üldiselt võib aga loota, et nende tõttu on tegelikud hinnamuutused on ÜTHIs pisut üle hinnatud, erinevalt praeguse avalikkuse poolt tajutavatest muutustest.<sup>18</sup>

Kokkuvõttes on Euroopa Komisjoni (Eurostati) avaldatava euroala ametliku ÜTHI näol tegu täpse tarbijahinnainflatsiooni mõõdikuga, mis on kooskõlas rahvusvaheliste standarditega. Andmed selle kohta, nagu oleksid tegelikud keskmised hinnamuutused ÜTHIs alahinnatud, nagu mõnel pool meedias võib kuulda, puuduvad.

## KOKKUVÕTE

ÜTHI ning Euroopa Komisjoni uuring selle kohta, kuidas tarbijad tunnetavad inflatsiooni, ei mõõda ühte ja sama. Tegu on inflatsiooni makromajandusliku kontseptsiooni ning uuritud tunnetatud inflatsiooni koondnäitaja vahelise erinevusega. Asjaolu, et tunnetatud inflatsioon erineb iga-aastasest ametliku statistika tarbeks mõõdetavast inflatsioonist, ei tõesta, et tarbijahinnastatistika puhul on tegu mõõtmisvigadega.

Tunnetatud inflatsiooni käsitlevate uuringute tulemused hõlmavad tarbijate kvalitatiivseid ja subjektiivseid arvamusi. Need ei näita tunnetatud inflatsiooni määra suurust ning neid võivad mõjutada erinevad majanduslikud ja psühholoogilised tegurid, mis võivad ajas erineda, eriti seoses eurole üleminekuga. Mõningaid andmeid selle kohta, et euro sularahale üleminek võis tõsta tarbijate hinnateadlikkust, tõepoolest on. Samas aga võis see ähmastada nende hinnapädevust, kuivõrd osa tarbijaid võrdlevad praegusi eurodes hindu ikka veel 2002. aastale eelnenud, omavääringus hindadega või keskenduvad ainult sagedasti ostetud kaupade hindade kasvule.

ÜTHI kui parim objektiivne tarbijahindade keskmist muutust näitav indeks põhineb ajakohasel ja laiaulatuslikul kaupade ja teenuste ostukorvil, mis kajastab tarbijate tüüpilisi koondkulutusi. ÜTHI on kohandatud vastavalt toodete kvaliteedi muutustele ning on ajas võrreldav. Erinevused ÜTHI ja Euroopa Komisjoni inflatsioonitunnetuse uuringute põhjal arvatud tunnetatud inflatsiooni vahel ei anna seetõttu põhjust kahelda ÜTHI kvaliteedis.

Kuigi ÜTHI näol on tegu täpse tarbijahinnainflatsiooni mõõdikuga, annavad pikaajalised erinevused mõõdetud ja tunnetatud inflatsiooni arengus siiski põhjust täpsemateks uuringuteks, arvestades et

<sup>18</sup> Uuringutes, milles rakendatakse tarbijahinnaindeksi koostamisel alternatiivseid meetodeid, esineb tavaliselt mõne kümnendiku protsendipunkti suurust ülehindamist.

inflatsioonitunnetus võib mõjutada inflatsiooniootusi ja teisi makromajanduslikke muutujaid. Eurole ülemineku järel märkimisväärselt tõusnud tunnetatud inflatsiooni määr on alates 2003. aastast mõnevõrra alanenud ning peaks ka edaspidi mõõdetud inflatsiooni omale lähenema.

# VALITSUSSEKTORI EELARVEPUUDUJÄÄGI JA VÕLA VAHELISTE ERINEVUSTE ÜLETAMINE

*Tõlge Euroopa Keskpanga Kuubulletäänist, aprill 2007*

*Valitsussektori eelarvepuudujääk ja võlg on euroalal teostatava eelarvejärelevalve tähelepanu keskmes. Nende põhinäitajate usaldusväärsusele tugineb kogu järelevalveprotsessi usaldatavus. Eelarvepuudujäägi ja valitsussektori võla muutuse vahel esineb aga ka erinevusi, mida nimetatakse eelarvepositsiooniväliseks võlamuutusteks ja mis võivad mõnikord olla küllaltki märkimisväärsed. Käesolevas artiklis analüüsitakse neid erinevusi põhjalikumalt ning jõutakse järeldusele, et kuni finantsandmed kajastavad adekvaatselt valitsussektori finantstegevust, nagu näiteks sotsiaalkindlustusfondide abil varade kogumist tulevikus väljamakstavate pensionide jaoks, pole muretsemiseks põhjust. Kuigi varasemalt on andmete kajastamisel olnud mõningaid probleeme, on statistika järelevalve Euroopa Liidu (EL) tasandil viimastel aastatel kiiresti edasi arenenud. See on toetanud raamatupidamiseeskirjade kasutuselevõttu ja tõstnud eelarveandmete kajastamise usaldusväärsust, mis omakorda aitab kaasa uuendatud stabiilsuse ja kasvu pakti rakendamisele.*

## SISSEJUHATUS

Valitsussektori eelarvepuudujääk ja võlg on euroalal teostatava eelarvejärelevalve tähelepanu keskmes. Nende näitajate areng on alati mõnevõrra erinevas suunas kulgenud ning teatud juhtudel on lahknevused olnud üsna suured. Alates majandus- ja rahaliidu asutamisest 1. jaanuaril 1999 kuni 2005. aasta lõpuni kasvas euroala valitsussektori võlg (nn Maastrichti võlg) 15%ni sisemajanduse koguproduktist (SKPst), samas kui euroala riikide eelarvepuudujääk kokku suurenes ligikaudu 13%ni SKPst.<sup>1</sup> Seega kasvas erinevus euroala valitsussektori võla muutuse ja eelarvepuudujäägi vahel kogu perioodi jooksul 2%ni SKPst, mis tähendab, et kogu euroalal suurenes see aastast keskmiselt 0,3% SKPst. Riikide tasandil olid erinevused võla muutuse ja eelarvepuudujäägi vahel veelgi suuremad, ulatudes mõningal juhul 28%ni SKPst. Erinevust võla muutuse ja eelarvepuudujäägi vahel nimetatakse eelarvepositsiooniväliseks võlamuutuseks<sup>2</sup> või üldisemalt väljendudes lihtsalt võla muutuse ja eelarvepuudujäägi vaheliseks erinevuseks<sup>3</sup>.

Kuni eelarvepositsiooniväline võlamuutus ja selle komponendid koostatakse adekvaatse statistilise aruandluse kohaselt, on tagatud ka eelarvepuudujäägi ja võla andmete usaldusväärsus. See omakorda kindlustab ELis teostatava eelarvejärelevalve usaldatavuse. Kahtlused nende andmete suhtes aga võivad kogu järelevalveprotsessi õhnestada.

Artikli teises osas kirjeldatakse eelarvepositsioonivälise võlamuutuste põhjuseid. Kolmandas osas analüüsitakse eelarvepositsioonivälise võlamuutuste seoseid ELi eelarvejärelevalve ning stabiilsuse ja kasvu pakti vahel. Neljandas osas esitatakse kvantitatiivne analüüs eelarvepositsioonivälise võlamuutuste komponentide ja vaadeldava perioodi vältel toimunud muutuste kohta euroalal. Viiendas osas tehakse kokkuvõtte.

---

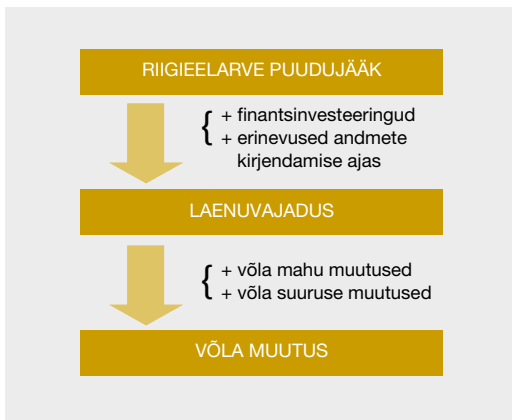
<sup>1</sup> Mõlema näitaja puhul on võetud aluseks 2005. a SKP.

<sup>2</sup> Ingl k *deficit-debt adjustment* (DDA).

<sup>3</sup> Ingl k *stock-flow adjustment* (SFA).

## EELARVEPOSITSIOONIVÄLISE VÖLAMUUTUSE MÄÄRATLUS JA PÕHJUSED

Loogiliselt võttes peaks eelarvepuudujäägi kasvades suurenema ka valitsussektori võlg. See ei pea aga alati paika mitmel põhjusel, mida on järgnevatel raamatupidamisetappidel abil (vt joonis 1) lihtne põhjendada. Esiteks on eelarvepuudujääk juba mahult erinev sellest, mida valitsussektoril oleks oma finantsinvesteeringute tarbeks vaja laenata (nn laenuvajadus). Teiseks leidub siin erinevusi andmete kirjendamise ajas, enamasti valitsussektori kulude või tulude ning nendega seotud rahavoogude vahel. Pealegi võib võla muutus laenuvajadusest erineda, mis on omakorda tingitud teistest võla mahtu või suurust mõjutavatest teguritest.<sup>4</sup>



**Joonis 1. Eelarvepuudujäägist valitsussektori võlani**

kahandab enamasti nii valitsussektori võlga kui ka laenuvajadust, mõjutamata sealjuures eelarvepuudujääki.

Erinevused andmete kirjendamise ajas puudutavad eelkõige erinevusi valitsussektori kulude ja nendega seotud maksete ning tulude ja vastavate valitsussektori rahavoogude kirjendamise ajas. Näiteks võidakse kulud kirjendada alles tarnete üleandmisel, mis suurendab eelarvepuudujääki. Samas võib valitsus tegelike sularahamaksetega viivitada (mis on kooskõlas lepingus ette nähtud arveldustingimustega), mis tähendab, et valitsussektori laenuvajadus ja võlg ei muutu. Samal põhimõttel käib maksuandmete kirjendamine, mis vähendab riigieelarve puudujääki nende hindamise hetkel, kuigi vastav makse võib reaalselt toimuda alles hiljem. Teiseks võivad erinevused andmete kirjendamise ajas tekkida ELi eelarvest pärit ettemaksete või tagantjärele laekuvate maksete korral, millega kaetakse valitsussektori Euroopa Liidu nimel tehtud kulusid. Kui kirjendamise aeg

Kui loetleda võimalikke lahknevusi eelarvepuudujäägi ja laenuvajaduse vahel, siis näiteks finantsinvesteeringud hõlmavad valitsussektori hoiuseid rahaloomeasutustes, sotsiaalkindlustusfondide omandatud (mitte riigi-) võlakirju, mis moodustavad tulevaste pensionimaksete katmiseks vajalikud varad, ja riigile kuuluvate osaluste suurendamist ettevõtete aktsiakapitalis. Riigieelarve puudujäägi korral suurendab valitsussektori finantsinvesteering riigi laenuvajadust ja seeläbi ka kogu valitsussektori võlga, ning vastupidi – finantsvarade vähenemine (näiteks erastamise tulemusena)

<sup>4</sup> Vt täpsemat selgitust eelarvepositsioonivälise võlamuutuse kohta EKP valitsussektori finantsstatistika juhendis (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/governmentfinancestatisticsguide200701en.pdf>).

valitsussektori arvepidamises kasutatud andmeallikates erineb, tekkivad statistilised lahknevused, mis on ka osa eelarvepositsioonivälisest võlamuutusest. Üldiselt kirjendamisaja erinevused pikema aja jooksul kaovad (nt aruandluses näidatud kulud, mida pole jooksva aasta jooksul veel jõutud tasuda, tasutakse ega kajastu enam järgmise aasta kuludes).

Erinevused laenuvajaduse ja võla tegeliku muutuse vahel on tingitud nn Maastrichti võla suuruse või mahu muutustest, mis tekivad sõltumata tehingutest. Näiteks võla jääk kahaneb, kui omavääringu kallinemine vähendab välisvaluutas nomineeritud võlga. „Mahu muutused”, mis ei ole tehingutega seotud, tulenevad enamasti riigi osalusega ettevõtete ümberliigitamisest riigisektorisse kuuluvana või mittekuuluvana või mõningatest valitsussektori üle võetud laenukohustustest.

### **TAUSTINFO. KUIDAS MÄÄRATLETAKSE MAASTRICHTI PUUDUJÄÄGI JA VÕLGA?**

Eelarvepuudujäägi ja võla näitajad, mida on vaja ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlemiseks, on sätestatud Maastrichti lepingus, mille on ratifitseerinud kõik Euroopa Liidu liikmesriigid.<sup>5</sup> Seetõttu viidatakse euroala valitsussektori eelarvepuudujäägile ja võlale sageli kui Maastrichti puudujäägile ja võlale.

Maastrichti võlg mõõdab kogu valitsussektori võlga tervikuna. Tegu pole siiski pelgalt kõikide valitsusüksuste võlakohustustega kokku, vaid pigem valitsusüksuste vahelise konsolideeritud võlga. See tähendab, et ühe valitsusüksuse võlakohustused, mida hoiab teine valitsusüksus (nt keskvalitsuse võlakirjad, mis on sotsiaalkindlustusfondide omanduses), on valitsussektori võlast välja arvatud.

Maastrichti võlga määratletakse üldises tähenduses – valitsusüksuste hallatavaid põhivarasid, mille puhul on tegu valitsusväliste üksuste kohustustega (nt riigivõlakirjad või ettevõtete emiteeritud aktsiad), ei arvestata Maastrichti võlast maha.

Maastrichti võlga hinnatakse nominaalväärtuses. See tähendab, et näidatakse summa, mis riigil tuleb võla lunastamiseks tasuda. Maastrichti võla puhul võetakse siiski arvesse ka hindamismõjusid, mis tulenevad välisvaluutas nomineeritud võla konverteerimisest turuhindades.

Praktilistel põhjustel välistab see mitmed finantskohustused, mida on raske mõõta. Olulisemad neist on muude kohustuste kontod, kuhu kuulub kaubanduskrediit, mis on

<sup>5</sup> Vt asutamislepingule lisatud ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlust käsitleva protokoll artiklit 2 (<http://europa.eu/eur-lex/en/treaties/selected/livre335.html>).

tingitud viivitustest lepingujärgsete maksete tasumisel kaupade ja teenuste pakkujatele.<sup>6</sup>

Maastrichti puudujääk on erinevus valitsussektori tulude ja kulude vahel. Ühtlasi on see võrdne valitsussektori omandatud finantsvarade ja -kohustuste saldoga.<sup>7</sup> Kõik tehinguid kirjeldatakse vastavalt Euroopa raamatupidamiseskirjadele, mida teatakse kui Euroopa rahvamajanduse ja regionaalse arvepidamise süsteemi (ESA 95). See on kooskõlas teiste rahvusvaheliste statistikastandarditega ning sätestatud nõukogu määrusega, mille on vastu võtnud kõik ELi liikmesriigid.<sup>8</sup>

## **EELARVEPOSITSIOONIVÄLINE VÕLAMUUTUS JA EELARVE JÄRELEVALVE STABIILSUSE JA KASVU PAKTI RAAMES**

Eelarvepositsiooniväline võlamuutus on tähtis tegur ELi eelarvejärelevalve protsessis, sest see tasandab erinevused eelarvepuudujäägi ja võla vahel, mis omakorda on põhilised eelarvepoliitika muutujad, mida stabiilsuse ja kasvu pakti raames vaadeldakse. Järgida tuleb eelarvepuudujäägi kontrolliväärtust (3% SKPst) ja võla kontrolliväärtust (60% SKPst). See on vajalik stabiilse ja jätkusuutliku riigirahanduse tagamiseks, mis on igas riigis makromajandusliku stabiilsuse tagamise alustala ning mis kindlustab majandus- ja rahaliidu (EMU) tõhusa toimimise. Puudujäägi piirmäära ületamine toob kaasa ülemäärase puudujäägi menetluse algatamise, mis võib lõpuks viia finants-sanktsioonide kehtestamiseni.

Eelarvepositsioonivälise võlamuutuse ja selle komponentide korrakohane statistiline kirjendamine tagab eelarvepuudujäägi ja võla näitajate usaldusväärsuse, mis omakorda tugevdab ELi eelarvejärelevalve ja ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse usaldatavust. Siinkohal tuleb märkida, et eelarvepositsioonivälise võlamuutuse kõrge tase iseenesest ei sea kahtluse alla riigi finantsstatistikat ega ESA 95 raamatupidamiseskirjade (vt taustinfo) rakendamist. Kui eelarvepositsiooniväline võlamuutus osutub siiski ootamatult suureks, kuigi tegemist ei ole otseselt ebaõige aruandlusega, võib see anda tunnistust liigsest tegevusvabadusest keerukate tehingute puhul (kus eeskirju on raskem rakendada) eesmärgiga vähendada eelarvepuudujääki.

Mõned finantstehingud on eelarvepositsioonivälise võlamuutuse usaldusväärsuse kontrollimise seisukohalt väärt suuremat tähelepanu. Näiteks tuleks kontrollida, kas valitsussektori tehtud kapi-

<sup>6</sup> Vt nõukogu 1993. aasta 22. novembri määrus (EÜ) nr 3605/93 Euroopa Ühenduse asutamislepingule lisatud ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlust käsitleva protokoll kohaldamise kohta ning selle edasised muudatused.

<sup>7</sup> See tähistab tehingutest tulenevat muutust valitsussektori netofinantsvara mahus. Muutused valitsussektori netofinantsvara mahus, mis on tingitud vara hoidmisega kaasnevast kasumist ja kahjumist, jäetakse eelarvepuudujäägi arvestusest välja.

<sup>8</sup> Nõukogu 1996. aasta 25. juuni määrus nr 2223/96 ühenduses kasutatava Euroopa rahvamajanduse ja regionaalse arvepidamise süsteemi kohta.

talisüstide puhul riigi osalusega äriühingutesse on õigustatud nende kajastamine finantsinvesteeringutena aktsiate omandamise teel (mis ei mõjuta riigieelarve puudujääki) või tuleks neid kajastada puudujääki suurendavate kapitaliülekannetena. Sama lugu on siis, kui valitsussektori mittefinantsvara müügiga väärtpaperistamise teel ei kaasne sellega seotud riski täielikku ülekandmist. Ka sel juhul ei saa tehingut kajastada eelarvepuudujääki vähendava müügitehinguna, vaid seda tuleb aruandes näidata võlga suurendava tehinguna, mis lõppkokkuvõttes suurendab ka eelarvepositsioonivälisest võlamuutust. Kui valitsussektor müüb hoone eesmärgiga seda pärast müüki rentima hakata, saab ta saadud tulu näidata eelarvepuudujääki vähendava müügitehinguna või valitsussektori võlga suurendava laenu tehinguna. Korrektnete andmete kirjendamine sõltub täpsematest müügitingimustest. Lisaks sellele nõuab erilist tähelepanu võlakohustuste ülevõtmine, sest toimunud võlamuutus võib tuua või mitte tuua endaga kaasa riigieelarve puudujääki suurendava kapitaliülekannde.

Selliste piiripealsete tehingute täpset kajastamist käsitletakse Euroopa Ühenduste Statistikaameti (Eurostat) ESA 95 käsiraamatus valitsussektori eelarvepuudujäägi ja võla kohta. Käsiraamatus selgitatakse, kuidas ESA 95 eeskirju tuleb riigieelarve koostamisel rakendada. Kui käsiraamatus toodud juhised pole piisavad, konsulteerib Eurostat monetaar-, finants- ja maksebilansistatistika komiteega (*Committee on Monetary, Financial and Balance of Payments Statistics* – CMFB, kus on esindatud nii riiklikud statistikaametid kui ka ELi liikmesriikide keskpangad, samuti Euroopa Komisjon ja Euroopa Keskpank), et teada saada, kuidas täpselt keerukamaid tehinguid kirjeldata. CMFB konsultatsioonid aitavad tagada valitsussektori eelarvepuudujäägi ja võla näitajate järjepidevat ja stabiilset koostamist vaadeldaval perioodil kõikides liikmesriikides ühtemoodi. Riigieelarve koostamise traditsioonid võivad sealjuures riikide lõikes erineda. Samuti saab konsultatsioonide abil välja selgitada, kuidas eeskirju majanduslikult kõige otstarbekamalt rakendada, et riigieelarve järelevalve statistilise baasi usaldusväärsust veelgi suurendada.

Kuna ELi eelarvejärelvalve usaldatavus sõltub riikide finantsstatistika usaldusväärsusest, võeti 2005. aasta lõpus vastu nõukogu määrus<sup>9</sup>, mis andis Eurostatile suuremad volitused uurida lähemalt liikmesriikide esitatud näitajaid Maastrichti puudujäägi ja võla kohta. See on võimaldanud Eurostatil, kes vastutab ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse jaoks vajalike statistiliste andmete olemasolu eest<sup>10</sup>, oma jõupingutusi tugevdada, sealhulgas Euroopa Keskpanga toetusel läbiviidavatel visiitidel. Kokkuvõttes on eelarve statistiliseks aruandluseks vajalikud eeskirjad ja menetlused viimaste aastate jooksul märkimisväärselt edasi arenenud. See on tõhustanud eelarvejärelvalvet ELi tasandil ja suurendanud stabiilsuse ja kasvu pakti usaldusväärsust.

<sup>9</sup> Nõukogu 2005. aasta 12. detsembri määrus nr 2103/2005, millega muudetakse määrust (EÜ) nr 3605/93 seoses statistiliste andmete kvaliteediga ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse raames.

<sup>10</sup> Vt asutamislepingule lisatud ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlust käsitleva protokolli artikkel 4.

## EUROALA EELARVEPOSITSIOONIVÄLISE VÕLAMUUTUSE ANALÜÜS

Nagu juba eespool mainitud, on mõningased lahknevused valitsussektori eelarvepuudujäägi ja koguvõla muutuse vahel riigi rahanduses tavapärased. Ajavahemikul 1999–2005 suurendasid eelarvepositsioonivälised võlamuutused euroala valitsussektori võlakoormust aastas keskmiselt 0,3% võrra, võrreldes üksnes eelarvepuudujäägi näitajate põhjal arvatutaga.<sup>11</sup> USA eelarvepositsiooniväline võlamuutus vähendas valitsussektori võlga samal perioodil aastas keskmiselt 0,3% võrra SKPst (sellest tulenevalt põhjustas puudujäägi kuhjumine mõningast võlamuutuse ülehindamist). Jaapanis suurendas eelarvepositsiooniväline võlamuutus võlga aastas keskmiselt 1,5% võrra SKPst. Enamasti oli selle põhjuseks valitsussektori mahukad finantsinvesteeringud, mida tehti pensionifondide eelrahastamiseks.

Ajavahemikul 1999–2005 oli aastane eelarvepositsiooniväline võlamuutus euroala riikide lõikes siiski väga erinev (vt tabel 1). Soomes töid eelarvepositsioonivälised võlamuutused kaasa valit-

**Tabel 1. Eelarvepositsiooniväline võlamuutus (1999–2005)**  
(aasta keskmine; % SKPst)

Riigid	Eelarvepositsiooniväline võlamuutus											
	Finantsinvesteeringud									Võla mahu ja suuruse mõjud		Erinevused andmete kirjendamise ajas*
	Sularaha ja hoiused	Väärt-pabe-rid	Aktsiad						Laenud		Võla suu-ruse muu-tus	
			Kapi-tali-süstid	Muud aktsia-inves-teenin-gud	Eras-tamine							
Belgia	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,4	0,2	0,2	0,3
Saksamaa	-0,3	-0,3	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,1
Iirimaa	1,6	0,7	0,5	0,2	-0,1	1,1	0,0	-1,3	0,2	0,6	0,0	0,2
Kreeka	3,2	0,6	0,2	0,0	0,4	0,3	0,9	-0,7	0,0	0,9	0,0	1,7
Hispaania	0,8	1,0	0,8	0,1	-0,1	0,2	-0,3	-0,0	0,2	0,0	0,1	-0,3
Prantsusmaa	0,6	0,5	0,1	0,0	0,4	0,1	0,5	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0
Itaalia	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,1	-0,6	0,3	-0,5	0,0	0,5
Luksemburg	2,6	2,8	2,0	0,5	0,3				-0,1	0,1		-0,2
Holland	0,0	-0,2	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,1
Austria	0,9	1,1	0,2	0,3	0,1				0,6	-0,4		0,1
Portugal	0,6	0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,5	0,1	-0,7	0,2	-0,1	0,0	0,5
Soome	4,5	4,2	0,7	2,6	1,1	0,1	2,3	-1,3	-0,2	0,4	-0,1	-0,1
Euroala**	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	0,0	0,2

Allikas: eurosüsteem.

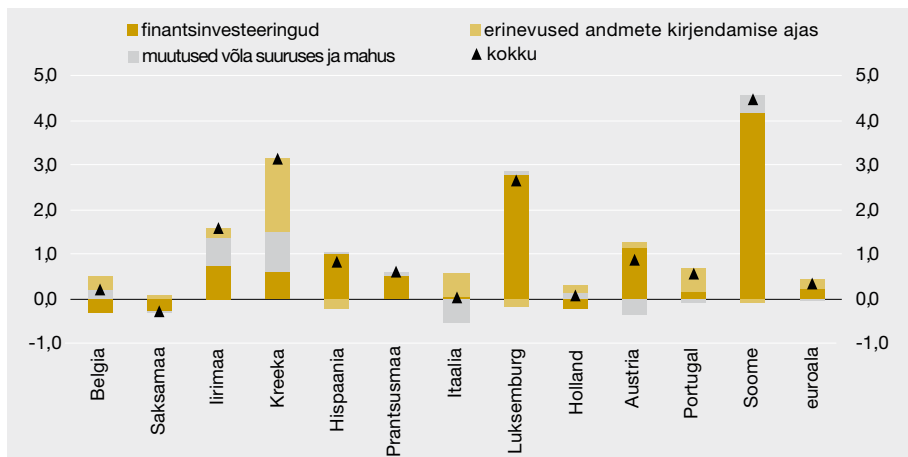
\* Hõlmavad põhiliselt finantstehinguid muudel nõuete/kohustuste kontodel ning statistilisi erinevusi valitsussektori finants- ja mittefinantskontode vahel.

\*\* Euroala andmed ei sisalda Sloveeniat.

<sup>11</sup> Siin tuleb meele pida, et eelarvepositsiooniväline võlamuutus = võlamuutus - puudujääk.

sussektori võla märgatava kasvu (majandus- ja rahaliidu algusaegadest alates suurenes see aastast keskmiselt 4,5% SKPst), samuti Kreekas ja Luksemburgis (mõlemas keskmiselt ligikaudu 3% SKPst). Euroala suurriikidest on Prantsusmaa ja Hispaania vastavad näitajad aastast keskmiselt 0,6% ja 0,8% SKPst, samas kui Saksamaal on eelarvepositsioonivälise võlamuutuse võlga mõnevõrra vähendanud. Sellele vaatamata võib eelarvepositsioonivälise võlamuutuse näitaja mõnel üksikul aastal märgatavalt erineda mõne muu perioodi keskmisest (see aga võib omada tähtsust ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse seisukohalt, mille puhul uuritakse nii eelarvepuudujäägi kui ka võla arengut igas riigis ja igal aastal eraldi). Itaalia on hea näide sellest, kuidas keskmine eelarvepositsioonivälise võlamuutuse näitaja on olnud nullilähedane majandus- ja rahaliidu asutamisest saadik, kuid aastate lõikes on näitajad silmnähtavalt positiivsed või negatiivsed.

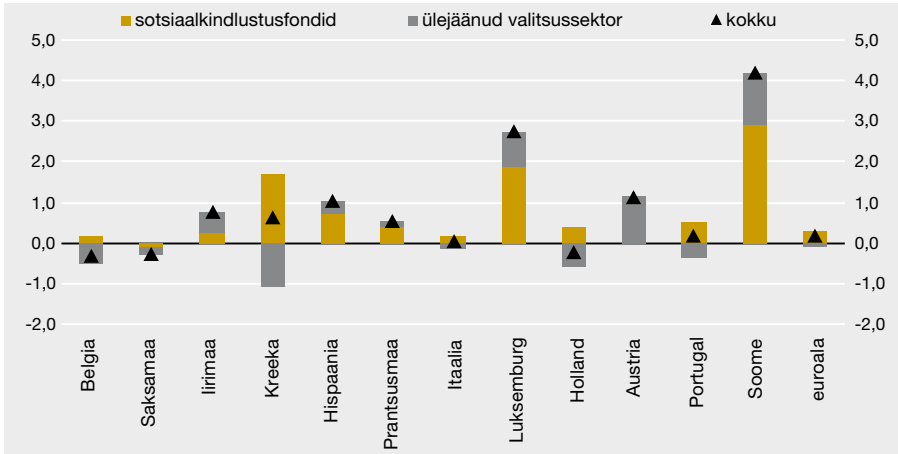
Kui vaadelda eelarvepositsioonivälise võlamuutuste põhjuseid euroalal lähemalt, ilmneb, et enamikus suure eelarvepositsioonivälise võlamuutusega riikides on valitsussektori investeeringud võlga märgatavalt suurendanud (vt joonis 2). Nii on see ilmselt olnud Soomes, Luksemburgis,



**Joonis 2. Eelarvepositsioonivälise võlamuutuse komponendid aastatel 1999–2005 (aasta keskmine; % SKPst)**

Allikas: eurosüsteem.

Austrias ja Hispaanias. Soomes ületas eelarvepositsioonivälise võlamuutuse keskmine 4% SKPst aastast. Soomes, Luksemburgis, Hispaanias ja Kreekas tulenesid valitsussektori finantsinvesteeringud võlga märgatavalt suurendanud.



**Joonis 3. Sotsiaalkindlustusfondide ja valitsussektori finantsinvesteeringud aastatel 1999–2005 (aasta keskmine; % SKPst)**

Allikad: Eurostat ja Euroopa Keskpank.

Märkus. Sotsiaalkindlustusfondide andmed ei ole konsolideeritud ülejäänud valitsussektori allsektoritega.

ringud suures osas varade akumulereumisest sotsiaalkindlustusfondidesse, valmistumaks tulevikus väljamakstavateks pensionideks (vt joonis 3).<sup>12</sup>

Mis puudutab valitsussektori finantsinvesteeringute muid komponente, siis mõningatel juhtudel on valitsussektori hoiuste suurenemisel olnud eelarvepositsioonivälisele võlamuutusele märkimisväärne mõju. Riigikassale kuuluvad ja rahaloomeasutustes hoiul olevad hoiused on jätkuvalt hoogsalt suurenenud Soomes, Hispaanias ja Iirimaaal. Seevastu mitme teise riigi valitsused on püüdnud valitsussektori võlakoores suurenemist varjata, vähendades keskmist varade jääki riigikassas.

Mainimist väärib ka järgmised valitsussektori finantsinvesteeringute komponendid. Kapitalisüstid, mis on põhiliselt seotud infrastruktuuri (transport, telekommunikatsioon ja energia) rahastamisega, on euroala valitsussektori võlga suurendanud keskmiselt 0,2% aastas ning on olnud eriti ulatuslikud Iirimaaal ning pisut väiksemad Portugalis. Soomes, Kreekas ja Prantsusmaal on suur osatähtsus olnud muudel aktsiainvesteeringutel (enamjaolt tingitud sotsiaalkindlustus-

<sup>12</sup> Lisaks on mõnes riigis sotsiaalkindlustusfondid juba majandus- ja rahaliidu algusaastatest saadik püüdnud oma portfelliinvesteeringuid mitmekesistada ega ole piirdunud üksnes oma riigi võlakirjadega. See on eelarvepositsioonivälisest võlamuutusest veelgi suurendanud. Kuna Maastrichti võlga konsolideeritakse (vt taustinfo), toob sotsiaalkindlustusfondide omanduses olevate riigivõlakirjade vähenemine muudel võrdsetel tingimustel kaasa Maastrichti võla kasvu, mõjutamata sealjuures eelarvepuudujääki. Seetõttu suureneb ka eelarvepositsioonivälise võlamuutuse.

teemide finantsinvesteeringutest). Üldiselt aga on kapitalisüstide ja muude aktsiainvesteeringute mõju võla kasvule tasakaalustanud mahukad erastamisprogrammid (euroala valitsussektori võlg on olnud aastas keskmiselt 0,4% SKPst), eriti Itaalias, Hollandis ja Saksamaal.

Valitsussektori laenude mõju (põhiliselt riigi osalusega ettevõtetele) on kokkuvõttes olnud tagasihoidlik, välja arvatud Belgias, Austrias ja Itaalias.

Erinevused andmete kirjendamise ajas ei ole euroala tasandil kuigi suured, välja arvatud Kreekas ning vähemal määral ka Itaalias ja Portugalis.

Tehingutega mitte seotud muutused võla mahus ja suuruses on euroala valitsussektori võlga vähendanud 0,1% võrra. Vahetuskursi mõju välisvaluutas nomineeritud võla suurusel on olnud väga väike ja vähenenud kooskõlas selle osaga võlast, mis jäi alles pärast eurole üleminekut (koguvõlg vähenes 8%lt 1993. a 2%ni 2005. a). Sellist langust on täheldatud põhiliselt Kreekas, Soomes ja Iirimaa. Vanade võlakirjade ennetähtaegne lunastamine ja uute võlakirjade emissioon samas turuväärtuses on nn Maastrichti võla muutusele samuti mõju avaldanud, kuna uue ja vana võla nominaalväärtus on olnud erinev. Eelkõige on sellist võla ümberstruktureerimist esinenud Itaalias.

Eelarvepositsiooniväliste võlamuutuste tase on viimastel aastatel mitmes euroala riigis vähenenud teatud tehingute arveldamisega kaasnevate suurte vastuolude lahendamise tulemusel. Eurostat on üle vaadanud mõne riigi esitatud eelarvepositsiooniväliste võlamuutuste andmed, mis mõnikord viitavad palju suurema eelarvepuudujäägi ja väiksema eelarvepositsioonivälise võlamuutuse olemasolule kui esialgselt esitatud andmed. Eelkõige on kontrollitud riigi osalusega äriühingutelt üle võetud võla ümberliigitamist, kaitsekulude kirjendamist, riigi osalusega äriühingutesse tehtud kapitalisüste, sotsiaalkindlustusmaksete kajastamist ja tekkepõhist raamatupidamist puudutavaid andmeid. Hoolimata raamatupidamisnõuete täpsustamisest ja hiljutistest edusammudest riikide statistilises aruandluses võivad esile kerkida uued vastuolud või muud seletamatud lahknevused. Seetõttu tuleb eelarvepositsiooniväliste võlamuutuste järelevalve puhul olla jätkuvalt tähelepanelik.

## **KOKKUVÕTE**

Stabiilsuse ja kasvu paktiga kooskõlas olev usaldusväärne eelarve järelevalve põhineb valitsussektori finantstegevust adekvaatselt kajastavatel andmetel. Kuna eelarve järelevalve ELi tasandil tugineb eelkõige eelarvepuudujäägi ja võla näitajatele, on oluline teada, kuidas need kaks mõistet on omavahel seotud. Võla muutuse ja eelarvepuudujäägi vahelised erinevused võib jaotada kolme põhikategooriasse: finantsinvesteeringud, erinevused andmete kirjendamise ajas ning muud võla mahu ja suuruse muutused.

Eelarvepositsioonivälise võlamuutuse kõrge tase iseenesest ei peaks eelarvepuudujäägi ja võla näitajate usaldusväärsuse suhtes kahtlusi äratama. Käesolevas artiklis leitakse, et suur osa eelarvepositsioonivälisest võlamuutusest on tingitud sotsiaalkindlustusfondide finantsinvesteeringutest, mida tehakse tulevikuks väljamakstavate pensionide tarbeks. Viimastel aastatel tekkinud probleemid ja vastuolud andmete kirjendamisel näitavad vajadust valitsussektori tegevust kajastava usaldusväärse finantsstatistika järele. Samuti on suurendatud Euroopa Komisjoni (Eurostati) volitusi riikide esitatud eelarvepuudujäägi ja võla andmete kontrollimisel. See on aruandlust tõhustanud ning suuri edusamme on tehtud ka raamatupidamiseeskirjade täpsustamisel ja ühtlustatud rakendamise tagamisel. Eriti oluline on, et Eurostat jätkaks Euroopa Keskpanga toetusel hoolikat järelevalvet eelarvepositsioonivälise võlamuutuse ja selle komponentide üle ka edaspidi.

# MAASTRICHTI VAHETUSKURSI JA INFLATSIOONIKRITEERIUMI TÄITMINE NOMINAALSE KONVERGENTSIS PERIOODIL\*

John Lewis<sup>1</sup>

## SISSEJUHATUS

Üheksa uut Euroopa Liiduga ühinenud Kesk- ja Ida-Euroopa (KIE) riiki, kes pole eurot veel kasutusele võtnud, kohustusid kõik ühinema euroalaga. Nende piiratud õigustega majandus- ja rahaliidu (EMU) liikmesriigi staatus viitab asjaolule, et nad ei saa ühisraha kasutusest keelduda, kuid samas on neil vabadus ise langetada otsus ühisraha kasutuselevõtu ajastuse ja strateegia kohta.

Euroalasse vastuvõtmine põhineb viie Maastrichti kriteeriumi täitmisel. Lisaks nominaalse intressimäära ja eelarvekriteeriumidele peavad kandidaatriigid tõestama ka vahetuskursi stabiilsust (määratletuna kaheaastase osalusega vahetuskursimehhanismisERM2) ja madalat inflatsioonitaset – inflatsioon ei tohi ületada kolme madalaima (positiivse) inflatsioonimääraga ELi liikmesriigi keskmist enam kui 1,5% võrra.

Käesolevas artiklis analüüsitakse vahetuskursi ja inflatsioonikriteeriumi samaaegse täitmisega seotud probleemi perioodi jooksul, mil riikide hinnatasemed ühtlustuvad Euroopa Liidu vanade liikmesriikide (EL-15) tasemega. KIE riikide suhteline hinnatase on toodud tabelis 1.

**Tabel 1. Suhteline hinnaindeks 2005. aastal (EL-15 = 100)**

Riik	SKP deflaator	Majapidamiste tarbimine
<b>2004 liitujad:</b>		
Tšehhi	54,0	56,4
Eesti	55,8	62,7
Läti	48,4	55,4
Leedu	47,4	53,3
Ungari	58,6	62,1
Poola	52,4	58,2
Slovakkia	52,6	56,2
<b>2007 liitujad:</b>		
Bulgaaria	35,3	42,2
Rumeenia	43,2	51,8
<b>Euroala 3 madalaimat:</b>		
Portugal	80,1	82,2
Kreeka	81,5	84,7
Hispaania	86,5	86,8

Allikas: Eurostat.

\* Järgnev artikkel on lühendatud versioon Hollandi keskpanga (De Nederlandsche Bank) toimetisest nr 130 „Hitting and Hoping? Meeting the Exchange Rate and Inflation Criteria During a Period of Nominal Convergence” („Tabamine ja lootmine? Vahetuskursi ja inflatsioonikriteeriumi täitmine nominaalse konvergenstsi perioodil”), mida esitleti Eesti Panga majandusteadlaste talveseminaril Pühajärvel. Autor tänab Marloes Foudraine'i uurimusosalase abi eest ning on tänulik Peter Vlaarile ja Maria Demertzisele kasulike kommentaaride eest.

<sup>1</sup> Autori esitatud hinnangud ei kajasta tingimata Hollandi keskpanga ametlikke seisukohti.

Tabelist 1 ilmneb, et KIE riikides on hinnatase märkimisväärselt madalam kui euroalal ning palju väiksem ka euroala kolme madalama hinnatasemega riigi omast. SKP deflaatori põhjal küündib KIE riikide hinnatase enamasti umbes 45–60%ni EL-15 keskmisest, kusjuures 2007. aastal ühinenud riikide tase on veelgi madalam. Kuna inflatsioonikriteeriumi hinnatakse tarbijahindade muutuse määra (ÜTHI – ühtlustatud tarbijahinnaindeksi) põhjal, on toodud ka majapidamiste tarbimiskorvi suhteline hind. Vastavad hinnad on veidi kõrgemad, kuid moodustavad siiski kõigest 50–60% EL-15 keskmisest.

Käimasolev hinnatase ühtlustumine praeguste EMU kandidaatide ja euroala riikide vahel, mida nimetatakse ka nominaalseks konvergenstiks, avaldub kas erinevusena inflatsioonis, muutusena nominaalses vahetuskursis või nende kahe kombinatsioonina. See tekitab vastuolu nominaalse konvergensti ning üheaegse vahetuskursi ja inflatsioonikriteeriumi täitmise vahel. Võimud võivad kasutada rahapoliitilisi vahendeid ühe kriteeriumi täitmiseks, ohjates inflatsiooni või fikseerides vahetuskursi, kuid peavad seejärel lihtsalt ootama ja lootma teise kriteeriumi täitmisele. See, kas nimetatud vastuolu on KIE riigi jaoks tõsiseks takistuseks lähenemiskriteeriumide täitmisel, sõltub sellest, kui suurt mõju konvergenst avaldab ning kui pikalt see mõju kestab.

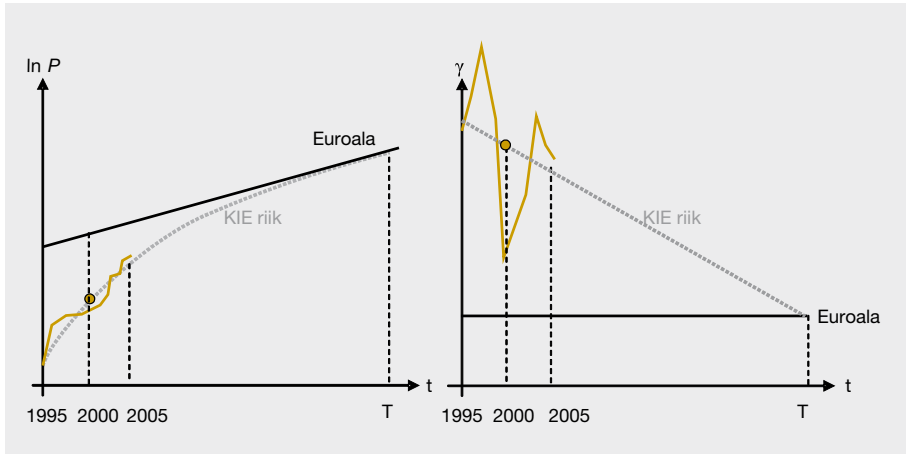
Alljärgnevalt otsitaksegi vastust kolmele küsimusele. Esiteks, kui suur on nominaalsest konvergenstist tingitud vastuolu konvergenstikriteeriumide täitmisel? Teiseks, kui pikka aega see võib KIE riikidele probleeme tekitada? Kolmandaks, kuidas mõjutab vahetuskursirežiimi valik riigi võimet täita üheaegselt vahetuskursi ja inflatsioonikriteeriumi?

## **LÄHENEMISPROTSESSI MODELLEERIMINE**

Nominaalne lähenemine euroala tasemele viitab asjaolule, et KIE riigi hinnatase tõuseb aja jooksul võrreldavaks euroala omaga. See tähendab ka, et KIE riigi tarbijakorvi ostmiseks vajalik eurode kogus suureneb aja jooksul ning et see „eurodes nomineeritud inflatsioonimäär” on KIE riigis kõrgem kui euroalal.

Riikide jaoks, kes seovad oma vahetuskursi euroga, võrdub eurodes nomineeritud inflatsioonimäär lihtsalt riikide (omavääringu) inflatsioonimääraga. Nende riikide inflatsioonimäär on seega keskmiselt kõrgem kui euroalal, mis võib raskendada inflatsioonikriteeriumi täitmist. Seevastu ujuva vahetuskursiga riikides, kes seavad eesmärgiks 2% inflatsioonimäära nagu Euroopa Keskpankki (EKP), pole (omavääringu) inflatsioonimäär keskmiselt kõrgem kui euroalal. Selle asemel avaldub nominaalne konvergenst nominaalse vahetuskursi kallinemisena, mis samuti raskendab riigi vastavust ERM2 tingimustele.

Maastrichti inflatsiooni- ja vahetuskursikriteeriumi täitmise võimalusi käimasoleva nominaalse konvergenstist kestel on analüüsitud Kattai (2006) välja töötatud konvergenstimudeli abil, mille graafiline esitus on toodud joonisel 1.



**Joonis 1. Nominaalse konvergensti projektsioon**

Joonisel 1 esitatud käsitluse põhieelduseks on, et hinnataseme ning eurodes väljendatud inflatsiooni ühtlustumine KIE riigi ja euroala vahel toimub ühel ajal. Sellele eeldusele tuginedes saab konstrueerida mudeli erinevate konvergenstisenaariumide loomiseks. Inflatsiooni pikaajalise trendi leidmiseks on esmalt leitud hinnataseme ja eurodes nomineeritud inflatsiooni keskvärtused aastatel 1995–2005. Vastavad väärtused võrduvad hinnataseme  $P$  ja inflatsiooni  $\gamma$  trendväärtustega aastal 2000 (joonisel mustade punktidenä).  $P$  ja  $\gamma$  üheaegse konvergensti eeldus võimaldab lahendada võrranditepaari ning arvutada ajahetke  $T$ , mil KIE riigi ja euroala hinnatase ja inflatsioon võrdsustub. Konvergensti lähte- ja lõpp-punkti lineaarse trendiga ühendades saab genereerida  $P$  ja  $\gamma$  pikaajalised prognoosiväärtused (joonisel punktirina). Teine võimalus on esmalt arvutada  $P$  trendväärtus aastal 2000, fikseerida mudelivälise informatsiooni alusel  $T$  ja seejärel leida selline  $\gamma$  trend, mis rahuldaks samaaegse hinnatase ja inflatsiooni ühtlustumise eeldust.

Mõlemat võimalust kasutades on loodud neli võimalikku konvergenstisenaariumi (vt tabel 2). Küsimärk tabelis tähendab, et väärtus on saadud teiste olemasolevate muutujate põhjal, leides seejärel puuduva muutuja.

**Tabel 2. Konvergenstisenaariumid**

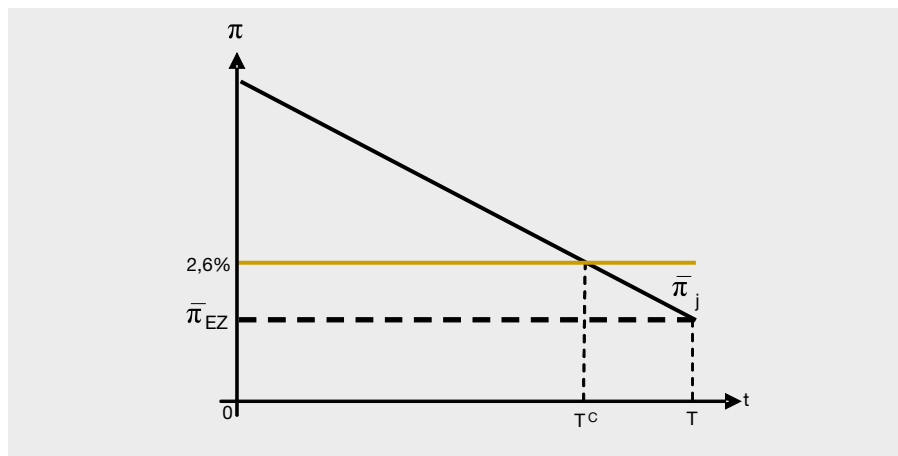
Stsenaarium	Hinna lõpp-punkt: KIE riigi hinnatase võrreldes euroalaga	Aeg	$\gamma$ algne väärtus	$P$ algne väärtus
Täielik konvergenst	100%	?	Keskm. 1995–2005	Keskm. 1995–2005
Osaline konvergenst	80%	?	Keskm. 1995–2005	Keskm. 1995–2005
Kiire konvergenst	100%	25	?	Keskm. 1995–2005
Aeglane konvergenst	100%	50	?	Keskm. 1995–2005

Enamasti hinnatakse tõenäolise täieliku konvergenksi saavutamise ajaks 25–50 aastat. Seega käsitatakse neid ajavahemikke kui tõenäolisi ülemisi ja alumisi konvergenstiaja piire. Osalise konvergenksi stsenaarium seisneb selles, et hinnad ei pruugi täielikult ühtlustuda. Selle stsenaariumi jaoks valiti 80%ne lõplikult saavutatav suhteline hinnatase, mis põhineb Portugali ehk madalaima hinnatasemega euroala liikme praegustel suhtelistel hindadel.

## NOMINAALNE KONVERGENTS JA MAASTRICHTI KRITEERIUMID

Järgmiseks tuleb hinnata, kuidas need stsenaariumid mõjutavad KIE riigi võimet täita vahetuskursi ja inflatsioonikriteeriumit. Seda tehakse kahe võimaliku strateegia puhul: inflatsiooni ohjamine (eesmärgiga saavutada 2% määr) ja vahetuskursi fikseerimine.

Fikseeritud vahetuskursiga riigi puhul jääb inflatsioon euroala omast kõrgemaks kuni ajahetkeni  $T$ . KIE riigi seisukohalt on põhiküsimus, millal trendipärane inflatsioon on madalam kui kontrollväärtus  $T^c$  (vt joonis 2). Seni, kuni trendipärane inflatsioon  $\pi_j$  riigis  $j$  on kontrollväärtusest kõrgem, peab KIE riik lootma heale õnnele ehk trendipärasest madalamale inflatsioonile, et kriteeriumi täita. Kui trendipärane inflatsioon on juba kontrollväärtusest madalam, ei suuda KIE riik piirmäära saavutada vaid juhul, kui



**Joonis 2. Kontrollväärtusest madalamaks jääv trendipärane inflatsioon**

inflatsioon on trendipärasest ajutiselt kõrgem. Keskmiselt on inflatsioonikriteeriumi kontrollväärtus olnud 0,6% kõrgem kogu euroala inflatsioonimäärast. Kui liita see EKP 2% inflatsiooneesmärgile, on tulemuseks stiliseeritud kontrollväärtus 2,6%. Seega võib umbkaudu punkti  $T^c$  (pärast mida trendipärane inflatsioon on madalam kui 2,6%) pidada väärtuseks, millest edasi konvergenstegurid pole piisavalt tugevad tähendamaks, et riik ei suuda inflatsioonikriteeriumi täita.

Analüüsi põhjal on konvergensti mõju inflatsioonile ulatuslik ja pikaajaline. Täieliku konvergensti korral on Eesti  $T^c$  väärtus varaseim ehk 2023. Järgnevad teised Balti riigid, suuremad Kesk-Euroopa riigid ja lõpuks 2007. aastal ELiga ühinenud. Osalise konvergensti puhul on ajad varasemad, kuid lähenemise mõju püsib enamikul juhtudest märkimisväärne veel vähemalt aastakümne jagu. Üldisemas plaanis võib öelda, et  $T^c$  on enamasti väga lähedal ajaväärtusele  $T$ . See viitab asjaolule, et lähenemise mõju on tuntav päris konvergenstiprotsessi lõpuni.

Inflatsiooni ohjaval riigil (eesmärgiga saavutada 2% määr) ilmneb lähenemise mõju nominaalse vahetuskursi kallinemises. Viimaste lähenemisaruannete põhjal (EKP, 2006; Euroopa Komisjon, 2006) võib keskkurss riigiti kallineda kuni 15%, ilma et see ohustaks vahetuskursi stabiilsuse kriteeriumile vastavust.

Konvergensti mõjuga kaasnev nominaalse vahetuskursi kallinemine hüpoteetilise kaheaastase osalemisperioodi ajal vahetuskursimehhanismis ERM2 on toodud tabelis 3.

**Tabel 3. Prognoositav vahetuskursi kallinemine ERM2 raames kahe aasta jooksul inflatsiooni ohjamise tingimustes (liitumiskuupäeva järgi)**

	100% konvergens (hinnanguline T)			80% konvergens (hinnanguline T)			100% konvergens (25 a)			100% konvergens (50 a)		
	2005	2010	2015	2005	2010	2015	2005	2010	2015	2005	2010	2015
<b>Tšehhi</b>	6,84	5,85	4,87	6,29	4,90	3,51	6,31	5,11	3,92	5,17	4,57	3,97
<b>Eesti</b>	7,58	5,73	3,91	6,17	3,27	0,41	5,47	4,51	3,54	4,15	3,67	3,19
<b>Ungari</b>	7,74	6,28	4,82	6,85	4,71	2,59	6,03	4,91	3,79	4,83	4,27	3,71
<b>Läti</b>	10,36	7,63	4,94	8,96	5,19	1,50	6,56	5,29	4,02	5,47	4,83	4,20
<b>Leedu</b>	7,18	5,92	4,67	6,41	4,58	2,76	6,03	4,91	3,79	4,83	4,27	3,71
<b>Poola</b>	5,88	5,17	4,46	5,40	4,31	3,23	5,74	4,70	3,66	4,48	3,96	3,44
<b>Slovakkia</b>	7,57	6,48	5,40	7,04	5,56	4,08	6,75	5,43	4,11	5,71	5,04	4,38
<b>Bulgaaria</b>	7,11	6,51	5,92	6,89	6,13	5,37	7,85	6,22	4,60	7,04	6,22	5,40
<b>Rumeenia</b>	6,66	5,93	5,20	6,33	5,35	4,37	7,01	5,62	4,23	6,02	5,32	4,62

Tabelis 3 on näha, et ERM2ga liitumise aeg mõjutab vahetuskursi kallinemise ulatust. See on tingitud sellest, et nominaalkursi kallinemine on ulatuslikum lähenemisprotsessi alguses, kuna  $\gamma$  on kõrgem. Kuid kõikidel puhkudel, iga riigi ja stsenaariumi korral, jääb kahe aasta jooksul toimuv kallinemine alla 15%. Teisisõnu ei ole (ainuüksi) konvergensti mõju vahetuskursile kunagi piisavalt võimas, et vahetuskurss kontrollvahemikust väljuks ning takistaks seega vahetuskursi kriteeriumi täitmist.

Võib järeldada, et inflatsiooni ohjavad riigid kogevad palju vähem lähenemistegureist põhjustatud probleeme kui riigid, kes oma vahetuskursi fikseerivad. See ilmestab Maastrichti kriteeriumide üht olulist joont – need jätavad nominaalse konvergenstiga kohanemiseks erineval määral

kohanemisruumi. Selle mõttekäigu mõistmiseks tuleb vaadata järgmist võrrandit:

$$\gamma_j = \pi_j + \Delta s,$$

mille järgi on eurodes nomineeritud inflatsioon  $\gamma_j$  võrdne omavääringu inflatsiooniga  $\pi_j$ , millele on liidetud nominaalse vahetuskursi muutus  $\Delta s$ . Fikseeritud vahetuskursiga riigi puhul  $\Delta s = 0$  ja seega  $\gamma_j = \pi_j$ . Kui suurim lubatav inflatsioonimäär on oletatavalt 2,6% (nagu varem), siis riigil  $j$  ei tohi  $\gamma$  olla suurem kui 2,6% aastas, ilma et ta rikuks Maastrichti kriteeriumi.

Inflatsiooni piirava riigi puhul on  $\pi_j = 2\%$  ja vahetuskurss võib kahe aasta jooksul tõusta kuni 15%, millele vastab veidi üle 7%ne  $\Delta s$  aastas. Sel juhul on suurim lubatav  $\gamma$  veidi üle 9%. See tähendab, et inflatsiooni ohjavatel riikidel on umbes neli korda rohkem nominaalkursi kallinemisega kohanemise ruumi kui vahetuskursi fikseerinutel.

## HINNATASE JA INFLATSIOON – EMPIIRILINE ANALÜÜS

Eelmine osa käsitles konvergenti mõju eraldivõetuna. Tegelikult aga võib inflatsioon erineda oma trendipärasest väärtusest. Näiteks on nii Eesti kui ka Leedu inflatsioonimäär olnud viimaste aastate jooksul teatud perioodidel väiksem kui kontrollväärtus, hoolimata nominaalse konvergenti mõjust. Teisalt on mõne euroala riigi inflatsioonimäär olnud jällegi kontrollväärtusest kõrgem, olgugi et hinnatase nendes riikides ületab euroala keskmist.

See tõstatab küsimuse, kui suur on konvergenti tegelik mõju. Selle väljaselgitamiseks on kasutatud olemasolevaid hinnataseme ja inflatsiooni andmeid euroala 12 riigi kohta alates EMU asutamist ning sinna pürgivate riikide – Eesti, Läti, Leedu ja Sloveenia – kohta alates ajast, mil nad sidusid oma vahetuskursi euroga.<sup>2</sup>

Nimetatud 16 riigi andmeid kasutades on hinnatud järjestatud probit-mudelit, mis näitab, kui suure tõenäosusega suudab fikseeritud vahetuskursi kasutav riik etteantud perioodi jooksul inflatsiooni kontrollväärtusega vastavuses püsida. Saadud tõenäosuse väärtused on toodud tabelis 4.

Tabeli 4 põhjal selgub, et mis tahes hinnataseme puhul on inflatsioonikriteeriumi täitmise tõenäosus pikema perioodi vältel väiksem. Teiseks, mida kõrgem on suhteline hinnatase, seda suurem on kontrollväärtuse saavutamise tõenäosus teatud arvu kuude jooksul. See on kooskõlas eelmise osa teoreetilise analüüsiga, mille kohaselt vastab kõrgemale hinnatasemele madalam trendipärane inflatsioon ja seega seda tõenäolisemalt püsib riigi inflatsioon madalamal kontrollväärtusest. Kol-

<sup>2</sup> Inflatsiooni ohjavate riikide kohta ei saa analoogset analüüsi teha, kuna 2% inflatsioonieesmärgiga KIE riikide kohta oleks palju vähem andmeid.

**Tabel 4. Inflatsioonikriteeriumi täitmise tõenäosus fikseeritud vahetuskursi korral**

Suhteline hinnatase	1 kuu	3 kuud	6 kuud	12 kuud
50%	0,434	0,064	0,053	0,035
60%	0,482	0,122	0,103	0,070
70%	0,529	0,209	0,178	0,128
80%	0,577	0,324	0,282	0,213
90%	0,623	0,460	0,409	0,323
100%	0,668	0,600	0,546	0,452

mandaks alaneb inflatsioonikriteeriumi täitmise tõenäosus pikema perioodi jooksul seda kiiremini, mida madalam on suhteline hinnatase. Teisisõnu pole hinnatase nii määrav ühe kuu jooksul kontrollväärtusele vastavuse korral, kuid on väga oluline 12 kuud vältava vastavuse seisukohalt. Neljandaks on tabelist näha, et isegi kui riik on hinnataseme poolest saavutanud täieliku konvergenti, ei saa tingimata järeldada, et ta suudab püsivalt inflatsioonikriteeriumi täita. Iseseisva rahapoliitika kadumine tähendab, et riigis toimuvad šokid võivad endiselt inflatsiooni kontrollväärtusest kõrgemale tõugata. Seega mängivad olulist rolli nii õnn kui ka suhtelised hinnad.

## KOKKUVÕTE

Rahapoliitilise raamistiku valimisel on riigil võimalik kasutada ühte instrumenti, millega tuleb täita kahte kriteeriumi. Inflatsiooni ohjamise ja fikseeritud vahetuskursi vahel valides langetavad võimud otsuse, millist kriteeriumit nad rahapoliitika abil „tabada” püüavad ja millise täitumisele lootma jäävad. Seega täidavad Balti riigid vahetuskursi kriteeriumit, kuid peavad samas lootma, et inflatsioonimäär langeb kontrollväärtusest madalamale. Teisalt saavad inflatsiooni ohjajad nagu Tšehhi ja Slovakkia kasutada rahapoliitikat inflatsioonikriteeriumi täitmiseks, kuid peavad lootma, et ujuv vahetuskurs ei kalline liiga palju.

Käesoleva artikli üks peamisi järeldusi on, et inflatsiooni ohjamine annab rohkem nominaalse konvergenti kohanemise ruumi. Vaadeldes seda praeguste poliitikasuundade valgusel võib oletada, et Balti riikidel tekib nominaalse lähenemisega kohanemisel rohkem probleeme kui suurematel Kesk-Euroopa riikidel, ja seda üksnes vahetuskursirežiimi kasuks otsustamise tõttu.

Artiklis ei käsitleta aga küsimust, kas fikseeritud vahetuskursiga riikidel oleks targem minna üle inflatsiooni ohjamise režiimile. Olemasolevaid fikseeritud vahetuskursiga režiimide sobivust võib põhiliselt õigustada sellega, et Baltimaad on väga väikesed ja väga avatud majandusega ning seega vahetuskurside suurte kõikumiste suhtes haavatavad. See tähendab, et neil on inflatsiooni märksa raskem ohjata kui suurematel ja suletumal majandusega riikidel.

Iseseisva rahapoliitika puudumisel on üks võimalus proovida kasutada inflatsiooni piiramiseks muid vahendeid. Näiteks võib karmistada eelarvepoliitikat, et vähendada kogunõudlust ja kutsuda esile

inflatsiooni ja majanduskasvu ajutist aeglustumist. See aga saab toimuda reaalmajanduse arvel. Pealegi hõlmab inflatsioonikriteerium hinnataseme jätkusuutlikkuse nõuet ning seega ei pruugi inflatsioonikriteeriumi täitmiseks piisata inflatsioonitaseme ajutisest langusest kontrollväärtusest madalamale. Kui inflatsiooni mõjutamiseks ei kasutata ei eelarve- ega rahapoliitikat, saab sellest sisuliselt valitsuse poolt mittekontrollitav muutuja. Siis tuleb lihtsalt oodata ja loota, et inflatsioon ise piisavalt langeks. Arvestades aga konvergenksi mõju suurust võib ootamine kujuneda üsna pikaks.

Konvergenksi mõju inflatsioonile on keeruline konkreetse aasta raames täpselt kindlaks määrata. Viimastel aastatel on Balti riikide reaalne konvergens olnud palju kiirem kui nominaalne. Nagu näitas ka empiiriline analüüs, on suure hinnatasemeerinevusega riigil fikseeritud vahetuskursi tingimustes siiski võimalik inflatsiooni kontrollväärtust saavutada. Tulemuste vähene sõltuvus valitud lähenemistsenaariumist viitab aga sellele, et pikemas perspektiivis on mis tahes lähenemisprotsessi – täieliku, kiire, aeglase või mittetäieliku – puhul pikaajaliste inflatsioonimäärade erinevus veel paljude aastate jooksul vältimatu.

## **KASUTATUD KIRJANDUS**

Euroopa Komisjon (2006). Convergence Report, Euroopa Komisjon, Brüssel.

Euroopa Keskpank (2006). Convergence Report, Euroopa Keskpank, Frankfurt Maini ääres.

Kattai, R. (2006). How Could we Forget the Convergence?, mimeo, Eesti Majandusteaduse Seltsi aastakonverents.

Lewis, J. (2006). Hitting and Hoping? Meeting the Exchange Rate and Inflation Criterion During a Period of Nominal Convergence, DNB Working Paper, nr 130, De Nederlandsche Bank, Amsterdam.

# BALTI RIIKIDE MAJANDUS LÄBI REITINGU-AGENTUURIDE SILMADE

*Evelin Tamla, Kädli Moor*

## SISSEJUHATUS

Reitinguagentuuride hinnangud Balti riikide majandusele on viimasel ajal tavalisest rohkem tähelepanu pälvinud. Standard&Poor's alandas käesoleva aasta mais Läti riigireitingu<sup>1</sup> taset ning augustis tegi seda ka Fitch Ratings. Juulis alandas Standard&Poor's Eesti riigireitingu väljavaadet<sup>2</sup> stabiilselt tasemelt negatiivsele, mida Leedu puhul tehti juba mais. Läti riigireiting on nii Standard&Poor'si kui ka Fitch Ratingsi hinnangute põhjal Eesti ja Leedu omast madalam. Standard&Poor's on andnud kõigi Balti riikide riigireitingutele negatiivse väljavaate, hinnates seeläbi riigireitingute langetamise tõenäosust suuremaks kui Fitch Ratings, kes hindab väljavaadet stabiilseks. Kolmas suur reitinguagentuur Moody's Investors Service langetas septembris Eesti ja Läti riigireitingu väljavaate positiivselt tasemelt stabiilsele. Samas on Moody's Investors Service'i reitingupoliitika kahe ülejäänud agentuuri omast selgelt erinev, keskendudes väga tugevalt valitsuse finantsidele ja riigi majanduse pikaajalistele suundadele. See kajastub teistest agentuuridest optimistlikumas riigireitingu hinnangus (vt tabel 1).

**Tabel 1. Eesti, Läti, Leedu ja valitud riikide riigireitingud\***

	<b>Standard&amp;Poor's</b>	<b>FitchRatings</b>	<b>Moody's</b>
Eesti	A/negatiivne	A/stabiilne	A1/stabiilne
Läti	BBB+/negatiivne	BBB+/stabiilne	A2/stabiilne
Leedu	A/negatiivne	A/stabiilne	A2/stabiilne
Ungari	BBB+/stabiilne	BBB+/negatiivne	A2/stabiilne
Sloveenia	AA/stabiilne	AA/stabiilne	Aa2/positiivne
Itaalia	A+/stabiilne	AA-/stabiilne	Aa2/stabiilne
Kreeka	A/stabiilne	A/positiivne	A1/positiivne
Hispaania	AAA/stabiilne	AAA/stabiilne	Aaa/stabiilne
Portugal	AA-/stabiilne	AA/stabiilne	Aa2/stabiilne
Island	A+/stabiilne	A+/stabiilne	Aaa/stabiilne

\* Seisuga 12.09.2007.

## BALTI RIIKIDE REITINGUID MÕJUTAVAD TEGURID

Agentuurid hindavad riigi võimet ja tahet teenida välisvaluutat, et täita võetud pikaajalised kohustused. Kõige otsesem riigi maksevõimet mõjutav tegur on riigi võlakooormus ja seda kujundav riigieelarve iga-aastane tasakaal. Lisaks mõjutavad riigireitingut paljud kaudsed tegurid,

<sup>1</sup> Riigireiting on riikide laenumaksmise suutlikkuse analüüsimisele spetsialiseerunud rahvusvaheliste (era)agentuuride hinnang valitsuse võimele ja taatele pikaajalised välisvaluutalaenu oigegaegselt tagasi maksta. Riigireitingust sõltub suurel määral see, kui kõrge intressimääraga on nii avalikul kui ka erasektoril võimalik välisturult laenu võtta.

<sup>2</sup> Reitingu väljavaade näitab reitingu muutumise oodatavat suunda lähiajal. Väljavaade võib olla stabiilne, positiivne või negatiivne.

mis puudutavad riigi rahanduse olukorda ning majanduse kui terviku haavatavust. Riigireitingu taseme hindamisel on analüütilisel vaatlusel all kogu riigi majanduse olukord, oodatav areng ja struktuursed alused, poliitiline stabiilsus ning institutsionaalne võimekus. Reitinguagentuurid hindavad kõrgelt kogu majanduspoliitika kooskõla.

Eesti, Läti ja Leedu riikide reitingute tugevused ja nõrkused on oma olemuselt väga sarnased. Balti riikide riigirahanduse olukord on läbi aegade nende riigireitinguid jõudsalt toetanud. Tugeva riigirahanduse eredaim näide on Eesti, kes asub pingerea eesotsas mitte ainult võrreldava reitingutasemega riikide suhtes, vaid on ka madalaima riigivõla tasemega Euroopa riik Liechtensteini ja Luksemburgi järel. Erinevalt paljudest teistest maadest on Balti riikides valitsussektori varjatud kohustused, mis tulenevad erasektorile antud garantiidest ja riigi omanduses olevate ettevõtete seotud võimalikest kohustustest, peaaegu olematud. Pealegi on reitinguagentuur Standard&Poor's andnud Eestile ja Leedule väga kõrge ning Lätile kõrge hinnangu riigieelarve paindlikkuse suhtes, mis näitab valitsussektori võimet kohaneda ootamatute välisšokkidega<sup>3</sup>.

Baltimaade riigirahanduse tugevust toetab kiire majanduskasv, mille oluliseks tugitalaks on majanduse paindlikkusel ja konkurentsivõimel põhinev eksport. Eesti majanduse efektiivsele toimimisele aitab kaasa tugev pangandussektor, ja seda Fitch Ratingsi hinnangul isegi võimalikku välistoetust arvestamata<sup>4</sup>. Ka Leedu pangandussektori varad on peaaegu täielikult välisomanduses ja Läti puhul umbes 60%, mis on oluline risk maandav tegur. Balti riikide pangandussektori omanikud on strateegilised investorid ning pole põhjust arvata, et nad peaksid oma tütarettevõtete finantseerimise ootamatult lõpetama. Balti riikide reitinguid on pikka aega toetanud ühinemine ja tihe majanduslik lõimumine Euroopa Liiduga, sealhulgas vahetuskursimehhanismi ERM2 liikmelisus. Lisaks ühisturule ligipääsu majanduslikele kasudele annab Euroopa Liidu liikmestaatus selge kvaliteedimärgi Balti riikide institutsionaalsele arengule. See kõik soodustab lähenemist Euroopa Liidu vanade liikmesriikide elatustasemele.

Viimastel aastatel on reitingute puhul olnud üha tähtsamal kohal Balti riikide euroalaga liitumise väljavaated. Eestis ja Leedus kehtivat valuutakomitee põhimõtetele tuginevat fikseeritud vahetuskursi süsteemi ning Läti valuutakomitee põhimõtetele lähedast rahasüsteemi peavad reitinguagentuurid nende riikide taasiseseisvumisjärgse kiire majandusarengu üheks nurgakiviks. Samuti on agentuurid üksmeelel, et valuutakomitee süsteem on väga tugev ning sellel on tavalise fikseeritud vahetuskursi süsteemi ees mitu eelist. Omavääringu korral säilib siiski teoreetiline oht, et vahetuskursi ja/või selle süsteemi tuleb muuta. Selle võib vallandada näiteks kõikuma lööv usaldus omavääringu suhtes ja sellega kaasnev kodumaiste intressimäärade hüppeline tõus või

<sup>3</sup> Standard&Poor'si uuring „The 2007 Fiscal Flexibility Index: Continental Sovereigns Still Lagging Behind”, 31. mai 2007.

<sup>4</sup> Fitch Ratingsi eriraport „Bank Systemic Risk Report”, 22. märts 2007.

ekspordiva sektori konkurentsivõime tuntav langus. Mõneste aastat kehtinud rahasüsteemi puhul oleks sellisel muutusel majandusagentide – ettevõtjate, eraisikute, investorite, finantssektori – kujunenud ootuste taustal tõsised tagajärjed.

Eurole üle minnes see imeväikse realiseerumistõenäosusega, kuid tõsine oht kaoks. Peale selle toetavad Balti riikide liitumist euroalaga ühisraha liidu teoreetiliseks aluseks oleva optimaalse valuutapiirkonna<sup>5</sup> argumentid. Tähtsaim neist on tõsiasi, et Balti riikide majandus on väike ja avatud ning neil on tihedad majandussuhted Euroopa Liiduga.

Selle taustal on euroalaga liitumise edasilükkumine olnud üks peamisi põhjusi, miks reitinguagentuuride hinnangud on Balti riikide suhtes hiljuti negatiivsemaks muutunud. Euroalaga ühinemise väljavaadet tuleb vaadelda käsikäes Eesti, Läti ja Leedu majanduse põhilise nõrga teguriga – rahvusvahelises võrdluses suure ja pikaajalise jooksevkonto puudujäägiga. Ühest küljest on selle põhjuseks kõrge investeerimisvajadus. Teisest küljest on aktiivne laenuvõtmine suurendanud erasektori võlakooormust. Finantssektori ja muu ettevõtluse välisomanduse kõrge taseme tõttu kajastub see välisvõlas, mis on võrreldava reitingutasemega riikide mediaankeskmisest tunduvalt suurem. Kuna kohustused välismaailma ees ja väljastatud laenu on Balti riikides peamiselt eurodes, kuid laenuvõtjate sissetulekud üldjuhul omavääringus, tooks eespool kirjeldatud vahetuskurssi muutumise riski realiseerumine kaasa probleeme. Euroala riigil on aga euro kodumaine valuuta ning riigil endal puudub võimalus vahetuskursi muuta. Seetõttu ei mängiks euro käibeloleku korral majanduse välise tasakaalustamatuse näitajad riigireitingu teguritena enam peaaegu mingit rolli, mis vähendaks Balti riikide võimalikku haavatavust reitinguagentuuride silmis märgatavalt.

Balti riikide üha süvenev jooksevkonto puudujääk on koos väga kõrge sisenõudluse, tootmistegurite piirangute ja tugevnenud inflatsioonisurvega tekitanud reitinguagentuurides muret, et sisemajanduse koguprodukti (SKP) kasvu järsu aeglustumise risk suureneb. Koos sellega, aga ka iseseisvalt, on suurenenud konkurentsivõime languse ja selle pikaajalise valulise taastumise tõenäosus. Nimetatud riske kajastavad majandusnäitajad viitavad sellele, et Balti riikide majanduse vastupanuvõime teguritele, mis võivad majandusolukorda halvendada, on vähenenud. SKP kasvu silmnähtava aeglustumise ehk majanduse järsu kohandumise võib vallandada näiteks väliskeskonna halvenemine. Standard&Poor's kirjeldas aasta algul Läti ohtudele viidates nn reaalselt kohandumist, kus SKP kasv langeb järsult tänasest potentsiaalsest tasemest allapoole ja jääb sinna kauemaks<sup>6</sup>. SKP kasv oleks aeglane pikema aja jooksul juhul, kui nii konkurentsivõime kui ka seni jõuliselt kasvanud eratarbimine väheneksid järsult. Konkurentsivõimet oleks mõõdukamate palkade või suurema tootlikkuse abil keeruline taastada,

<sup>5</sup> Robert A. Mundelli 1960ndatel rajatud optimaalse valuutapiirkonna teooria järgi võib riigi jaoks olla majanduslikult efektiivsem loobuda iseseisvast rahapoliitikast. Teooria käsitleb kriteeriume, mille alusel valuutapiirkonna efektiivsust analüüsitakse ja eesmärk on hinnata valitud piirkonda kuuluvate riikide haavatavust asümmeetrilistele majandusšokkidele.

<sup>6</sup> Standard&Poor'si uuring „Latvia: A Baltic Boom-Bust?“, 19. veebruar 2007.

kuna aeglane majanduskasv tooks kaasa töötajate suurema emigreerumise. Tööhõive langus ja tootlikkuse aeglane kasv vähendaks investeerimise atraktiivsust. Kõik see avaldaks mõju riigieelarvele, mille puudujääk võib isegi ületada Maastrichti kriteeriumide taseme. See omakorda lükkaks euroalaga liitumist veelgi edasi. Kadunud konkurentsivõime taastamine on aeganõudev ja vaearikas protsess, mida näiteks siamaani elab läbi euroala liige Portugal. Reitinguagentuur Moody's Investors Service ongi arvamusel, et Balti riikide majanduse peamiseks ohuks on pigem nn Portugali sündroom ehk erasektori liigest laenukoormusest tulenev valuline majandusseisak kui järsk kohandumine.

## **MIDA REITINGUAGENTUURIDE HINNANGUTE MUUTUMINE VÕIB KAASA TUUA?**

Hoolimata sarnastest arenguteguritest ja asjaolust, et paljud välisinvestorid vaatlevad kolme Balti riiki ühe (majandus)piirkonnana, on reitinguagentuurid nende tegurite tähtsuse ja riikide majandust ohustavate riskide tähtsuse suhtes eriarvamusel. Keegi ei kahtle, et konvergennts mängib Balti riikide majanduses väga suurt rolli. See pehmen dab ohusignaale, mida samal tasemel olevad majandusnäitajad edastaksid arenenud majandusega riikide puhul. Samas ei ole võimalik konvergenntsi tähendust selle keerulisuse tõttu üheselt hinnata. Nii on agentuurid muutunud majanduse haavatavust kirjeldavate näitajate halvenemise tõttu järjest ettevaatlikumaks.

Läti madalamad riigireitingud on tingitud Läti majandusnäitajatest, mis viitavad teiste Balti riikide majandusega võrreldes suuremale haavatavusele. Näiteks 2006. aastal oli Läti jooksevkonto puudujääk 22% SKPst ja tarbijahinna inflatsioon on alates 2007. aasta kevadest olnud ligikaudu 9%. Balti riikidest on just Lät il nihkunud euroalaga liitumise perspektiiv kõige kaugemale. Fitch Ratings on andnud reitinguagentuuridest värsket hinnangu, mille järgi ei võta Läti eurot kasutusele enne 2013. aastat. Fitch Ratings hindab Balti riikidest kõige tugevamaks Leedut<sup>7</sup>, mille majandust peetakse kapitalivoogude järsu muutuse ja majanduskasvu aeglustumise suhtes kõige vähem haavatavaks. Seetõttu ei ole euroala liitumise väljavaadete halvenemine Leedus Läti majandusega võrreldavat muret tekitanud. Eesti jääb haavatavuse poolest reitinguagentuuride hinnangul Läti ja Leedu vahele. Nii nagu teiste Balti riikide puhul, on reitinguagentuuride hinnangud muutunud ettevaatlikumaks ka Eesti majanduse suhtes, kuna selle sisemine ja väline tasakaalustamatus on majandusnäitajate põhjal järk-järgult süvenenud.

Balti riigid on kuni selle aasta alguseni kogenud vaid reitingute tõusu. Seega on Läti riigireitingu alandamine Standard&Poor'si ja Fitch Ratingsi poolt ning erinevad reitinguväljavaadete alandamised uus kogemus. Seni ei ole see toonud turgudel kaasa erilisi reaktsioone. Reitingumuutused on üldjuhul kajastunud kõige otsesemalt riigi laenu raha hinnas ja kohalike turgude intressivahes<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Fitch Ratingsi eriraport „Risks Rising in the Baltic States”, 6. märts 2007.

<sup>8</sup> Nt TALIBORi ja EURIBORi määrade erinevuses peaks üldjuhul kajastuma ka riskitaseme erinevus.

Tõsi, mida kõrgem on reitingutase, seda vähem on marginaalid muutunud. Samuti mõjutavad riigireitingute muutused kapitalivoogude suurus ja suunda<sup>9</sup>. Balti riikide turud on aga väikesed ning kauplemissuutlusi vähe, mistõttu portfelliinvesteeringute osakaal on madal. Lisaks on tulenevalt rahasüsteemist baasraha kaetud täielikult välisreservidega. Nende asjaolude tõttu on riigireitingute muutuste mõju turgudele nõrk ja ekstreemse spekulatiivse valuutarünnaku võimalus väga väike. Läti puhul võis esimese negatiivse väljavaate andmise järel käesoleva aasta veebruaris märgata intressimäärade mõningast tõusu ning intressivahe on jäänud samale tasemele tänaseni. Siiski on keeruline öelda, kas intressimäärade tõusu põhjuseks oli just negatiivse väljavaate saamine, kuna vahetult enne seda puhkes Lätis lati devalveerimise paanika, mis ei olnud reitinguagentuuri otsusega kuidagi seotud.

Riigireitingut võib kaudselt pidada Balti riikide majanduse ja majanduspoliitika usaldusväärsuse mõõdupuuks ja seeläbi ka kindlustunde kujundajaks. See on Balti riikide puhul isegi olulisem kui riigireitingute mõju turgudele. Reitinguagentuuride hinnangute halvenemine võib tarbijate ja ettevõtjate kindlustunnet märgatavalt vähendada. See omakorda võib vallandada majanduse järsu kohandumise. Kui reitingud halvenevad liiga suures ulatuses ja pikaks ajaks, võivad pikaajalised (välis)investorid muutuda Baltimaade majanduskliima suhtes ettevaatlikumaks. See tähendaks vähem investeeringuid ja järelkult madalamat potentsiaalset majanduskasvu. Negatiivse stsenaariumi korral võib väheneda ka Balti riikide emapankade praegune odav laenu raha ja/või laenu raha marginaalid võivad suurenenud riski tõttu tõusta. Seega võivad riigireitingu muutustega kaasneda pikaajalisemad tagajärjed, kuid nende ulatust ja mõju on väga keeruline hinnata.

## **BALTIMAADE RIIGIREITINGUTE LÄHITULEVIK**

Reitinguagentuuride hinnangud näitavad seda, et hetkel kalduvad Baltimaade riigireitingud pigem alanema kui tõusma. Läti riigireitingu alandamine Standard&Poor'si ja ka Fitch Ratingsi poolt näitab, et allapoole korrektsiooni vallandab välistasakaalu halvenemine üle reitinguagentuuride „valuläve“. Seda eriti kombineerituna ülekuumenemisele viitava aktiivse sisenõudluse ning hinna ja palgakasvu survega. Inflatsioon, mis ulatub oluliselt üle Maastrichti kriteeriumi taseme, lükkab edasi võimalust liituda euroalaga. Euro kasutuselevõtu edasilükkumine mitme aasta võrra võrreldes Balti riikide algsete eesmärkidega ei ole iseenesest toonud kaasa reitinguagentuuride negatiivseid reaktsioone, kuid koos probleemsete majanduse põhinäitajatega on see tegur endiselt tähtsal kohal. Reitinguagentuurid peavad oluliseks, et Eesti, Läti ja Leedu kasutaksid ülekuumenemise riski ohjeldamisel riigi suutlusi. Eriti aktuaalne on see suurima murelapse Läti puhul, kelle kohta nii

---

<sup>9</sup> Nt Gande ja Parsley on leidnud, et riigireitingute alanemine toob kaasa kapitali väljavoo (A. Gande, D. Parsley (2004), „Sovereign Credit Ratings and International Portfolio Flows“, <http://www.internationalmonetaryfund.com/external/np/seminars/eng/2004/ecbimf/pdf/parsle.pdf>).

**Tabel 2. Valitud riikide reitinguid toetavad ja nõrgestavad tegurid**

	<b>Eesti</b>	<b>Läti</b>	<b>Leedu</b>
<b>Riigireiting</b>	A/stabiilne	BBB+/stabiilne	A/stabiilne
<b>SKP elaniku kohta ostujõu pariteedi alusel, 2007 (prognoos), EL-25 = 100</b>	68,8	57,0	57,3
<b>Toetavad tegurid</b>	Püsiv riigieelarve tasakaal ja väga madal riigivõlg SKP kiire kasv; sissetulekute lähenemine ELi tasemele Kõrge kvaliteediga ja välismaises omanduses pangasüsteem Vaba turumajandus, mis võib oluliselt soodustada välismaiste otseinvesteeringute sissevoolu	Tugev riigirahandus, väike valitsussektori võlg, avaliku sektori välisvarad Sissetulekute lähenemine ELi tasemele	Pidev SKP reaalkasv ja sissetulekute lähenemine ELi tasemele Tugev riigirahandus, väike valitsussektori võlg Pangasüsteem välisomanduses
<b>Nõrgestavad tegurid</b>	Euroalaga liitumise edasilükkumine vähemalt 2012. aastani kõrge inflatsiooni tõttu Suur jooksevkonto puudujääk Suur ja kasvav erasektori välisvõlg	Suur jooksevkonto puudujääk Panga- ja erasektori suur välisvõlg Euroalaga liitumist edasi lükkav kõrge inflatsioon Madal välislikviidsus, suur lühiajaline võlg	Euroalaga liitumist edasi lükkav inflatsioonisurve Suur jooksevkonto puudujääk, kasvav erasektori välisvõlg Nõrk välislikviidsus
	<b>Itaalia</b>	<b>Kreeka</b>	<b>Portugal</b>
<b>Riigireiting</b>	AA-/stabiilne	A/positiivne	AA/stabiilne
<b>SKP elaniku kohta ostujõu pariteedi alusel, 2007 (prognoos), EL-25 = 100</b>	98,2	85,5	69,3
<b>Toetavad tegurid</b>	Rikas laiapõhjaline majandus Madal inflatsioon, euroala liige Võlgade juhtimine, ligipääs euroala kapitaliturule	SKP ja sissetulekute kiire kasv elaniku kohta ELi ja euroala liikmelisus Tugeva majandusliku kontrolli- ja enamusvalitsus Edukad erastamis- ja tooteturureformid Edukad investeeringud, tootlikkuse kasv, immigratsioon	ELi ja euroala liikmelisus Reformimeelne enamusvalitsus Tugev pangandussüsteem

	<b>Itaalia</b>	<b>Kreeka</b>	<b>Portugal</b>
<b>Nõrgestavad tegurid</b>	Suur riigivõlg Halvenev konkurentsivõime Tooteturu paindumatus Poliitiline vastuseis avaliku sektori kulureformile	Valitsussektori võlg üle 100% SKPst (vana arveldussüsteemi järgi), kuid eelarve puudujääk nüüd alla 3% Nõrk avalik haldus, puudulik tööturureform, probleemid statistika usaldusväärsusega Erasektori aktiivne laenamine, suur eratarbimine, kiire palgakasv, kallinev reaalne vahetuskurss Korruptsioon ja varimajandus	Nõrk riigirahandus, eelarve puudujääk suurem kui ELi 3% kontrollväärtus Ebaefektiivne avalik sektor Madal SKP elaniku kohta võrreldes Lääne-Euroopaga Vähene tootlikkus
	<b>Ungari</b>	<b>Island</b>	
<b>Riigireiting</b>	BBB+/negatiivne	A+/stabiilne	
<b>SKP elaniku kohta ostujõu pariteedi alusel, 2007 (prognoos), EL-25 = 100</b>	63,1	123,0	
<b>Toetavad tegurid</b>	Reitingutaseme kohta kõrge SKP elaniku kohta Mitmekülgne ELiga lõimunud majandus Välismaiste otseinvesteeringute kõrge tase Riigivõla laitmatu teenindamine	Jätkusuutlik riigirahandus Ujuv vahetuskurss Efektiivsed institutsioonid Energiamahuka tööstuse suur kasvupotentsiaal	
<b>Nõrgestavad tegurid</b>	Nõrk riigirahandus Suur jooksevkonto puudujääk, välisvõlg, välisfinantseerimise vajadus Madal välislikviidsus, suur tundlikkus kindlustunde muutuse suhtes Pangalaenuid valdavalt välisvaluutas	Pankade tugev sõltuvus turu rahastamisest Mittejätkusuutlik jooksevkonto puudujääk Suur netovälisvõlg	

Allikad: Fitch Ratings, Eurostat.

Fitch Ratings kui ka Standard&Poor's on märkinud, et valitsuse inflatsioonivastase võitluse pakett ei pruugi olla majanduse tasakaalustamiseks piisav ja võib tuua kaasa (uue) reitingu alandamise.

Balti riikide reitingute võrdlemine muude riikide omaga võimaldab hinnata agentuuride nimetatud tugevuste ja nõrkuste tähtsust. Euroala vanadest liikmesriikidest on Baltimaade reitingud lähimad Kreekale, Itaaliale ja Portugalile. Sealjuures on Eesti, Läti ja Leedu ka elatustaseme

poolest võrreldavad nii Portugali kui ka Kreekaga. Euroopa Liidu ja euroala välistest riikidest on kõnekaimaks võrdlus rikka Islandiga (vt tabel 1). Tabelis 2 on reitinguagentuuri Fitch Ratings viimaste raportite põhjal tehtud kokkuvõte nende riikide reitingute tugevustest ja nõrkustest. Olulisim järeldus on, et euroala liikmelisus on äärmiselt tähtis riigireitingut mõjutav tegur, mis kaalub paljuski üles majanduse muud nõrkused. Seega on Balti riikide liitumisel euroalaga oodata nende riigireitingu tõusu. Fitch Ratingsi arvates võib see tõusta 1-2 astme võrra. Pealegi on Standard&Poor's leidnud mehhaanilise analüüsi teel, et kui euroalasse kuuluvad Kreeka, Itaalia, Portugali ja Hispaania peaksid eurost lahti ütlema, võib see nende riigireitinguid alandada ühe kuni nelja astme võrra<sup>10</sup>. Võrdlus Islandiga, kes ei ole ei küll Euroopa Liidu ega euroala liige, kuid kelle välistasakaalu näitajad on samuti nõrgad, kinnitab, et teine tee riigireitingu tõusuks on elatustaseme kasv. Kõrgem tulutase elaniku kohta näitab riigi majanduse õitsengut, mitmekesisust ja mänguruumi ebasoodsas majandusolukorras vastupidamiseks.

---

<sup>10</sup> Standard&Poor'si raport „Breaking Up Is Hard To Do: Rating Implications of EU States Abandoning The Euro”, 24. november 2005.

# EESTI JA POOLA ETTEVÖTETE FINANTSSEISUNDI VÕRDLUS

Grzegorz Golebiowski

## SISSEJUHATUS

Ettevõtted on iga riigi majandusõitsengu tugisambaks. Pole sugugi üllatav, et majanduse käekäik sõltub selle tingimustes tegutsevate ettevõtete heaolust. See kehtib ka vastupidi – efektiivsem ja konkurentsivõimelisem majandus suurendab oma ettevõtlusvõrgustiku tõhusust.

Firma finantsolukorda võib hinnata mitmel moel. Klassikaliste finantsnäitajate põhjal on võimalik saada üsna usaldusväärne pilt. Need iseloomustavad tavaliselt selliseid muutujaid nagu likviidsus, juhtimisoskused või kasumlikkus, mis on majandusliku efektiivsuse mõõdupuu.

## EESTI JA POOLA ETTEVÖTETE VÕRDLEV ANALÜÜS

Likviidsus on ettevõtte finantsseisundi hindamisel kõige tähtsam valdkond. Käesolev analüüs on teostatud makselikviidsuse seisukohast.

**Tabel 1. Ettevõtete likviidsussuhtarv (liigitatud töötajate arvu järgi) Poolas ja Eestis ajavahemikul 2002–2005**

		Poola 2002	Eesti 2002	Poola 2003	Eesti 2003	Poola 2004	Eesti 2004	Poola 2005	Eesti 2005
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja ( <i>current liquidity ratio</i> ) (3. tase)	Keskm	1,07	1,3	1,12	1,33	1,25	1,36	1,34	1,42
	<49	1,05	1,30	1,01	1,35	1,15	1,39	1,33	1,43
	50–249	1,15	1,30	1,19	1,31	1,3	1,36	1,32	1,31
	>250	1	1,3	1,17	1,3	1,3	1,31	1,38	1,45
Kiire maksevalmiduse kordaja ( <i>high liquidity ratio</i> ) (2. tase)	Keskm	0,77	0,9	0,83	0,94	0,91	0,95	1	1,04
	<49	0,76	0,87	0,75	0,92	0,83	0,96	0,97	1,03
	50–249	0,82	0,85	0,86	0,87	0,94	0,89	0,98	0,89
	>249	0,73	1	0,88	0,99	0,96	1,01	1,05	1,15
Vahetu maksevalmiduse kordaja ( <i>cash ratio</i> ) (1. tase)	Keskm	0,2	0,3	0,2	0,27	0,3	0,28	0,3	0,34
	<49	0,22	-	0,21	-	0,25	-	0,31	-
	50–249	0,2	-	0,23	-	0,27	-	0,28	-
	>249	0,18	-	0,25	-	0,33	-	0,36	-

Allikas: autori arvutused ettevõtete 2002.–2005. aasta bilansiandmete põhjal (saadaval Poola ja Eesti statistikaametist).

Poola ja Eesti likviidsussuhtarvude areng ei erine kuigi palju. Täheledata võib siiski selle tõusutren- di, mis on kahtlemata hea uudis. Arvestades mõlema riigi ettevõtete koondandmeid on Poola kõr- gema taseme likviidsussuhtarvud liikunud Eesti vastavate näitajate kannul. 2005. aastal oli vahe suuruseks 0,08, olles aasta-aastalt tasapisi vähenenud. Teise taseme likviidsussuhtarvud kipu- vad Poolas samuti madalamad olema. Ettevõtete likviidsuse hindamisel on mõlemat liiki suhtarvu vaheline vahe sageli väga kõnekas. Poola ettevõtete puhul on see suhteliselt suur. See tuleneb nende käibekapitalis olevast varude suuremast osakaalust. Poolas on kõige suuremad varud põl- lumajanduses, kalanduses ja töötlevas tööstuses, samas kui Eesti puhul on mahukaimad varud

kaubanduses, töötlevas tööstuses, mäetööstuses ja kalanduses. Esimese taseme likviidsus on mõlema riigi ettevõtete puhul käitunud analüüsitud aegrea raames ühtemoodi. Kummaski riigis kipub suuremate ettevõtete likviidsus ületama väikeste firmade oma.

Ühest küljest mõjutab sujuv varude kasutamine otseselt likviidsust, teisalt aga ka üldist juhtimise tõhusust. Kõige üldisem näitaja, mis iseloomustab ettevõtte tegevust ses vallas, on varade käibekordaja.

**Tabel 2. Eesti ettevõtete varade käibekordaja ajavahemikul 2000–2005**

		2000	2001	2002	2003	2004	2005
Varade käibekordaja	Keskm	1,51	1,51	1,48	1,36	1,27	1,29
	<49	1,96	1,81	1,72	1,55	1,45	1,55
	50–249	1,88	1,84	1,81	1,75	1,65	1,55
	>250	0,88	0,93	0,99	0,96	0,95	0,95

Allikas: Eesti Statistikaameti avaldatud andmetel põhinev sõltumatu uurimus.

Varude väiksem maht või parem haldamine võib olla märk tõhusamate juhtimistavadest või siis kajastada erinevusi riikide ettevõtete struktuuris ja/või lühemaid varude käibetsükleid. Sõltumata nende erinevuste tegelikust põhjusest saab mõlema riigi puhul kõikumisi jälgida ettevõtete varade käibekordaja muutuste põhjal.

Andmetest nähtuv paranenud likviidsus (võime õigeaegselt ehk enne tähtaja saabumist võlakohustusi teenindada) ei tulene kõrgemast varade tootlikkusest. Eesti ettevõtete varade tootlikkus nimelt langes aastail 2000–2004. Alles 2005. aastal hakkas see ebasoodne trend pöörduma. Olukord Poolas pole kuigi palju parem: 2004.–2005. aastal olid varade käibekordajad vastavalt 1,25 ja 1,21, mis tähendab, et vaadeldava perioodi lõpupoole varade tootlikkus vähenes.

Ettevõtte majanduslik olukord paraneb, kui tootlikkus kasvab. Ettevõtte suudab sellise edukusega tegutseda ka siis, kui käibekordajate suhteliselt kindlakujulise arenguga kaasneb ka käibe mahu kasv. Seega toob ettevõtte soodne areng kaasa rahavoogude ülejäägi.

**Tabel 3. Eesti ettevõtete tuludünaamika ajavahemikul 2001–2005 (%)**

		2001	2002	2003	2004	2005
Tuludünaamika	Keskm	114,4	112,5	108,1	117,7	118,5
	<49	116,7	113,9	104,1	116,8	122,1
	50–249	115,9	108,7	111,3	120,1	112,3
	>250	106,3	114,1	115,4	116,8	118,2

Allikas: Eesti Statistikaameti avaldatud andmetel põhinev sõltumatu uurimus.

**Tabel 4. Poola ettevõtete tuludünaamika ajavahemikul 2001–2005 (%)**

	2001	2002	2003	2004	2005
Tuludünaamika	100,7	102,4	112,7	116,4	105,5

Allikas: Poola Statistikaameti avaldatud andmetel põhinev sõltumatu uurimus.

Võrdlus näitab, et Eesti ettevõtete majandustulemused on paremad. Eesti ettevõtete müügitulu kasv ületas Poola ettevõtete oma praktiliselt kogu vaadeldava perioodi jooksul. Ainsaks erandiks oli 2003. aasta, kui Poola firmade müügitulu kasvas jõudsamalt kui Eesti firmadel. 2003. aastal alanud suundumus osutus aga kõike muud kui jätkusuutlikuks ning 2005. aastal kasv aeglustus taas. Eesti ettevõtete müügi kasv seevastu jätkas 2003. aastast jõudsat tõusu. Kiire arengu põhjus pole küll üheselt tuvastatav, kuid suurteil firmadel (kus on üle 250 töötaja) tundub olevat märkimisväärne mõju tulude hoogsale kasvule.

**Tabel 5. Eesti ja Poola ettevõtete müügi käibe puhastulikus ajavahemikul 2002–2005 (NACE klassifikaatori järgi; %)**

	Eesti 2002	Poola 2002	Eesti 2003	Poola 2003	Eesti 2004	Poola 2004	Eesti 2005	Poola 2005
Keskmine	6,00	-0,30	7,08	2,00	7,49	4,80	8,07	4,00
Põllumajandus	6,91	-2,80	4,83	-3,90	9,01	5,00	8,90	2,00
Kalandus	1,78	-5,30	4,14	5,50	-0,46	2,60	4,32	10,10
Mäetööstus	1,87	-1,30	4,55	28,50	6,35	13,80	8,90	12,30
Töötlev tööstus	5,72	0,70	5,79	2,20	5,32	6,00	6,03	4,70
Elektrienergia tootmine ja jaotamine	-2,35	0,30	9,04	1,50	7,14	3,60	10,72	4,10
Ehitus	5,19	-2,00	5,11	-0,50	5,33	2,10	6,72	2,50
Kaubandus ja remont	3,65	0,00	3,44	0,50	4,15	2,30	3,95	2,00
Hotellid ja restoranid	6,35	-1,60	7,41	-0,20	5,48	7,40	10,57	6,40
Veondus, laondus ja side	-	-6,60	-	1,50	-	7,80	-	5,40
Finantsvahendus	-	3,30	-	3,40	-	8,70	-	1,10
Kinnisvarateenused	19,63	-0,30	28,94	5,00	35,99	7,10	40,01	6,80

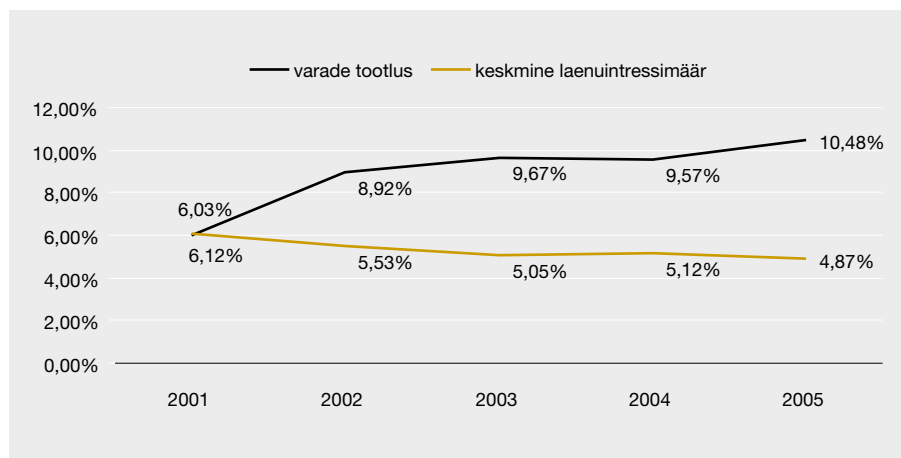
Allikas: Poola ja Eesti statistikaametite poolt 2002.–2005. aasta kohta avaldatud finantsaruannetel põhinev sõltumatu uurimus.

Kuna Poola ettevõtete tuludünaamika on aeglasem ja kasumimarginaalid väiksemad, on neil vabade rahavoogude tekitamine raskendatud.

Ainuüksi 2005. aastal oli Eesti ettevõtete keskmine müügi käibe puhastulikus 8%, mis on kaks korda kõrgem kui Poolas. 2003. aastal ületas Eesti ettevõtete müügi käibe puhastulikus Poola oma kolmekordselt. Poolas jõudis ettevõtete müügi käibe puhastulikus positiivsele poolele alles

alates 2003. aastast. Säärane lõhe võib olla põhjustatud keskmise Poola ettevõtte poolt kanta-vaist suurtest kuludest – eriti mis puutub tööjõukuludega seotud maksukuludesse. Eestis piirduvad maksud ühe ülekandega, mis seejärel erinevate valitsusasutuste vahel ümber jaotatakse. Poolas kehtib aga keerukas rohketele tööjõukuludega seotud maksudele põhinev süsteem. Pealegi on Poola tööjõukuludega seotud maksukoormus palju suurem kui Eestis.

Eesti müügi käibe puhastulukuse tipuks on 40% kinnisvarateenuste puhul, samas kui Poola parim näitaja 12%, mis on võrdlemisi kahvatu, saavutati 2005. aastal mäetööstuses. Kõige kõrgemaid kulusid Poolas kandsid finantsvahenduse ettevõtted ning nende müügi käibe puhastulukus ulatus kõigest 1,1%ni. Eestis olid suurimad kulud kaubanduses, kus müügi käibe puhastulukus oli veidi üle 3%.

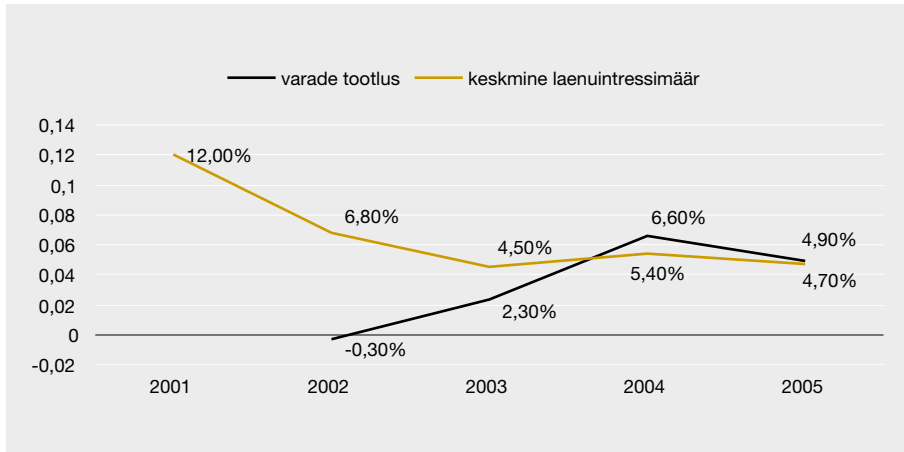


**Joonis 1. Varade puhastulukus Eesti ettevõtetes ajavahemikul 2001–2005 (keskmise laenukulu suhtes)**

Allikas: Eesti Statistikaametile esitatud aruannetel põhinev sõltumatu uurimus.

Ettevõtete majanduslik potentsiaal (mõõdetuna varade puhastulukuse põhjal) kipub Eesti firmade puhul olema kõrgem. Lisaks on neil rohkem nn kasutamata võimsust, kuna nende varade puhastulukus on kogu vaadeldava perioodi jooksul olnud keskmisest kõrgem ning see näitaja on järjekindlalt paranenud. Sellistes tingimustes saavad ettevõtted rohkem tugineda välisrahastamisele (finantsvõimendusele), suurendades seega omakapitali tulukust (ROE).

Varade tulukus, nagu ka muud Poola ja Eesti finantsolukorra näitajad, erineb kahe riigi vahel märkimisväärselt. Poolas ulatus 2005. aastal kogu tegevuskasumi osakaal ettevõtete koondvara-



**Joonis 2. Varade puhastululus Poola ettevõtetes ajavahemikul 2001–2005 (keskmise laenukulu suhtes)<sup>1</sup>**

Allikas: Poola Statistikaametile esitatud aruannetel põhinev sõltumatu uurimus (2001.–2005. aasta kohta).

de suhtes tühise 5%ni, samas kui Eesti ettevõtete puhul oli vastav näitaja kaks korda kõrgem. Majandussektorite lõikes oli Poolas varade tulukus 2001.–2002. aastal peamiselt negatiivne, samas kui Eestis saavutas negatiivse tulemus ainult infrastruktuurisektor 2002.–2003. aastal. Samal ajal, kui Eesti ettevõtete varade tulukus kasvab, võib Poolas täheldada vastupidist suundumust. Mõlemas riigis tundub mäetööstus olevat kõige paremini toime tulnud, kuigi paranemist võis märgata ka ehituses ja töötlevas tööstuses. Tähelepanuväärne on, et ehituses oli varade tootlus 17%, mis on Eestis analüüsitud andmete lõikes kõrgeim näitaja. Poolas oli aga varade tootluse laeks 10% (mäetööstuses), millele järgnes selge langustrend.

Omakapitali tulukuse põhjal mõõdetav efektiivsus on samuti kõrgem Eesti ettevõtete puhul, mis pole üllatav, kuna varade tulukuse tulemusi arvestades sugugi üllatav. Kui Eesti ettevõtete omakapitali tulukus ületas 2005. aastal keskmiselt 20%, siis Poola vastav näitaja oli kaks korda väiksem või lausa negatiivne, nagu näiteks 2001.–2003. aastal. Samal ajal ületas Eesti ettevõtete tootlus 12% taseme. Arvestades väliskapitali kõrget osakaalu Eesti ettevõtluses on seda nähtust lihtne põhjendada. Välisinvestori roll ulatub tavaliselt pelgalt passiivsest rahastamisest kaugemale ning hõlmab sageli ka otsest ümberstruktureerimist, millel on omakorda soodne mõju ettevõtte äritegevusele ja kasumlikkusele.

<sup>1</sup> Laenukulu arvutamiseks on kasutatud Varssavi pankadevahelist kolme kuu intressimäära (Warsaw Inter Bank Offered Rate, WIBOR), mida on kohandatud 0,5%se tasuga iga vaadeldava aasta kohta ja vastavate ettevõtte tulumaksumääradega.

**Tabel 6. Keskmise omakapitali tulukus Eesti ja Poola ettevõtetes ajavahemikul 2002–2005 (NACE klassifikaatori järgi; %)**

	Eesti 2002	Poola 2002	Eesti 2003	Poola 2003	Eesti 2004	Poola 2004	Eesti 2005	Poola 2005
Keskmine	18,81	-0,90	19,38	-0,80	19,06	12	20,94	9,50
Põllumajandus	18,83	1,70	10,88	-1,50	19,54	3	17,18	1,40
Kalandus	10,33	0,40	15,56	-11,80	-1,41	3,10	12,64	10,30
Mäetööstus	4,90	-3,90	12,38	-22,30	15,69	31,90	19,57	24,40
Töötlev tööstus	20,42	-1,40	18,71	2,40	16,40	19,40	18,30	13,50
Elektrienergia tootmine ja jaotamine	-1,67	0	7,04	0,50	5,75	4,40	7,84	5,10
Ehitus	35,57	-4,90	29,26	-9,90	27,37	10,90	34,98	12,30
Kaubandus ja remont	28,53	2,40	23,70	0,30	27,61	16,80	27,37	13,50
Hotellid ja restoranid	17,63	1	18,79	-1,90	18,12	9,20	28,83	7,60
Veondus, laondus ja side	-	-6,60	-	-11,40	-	15,30	-	8,80
Finantsvahendus	-	-9,40	-	5,10	-	16,20	-	14,50
Kinnisvarateenused	19,79	0,40	19,91	-0,20	20,97	3,40	25,75	3,40

Allikas: autori arvutused 2002.–2005. aastal Poola ja Eesti statistikaametite poolt vaadeldud ettevõtete finantsaruannete põhjal.

Omakapitali tulukust mõjutavatest põhiteguritest saab parema ülevaate, kui analüüsida DuPonti mudelit, millega jaotatakse omakapitali tulukuse suhtarv komponentideks:

$$\frac{\text{Puhaskasum}}{\text{Omakapital (keskmise)}} = \frac{\text{Puhaskasum}}{\text{Müük}} \times \frac{\text{Müük}}{\text{Koguvara}} \times \frac{\text{Koguvara}}{\text{Omakapital (keskmise)}}$$

Võrrand näitab selget seost omakapitali tulukuse ja varade tulukuse vahel. Ainus erinevus suhtarvude vahel peitub varade finantseerimisviisis, mida tähistab varade ja omakapitali jagatis. Omakapitali kordaja tõuseb proportsionaalselt finantsvõimenduse tasemega varade finantseerimisstruktuuris.

Teisisonu aitab valem näidata nii omakapitali tulukuse (ROE) ja varade tulukuse kui ka tegevuse tõhususe (finantseerimisstruktuuri) vastastikkuseid seoseid. Huvitaval kombel saab ettevõtte samasugust kasumlikkust (st tulukust) saavutada erinevate kasumimarginaalide, varade käibekorrajate ja kapitalistruktuuride erineval kombineerimisel.

2004. aasta seisuga Poolas:

$$\frac{72\,200^2}{601\,500^3} = \frac{72\,200}{1\,513\,807} \times \frac{1\,513\,807}{1\,214\,520} \times \frac{1\,214\,520}{601\,500}$$

St 12% (ROE) = 4,77% x 1,25 x 2,02.

2005. aasta seisuga:

$$\frac{63\,823}{674\,822} = \frac{63\,823}{1\,598\,878} \times \frac{1\,598\,878}{1\,318\,404} \times \frac{1\,318\,404}{674\,822}$$

St 9,46% (ROE) = 3,99% x 1,21 x 1,95.

Valemi  $Z = a \times b \times c$  kujul toodud korrutustehe võimaldab läbi viia  $Z$  hälvete kausaalset analüüsi, kasutades näiteks logaritme, kus:

$$\Delta Z_a = \Delta Z \times \frac{\log \frac{a_1}{a_0}}{\log \frac{Z_1}{Z_0}}; \quad \Delta Z_b = \Delta Z \times \frac{\log \frac{b_1}{b_0}}{\log \frac{Z_1}{Z_0}}; \quad \Delta Z_c = \Delta Z \times \frac{\log \frac{c_1}{c_0}}{\log \frac{Z_1}{Z_0}}$$

Kasutades eelmainitud DuPonti võrrandi elemente Poola ettevõtete puhul saab arvutada omakapitali koondhälbe vaatlusperioodi jooksul. Tulemuseks on seega:

$$\Delta Z = \text{ROE}_{2005} - \text{ROE}_{2004} = 9,46\% - 12,0\% = -2,55\%$$

Osalisel hälbed on järgmised<sup>4</sup>.

Müügikäibe puhastulukuse muutuste mõju (tegur a):

$$\Delta Z_a = -0,01901$$

Varade käibekordaja muutuste mõju (tegur b):

$$\Delta Z_b = -0,00293$$

Omakapitali kordaja muutuste mõju (tegur c):

$$\Delta Z_c = -0,00352$$

<sup>2</sup> Miljonit Poola zlotti.

<sup>3</sup> Piiratud andmete tõttu on Poola puhul omakapitali tulukuse valemi arvutamisel kasutatud perioodi lõpu (mitte keskmisi) väärtusi.

<sup>4</sup> Arvutused on teostatud tabelarvutuse tarkvara abil.

Siit järeldub, et omakapitali tulukuse langus on peamiselt olnud tingitud müügikäibe puhastulukuse kahanemisest, mis on omakorda toonud kaasa omakapitali kordaja languse ja varade käibekordaja aeglasema kasvu.

Vastavad arvutused samade seoste kohta Eesti puhul on järgmised:

	Omakapitali tulukus	Müügikäibe tulukus	Varade käibekordaja	Omakapitali kordaja
2004	19,06%	7,49%	1,28	1,99
2005	20,94%	8,07%	1,30	2,00

$$= ROE_{2005} - ROE_{2004} = 20,94\% - 19,06\% = 1,88\%$$

Osalisel hälbed on järgmised.

Müügikäibe puhastulukuse muutuste mõju (tegur a):

$$\Delta Z_a = 0,014891$$

Varade käibekordaja muutuste mõju (tegur b):

$$\Delta Z_b = 0,003287$$

Omakapitali kordaja muutuste mõju (tegur c):

$$\Delta Z_c = 0,000575$$

Omakapitali tulukuse kasvu on peamiselt soodustanud müügikäibe puhastulukuse tõus, mis on omakorda toonud kaasa varade käibekordaja tõusu ja – küll kõige tagasihoidlikumalt – omakapitali kordaja suurenemise.

Omakapitali kordaja, mis kajastab ettevõtte varade struktuuri, on nii Poola kui ka Eesti firmade puhul keskmiselt ühesugune. Käesolev uurimus aga näitab, et just Eesti ettevõtlussektoril on paremad šansid efektiivsust veelgi tõsta, muu hulgas tänu olemasolevatele võimalustele finantsvõimendust suurendada, mida on Eestis ka mõõdukalt tehtud. Poola firmad peaksid otsima võimalusi suurendada oma müügikäibe puhastulukust ja edendada äritegevuslikke oskusi, mis tõenäoliselt aitaks tõsta ka üldist efektiivsust.

## KOKKUVÕTE

Käesolev võrdlev uuring näitab Eesti ettevõtlussektori suhtelist paremust Poola ettevõtete ees. Lisaks parematele finantstulemustele investeerivad Eesti ettevõtted tõenäoliselt rohkem ka uurimis- ja arendustegevusse, mis soodustab pikaajalist kasumlikkust, tegevuse paindlikkust ja tõhusust. Keskmiselt on Poola ettevõtted kasumlikult toiminud ainult viimase kolme-nelja aasta jooksul. Seda on ilmselgelt toetanud ühinemine Euroopa Liiduga. Eesti puhul tundub olulist rolli mängivat lähedus Põhjamaadele ja nende seotus Eestiga investeringute kaudu. Mõlema riigi suhtarvuanalüüs rõhutab riigi ettevõtluskliima üldise sõbralikkuse tähtsust ning seega atraktiiv-

sust välisinvestorite jaoks. Sääraseid tegurid kalduvad (üsnagi suures ulatuses) mõjutama ettevõtete käivet ja kapitalistruktuuri. Konkurentsivõime seisukohast (nii sektorite kui ka kogu majanduse tasandil) on oluline tehnoloogiline tugi ettevõtetele, kaasaegse tehnoloogia kasutamise soodustamine tööstus- ja teenindussektoris, õigusala ja administratiivne paindlikkus ning toetus uueid meesetete alustavatele ettevõtetele (kes on tavaliselt kogemusteta ning kel puudub ligipääs tavapärastele finantseerimisallikatele). Eesti ja Poola konkurentsivõimet analüüsid ei tohi jätta tähelepanuta nende laiemat sotsiaalkultuurilist tausta. Ettevõtete juhtimisstiilil ning õigus- ja ärieehtika standarditel on kahtlemata väga tähtis roll ettevõtete igapäevaste otsuste langetamises (st inimlikul tasandil). Taoliste tegurite<sup>5</sup> põhjal otsustades on Eesti olnud Poolast pikalt ees.

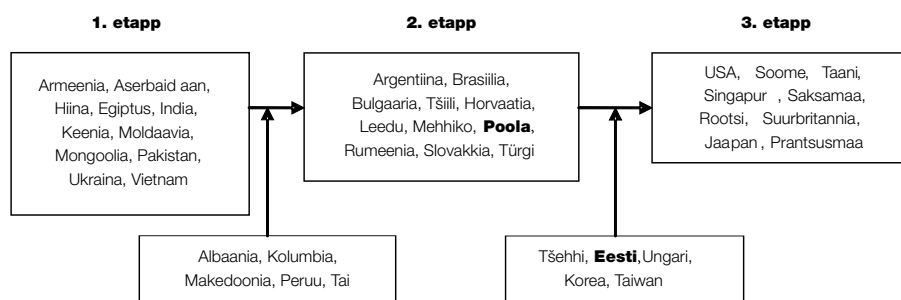
Ettevõtluse areng Eestis ja Poolas sõltub paljuski makromajanduslikest põhiteguritest. Poola ettevõtted tegutsevad madala inflatsiooniga keskkonnas (praegu on tunda mõõdukat inflatsioonisurve), samas kui Eesti inflatsiooni kontrolli all hoidmine on osutunud väga oluliseks ja kestvaks väljakutseks. Eestis kasutatav valuutakomitee süsteem välistab võimaluse aktiivse rahapoliitika viljelemiseks – Poola puhul säärase vahendi kasutusvõimalus siiski säilib. Sellest hoolimata on Eesti valitsussektori võlg püsinud madalal tasemel ning eelarve ülejäägis, mis on hoidnud valitsuse sekkumise vabaturu toimimise minimaalsena. Poola ettevõtete võlainstrumentide turg on (Poola ettevõtete vajaduste jaoks) vähearenenud. See on peamiselt tingitud valitsussektori kasvavast võlast ja sellest tulenevalt kõrge tootlikkusega lühiajaliste valitsuse võlakirjade suurest mahust, mis aga pärsib vastavate instrumentide kasvu ettevõtete poole. Selline klassikaline „väljatõrjumiseffekt” kestab Poolas tõenäoliselt edasi, võttes arvesse valitsuse ambitsioone riiklike investeeringute ja sotsiaalkulutuste suhtes. Tõenäoliselt kaotavad selles mängus kõige enam Poola väikesed ja keskmise suurusega ettevõtted. Paindlikuma tööturu (ja madalamate palgakulude) saavutamine võib samuti oodatust keerulisemaks kujuneda. Seda hoolimata üldiselt suurtest tööjõuga seotud kulutustest, mida näib olevat raske kontrollida – peamiselt palgasurve ning seetõttu ka hindade tõttu, mis võivad viimaks vallandada „inflatsioonispiraali”.

Lisaks sellele on teadmistel põhineva majanduse ülesehitamise üheks eelduseks jätkuv pühendumine haridusele, uurimistegevusele ja töötaja personaalsele arengule. Selles osas on Eesti Poolast kaugel ees. Eesti on välja tõotanud tervikliku skeemi ettevõtluse soodustamiseks, mis eelkõige keskendub töökohtade loomisele. Poola on maha jäänud ka ettevõtete ja uurimiskeskuste koostöö vallas. Mitmed rahvusvahelised firmad on oma uurimis- ja arendustegevuse osakonnad Poolasse ümber kolinud, pidades seda tööjõu kvaliteedi osas optimaalse raha ja väärtuse suhtega asukohaks. Nii nagu Eestiski, tumestab Poolas tööjõupuuduse vähenemist kõrgelt kvalifitseeritud töötajate massiline lahkumine Euroopa Liiduga ühinemise järel. Mõlemal tööturul on juba puudus spetsialistidest, mis on tingitud keskkoolide ja kolmanda taseme hariduse iganenud õppekavadest, eriti mis puudutab inseneriõpet.

---

<sup>5</sup> Vt nt korruptsioonivastase organisatsiooni Transparency International välja töötatud ja avaldatud indekseid ([www.transparency.org](http://www.transparency.org)).

Ettevõtete tegevust mõjutab pidevalt ka laiem institutsionaalne ja õigusraamistik, selle funktsionaalsus ja järjepidevus. Kui inflatsioonisurve kõrvale jätta, siis Eesti ettevõtted tunnevad rõõmu etteaimatavast poliitilisest ja õiguskeskkonnast, mida Poola ettevõtted väga kadestavad. Pealegi on ainuüksi ettevõtete olemasolu (rääkimata nende arengust) haavatav liigse poliitilise ja bürokraatliku sekkumise suhtes, mis nõuab ettevõtjatelt palju aega ja jõupingutusi. Selles vallas on mõlemal riigil veel pikk tee vanade Euroopa liikmesriikide standarditeni, kuid Eestil on võrdluste põhjal Poola ees selge edumaa (vt ka joonis 3).



### Joonis 3. Majandusarengu etapid globaalse konkurentsivõime indeksi põhjal 2006. aasta seisuga

Allikas: sõltumatu uurimus inspireeritud B. Snowdoni intervjuust X. Sala-i-Martiniga „The Enduring Elixir of Economic Growth”, World Economics, vol 7, nr 1, jaanuar–märts 2006.

Ettevõtete areng saab kogu riigi majandusarengule kaasa aidata üksnes soodsas institutsionaalses ja õiguskeskkonnas. Ettevõtete konkurentsivõimet edendab tõhus asjaajamine valitsustasandil, mis määrab ära ka vabaturu konkurentsi piirid ja majandusliku efektiivsuse. Poola puhul näib selles kõrgeima tasandi otsustusprotsessis vajaka jäävat ühtsusest ning pikaajaline visioon puudub hoopiski. Seda vastupidiselt Eestile, kus 1990ndail kaardistatud majanduseesmäärke on järjepidevalt ellu viidud ning mis on kaasa toonud makromajanduse õitsengu ja tugeva ettevõtluskeskkonna.

# LISAD

## KAS OLETE NEID MATERJALE TÄHELE PANNUD?

Järgnevalt pakume valiku lisa lugemist neile, kel on püsivam huvi jälgida majandusprotsesse Poolas ja Balti riikides. Samuti soovitame tutvuda **Eesti Panga virtuaalraamatukoguga** ([http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/virtuaalraamatukogu/,ainult\\_ee\\_stikeeles](http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/virtuaalraamatukogu/,ainult_ee_stikeeles)) ja Eesti Panga veebilehe **Balti majanduse rubriigiga** (<http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/virtuaalraamatukogubm/BaltimaadeMajandus/>).

### Maailmapanga võrguväljaanne **World Bank EU8+2 regular economic report**

(<http://www.worldbank.org/eu8-report>)

Ilmumissagedus: neli korda aastas

Märkused: kuni 2007. aastani kandis pealkirja „World Bank EU8 quarterly economic report”

Sisukokkuvõte: Maailmapanga regulaarne aruanne, mis keskendub majandusarengule ja reformidele kaheksas Euroopa Liiduga ühinenud Kesk-Euroopa ja Balti riigis (Eestis, Leedus, Lätis, Poolas, Slovakkias, Sloveenias, Tšehhis ja Ungaris). Aruannet koostavad vastavale piirkonnale keskendunud Maailmapanga majandusanalüütikud.

### Turu Majanduskooli majandusülevaade **Baltic Rim Economies: Estonia – Latvia – Lithuania – Poland – Baltic Russia** (<http://www.tukkk.fi/pei/bre/>)

Ilmumissagedus: iga kahe kuu tagant

Sisukokkuvõte: majandusülevaade, mis sisaldab ulatuslikku teavet värskeimate makromajanduse arengutendentside ning tulevaste suundumuste ja ootuste kohta. Lugejatele pakutakse uudiseid majanduskliima, majanduslase seadusandluse, suuremate välismaiste otseinvesteeringute jms kohta kolmes Balti riigis ja Poolas. Iga ülevaade sisaldab 2-3 artiklit päevakajalistel teemadel. Ülevaade avaldatakse iga paariskuu viimasel tööpäeval ning on huvilistele tasuta.

## EESTI MAJANDUSE KVARTAALSED PÕHINÄITAJAD (seisuga 19. september 2007)

	Ühik	Periood	Näitaja	Muutus (%) võrreldes eelmise perioodiga	Muutus (%) võrreldes eelmise aasta sama perioodiga	Allikas
<b>Sisemajanduse koguprodukt</b>						
Jooksevhindades	mln kr	II kv 2007	60,873.8			ESA
Püsivhindades	mln kr	II kv 2007	43,232.7	8.7	6.7	ESA
<b>Tootmine</b>						
Tööstustoodangu mahuindeks (püsivhindades, 2000 = 100)	%	II kv 2007		6.7	7.2	ESA
<b>Ettevõtete investeeringud materiaalsesse põhivarasse</b> (jooksevhindades)	mln kr	II kv 2007	9,828	12.8	6.2	ESA
<b>Ehitus</b>						
Ehitusettevõtete ehitustööd (jooksevhindades)	mln kr	II kv 2007	15,039	41.9	28.9	ESA
Valminud eluruumide kasulik pind	tuhat m <sup>2</sup>	II kv 2007	164.7	35.2	100.4	ESA
Valminud mitteeluhoonete kasulik pind	tuhat m <sup>2</sup>	II kv 2007	271.2	18.5	16.9	ESA
<b>Tarbimine</b>						
Jaemüügi mahuindeks (püsivhindades, 2000 = 100)	%	II kv 2007		12	17	ESA
Sõiduautode esmane arvelevõtmine	tk	II kv 2007	21,864	21.8	3.2	ARK
<b>Hinnad</b>						
Tarbijahinnaindeks	%	II kv 2007		1.9	5.7	ESA
Tootjahinnaindeks	%	II kv 2007		2.4	8.5	ESA
Eksportihinnaindeks	%	II kv 2007		2.5	7.5	ESA
Impordihinnaindeks	%	II kv 2007		1.6	3.2	ESA
Ehitushinnaindeks	%	II kv 2007		2.1	15.2	ESA
Eesti krooni reaalse efektiivse vahetuskursi indeks (REER)	%	II kv 2007		0.8	2.2	EP
<b>Tööturg ja palk</b>						
15–74-aastaste tööhõive määr (Tööjõu-uuringu andmed)*	%	II kv 2007	62.9	61.8	62.0	ESA
15–74-aastaste töötuse määr (Tööjõu-uuringu andmed)*	%	II kv 2007	5.0	5.3	6.2	ESA
Registreeritud töötuid***	in. kuus	II kv 2007	13,133	-5.1	-17.5	TTA
% elanikkonnast vanuses 16 a kuni pensioniilga*	%	II kv 2007	2.0	2.0	1.9	TTA
Keskmine brutokuupalk**	kr	II kv 2007	11,549	11.9	21.2	ESA
<b>Valitsemissektori eelarve****</b>						
Tulud	mln kr	I kv 2007	19,336.5	-8.7	24.6	RM
Kulud	mln kr	I kv 2007	18,610.8	-19.0	20.6	RM
Ülejääk/puudujääk*	mln kr	I kv 2007	725.7	-1,804.7	87.0	RM
Eelarve täitmine*	%	I kv 2007	27.0	29.5	21.6	RM

	Ühik	Periood	Näitaja	Muutus (%) võrreldes eelmise perioodiga	Muutus (%) võrreldes eelmise aasta sama perioodiga	Allikas
<b>Transport</b>						
Sõitjatevedu	tuhat	I kv 2007	53,689	-3.3	-0.8	ESA
Kaubavedu	tuhat t	I kv 2007	29,291	19.9	32.9	ESA
<b>Turism ja majutus</b>						
Eesti reisifirmade poolt vastuvõetud väliskülastajad	tuhat	II kv 2007	491.4	16.3	19.6	ESA
Eesti reisifirmade poolt välisreisile lähetatud külastajad	tuhat	II kv 2007	134.7	5.1	14.4	ESA
Majutatud turiste	tuhat	II kv 2007	626.2	58.5	3.1	ESA
sh välismaalasi	tuhat	II kv 2007	397.8	99.3	-4.1	ESA
<b>Väliskaubandus (põhikaubandus)</b>						
Eksport	mln kr	II kv 2007	32,650.3	11.0	6.1	ESA
Import	mln kr	II kv 2007	44,898.8	8.8	5.3	ESA
Saldo*	mln kr	II kv 2007	-12,248.5	-11850.9	-11,855.8	ESA
Saldo suhe eksporti*	%	II kv 2007	-37.5	-40.3	-38.5	ESA
<b>Maksebilanss*</b>						
Jooksevkonto	mln kr	I kv 2007	-9,723.2	-9,462.4	-7,355.8	EP
Jooksevkonto suhe SKPsse	%	I kv 2007	-17.9	-17.2	-16.1	EP
Otseinvesteeringute sissevool	mln kr	I kv 2007	7,804.5	3,984.8	7,788.2	EP
Otseinvesteeringute väljavool	mln kr	I kv 2007	-3,439.2	-2,350.7	-2,050.9	EP
<b>Rahvusvaheline investeerimispositsioon</b>						
Rahvusvaheline netoinvesteerimispositsioon	mln kr	31.03.07	-153,385.0	0.8	6.6	EP
Otseinvesteeringud Eestis	mln kr	31.03.07	147,240.7	-2.1	-2.9	EP
Koguvälisvõlg	mln kr	31.03.07	215,325.7	7.8	30.9	EP
sh valitsemissektor	mln kr	31.03.07	4,771.4	1.2	4.6	EP
<b>Eesti krooni keskmine vahetuskurss USA dollari suhtes</b>	kr	II kv 2007	11.6	-2.8	-6.6	EP

\* Näitaja vastava perioodi väärtus, mitte muutus.

\*\* Alates 1999. aastast ei sisalda keskmine brutokuupalk ravikindlustushüvitist.

\*\*\* Enne 2000.a. oktoobrit kasutati nimetust "registreeritud tööta töötajad"

\*\*\*\* Ülejäägi/puudujäägi arvestuses ei sisaldu netolaenamine (antud laenud miinus antud laenude tagasimaksed).

Allikad: Statistikaamet (ESA)  
Eesti Riiklik Autoregistrikeskus (ARK)  
Eesti Pank (EP)  
Tööturuamet (TTA)  
Rahandusministeerium (RM)  
Eesti Konjunktuuriinstituut (EKI)

