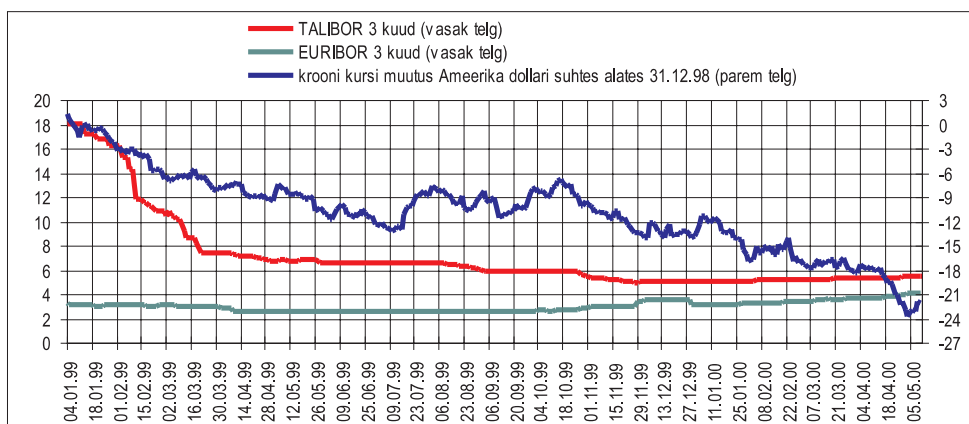


IV RAHAPOLIITILINE KESKKOND

1999. aasta teise poole soodus monetaarkeskkond säilis ka 2000. a alguses, kuigi mõju hakkas avaldama intresside tõus kogu maailmas, sh Euroopas. Euro nõrgenemine Ameerika dollari suhtes koos mõningase intresside tõusuga Euroopas mõjus Eesti rahapoliitilisele keskkonnale üldiselt neutraalselt, kuid edasine areng toimub tõenäoliselt keskkonna karmistumise suunas (vt joonis 4.1). Väliskapitalivood mõjutasid sisemaist rahapakkumist suhteliselt vähe. Arvestades finantssektori tugevat likviidsuspositsiooni, sõltub edasine laenukasv majanduskasvu kiirusest ja majandusagentide tulevikuootustest. Eesti Panga välisvaluuta brutoreservi kahanemine I kvartalis oli tingitud aasta 2000 probleemiga seotud suure kroonilikviidsuse vähenemisest ja pankade refinantseerimisoperatsioonidest. Seda kinnitab ka tõsiasi, et Eesti Panga välisvaluutareservei aasta vahetuse tase taastus aprilli lõpuks.



Joonis 4.1. 3 kuu TALIBOR ja EURIBOR ning Eesti krooni kursi muutus Ameerika dollari suhtes (%)

Väliskapitalivood

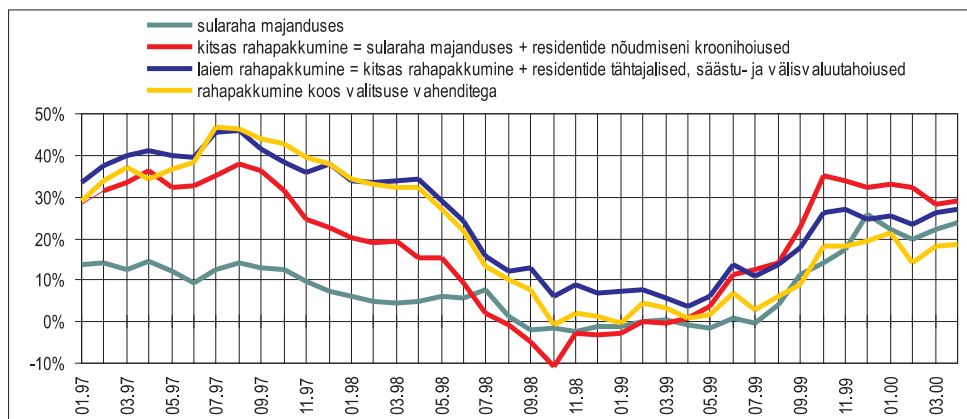
Aasta alguses domineeris finantssüsteemis aasta 2000 saabumise järgne kroonilikviidsuse vähendamine – varasid paigutati uuesti välisaktivatesse. **Teine olulisem suundumus oli pangasektori väliskohustuste "liiaga" refinantseerimine, mille tagajärjel toimus aasta esimese nelja kuu jooksul kapitali sissevool.** Statistilises mõttes oli I kvartalis tegemist kapitali väljavooluga finantssektorist, kuna ajaliselt langesid suuremad refinantseerimised ja Hansapanga võlakirjaemissioon erinevatesse kvartalitesse. **See-ga muutus I kvartali lõpu seisuga 1,9 miljardi krooni suurune kapitali väljavool finantssektorist aprillis kapitali sissevooluks.**

See viitab peamiselt pangasektori pikemaajalistele kasvootustele Balti regioonis, kuid ka kodumaise laenukasvu võimalikule kiirenemisele. Laenuõudluse praeguse suurenemise puhul piisaks lühikeses perspektiivis selle rahastamiseks ka hoiuste kasvust ja välisreservidest, samuti oleks varasemaid väliskohustusi suudetud vaevata täita neid refinantseerimata.

Maksebilansi reservidekontol kajastuv Eesti Panga välisvaluuta brutoreserv kahanes I kvartali jooksul 1,3 miljardi krooni võrra. **Kõrvutades välisvaluutareservi kahanemist jooksevkonto esialgse puudujäägiga, ilmneb, et I kvartalis oli finantskonto mõju maksebilansile neutraalne ning pangasektori kaudu toimunud kapitali väljavoolu tasakaalustas kapitali sissevool muudesse sektoritesse.** Seejuures moodustasid otseinvesteeringud viimasest esialgsel hinnangul umbes poole. Valitsussektori välisreservist toodi tagasi üksnes ca 310 mln kr ning see ei avaldanud märkimisväärset makromajanduslikku mõju. Kokkuvõtlikult võib eeldada, et kapitalivoogude mõju sisemaisele rahapakkumisele jääb neutraalseks ka edaspidi.

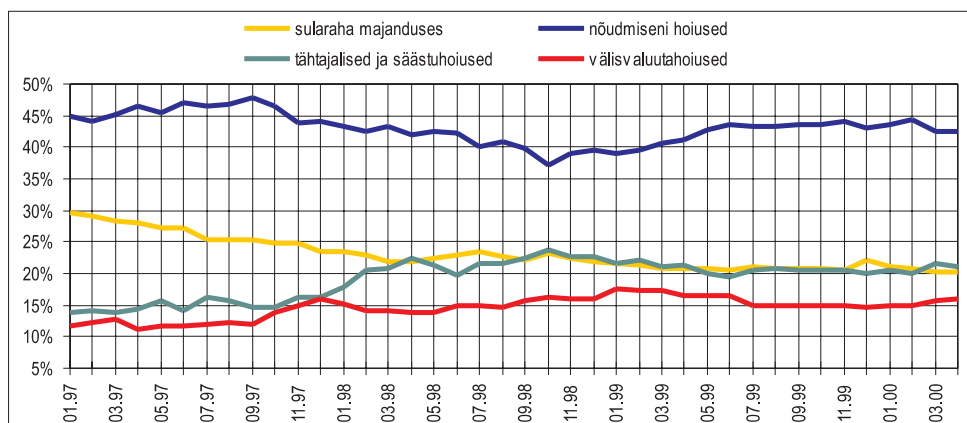
Rahaagregaadid

Rahapakkumise kasv on olnud viimase poole aasta jooksul jätkuvalt kiire ning tuginevad peamiselt reaalsektori hoiuste suurele juurdevoolule. Hoiuste kasv kajastab suurenenud majandusaktiivsust, laenude abil finantseerimise mõningast kasvu ning väliskapitali mõõdukat sissevoolu, kuid viitab ka reaalsektori kõrgel püsivale säästmistasemele. Viimast kinnitab seegi, et **nii eraisikute kui ka ettevõtete hoiuste kasv on pidevalt ületanud neile väljastatud pangalaenude jäägi kasvu.** Erasektori suurest hoiusekasvust kannustatuna ulatus laiema rahapakkumise aastakasv märtsi lõpul 26,2%ni ning kitsa rahapakkumise aastakasv 28,4%ni (vt joonis 4.2).



Joonis 4.2. Rahaagregaatide muutus võrreldes eelmise aasta sama kuuga

Laiema rahapakkumise struktuur I kvartali jooksul märkimisväärselt ei muutunud (vt joonis 4.3). Sularahanõudlus arenes ootuste kohaselt, kajastades taandumist aasta 2000 probleemi tõttu ajutiselt tõusnud tasemelt tavapärasele. Eraisikute hoiuste kasvust moodustasid umbes poole nõudmiseni kroonihoiused ja teise poole laiemasse rahaagregaati kuuluvad hoiused. Erasektori deposiitide kasvu peegelpildina jätkasid valitsuse kodumaised hoiused ka I kvartalis kahanemist. Selle põhjuseks oli mõõdukas eelarvepuudujääk.



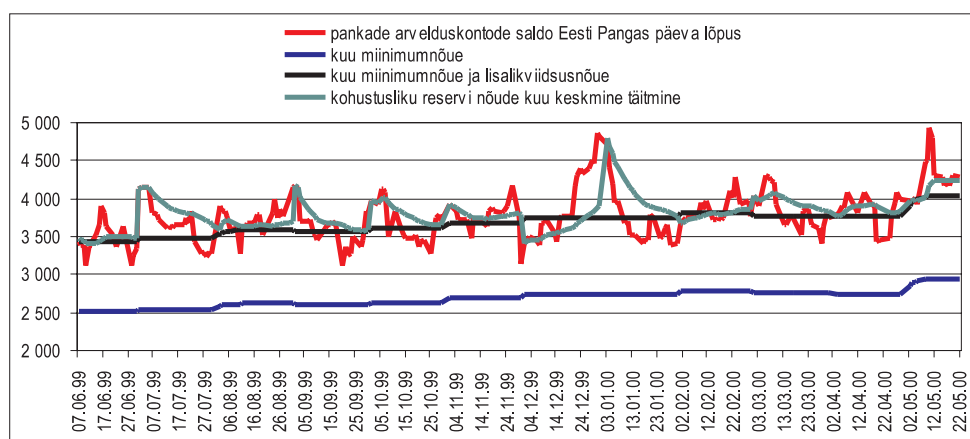
Joonis 4.3. Laiema rahaagregaadi struktuur

Raha- ja valuutaturg

Likviidsuspuhvrid ja rahaturg

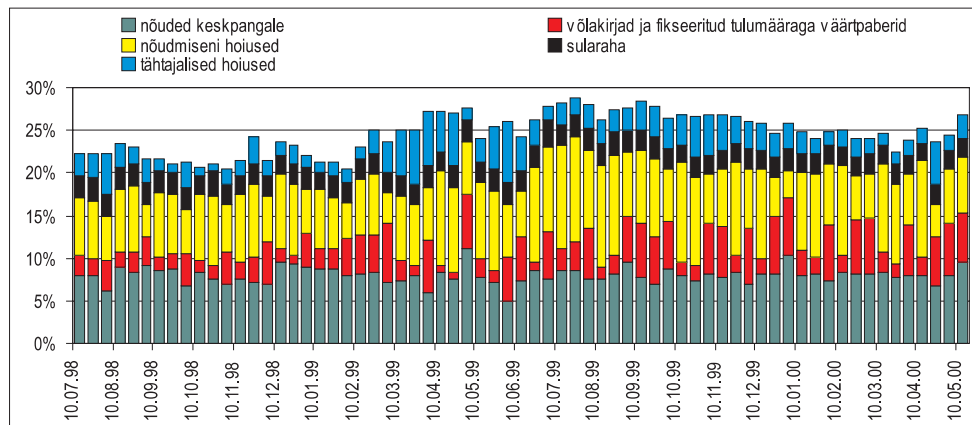
Käesoleva aasta esimesel poolel oli Eesti sise- ja väliskeskkond pankade finantseerimise seisukohalt suhteliselt soodne. Ehkki pangad ei pidanud vajalikuks hoida nii suuri reserve kui enne aastavahetust, oli nende likviidsus endiselt suur (vt joonis 4.4). Krediidiasutuste likviidsusjuhtimise strateegiaid mõjutasid positiivselt nii residentide hoiuste stabiilne kasv kui ka hästi ajastatud refinantseerimistingimused, mis toimusid vahetult enne 27. märtsil *Nasdaq* langusest tingitud arenevate turgude võlakirjade intresside tõusu¹.

Esimeses kvartalis jätkus 1999. a teisel poolel alanud krediidiasutuste likviidsete varade osatähtsuse aeglane, kuid stabiilne vähenemine pankade bilansis, mis on majandusaktiivsuse kasvutsükli ning optimismist tingitud riskialtima likviidsusjuhtimise kontekstis tavapärane reaktsioon (vt joonis 4.5). Lisaks likviidsuspuhvrite osatähtsuse



Joonis 4.4. Eesti pankade arvelduskontode saldo Eesti Pangas. Kohustusliku reservi nõude ja lisalikviidsusnõude täitmine (mln kr)

¹ J. P. Morgani poolt koostatav arenevate turgude võlakirjaindeks EMBI Plus saavutas selle aasta kõrgtaseme 27. märtsil, küündides 190 punkti. Mai keskpaigaks oli see alanenud ligi 16 punkti võrra.



Joonis 4.5. Likviidsete varade osatähtsus pankade aktivas

kahanemisele on lühikeste tähtaegade osas mõnevõrra vähenenud ka rahavoogude tasakaalustatus, mis viitab vähesele intressiriski kasvule. Varasemate ressursside tulutoovamale ümberpaigutamisele osutab ka pikemaajaliste investeeringute osatähtsuse mõningane suurenemine krediitdiasutuste väärtpaberiportfellis.

Tulevikutehingute turg

Pärast aasta 2000 probleemiga seotud riskimaandamistehingute lõppu on euro ja krooni tulevikutehingute turul nõudlus kroonilaenamise osas stabiilselt vähenenud. Aasta lõpu seisuga ulatusid euro vastu võetud lühikesed kroonipositsioonid ligi 2,8 miljardi kroonini, kuid vähenesid aprilli lõpuks koguni 1,8 mld krooni võrra. Koos swapituru mahu kahanemisega on toimunud ka Eesti krooni swapiintressimäärade korrigeerimine.

Rahaturuintressid

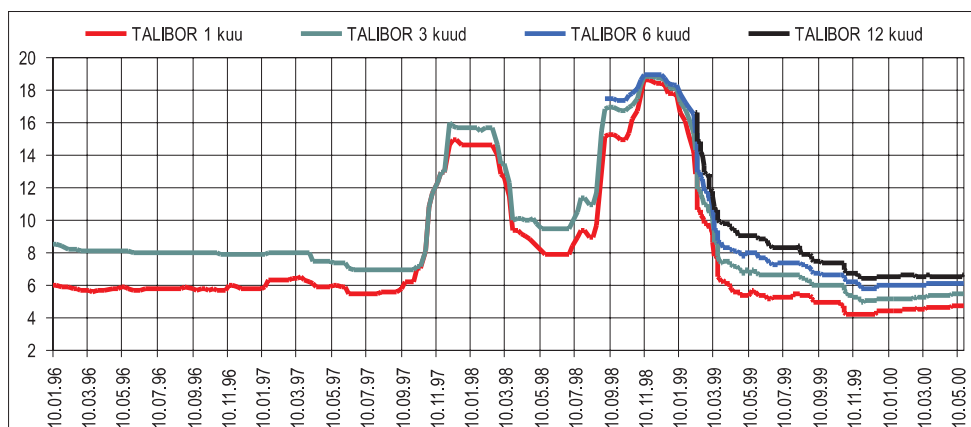
Eesti krooni rahaturu areng I poolaastal on kinnitanud aasta alguse prognoosi. Eurotsooni lühiajaliste intressimäärade tõusu taustal tõusid ka Eesti rahaturuintressid, kuid vähem. Selle põhjuseks oli väike nõudlus lühiajalise raha järele, turu endiselt suur likviidsus ning alanenud krooniriski marginaalid (vt joonis 4.6). Seejuures reageerisid Euroopa Keskpanga (EKP) kesksete intressimäärade tõusule vaid Eesti rahaturu lühemaajalised intressid. Tulemuseks olid euro ja Eesti krooni rahaturuintressimäärade rekordiliselt väikesed vahed. 12. mail oli TALIBORI ja EURIBORI noteeringute erinevus järgmine: 1 kuu – 63 baaspunkti, 3 kuud – 114 bp ja 1 aasta – 169 bp (vt joonis 4.7)².

Rahvusvaheliste finantsturgude hinnangut euro intressimäärade edasisele muutumisele näitab see, et mai esimese dekaadi seisuga oli tähtpäevatehingute turul k.a juuniks ning detsembriks 3kuiste euro rahaturuintressimäärade osas eeldatud vastavalt 9- ja 61baaspunkti tõusu. See on kooskõlas inflatsiooniliste riskide suhteliselt vaoshoitud stsenaariumiga eurotsoonis, võrreldes Ameerika Ühendriikidega. EKP peab hin-

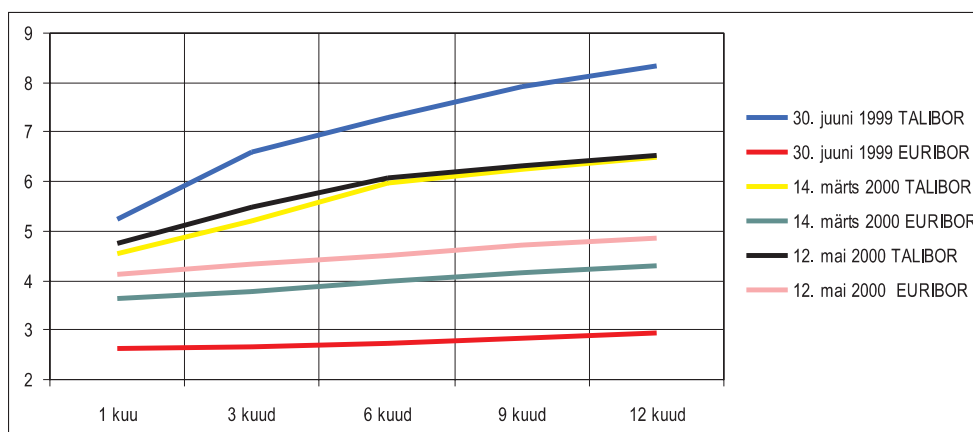
² 27. aprillil tõstis Euroopa Keskpang keskset intressimäärasid 25 baaspunkti võrra (aasta algusega võrreldes kasv 75 bp). Peamine refinantseerimismäär e repomäär tõsteti 3,75%le ning laenu- ja hoiuseintressimäärad vastavalt 4,75%le ja 2,75%le.

Intressimäärade tõstmise otsuses viitas EKP jõudsale rahapakkumise ja laenukasvule eurotsoonis ning esmakordselt ka euro nõrgale vahetuskursile. Eesti rahaturuintressid tõusid 25 bp asemel vaid ligi 15 bp, mille tulemusena intressimarginaal vähenes.

11. mail otsustas EKP Nõukogu (Governing Council) jätta rahapoliitika keskset intressimäärad muutmata, toetamaks majandusaktiivsuse kasvu eurotsoonis. Samas viitas keskpang jätkuvalt kõrgele raha- ning laenuagregaatide kasvutempole, tööstusettevõtete optimistlikele tulevikuoootustele ning tootmisvõimsuste suurenemisele kasutamistasemele. Ühtaegu prognoosis EKP lähitulevikuks harmoneeritud tarbijahinnaindeksi (HICP) langust allapoole märtsi 2,1% taset, seda tänu naftahinna langusele ning võrdlusbassi statistilisele efektile.



Joonis 4.6. Rahaturuintressid (%)



Joonis 4.7. Eesti krooni ja euro rahaturuintressimäärad (%)

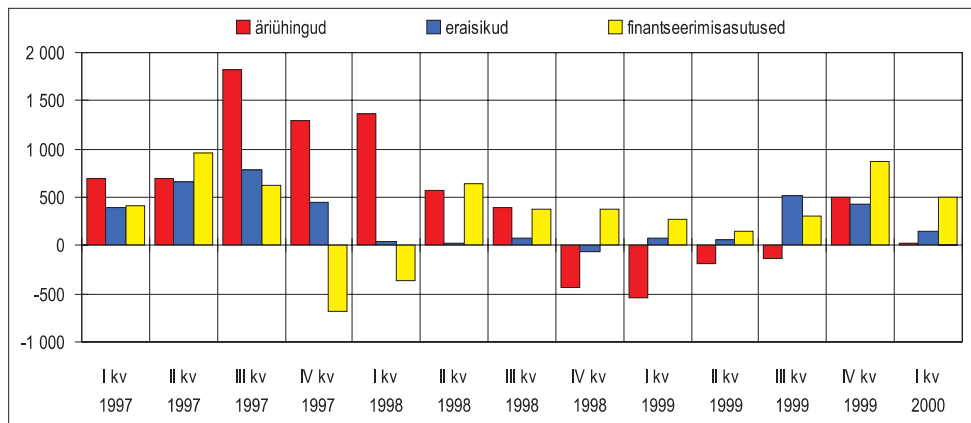
nastabiilsust ohustavateks teguriteks endiselt nõrka euro vahetuskurssi, võimalikke surveid palgaläbirääkimistel, fiskaalreformi aeglust Euroopa Stabiilsuse ja Majanduskasvu Pakti kriteeriumide saavutamiseks ning tootmist ja tööturгу puudutavate struktuursete reformide pikaldast kulgu liikmesriikides.

Laenuturg

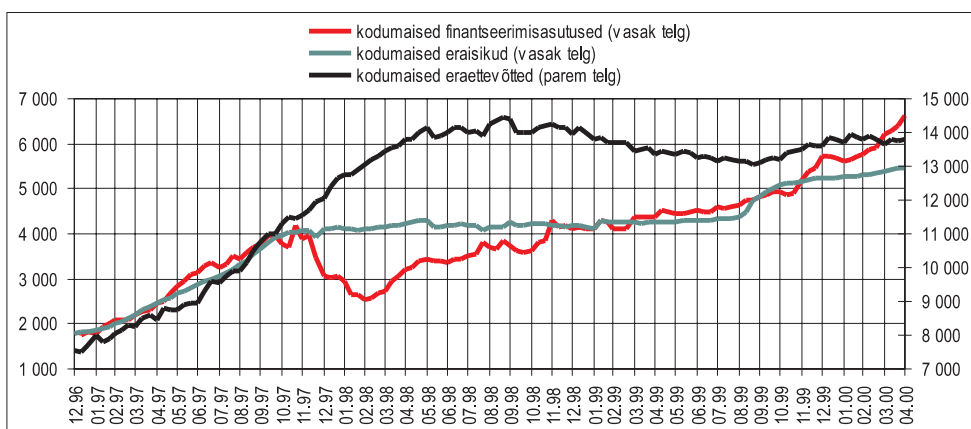
Laenumahud

Kodumaise laenamise kasvutempo kiirenes I kvartalis 14,3%lise aastakasvuni (koos võlakirjadega 12,3%ni). Nii nagu eelmistes kvartalites andis ka 2000. a I kvartalis sisemaises laenamises tooni eelkõige finantseerimisasutuste laenude jätkuvalt kiire kasv (vt joonis 4.8). Viimane kajastab kontsernisestse finantseerimispõhimõtete kestvat ümberkujundamist, mille tulemusena osa reaalsektori rahastamisest on nihkunud liisinguettevõtetesse. Erinevalt 1999. a teisest poolest suunati 2000. a alguses suur osa finantseerimisasutuste pangalaenude kasvust edasi kodumaisesse reaalsektoris.

Eraettevõtete 1999. a IV kvartalis hoogsalt alanud laenujäägi kasv rauges 2000. a I kvartalis praktiliselt olematuks (vt joonis 4.9). Selle tulemusena ulatus eraettevõtete aastane laenukasv kvartali lõpus vaid 1,8%ni, olles oodatust tagasihoidlikum. Ühtaegu



Joonis 4.8. Residentide laenujäägi absoluutkasv kvartalis (mln kr)



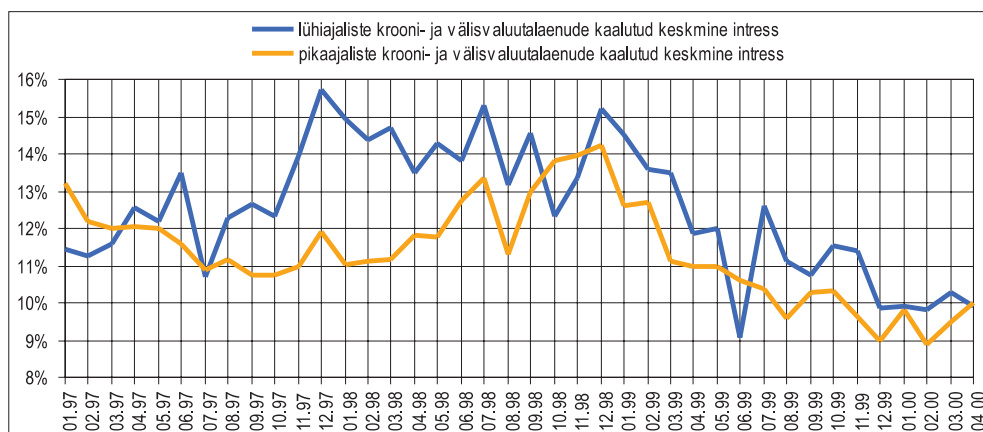
Joonis 4.9. Residentidest eraisikute, eraettevõtete ja finantseerimisasutuste laenude jääk krediitiasutuste bilansis (mln kr)

ähmastas ettevõtete laenustatistikat finantseerimise jätkuv ümberkorraldamine pangasektoris, mistõttu eelkõige tööstusele antud pangalaenu kiiret kasvu on osaliselt vähendanud see, et kinnisvarasektori laene hakati kajastama liisingfinantseerimisena. **Nii selle kui ka liisingfinantseerimise tegeliku kasvu tõttu suurenes kodumaiste eraettevõtete liisingfinantseerimise maht kvartali jooksul rohkem kui pool miljardit krooni.**

Esimeses kvartalis suurenes mõnevõrra ka laenamine eraisikutele. Seda stimuleeris laenuitingimuste jätkuv paranemine ning ka üldine majandusaktiivsuse tõus, mis soodustas positiivsemate ootuste kujunemist. Eraisikud võtavad endiselt eelkõige eluaseme-laenu ning hoolimata tarbimislaenu tingimuste paranemisest pole viimaste osas olulist suurenemist märgata. Ka eraisikute liisingujääk kahanes I kvartalis ligemale 9 miljoni krooni võrra. **Seega pole soodus monetaarkeskkond ning majandusaktiivsuse kasv tekitanud erasektoris tarbimisbuumi ning eraisikute finantseerimine oli I kvartalis kooskõlas konservatiivsete kasvuootustega.** Samas pole siiski välistatud oht, et majandusagendid võivad hakata kiire majanduskasvu taastumist liiga optimistlikult tõlgendama.

Pikaajalised intressid

Erinevalt kogu 1999. aastat iseloomustanud intresside langusest viitas intressimäärade areng reaalsektoris tänavu I kvartalis ootuspäraselt languse pidurdumisele (vt joonis



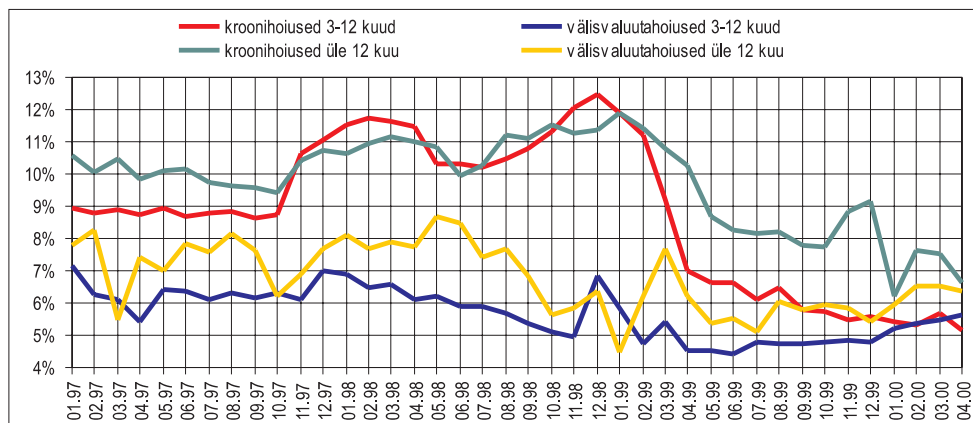
Joonis 4.10. Residentidest eraisikute ja mittefinantssektori eraettevõtete krooni- ja välisvaluutalaenude kaalutud keskmised intressimäärad

Tabel 4.1. Laenude kaalutud keskmised intressimäärad¹ (%)

	31.12.94	31.12.95	31.12.96	31.12.97	31.12.98	31.12.99	31.01.00	29.02.00	31.03.00
Lühiajalised kroonilaenud	23,1	16,0	13,7	20,0	16,7	8,7	10,1	7,1	7,4
finantseerimisasutustele				19,3	15,3	7,3	11,5	5,0	4,7
äriühingutele				19,9	17,2	10,2	9,7	10,5	9,8
eraisikutele				26,4	12,4	12,1	11,5	11,9	11,4
kuni 3 kuud	24,2	15,5	13,6	20,8	15,9	8,2	9,9	6,5	6,2
3-6 kuud	25,2	16,3	13,8	14,0	17,6	9,6	9,9	9,7	8,9
6-12 kuud	21,3	16,1	13,8	15,1	17,1	10,2	10,4	10,6	10,8
Pikaajalised kroonilaenud	17,5	15,8	13,9	11,2	16,3	8,6	8,8	7,9	8,6
finantseerimisasutustele				10,0	8,5	8,0		5,2	5,2
äriühingutele				12,3	16,8	8,7	8,0	7,6	8,2
eraisikutele				11,0	15,2	11,4	11,5	11,3	11,3
1-5 aastat	18,6	16,1	15,9	12,0	16,6	7,9	8,1	7,2	7,4
5-10 aastat	13,0	13,0	11,1	10,9	14,7	9,0	10,8	11,2	10,9
üle 10 aasta				7,4	14,5	10,6	10,7	10,5	10,2
DEM									
lühiajalised				10,2	14,1	9,8	9,6	7,7	6,5
pikaajalised				12,1	10,5	8,7	7,8	9,1	9,4
USD									
lühiajalised				12,8	12,5	10,3	10,3	11,5	11,3
pikaajalised				9,5	21,2	9,1	10,0	10,9	9,0
EUR									
lühiajalised						4,6	4,9	4,9	4,7
pikaajalised						7,9	9,5	8,3	9,0

¹ 1997. aasta aprillist muudeti keskmiste intressimäärade arvutamise meetodikat ning seetõttu muutus võimalikuks leida intresside keskmist ka erinevate kliendigruppide ja valuutade lõikes.

4.10 ja tabel 4.1). Eraettevõtete laenuintressid püsisid kvartali jooksul suhteliselt muutumatult pikaajaliste laenude osas 9% ning lühiajaliste laenude osas 10% juures. Eraisikute pikaajaliste laenude intressitaseme ulatus I kvartalis 10,5 ja lühiajaliste laenude oma 12–13%ni, olles viimastel kuudel mõnevõrra kasvanud ning kajastades ilmselt eurointresside tõusu. **Arvestades laenuõudluse kasvu, suhteliselt madalaid nominaalintresse ning intressitaseme arengut euroalal, pole reaalsektori laenuintressidel lähikuudel tõenäoliselt langusruumi.** Seda kinnitas ka kroonilaenude keskmise intressi 0,78protsendipunktiline tõus aprillis.

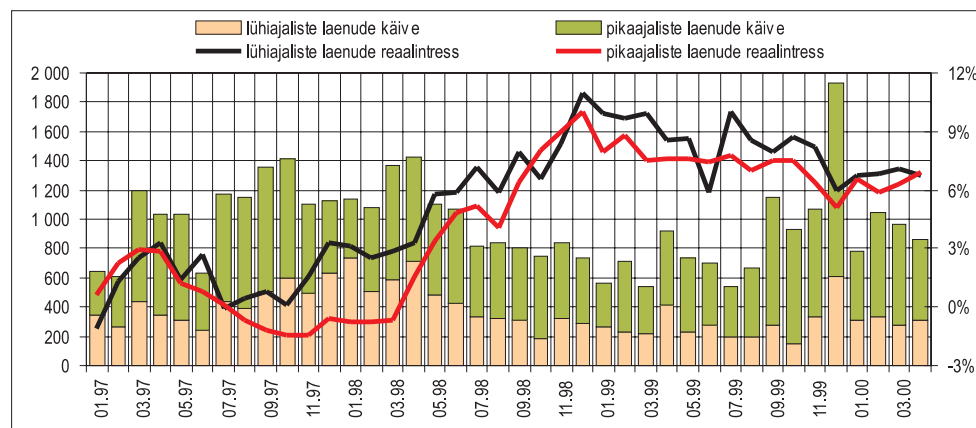


Joonis 4.11. Residentidest eraisikute ja mittefinantssektori eraettevõtete krooni- ja välisvaluutahoiuste kaalutud keskmised intressid

Tabel 4.2. Tähtajaliste hoiuste kaalutud keskmised intressid¹ (%)

	31.12.94	31.12.95	31.12.96	31.12.97	31.12.98	31.12.99	31.01.00	29.02.00	31.03.00
Kroonihoiused kokku	10,1	7,2	5,3	12,2	8,1	3,3	3,5	3,4	3,4
kuni 3 kuud	8,8	5,9	4,7	12,2	7,9	2,9	3,1	3,1	3,1
3-6 kuud				11,9	10,7	4,4	4,3	4,3	4,4
6-12 kuud	11,6	9,2	8,4	12,4	12,9	6,1	5,8	5,7	6,0
üle 1 aasta	8,8	8,7	10,5	10,8	8,9	8,9	6,2	6,9	7,2
DEM				4,6	4,7	2,9	2,9	2,9	3,2
USD				5,8	4,8	5,1	5,1	4,9	5,2
EUR						3,0	2,9	3,2	3,9

¹ 1997. aasta aprillist muudeti keskmiste intressimäärade arvutamise metoodikat ning seetõttu muutus võimalikuks leida intresside keskmist ka erinevate kliendigruppide ja valuutade lõikes.



Joonis 4.12. Residentidest eraisikute ja mittefinantssektori eraettevõtete krooni- ja välisvaluutalaenu käive (mln kr, vasak telg) ja kaalutud keskmised ex post reaalintressid (parem telg) tarbijahinnaindeksi järgi

Reaalsektori hoiuseintressid on muutunud eelmises Rahapoliitilises Ülevaates eeldatud piires (vt joonis 4.11 ja tabel 4.2). Arvestades nii euroala intresside arengutendentse kui ka jätkuvalt suurt hoiuste kasvu, on hoiuseintresside edasist muutumist keerukas hinnata. Tõenäolisim on nende senise taseme püsimine või selle mõningane tõus, millele viitab ka kroonihoiuste keskmine intressi 0,11 protsendipunktiline tõus aprillis.

Reaalsektori laenu reaalintresside tase on tarbijahinnaindeksi järgi alanenud 6–7% piirimaile (vt joonis 4.12). Kuna nominaalintressid edaspidi pigem tõusevad kui langevad ja inflatsioonitempo osas prognoositakse mõõdukat kiirenemist, siis jääb reaalsektori laenu reaalintresside taseme alumiseks piiriks lähiajal tõenäoliselt viis protsenti.