

## II ETTEVÖTETE JA MAJAPIDAMISTE FINANTSKÄITUMINE JA RISKID

### ■ Ettevõtted

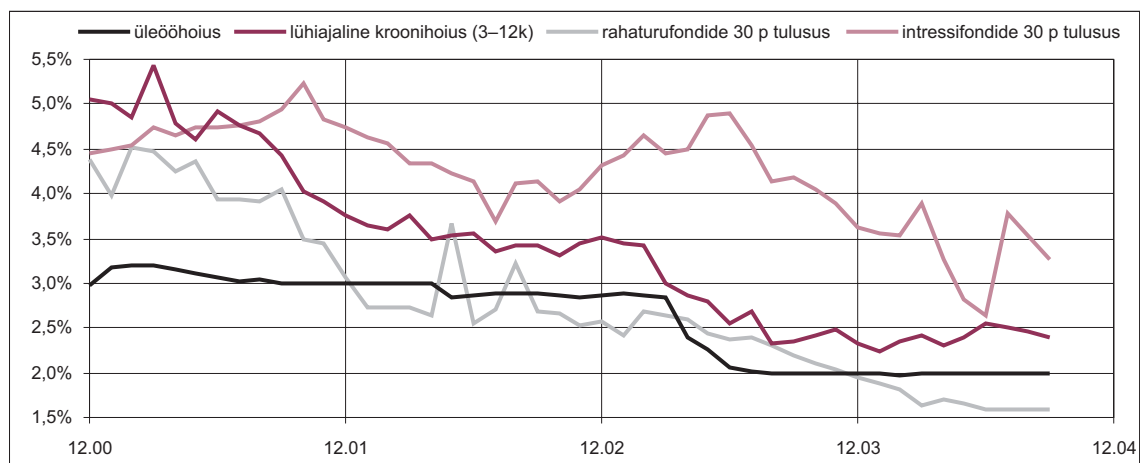
#### Finantspositsioon ja säästmine

Ettevõtete finantsvarade ja -kohustuste netopositsioon kodumaiste pankade ja liisinguettevõtete suhtes on tugeva laenukasvu juures muutunud veelgi negatiivsemaks (vt joonis 2.1). 2004. a septembri lõpus ületasid ettevõtete finantskohustused kodumaise panganduse suhtes finantsvarasid rohkem kui 23 mld krooni võrra. Veel 2003. a lõpus oli see vahe 17 mld krooni.



Joonis 2.1. Ettevõtete finantsvarad ja -kohustused kodumaise panga- ja liisingusektori suhtes (mld kr)

2003. a esimese poole alguse saanud **hoiuste** kasvutempo alanemistrend pöördus 2004. a teises pooles – septembri lõpuks kiirenes kasvutempo 21%ni. Kui osaliselt peegeldab selle kasvunäitaja dünaamika eelmise perioodi baastaseme erisusi, siis pikemas vaates kajastuvad hoiuste kasvus ka ettevõtete paremad



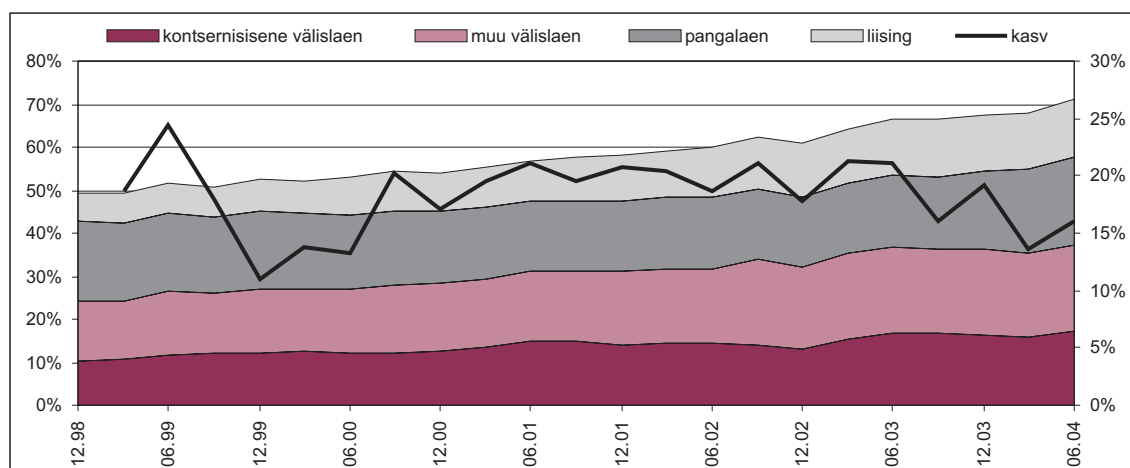
Joonis 2.2. Ettevõtete lühiajaliste kroonihoiuste intressid ning raha- ja intressifondide tootlused

majandustulemused. 2004. a üheksa kuu jooksul kasvasid kodumaiste ettevõtete hoiused 1,4 mld krooni võrra, mis oli suurim kasv viimase kolme aasta vastavate perioodide võrdluses.

Püsivalt väheatraktiivsed **hoiuseintressimäärad** ning vähenenud **intressifondide tootlused** on alandanud nii tähtajaliste hoiuste osakaalu<sup>1</sup> kui ka investeringuid raha- ja intressifondidesse. Ettevõtte eelistatavad investeerida aktsiafondidesse või hoida vahendeid likviidsena nõudmiseni pangakontodel (vt joonis 2.2).

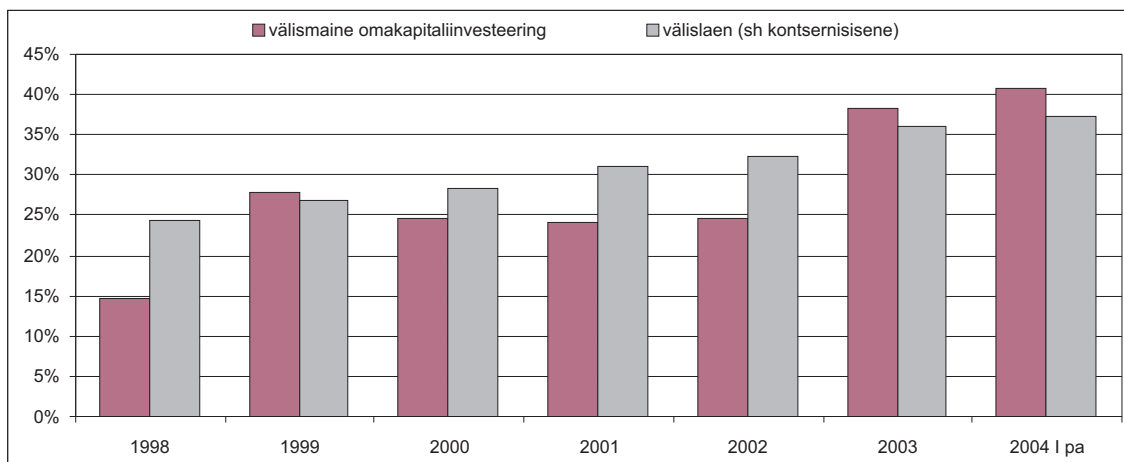
### Ettevõtete võlg

Ettevõtete **võla kasvutempo**, mis 2001. a teisest poolest kuni 2003. a keskpaigani püsis 20% juures, on sellest ajast alates olnud alaneva trendiga, jõudes 2004. a I poolaasta lõpuks 16%ni (vt joonis 2.3). Käesoleval aastal on varasemaga võrreldes oluliselt kiiremini kasvanud kodumaisel pangalaenu ning liisingul põhinev rahastamine. Välislaenu osakaal oli juuni lõpus siiski jätkuvalt kõrge, moodustades 52% ettevõtete võlakapitalist. Välislaenudest omakorda peaaegu pool (täpsemalt 46%) moodustavad kontsernisiseseid laenuid.



Joonis 2.3. Ettevõtete võlg (% SKT suhtes; vasak telg) ja kasvutempo (parem telg)

Lisaks võlakapitali vormis toimunud finantseerimisele on jõuliselt kasvanud ka **välismaised omakapitali investeringud** (vt joonis 2.4). Kodu- ja välismaalt kaasatud võlaga võrreldes jäi välismaise omakapitali jäägi kasv tagasihoidlikumaks, olles samas siiski suurem välismaiste võlakohustuste jäägi kasvust.

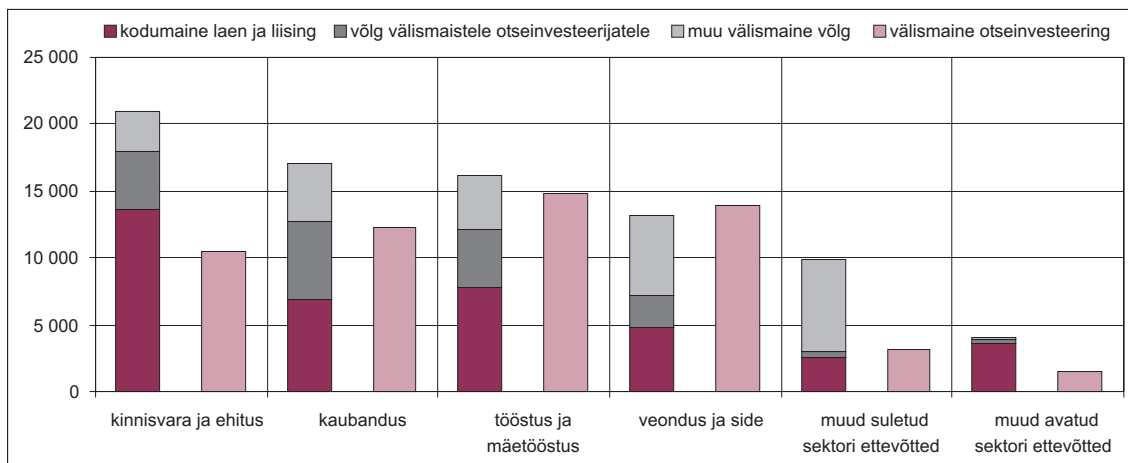


Joonis 2.4. Väliskapital Eesti ettevõtluses (% SKT suhtes)

<sup>1</sup> Ettevõtete poolt pankades hoitavatest vahenditest moodustavad rohkem kui 75% nõudmiseni hoiused.

Majandusharude lõikes olid 2004. a I poolaastal võlakapitali kaasamisel aktiivseimad kaubanduses tegutsevad ettevõtted. Ent **välisinvesteeringuid lisandus sama perioodi jooksul kõige rohkem kinnisvarasektorisse ja ehitusse** (2,4 mld krooni) – see oli viimaste aastate üks tugevaimaid kasve. Majanduse põhiharudes on välismaiste otseinvesteeringute roll äritegevuse rahastamisel endiselt oluline; näiteks töötlevas tööstuses moodustasid kontsernisisesed laenud I poolaasta võlakapitali kasvust peaaegu 50%.

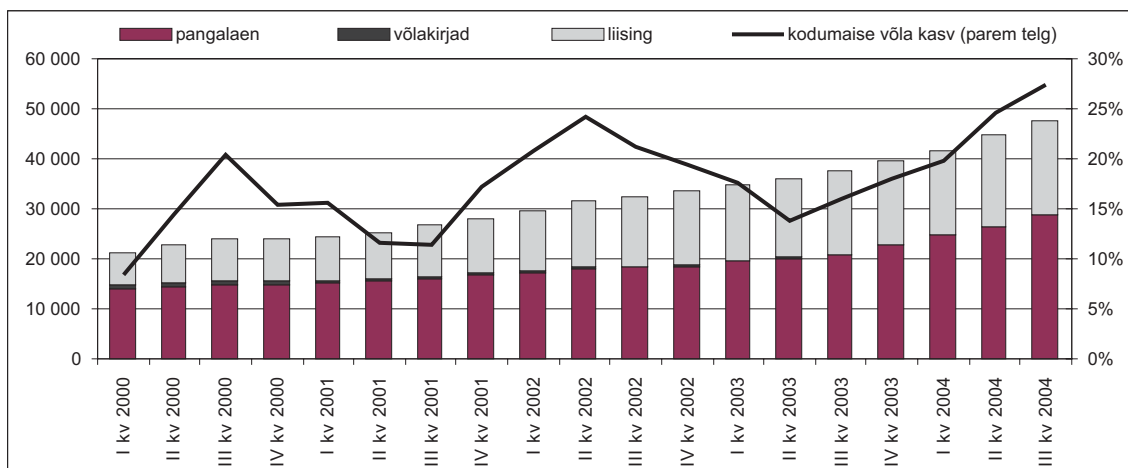
Ettevõtete võlakapitali struktuur ei ole nende arengusuundade tulemusena siiski oluliselt muutunud. Endiselt põhineb kinnisvarasektori rahastamine ülekaalukalt kodumaisel laenul ja liisingul (64% võlast), samas kui teiste peamiste majandusharude puhul domineerib välismaine laenuressurss (vt joonis 2.5).



Joonis 2.5. Ettevõtete finantseerimise struktuur seisuga 30.06.2004 (mln kr)

### Kodumaise finantssektori vahendatud võlg

Kodumaise panga- ja liisingusektori vahendatud **kodumaise võla aastakasv** jõudis 2004. a kolmanda kvartali lõpuks viimaste aastate rekordtasemele (27%; vt joonis 2.6). Kuigi suure osa sellest andis alates 2003. a lõpust rohkem kodumaisele pangasektorile tuginev transpordisektor<sup>2</sup>, kus aastakasv jõudis septembri lõpus 83%ni, võis kasvutempo kiirenemist 2004. a jooksul täheldada kõikides peamistes majandusharudes.

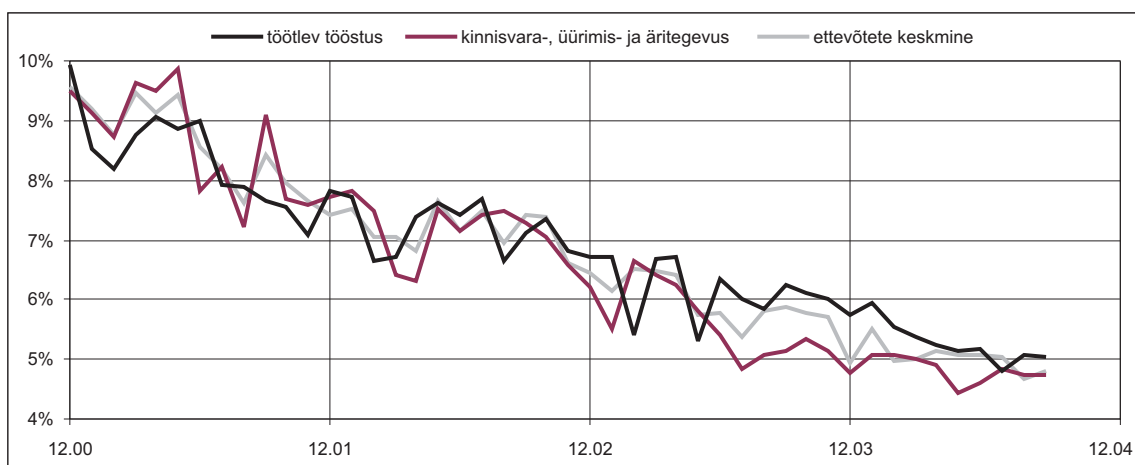


Joonis 2.6. Ettevõtete võlg kodumaiste pankade ja liisinguühingute ees (mln kr; vasak telg) ja selle kasv (parem telg)

<sup>2</sup> 2003. a lõpus refinantseeriti märkimisväärne osa transpordisektori laenudest kodumaise pangalaenuga.

**Võlainstrumentide struktuuris** jätkub suundumus, kus liisingu osakaal taandub pangalaenu ees. Septembri lõpu seisuga oli pangalaenuga finantseeritud üle 60% ettevõtlussektori kodumaisest võlast. Liisingu rolli vähenemist saab põhjendada peamiselt laenuoodete iseloomu muutusega. Liisingutoodete kasutamine on tavapärasem seadmetesse investeerimisel, mistõttu näiteks põllumajanduses ja töötlevas tööstuses on liisingu osakaal finantseerimisel jäänud endisele tasemele (vastavalt 66% ja 35%). Kodumaise väärtpaperituru roll vahendite kaasamisel on endiselt väike (vt ptk 4).

**Ettevõtete suurt laenukasvu on soosinud madal intressitas.** Kogu 2004. a jooksul on ettevõtete pikaajaliste laenude keskmine intress püsinud 5% juures, aastataguse perioodiga võrreldes on see alanenud peaaegu protsendipunkti võrra (vt joonis 2.7). Soodne intressikeskkond on täheldatav enamike tegevusalade puhul. Käesoleva aasta üheksa kuu keskmisena oli keskmisest kõrgem laenuintress kalanduses ja põllumajanduses tegutsevatel ettevõtetel; samal ajal laenasid madalama intressiga transpordi- ja side- ning kinnisvara- ja muu äriteeninduse ettevõtteid. Arvestades seda, et Eesti ettevõtete näol on ELi kontekstis tegemist pigem väikese ja keskmise suurusega ettevõtetega, kelle puhul rakendatav laenumarginaal on kõrgem, võib Eestis väljakujunenud intressitaset pidada kohati liiga madalaks.



Joonis 2.7. Ettevõtete pikaajalised laenuintressimäärad

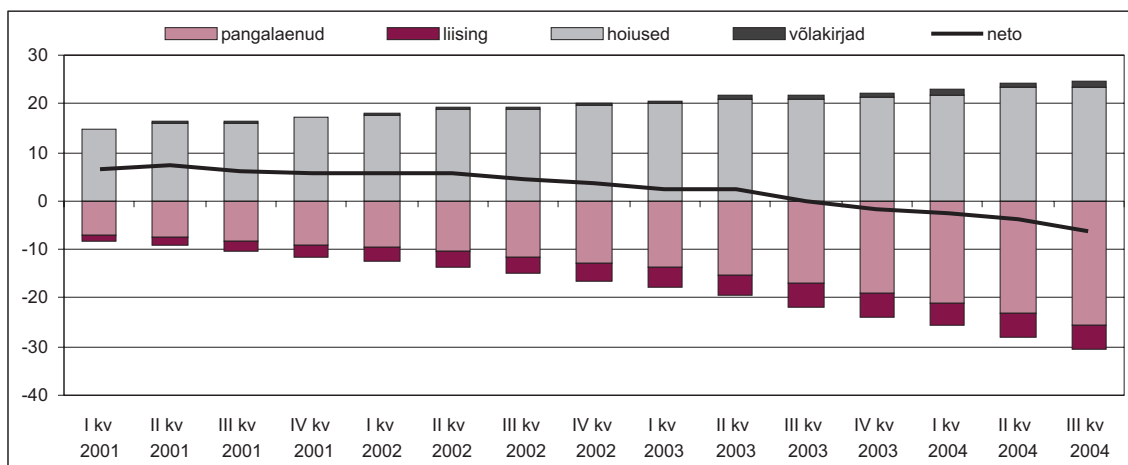
## ■ Majapidamised

### Finantspositsioon ja säästmine

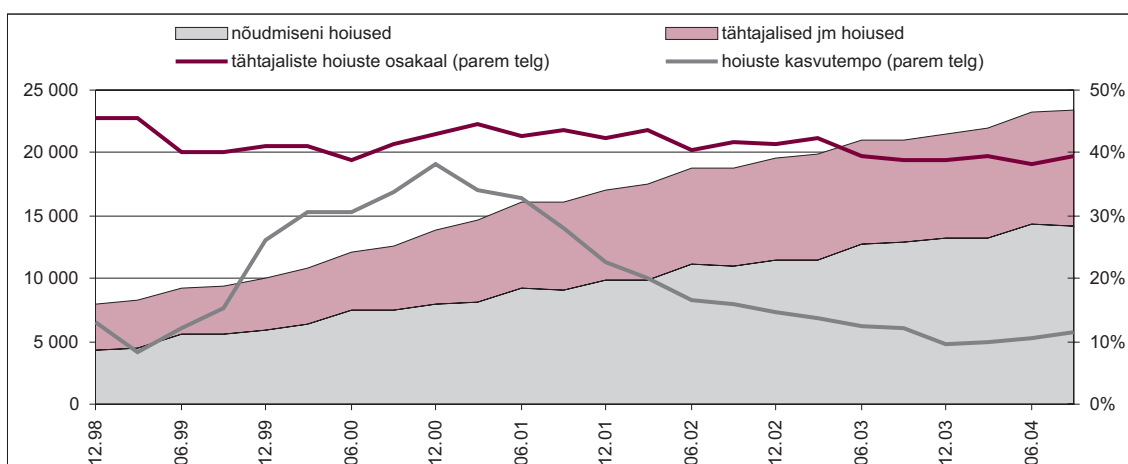
**Majapidamiste finantsvarade ja -kohustuste netopositsiooni halvenemine jätkus 2004. aastal üha kiirenevas tempos.** 2004. a septembri lõpus ületasid majapidamiste finantskohustused finantsvarasid juba rohkem kui 6 mld krooni võrra (vt joonis 2.8). Kuna finantskohustuste suurenemise taga on eelkõige kinnisvara soetamine, siis majapidamiste jõukus on ilmselt suurenenud. Finantspositsiooni nõrgenemine avaldab samas negatiivset mõju makrotasandi välistasakaalule ning mikrotasandil vähenevad puhvrid toimetulekuks võimalike tagasilöökidega, mis ohustavad laenuteenindamisvõimet.

**Hoiuste aastakasvu aeglustumise trend,** mis sai alguse juba 2001. a keskel, saavutas oma madalpunkti 2003. a lõpus ja 2004. a alguses. Kuigi 2004. a teisest poolest võttis hoiuste kasvutempo üle pika aja taas kindla suuna ülespoole (septembri lõpuks jõudis aastakasvunäitaja 11,4%ni), on see kõrge laenuõudluse juures jäänud siiski tagasihoidlikuks (vt joonis 2.9). Võrreldes teiste finantssüvenemise näitajatega ei ole eraisikute hoiuste suhe SKTsse märkimisväärselt suurenenud, püsid juba alates 2001. a keskpaigast 16–18% vahemikus<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Võrdluseks: eraisikute hoiused moodustasid 2003. a lõpus Lätis 15% ning Soomes 35% SKTst (allikad: Eurostat ja keskpangad).



Joonis 2.8. Majapidamiste finantsvarad ja -kohustused kodumaise panga- ja liisingusektori suhtes (mln kr)



Joonis 2.9. Majapidamiste hoiused kodumaistes pankades (mln kr) ja nende kasv

2004. a üheksa kuu jooksul kasvas hoiuste jääk 1,9 mld krooni võrra (2003. a samal ajal oli jäägi kasv 1,3 mld kr), seejuures väärib tähelepanu asjaolu, et nõudmiseni ja tähtajalised hoiused on suurenenud praktiliselt võrdses mahus. Tõenäoliselt peab endiselt paika 2004. aasta mai FSÜs välja pakutud atraktiivsete rahapaigutamisevõimaluste nappuse järeldus, sest hoiuseintressid on püsinud muutumatult madalal tasemel alates 2003. aasta keskepaigast. TNS Emori 2004. a sügisel läbiviidud uuring näitas aga tähtajalise hoiustamise suhtes toimunud järsku eelistuste kahanemist, samas kui "sukasäärepankurite" osakaal on suurenenud.

Sama uuringu järgi on otsene **investeeringuline väärtpaberitesse** jäänud vaid väikese osa elanikkonna huviks – börsil kaubeldavaid või mittekaubeldavaid väärtpabereid või investeerimisfondi osakuid omab uuringu kohaselt vaid 4% kõikidest leibkondadest, kusjuures viimase kolme aasta jooksul on see osakaal püsinud praktiliselt muutumatuna. Tõenäoliselt on huvipuuduse taga eelkõige elanikkonnas valitsev arvamus, nagu pakuks kinnisvarasse investeerimine suhteliselt paremat ja riskivabamat tootlust (vt ka taustinfo *Eluasemena kasutatava kinnisvara ja finantsvarade tootlus*).

Seoses pensionireformi eduka käivitumisega on pikemas perspektiivis muutumas majapidamiste **finantsvarade struktuur**. Lisaks kohustuslikule pensionikogumisele on viimase aasta jooksul jõudsalt kasvanud vabatahtlik pensionikogumine – 2003. a septembri lõpuks oli pensioni III sambaga liitunud 11,5% töötavast elanikkonnast (vt ka ptk 5 *Pensionifondid ja -kindlustus*) ning pensionisäästu kogumaht tõusis 2,9

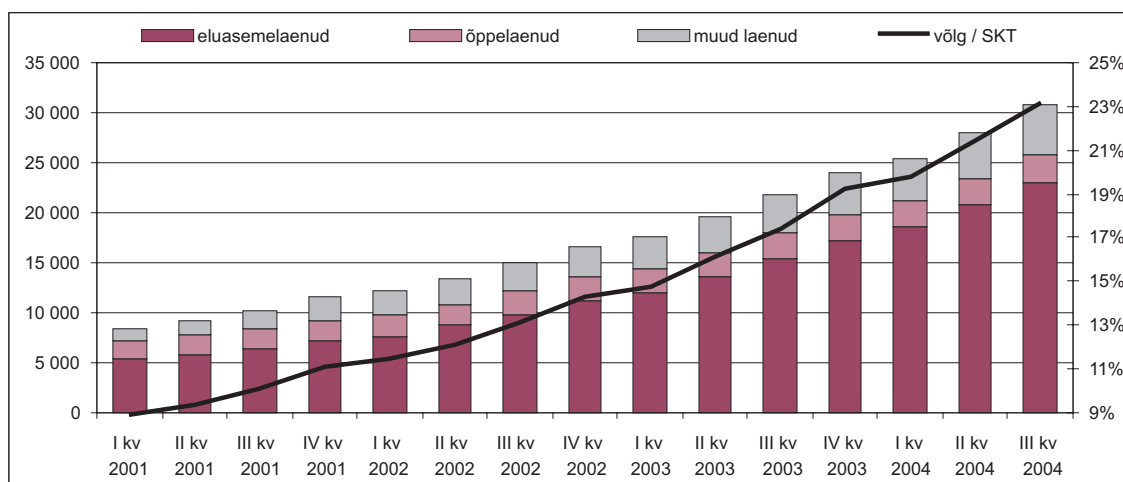
mld kroonini. Pensionisäästuks suunatud vahendite suurenemine 2004. a esimese üheksa kuu jooksul on ületanud majapidamiste tähtjaliste hoiuste kasvu, jäädes hoiuste kogumahu absoluutkasvule siiski veel alla. 2004. a septembri lõpus moodustas pensionisääst majapidamiste finantssäästust (v.a võlakirjad ja aktsiad) ligikaudu 11%. Seniste hoiustamissuundumuste jätkudes on võimalik, et see osakaal tõuseb 2005. aasta lõpuks juba 17–18%ni.

Üha suureneva võlakoormuse juures tuleb rohkem tähelepanu pöörata hoiuste kasvu järjepidevuse ja likviidsuse aspektidele. Tarbimise ja laenukohustuste kiire kasvu juures ei ole põhjust eeldada hoiustamise hoogustumist. Kui pankade likviidsusjuhtimise seisukohalt ei ole majapidamiste hoiuste tagasihoidlikul kasvul kriitilist mõju (v.a kaudsem mõju jooksevkonto puudujäägi ja makromajandusliku ebastabiilsuse kaudu), siis üksiku pere tasandil on tegemist vajaliku puhvriga võla teenindamisel tekkida võivate probleemide jaoks.

## Majapidamiste võlg ja laenuteenindamise võime

### Võlatase ja selle kasv

Majapidamiste laenuõudlus on 2004. aasta jooksul olnud tugevam kui eales varem. Toetatuna soodsatest laenuitingimustest on kuu jooksul välja antud **uute laenude maht** pidevalt suurenenud. 2003. a üheksa kuu jooksul oli majapidamistele antud uute laenude maht keskmiselt 800 mln krooni kuus; 2004. a samal perioodil anti igas kuus laene välja keskmiselt 1,2 mld krooni ulatuses. Septembri lõpus ületas majapidamiste **laenu- ja liisingujääk** 30 mld krooni piiri (vt joonis 2.10).



Joonis 2.10. Majapidamiste laenu- ja liisingujääk (mln kr) ja võlg SKT suhtes (parem telg)

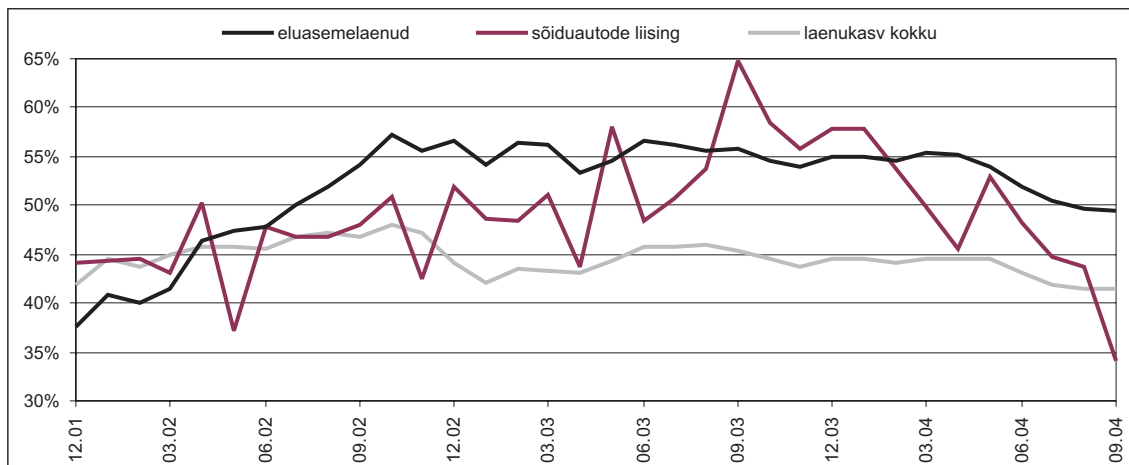
Kooskõlas 2004. aasta mai FSÜs esitatud hinnanguga hakkas **laenukasvutempo** 2004. a keskel aeglustuma, stabiliseerudes septembri lõpuks ligi kolme aasta tagusel tasemel (41,5%; vt joonis 2.11). Kerkinud baastasemete juures on lihtne prognoosida laenukasvutempo alanemist ka järgmisteks kuudeks. Eeldades 2004. aastaga võrreldavat laenumahu nominaalset suurenemist, jääb seniste arengutendentside jätkudes 2005. a lõpus majapidamiste laenukasv siiski 30% lähedale.

Pool aastat pärast möödunudkevadise FSÜ valmimisest võib öelda, et Euroopa Liiduga ühinemise rolli tugeva (eluaseme)laenuõudluse põhjendamisel sai suure tõenäosusega üle hinnatud (sama ei saa aga öelda eluasemete hinnatõusu kohta). Kiireid otsuseid laenuga finantseeritava eluasemeostu osas on põhjustanud eelkõige soodsad laenuitingimused ning kindlus sissetulekute jätkuvuse osas. ELiga liitumisega kaasnenud hinnatõusu kartus/lootus oli teisejärgulise tähtsusega, kuivõrd märkimisväärset korrektsiooni eluasemenõudluses ega -pakkumises ei ole liitumisjärgselt ilmnenu.

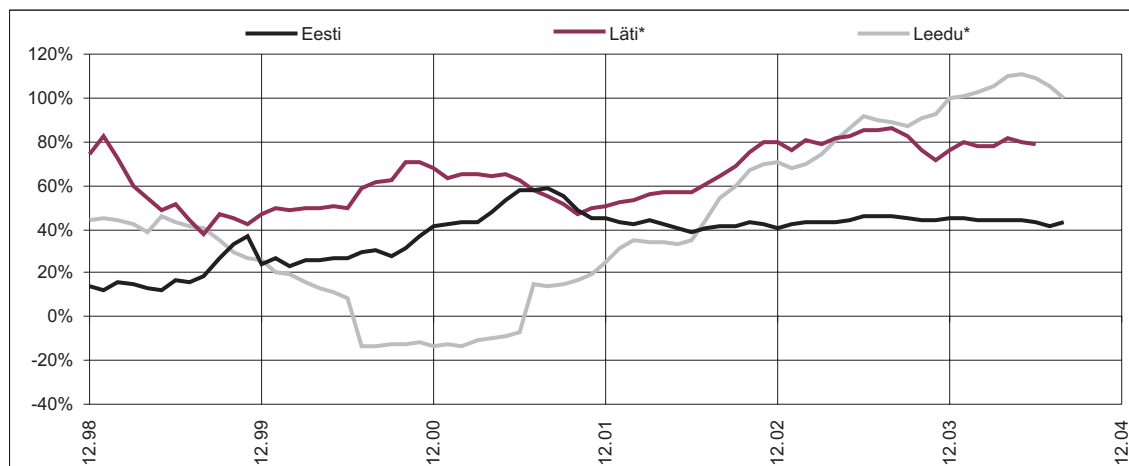
Võrreldes teiste Balti riikidega on Eesti laenukasvutempo tagasihoidlikum (vt joonis 2.12). Seevastu ületab 2004. a I poolaasta lõpus 21,4%ni ulatunud majapidamiste võlatase SKT suhtes Eestis tunduvalt

## FINANTSSTABIILSUSE ÜLEVAADE, NOVEMBER 2004

Läti ja Leedu vastavaid näitajaid (vt joonis 2.13). Soome ja Rootsiiga võrreldes on omakorda Eesti võlatase oluliselt väiksem (vastavalt kaks ja kolm korda).

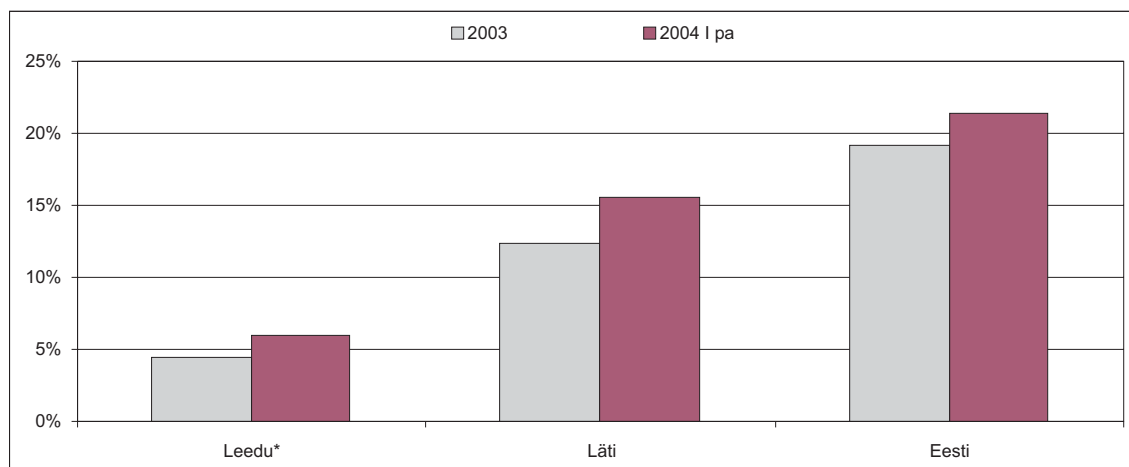


Joonis 2.11. Majapidamiste laenu ja liisingu aastakasv



Joonis 2.12. Majapidamistele antud laenude aastakasv Balti riikides

Allikas: keskpangad  
\* ilma liisinguta



Joonis 2.13. Majapidamiste võlg Balti riikides (% SKT suhtes)

Allikas: keskpangad  
\* ilma liisinguta

### **Eluasemelaenu**

Eesti majapidamiste **võla struktuur** on üsna sarnane Põhjamaade omale. Eluaseme soetamiseks/renoveerimiseks võetud laenud moodustavad eraisikute laenujäägist peaaegu 75%, ühtlasi on tegemist laenu- ja liisinguportfelli suurima turuosaga (2004. a septembri lõpu seisuga moodustasid eluasemelaenu 29,5% reaalsektori laenu- ja liisinguportfelli; aasta varem – 26%).

2004. aasta üheksa kuu jooksul kasvas **eluasemelaenude maht** 6,7 mld krooni võrra, moodustades septembri lõpus 23 mld krooni. Liisingfinantseerimise osa eluasemete soetamisel on pidevalt kahanenud – septembri lõpus moodustas eluasemeliising 11% eluasemete soetamiseks kasutatud finantseerimise kogumahust.

TNS Emori 2004. aasta sügisel läbiviidud finantskäitumise uuringule ja turuosalistelt saadud teabele tuginedes on **eluasemelaenu klientide hulk** suurenenud aastaga ligikaudu 10 000 pere võrra. Eluasemelaenu/-liisingut võtnud perede osakaal leibkondade koguarvust jääb alla 13%. Eelmise aasta septembri lõpuga võrreldes 7,6 mld krooni võrra kasvanud laenujääki ei saa seega üksnes uute klientide lisandumisega põhjendada. Eeldades, et keskmine uue eluasemelaenu suurus oli viimase 12 kuu jooksul 450 000 krooni, tuli laenujäägi kasv ligi 40% ulatuses olemasoleva klientuuri arvelt, kes vahetasid oma laenu suurema vastu või suurendasid laenusummat.

Eeldusel, et eluaseme vahetamise otsuseid ei langetata lühikese perioodi jooksul sageli<sup>4</sup>, võib järeldada, et selline protsess on ühekordne ja ajutine, mistõttu pikemas perspektiivis saab eluasemelaenu maht kasvada siiski peamiselt uute turule sisenejate arvelt. Madalamate sissetulekute rühma kuuluvate perede sissetulekute eeldatava kasvu põhjal ei saa samas prognoosida järsku laenumahu suurenemist. Seega võib turustruktuuris leida mõningaid argumente, mis räägivad laenuõudluse pidurdumise kasuks.

Lähiaastate laenuõudluse hindamisel on tähtis analüüsida praeguste eluasemelaenu klientide laenukoormuse suurendamise soove, mida võimaldab kinnisvaraomandi hinnatõus. Kuniks olemasolevate laenuklientide nõudluse ja hoiakute muutus on tundmatu suurus, on lähiperspektiivi analüüsis ja hinnangutes siiski põhjendatud lähtumine väljakujunenud tugeva laenuõudluse jätkumisest.

### **Tarbimisolaenu**

Tarbimisolaenu moodustavad alla 17% majapidamiste võlast (koos õppelaenudega 25%), kusjuures tarbimisolaenudest omakorda 40% moodustab sõiduautode liising. Just vähenevat nõudlust sõiduautode liisimise järele võib pidada peamiseks teguriks, mis on aidanud aeglustada tarbimisolaenude kasvutempot.

Samas võib majapidamiste finantskäitumise uuringute (TNS Emor) tulemuste põhjal väita, et lisafinantseeringuga tarbeesemete ostmine on taas populaarsust kogumas. Ühelt poolt tekitab nõudlust selliste laenutoodete järele oma kodu parendamisega kaasnev kodutehnika soetamise vajadus/huvi, teisalt kutsub tarbima kaupluste poolt agressiivselt pakutav 0%se intressiga järelmaks. Selliste kaupade puhul on aga tegemist siiski kas olematute (0%se intressiga järelmaks) või väga väikeste laenusummadega, mis tarbimisolaenu/-liisingute portfelli suurusel olulisel määral ei mõjuta. Pankade järelmaksukaartide (nt EGO jt) kasutamise aktiivsus sõltub lähiperioodil tõenäoliselt eelkõige kaupluste pakutavatest soodsamatest alternatiividest.

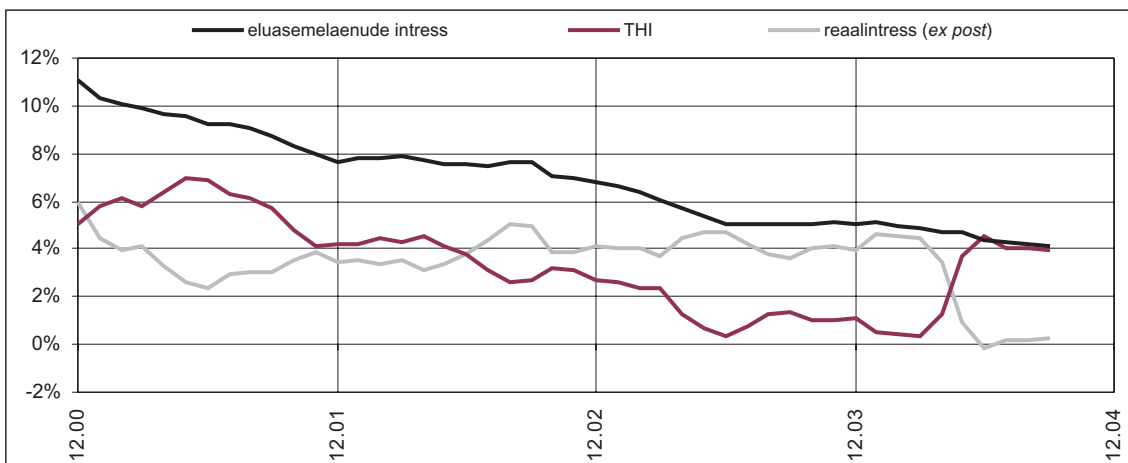
### **Laenutingimused**

Ligi aasta suhteliselt stabiilsena püsinud **uute eluasemelaenude keskmine intress** alanis juunis oluliselt ning stabiliseerus septembris 4,2% juures (vt joonis 2.14). Kui reaalinressid püsisid aastatel 2001–2003

<sup>4</sup> Samaväärsena laenupakumise seisukohalt saab käsitleda olukordi, kus kinnisvara kõrgem hind võimaldab kasutada piisavat omafinantseeringut kõrgemas hinnaklassis kinnisvara soetamiseks või suurendada kehtiva laenulepingu summat. Lihtsustatud eeldus jätab arvestamata teiseaastatav võimaluse, mis hõlmab muuhulgas ka soetatud eluaseme renoveerimist.

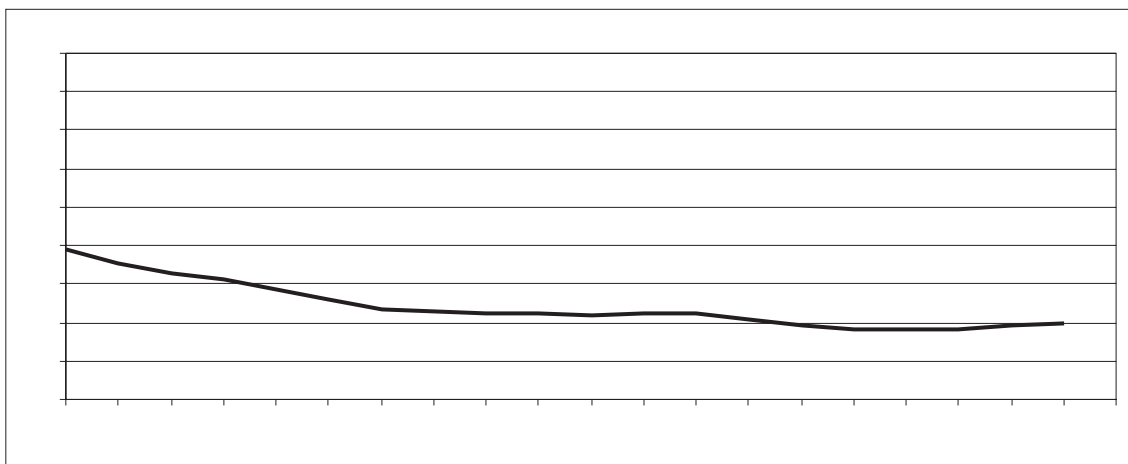


tänu inflatsiooni pidevale alanemisele stabiilsena, siis ELiga liitumisega kaasnenud ajutine hinnakasv tõi kaasa *ex post* reaalintresside järsu vähenemise.



**Joonis 2.14. Eluasemelaenude nominaal- ja reaalintressimäär ning tarbijahinnaindeks**

Uute laenude intress Eestis on euroala keskmisega võrreldes pisut rohkem kui 60–70 baaspunkti võrra kõrgem, kusjuures intressierinevus on viimase aasta jooksul vähenenud praktiliselt kaks korda (vt joonis 2.15). Soomega võrreldes on Eestis antud eluasemelaenuid siiski jätkuvalt rohkem kui protsendipunkti võrra kõrgema intressiga.



**Joonis 2.15. Uute eluasemelaenude intressid Eestis ja euroalal (sh Soomes; %)**

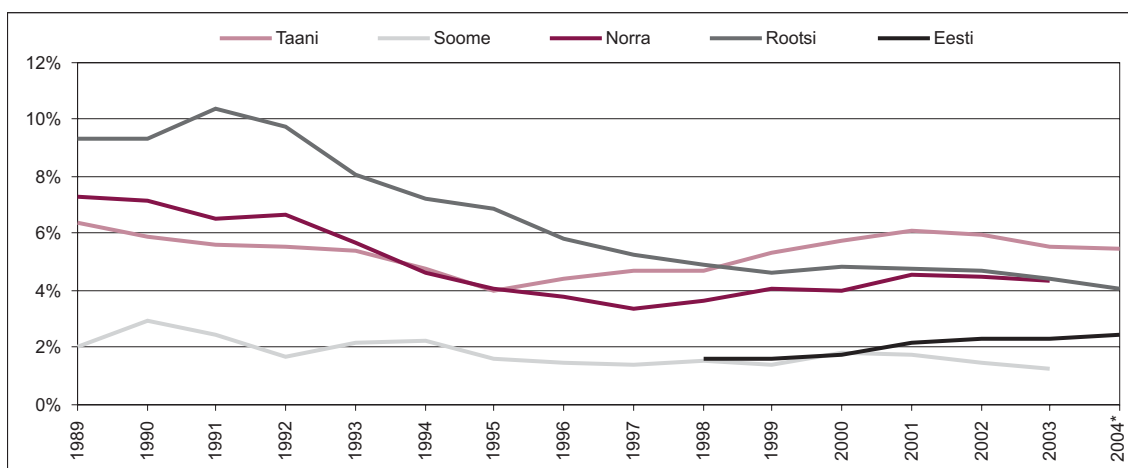
**Riiklikud tugisüsteemid.** Kiire eluasemelaenu kasvu juures väärib märkimist ka KredExi aktiivne tegevus garantiide väljastamisel. KredExi garantiiga väljastatud laenu kasvutempo jäi aga alla kõikide Eestis väljaantud eluasemelaenu kasvutempole, mistõttu KredExi osakaal uute laenu käibes alanen 2003. aasta lõpus 18,5%le<sup>5</sup>. Alates oma tegevuse algusest kuni 2003. a lõpuni on KredEx taganud eluasemelaene 3,5 miljardi krooni mahus. Samal ajal kui garantiide väljamaksmist on KredExi tegevusaastate jooksul esinenud ainult paaril korral, on KredExi tulustruktuuris suurenenud eluasemegarantiid (33% tuludest saavutati 2003. a eluasemelaenu garanteerimisest, 2002. a oli vastav osakaal 26%).

Olukorras, kus ka turg on valmis pakkuma samadel tingimustel madalamat omafinantseeringut, võib arvata, et KredExi roll eluasemeturul hakkab vähenema. Samale arengule viitab ka valitsuse ettepanek suurendada seadusega määratud käenduste väljastamise limiiti ainult "põhjendatud" ulatuses ning otsus rakendada KredExi garantiitoodete kujundamisel konservatiivsemaid aluspõhimõtteid<sup>6</sup>.

Uute laenuklentide lisandumine tõi kaasa ka riigieelarvest tagastatava tulumaksu summa suurenemise 161 mln kroonini 2003. aastal. Tänu laenuintressi alanemisele vähenes keskmine intressitagastus 3500 kroonini eluasemelaenu kohta. Tulumaksutagastuste suhe kõikidesse eraisikute poolt pankadele ja liisinguettevõtetele makstud intressidest (sh tarbimislaenu) moodustas 2003. aastal 10%, aasta varem oli see 9%.

### Majapidamiste laenuteenindamise võime

Eraisikute laenujäägi kiire kasv 2004. aastal on kaasa toonud ka **intressimaksete** hüppelise kasvu – esmakordselt ületasid majapidamiste makstud laenu- ja liisinguintressid kvartali baasil 500 mln krooni piiri. Sissetulekute stabiilse kasvu juures ei ole majapidamiste **intressikoormus** siiski oluliselt suurenenud, kerkides eelmise aasta lõpuga võrreldes 2004. a septembriks vaid 0,13 protsendipunkti võrra 2,5%ni. Põhjamaade (v.a Soome) ja euroala keskmisega võrreldes kulub Eesti majapidamistel laenuintressimaksetele keskmiselt kaks korda väiksem osa sissetulekutest (vt joonis 2.16). Samal ajal on Skandinaavia riikide võlatase kasutatava tulu suhtes koguni 3–5 korda suurem kui Eestis, mis kokkuvõttes viitab sellele, et Eesti laenuteenindamise kulu võib olla juba praegu suhteliselt kõrge.



**Joonis 2.16. Majapidamiste intressikulu suhe kasutatavasse tulusse Põhjamaades ja Eestis**

Allikas: keskpangad  
\* viimane olemasolev näitaja

<sup>5</sup> KredExi aastaraamat 2003. Kuna antud arvutustes ei ole kasutatud liisingustatistika, võib arvata, et see osakaal oli veelgi väiksem.

<sup>6</sup> 2004. a septembri lõpus amendus seadusega määratud 700 mln kroonine limiit käenduste väljastamisel. Oktoobri keskel kinnitas valitsus ettevõtlike toetamise ja laenu riikliku tagamise seaduse muutmise eelnõu, mille vastuvõtmisel Riigikogus suureneb KredExi tagatlimiit 950 mln kroonini (KredExi toel madalama omafinantseeringuga eluasemelaenu pakkumine võiks seega suureneda 4,75 mld kroonini).

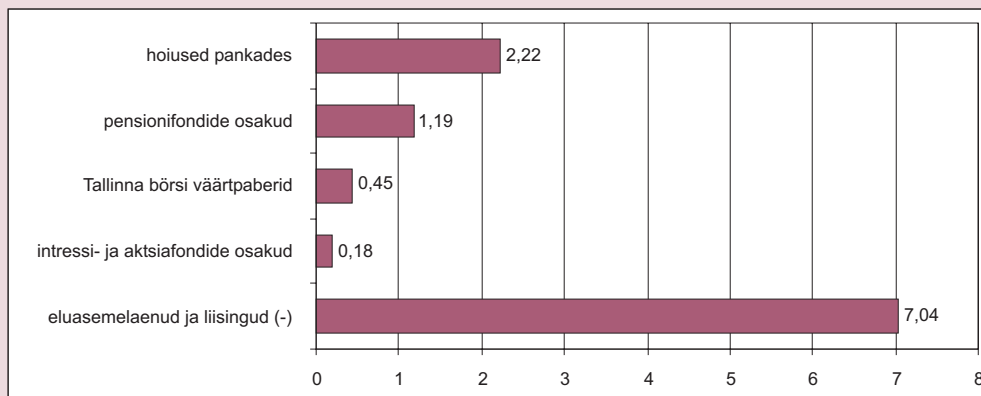
Majapidamiste sektori koondnäitajatest informatiivsem ja sisulisem on analüüsida üksikute perede tasandil toimuvaid arengutendentsi. TNS Emori 2004. a sügisel läbiviidud uuring näitas, et enamiku laenu võtnud perede **laenu teenindamise kulu** "jäab mõistlikkuse piiridesse" – igakuistele laenu- ja intressimaksetele kulub keskmiselt ligikaudu 18% pere kuusissetulekust. 23% finantskohustusi omavatest peredest ületab laenu teenindamine 29% pere netosissetulekust. Probleemsemaks võib antud laenu teenindamise kulu ja netosissetulekute suhtarvu juures pidada kõige madalamate sissetulekutega peresid, kus laenu tagasimaksetele kulub oluliselt suurem osa pere eelarvest.

Euroopa Keskpank peab Euroopa majapidamiste krediidiriski hinnates viimase aasta kriitilisemateks suundumusteks ujuva intressimääraga laenude suurt osatähtsust, alanevaid marginaale ja uute eluaseme-laenude LTV suhte tõusu. Hetkel hästi kapitaliseeritud pankade jaoks võivad tõsisemad probleemid vallanduda juhul, kui samaaegselt peaks tööpuudus suurenema, eluasemete hinnad kukkuma ja intressid tõusma.

## TAUSTINFO

### ELUASEMENA KASUTATAVA KINNISVARA JA FINANTSVARADE TOOTLUS

Eluasemeturu kõrge aktiivsus, majapidamiste finantsvarade ja -kohustuste netopositsiooni kahanemine ning eluasemelaenude rekordiline väljastamine näitavad seda, et majapidamised vahetavad finantssäästusid eluasemeinvesteeringute vastu (vt joonis 2.17) ja kaasavad selleks ka aktiivselt laenuvahendeid.



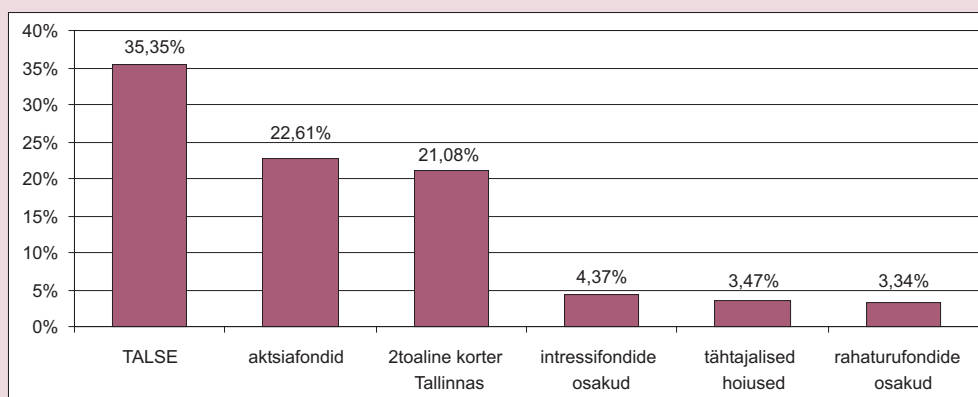
**Joonis 2.17. Majapidamiste finantsvarade ning eluasemelaenude ja -liisingute netopositsioonide muudud perioodil II kv 2003 kuni II kv 2004 (mld kr)**

Allikas: ESA; Eesti Pank

Kuna eluasemena kasutatav kinnisvara on pakkunud viimase viie aasta jooksul suhteliselt **kõrget tootlust**<sup>7</sup> (vt joonis 2.18) ja laenude kättesaadavus on paranenud, siis võib majapidamiste käitumist igati ratsionaalseks pidada. Investeeringuotsuste puhul hinnatakse lisaks tootlusele aga ka kaasnevat riski ehk **tootluse volatiilsust** ning valitakse vastavalt riskivalmidusele sobiva tootluse-riski suhtega investeering. Seetõttu on käesoleva lühianalüüsi

<sup>7</sup> Eluasemena kasutatava kinnisvara tootlus on arvatud tehinguhindade põhjal, mis sisaldavad üksnes kapitalitulu, jättes arvestamata võimalikke üürituluseid või seda, et majapidamised saavad eluaseme tarbimisel sellest ise mitterahalist tulu.

eesmärgiks võrrelda eluasemena kasutatava kinnisvara ja finantsvarade riskiga korrigeeritud tegelikke tootlusi ajavahemikul 1999–2004<sup>8</sup>.



**Joonis 2.18. Eluasemena kasutatava kinnisvara ja finantsvarade keskmised nominaalsed tootlused ajavahemikul 1999–2004**

Allikas: ESA; Eesti Pank

Üheks võimaluseks investeringute võrdlemisel on **Sharpe'i suhtarv**. See saadakse uuritava vara ja riskivaba investeringu keskmiste tootluste vahe ehk riskivaba investeringut ületava osa jagamisel tootluse volatiilsuse ehk standardhälbega. Seega väljendab Sharpe'i suhtarv riskivõtmise eest saadavat tulu ühe riskiühiku kohta.

Tallinnas asuva rahuldavas seisukorras kahetoalise korteri ja finantsvarade tootluste pealt arvutatud Sharpe'i suhtarvude põhjal (vt tabel 2.1)<sup>9</sup> selgub, et viimase viie aasta kokkuvõttes on kõige suuremat riskipreemiat kandnud keskmiselt intressifondide osakud, mille tootlus on aktsiate ja eluasemetega võrreldes küll madal, kuid stabiilne. Teise parima tootluse-riski suhtega on Tallinna Börsil noteeritud väärtpaberid, millele ei jää oluliselt alla kahetoaline korter Tallinnas ning aktsiafondide osakud.

**Tabel 2.1. Eluasemena kasutatava kinnisvara ja finantsvarade riski ja tootlust iseloomustavad näitajad ajavahemikul 1999–2004**

	Keskmine tootlus	Standardhälve	Sharpe'i suhtarv
2toaline korter Tallinnas	21,08%	0,175	1,004
Tallinna Börsi indeks TALSE	35,35%	0,292	1,092
Aktsiafondide osakud	22,61%	0,192	0,999
Intressifondide osakud	4,37%	0,007	1,271
Rahaturufondide osakud	3,34%	0,011	-0,115

Sharpe'i suhtarvude tõlgendamisel tuleb arvestada, et kasutatakse realiseerunud tootlusi, mistõttu pole tulemusi soovitatav kasutada tulevikku suunatud investeerimisotsuste tegemisel. Näiteks on eluasemete hinnakasvu puhul tegemist olnud osaliselt üleminekumajandusele omase hindade kohandumise protsessiga. Arvestades seda, et uusehitiste korterite hinnad

<sup>8</sup> Sisukate tulemuste saamiseks peaks vaatlusalune periood katma vähemalt üht majandustsüklit kogu ulatuses, mida aga antud ajavahemiku kohta eeldada ei saa.

<sup>9</sup> Riskivaba investeringuna käsitletakse valitsuse kroonis nomineeritud võlakirjade puudumisel tähtajalisi hoiuseid.

ületavad vanemate elamute heas korras eluruumide hindasid Tallinnas napi kolmandiku võrra, võib järeldada, et viimaste amortisatsiooniga korrigeeritud asendamisväärtus on tänase hinnatasemega saavutatud, mistõttu hinnatõus ei pruugi samas tempos jätkuda.

Samuti tuleb arvestada, et lisaks tootlusele ja riskile on kinnisvara- ja finantsinvesteeringute vahel veel mitmeid olulisi erinevusi. Erinevalt finantsvaradest tuleb kinnisvara puhul arvestada amortisatsiooniga, mis investeeringu turuväärtust aegamööda kahandab. Teiseks iseloomustab kinnisvaratehinguid madal likviidsus, mis on tingitud sellest, et iga objekt on omanäoline ning tegu pole ühetaoliste kaupade turuga, mistõttu müügiprotsess on tunduvalt keerulisem ja pikaajalisem kui näiteks väärtpaberite puhul. See tähendab, et vara ei pruugi õnnestuda müüa alati siis, kui selleks vajadus tekib. Samuti tuleb kinnisvara puhul arvestada kõrgemate tehingu- ja halduskuludega. Kõik need tegurid lisavad kinnisvarainvesteeringutele riskantsust, millega pole ülaltoodud analüüsis arvestatud.

Investeeringute efektiivset ehk tegelikku tootlust mõjutab ka nende erinev käsitlemine maksustamisel. Kui eluase või maa soetatakse laenu abil ning omandatakse enda või oma lähimate sugulaste tarbeks, siis on Eesti maksuseaduste kohaselt võimalik tasutud laenu- või liisinguintressid maksustatavast tulust maha arvata, mis tõstab laenu või liisingu abil finantseeritavate kinnisvarainvesteeringute efektiivset tootlust ning motiveerib majapidamisi laenu või liisinguga kinnisvara omandama. Samuti ei kuulu tulumaksuga maksustamisele kinnisvara võõrandamisel teenitud kasum juhul, kui maksumaksja kasutas seda võõrandamiseni oma alalise või peamise elukohana. Väärtpaberite võõrandamisel teenitud kasum kuulub tulumaksuga maksustamisele. Mainitud asjaolud tõstavad eluasemena kasutatava kinnisvara efektiivset tootlust.

Kokkuvõtteks võib öelda, et võrreldes eluasemena kasutatava kinnisvara ja erinevate finantsvarade tootluse-riski suhet Sharpe'i suhtarvu kaudu aastatel 1999–2004, võib Tallinna Börsil noteeritud väärtpaberitest koosnevat väärtpaberiportfelli ja rahuldavas seisukorras kahetoalist korterit Tallinnas pidada samaväärseteks investeeringuteks. Seega ei kujutanud eluaseme soetamine investeeringuna endast selle perioodi keskmise riskipremia järgi otsustades tingimata parimat alternatiivi. Eluasemehindade kasvu taga on olnud suuresti hindade ühekordne struktuurne kohandumine, mis on tänaseks päevaks eeldatavasti lõppenud. Seetõttu võivad kinnisvara realiseerunud tootluste põhjal tehtud majapidamiste investeerimisotsused osutada tuleviku suhtes liiga optimistlikeks.

### **KINNISVARA HINNATASE JA MAJANDUSKASV**

Pankade aktiivne tegevus eluasemeturu tehingute finantseerimisel tõstatab küsimuse, kas kinnisvara hinnakasv või väljakujunenud hinnatase kujutab endast ohtu pankade laenuportfelli kvaliteedile. Teadmine, et viimase aasta jooksul on Tallinna "magalapiirkondades" asuvate korterite hinnad kasvanud 10–15% võrra, ei anna vastust hindade liiase kasvu või hinnamulli osas. Vastuse leidmiseks on oluline suhestada väljakujunenud hinnataset elanikkonna sissetulekutega ja kõrvutada mõlema näitaja kasvukiirusi. Kahjuks teevad siirdemajandusele omased struktuurimuutused hinnangu andmise keeruliseks – hinnastruktuur on olnud oluliselt erinev arenenud riikidest ning kaupade ja toodete hinnakasvud on pärast rahareformi olnud väga erinevad. Samasugune olukord on ka kinnisvaraliikide hindade osas, kus mõne segmendi ennakkasv võib olla hoopis struktuuri kohandumine ja on seetõttu raskesti eristatav turuhälbest.

Pikaajalise hinnakasvu hindamisel on oluliseks taustateguriks Eesti majanduse ühtlustumine ELi keskmise tasemega. Samas on väga raske määratleda ELi keskmist kinnisvara hinna-

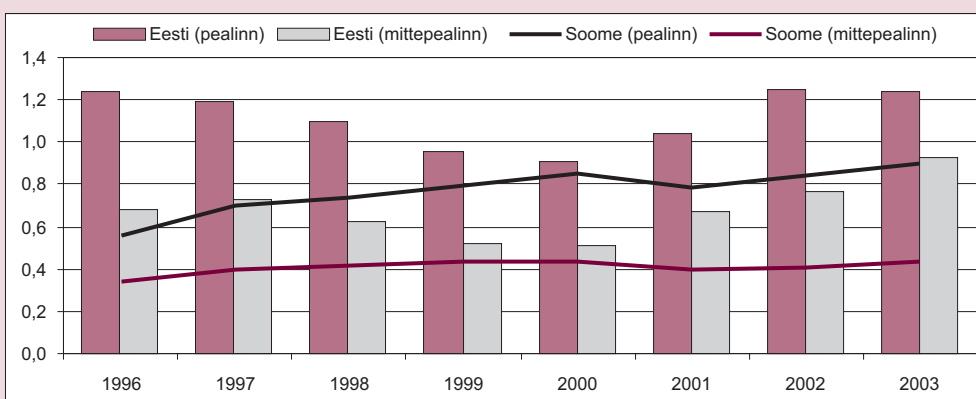
taset ja seetõttu võiks lihtsustamiseks võtta pikaajalise kasvu lõppeesmärgiks Soome hinna- ja tulutaseme ning samuti hinnastruktuuri (sh ka kinnisvarahinnad). Kõrvutades Eesti ja Soome majanduse põhilisi nominaalnäitajaid, oli 2003. aastal tulunäitajate erinevus umbes viiekordne ja tarbijahindade puhul enam kui kahekordne. Samas oli kinnisvarahindade puhul pealinnade eluasemete ruutmeetri hinnatasemete erinevus 4,2kordne ja mittepealinnas 2,8kordne<sup>10</sup> (vt tabel 2.2). Seega kulub Eesti elanikul ühe ruutmeetri kinnisvara ostmiseks võrreldes põhjanaabriga suurem osa sissetulekust/palgast. Samas on kinnisvara pigem suletud sektori kaup ning võrreldes auto- või toiduhindadega rohkem mõjutatud nominaalse sissetuleku tasemest.

**Tabel 2.2. Soome ja Eesti majanduse nominaalnäitajate erinevus kordades**

	1997	2000	2003	2006	2010	2020
SKT inimese kohta	7,7	6,3	4,9	4,3	3,6	2,3
Keskmine palk	8,8	7,2	5,8	5,0	4,2	2,6
Hinnatase tarbijakorvi järgi	2,8	2,5	2,4	2,3	2,1	1,8
Pealinna kinnisvarahind	5,1	6,7	4,2	3,6	3,0	2,0
Mittepealinna kinnisvarahind	4,8	6,1	2,8	2,5	2,3	2,0

Viimase kaheksa aasta jooksul on Tallinnas eluasemena kasutatava kinnisvara hind kasvanud üle 2,5 korda ning Eesti keskmine palk ligi 3 korda. Nende kasvude erinevust võiks pigem pidada struktuuri kohanemiseks kui hälbeks: näitajad, mille suhteline erinevus Soomega on suurim, peaksid kasvama ka kiiremini. Võttes aluseks majanduskasvule (SKT reaalkasv) 5% vastava pikaajalise hinnataseme ühtlustumise põhjal leitud THI 3,9%se kasvu ja eeldades, et palga osatähtsus SKTs ei muutu, peaks Eesti nominaalne SKT inimese kohta ja palk kasvama 2020. aastaks üle nelja korda ning tarbijahinnad ligi kaks korda. Kui eeldada, et Soome inflatsioon on 2% ja majanduskasv 2,5%, siis sissetulekute erinevus kahaneb 2,3kordseks ja hinnataseme erinevus 1,8kordseks.

Kinnisvarahindade puhul on ettevaatava hinnakasvu leidmine keerulisem ning selle hindamisel tuleb teha mitmeid eeldusi. Viimasel viiel aastal on Helsingi eluaseme ruutmeetrihinna ja Soome keskmise palga suhe olnud keskmiselt 0,85. Vastav näitaja Tallinna puhul oli 2003. aastal 1,24 (vt joonis 2.19) Kui eeldada, et 2020. aastaks peaks vastav näitaja Eesti puhul olema ka 0,85, siis vahepeelsel perioodil kasvaks kinnisvara hind Tallinnas kolm korda ehk veidi üle 6% aastas.<sup>11</sup> See näitaja ületab küll tarbijahindade kasvu, kuid jääb alla nii keskmise



**Joonis 2.19. Eluaseme ruutmeetrihinna suhe riigi keskmisesse kuupalka**

<sup>10</sup> Tallinna hinnatasemeks on võetud Õismäe korterid (iseloostab kõige paremini kesklinna ja äärelinna keskmiist) ja mittepealinna hinnatasemeks Tartu.

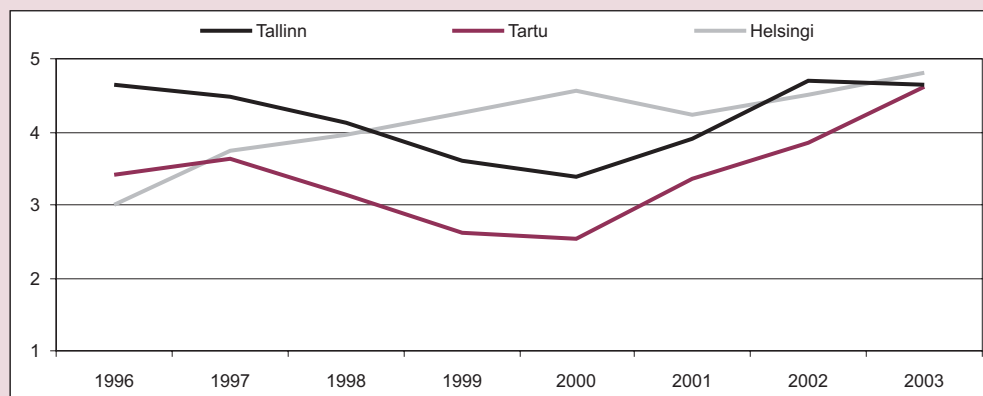
<sup>11</sup> Kuna Soome eluaseme keskmine ruutmeetrite hulk on Eesti omast 40% suurem, siis antud hinnakasv eeldab eluaseme suuruse ühtlustumist.

palga kasvule kui nominaalsele majanduskasvule ning SKT struktuuri samaks jäämisel ka ettevõtete kasumi kasvule.

Kui aga arvestada, et Tallinna eluaseme kvaliteet on Helsingiga võrreldes kehvem ehk lisades Tallinna praegusele hinnatasemele renoveerimiskulu (hinnanguliselt 3000 krooni ruutmeetri kohta), siis on vaadeldava perioodi aastane hinnakasv umbes 4,5% (ehk natuke kõrgem tarbijahinna kasvust). Lisaks sellele on Tallinna elanike arv väiksem ja seetõttu madalamast kontsentratsioonist tulenevalt peaks Tallinna kinnisvarahind olema sama sissetulekutaseme juures madalam kui Helsingis. Seega on kinnisvara hinnakasvu raske hinnata, kuid tõenäoliselt jääb see tarbijahinna kasvu ja sissetulekute kasvu vahele. Hinnakasv sõltub suuresti struktuursetest muutustest: mida väiksemad on struktuursed muutused, seda lähemal peaks kasv olema sissetulekute kasvu tasemele.

Nagu eespool välja toodud, ei ole rahareformijärgsel perioodil piisanud Eesti keskmisest palgast näiteks Öismäel ühe ruutmeetri eluaseme soetamiseks.<sup>12</sup> Ajalooliselt suhteliselt kõrge hinnatase on osaliselt tingitud siirdemajanduse fenomenist, kus uue eluaseme ehitamise kulu on ületanud vana eluaseme soetamise ja selle renoveerimise koondkulu (ehk amortisatsiooniga korrigeeritud asendusväärtuse). 2002. aastast alates selline hinnastruktuuri fenomen Tallinna puhul enam ei kehti ning uute eluasemete lisandumine omab kinnisvara hinnakasvu pidurdavat iseloomu. Samas kehtib see veel Tallinnast väljaspool asuva kinnisvara osas ning seetõttu ei ole nende hinnatase hästi võrreldav.

Kinnisvarahindade muutuste analüüsis kasutatakse keskmise eluaseme maksumuse ja keskmise sissetuleku võrdlust ehk "taskukohasuse" (*affordability*) näitajat (keskmine eluasemehind / keskmine aasta sissetulek). Tallinna ja Helsingi vastav näitaja on mõlema puhul olnud alates 2002. aastast vahemikus 4,5–5<sup>13</sup> (vt joonis 2.20). Kuigi laenuhüppa pikenemine on "taskukohasuse" näitaja taset tõstnud, peetakse seda taset rahvusvaheliselt suhteliselt kõrgeks – loomulik tase peaks olema alla 4. Seetõttu peaks keskpikas ajahorisondis kinnisvara hinnakasv (nii Tallinnas kui ka Helsingis) olema pigem aeglasem kui sissetulekute kasv, vastupidise arengu puhul tuleks saavutatavat hinnataset pidada ülehinnatuks või koguni kinnisvaramulliks.



**Joonis 2.20. Keskmise eluaseme maksumuse suhe vastava piirkonna keskmise aasta-palka**

<sup>12</sup> Kinnisvaraspetsialistid peavad hinnataseme "rusikareegliks", et kuupalga eest peaks saama soetada ruutmeeter eluaset.

<sup>13</sup> Eesti keskmine eluaseme pindala on 54 m<sup>2</sup> ja Soomes 77 m<sup>2</sup>. Tallinna keskmine palk ületab Eesti keskmist 20% ja samasugust suhet on arvestatud ka Soome puhul.

Eelnevat kokku võttes oli 2003. aasta lõpus Tallinnas eluasemena kasutatava kinnisvara hinnatase sissetulekute suhtes ajalooliselt üks kõrgemaid. Kui käesoleval ja järgnevatel aastatel jätkub eelmiste aastatega sarnane areng, kus kinnisvara hinnakasv ületab sissetulekute kasvu, siis eluasemena kasutatava kinnisvara hinnatase võib kujuneda põhjendamatult kõrgeks, mis mõjub negatiivselt nii majanduskasvule (näiteks väheneb tööjõuturu mobiilsus, kõrgem laenuteenindamise kulu vähendab tarbimist ja seeläbi majanduskasvu jne) kui ka kinnisvaraturu arengule (väheneb turulikviidsus, pole välistatud hinnalangus).