

MAKSEBILANSISTATISTIKA ANALÜÜSI LIHTSAMAD VÕTTED

Jaanus Kroon

Eesti maksebilansistatistikas kajastuvad tendentsid avaldavad Eesti-sugusele väikesele, avatud ning väliskeskkonna muutustele vastuvõtlikule majandusele suurt mõju. Seetõttu on maksebilansi, investeerimispositsiooni ja välisvõlaaruande analüüsivõtetel kindel koht analüütikute ja majanduspoliitiliste järelduste tegijate instrumentariumis.

Maksebilansistatistikat kasutatakse laialdaselt erinevate valdkondade poliitika kujundamiseks (vt tabel 1). Seda peaks võimaluse piires arvestama ka maksebilansistatistika esitusviisi ja analüüsi.

Tabel 1. Maksebilansistatistika kasutamine poliitika kujundamisel

Eesmärk	Seos maksebilansiga	Abinõud
Rahapoliitika	- Rahapoliitika arengu välissektorit puudutava osa analüüs - Majanduskasvu ja hindade arengu jälgimine - Majandusshokkide rahvusvaheline edasikandumine	Rahapoliitika muutmine hinnastabiilsuse saavutamiseks välisshokkide korral
Finantssektori poliitika	- Finantsstabiilsuse riskide tuvastamine (sh jooksevkonto jätkusuutlikkus, finantssektori ülemäärased riskid)	Finantssektori õigusraamistiku täiendamine ja/või järelevalve tõhustamine finantsstabiilsuse tagamiseks
Eelarvepoliitika	- Eelarvepoliitika arengu mõju välissektori tasakaalule	Eelarve korrigeerimine
Struktuuripoliitika	- Muutused majandusharude rahvusvahelises konkurentsivõimes ja suhtelises eelistes	Struktuuripoliitika muutmine ja kaubanduslääbirääkimised
Rahvusvaheline finantsstruktuur	- Reaal- ja finantssektori üldise haavatavuse ning riskide tuvastamine rahvusvaheliste finantskriiside korral kaubandus- ja finantsvoogude abil - Peamiste välistasakaalu globaalsete häirete tuvastamine ja nende levimine - Rahvusvahelise rahasüsteemi ebastabiilsust põhjustavate asjaolude selgitamine ja abinõude väljatöötamine	- Järelevalve- ja läbipaistvuspoliitika väljatöötamine ja täiustamine - IMFi stabilisatsiooniprogrammide väljatöötamine ja rakendamine

Käesoleva artikli eesmärk on tutvustada vähem kasutatud lihtsamaid analüüsivõtteid: maksebilansi kontode vahelise tasakaalu määramise viise ning suhtarvanalüüsi, mis võivad analüütikutele abiks olla.

MAKSEBILANSI TASAKAALU KONTSEPTSIOONID

Maksebilanss tervikuna on statistiliselt alati tasakaalus. Vead ja täpsustused on küll statistiline paratamatus, kuid see ei muuda asja olemust. Välistasakaalu hindamiseks ning maksebilansi üle- või puudujäägi määramiseks koondatakse maksebilansi kontod tavaliselt kahte gruppi ning võrreldakse seeläbi leitud tasakaaluväärtust. Järgnevalt vaadeldaksegi huvipakkuvamaid kontseptsioone. Enamik neist on rahvusvahelises praktikas kasutust leidnud; osad aga on artikli autori arendatud.

Maksebilansi standardesitus ehk netoväärtuskontseptsioon

Rahvusvahelise Valuutafondi (IMF) **standardesituse ehk netoväärtuskontseptsiooni** järgi avaldatakse maksebilanss igas IMFi andmelevi eristandardiga¹ ühinenud riigis järgmisele tasakaaluseelsele tuginedes:

$$\underbrace{X - M + \Delta Y_F + \Delta TR}_{\Delta CA} = 0 = - \underbrace{(\Delta KA + \underbrace{\Delta FDI + \Delta PI + \Delta D + \Delta OI + \Delta IR}_{\Delta FA})}_{\Delta KFA}, \text{ kus}$$

ΔCA – jooksevkonto saldo;

ΔKFA – kapitali- ja finantskonto saldo;

X – kaupade ja teenuste eksport;

M – kaupade ja teenuste import;

ΔY_F – tulukonto saldo;

ΔTR – ülekannete konto saldo;

ΔKA – kapitalikonto saldo;

ΔFA – finantskonto saldo;

ΔFDI – otseinvesteeringute saldo;

ΔPI – portfelliinvesteeringute saldo;

ΔD – tuletisinstrumentide saldo

ΔOI – muude investeeringute saldo;

ΔIR – kulla- ja välisvaluutareserve muutus.

Standardesitus väljendab finantseerimispiirangut, mille kohaselt ei saa jooksevkonto puudujääk kujuneda suuremaks kui kapitali- ja finantskontol aset leidnud kapitali sissevool ja vastupidi². Jooksevkonto näitab, millises ulatuses kasutab riigi majandus ära seal loodud tulu, mis säästude aspektist vaadatuna tähendab välismaiste säästude kasutamist või kodumaisete säästude investeerimist välisriiki.

Maksebilansi analüütilised esitusviisid

Sõltuvalt maksebilansi analüüsi eesmärgist on standardesituse kõrval võimalik kasutada ka mitmeid teisi analüütilisi esitusviise, mis saadakse kontode või nende osade erineval liigendamisel.

Üldbilansi kontseptsioon vastandab kõik maksebilansitehingud keskpanga kulla- ja välisvaluutareserve muutustega:

¹ Inglise *Special Data Dissemination Standard* (SDDS).

² Majandusteadlaste David Hume'i ja Adam Smithi järgi $X - M = 0 = \Delta IR$.

$$\underbrace{\Delta CA + \Delta KA + \Delta FDI + \Delta PI + \Delta D + \Delta OI}_{\Delta OB} = 0 = -\Delta IR$$

ΔOB – üldbilanss;

$\Delta FDI + \Delta PI + \Delta D + \Delta OI$ – finantskonto ilma reservide muuduta.

Üldbilanss selgitab keskpanga reservide muutumise põhjuseid, mille tõlgendused sõltuvad kasutatavast vahetuskursimehhanismist. Ujuva vahetuskursi kasutamisel keskpanga sekumisetega reservid ei muutu, st $\Delta IR = 0 \rightarrow \Delta OB = 0$. Kuna valuutakomitee kasutamise tingimustes kujuneb reservide saldo välja üldbilansi tehingute tulemusena, sobib üldbilansi kontseptsioon väga edukalt kirjeldama just Eesti majandust³. Üldbilanss näitab reaalsete rahavoogude tasakaalu baasraha (M_0) nõudluse ja -pakkumise aspektist, mis näitab teoreetilist vahetuskursi liikumise suunda (*ex post*), kui kasutusel oleks olnud ujuva vahetuskursi režiim.

Baasbilansi kontseptsiooni kohaselt eraldatakse ülejäänud kontodest volatiilsed ja/või potentsiaalselt „tagasipöörduvad” lühiajalise kapitali kontod:

$$\underbrace{\Delta CA + \Delta KA + \Delta FDI + \Delta OI_L}_{\Delta BP} = 0 = -(\Delta PI + \Delta D + \Delta OI_S + \Delta IR), \text{ kus}$$

ΔOI_L – muud investeeringud: pikaajaline kapital;

ΔOI_S – muud investeeringud: lühiajaline kapital;

ΔBP – baasbilanss.

Baasbilanss näitab välistasakaalu üldist haavatavust ning negatiivse jooksevkonto finantseerimist pikaajaliste kapitalivoogudega kui jätkusuutlikkuse indikaator.

Baasbilansi kontseptsiooni edasi arendades on välistasakaalu jätkusuutlikkuse hindamiseks võimalik „joone alla” viia võlainstrumendid ja reservid ning jälgida seeläbi tagasimaksmisele kuuluva netovaraga finantseerimise ulatust:

$$\Delta CA + \Delta KA + \Delta FDI_{ND} + \Delta PI_{ND} + \Delta D = 0 = -(\Delta FDI_D + \Delta PI_D + \Delta OI + \Delta IR), \text{ kus}$$

ΔFDI_{ND} ; ΔPI_{ND} – võla iseloomuga instrumendid;

ΔFDI_D ; ΔPI_D – võla iseloomuga instrumendid.

³ Eesti Pank avaldab maksebilanssi üldbilansi kontseptsioonil alates 1994. aastast.

Monetaarbilansi kontseptsioon seab riigi rahasüsteemi (keskpanga ning krediidasutuste) rahvusvahelistel raha- ja finantsturgudel likviidsed netovälisvarad vastavusse ülejäänud maksebilansi osadega:

$$\underbrace{\Delta CA + \Delta KA + \Delta FDI + \Delta D_N + \Delta PI_N + \Delta OI_N}_{\Delta MB} = 0 = -(\Delta D_M + \Delta PI_M + \Delta OI_M + \Delta IR),$$

kus

ΔFDI_N , ΔPI_N , ΔOI_N – valitsemis- ja muu sektori instrumendid;

ΔMB – monetaarbilanss;

ΔFDI_M , ΔPI_M , ΔOI_M – rahandussektor (krediidasutuste instrumendid).

Monetaarbilanss kirjeldab kaudselt rahapakkumise ja intressimäärade kujunemist ujuva vahetuskursi süsteemis. Kuigi neid kirjeid on vähe kasutatud, töötas Euroopa Keskpank 2000. aastal välja just monetaarbilansi kontseptsioonil põhineva Euroopa rahasüsteemi maksebilansi monetaaresitus. Seda kasutatakse euroala rahapoliitika kujundamiseks, sest eurosüsteemi laia rahaagregaadi M3 koosseisu kuulub ühe olulisema komponendina ka rahaloomeasutuste⁴ netovälisvarade muutus:

$$\underbrace{\Delta CA_{nonMFI} + \Delta KFA_{nonMFI}}_{\Delta BOP_{nonMFI}} - \underbrace{(\Delta CA_{MFI} + \Delta KA_{MFI} + \Delta FDI_{MFI})}_{\Delta BOP_{MFI}} = 0 = \underbrace{\Delta PI_{MFI} + \Delta D_{MFI} + \Delta OI_{MFI}}_{\Delta NFA},$$

kus

ΔBOP_{nonMFI} – mitterahaloomeasutuste sektori maksebilanss;

ΔBOP_{MFIs} – maksebilanss rahaloomeasutuste sektori jooksev-, kapitali- ja otseinvesteeringute konto järgi;

ΔNFA – rahaloomeasutuste sektori netovälisvarade muutus.

Likviidsuskontseptsioon hakati kasutama sõjajärgses Euroopas, kus „joone alla” koondati riigi keskpanga ja arveldusi sooritavate kommertspankade välisvaluuta varud. Nii kajastati majanduse likviidsuse kasutamist välisturgudel, kus kohalik valuuta ei olnud konverteeritav. Likviidsuskontseptsiooni esitust maksebilansi kaasaegse ülesehituse alusel oleks võimalik väljendada järgmisel kujul:

$$\underbrace{\Delta CA + \Delta KA + \Delta FDI + \Delta PI + \Delta D + \Delta OI}_{\Delta L} = 0 = -(\Delta OI_C + \Delta IR), \text{ kus}$$

⁴ Euroopa Keskpanga statistikas käsitletakse krediidasutuste mõistet laiemana. Rahaloomeasutused (*monetary and financial institutions*, MFI) hõlmavad kõiki rahaloomega tegelevaid finantsasutusi, mis võtavad osa rahapakkumise M3 kujunemisest. Üldjoontes katab kirje krediidasutusi, rahaturufonde ning eurosüsteemi rahandusinstituutide (keskpankasid).

ΔL – likviidsusbilanss;

ΔOI_{NC} – muud investeeringud, v.a krediidasutuste välisvaluuta sularaha ja hoiused;

ΔOI_C – krediidasutuste välisvaluuta sularaha ja hoiused.

Likviidsuskontseptsiooni pisut muutes on võimalik valuutavaruna käsitleda ka reaal- ja valitsemissektori välisvaluutavarusid.

Maksebilansi likviidsuskontseptsiooni edasiarendusena saab kasutada ka **rahavoogude kontseptsiooni**, mis annab ülevaate rahvusvaheliste majandustehingute makseallikate kasutamisest. Sellisel juhul tuleb maksebilansi esituses eraldada majandustehing (deebet või krediid) finantseerimist väljendavast poolest:

$$\underbrace{\Delta CA + \Delta KA + \Delta FDI + \Delta PI + \Delta D + \Delta L + \Delta OC}_{\Delta CFB} = 0 = -(\Delta TC + \Delta Dep + \Delta IR), \text{ kus}$$

ΔCFB – rahavoobilanss;

ΔL – laenud;

ΔOC – muu kapital;

ΔTC – kaubanduskrediit (debitoorne v kreditoorne võlgnevus);

ΔDep – sularaha ja hoiused;

$\Delta OI = \Delta TC + \Delta Dep + \Delta L + \Delta OC$.

Tulemus näitab, kui suures ulatuses finantseeriti jooksevtehinguid või investeeringuid ettevõtete, pankade või majapidamiste arvetel olevast valuutast, keskpanga välisvaluutareservidest või ollakse/jäädi võlgu (kaubanduskrediit).

Praegu lähtutakse Eesti maksebilansi avaldamisel ja statistilisel analüüsil standardesituse ja üldbilansi kontseptsioonist. Kui vaja, saab aga eeltoodud loetelu analüüsi eesmärgist lähtuvalt avardada.

SUHTARVANALÜÜSI KASUTAMINE

Lisaks tasakaalukontseptsioonide alusel leitud analüütilistele näitajatele kasutatakse maksebilansistatistika analüüsis sageli erinevaid suhtarve, mis leitakse maksebilansi, investeerimispositsiooni ja välisvõlaaruannete kirjete omavahelisel või teiste majanduse üldnäitajatega võrdlemisel. Suhtarvud võivad anda eelhoiatuse välissektori seisundi halvenemise või paranemise kohta.

Välissektori analüüsides kasutatakse kõige sagedamini maksebilansistruktuuri osade ja sisemajanduse koguprodukti suhtarve (nt $\Delta CA/SKP$, FDI/SKP), mis näitavad konkreetse

koondnäitaja suurst majanduses loodud väärtusega võrreldes. Kasutada saab ka mitmeid muid näitajaid lähtuvalt konkreetse riigi majanduse eripärast ning optimaalsuse põhimõttest, et vältida analüüsi ülekoormamist ebavajaliku informatsiooniga.

Jooksevkonto

Väliskaubanduskonto komponentide analüüs keskendub ekspordi- ja impordistruktuurile kaubagruppide ja partnerriikide lõikes. Ekspordi- ja impordistruktuuri kaubaline koosseis võimaldab hinnata majanduse ekspordipotentsiaali majandusharuti ning jälgida impordinõudluse struktuuri. Viimase puhul on oluline kaupade jaotus lõpptarbimiseesmärgi⁵ järgi. Eeldusel, et investeerimiskaupu kasutatakse tõhusalt, tähendab nende suurem osakaal sisseveetavate kaupade seas suuremat majanduskasvu potentsiaali – ja tavaliselt ka suuremat ekspordikõlblike kaupade tootmise mahtu.

Ekspordi- ja impordistruktuuri juures tuleb tähelepanu pöörata ka kirjete jaotusele normaal- ekspordi ja -impordi⁶ ning töötuse järgi. Vastavalt metoodikale näidatakse maksebilansis allhanketööstuse poolt töötlemiseks sisseveetud ning hiljem eksporditavaid tooteid väliskaubandusbilansis kaudseid hindu kasutades, ehkki nende puhul tegelikku omanikuvahetust ega arveldamist ei toimu.

Liiga ühekülgne või kitsas ekspordi-/impordistruktuur kaubagruppide ning partnerriikide lõikes muudab kaubandusbilansi tundlikuks kodumaiste ja partnerriikide hindade kõikumise suhtes. Sellega võivad kaasneda kiired muutused väliskaubanduse struktuuris, eriti juhul, kui asenduskaupade osakaal on märkimisväärne.

Väliskaubandusbilansi analüüsi toetavad mitmesugused täiendavad indikaatorid. Väliskeskkonda analüüsides kasutatakse kõige sagedamini järgmisi näitajaid.

- 1) Majanduse **avatuse määr** O , mis kajastab SKP sõltuvust kaupade ja teenuste väliskaubanduse käibest:

$$O = \frac{X + |M|}{SKP}$$

Suur avatus näitab sõltuvust väliskeskkonnast ja vastuvõtlikkust seal toimuvatele muutustele. Näitajat saab edukalt kasutada ka rahvusvahelistes võrdlustes.

⁵ Väliskaubandusstatistikas eristatakse kaupade struktuuris lõpptarbimise järgi kapitali-, vahetarbimis-, tarbe- ja muid kaupu.

⁶ Normaaleksport on Eestis toodetud kaupade ja Eesti juriidilistele isikutele kuuluvate kaupade väljavedu, mis ei hõlma töötluskaupu. Normaallimport on kaupade sissevedu Eestisse sisetarbimiseks, mis ei hõlma töötlemiseks sisseveetavaid kaupu.

Avatuse määra saab leida ka üksnes ekspordi alusel. See näitaja viitab majanduse võimele luua välisvaluutatulu, mis omakorda võimaldab teenindada suurt (välis)võlga:

$$O_x = \frac{X}{SKP}$$

2) **Ekspordi hinnaindeks** $\bar{P}_X$ ja **impordi hinnaindeks** $\bar{P}_M$, mis kajastavad riigi eksport- või importkaupade hindade muutust (konkurentsivõime indikaatorid).

3) **Kaubandustingimuste indeks** TOT⁷, mis leitakse ühisele baasaastale viidud ekspordi- ja impordi hinnaindeksite suhtena:

$$TOT = \frac{\bar{P}_X}{\bar{P}_M}$$

Indeks näitab riigi ekspordi ostujõudu impordi suhtes. Impordi odavnemisel ja ekspordi kallinemisel indeksi väärtus suureneb (ja vastupidi), mis viitab paranenud (halvenenud) kaubandustingimustele.

4) Kodumaise valuuta **reaalse efektiivse vahetuskursi indeks** REER⁸, mis kirjeldab vahetuskursi muutusi (E) peamiste väliskaubanduspartnerite valuutade ning kodumaiste tarbijahindade muutusi ($\bar{P}$) nende kaubanduspartnerite tarbijahindade muutuste ($\bar{P}_w$) suhtes. Indeksi kaalud (W) leitakse väliskaubanduskäibe struktuuri alusel⁹:

$$REER = \frac{E \cdot \bar{P}_w}{\bar{P}} = \left(\frac{E_1 \cdot \bar{P}_1}{\bar{P}} \right)^{w_1} \left(\frac{E_2 \cdot \bar{P}_2}{\bar{P}} \right)^{w_2} \dots \left(\frac{E_n \cdot \bar{P}_n}{\bar{P}} \right)^{w_n}$$

Reaalse efektiivse vahetuskursi kallinemisel kodumaiste kaupade konkurentsivõime välis-turgudel kahaneb ning importkaubad muutuvad kättesaadavamaks ja vastupidi.

Teenuste konto analüüsis lähtutakse üldjuhul samadest põhimõtetest, mida käsitleti väliskaubanduse kontekstis, sest väliskaubandus on teenustega kaudselt seotud (transporditeenused). Teenuste ekspordi-/impordimaht on üleilmastuvas maailmas viimasel kümnendil kiiresti kasvanud. Seetõttu laiendati 2003. aastal märkimisväärselt maksebilansi standard-esituse kirjete struktuuri.

Nii kaupade kui ka teenuste kontode analüüsi ilmestab ka ekspordi suhe impordi (X/M).

⁷ Ingl k *terms of trade* = kaubavahetusolud.

⁸ Ingl k *real effective exchange rate* = reaalne efektiivne vahetuskurs.

⁹ Eesti Panga avaldatava, Eesti krooni reaalse efektiivse vahetuskursi arvutamisel lähtutakse üheksa peamise väliskaubanduspartneri näitajatest.

Tulukonto saldo näitab ressursitulu (tööjõu ja kapitali) netovoolu, mille kujunemise määrab üldjoontes rahvusvaheline investeerimispositsioon. Tulude arvestus on tekkepõhine ning tulude jooksvas arvestuses tekkivad nõuded või kohustused lisanduvad finantskontol võla-instrumenti järgile.

Tulude puudujääki ei loeta jooksevkonto jätkusuutlikkuse aspektist nii kriitiliseks kui kaupade ja teenuste tasakaalu, sest majanduse võime teenindada tulevikus võetavaid välisvõlgu sõltub eeskätt kaupade ja teenuste ekspordist vaadeldaval hetkel.

Peale tulustruktuuri tavapärase kirjeldamise kasutatakse suhtarve finantsinstrumentide liikide lõikes võrrelduna SKPga ja investeerimispositsiooni jääkidega:

1) **Reinvesteeritud (neto)tulu osakaal SKPs** ($\Delta Y_{RT}/SKP$) näitab, kui palju jooksevkonto tasakaal ($\Delta CA/SKP$) erineks tegelikust näitajast juhul, kui reinvesteeritud tulu maksebilansis ei kajastuks¹⁰.

2) **Omandiväärtpaberitulu osakaal SKPs** ($\Delta Y_{OE}/SKP$) näitab, kui palju jooksevkonto tasakaal ($\Delta CA/SKP$) erineb, kui otse- ja portfelliinvesteeringutelt dividendide välja ei maksta (oluline jooksevkonto suure defitsiidi korral, et näidata nn väikese riskiga defitsiidi osa jooksevkonto saldos).

3) **Välisinvesteeringute tulukus** (i). Näitaja leidmiseks sobivad kõik intressi kandvad võlainstrumentid, mille arvutamise aluseks on vastava instrumenti jääk investeerimispositsioonis:

$$i = \frac{\sum_{t=t-4}^t \Delta Y_{K_t}}{K_t} * 100, \text{ kus}$$

ΔY_{K_t} – võlainstrumenti tulu krediid-(deebet)väärtus kvartali maksebilansis;

t – aruandekvartal;

K_t – võlainstrumenti jääk investeerimispositsiooni aktivas (passivas) aruandekvartali t lõpus.

4) **Välisvõla teenindamisega seotud intressikulu koormus** (K_d):

$$K_d = \frac{\Delta Y_{DL}}{X}, \text{ kus}$$

¹⁰ Reinvesteeritud tulu liideti maksebilanssi meetoodika 5. versiooni kehtestamisega. Näitaja on eriti oluline meetoodika varasema versiooni kohaselt koostatud aegridade analüüsimisel ja võrdlemisel.

ΔY_{DL} – laenudelt makstud intressid (deebet);
 X – eksport.

Tulukonto ainsad poliitika abil reguleeritavad kirjed puudutavad valitsemissektorit. Seetõttu on suure laenukoormuse puhul tavaks nendele eraldi tähelepanu pöörata.

Jooksev- ja kapitaliülekannete kontod ei oma analüüsi seisukohast kuigi suurt tähtsust, sest nende osakaalud ei ole maksebilansi kogukäibes üldjuhul määravad ega sõltu välisteguritest.

Riikides, mille maksebilanss sõltub rahvusvahelistest üleminekutoetustest, välisabist ja riiklikest annetustest, kasutatakse lisaindikaatorina **valitsusülekannete osakaalu SKPs** ($\Delta TRG/SKP$). See näitab, kui palju sisenõudluse ja tulude tegelik lõhe erineb „ametlikust” jooksevkonto saldost. Ehkki välisabi osakaal Eesti maksebilansis on olnud tagasihoidlik, on see asendunud Euroopa Liidu struktuurifondidest laekuvate ülekannetega. Seetõttu on see näitaja üsnagi kõnekas.

FINANTSKONTO, INVESTEERIMISPOSITSIOON JA VÄLISVÕLG

Finantstehingute ja investeerimispositsiooni statistiline analüüs lähtub nende rollist maksebilansi jooksevkonto finantseerimisel ning piirdub peamiselt üldiste tendentside väljatoomisega kapitalivoogude struktuuris. Kõige olulisemad finantseerimise aspektid seonduvad lühiajajalise kapitali juurde- ja äravoolu ulatuse, osakaalu ning olemusega võla tekitamise vaatenurgast. Nendega tuleb seostada finantskonto peamised üldindikaatorid, mida saab leida maksebilansi voo- või investeerimispositsiooni varumuutujate kaudu:

1) Lühiajalise kapitali osakaal finantseerimises:

$\Delta FA_{SR}/\Delta FA$, kus ΔFA_{SR} on lühiajaline finantsvoog finantskontol;
 EA_{SR}/EA , kus EA_{SR} on lühiajalise välisaktiva jääk ja EA on välisaktiva jääk kokku;
 EL_{SR}/EL , kus EL_{SR} on lühiajalise välispassiva jääk ja EL on välispassiva jääk kokku;
 $NIIP_{SR}/NIIP$, kus $NIIP_{SR}$ on lühiajaline netoinvesteerimispositsioon.

2) Võlakapitali osakaal finantseerimises:

$\Delta FA_D/\Delta FA$, kus ΔFA_D on lühiajaline võlakapitalivoog finantskontol;
 EA_D/EA , kus EA_D on lühiajaliste võlanõuete jääk ja EA on välisaktiva jääk kokku;
 EL_D/EL , kus EL_D on lühiajalise võlakohustuste jääk ja EL on välispassiva jääk kokku;
 $NIIP_D/NIIP$, kus $NIIP_D$ on tagasimaksmisele kuuluv netoinvesteerimispositsioon.

Võlanäitajaid võib välja tuua vajadusel ka majandussektori lõikes (nt valitsemissektori suure puudujäägi puhul eraldi valitsemissektor) ning osakaaluna SKPs.

Otseinvesteeringud on maailmamajanduse kasvu, tehnoloogilise arengu, rahvusvahelise konkurentsi ning liberaliseerumise tõttu üks olulisemaid kapitali rahvusvahelise liikumise vorme.

Otseinvesteeringute eripära on see, et lisaks kapitalivooga kaasneb täielik või osaline kontroll tütar- või sidusettevõtte üle, mille kaudu avaldatakse kaudset mõju sihtriigi kogutoodangule ja tööhõivele. Otseinvesteeringutega kaasnevate mõjutegurite hulka arvatakse ka tehnoloogia ja oskusteabe edenemine ning väliskaubanduse ja konkurentsi elavnemine.

Seetõttu peab otseinvesteeringute analüüs käsitlema investeeringute päritolu- ja sihtriike, aga ka peamisi tegevusvaldkondi, kuhu investeeringud on paigutatud. Vajalike andmete olemasolul võib analüüsis rohkem sügavuti minna ning jälgida otseinvesteeringuettevõtete tegevuse mõju ekspordi- ja impordinäitajatele.

Otseinvesteeringute analüüsi toetavad järgmised suhtarvud:

1) **Võlakapitali osakaal otseinvesteeringutes** (FDI_d/FDI), mis näitab välisinvestori kapitalivormi eelistust ning on arvutatav nii voo- kui ka varumuutujate põhjal. Otseinvesteeringud oma põhiosas (aktsia- ja osakapital, reinvesteeringutulu) võlga ei teki, sest lepingulised kohustused puuduvad. Samas võivad otseinvestorid soosida ka laenukapitali vormi. Muutused otseinvesteeringukapitali struktuuris viitavad muutustele investori riskitundlikkuses, samuti ettevõtete üle- või alakapitaliseeritusele.

2) **Otseinvesteeringud elaniku kohta** ($FDI/rahvastik$) on rahvusvahelistes võrdlustes sageli kasutatav näitaja. Seetõttu peab seda sisaldama ka Eesti maksebilansistatistika analüüs.

Reservide olulisus maksebilansi finantseerimisel sõltub, nagu eespool mainitud, kasutatavast vahetuskursisüsteemist. Vastavalt sellele tuleb tõlgendada ka reservidega seonduvaid rahvusvaheliselt aktsepteeritud majandusindikaatoreid.

Reservide adekvaatsus näitab keskpanga välisvarade piisavust potentsiaalsete maksebilansitehingute kaudseks finantseerimiseks tulevikus:

1) **Reservide impordikate** ($A_{IR(M)}$) mõõdab reservide varu suurust kaupade ja teenuste impordi täielikuks finantseerimiseks välisvaluutavarudest (vahetuskurss säilib):

$$A_{IR(M)} = \frac{IR}{M/3}, \text{ kus}$$

IR – reserveide jääk perioodi lõpus;

M – kaupade ja teenuste import kvartalis.

Kuna töötlus ei ole finantseeritav, siis tuleb kõnealune kirje impordist eelnevalt välja arvata.

2) **Reservide lühiajalise kapitali väljavoolu kate** ($A_{IR(STC)}$) mõõdab analoogselt eelmise näitajaga reserveide piisavust lühiajalise kapitali võimaliku väljavooluga seotud välisvaluutanõudluse rahuldamiseks (valuutakomitee süsteemis) või vahetuskursi säilitamiseks sooritatud interventsioonideks (ujuva vahetuskursi korral):

$$A_{IR(STC)} = \frac{IR}{PI + D + OI_s}, \text{ kus}$$

PI – portfelliinvesteeringute kohustuste jääk;

D – tuletisinstrumentide kohustuste jääk;

OI_s – kohustused muudelt investeeringutelt: lühiajalise kapitali jääk.

Reservidega seotud valuutakriisi prognoosimise ühe võimaliku kriteeriumina on välja pakutud ka reserveide suhet baasraha (M_0) pakkumisse (IR/M_0). Kuna valuutakomitee automaatne toimimismehhanism tagab baasraha täieliku kaetuse, pole selle näitaja jälgimine Eestis vajalik.

JOOKSEVKONTO JA VÄLISVÖLGNEVUSE JÄTKUSUUTLIKKUSE HINDAMINE

Jooksevkonto suure puudujäägiga riikide puhul on põhiküsimuseks selle puudujäägi jätkusuutlikkus pikas perspektiivis ning majanduspoliitiliste tasakaalustavate meetmete kasutuselevõtu õige ajastatus.

Jooksevkonto puudujäägi jätkusuutlikkuse määramiseks ei eksisteeri üldist reeglit. Majandusteooriast tuntud intertemporaalne ehk mitmeperioodiline eelarvepiirang seab jooksevkonto puudujäägi ja võla süvenemisele üksnes teoreetilised piirid. Kui riigi netovõlg on vaadeldaval ajahetkel võrdne tulevaste perioodide jooksevkonto diskonteeritud summa praegusel ajahetkel, on jooksevkonto puudujääk jätkusuutlik. Seega võib jooksevkonto defitsiit olla mingil ajavahemikul väga suur juhul, kui see muutub hilisematel perioodidel ülejäägiks.

Kuna statistiliselt pole tulevaste jooksevkontode nüüdisväärtust otseselt võimalik leida, tuleb leida täpsemad, võla olemust ja tagasimaksmisvõimet iseloomustavad indikaatorid. Erinevates finantskriise käsitlevates uurimustes on neid välja pakutud mitmeid, ehkki need pole probleemide ennetamisel alati tõhusaks osutunud.

Jätkusuutlikkust iseloomustavad suhtarvud

Järgnevalt esitatud suhtarvud lähtuvad Eesti maksebilansistatistika detailsusastmest. Nende alusel saab hinnata peamisi jooksevkonto defitsiidiga kaasnevaid ohte.

Jooksevkonto jätkusuutlikkuse hiljutist arengut kajastab **võla iseloomuta kapitali osatähtsuse** (CA_s) muutumine jooksevtehingute finantseerimisel:

$$CA_s = \frac{\Delta CA}{\Delta FDI_{ND} + \Delta PI_{ND}}, \text{ kus}$$

ΔCA — jooksevkonto saldo;

ΔFDI_{ND} — otseinvesteeringud: aktsia- ja osakapital, reinvesteeritud tulu (neto);

ΔPI_{ND} — portfelliinvesteeringud: omandiväärtpaberid (neto).

Eelmise näitajaga samasisuline, kuid varumuutujate alusel arvestatud suhe $NIIP_s$ näitab hetkeolukorda üldisemalt:

$$NIIP_s = \frac{NIIP}{FDI_{ND} + PI_{ND}}, \text{ kus}$$

$NIIP$ — netoinvesteeringimispositsioon (kumulatiivne jooksevkonto);

FDI_{ND} — otseinvesteeringud: aktsia- ja osakapital, reinvesteeritud tulu (neto) investeerimispositsioonis;

ΔPI_{ND} — portfelliinvesteeringud: omandiväärtpaberid (neto) investeerimispositsioonis.

Pikemas perspektiivis peetakse jooksevkonto puudujäägi tekitatud võla tagasimaksmise tõhusaimaks allikaks majanduskasvu. Seega on kõige üldisem võlanäitaja **võla suhe SKPsse** ehk otsesesse ressursibaasi ning selle muutused (D/SKP).

Kuna majanduskasv sõltub investeeringutest, annab vajalikku teavet ka **investeeringiskaupade normaalimpordi osakaal jooksevkontos** ($M_i/\Delta CA$).

Kui võla suhe SKPsse on väike, kuid see tuleb tagasi maksta järgneval perioodil, võivad tekkida likviidsusprobleemid. Seda näitab **lühiajalise võla osakaalu** suurenemine koguvõlas kui riskiindikaator (D_g/D).

Üks hea indikaator võla (seega ka jooksevkonto) jätkusuutlikkuse hindamisel on ka **võla ekspordisiduvus**, mis võrdleb võla jääki kaupade ja teenuste ekspordilt teenitud (valuuta)tuluga (D/X).

KOKKUVÕTTEKS

Nimetatud analüüsisivõtete loetelu ei ole kaugeltki ammendav. Maksebilansistatistika andmete uurimisel ja tõlgendamisel aitab nii mõnigi neist avastada tahke, millele ei ole varem tähelepanu pööratud. Enamiku kirjeldatud indikaatorite informatiivsus suureneb, kui jälgida nende muutumist ajas ning võrrelda neid teiste riikide maksebilansistatistikaga.

KASUTATUD KIRJANDUS

Abdessatar, O., Subhash, T. Macroeconomic Accounting and Analysis in Transition Economies. International Monetary Fund, Washington DC, 1997. External Debt Statistics, Guide for Compilers and Users. International Monetary Fund, Washington DC, 2003.

Allen, M., Rosengerg, C., Roubini, N. A Balance Sheet Approach to Financial Crisis. IMF Working Paper WP/02/210. International Monetary Fund. Washington DC, 2002.

Balance of Payments Manual, 5th Ed. International Monetary Fund, Washington DC, 1993.

Kindleberger, C.P. Measuring Equilibrium in the Balance of Payments. The Journal of Political Economy, Vol. 77, No. 6, 1969.

Miles-Ferretti, G. Sustainability of Persistent Current Account Deficits. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series, WP 5467. Cambridge, 1996.

Otsesed välisinvesteeringud Eesti majanduses. Koost: Allikas, A., Hein, P. jt. Eesti Välisinvesteeringute Agentuur, Tartu Ülikool. Tallinn, 1998.

Roubini, N., Wachtel, P. Current Account Sustainability in transition Economies. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series, WP 6468. Cambridge, 1996.

Use of Balance of Payments Statistics. Information Letter to the IMF BOP Committee. ST/IMF/USE_BOP.DOC. European Central Bank, Dec 20, 2001.

Vinals, J. How Does Globalization Affect the Use of BOP Statistics for Policy Purposes? Second ECB Conference on Statistics. Conference Papers. Frankfurt, aprill 2004.