

VI MAJANDUSPROGNOOS AASTATEKS 2007–2009¹

KOKKUVÕTE

Ootuspäraselt on Eesti majanduses alanud kasvu aeglustumise periood. Seejuures on majanduse kohandumine järsem, kui kevadprognoosis eeldasime, ning uut majandusaktiivsuse tõusulainet ei saa suure tõenäosusega näha enne 2009. aastat (vt ka ptk I, tabel 1).

Väliskeskonna tugi Eesti majandusele jääb prognoosiperioodil soodsaks, ent järgmisel aastal kasvi siiski mõnevõrra vaibub. Eesti jaoks on suureks riskiallikaks rahvusvahelise avalikkuse arvamuse muutumine Balti riikide suhtes.

Lähiajal jäävad majanduskasvus peamiseks volatiilsust tekitavaks komponendiks kinnisvaraga seotud valdkonnad. Kasv aeglustub mõnevõrra laiemapõhjalisemalt, kui kevadel eeldasime.

Viimastel kuudel sise- ja välismaiste survete tõttu kiirenenud inflatsioonitempo hakkab koos Eesti majanduse kasvutempo aeglustumisega alanema ning taandub 2009. aastaks taas mõõdukale tasemele.

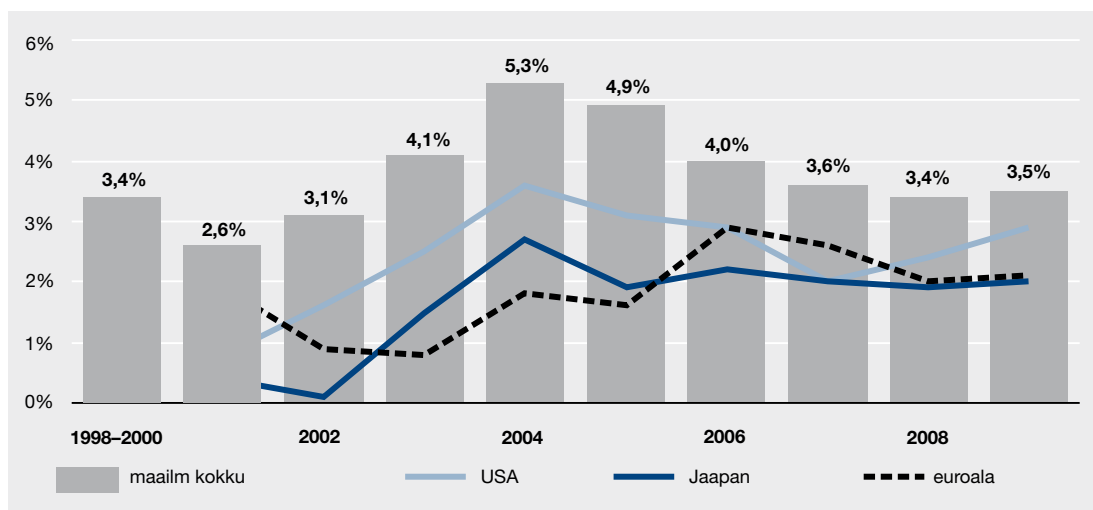
Mida kiiremini palga- ja hinnakasv taltub, seda väiksem on pikema mõõnaperioodi tõenäosus.

Käesolevat sügisprognoosi täiendavad erinevalt varasematest neli lisastsenaariumi. Kiire majanduskasvu perioodil on suurenenud mitmed sise- ja välismaised riskid. Lisaks on aga päevakorda tõusnud globaalsete finantsturgude rahutustest tulenevad ohud maailmajanduse arengule. See muudab prognoosi põhieeldused ebakindlamaks. Lisastsenaariumid püüavadki läbi mängida võimaliku majandusarengu juhul, kui põhistsenaariumi vastavad eeldused ei peaks realiseeruma.

PROGNOOSI PÕHISTSENAARIUM

Majanduskasv

Võrreldes kevadega on maailmajanduse olukord vähem soodne, sest kasvu aeglustumise oht on suurem (vt joonis 1). Eesti Panga prognoosi põhistsenaariumi järgi säilib Eesti ettevõtete konkurentsivõime ning koos välisnõudluse kasvuga jätkub samas tempos ka ekspordi kasv. Pärast 2007. aasta



Joonis 1. SKP reaalkasv

Allikas: Consensus Forecasts

¹ Käesolev sügisprognoos on valminud septembris olemas olnud teabe põhjal.

kevadprognoosi valmimist toimunud arengust väärivad esiletõstmist järgmised suundumused.

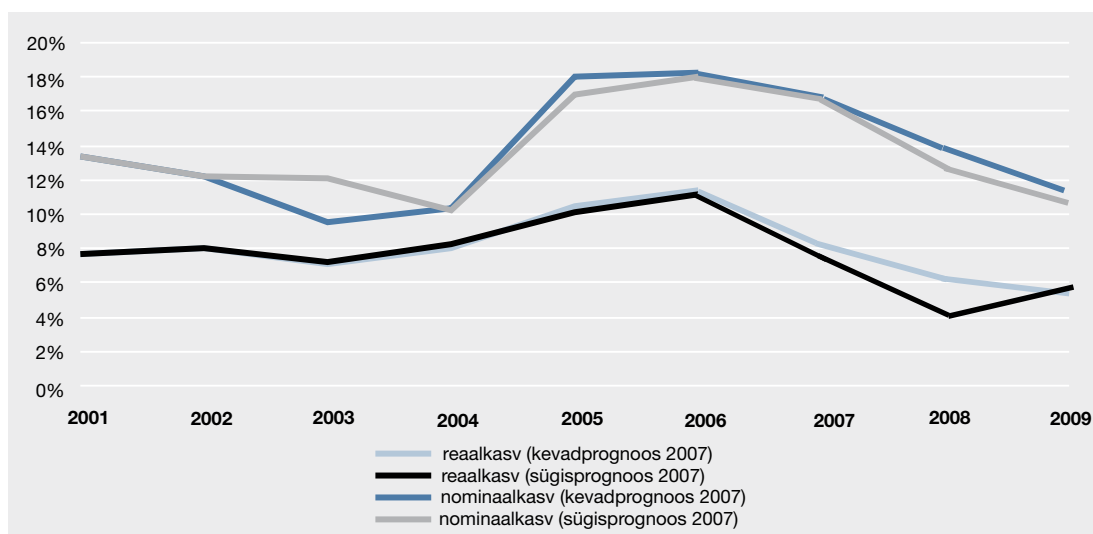
- Suhete halvenemine Venemaaga, mille peamine tulemus on toorainete transiidivoogude ümbersuunamine läbi Venemaa enda sadamate. Samuti on muutunud keerulisemaks Venemaalt tooraine hankimine. Esiolguksel hinnangutel jääb vähenenud transiidivoogude teenindamisest tulenev majanduskasvu aeglustumine 1% piiridesse.
- Kinnisvaraga seotud valdkondade oodatust kiirem jahtumine. Eluasemeturul on pakkumiste arv rekordiline, hinnakasv peatunud, kuid tehingute aktiivsus vähenemas. See on suurendanud oluliselt hinnakorrektsiooni võimalust, mis omakorda võib mõjutada laiemalt kogu reaalmajandust.
- Palgakasvu jätkuv kiirenemine aasta esimesel poolel, mis kujunes oodatust suuremaks. Selle mõju on avaldumas vähem konkurentsivõimelistes ettevõtetes (nt rõivatööstus- ja osad puidutööstusettevõtted). Tööturupinged on vähenemas tööpuuduse kaudu, ent esialgu veel väga tagasihoidlikult.

- Toiduainete ja kütuse eeldatust kiirem kallinemine maailmaturul, mis koos hoogsast palgakasvust johtuva sisemaise inflatsioonisurvega on kiirendanud inflatsiooni.

Eelnimetatud tegurite tõttu on määramatus edasise majandusarengu suhtes suurenenud. Vastukaaluks viimaste aastate jõulisele majanduskasvule ootame järgmisel aastal korrektsooni allapoole eelnevate aastate keskmist. Uut võimalust pikaajalise kasvu-rajaga suunas liikumiseks näeme alles 2009. aastal.

Tugeva korrektsooni hetkeolukorra hinnangutes ja ootustes on teinud tarbijad, kes on majandusliku olukorra paranemise ning tööpuuduse vähenemise suhtes pessimistlikumaks muutunud. Viimaste aastate kiirest arengust kasu lõiganud ehitajate kindlustunde indikaator on samuti langenud tasemele, mis viimati esines 2004.–2005. aasta talvel.

Kokkuvõttes ootame – nii nagu kevadprognoosis – majanduskasvu aeglustumist (vt joonis 2). Majanduskasv tugineb suures osas endiselt sisenõudlusele, kuid suuremat positiivset panust võib oodata ka ekspordilt. Kiirema korrektsooni võimalus on aga suurenenud ja tulenevalt mõnevõrra tagasihoidliku-



Joonis 2. Majanduskasv

mast investeeringute prognoosist on välistasakaalu paranemise väljavaated positiivsemad.

Sisenõudlus

Kevadprognoosis oli sisenõudluse struktuuri kujunemise puhul keskne küsimus, kas tootlikkuse kasvu ületav palgakasv toimub kasumi arvel või kompenseerivad ettevõtted seda hindade tõstmisega. Senine arusaam on, et siseturul on õnnestunud küll kulude kasv üle kanda lõpptarbijale, kuid samas on aeglustunud kasumi kasv. Seoses sellega püsib endiselt aktuaalne konkurentsivõime vähenemise oht.

Aasta alguse kinnisvarahindade kasvu ootuspärane, kuid mõnevõrra järsem stabiliseerumine on muutnud turuosaliste ootusi. Pangad on laenuandmisel konservatiivsemad (karmistatud on omafinantseeringu ja sissetuleku nõudeid). Laenuvõtjad aga kaaluvad eluaseme soetamise otsust põhjalikumalt, kuna on kogenud, et väide „kinnisvarahinnad saavad ainult tõusta” ei pruugigi alati kehtida (viimane kinnisvarahindade langus leidis aset 1999. a, kui hinnad langesid umbes 15%).

Üks majanduskasvu ohustavaid riske on võimalik „hingetõmbepaus” investeerimistegevuses. Täiesti realistlik on, et investeeringute maht võib märkimisväärselt langeda, kuna investeeringute ja SKP suhe on jõudnud läbi aegade kõrgeimale tasemele ning ületab Euroopa keskmist poole võrra.

Kokkuvõttes kehtib varasemates prognoosides öeldu: lähiaastate majanduskasv jääb suures osas toetuma sisenõudlusele. Tulenevalt sissetulekute suhteliselt kiirest kasvust püsib eratarbimise nominaalkasv jõuline, samas kui investeerimisaktiivsus võib väheneda (kuigi jääda endiselt suhteliselt kõrgeks) ning investeeringud muutuda vähem kinnisvarakeskseks.

Eratarbimine

Eratarbimine panustab majanduskasvu kogu prognoosiperioodi jooksul märkimisväärselt. Seda toe-

tab eelkõige kiire palgakasvu jätkumine, aga ka valitsuse kavandatud maksumuudatused (tulumaksu-määra alandamine 1% ja tulumaksuvaba sissetuleku suurendamine 3000 krooni võrra aasta kohta igal järgneval aastal kuni aastani 2011) ning pensionitõusud. Paraku vähendavad kasutatava tulu ostujõudu märkimisväärselt (osaliselt) reguleeritud hindade tõus (nt soojusenergia käibemaksu, vee- ja kanalisatsioonihinna tõus; mootorikütuse ning alkoholi- ja tubakaaktsiisi tõus 2008. aastal) ning üldine hinnakasv. Seega kujuneb hinnatõus 2008. aastal viimase kuue aasta kõrgeimaks. Ka suurenenud laenuteenindamise koormus hoiab eratarbimise kasvu tagasihoidlikumal tasemel kui 2006. aastal. Lisaks pidurdub hõive kasv ning laenuraha kaasamise tempo väheneb võrreldes eelnevate aastatega.

Investeeringud

Investeeringute kasvuväljavaade on võrreldes kevadprognoosiga muutunud oluliselt halvemaks. Suurenenud on ebakindlus tuleviku suhtes, kinnisvarahindade kasv on pidurdunud, inflatsioon on oodatust kiirem ning globaalsed riskid suuremad. Seetõttu vähenevad kõigepealt riskantsemad investeeringud arenevates piirkondades. Investeermisvalmiduse muutustest annavad märku ka mitmed konjunktuuribaromeetrid. Esmajärjekorras väheneb kinnisvarainvesteeringute reaalmaht. Masinatesse, seadmetesse ja tehnoloogiasse tehakse aga endiselt suuri investeeringuid selleks, et tagada tootlikkuse kasv.

Kuigi investeeringute reaalkasv võib olla nullilähedane juba 2007. aasta lõpus, siis suhtena SKPsse (~30%) jääb see prognoosiperioodil rahvusvahelises plaanis endiselt kõrgeks. Väike viitaeg võrreldes majanduskasvu aeglustumisega tuleneb pikast ajavahest projektide käivitamise ja valmimise vahel. Ettevõtete investeeringute puhul väheneb esmajärjekorras just kinnisvaraga seotud arendustegevus, kus kiiresti ülisuurte kasumite saavutamise aeg on möödas. Valitsussektori investeeringud, sh infrastruktuuri ehitus, jätkavad seevastu suhteliselt kiiret kasvu.

Tööturg

Nii nagu kevadprognoosis, eeldame ka sügisprognoosis töajouturu olukorra mõningast leevenemist alles järgmisel aastal. Töajouturul aset leidnud struktuursete muutuste põhjal eeldame, et kohandumine toimub esmajoonel tööpuuduse mõningase suurenemise teel ning alles seejärel mõõduka palgakasvu kaudu (vt joonis 3). Suuremat tööpuudust me siiski ette ei näe, sest nõudlus töajou järele püsib nii Eestis kui ka väljaspool.

Surve palgakasvuks taandub visalt

Palgakasv tipneb 2007. aastal, kuid nominaalne kasv jääb kahekohaliseks või selle lähedale kuni prognoosisperioodi lõpuni. Palgasurve toetub endiselt töajou avatusele ja võimalik et ka töövõtjate tugevamale positsioonile palgaläbirääkimistel. Palgakasvu ootused on kõrged ning lõhe tootlikkuse ja reaalkasvu kasv vahel väheneb visalt.

Pingete taandumine toimub esmalt tööpuuduse kaudu

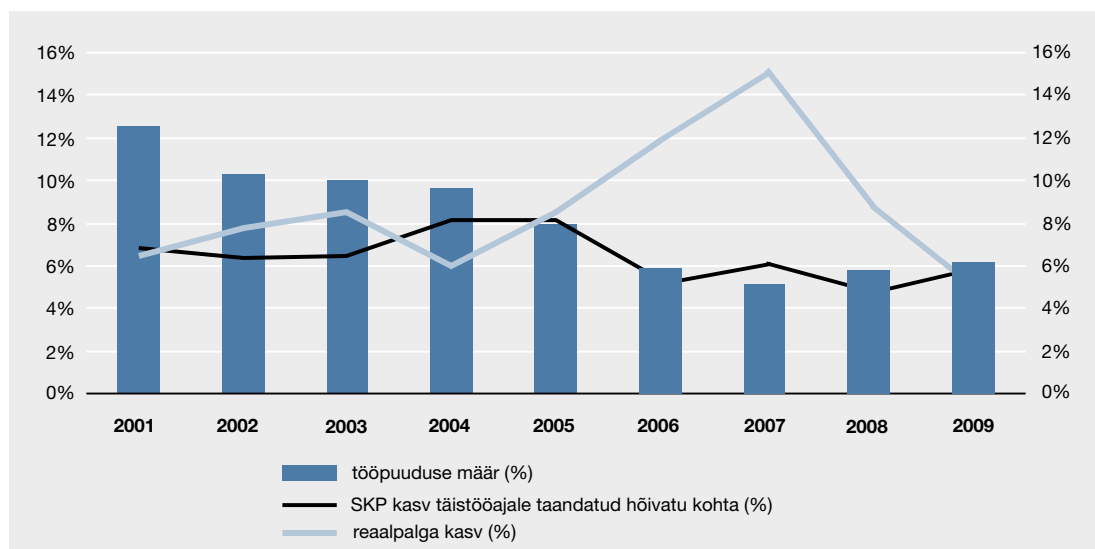
Palgakulude kiire kasvu tõttu tuleb muuta tootmine efektiivsemaks, mistõttu hõive kasv edaspidi pidurdub. Mõnel tegevusalal on ümberkorraldamise või isegi ümberorienteerumise vajaduse tõttu hõive

vähenev paratamatu. See puudutab eelkõige tekstiili- ja rõivatööstust, aga ka puidutööstust ja teisi vähest lisandväärtust loovaid ning tugeva konkurentsi tingimustes tegutsevaid ettevõtteid.

Ehitussektoris on viimaste aastate buumiga lisandunud umbes 30 000 töötajat, kes majandusliku pöördumise korral on sunnitud leidma rakendust mõnes muus valdkonnas või riigis. Seetõttu suureneb nende töötajate arv, kelle hõivesse tagasipöördumine sõltub väga palju ümberorienteerumisvõimest ja vastavate töajouteenuste pakumisest. Samal ajal on töajoule sisenemas suur hulk noori, kelle haridustee jätkamist on suhteliselt raske ette prognoosida.

Välisastakaal

Tsükliliste tegurite taandumise tõttu ootame ka välisastakaalu paranemist. Välisnõudlus püsib kogu prognoosisperioodil tugev, kuigi kasv mõnevõrra aeglustub. Mõneti negatiivsem on transiiditeenuste tulude teenimise prognoos, kuna suhted Venemaa-ga on halvenenud. Impordinõudlus väheneb lähiaastatel tagasihoidlikumate investeeringute ning ka eratarbimise kasvu tõttu.



Joonis 3. Tootlikkus ja palk

Eesti ekspordi arengu prognoosimisel on seoses kulude ja hindade jõulise kasvuga üha rohkem päevakorral ettevõtete konkurentsivõime küsimus. Ühest näitajat konkurentsivõime mõõtmiseks kahjuks ei ole. Kui aga vaadelda konkurentsivõimena tööstuse tootmisindekseid võrrelduna Euroopa keskmisega, siis enim on langenud vähest lisandväärtust loovaid vahetarbekaupu tootvate ettevõtete konkurentsieelised. Kapitali- ja tarbekaupade tootmise kasvutempo on samuti lähenemas Euroopa keskmisele ehk turu keskmisest kiirem kasv on taandumas. Seetõttu eeldame, et ekspordi reaalkasv jääb aastatel 2007–2009 tasemele, kus oldi enne selliseid väliskaubandust mõjutavaid erandlike tegureid nagu Euroopa Liiduga ühinemine ja reekspordi kiire kasv aastatel 2005–2006.

Välisvõlg

Majanduskasvu aeglustudes ja intressimäära tõustes välisvõla kasv pidurdub. Välisvõla kasvutempo peaks vaadeldava prognoosiperioodi jooksul järkjärgult alanema ligi kaks korda ning jõudma 2009. aastaks SKP nominaalkasvu tempoga samale tasemele.

Välisvõla kasvu toetab lähiaastatel eelkõige krediidiasutuste väliskohustuste kasv. Nendega finant-

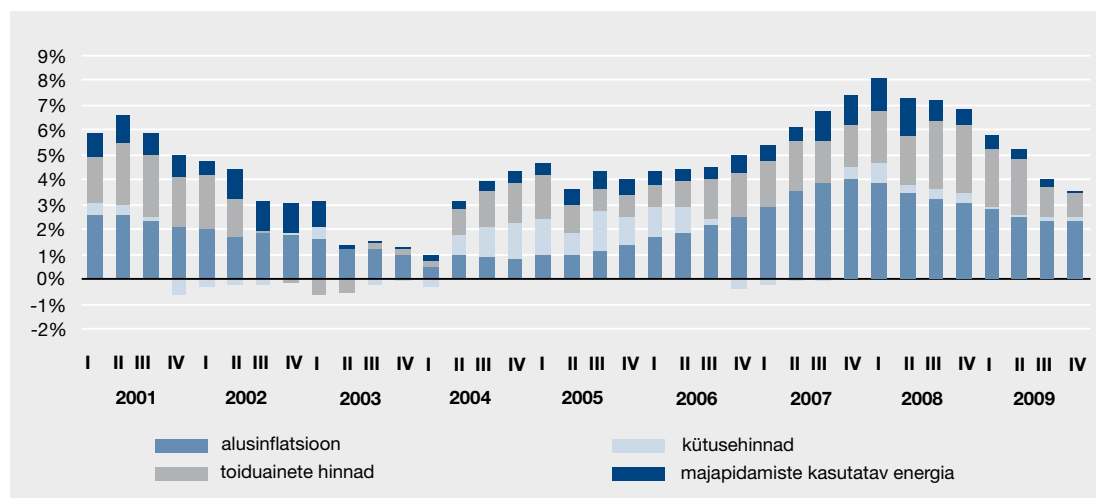
seeritakse Eesti majapidamiste ja ettevõtete laenu nõudlust. Eelolevatel aastatel peaks laenu nõudlus taltuma, mis pidurdab oluliselt finantsasutuste välisvõla suurenemist. Ka ettevõtlussektori laenumahu kasv võib kujuneda kevadel prognoositust mõnevõrra aeglasemaks. Eesti ettevõtete aktiivne tegevus välisriikides peaks suurendama välisnõudeid, mis omakorda vähendaks netovälisvõlga.

Valitsussektori välisvõlga hakkavad eelolevatel aastatel kujundama peamiselt kohalikud omavalitsused, kes oma suhteliselt väikese laenumahu tõttu välisvõla üldmahule suurt mõju ei avalda.

Enim mõjutab välisvõla arengut siiski majanduskasv. Nimelt väheneb kasvu aeglustudes ka investeerimisnõudlus, mis omakorda alandab laenu nõudlust.

Inflatsioon

Inflatsiooniprognose on kevadprognoosiga võrreldes märkimisväärselt kõrgemaks korrigeeritud (vt joonis 4). Selle taga on peamiselt tsüklilised tegurid, kuid ka oodatust kiirem toidutoorme hinnatõus nii Eestis kui ka mujal. Ülikiirest majanduskasvust tingitud hinnatõusu surve hakkab käesoleva aasta lõpus eeldatavasti nõrgenema. Seejärel aga leiab



Joonis 4. Inflatsiooni struktuur

aset (osaliselt) reguleeritud hindade tõus ning maksumuudatused, mille otsene panus tarbijahinnaindeksisse (THI) kasvab 2008. aastal 2,5–3 protsendipunkti.

Kolme viimase prognoositsükli keskne küsimus oli, millal taandub palgakasvu surve suletud sektoris, mis omakorda vähendaks teenuste hinnatõusu survet. Kui viimase pooleteise aastal jooksul viitasid ettevõtted hindu tõstes peamiselt palgakulude kasvule, siis edaspidi põhjustab suuremat kulusurvet muude tootmissisendite (toorainete) kallinemine. Majanduse ülikiire kasvu mõju hindadele on seega kahanemas.

Inflatsioonikasv kiireneb kuni käesoleva aasta lõpuni soojusenergia, toiduainete ja teenuste kallinemise tõttu. Lisaks võib inflatsiooni hoogustada mootorikütuse hinnatõus maailmaturul. Inflatsioon püsib kogu 2008. aasta vältel 7% tasemest kõrgemal, saavutades maksimumi aasta keskpaigas. 2009. aastal algab lauge langustrend ning aasta lõpuks aeglustub inflatsioon 4–4,5% tasemele. Hinnastabiilsuse tagamise üks tingimusi on efektiivse konkurentsijärelevalve olemasolu. Turujõud üksi ei suuda seaduste ja määruste täitmise puudujääke selles valdkonnas kompenseerida.

Tähtsamad kaubad ja teenused

Eesti toiduainetööstuse ettevõtted on varasemast tugevamalt seotud välisriikide hinnamuutustega. Ettevõtted on sisenenud uutele turgudele väljaspool Eestit, mistõttu toiduainete eksport on säilitanud üle 20% kiiruse kasvutempo ajal, mil mitme muu kaubagrupi ekspordikasv on pidurdunud. Võib siiski eeldada, et aasta teisel poolel aeglustub töötlemata toiduainete hinnakasv veelgi. Selle üks põhjusi on hea põllumajandusaasta Eestis. Töödeldud toiduainete inflatsiooni prognoosis on kasutatud Majanduskoostöö ja Arengu Organisatsiooni (OECD) ning Toidu- ja põllumajanduspoliitika uurimisinstituudi (FAPRI) eeldusi, mille põhjal hinnatõusu surve jätkub käesoleva aasta lõpuni ning ka 2008. aasta esimesel poolel.

Tööstuskaupade impordihindasid mõjutavad praegu ennekõike USA dollari kursi muutused. Dollari põhise kaubanduse osakaal on suurim rõivaste (17%) ning masinate ja seadmete impordis (10%). Kommunikatsiooniteenuste hinnaprognosis on tehtud eeldusel, et nende hinnalangus jätkub teenuste kvaliteedi paranemise arvel.

Mootorikütus ja soojusenergia

Mootorikütuse hinnaprognosis põhineb turgude ootustel, mida kajastavad naftafutuudid, ning 2008. aasta algusest rakendatavatel ELi mootorikütuste aktsiisimäärade miinimumtasemel. Mootorikütuse hindade areng on aasta võrdluses olnud baasiefekti tõttu väga muutlik. Viimaseid maailmaturu arengutendentse arvestades on oodata pigem hinnatõusu.

Soojusenergia hinnaprognosis tehnilised eeldused sisaldavad esiteks gaasihinna tõusu nii 2007. kui ka 2008. aastal vastavalt 35% ja 20% võrra ning teiseks kaugkütte kallinemist nii 2007. kui ka 2008. aastal 10–20% võrra.

Valitsussektor

Valitsussektori eelarve jääb ootuste kohaselt ülejääki ka järgnevatel aastatel. Kui 2007. aastal on tegu veel sisenõudlust aeglustava eelarvepoliitikaga, siis hiljem on eelarvepoliitika pigem neutraalne.

Eelolevatel aastatel jätkub tulumaksumäära alanemine, kuid üldine maksukoormus langeb mõnevõrra alles 2009. aastal, jäädes ka siis suhteliselt kõrgele tasemele. 2008. aastal takistab maksukoormust alanemast kavandatud kaudsete maksude suurendamine, sh mootorikütuse ning alkoholi- ja tubakaaktsiisi tõstmine, ning mõne käibemaksu erandi kaotamine. Nende sammudega tõstetakse aktsiisimäärad vähemalt Euroopa Liidu miinimumtasemeni. Kuna Eesti maksusüsteemis maksustatakse rohkem tarbimist kui tulusid, takistab 2008. aastal üldise maksukoormuse alanemist sisenõudluse jätkuvalt suur osakaal SKPs.

Valitsus on seadnud järgmise nelja aasta eesmärgiks senisest jõulisema pensionitõusu. Kava järgi suurenevad vanaduspensionid 2011. aastaks 2006. aastaga võrreldes ligikaudu kahekordseks. Samuti arvestab 2008. aastaks koostatud riigieelarve eelnõu ametipalga tõstmisega mitmel avaliku sektori kutsealal.

Pangandussektor

Aeglustuva majanduskasvu tõttu kujuneb 2007. aasta jooksul väljastatud laenude maht väiksemaks kui 2006. aastal. See tuleneb vähenenud laenamisaktiivsusest kinnisvarasektoris nii ettevõtete kui ka eluasemelaenude puhul. Ettevõtete lisandunud laenumaht kujuneb 2007. aastal eeldatavasti ligi 30% väiksemaks ning uute eluasemelaenude maht 17% väiksemaks kui 2006. aastal. Suuremat korrektsiooni tarbimislainude kasvus võib oodata alates 2008. aastast. Laenumahu kasvu aeglustumine prognoosiperioodil osutub järsemaks kui kevadprognoosis eeldasime, kuna tunduvalt tagasihoidlikum vaade on võetud investeerimistegevuse suhtes.

Kui varasemate prognoosiperioodide jooksul mõjutasid laenumahu kasvu enamasti vaid nõudluspoolsed tegurid, siis praegu vaadeldava ajavahemiku puhul ei saa kindlasti mainimata jätta ka pakkumispoolsed tegureid. Eesti laenuuru pakkumise kohandumist võib mõjutada globaalse turu areng ning seda emapankade likviidse ressursi olemasolu ja pankade laenupoliitika konservatiivsemaks muutumise kaudu. Pangandusturu konkurents ei toeta enam laenumahu kasvu varasemaga võrreldes, kuna üldine majanduskliima on jähnenemas.

Ettevõtete laenud

Ettevõtete laenumahu kasvu kohandumist mõjutavad prognoosiperioodil nii nõudlus- kui ka pakkumispoolsed tegurid. Ettevõtete laenude puhul on sektorites, kuhu on praeguseks kontsentreerunud väga suur osa pankade laenuportfelli (kinnisvaraarendus jms), näha laenupakkumise vähenemist. Üks võimalikke põhjuseid on lahknevused pankade ning laenu taotlejate ettevõtete tulevikuootustes. Nimelt on pangad tuleviku suhtes meelestatud

negatiivsemalt, samas kui ettevõtted on optimistlikumad. Lisaks sellele on eluasemeturg muutunud müüjaturust ostjaturuks ning võimatu ei ole ka kinnisvaraarendajate pankrotilaine algus 2007. aasta lõpus või 2008. aastal.

Kindlasti hakkab prognoosiperioodi jooksul suurenema halbade laenude osakaal pankade laenuportfellis. Eesti pangandussektor on praegu siiski piisavalt tugev, et viivislaenude mahu suurenemisega kaasnevat probleemi vältida.

Tarbimislainud

Tarbimislainude arengut mõjutavad kaks asjaolu. Esiteks on kinnisvara suure hinnatõusu ning pankade laenuingimuste karmistumise tõttu väga paljud leibkonnad muutunud n-ö eluasemelaenu kõlbmatuks. Võimalik, et mingi osa eluasemelaenude nõudlusest muutub hoopis tarbimislainude nõudluseks. Sel juhul võib tarbimislainude kasv tasakaalustada mõnevõrra aeglasemalt kasvavat eluasemelaenude mahtu. Tarbimislainude kasvukiiruse tasakaalustumist ootame 2008. aastast. 2007. aastal suureneb tarbimislainude maht võrreldes 2006. aastaga umbes 45% ja taandub seejärel 20% tasemele – peamiselt tarbijate vähenenud kindlustunde tagajärjel.

Eluasemelaenud

Eluasemelaenude mahu kasvukiiruse tasakaalustumist mõjutavad mitmed tegurid, sh eraisikute hoiakute muutus, kinnisvarahindade kõrge tase, sissetulekute kasvukiiruse vähenemine, laenukeskkonna karmistumine (sh intressimäärade tõus) ja pankade konservatiivsem käitumine. Eelnevast tulenevalt ootame 2007. aastal eluasemelaenude mahu kasvukiiruseks 32% (lisandunud laenumahu mõttes on see 17% vähem kui 2006. aastal) ning 2008. aastal 14%. Mida aasta edasi, seda rohkem hakkab eluasemelaenude portfelli puhul ilmema ka amortiseerumise mõju. Kui esimestel aastatel maksavad laenuvõtjad peamiselt intressimakseid, siis tasapisi hakkab igakuises tagasimakses suurenema laenu põhiosamakse osakaal.

PROGNOOSI LISASTSENAARIUMID

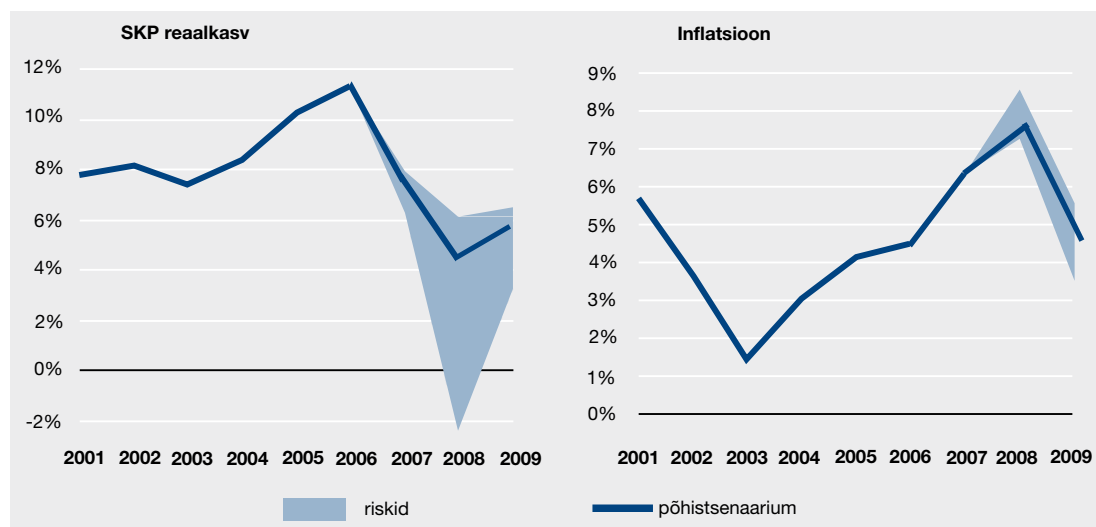
Lisastsenaariumid püüavad anda võimalikud vastused lühiperspektiivi puudutavatele küsimustele ning seda viimase aja kiire majandusarengu põhjuste ja tagajärgede kontekstis (vt joonis 5). Täpsemalt vaatleb esimene variant võimalust, kus viimasel aastal kogetud investeerimisaktiivsus on jõudnud jätkusuutmatule kasvutasemele ning toimub järsk korrigeerimine. Teine lisastsenaarium on ajendatud suurenevast palgakulust ja inflatsioonist ning selle võimalikest tagajärgedest majandusele. Kolmas lisastsenaarium analüüsib üleilmse finantsuru rahutustest tuleneda võiva maailmamajanduse aeglustumise ning likviidsuspiirangute mõju ülekandumist Eesti majandusele. Neljas analüüsib varianti, mille kohaselt seni kiiresti kasvanud sisenõudlusest kasu lõiganud ettevõtted orienteeruvad edukalt ümber välisurgudele.

Lisastsenaarium I: kinnisvaraarenduse aktiivsuse järsk langus

Viimase aastate suur investeerimisaktiivsus on peamiselt tingitud kinnisvaraga seotud tegevustest. Läbi aegade keskmisest madalamad intressimäärad ning suurenenud laenumahu toel hüppeli-

selt kasvanud nõudlus tegid kinnisvara arendamise väga kõrge kasumlikkusega äriks. Vähenenud riskikartlikkus ning soov kiiresti teenida ajendas ettevõtjaid kinnisvaraarendusega tegelema ka oma põhitegevuse kõrvalt.

Kuigi elanike sissetulekud kasvavad kiiresti ka edaspidi, võib järeldada, et nõudlus suurenes ajutiselt (odavale laenuraha toel) ning praeguste eluasemehindade puhul on tegemist ülepakkumisega. Tulemuseks on hinnakorrektsioon ning uute investeeringute peatumine seniks, kuni senised arendusprojektid on oma ostjad leidnud. See võib tähendada väga suurt korrigeerimise ehitismahus. Majanduse investeerimismahukuse tõttu mõjutab investeeringute vähenemine otseselt ka majanduskasvu. Ettevõtetest on ohus need, kes on oma äriplaanid üles rajanud eeldusele, et viimaste aastate kiiresti kasvanud nõudlus kasvab veelgi. Samuti võivad raskustesse sattuda tööstusettevõtted, kes on investeerinud kinnisvarasse oma põhitegevuse kõrvalt ja seda ebaproportsionaalselt suures ulatuses. Neil võib tekkida ka täiendavaid kulusid, mida aga ei saa rahastada põhitegevuse arvel, kuna üldine kulu- ja konkurentsiturve on niigi tugev. Majapidamisi ohustab korterite ja eramute hinnalanguse kor-



Joonis 5. SKP reaalkasv ja inflatsioon

ral panga poolt lisatagatise nõudmine ning suurem tõenäosus töötuks jääda või oodatust väiksem palgakasv. Ehitustegevuse vaibudes vabaneb hulk ehitusbuumi ajal sinna tööle suundunud inimesi, mis osaliselt leevendab tööturupingeid.

See kõik aga ei pruugi tuua kaasa ulatuslikku kahju majandusele, juhul kui varasemalt teenitud ja kogunenud kasumit kasutatakse taas põhitegevuse (tootmise) arendamiseks. Samas on ajutine pankrottide (või maksevõimetuse) suurenemine majanduse tervenemisprotsessis paratamatu.

Lisastsenaarium II: kiire palgakasv jätkub ehk nominaalne konvergens ilma reaalse konvergensita

Varasemalt on (palga)kulude kiire kasv olnud ettevõtetele heaks põhjenduseks oma toodete ja teenuste hindu tõsta. Kiirenev inflatsioon on aga muutunud töövõtjate jaoks üha tugevamaks argumendiks palgaläbirääkimistel. Samuti muutub aktuaalseks mitmesuguste lepingute indekseerimine inflatsiooni- ja kasvu suhtes. Selline spiraal saab kesta seni, kuni majanduses on vaba likviidsust, mis võimaldab ajutiselt kiirenevat nominaalset arengut. Tegelikult lükkatakse aga põhiprobleemi – tootlikkuse aeglast kasvu – edasi, mistõttu suureneb ka majanduse järsu kohanemise tõenäosus.

Tugeva nõudluse tingimustes on võimalik kanda kulud üle lõpptarbijale, kuid kiirenev inflatsioon süstib tarbijasse ebakindlust ja paneb teda vähem tarbima. Kokkuvõttes tähendab see, et tegu on valedel ootustel põhinevate otsustega, mis suunavad majanduse tasakaalukalt arenguteelt kõrvale. Kiire hinnakasvu ning väheneva kasumi kombinatsioon tekitab ebausaldusväärset investori silmis. Ellu jäävad vaid need ettevõtted, kes suudavad tootlikkuse kasvu abil kulude kasvu kontrolli alla saada. Siin on aga oluline, et pankadel jätkub usaldust, võimet ja tahet eristada kinnisvaraprojekte teistest ning normaalsetel tingimustel finantseerida tootmise arendamisse suunatud investeeringuid.

Lisastsenaarium III: laenusaamine raskendatud

Suvel USAst alguse saanud kinnisvaralaenude portfelli halvenemine ning likviidsuse vähenemine majanduses on suurendanud võimalust, et finants-turgudelt alguse saanud rahutused hakkavad mõju avaldama kogu reaalmajandusele. Sellest ajendatult on analüüsitud üht võimalikku stsenaariumi, mille järgi Eesti kaubanduspartnerite nõudlus kasvab 0,5 protsendipunkti võrra aeglasemalt kui põhiststsenaariumis. Samuti on tehtud täiendavalt kitsendavaid eeldusi finantskeskkonna suhtes. Suureneva riskikartlikkuse tagajärjel eeldatakse Baltimaades väljastatavate laenude kallinemist 2008. aastal 2 protsendipunkti võrra ning laenumahu kasv on piiratud koduturul kaasatud hoiuste kasvuga kogu prognoosiperioodi jooksul.

Kuigi selles stsenaariumi ajendiks on pakkumisest tingitud piirangud, on see küllaltki sarnane esimese riskistsenaariumiga. See lisastsenaarium aga sisaldab ohtu, et kannatada saab ka majanduse kasvupotentsiaal, kuna finantseerimispiirangute tõttu jäävad tegemata majandusele vajalikud, tootlikkuse kasvu tõstvad investeeringud.

Lisastsenaarium IV: sisenõudlusest kasu lõiganud sektorite ümberorienteerumine eksporditurgudele

Viimaste aastate sisenõudluse kiire kasv on tõstatanud hüpoteesi, et osa eksportivast sektorist on kasumi maksimeerimise huvides ajutiselt keskenjäänud rohkem sisenõudluse rahuldamisele. Nüüd kus sisenõudlus aeglustub, võib teatud tingimustel osutuda võimalikuks, et olemasolevad tootmis- ja teenindusressursid suunatakse taas välisurgudele. See eeldab aga, et varasemad investeeringud on läinud tootlikkuse/efektiivsuse suurendamiseks ning avatud sektori konkurentsivõime ei ole oluliselt halvenenud. See omakorda võimaldaks ekspordi suurendada vähemalt sama kiires tempos, kui kasvab välisnõudlus. Sellise stsenaariumi korral kujuneks majanduskasvu aeglustumine sujuvamaks, aidates tasandada investeeringute volatiilsust. Eks-

pordi kiirenemise taga võib näha ka asjaolu, et näiteks välisturgudel on toiduainete hinnad kasvava nõudluse tõttu muutunud märksa atraktiivsemaks ka kohalikule toidutööstusele. See võimaldab küll kasvatada eksporditulu, kuid tekitab täiendavat survet kohalikuks hinnatõusuks. Suurem eksporditulu ja seega ka kasumlikkus võib sisemaiste palkade ja hindadega seotud pingete taandumist edasi lükata.

JÄRELDUSED

Prognoosi põhistsenaariumi kohaselt suudab pakumine muutunud majandusolukorraga siiski koheneda ning konkurentsivõime ei halvene märkimisväärselt. Tulutaseme ühtlustumine jõukate tööstusriikide omaga jätkub pikemas perspektiivis endiselt kiire tempoga. Arvestades viimaste aastate ülisuurt kapitali sissevoolu Eesti majandusse on selline tsükliilisus loomulik.

Tõenäoliselt läbib avatud sektor majandustsükli aeglustumisetapi kiiremini ja valutumalt. Mõnevõrra pikema aja vältel saavad kitsikust tunda suletud sektori ettevõtted ehk just see osa majandusest, mis viimastel aastatel on krediidi kasutamisest enam sõltunud.

Mida kiiremini palga- ja hinnakasv taltub, seda väiksem on pikemaajalise mõõnaperioodi tõenäosus. Juhul kui konkurentsivõime säilimise eeldus paika ei pea, osutub majanduskasv tunduvalt aeglasemaks ning võimalik, et pikemaks ajaks.

Kuna tõenäoliselt napib Eesti majanduses järgnevatel aastatel vaba tööjõuressurssi, siis peab kapitali akumulatsioon ja tootlikkuse tõus kujunema peamiseks kasvuallikaks. See aga eeldab, et finantssüsteem jätkab efektiivset säästude kogumist ning suunamist lisandväärtust loovatesse sektoritesse. Finantssektori roll tehnoloogilise innovatsiooni ja tehnoloogiasirde katalüsaatori ja rahastajana Eesti-suguses riigis on märkimisväärne,

mistõttu avaldaks krediidi piiirang potentsiaalsele kasvule kindlasti negatiivset mõju.

Tasakaalukam areng viib 2009. aastal Eesti inflatsiooni Maastrichti kriteeriumi kontrollväärtusele lähemale, kuid ei taga selle kriteeriumi täitmist. Me ei näe endiselt euro edasilükkumist eraldiseisva probleemina, ent euro kasutuselevõtu viibimine on täiendav ebakindluse allikas, mis võib koostoimes teiste riskidega Eesti majanduskasvu tingimusi halvendada.