

Eesti Pank

# RAHAPOLIITIKA JA MAJANDUS

Hetkeseis ja ettevaade

**1**/2012

Rahapoliitika ja Majandus on Eesti Panga ülevaade Eesti majanduse hetkeseisust ja väljavaadetest. See ilmub kaks korda aastas, kevadel ja sügisel, ning sisaldab nii majandusanalüüsi kui ka kesk-panga prognoosi järgnevateks aastateks.

Rahapoliitika ja Majanduse numbreid saab lugeda Eesti suuremates avalikes raamatukogudes ja Eesti Panga veebilehel <http://www.eestipank.ee>.

Tellimisinfo telefonil 668 0998, tellimused faksil 668 0954 või e-posti aadressil [trykis@eestipank.ee](mailto:trykis@eestipank.ee).

ISSN 1736-7859  
Keeletoimetaja Helve Hennoste  
Kaanekujundus ja makett Vincent OÜ  
Küljendus ja kaas Urmas Raidma  
Trükikoda Folger Art

# SISUKORD

<b>MAJANDUSPROGNOOS AASTATEKS 2012–2014</b> .....	4
KOKKUVÕTE.....	4
VÄLISKESKKOND .....	7
<i>Taustinfo 1. Euroala rahapoliitiline keskkond</i> .....	10
PROGNOOSI PÕHISTSENAARIUM.....	12
Majandusaktiivsus .....	12
<i>Taustinfo 2. Majanduse potentsiaalse kasvu ja struktuurse tööpuuduse hinnang</i>	
<i>Eesti Panga makromudel</i> .....	14
Sisenõudlus .....	18
Eratarbimine .....	18
Kapitali kogumahutus põhivarasse .....	19
Valitsemissektori investeeringud .....	20
Eluasemeinvesteeringud.....	20
Varud.....	21
Välistasakaal ja konkurentsivõime .....	21
Tööturg.....	22
Hõive ja tootlikkus.....	23
Tööpuudus .....	23
Palgad ja tööjõukulu.....	24
<i>Taustinfo 3. Palgakasv Eestis pärast majanduslangust</i> .....	26
Hinnad .....	28
Toiduained .....	29
Energia .....	29
Alusinflatsioon.....	29
Administratiivsed tegurid .....	30
Valitsemissektor .....	30
Valitsemissektori tulud.....	30
Valitsemissektori kulud .....	31
Eelarve tasakaal ja võlg .....	32
<i>Taustinfo 4. Probleemid struktuurse tasakaalu mõõtmisel ja kasutamisel</i> .....	33
Pangandussektor ja majanduse rahastamine .....	35
PROGNOOSI OHUD.....	37
<i>Taustinfo 5. Majanduse tundlikkus nafta hinna muutusele</i> .....	39

# MAJANDUSPROGNOOS AASTATEKS 2012–2014

*Eesti Panga prognoos valmib rahapoliitika ja majandusuuringute osakonna ning finantsstabiilsuse osakonna ekspertide koostöös. Prognoosi koostamisel on kasutatud Eesti Pangas välja töötatud ja korrapäraselt uuendatavat Eesti majanduse makromudelit.*

*Käesoleva prognoosi eelduste puhul on sisen-dina kasutatud informatsiooni, mis oli kätte-saadav seisuga 15. mai 2012, ning Eesti majan-dusnäitajate osas informatsiooni, mis oli kätte-saadav seisuga 24. mai 2012. Prognoos avalda-takse samal kujul ka Eesti Panga publikatsioonis Rahapoliitika ja Majandus nr 1/2012.*

## KOKKUVÕTE

2012. aastal on Eesti majanduskasv ebasoodsa väliskeskonna tõttu aeglasem kui aasta tagasi. Eelmise aasta lõpul oodatust kujuneb kasv siiski mõnevõrra kiiremaks, sest väliskesk-konna madalseis pole praeguseni sisenõudlust oluliselt pärssinud. Eesti inflatsioon on nüüd-seks madalam kui eelmisel aastal, ent see, kas hinnakasvu aeglustumine jätkub, sõltub nafta hinna liikumisest maailmaturul ning palgakasvust Eestis. Euroala majandus ei ole endiselt tugevat kasvupinda leidnud. Selleks, et sinne prognoos realiseeruks, on vaja väliskeskonna kiiremat kasvu käesoleva aasta teisel poolel. Euroala finantsstabiilsuse ohud peavad olema kontrolli all. Eesti vajab tugevat välisnõudlust, et sissetu-lekute tase jätkaks ühtlustumist Euroopa omaga. Sisenõudlus võib küll mõnda aega majandus-kasvu vedada, ent sellega kaasneb suurem haavatavus ning tasakaalustamatuse ilmingud tekivad lihtsamini.

Käesoleval aastal raugab välisnõudluse kasv koos Eesti väliskaubanduspartnerite kasvu aeglustumisega. Euroala valitsemissektori võlakriis mõjutab endiselt Euroopa kasvuvälja-vaadet ning finantsvarade suur hinnakõikumine, mis annab märku nõrgast kindlustundest, pole vaibunud. Mitmes euroala riigis on tasakaalus-

tamatuse ilmingud vähenemas, ent selle protsessi lõpusirgele jõudmine võtab aega. Eelmise aasta teises pooles ning käesoleva aasta alguses sõlmitud kokkulepete kohaselt jõustub Euroopa Liidu uus eelarveraamistik ning sel suvel hakkab toimima Euroopa stabiilsusmehhanism. Nende institutsionaalsete ümberkorralduste eesmärk on saavutada tugevam kontroll eelarvepoliitika üle ning abistada majanduslikult hätta sattunud euroala liikmesriike. Astunud sammudele vaata-mata on turgude kartus, et valitsuste võla-koorem võib osas euroala riikides osutada üle jõu käivaks, endiselt suur. Peale selle on reaalsektori kohandumine toonud juurde täiendavaid ebakindluse allikaid. See on kujunenud valitsemissektori võlakriisi kõrval veel üheks ohuks finantsstabiilsusele.

Euroopa Keskpanga eelmise aasta lõpus tehtud otsus pakkuda kolme aasta pikkust rahapoliitilist laenu leevendas olukorda märkimisväärselt, ent see meede ei suuda lahendada struktuurseid probleeme. Eesti majanduse prognoosi põhi-stsenaarium tugineb eeldusele, et ohud euroala finantsstabiilsusele on vaos hoitud ning kasvu-väljavaade hakkab paranema selle aasta teises pooles. Kõige suuremad ohud prognoosi kehti-vusele tulenevad väliskeskonnast, kuigi seni on Eesti majandus jäänud euroala valitsemissektori võlakriisist suuresti puutumata. Eesti majandus-sidemed probleemide käes vaevlevate euroala riikidega on väga piiratud, kuid nakkusohu tõttu võib kriis euroala majanduse käekäiku oluliselt mõjutada ning prognoosi eeldusi muuta.

Eesti majandus jätkas aasta alguses mõõdukat kasvu, millesse panustas üle ootuste tugevana püsinud sisenõudlus. Eratarbimise suurene-mist toetas eelmisel aastal ekspordist teenitud tulu, majapidamiste kindlustunde tõus ning see, et paljud inimesed leidsid töö. Hõivatute arv oli eelmisel aastal ligi 40 000 inimese võrra suurem kui aasta varem. Põhivarainvesteeringud kasvasid eelmise aasta lõpus jõuliselt ning tõenäoliselt jätkus kasv ka selle aasta alguses. Samal ajal

raskendab põhivarainvesteeringute pikemaajalise trendi leidmist mõni hiljutine suurprojekt, kus tehti ulatuslikke kapitalimahutusi transpordivahenditesse ning masinatesse ja seadmetesse. Ettevaates aeglustub nii investeeringute kui ka eratööstuse kasv aasta alguse tasemelt ning uut hoogustumist saab oodata alles siis, kui ekspordi kasv hakkab taas kiirenema koos väliskeskkonna kosumisega. Kokkuvõttes kujuneb prognoosiperioodi majanduskasv kõige madalamaks 2012. aastal ning edaspidi võib oodata mõningast hoogustumist, selleks aga peab euroala valitsemissektori võlakriisi järele andma.

Eesti tööturg on reageerinud majandusaktiivsuse paranemisele nii hõive jõulise suurenemise kui ka palgatõusuga. Esile tasub tõsta palgakasvu jätkuvat kiirenemist veel selle aasta alguses, kuigi majanduskasvu aeglustumine algas juba 2011. aasta sügisel. Tegu on suuresti tsüklilise ilminguga, kus palgatöötajad saavad nii põhipalkade tõusu kui ka suuremate tulemustasudena osa ettevõtete varasemast kasumi kasvust. 2011. aastal oli palgatõus jõudsam just madalama sissetulekutasemega inimeste hulgas, kelle tarbimiskaldumus on tõenäoliselt suurem. Erasektori palgatõus edestab alates 2010. aastast avaliku sektori oma, mistõttu peab avalik sektor arvestama palgasurve suurenemisega. Samal ajal on märke ka töökohtade vahetamise sagedasemast, mis võib põhjustada tööjõunappusest tulenevat palgatõusurvet. See suundumus kujuneb murettekitavaks, kui palga- ja majanduskasvu lõhe suureneb. Prognoosi kohaselt aeglustub palgakasv 2013. aastal mõnevõrra, kuid kiireneb taas koos majanduskasvu hoogustumisega. Tööpuudus jätkab vähenemist, kuid mitte enam nii kiiresti kui seni. Tööjõukulude osa sisemajanduse kogutoodangus järgmistel aastatel oluliselt siiski ei muutu.

Eesti tööjõuturul kasvab oht, et palgakasv ületab töötajate tootlikkuse kasvu, sest tööpuudus võib langeda palgasurvet tekitavast määrist allapoole. See oht on viimasel ajal üha tõsisem, sest

majanduskasv ei ole seni leevendanud pikaajalise tööpuuduse probleemi. Töötute oskuste ja teadmiste ning vabadel või loomisjärgus töökohadel nõutavate oskuste ja teadmiste vahelise ebakõla vähendamisele on vaja senisest enam tähelepanu pöörata aktiivsete tööturumeetmete kujundamisel. Minevik on näidanud, et ettevõtted tulevad palgakulude vaoshoimisega üle majandus-tsükli küll toime, kuid selle hind võib majanduskasvu aeglustudes olla tööpuuduse märkimisväärne tõus. Palgakasvu tõhusam ohjamine majanduse kasvu võib seevastu leevendada hilisemat tööpuuduse tõusu.

Inflatsioon on praegu mõnevõrra madalam kui 2011. aastal, kuid aeglustumine on läinud oodatust visamalt. Selle põhjus on nafta hinna tõusu alahindamine 2012. aasta esimestel kuudel (mais jõudis hind eeldatud tasemele tagasi). 2012. aasta esimese kvartali 4,6% tarbijahindade tõusu seletab ligikaudu poole ulatuses energia kallinemine. Eesti ja euroala inflatsiooni erinevus on 2012. aastal olnud ligikaudu kaks protsendipunkti. Hinnatõusu aeglustumist on tagasihoidnud ka kiire palgakasv, mis on ühelt poolt suurendanud inimeste ostujõudu, kuid teiselt poolt tõstnud ka ettevõtete kulusid. Toiduainete hinnakasv on praeguseks suuresti taandunud ning peaks jääma maailmaturu toidutoorme hinnaootusi arvestades tagasihoidlikuks. Elektri kallinemine 2013. aasta alguses lisab inflatsioonile hoogu ning suurendab majapidamiste väljaminekuid. Turu avanemisega peaks lõpule jõudma energia hinna ühtlustumine rahvusvahelise tasemega. Märkimisväärne osa Eesti inflatsioonist on tulnud vähese konkurentsiga valdkondade ettevõtete hinnaotsustest. Seetõttu tasub suuremat tähelepanu pöörata kõnealuste ettevõtete selgemale hinnakujundusele. Prognoosi kohaselt Eesti inflatsiooni vähenemine jätkub, kui nafta hind käitub eelduse kohaselt ning palgakasv pidurdub. Kui palgakasvu pidurdumine viibib, kujuneb inflatsioon prognoositust kiiremaks.

2012. aasta alguses jõudis jooksevkonto taas puudujääki, mille peapõhjus oli suurte impordimahukate investeerimisprojektide elluviimine. Jooksevkonto võib olla puudujäägis ka lähikvartalites, kuid suurte investeerimisprojektide lõppedes on oodata tasakaalu paranemist. Jooksevkonto mõningane puudujääk on sissetuleku ühildumise protsessis majandusele lubatud. Pangandussektor on olnud alati Eesti majanduse peamine rahastaja ja on seda ka praegu. Alates 2010. aastast on pangandussektori osatähtsus majanduse rahastamisel siiski vähenenud, sest suuretevõtted on raha otse välismaalt laenanud. Osa sellest laenuvahast on tagasi üle piiri liikunud, kuid osa on rahastanud Eesti sisenõudlust toetavaid tehinguid. Euroala valitsemissektori võlakriisi hoogustumine võib tähendada välisrahastamise vähenemist. Prognoosiperioodil on oodata Eesti majanduse võlakoormuse jätkuvat vähenemist ehk võla ja SKP suhte paranemist.

Euroala valitsemissektori võlakriis ei ole Eestis tegutsevaid pankasid seni mõjutanud ning laenuaktiivsus on oodatult hoogustunud. See annab lootust, et pankade välja antud laenude jäägi pikka aega kestnud vähenemine jõuab lähiaastatel lõpule. Laenamist soosib kogu prognoosiperioodi vältel erakordselt madal intressimäärade tase. Prognoosis on eeldatud, et laenumarginaalid järgnevatel aastatel ei muutu. Finantsturgude kõrge usaldus Eestis tegutsevate pankade emapankade vastu on säilinud ning emapankade kapitaliseeritus on kõrge. Seetõttu ei näe majandusprognoosi põhistsenaarium ette laenupakkumise piiranguid. Piirangute vältimiseks võlakriisi hoogustumisel on Eestis tegutsevatel pankadel ligipääs soodsale rahapoliitilisele laenule. Pangandussektori tugi on oluline mitte üksnes kasvava majanduse rahastamisel, vaid ka lühiajaliste negatiivsete majandusšokkide silumisel.

Prognoosi kohaselt liigub valitsemissektori eelarve 2012. aastal taas puudujääki, mis järgnevatel aastatel asendub tasakaaluga. Puudujäägi

koondumiseks on tarvilik, et eelarve kulude kasv ei ületaks tulude kasvu. Vastasel korral võib eelarve struktuurne tasakaal ehk äritsükli mõjustest ning ühekordsetest teguritest puhastatud eelarvetasakaal lihtsasti halveneda. Ebakindel väliskeskkond kutsub üles ettevaatlikkusele püsikulude suurendamisel ning nõuab pidevat valmisolekut parandada valitsemissektori kuluplaane, kui majandusolukord oluliselt halveneb. Prognoosi eelduste kohaselt on intressimäär järgnevatel aastatel madal, mistõttu võib olla vaja seda eelarvepoliitika kaudu tasakaalustada. Tugev ja jätkusuutlik eelarvepoliitika suurendab riigi majanduspoliitika usaldusväärsust.

Majandusprognoosi põhistsenaariumi täiendavad viis taustinfot. Esimene taustinfo käsitleb traditsiooniliselt euroala rahapoliitilise keskkonna arengut. Teine ja kolmas taustinfo on ajendatud palgatõusu kiirenemisest. Neist üks käsitleb statistikaameti tööjõu-uuringu andmete põhjal palgatõusu erinevate tulugruppide lõikes. Teine keskendub küll Eesti sisemajanduse potentsiaalse kogutoodangu hinnangule, kuid sisaldab ka inflatsiooni mitte kiirendava tööpuuduse taseme kvantitatiivset analüüsi. Neljas taustinfo käsitleb Eesti andmetel struktuurse eelarvedefitsiidi mõõtmise probleeme, sest see näitaja on tõusmas eelarvepoliitika hindamisel olulisele kohale. Viies taustinfo annab kvantitatiivse hinnangu Eesti majanduse tundlikkusele nafta hinna muutuse suhtes.

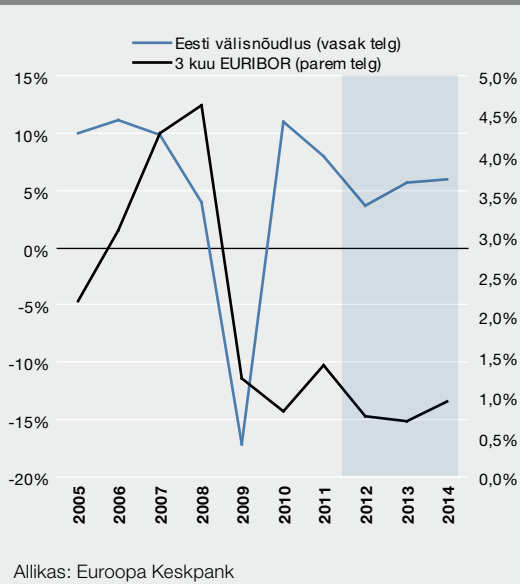
## VÄLISKESKKOND

2011. aasta teisel poolel aeglustus maailma majanduskasv, kuid 2012. aasta alguse väliskaubanduse näitajad kinnitavad taas mõningast elavnemist. Ettevaates ei ole majanduskasv maailmas ühtlane. Prognoosi kohaselt on välisnõudluse kasv Eesti majandusele järgnevatel aastatel vähem soodne kui kahel viimasel aastal. Kui 2010. ja 2011. aastal kasvas välisnõudlus vastavalt 11% ja 7,9%, siis käesolevaks aastaks on oodata üksnes 3,6% kasvu, millele järgneb kiirenemine (vt joonis 1).

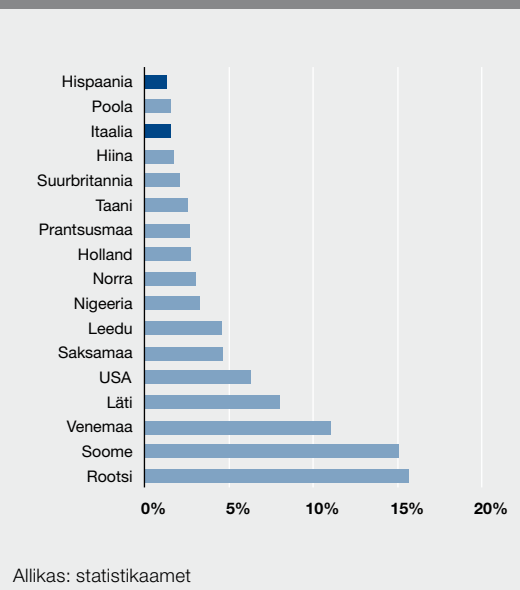
Euroala majandust on nelja viimase kvartali jooksul iseloomustanud seisakulähedane olukord. Eesti majanduse prognoos tugineb eeldusele, et majandusolukord euroalas paraneb ning alates käesoleva aasta teisest poolest kasv tasahaaval kiireneb. Sellegipoolest tuleb arvestada euroala valitsemissektori võlakriisi hoogustumise võimalusega. Kriis võib tekitada osale euroala majandustele kahju pangandussektori kaudu või sundida riike eelarveprobleemide tõttu plaanitud rohkem kohanduma. Negatiivsem stsenaarium mõjutab tõenäoliselt ka Eesti majandust. Kuigi siinsete ettevõtete otsesed majandussidemed euroala kriisiriikidega on nõrgad, võivad kriisiriigid nakatada meie teisi väliskaubanduspartnereid (vt joonis 2).

Viimaseid aastaid iseloomustab maailmamajanduse kasvukeskme kandumine arenevatesse riikidesse, sest arenenud riikide majanduskasv on struktuursete tegurite tõttu jäänud ajaloolisele keskmisele alla. Prognoosiperioodil see suundumus tõenäoliselt jätkub, sest arenenud riigid peavad oma võlakoormust vähendama nii era- kui ka avalikus sektoris. Raha kasutamine uute projektide alustamise asemel olemasolevate laenude tagasimaksmiseks hoiab nõudlust järgnevatel aastatel paljudes riikides tagasi. Arenevad riigid seevastu jätkavad kiiret kasvu, kui ülekuumenemise ohtu suudetakse vältida, ning nende sissetulekutase jätkab ühtlustumist rikkamate riikidega.

Joonis 1. Eesti välisnõudluse kasv ja 3 kuu EURIBOR



Joonis 2. Väliskaubanduspartnerite osakaalud Eesti ekspordis 2011. aastal

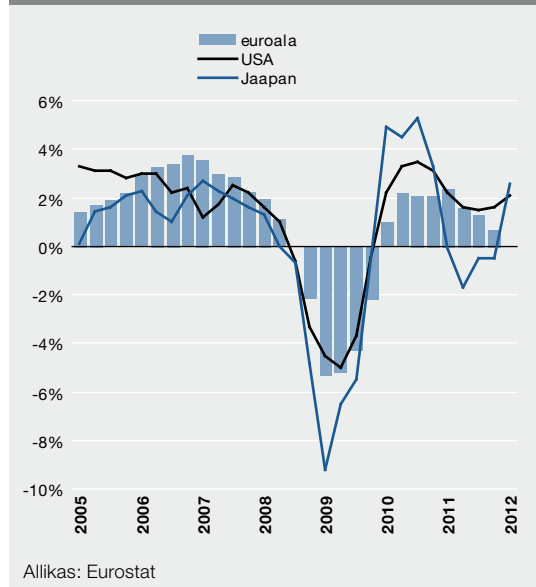


Ameerika Ühendriikide majandus kasvas 2011. aasta lõpus võrdlemisi hoogsalt, ent 2012. aasta alguses aeglustus taas. Aastaarvestuses majanduskasv esimeses kvartalis siiski kiirenes, ulatudes 2,1%-ni (vt joonis 3). Pikka aega madalseisus olnud tööturg näitas viimase poole aasta jooksul mõningaid elavnemise märke ning rohkem inimesi leidis tööd. Järgmisel aastal kujuneb majanduspoliitika oluliseks väljakutseks avaliku sektori eelarvepuudujäägi vähendamine. Suurbritannia majandus on kaks järjestikust kvartalit kokku tõmbunud, kuid aastatagusega võrreldes on majanduse maht siiski muutumatu.

Euroala majanduses on valitsemissektori võlakriisi hoogustumise tõttu seisakulähedane olukord. 2012. aasta esimeses kvartalis jäi majanduse maht samaks nii aasta- kui ka kvartalitaguse ajaga võrreldes. Kui käesoleva aasta veebruar välja arvata, siis on euroala tööstustoodang (ilma ehitusest) alates 2011. aasta septembrist järjepanu vähenenud ning märtsis ulatus langus aastavõrdluses 2,2%-ni. Tekkinud on koduturule ning välisurule müüdava toodangu kasvu suur erinevus, sest müük koduturule on oluliselt vähenenud. See langus on mõjutanud ka Eesti tööstusettevõtteid.

Kuigi euroala majandus on tervikuna seisakus, on euroala riikide areng erisugune. Valitsemissektori võlakriisist puutumata majandused on kasvu jätkanud, kuid kriisist mõjutatud majandused on peamiselt sisenõudluse vähenemise tõttu languses. Kriisiriikide puhul on endiselt suur turgude kartus, et valitsuste võlakoorem võib osutada üle jõu käivaks. Peale selle on kohandamine juurde toonud täiendavaid ebakindluse allikaid. Kasvuväljavaate muudab ebakindlamaks valitsemissektori võlakriisist ning majanduse kohanisest tulenev oht finantsstabiilsusele. Olukorda leevendas märkimisväärselt Euroopa Keskpanka eelmise aasta lõpu otsus pakkuda kolme aasta pikkust rahapoliitilist laenu, ent see meede ei suuda lahendada struktuursete prob-

Joonis 3. Majanduskasv aasta arvestuses euroalal, USAs ja Jaapanis



leeme. Seetõttu on hädavajalik, et probleemriigid kasutaksid praegust olukorda ja tõhustaksid oma majanduse toimimist.

Praeguses maailmamajanduse konjunktuuris on Eesti majandusedu soosinud asjaolu, et enamik meie peamistest väliskaubanduspartneritest on seni suutnud majanduslangust vältida. Erandiks on Rootsi, kus majanduse maht vähenes eelmise aasta lõpus kvartalivõrdluses 1,1%, kuid on nüüd siiski taastumas. 2012. aasta esimese kvartali seisuga oli Soome, Rootsi, Läti, Leedu ja Venemaa majanduse maht vastavalt 2,9%, 1,5%, 5,5%, 4,3% ja 4,9% suurem kui aasta varem. Neid suundumusi tõlgendades tuleb arvestada, et Eestist eksporditavate kaupade lõpptarbija ei asu enamasti nendes riikides, vaid tõenäoliselt märksa kaugemal.

Üleilmne inflatsioonisurve on 2012. aasta kevadel olnud vaos hoitud ning käesolev prognoos tugineb eeldusele, et see suundumus jätkub (vt joonis 4). Ühelt poolt on arenenud riikides endiselt alakasutatud tootmisvõimsust, mis

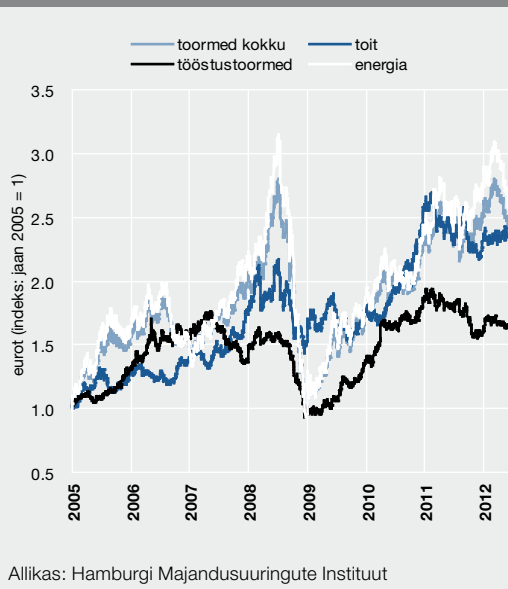


hoiab isegi tootmismahu mõõdukal suurenemisel hinnasurve vaos. Teiselt poolt ei ole toorme hind maailmamajanduses viimase poole aasta jooksul oluliselt tõusnud, mistõttu on ka sellest allikast tulenev surve tarbijahindadele vähenemas. Prognoos tugineb nafta hinna puhul tulevikutehingutele, mis ootavad nafta keskmiseks hinnaks 2012. aastal 114,6 USA dollarit barrelist, järgmisel kahel aastal peaks see mõnevõrra langema. Toidutoorme hind jääb käesoleval aastal eelduse kohaselt samaks, mis viitab kahel eelmisel aastal toimunud kallinemise lõppemisele. Aastatel 2010 ja 2011 tõusid hinnad mõlemal aastal üle viiendiku. Seega ei põhjusta toorme hind prognoosi- perioodil täiendavat hinnasurvet.

Praegune intressikeskkond on nõudluse jaoks soodne, sest rahapoliitilised intressimäärad on kõikides olulisemates majanduspiirkondades väga madalal. Prognoosi aluseks võetud turuootuse kohaselt alaneb kolme kuu EURIBOR 2012. aastal 0,8%-ni, olles kahel järgmisel aastal vastavalt 0,7% ja 0,9%. Eelduse kohaselt kanduvad muutused kolme kuu intressimääras täies ulatuses kohe üle kuuekuulisele EURIBORile, mis on Eesti laenuuru eripära arvestades kõige olulisem laenukapitali hinda kujundav intressimäär. Siinse prognoosi üks sisend on tehniline eeldus, et dollari ja euro vahetuskurss on fikseeritud praegusest kuni prognoosiperioodi lõpuni tasemel 1,30 dollarit euro kohta (vt tabel 1).

Rahapoliitilist keskkonda käsitleb lähemalt taust- info 1.

Joonis 4. Maailmaturu toormete hinnaindeksid



Allikas: Hamburgi Majandusuuringute Instituut

Tabel 1. Prognoosi välismajandusest tingitud eeldused

	2010	2011	2012	2013	2014	2012*	2013*
Välisnõudluse kasv (%)	11,0	7,9	3,7	5,6	6,0	4,9	6,4
Nafta hind (USD/barrel)	79,6	111,0	114,6	107,9	102,0	109,4	104,0
Intressimäär (3 kuu EURIBOR, %)	0,8	1,4	0,8	0,7	0,9	1,2	1,4
EUR/USD vahetuskurss	1,33	1,39	1,30	1,30	1,30	1,36	1,36

\*2011. aasta sügisprognoos

Allikad: Reuters, Eesti Pank

## Taustinfo 1. Euroala rahapoliitiline keskkond

2012. aasta alguses on euroala rahapoliitilised intressimäärad püsinud soodsad. Toetamiseks euroala reaalsektorit madala majandusaktiivsuse tingimustes, on eurosüsteem alates 2011. aasta detsembrist hoidnud baasintressimäära 1,00% tasemel<sup>1</sup>, mis on ka ühisraha ajaloo madalaim tase. Kuigi üleilmselt kõrged toorme- ja energiahinnad on edasi kandunud ka euroala inflatsiooni, on inflatsioonilised riskid euroalal üldiselt püsinud tasakaalus ja kooskõlas eurosüsteemi eesmärgiga hoida inflatsioonimäär keskmise aja jooksul alla 2%, ent selle lähedal.

Euroala finantssektori ja rahapoliitika ülekandekanalite tõhusaks toimimiseks on eurosüsteem 2012. aastal kasutanud peale korraliste ka erakorralisi rahapoliitika meetmeid. Nimelt toimus veebruaris järjekordne kolmeaastase tähtajaga pikemaajaline refinantseerimisoperatsioon<sup>2</sup>, mille käigus oli euroala krediidiasutustel võimalik võtta eurosüsteemist kolmeks aastaks laenu ülimadala intressimääraga<sup>3</sup> mahus 530 miljardit eurot<sup>4</sup>. Peale selle lubati möödunud aasta lõpul jätkata euroala pankadele piiramatus mahus likviidsuse pakkumist fikseeritud intressimääraga vähemalt 2012. aasta 10. juulini. Esialgsete hinnangute kohaselt on nii käesoleval aastal kui ka eelmise aasta detsembris toimunud kolmeaastaste pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide mõju euroala pankadele olnud positiivne, sest paranenud on nii nende rahastamistingimused kui ka juurdepääs rahaturule. Kuigi 2012. aasta esimeses kvartalis on selle tulemusena juba märgatavalt vähenenud ka pankade poolne krediiditingimuste karmistamine<sup>5</sup>, ilmneb nende meetmete mõju euroala reaalsektorile tervikuna tõenäoliselt siiski viitajaga.

2012. aasta märtsis jätkus rahapakkumise kasv euroalal. Laiema rahaagregaadi ehk M3 aasta-kasv kiirenes 3,2%-ni veebruari 2,8%-lt. Kolme kuu keskmine M3 aastakasv (jaanuar kuni märts) kiirenes seega samuti, jõudes 2,8%-ni aastavõrdluses. M3 komponentidest kiirenes ka aastane M1 kasv, ulatudes 2,7%-ni märtsi lõpuks (2,5% veebruaris). Kasvu panustasid peamiselt reaalsektori suurenenud hoiused ja turustatavad instrumendid<sup>6</sup>, mis näitab, et euroala pangad suudavad siiski kasvatada ka oma hoiusebaasi, pakkudes atraktiivset intressi. Vastaspoolel peegeldas rahapakkumise kasv peamiselt riigivõlakirjade oste ja pikaajaliste kohustuste vähendamist finantssektoris. Samal ajal on laenupakkumine reaalsektorile püsinud endiselt madalal, olles muutumatuna eelmise kuu tasemel ehk 1,2%<sup>7</sup> juures märtsi lõpus. Teisest küljest on ka laenuõudlus reaalsektoris madal nii eelmiste perioodide kõrge võlakoormuse kui ka jätkuva ebakindluse tõttu.

<sup>1</sup> Põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäär on 1,00%, laenamise püsivõimaluse intressimäär on 1,75% ning hoiustamise püsivõimaluse intressimäär on 0,25%.

<sup>2</sup> Pikemaajaline refinantseerimisoperatsioon võib olla tähtajaga 3, 6, 12, 13 kuud ja 3 aastat. Kolmeaastase tähtajaga refinantseerimisoperatsioonid lisandusid 2011. aasta viimases kvartalis.

<sup>3</sup> Intressimääraga, mis on võrdne peamiste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressiga.

<sup>4</sup> 2011. aasta detsembris toimus esimene kolmeaastase tähtajaga refinantseerimisoperatsioon mahuga 489 miljardit eurot, seega kahe kolmeaastase pikemaajalise operatsiooniga on euroala krediidiasutustele laenatud 1,02 triljonit eurot. Laenu võtnud krediidiasutustel on ka õigus ühe aasta pärast see soovitud ulatuses tagasi maksta.

<sup>5</sup> [http://www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey\\_201204.pdf?6b4b24c6e69884aafca84547c1396caa](http://www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey_201204.pdf?6b4b24c6e69884aafca84547c1396caa)

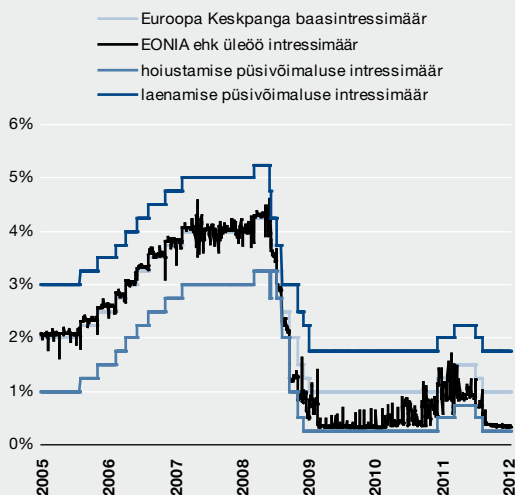
<sup>6</sup> Rahaturufondide osakud, võlakirjad, repotehingud.

<sup>7</sup> Kohandatuna laenude müügi ja väärtpaperistamisega.

Eurosüsteemi kolmeaastase tähtajaga pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid on kaasa toonud baasraha<sup>8</sup> kiire kasvu euroalal, mis on täpsemalt tingitud sellest, et osa euroala krediidasutusi hoiustavad eurosüsteemis rohkem reserve, kui neil on vaja oma kohustusliku reservinõude täitmiseks. Analüüsi tulemused<sup>9</sup> aga näitavad, et krediidasutused, kes eurosüsteemis hoiustamise võimalust kasutavad, pole valdavalt needsamad, kes eurosüsteemist laenu võtavad. Hoiustamise püsivõimaluse intressimäär on praegu madal (0,25%), mistõttu pole see tulu teenimise seisukohast kuigi atraktiivne. Seega võivad pangad hakata raha paigutama kõrgema tulussega varaklassidesse ning aktiivsemalt laenu pakkuma, mis omakorda võib tekitada inflatsioonilist survet. See peegelduks ka rahaagregaatides, nii laiemas rahaagregaadis M3 kui ka selle alamkomponentides. Siiani ei ole selliseid tendentse avaldunud. Peale selle on praegu majandusaktiivsuse tase euroalal väga madal, mistõttu ei kanduks rahapakkumise kasvu mõningane kiirenemine suure tõenäosusega otseselt tarbijahindadesse. Seega ei ole praegu näha, et baasraha kasv põhjustaks euroalal inflatsioonisurvet.

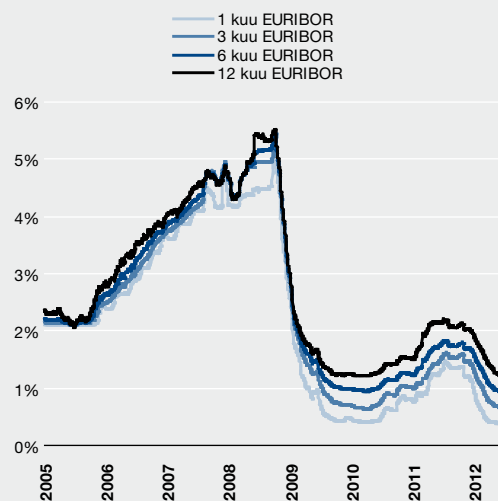
Keskpank mõjutab rahapoliitiliste intressimäärade abil lühiajalisi intressimäärasid<sup>10</sup> rahaturul. Pikaajalised intressimäärad omakorda sõltuvad lühiajaliste intressimäärade ootustest, ning seetõttu on oluline jälgida rahaturu intressimäärade arengut. Euroala rahaturuintressimäärad on alates aasta algusest valdavalt langenud ja seega on käesoleva aasta mai alguseks 1, 3, 6 ja

Joonis a. Euroala põhilised intressimäärad



Allikad: Euroopa Keskpank, Reuters

Joonis b. Euroala rahaturu intressimäärad



Allikas: Reuters

<sup>8</sup> Baasraha koosneb ringluses olevast sularahast, pankade poolt kohustusliku reservinõude täitmiseks keskpangas hoitavast rahast ja pankade hoiustest keskpangas lisaks kohustusliku reservinõude täitmiseks nõutavatele hoiustele.

<sup>9</sup> <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201205en.pdf>

<sup>10</sup> Intressimäärad instrumentidel tähtajaga kuni üks aasta.

12 kuu EURIBOR jõudnud tasemetele vastavalt 0,4%, 0,7%, 0,99% ja 1,3%, olles langenud jaanuari algusega võrreldes vastavalt 60, 64, 61 ja 63 baaspunkti (vt joonis b). Ühe kuu ja 12 kuu EURIBORi vahe, mis näitab rahaturu tulukõvera kuju, on maikuuks vähenenud marginaalselt 90 baaspunktile (jaanuari alguses 93 baaspunkti). EONIA on samuti juba aasta algusest saadik püsinud madalal, olles mai alguses tasemel 0,34% ja püsid ligikaudu 10 baaspunkti võrra eurosüsteemi hoiustamise püsivõimaluse intressimäärast kõrgemal (vt joonis a). Hoiustamise püsivõimaluse ja EONIA väike vahe peegeldabki suuremahulist ülemäärast likviidsust euroala pankadevahelisel rahaturul pärast järjekordset kolmeaastase tähtajaga pikemaajalist refinantseerimisoperatsiooni veebruari lõpus.

## PROGNOOSI PÕHISTENAARIUM

### Majandusaktiivsus

Eesti majanduskasv on aeglustunud lühiajaliste kasvutegurite mõju lõppemise ning nõrga väliskeskonna tõttu. Taas rakendatud tootmisvõimsus ja taastuv rahvusvaheline kaubandus võimaldasid majandusel 2011. aastal väga kiiresti kasvada, majanduskasv oli aasta kokkuvõttes koguni 7,6%. Ekspordi toel toimunud kiiret kasvu näitas eriti ilmekalt esimene poolaasta, kui põhiliselt välisriikide tootetav tööstussektor andis üle poole majanduskasvust. Sisenõudluse kasv oli sel ajal veel tagasihoidlik. Teisel poolaastal kasv aeglustus. Seda põhjustas ühest küljest ajutiste kasvutegurite väljajätmine, teiselt poolt Euroopa võlakriisiga kaasnenud ebakindluse tõttu nõrgenenud nõudlus välisriikidele. Pärast 2008. ja 2009. aasta majanduslangust järk-järgult suurenenud investeerimistegevus ja olemasolev tootmisvõimsus oleksid võimaldanud majandusel 2011. aasta lõpus veelgi kiiremini kasvada. Sellele viitab näiteks konjunktuuriinstituudi avaldatava tööstuse tootmisressursside rakendatuse taseme langus 2012. aasta esimesel poolaastal.

2011. aasta suvel eskaleerunud euroala võlakriis jättis jälje ettevõtjate investeerimisjulgusesse mitmel pool maailmas ning langetas seeläbi nõudlust kapitalikaupade järele, sealhulgas Eestis toodetud kaupade järele. Võlakriisi mõju Eesti majandusele jäi 2011. aasta sügisel siiski oluliselt piiratumaks kui 2008. aastal Lehman

Brothersi kokkukukkumisele järgnenud langus. Varasügisel järsult vähenenud tööstustoodang hakkas aasta viimastel kuudel kuuvõrdluses suurenema. Samuti toetas majandust sisenõudlus, mis taastub eksporditulude suhtes viitajaga. 2012. aasta esimeste kuude andmed andsid märku olukorra paranemisest. Kevadkuudel aga on süvenenud ebakindlus euroala mõne riigi majanduspoliitiliste reformide elluviimise suhtes ja see võib pärssida edasist kasvu.

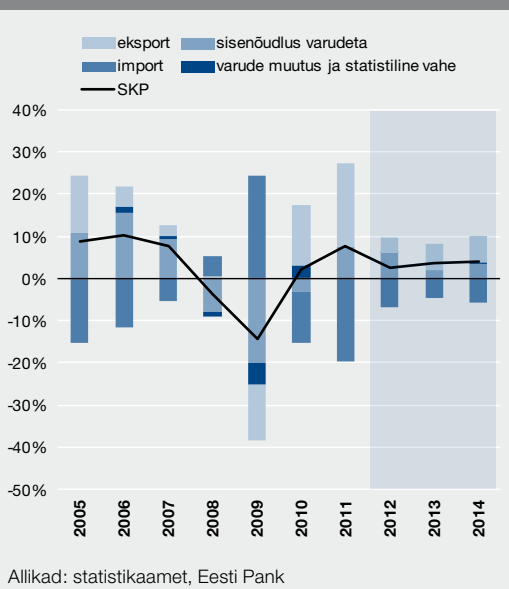
Kesisest väliskeskonnast hoolimata toetas eksport esimese kvartali kasvu aastavõrdluses veel üsna tugevalt. Statistikaameti kiirhinnangu kohaselt kasvas SKP 2012. aasta esimeses kvartalis aastatagusega võrreldes 3,9% ja kaubaeksport 8%. Prognoosiperioodi alguses toetab majanduskasvu siiski peamiselt sisenõudlus, sest majanduslangusest taastumise järel ekspordi kiiret kasvu põhjustanud tegurid on ammendunud. Peale selle pärssib ekspordi kasvu võlakriisist tingitud ebakindlus. SKP komponentide panused kasvu on toodud joonisel 5.

Eesti majanduskasv sõltub siiski üsna oluliselt eksporditulude kasvust ning väliskeskonna rahunedes hakkab eksport jälle kasvu panustama. Väliskonjunktuuri soodsama arengu korral ei saa välistada ka ekspordi prognoositust kiiremat taastumist, sest tootmisressursside suhteliselt madala rakendatuse tõttu on osal tootjatest võimalik tootmismahtu kiiresti suurendada. Teisalt võib ebasoodsa konjunktuuri püsimine pidurdada sisenõudluse arengut, kui eksporditulud laekub vähem.

Järgnevatel aastatel jääb majanduskasv alla senisele keskmisele kasvule. Eesti majandus on viimase viieteistkümne aastaga arenenud muljetavaldavalt tempoga. Kui üheksakümne aastate keskel moodustas Eesti ostujõuga korrigeeritud sisetulekutase inimese kohta ligikaudu kolmandiku praeguste Euroopa Liidu riikide keskmisest, siis nüüd moodustab see ligikaudu kaks kolmandikku. Suhteline mahajäämus Euroopast on vähenenud, seetõttu võib konvergentsist lähtuv kasvutempo osutada edaspidi aeglasemaks. Tulevane kiire kasv eeldab keskendumist üha keerukamale tootmisele.

Viimase kümne aasta kasvu toetasid eestlaste suurenenud osalemine tööturul ning jõudsad investeeringud tootmiskapitali. Üheksakümne aastate madala iibe tõttu aga hakkab tööealine elanikkond mõne aasta pärast vähenema. Samuti võib üha levinum välismaal töötamine haavata kohalikku tootmispotentsiaali. Kiire kasvu säilitamiseks tuleb seepärast varasemast enam keskenduda tööjõu, aga ka juhtimisprotsesside arendamisele.

Joonis 5. Majanduskasv



Tabel 2. Majandusproгноos põhinäitajate kaupa<sup>11</sup>

	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013
Nominaalne SKP (mld eurot)	16,0	17,0	18,1	19,4	0,0	0,3	0,3
SKP püsivõttes, muutus (%)	7,6	2,6	3,6	4,1	-0,3	0,7	0,0
Ühtlustatud tarbijahinnaindeks, muutus (%)	5,1	3,9	3,2	2,7	0,0	1,1	0,3
SKP deflaator, muutus (%)	3,7	4,0	2,6	2,9	-0,2	1,8	-0,2
Jooksevkonto (% SKPst)	3,2	-2,6	-0,3	-0,4	0,5	-4,6	-1,2
Eratarbimine püsivõttes, muutus (%)	4,4	4,2	3,1	3,7	0,7	1,9	-0,3
Valitsemissektori tarbimine püsivõttes, muutus (%)	1,6	2,4	1,2	1,7	-0,3	-1,0	-0,8
Kapitali kogumahutus põhivarasse püsivõttes, muutus (%)	26,8	15,6	1,2	5,6	9,9	8,9	-4,5
Ekspord püsivõttes, muutus (%)	24,9	3,9	6,4	6,6	1,4	2,3	0,0
Import püsivõttes, muutus (%)	27,0	7,9	4,5	6,5	3,1	5,2	-2,7
Tööpuuduse määr (%)	12,5	10,5	10,1	9,0	0,4	0,1	0,3
Hõive residendist tootmisüksustes, muutus (%)	6,7	2,0	0,3	0,9	-0,6	0,0	0,4
SKP töötaja kohta püsivõttes, muutus (%)	0,7	1,3	3,0	3,2	0,0	0,6	-0,1
Palgafond palgatöötaja kohta, muutus (%)	1,5	6,2	5,9	6,2	-0,2	2,5	0,9
Reaalne palgafond palgatöötaja kohta, muutus (%)	-3,1	2,4	2,7	3,3	0,6	1,4	0,7
Erasektori laenujääk perioodi lõpus, muutus (%)	-4,3	-0,8	2,0	4,4	-0,6	0,6	-0,2
Brutovälisvõlg (% SKPst)	98,0	98,6	95,1	91,0	...	...	...
Eelarve tasakaal (% SKPst)	1,0	-1,5	-0,5	0,0	0,3	0,5	0,2

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

<sup>11</sup> SKP ja selle komponendid on esitatud aheldatud kujul.

## Taustinfo 2. Majanduse potentsiaalse kasvu ja struktuurse tööpuuduse hinnang Eesti Panga makromudelil

### Muutused potentsiaalse kasvu arvutamise raamistikus

Eesti Panga makromudelil EMMA<sup>12</sup> leitakse potentsiaalne SKP Cobb-Douglas-tüüpi tootmisfunktsiooni abil. Tootmisfunktsioonile tuginedes oleme leidnud mudeli seosed veel mitme teise näitaja jaoks. Potentsiaalset tootmismahu kirjeldab võrrand (1)

$$Y^* = K_t^\alpha (H_t A_t)^{1-\alpha}, \alpha = 0,4, \quad (1)$$

kus potentsiaalne SKP ( $Y^*$ ) sõltub kapitali ja tööjõu ning tootmistehnoloogia arengust. Tootmiskapital kujuneb vastavalt kapitali akumulatsiooni avaldisele (2)

$$K_t = (1 - \delta_t) K_{t-1} + I_{t-1}, \quad (2)$$

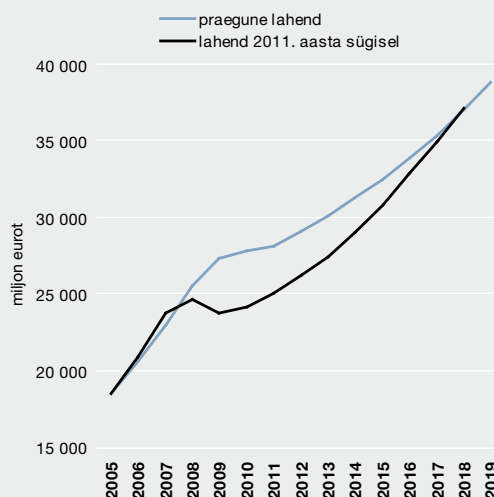
kus tootmiskapitali olem sõltub investeringutest tootmiskapitali ( $I$ ) ja amortisatsioonimäärast ( $\delta$ ). Eelmise perioodi investeringud mõjutavad käesoleva perioodi kapitali. Tööjõupanust majanduses kirjeldab avaldis (3)

$$H_t = h_t^* (1 - u_t^*) (1 - m_t^*) l_t^* N_t, \quad (3)$$

kus töötunnid ( $H$ ) sõltuvad tööealisest elanikkonnast ( $N$ ), tasakaalulisest tööjõus osalemise määrast ( $l^*$ ), pendelmigratsiooni määrast ( $m^*$ ), inflatsiooni mitte kiirendavast tööpuuduse määrast ( $u^*$ ) ja tasakaalulisest töötundide määrast töötaja kohta ( $h^*$ ).

Majanduse kapitaliolemi kohta ei ole andmeid, seetõttu oleme leidnud kapitaliolemi olekuruumi mudeliga (ingl *state-space model*). Amortisatsioonimäär on ajas muutuv, viidates kapitali struktuuri muutustele ning peegeldades kulumise arengut üle aja. Varem tuletasime kapitaliolemi fikseeritud amortisatsioonimääraga kapitali akumulatsiooni võrrandist ning korrigeerisime 2008. ja 2009. aasta kapitali taset, et väljendada potentsiaalse SKP langust kriisi tõttu. Varasema meetodikaga saadud ja praegu kasutatava kapitaliolemi võrdlus on esitatud joonisel c.

Joonis c. Tootliku kapitali olem (2005. aasta hindades)



Allikas: Eesti Pank

<sup>12</sup> EMMA – Eesti majanduse makromudel.

Majanduse tehnoloogia taseme oleme leidnud Solow' jääkliikmena ning seejärel silunud HP-filtriga. Sel moel väljendub majanduskriisi ajal toimunud potentsiaalse SKP langus peamiselt tehnoloogia muutuses. Varem seostasime potentsiaali langust peamiselt kapitaliolemi vähenemisega. Praegu eeldame, et kriisiga kaasnenud majanduskonjunktuuri muutuse tõttu kasutuks jäänud tootmiskapital on endiselt olemas, kuid selle tootlikkus on uue turutasakaalu tingimustes madal. Selline käsitlus on varasemast paremini kooskõlas rahvamajanduse arvepidamise meetodikaga.

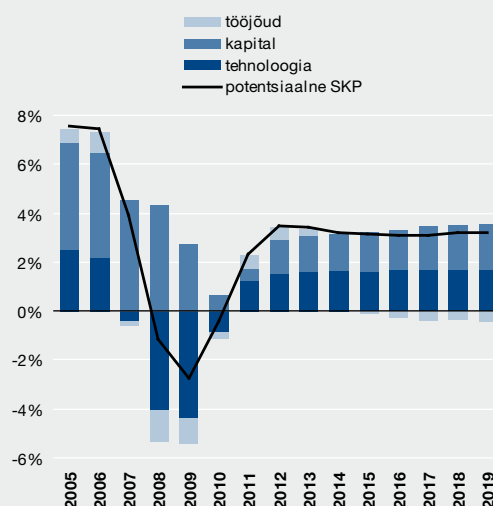
Töõjõupanust kujundavad märkimisväärselt inflatsiooni mittekiirendava töötuse määra areng ja tööealise elanikkonna kasv. Viimase kohta kasutame eeldusena statistikaameti rahvastikuprognosi. Inflatsiooni mittekiirendavast töötuse määrast on juttu

allpool. Tasakaaluline töõjõus osalemise määr on prognoositud rahvastiku vanuselise struktuuri muutuse alusel. Prognoosiperioodil suureneb parimas tööeas elanike osa, mis väljendub ka osalemismäärade kasvus. Pikemas ettevaates alaneb tasakaaluline osalemismäär rahvastiku vananemise tõttu. Pendelmigratsioon väljendab EMMAs sisemaise ja koguhõive erinevust. On eeldatud, et tasakaaluline töötundide arv inimese kohta on muutumatu. Potentsiaalse SKP kasvu mudellahend on toodud joonisel d.

### Erinevad hinnangud struktuurse tööpuuduse määrale Eestis

Hinnang struktuurse tööpuuduse määrale, mida kasutasime potentsiaalse SKP arvutamisel, tugineb palgasurveid mittetekitava töötuse määra (NAWRU) definitsioonile. See on põhimõtteliselt väga sarnane NAIRU – loomuliku töötuse määra (inflatsioonisurveid mittetekitava töötuse määra) – mõistega. Mõlema käsitluse kohaselt tekitavad tööturu tsüklilised surved tasakaalustavaid hinna- ja palgamuutusi. Tsükliliste survete all mõistetakse seejuures tegeliku tööpuuduse määra hälbimist struktuursest tööpuuduse määrast ehk töötuse lõhet. NAIRU puhul on tähelepanu keskmes inflatsiooni muutused, NAWRU puhul aga nominaalpalga kasvu muutused. Väikeses ja väga avatud majanduses nagu Eesti, kus mitmesugused välismõjurid avaldavad hinnainflatsioonile suurt mõju, on töötuse lõhe inflatsioonilist või deflatsioonilist mõju tõenäoliselt kergem märgata palkades kui hindades. Peamiselt sel põhjusel toetub meie empiiriline analüüs NAWRU-l põhinevale lähenemisele.

Joonis d. Potentsiaalne SKP



Allikas: Eesti Pank

Olgu meile antud Phillipsi kõver

$$\pi_t = \sum_{j=1}^m \beta_j \pi_{t-j} - \theta(u_t - u_t^*) + \sum_{j=0}^n \alpha_j z_{t-j} + \varepsilon_{1,t}, \quad (4)$$

kus  $\pi_t$  on kas hinnainflatsioon või nominaalpalga kasv<sup>13</sup>,  $u_t$  on töötuse määr,  $z_t$  on asjaomaste pakkumispoolsete tegurite nagu nafta- ja impordihinna šokkide, tootlikkuse šokkide jms vektor, (normaliseerituna nii, et  $z_t = \mathbf{0}$  märgib pakkumispoolsete šokkide puudumist), ja  $\varepsilon_{1,t}$  on valge müra jääkliige variatsiooniga  $\sigma_{\varepsilon_1}^2$ .

Kui puuduvad igasugused pakkumisepoolsed šokid ( $z$  - liikmed on võrdsed nulliga) ja kui  $\sum_{j=1}^m \beta_j = 1$  ja  $\theta > 0$ , siis tähistab  $u_t^*$  töötuse määra, mis on kooskõlas konstantse inflatsiooniga  $\pi$ . Teiste sõnadega, sõltuvalt sellest, kas  $\pi_t$  on palgakasv või inflatsioon, tähistab  $u_t^*$  vastavalt kas NAWRU-t või NAIRU-t.

Kuna  $u_t^*$  on latentne ajast sõltuv juhuslik protsess, tehakse statistilist analüüsi NAIRU/NAWRU kohta tavaliselt mittevaadeldavate komponentidega mudelite abil, kus  $u_t^*$  väärtust hinnatakse Kalmani filtriga. Selleks eeldame, et  $u_t^*$  on lihtne juhuslik ilma trendita ekslemine:

$$u_{t+1}^* = u_t^* + \varepsilon_{2,t}, \quad (5)$$

kus  $\varepsilon_{2,t}$  on valge müra jääkliige variatsiooniga  $\sigma_{\varepsilon_2}^2$ . Võrrandi (5) majanduslik tõlgendus oleks, et struktuurse tööpuuduse määra kujundavad üks või paljud püsiva mõjuga tundmatud tegurid. Variatsiooni  $\sigma_{\varepsilon_2}^2$  võib omakorda käsitada hüplikkuse näitajana, sest see määrab suuruse, mille võrra  $u_t^*$  tavaliselt ühest perioodist teise muutub (kui  $\sigma_{\varepsilon_2}^2 = 0$ , siis  $u_t^*$  on konstant).

Eesti NAWRU hindamine ülaltoodud raamistiku kohaselt osutus siiski üllatavalt raskeks. Üks peamine põhjus oli nominaalpalga kvartaalse kasvu suur muutlikkus. Seetõttu ei olnud katsed tuvastada negatiivset seost palgakasvu muudatuste ja töötuse lõhe vahel edukad. Rohkem edulootusi pakkus lähenemine, kus (i) kvartalikasvude asemel kasutasime aastakasve ning (ii) nominaalpalga inflatsioonil põhineva Phillipsi kõvera asendasime reaalkasvu põhineva Phillipsi kõveraga, mis kirjeldab paremini Eesti andmetes esinevat seost reaalkasvu ning tootlikkuse kasvu vahel.

Reaalkasvu põhineva Phillipsi kõvera jaoks valisime järgmise võrrandi:

$$\pi_t^{rv} = \beta_1 \pi_{t-1}^{rv} + \beta_2 \pi_{t-2}^{rv} + \beta_3 \pi_{t-3}^{rv} + \alpha_0 \gamma_t + \alpha_1 \gamma_{t-1} - \theta(u_t - u_t^*) + \varepsilon_{1,t}, \quad (6)$$

kus  $\pi_t^{rv}$  on reaalkasvu kasv ja  $\gamma_t$  on tootlikkuse kasv. Piirangut, mille kohaselt kaks kasvu määra on pikas vaates võrdsed ( $1 - \beta_1 - \beta_2 - \beta_3 = \alpha_0 + \alpha_1$ ), ei pidanud andmete põhjal

<sup>13</sup> Hinna- ja palgainflatsiooni vahelise valiku diskussiooni leiata näiteks toimetisest P. Richardson, L. Boone, L. Giorno, M. Meacci, D. Rae ja D. Turner (2000) "The concept, policy use and measurement of structural unemployment: estimating a time varying NAIRU across 21 OECD countries", OECD Economics department working paper No 250.



kummutama ning seepärast võisime seda rakendada.<sup>14</sup> Süsteemi, mis koosnes võrranditest (6) ja (5), hindasime Kalmani filtri abil, kasutades kvartaalseid aegridu alates 1997. aasta esimesest kvartalist kuni 2011. aasta kolmanda kvartalini. Hüplikkuse näitaja  $\sigma_{\varepsilon 2}$  fikseerisime ühele protsendile, mis on ligikaudu viis korda suurem kui näitaja, mida Gordon (1997) kasutas USA puhul.<sup>15</sup> Järgnevalt viitame võrranditest (5) ja (6) koosnevale mudelile kui mudelile 1.

Nagu Laubach (2001)<sup>16</sup> on rõhutanud, on mudeliga 1 sarnase kahe võrrandi süsteemil omadus, et töötuse lõhe  $u_t - u_t^*$  tuletamiseks kasutatakse ainult muutujates  $\pi_t^m$  ja  $\gamma_t$  sisalduvat informatsiooni. Selleks et kasutada tegelikult töötuse määra dünaamikat mittevaadeldava NAWRU tuletamiseks, on vaja lisada täiendav eeldus töötuse lõhe  $u_t - u_t^*$  dünaamika kohta. Selleks, et uurida, millist mõju avaldab empiirilise raamistiku laiendamine selles suunas, hindasime kolme täiendavat süsteemi, millest igaüks koosneb mitte kahest, vaid kolmest võrrandist. Nii koosneb meie mudel 2 võrrandist (5), palgavõrrandi mõnevõrra piiratumast versioonist:

$$[\pi_t^m - \gamma_t - \alpha \Delta \gamma_{t-1} - \theta(u_t - u_t^*)] = \beta[\pi_{t-1}^m - \gamma_{t-1} - \alpha \Delta \gamma_{t-2} - \theta(u_{t-1} - u_{t-1}^*)] + \varepsilon_{1,t}, \quad (7)$$

ja väga lihtsast mõõtmisvõrrandist töötuse lõhe tarvis:

$$u_t = u_t^* + \varepsilon_{3,t}. \quad (8)$$

Ülejäänud kaks mudelit kasutavad samuti võrrandeid (5) ja (8), kuid erinevat võrrandi (7) kuju: reaalpalka kasv ( $\pi_t^m$ ) on mudelis 3 asendatud nominaalpalka kasvuga ( $\pi_t^m$ ) ja mudelis 4 nominaalpalka kasvu muutusega ( $\Delta \pi_t^m$ ). Teisiti öeldes on võrrandi (7) eesmärk mudelites 2 ja 3 tuvastada negatiivne seos töötuse lõhe ja ühel juhul reaalse tööjõu ühikukulu, teisel juhul nominaalse tööjõu ühikukulu kasvu vahel. Mudeliga 4 üritatame haarata negatiivset seost töötuse lõhe ja nominaalse tööjõu ühikukulu kasvu muutuse vahel.

Joonisel e on võrreldud mudelite 1–4 abil saadud struktuurse tööpuuduse määrasid.<sup>17</sup> Kõige lamedama kõvera  $u_t^*$  jaoks annab mudel 1, kuid hinnang on väga ebatäpne: selle +/-2 standardhälbe laiune usaldusvahemik ületab +/-3 protsendipunkti (pole näidatud). Samuti tundub, et see filtri abil saadud hinnang on rea lõpus ebastabiilne. Näiteks  $u_t^*$  taset mõjutab vaadeldava perioodi lõpul see, kas kolme viimast vaatlust on hinnangu saamisel kasutatud või mitte. Mudelitele 2–4 vastavad  $u_t^*$  read on palju enam tsüklilised ja silmatorkavalt sarnased.

<sup>14</sup> K. Whelan arutleb, et võrrand, mis sarnaneb võrrandiga (6), väljendab üht Friedmani loomuliku määra teooria põhieeldustest, nimelt et töötajad peavad läbirääkimisi reaalpalka üle. Koos muude eeldustega adaptiivsete inflatsiooniootuste ja konstantse lisanudiga hinnaarvutuse (*markup pricing*) kohta viib see standardse kiirendusprintsipi kajastava Phillipsi kõverani, nagu eespool võrrandis (4), mis viitab asjaolule, et inflatsiooni ja tööpuudust ei saa pikemas vaates üksteise vastukaaluks seada. K. Whelan (2000) "Real wage dynamics and the Phillips curve," FRB Finance and Economics Discussion Series, 2000-2.

<sup>15</sup> R.J. Gordon (1997) "The time-varying NAIRU and its implications for economic policy," Journal of Economic Perspectives, 11(1), 11-32.

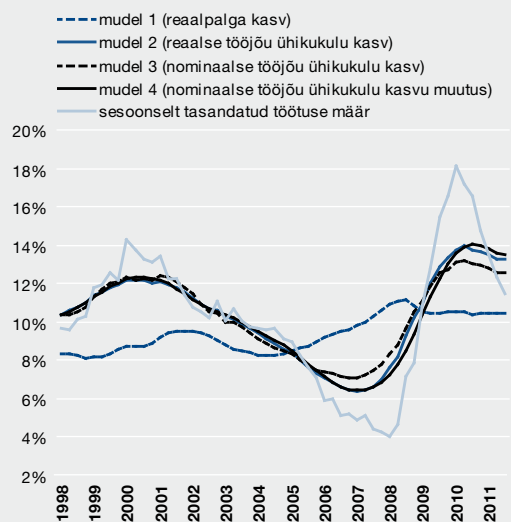
<sup>16</sup> T. Laubach (2001) "Measuring the NAIRU: Evidence from Seven Economies," The Review of Economics and Statistics, 83(2), 218-231.

<sup>17</sup> Mudelid 2–4 hinnati, kasutades kvartaalseid andmeid 1998. aasta I kvartalist kuni 2011. aasta III kvartalini. Standardhälbed  $\sigma_{\varepsilon 1}$  ja  $\sigma_{\varepsilon 3}$  hinnati, samal ajal kui  $\sigma_{\varepsilon 2}$  fikseeriti 4 protsendile.

See viimane tähelepanek viitab võimalusele, et hinnangu kujundavad pigem tegeliku töötuse määra muutused kui reaalse või nominaalse tööjõu ühikukulu muutused.

Analüüsi põhjal on oluline märkida, et  $u_t^*$  kohta antud üksikutesse hinnangutesse peaks suhtuma suure ettevaatusega. Kuna ükski hinnangutest ei tõuse eelistatavana esile, on struktuurse tööpuuduse määrana potentsiaalse SKP hindamisel kasutatud mitme hinnangu keskmist.

**Joonis e. Struktuurne tööpuuduse hinnang erinevate mudelite põhjal**



Allikas: Eesti Pank

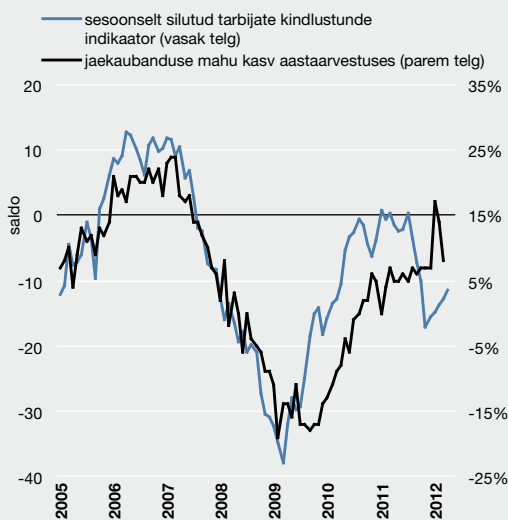
## Sisenõudlus

### Eratarbimine

Eratarbimine kasvas möödunud aastal 4,2%. Aasta 2011 algas hõive ja keskmise palga jõulise kasvuga, mistõttu suurenes töötasufond ja majapidamiste kasutatav tulu. Sissetulekute kasvust kiiremat tarbimise kasvu soodustas tugev kindlustunne ning positiivsed ootused leibkonna majandusliku olukorra paranemisele. 2011. aasta esimesel poolaastal püsis tarbijate kindlustunne ajalooliselt kõrgena, kuid pöördus suve lõpus langusele (vt joonis 6). Kriis euroalal muutis Eesti tarbijaid tuleviku suhtes pessimistlikumaks, kuid sellega ei kaasnenud olulist mõju nende sissetulekule ja olukord tööturul paranes järk-järgult.

Suurima panuse eratarbimise kasvu 2011. aastal andsid püsikaubad, mille soetamine kasvas aastaga püsivhinnas 27,5%. Seejuures hoogustus kasv aasta teisel poolel, hoolimata kindlustunde mõningasest alanemisest. Vaatamata nii toidu kui ka eluasemekulude kalli-

**Joonis 6. Tarbijate kindlustunde indikaator**



Allikad: statistikaamet, Euroopa Komisjon

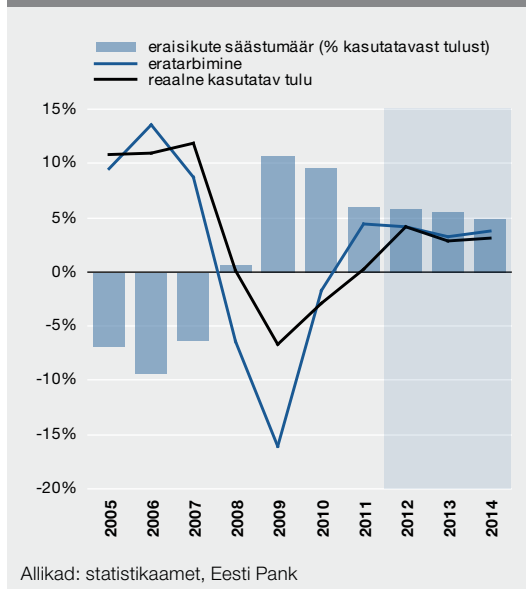
nemisele, vähenes 2011. aastal majapidamiste tarbimiskorvis sundkulutuste osa, mis oli alates 2008. aastast kasvanud.

Käesoleva aasta alguses jätkus palgakasv, paranes kindlus sissetulekute püsimises ja majapidamised suurendasid tarbimist. 2012. aasta esimeses kvartalis kasvas jaekaubanduse maht püsivhinnas ligi 13% võrreldes eelmise aasta sama perioodiga. Tulemust võimendas euro kasutuselevõtust tingitud tagasihoidlik kaubanduse maht 2011. aasta alguses, kuid ka ilma selle tehnilise efektita oli kasv jõuline. Suure osa kasvust andsid taas kaubagrupid, mida majapidamised käsitavad püsikaubana (sõidukid, kodumasinad, ehituskaubad jne), kuid suurima panuse kasvu andis müük supermarketites.

Kuigi esimese kvartali tulemus tõstab 2012. aasta eratarbimise kasvu ootust võrreldes sügisprognoosiga, on tarbimiskulutused järgnevatel aastatel jooksul seotud eelkõige palga ja hõive arenguga ning aasta alguse hoog edaspidi raugeb. Sellele viitab ka jaekaubanduse mahuindeksi aastakasvu aeglustumine esimese kvartali kuude lõikes. 2013. aasta alguses vähendab majapidamiste reaalselt tulu elektri kallinemine. Prognoosi kohaselt kasvab eratarbimine sel aastal 4% ning 2013. ja 2014. aastal vastavalt 3,1% ja 3,7%. Kasutatava tuluga võrreldes veidi kiirem tarbimise kasvutempo tähendab väiksemat säästmist võrreldes kriisiaastatega (vt joonis 7).

Aastatel 2009 ja 2010 säästsid Eesti kodumajapidamised ligi kümnendiku oma kasutatavast tulust. Leibkonnad, kellel oli võimalik puhvreid hoida, panid osa sissetulekust halvemate päevade kartuses kõrvale. Kriisi taandudes ettevaatusmotiivi mõju vähenes ja 2011. aastal oli majapidamiste säästumäär juba neli protsendipunkti madalam. Sellise tarbimiskäitumise jätkudes langeb kodumajapidamiste säästumäär prognoosiperioodil veelgi, jõudes 2014. aastaks tasemele 5,2% kasutatavast tulust.

Joonis 7. Eratarbimise reaalkasv



### Kapitali kogumahutus põhivarasse

2011. aastal kasvas kapitali kogumahutus põhivarasse Eestis 27%. See näitaja on võrreldav buumi-perioodiga, kuid põhivarasse tehtava kapitali kogumahutuse tase Eesti majanduses oli samas suurusjärgus 2003. aastaga. Investeeringute osatähtsus SKPs jääb buumiajale tunduvalt alla majanduslanguse ajal põhivarasse tehtud kapitalimahutuste vähenemise tõttu.

Eesti ettevõtted ja majapidamised osutasid eelmise aasta teisel poolel üleilmse majanduskliima halvenemisele oodatust vähem tundlikuks ning investeerimisplaanid oluliselt ei peatatud. Suurima panuse investeeringute kasvu andis ettevõtete sektor, kus kapitali kogumahutus põhivarasse suurenes aastaga 32,2%. Suurem osa investeeringutest pärines tööstussektorist, mis andis ka suurima osa lisandväärtuse kasvust, ning energeetikasektorist, kus oli käsil mitu suurt arendusprojekti. Vähemal määral kasvasid investeeringud peaaegu kõigil tegevusaladel. Endiselt nõrgaks jäi vaid ehitus- ja kinnisvara-alane tegevus, kus kapitali kogumahutus põhivarasse aastaga vähenes.

Ettevõtete investeeringute kasv on toimunud koos tootmisvõimsuse rakendatuse taseme tõusuga. Konjunktuuriinstituudi korraldatud investeeringuteuuringu järgi oli 2011. aastal peamine põhivara soetamise eesmärk tootmisvõimsuse taastamine. Selle saavutamiseks investeeriti eelkõige seadmetesse ja masinatele. Ehituses hakkas kapitali kogumahutus põhivarasse kasvama alles teisel poolaastal.

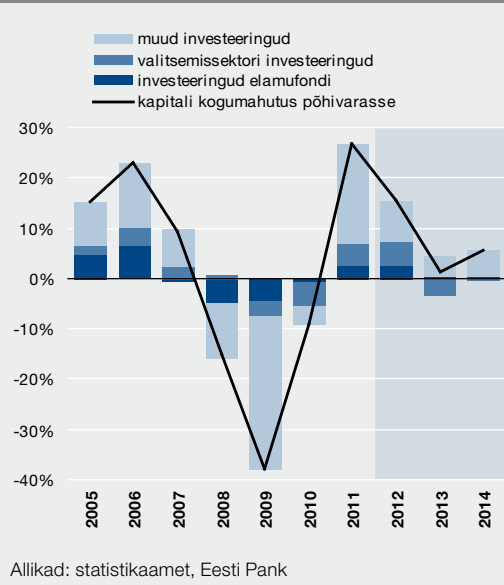
2012. aasta esimese kvartali sisenõudluse kasvu toetavad peale eratarbimise ka investeeringud, ning seda hoolimata kesisest majandus usaldusindeksist ning tootmisvõimsuse rakendatuse taseme langusest. Kapitalikaupade import püsis aasta alguses tugev ning väljastatud ehituslubade arv viitab aktiivsuse kasvule ehitussektoris. Ehitussektoris tuleb arvestada investeeringutega, mida toetatakse CO<sub>2</sub>-projektirahaga või suurettevõtete plaanidega.

Ettevõtete investeeringute kasv jääb 2012. aastal tagasihoidlikumaks kui 2011. aastal. Peale eksportiva tööstussektori andis suure osa 2011. aasta kasvust energiasektor, mille panus sel aastal väheneb. Välisnõudluse ning Eesti majanduskasvu aeglustumine piiravad ettevõtete laienemisvõimalusi, kuid samal ajal on oodata investeerimistegevuse muutumist tegevusalade lõikes laiapõhjalisemaks. Lähiaastatel jääb kapitali kogumahutuse kasv ettevõtete sektoris SKP kasvust kiiremaks, sest põhivara soetamise tase on endiselt madal ning intressimäär soosib investeerimist. Prognoosi kohaselt kasvab ettevõtete kapitalimahutus põhivarasse 2012. kuni 2014. aastal vastavalt 12,5%, 6,3% ja 8,1% (vt joonis 8). Selle prognoosi täitumine eeldab, et ebakindlus väliskeskkonnas taandub ning kasvuväljavaade paraneb. Samuti on selle prognoosi aluseks asjaolu, et senisest aktiivsemalt võetakse laenu.

#### **Valitsemissektori investeeringud**

Valitsemissektori CO<sub>2</sub>-kvoodi raha projektide elluviimine toimus kiiremini, kui esialgu kavan-

**Joonis 8. Kapitali kogumahutus põhivarasse, reaalkasv**



dati ning sügisprognoosi koostamise ajal oodati. 2011. aastal kasvas valitsemissektori kapitali kogumahutus põhivarasse 20%. Valitsemissektori panus 2012. aasta investeeringute kasvu jääb siiski märkimisväärseks: käesoleva aasta kasvuks on prognoositud 24,7%. Kui CO<sub>2</sub>-projektid lõppevad, kahanevad valitsemissektori investeeringud tugeva baasiefekti tõttu 2013. ja 2014. aastal vastavalt 15,7% ja 1,9%.

#### **Eluasemeinvesteeringud**

Aastal 2011 elavnes taas eluasemeturg ning kinnisvara hind (korterite keskmine ruutmeetrihind) tõusis maa-ameti andmetel ligi 10%. Kiirest hinnatõusust hoolimata suurenes kapitali kogumahutus eluruumidesse aheldatud väärtuses 15,8%, kasv hoogustus eriti aasta teisel poolel. Eluasemeinvesteeringute kiire kasvuga ei kaasanud kodulaenude jäägi suurenemist ning suur osa tehingute väärtusest kaeti omavahenditega. 2012. aasta alguses jätkus kodumajapidamiste investeeringute kasv, kuid märksa mõõdukamas tempos kui 2011. aasta lõpus. Maa-ameti andmetel suurenes esimeses kvartalis nõudlus

korteriomandite järele ning eraisikud ostsid esmaselt turult poole suuremas väärtuses kinnisvara kui aasta tagasi.

Järgmistel aastatel soodustab eluasemeinvesteeringuid peale tööturu olukorra paranemise ka madal baasintressimäär ning võimalus eluruumi soojustada valitsemissektori abiga. Võttes arvesse esimese kvartali andmeid, kasvab kapitali kogumahutus eluruumidesse 2012. aastal veidi kiiremini kui 2011. aastal. Koos majandus- ja palgakasvu aeglustumisega normaliseerub eluasemeturu aktiivsus ning investeeringud eluruumidesse kasvavad kevadprognoosi kohaselt 2,7% 2013. ja 3,3% 2014. aastal.

#### **Varud**

Varude panus SKP kasvu oli 2011. aastal 2,6 protsendipunkti. Aasta viimases kvartalis vähendasid tööstusettevõtted toorainevarusid. Edasimüügiks mõeldud kaupade varusid vähendati kvartali jooksul tööstuses, energiasektoris ja kaubanduses. Edaspidi kasvab varude maht koos üldise majandusaktiivsusega. Eesti ajaloolisest keskmisest kõrgem varude suhe SKPsse kahaneb prognoosi kohaselt mõnevõrra.

#### **Välistasakaal ja konkurentsivõime**

Viimaste aastate majanduskasvu struktuur kajastub välistasakaalus. 2008. ja 2009. aasta majanduslanguse ajal vähenes sisenõudlus rohkem kui eksport. See tähendas ühtlasi, et importtoodete kasutamine vähenes rohkem kui eksporttoodete müük, mis omakorda peegeldus kaubandusbilansi paranemises ning jooksevkonto defitsiidi pöördumises ülejäägiks. Majanduse taastumine 2010. ja 2011. aastal põhines esialgu peamiselt ekspordi kasul, sisenõudlus taastus mõningase viitajaga. Ekspordi kasv suurendas ühest küljest jooksevkonto ülejääki, teisest küljest suurendasid välisomanduses olevate ettevõtete kasvanud kasumid investeerimistulude defitsiiti.

2010. ja 2011. aastal soosisid ekspordi kasvu nii soodne olukord turgudel kui ka kasutuseta tootmisvõimsuste taas rakendamise võimalus. Positiivsete tegurite kokkulangemine võimaldas Eesti eksportijatel kiiresti kasvada ja turuosa võita. 2011. aasta suvel Euroopa võlakriisi tõttu suurenenud pinged tõid osale ettevõtetest kaasa ekspordimahtude kahanemise, mis peegeldub 2012. aasta suhteliselt aeglasel ekspordikasvul. Ekspordi prognoos põhineb eeldusel, et välis- ja turgude kasv taastub 2012. aasta jooksul järkjärgult, misjärel ekspordi kasv jätkub välisnõudluse tempos.

Prognoosiperioodil kujuneb jooksevkonto tasakaal negatiivseks (vt joonis 9), sest sisenõudluse kasv toob kaasa importkaupade kasutamise. Sisenõudluse kiire kasv ja võlakriisi mõjul nõrgenenud eksport viisid jooksevkonto juba 2012. aasta esimeses kvartalis defitsiiti. Enamjaolt olid selle taga siiski erakordsed tegurid, mille mõju järgnevatel kvartalitel raugneb, ning seetõttu jooksevkonto defitsiit väheneb. Koduturu tugevnemine võib mõjutada ka mõne eksportööri tegevust. Näiteks on viimaste aastate jooksul suurenenud ehitusteenuste osa teenuste ekspordis. Suurem nõudlus ehitustööde järele Eestis aga võib panna seni välismaal töötavad firmad üha enam koduturule mõtlema. Ohuna teenuste konto prognoosile võib välja tuua ka Läänemere sadamate tiheneva konkurentsi, mis võib vähendada veeteenuste ekspordi.

Viimasel kümnendil on jooksevülekannete ülejääk panustanud oluliselt jooksevkonto ülejääki. Selle taga on olnud raha sissevool Euroopa struktuurifondidest. Prognoosi kohaselt hakkavad Euroopa struktuurifondidest saadavad vahendid vähenema ning see toob prognoosiperioodil kaasa jooksevülekannete ülejäägi vähenemise.

Tulukonto on minevikus olnud defitsiidis investeerimistulude tõttu. Selle taga on osalt asjaolu, et välismaalased on investeerinud Eestisse

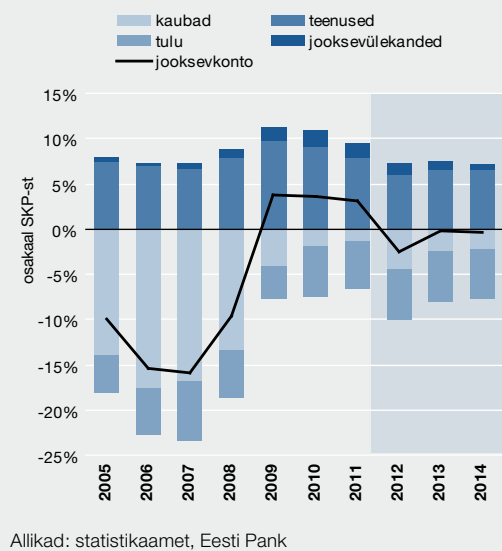
enam kui eestlased välismaale. Teiselt poolt on Eestisse tehtud investeeringute tulumäärad olnud kõrgemad kui samade sektorite välismaale tehtud investeeringute tulumäärad. Tulukonto prognoosi ümbritseb seetõttu suur ebakindlus. Prognoosi kohaselt moodustab investeerimistulu väljavool SKPst prognoosiperioodil veidi väiksema osa kui 2011. aastal. Eestisse tehtud investeeringute ja välismaale investeeritud raha tulumäärade ühtlustumisel aga võib tulukonto defitsiit oluliselt väheneda.

Eesti välisvõlg on majanduslangusele järgnenud aastatel vähenenud, peegeldades ühest küljest üldist võlakooormuse vähendamise suundumust, teisest küljest on välisvõlga vähendanud olulised erakordsed tegurid. Viimaste seas on näiteks Eesti liitumine euroalaga, mis tõi kaasa pankade kohustusliku reservi nõude vähenemise, ja kommertspankade omandistruktuuri muutused. Laenujäägi vähenemine ja hoiuste kasv võimaldavad Eestis tegutsevatel pankadel vähendada kohustusi emapankade ees. Samal ajal on suurenenud ettevõtete laenamine otse välismaalt. Prognoosiperioodil välisvõlg kasvab. Sellesse panustavad negatiivne välistasakaal ja Eesti osalemine Euroopa Finantsstabiilsuse Fondis. Koguvälisvõla prognoosi täitumist võib oluliselt mõjutada Eesti kasvanud usaldusväärsus ning paranenud maine. Mõne suure välisettevõtte finantskeskuse kolimine Eestisse võib lähiaastatel Eesti koguvälisvõlga statistiliselt suurendada, kuid netovälisvõlale (kohustuste ja nõuete vahele) ei tohiks see mõju avaldada.

## Tööturg

2011. aastal andis tööturul tooni hüppeline taastumine eelnenud aasta madalseisust ja tööjõukulude kasvu kiirenemine. Aasta kokkuvõttes väga kiire hõive kasv oli kvartalite lõikes aeglustuv. Euroopa võlakriisi teravnemise tõttu muutusid aasta teisel poolel ettevõtete vaated järgmiste kuude hõive arengule järsult pessimistlikumaks ning ka majapidamiste hulgas ületas töötuse kasvu tõenäoliselt

Joonis 9. Jooksevkonto



pidajate hulk optimistide oma. Neljandas kvartalis aeglustunud majanduskasv kajastus sama kvartali hooajaliselt kohandatud hõive kahanemises kolmanda kvartaliga võrreldes.

Sügisprognoosi koostamise ajal ootasime, et kindlustunde madalseis osutub ajutiseks, kuid see kestab siiski mitu kvartalit. Andmed 2012. aasta esimese kvartali kohta aga olid oodatust positiivsemad: kindlustunne jätkas taastumist, hõive reaktsioon oli oodatust kiirem ning selle langus 2011. aasta lõpus jäi ühekordseks. Sügisprognoosiga võrreldes on 2012. aasta tööturu väljavaade tänu ülespoole korrigeeritud majanduskasvule tunduvalt optimistlikum.

Praegune tööjõu hinna prognoos on 2011. aasta detsembris avaldatud prognoosist kõrgem. Ühelt poolt on seda tõstnud paranenud majandusaktiivsus ning teisest küljest esimeses kvartalis läbi haridustöötajate streigi selgemalt avaldunud palgasurve avalikus sektoris. Seetõttu ootame lähiaastatel tööjõukulude osatähtsuse mõningast suurenemist lisandväärtuses.

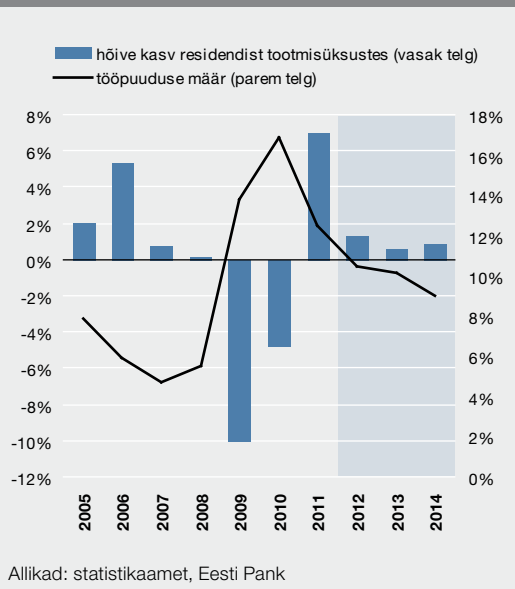
### Hõive ja tootlikkus

Koguhõive kasvas 2011. aasta jooksul 6,7% ning 2012. aasta esimeses kvartalis 3,9% aastata-gusega võrreldes. Hõive kasvu panustas aasta jooksul ning ka 2012. aasta esimeses kvartalis järjest enam siseturule suunatud teenindus. Välisnõudluse languse mõjul pidurdunud eksportiva sektori panus kahanes. Buumiaegse tiptasemega võrreldes oli hõive Eestis 2012. aasta esimeses kvartalis endiselt ligikaudu 8% madalam.

Kvartaliarvestuses tegi hõive 2011. aasta lõpus läbi väikese languse, kuid selle kasv taastus juba 2012. aasta esimeses kvartalis. Languse ulatus sõltub paljuski hooajaliste tegurite hinnangust kolmandas kvartalis, mis oli 2011. aastal erakordselt soodne ehitustööde jaoks. Pärast viimaste kvartalite ajutisi kõikumisi ootame hõive kasvu aeglustumist 2012. aasta jooksul. Aeglustumise taga on peamiselt alanev majanduskasv ja teisest küljest ka suurem palgasurve. Avalikus sektoris piirab palgafondi kasvu vajadus riigieelarvet konsolideerida. Viimase kahe aasta jooksul erasektoriga võrreldes palju aeglasemalt kasvanud palgad jätavad lisatööjõu värbamiseks väga vähe ruumi. Hõive arengut erasektoris aga mõjutab järjest enam vabade töötajate arvu vähenemine ning vaba tööjõu geograafilise paiknemise ja kvalifikatsiooni lahknevus vajaminevast. Hõive kasvab prognoosi kohaselt 2012. aastal 1,3%, ning kasvutempo alaneb 2013. ja 2014. aastaks allapoole 1% (vt joonis 10).

Koos hõive erakordselt tugeva taastumisega 2011. aastal aeglustus tööjõu tootlikkuse kasv kogu aasta vältel ning isegi langes aastarvestuses kolmandas ja neljandas kvartalis. See tuleneb suuresti hõive suuremast inertsusest võrreldes SKP dünaamikaga – töökohti loodi osalt 2010. aasta kiiresti kasvanud tootmismah-tude tõttu. 2011. aasta viimases ja 2012. aasta esimeses kvartalis jäi tööjõu tootlikkus aastata-gusega võrreldes ligikaudu samale tasemele. Prognoosiperioodil taastub tootlikkuse kasv

Joonis 10. Hõive ja tööpuudus



koos majanduskasvuga, jõudes 2014. aastaks 3,2%-ni, mis on pikaajaline tehnoloogia ja inimkapitali arengust tulenev keskmine kasvumäär.

### Tööpuudus

Pikaajaliste töötute osatähtsuse kasvust hoolimata püsis 2011. aastal tööjõus osalemise määr ajalooliselt kõrgel tasemel ning kasvas käesoleva aasta esimeses kvartalis mõnevõrra veelgi. Heitunute ehk töö leidmise lootuse kaotanute arv püsis stabiilsena ligikaudu kümne tuhande inimese piirimail. Aprillis 2012 avaldatud tööturu ülevaate<sup>18</sup> lisateemas uurisime lähemalt tööealise elanikkonna vanuselise struktuuri muutuste mõju osalemismääradele. Tulemustest selgus, et üsna täpselt seletavad viimase paari aasta osalemismäärade tõusu vanusestruktuuri muutused, mis on tingitud sündivuse kõikumisest 1980. aastate lõpus ning 1990. aastate esimesel poolel. Veelgi enam, kuni 2016. aastani on muude võrdsete tingimuste korral oodata osalemismäärade edasist kasvu, mis mõnevõrra kompenseerib tööjõu

<sup>18</sup> [http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/tooturu/tooturg\\_112.pdf](http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/tooturu/tooturg_112.pdf)

vähennemist rahvaarvu languse tõttu. Käesolevas prognoosis ootamegi lähiaastatel osalemismäära tõusu 68,8%-ni, mis on kooskõlas vanusestruktuuri muutuse mõjuga (vt joonis 11).

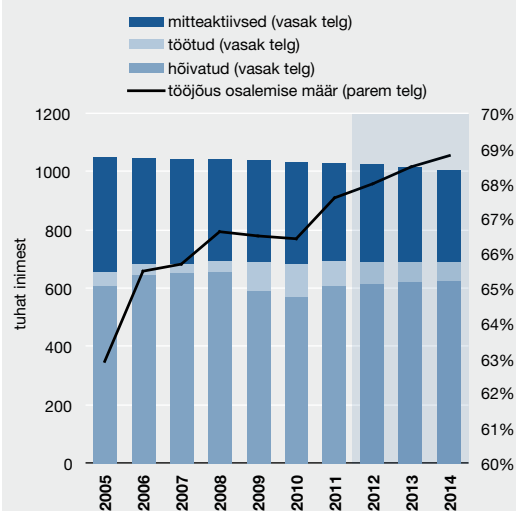
Tööpuudus ulatus 2012. aasta esimeses kvartalis 11,5%-ni, olles vähenenud aastaga 2,9 protsendipunkti. Prognoosiperioodil on tööpuuduse trend samuti alaneva suunaga, kuid tööpuudus väheneb sügisprognoosis oodatuga võrreldes veidi aeglasemalt, sest tööjõus osalemise määr on kõrgem. Tööpuudus jõuab 2014. aasta lõpuks 8,7% tasemele, mis võib osutada madalamaks kui töötuse määr, millest allpool hakkavad tekkima palga(tõusu)surved (palgasurve teisekohast neutraalne töötuse määr ehk NAWRU). Seega lisavad prognoosiperioodi lõpus palgasurvet tööjõu pakkumispuudused piirangud. Tööturupoliitika peab senisest enam tähelepanu pöörama töötute oskuste ja teadmiste ning vabadel või loomisjärgus töökohtadel nõutavate oskuste ja teadmiste vahe vähendamisele.

### Palgad ja tööjõukulu

Keskmise brutokuupalga aastakasv kiirenes 2011. aasta jooksul ja ulatus aasta teises pooles 6,4%-ni. Reaalpalga kasv oli üle pika aja taas positiivne. Erasektori palgakasv oli kiirem valitsemissektori omast; töötlevas tööstuses kasvas palk keskmisega sarnases tempos. 2012. aasta esimeses kvartalis palgakasv kiirenes mõnevõrra, ulatudes 6,9%-ni.

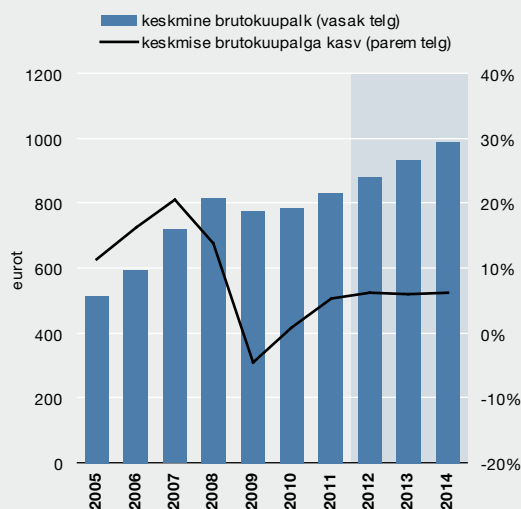
Palgakasv jääb sarnasele tasemele ka edaspidi, ulatudes 2012. aastal 6,1%-ni ja järgnevatel aastatel vastavalt 5,9% ja 6,2%-ni (vt joonis 12). Rohkem kui lähiminekis panustab palgakasvu avalik sektor, eriti kohalike omavalitsuste haldusala, sealhulgas hariduse ja tervishoiu valdkond. Need on tegevusalad, kus ametiühingute roll palgade kujunemisel on ülejäänud majandusega võrreldes oluliselt suurem. Tervishoius, kus palgaläbirääkimised on pooleli, avaldab märkimisväärset survet palgatõusuks lähiriikide konkurents.

Joonis 11. Tööealine elanikkond tööturu staatuse lõikes



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Joonis 12. Palgakasv



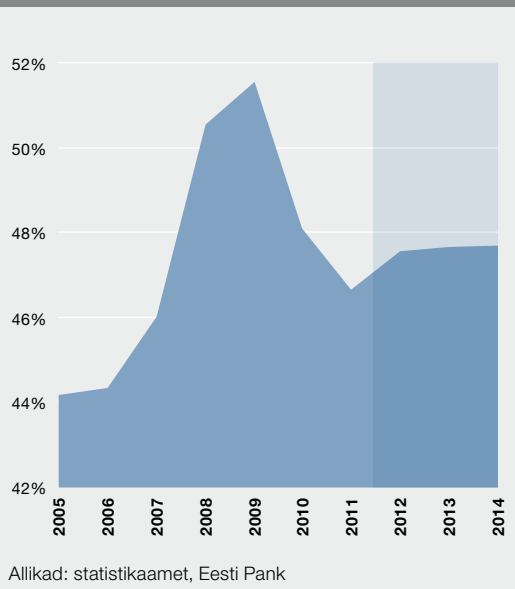
Allikad: statistikaamet, Eesti Pank



Kvalifitseeritud tööjõu nappus on teatud tegevusaladel, näiteks info ja side valdkonnas, saanud juba palgasurve allikaks. See suundumus süveneb prognoosiperioodil koos vaba tööjõu vähenemisega. Samuti hakkab varasemast rohkem mõju avaldama vaba tööjõu paiknemine eemal keskmisest kiirema tööjõunõudluse kasvuga keskustest. Näiteks oli 2012. aasta esimeses kvartalis tööpuudus Ida-Virumaa üheksa protsendipunkti kõrgem kui Tallinnas. Ehitussektoris on viimaste kvartalite andmetes näha keskmisest kiiremat palgakasvu, mida osaliselt on tinginud taastumine langusest, kuid kindlasti on mõju ka piiriüleisel palgakonkurentsil.

Reaalne tööjõukulude<sup>19</sup> kasv ületas 2011. aasta viimases ning 2012. aasta esimeses kvartalis tootlikkuse kasvu, mis tõi kaasa reaalse tööjõu ühikukulu suurenemise. Selline areng on tavapärane majanduskasvu aeglustumise etapis ning kestab seni, kuni ettevõtted jõuavad tööjõukulude kasvu viia kooskõlla madalama nõudlusega. Eelmise majandustsükli tipus tekkinud palga ja tootlikkuse lõhe on 2010. ja 2011. aasta jooksul oluliselt vähenenud. 2013. ja 2014. aastal jääb reaalne tööjõu ühikukulu prognoosi kohaselt ligikaudu 2012. aasta tasemele ning palga ja tootlikkuse lõhe edasist koondumist pole oodata. Palgafondi osatähtsus SKPs on küll veidi kõrgem kui enne buumi, kuid buumiaastatega võrreldes siiski oluliselt alanenud (vt joonis 13).

Joonis 13. Palgafondi osakaal SKPs



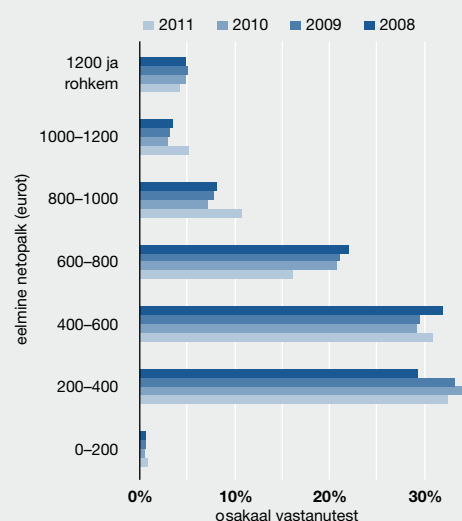
<sup>19</sup> Reaalne tööjõu ühikukulu näitab tööjõukulu SKP ühe ühiku kohta. Palgakasv suurendab tööjõu ühikukulu kasvu, tootlikkuse kasv aga vähendab.

### Taustinfo 3. Palgakasv Eestis pärast majanduslangust

Tootlikkuse kasvust kiirem palgakasv oli Eesti majanduse buumiaegse ülekuumenemise olulisi elemente. Seetõttu vajab see nähtus ka edaspidi teravdatud tähelepanu. 2011. aasta teiseks pooleks jõudis keskmise brutokuupalga aastakasv 6,4%-ni ja kiirenes 2012. aasta esimeses kvartalis veelgi, ulatudes 6,9%-ni. Kuid keskmise palga statistika annab palgakasvust vaid pooliku ülevaate, sest see ei sisalda teavet palgajaotuse dispersiooni (hajuvuse) kohta ega võimalda eraldada hõive struktuuri muutuste mõju palgakasvule. Käesolevas taustinfos vaadeldakse statistikaameti tehtava Eesti tööjõu-uuringu (ETU) andmebaasi palganäitajatele tuginedes, kuidas on viimastel aastatel muutunud palgajaotus, milline on olnud hõivatute karakteristikute muutuse mõju keskmise palga kasvule ja kuidas hõivatu erinevad tunnused mõjutavad tema palka. Siinjuures aga tuleb märkida, et kasutatud palganäitaja põhineb tööjõu-uuringus intervjuueeritud inimeste ütlustel, seda pole võimalik korrigeerida töötaja muutustega, näiteks puhkusega, ja tõenäoliselt sõltub palgaküsimusele vastamine või vastamata jätmine nii palgatasemest kui ka karakteristikutest, mis mõjutavad palgataset.

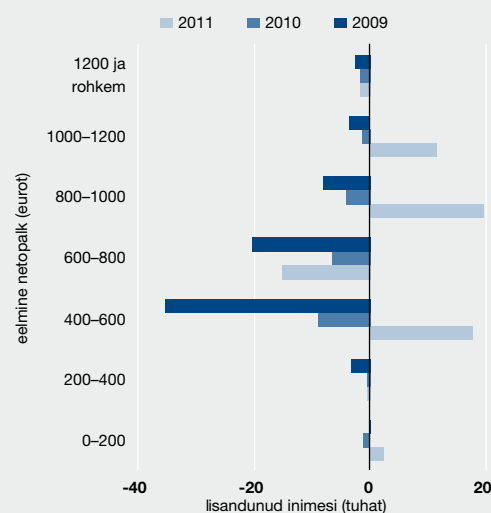
Netopalka jaotus 2008–2011 ETU andmebaasi põhjal näitab, et kriisi ajal suurenes kõigi teiste palgagruppide arvelt nende palgatöötajate osatähtsus, kelle netopalk jäi vahemikku 200 kuni 400 eurot (vt joonis f). Enim vähenes just mediaanilähedast palka teenivate töötajate hulk. Joonisel g on toodud töötajate arvu muutus absoluutarvudes. Suhteline muutus aga oli laiapõhjaline ning ligikaudu võrdne üle kogu palgajaotuse rohkem kui 400 eurot teenijate hulgas.

Joonis f. Palgajaotus ETU netopalka põhjal\*



Allikad: Eesti tööjõu-uuring, Eesti Pank

Joonis g. Palgatöötajate arvu muutus palgavahemike lõikes\*



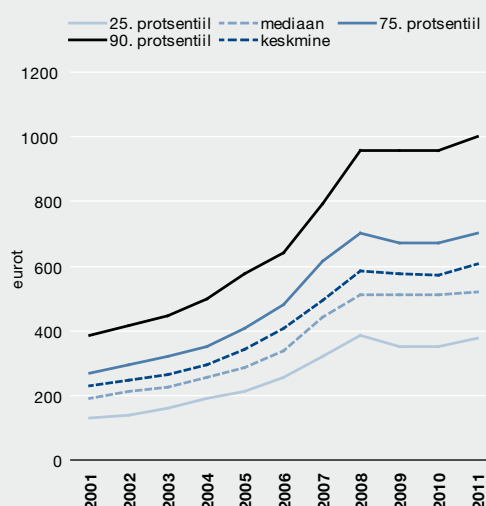
Allikad: Eesti tööjõu-uuring, Eesti Pank

\* Valim koosnes ainult täistööajaga Eestis töötavatest palgatöötajatest.

2011. aastal taastus hõive jõuliselt koos palgakasvuga ja suurenes 800–1200 euro suurust netopalka ehk üle keskmise palga teenijate arv ning ka osatähtsus.

ETU andmebaas võimaldab jälgida ka mediaanpalga ja kvartiilide muutusi, mis on ära toodud joonisel h. Palgajaotuse hajuvus muutus buumiperioodi lõpus, 2008. aastal, suuremaks, sest kõrgemad kvantiilid kasvasid mediaaniga võrreldes rohkem. Palkade kohandumine 2009. aastal tõi kaasa palgajaotuse esimese kvartiili languse, samal ajal kui 10% kõrgeimat palka teenivate töötajate palgatase ei langenud. Kuigi 2011. aastal kasvas palk enim just madalamas palgateenijate veerandis, siis võrreldes 2008. aastaga on palk kasvanud nüüdseks vaid ülemises palgateenijate kümnendikus. See viitab ebavõrdsuse mõningasele kasvule.

Joonis h. Palgajaotuse protsentiilid ja keskmine



Allikad: Eesti tööjõu uuring, Eesti Pank

Tabelist a on näha, et majanduslanguse jooksul kahanesis kõige enam käsitöölise, oskustöölise ning seadme- ja masinaoperaatorite palgad, aga ka ametnike omad. Kõrgelt kvalifitseeritud töötajate palk on 2011. aastaks oluliselt kõrgem, kui see oli 2008. aastal. Samal ajal ei ole madala kvalifikatsiooniga töötajate palgad veel taastunud. Sellele viitab ka keskmise palga kasv haridustaseme lõikes.

Tabel a. Keskmise netopalka kasv

	2009	2010	2011	2011 vs 2008
<b>Töötaja amet</b>				
Sõjaväelased	4,7%	-5,6%	11,0%	4,7%
Juhid	-1,7%	-0,7%	4,2%	1,7%
Tippspetsialistid	2,4%	0,2%	7,1%	9,8%
Tehnikud ja keskastme spetsialistid	0,5%	1,8%	8,1%	10,5%
Ametnikud	-2,9%	-4,7%	6,9%	-1,1%
Teenindus- ja müügitöötajad	-5,0%	1,8%	7,6%	4,1%
Põllumajanduse, metsanduse, jahinduse ja kalanduse oskustöötajad	0,4%	4,8%	-3,7%	1,3%
Käsitöölised ja oskustöötajad	-9,1%	-2,6%	2,2%	-9,5%
Seadme- ja masinaoperaatorid ja koostajad	-5,2%	-2,3%	7,7%	-0,3%
Lihttöölised	-4,8%	4,0%	4,6%	3,5%
<b>Töötaja haridustase</b>				
Põhiharidus	-5,8%	-2,4%	6,3%	-2,2%
Keskharidus	-5,7%	-0,6%	4,9%	-1,6%
Kõrgharidus	-0,2%	0,3%	3,5%	3,6%

Allikas: Eesti tööjõu uuring, Eesti Panga arvutused

Teades, et 2009. ja 2010. aastal langes hõive just vähem kvalifitseeritud ning keskmisest madalamat palka teenivate töötajate arvel, ning 2011. aastal toimus samas segmendis ka keskmisest kiirem taastumine, võib väita, et keskmise palga muutused alahindavad tööjõu hinna tegelikku dünaamikat. Ilma struktuurimuutusteta oleksime näinud pisut suuremat palgalangust majanduslanguse ajal, kuid ka tugevamat palgakasvu 2011. aastal.

## Hinnad

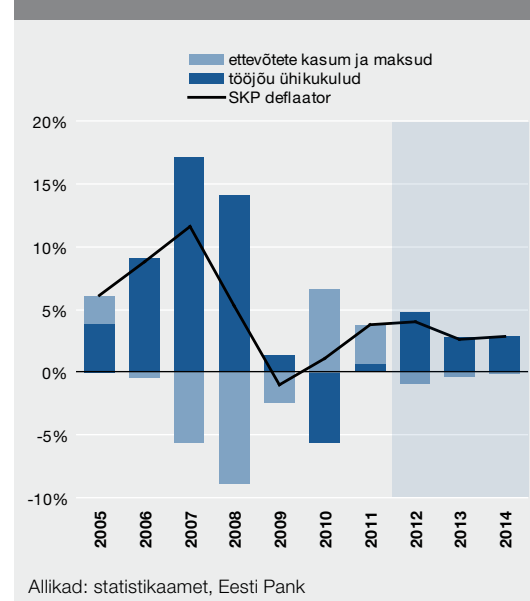
Tarbijahindade inflatsioon<sup>20</sup> on viimastel aastatel olnud muutlik, kiirenedes 2011. aastal pärast majanduskriisist väljumist 5,1%-ni. Eelmise aasta teisel poolel inflatsioon aeglustus, kuid 2012. aasta esimeses kvartalis osutus hinnatõus siiski kiiremaks kui sügisprognoosis ootasime. Selle peamine põhjus oli energia hindade hüppeline tõus ning euro kursi nõrgenemine USA dollari suhtes. Teine oluline osa tarbijakorvist, toiduained, pole maailmaturul viimaste kvartalite jooksul enam tugevat hinnasurvet põhjustanud, pigem vastupidi. Mitme toidugrupi odavnemine maailmaturul aga ei ole veel Eesti tarbijahinnaindeksis avaldunud. Sisemajandusest lähtuv inflatsioon oli esimeses kvartalis nõrk, sest majanduses on vaba kapitali ja tööjõudu. Alusinflatsioon püsis seetõttu esimeses kvartalis madalam kui 3%.

Kevadprognoosis ulatub Eesti inflatsioon 2012. aastal 3,9%-ni ning aeglustub 2013. aastal 3,2%-ni. Inflatsioon on lähiaastatel oluliselt kiirem kui euroala teistes riikides, kuid erinevus väheneb prognoosiperioodi teises pooles. Hinnataseme tõusu põhjustab elektrituru avamine järgmisel aastal, aga seejärel on energia hindade ühtlustumine valdavalt lõppenud. 2014. aastal jätkub inflatsiooni pidurdumine 2,7%-ni. Sealjuures tuleb arvestades seda, et ligi 2/3 Eesti tarbijate ostukorvist on hinnatasemelt sarnane Euroopa Liidu keskmisega.

Koos majanduse väljumisega madalseisust kiireneb kodumaine inflatsioon. Aastatel 2010

ja 2011 oli palgasurve nõrk ning paljud ettevõtted said kriisi järel kasumlikkust taastada (vt joonis 14). 2011. aasta lõpus kiirenes palga kasv ning tööjõukulude suurenemine ületas tootlikkuse kasvu. See võib pikemas ettevaates põhjustada hinnakasvu eelkõige väliskonkurentsi jaoks suletud teenuste sektoris ja tekitada konkurentsi võime probleeme väliskonkurentsi jaoks avatud tööstussektoris. Kiireneva palgakasvu ja struktuursete kitsaskohtade tõttu tööturul tõuseb alusinflatsioon 2014. aastaks 3,5%-ni.

Joonis 14. Panused SKP deflaatori kasvu



<sup>20</sup> Tekstis viidatakse läbivalt tarbijahindade ühtlustatud indeksile.

### Toiduained

Toiduained kallinesid 2011. aastal 8,6%, mis oli kõige järsem hinnatõus Euroopa Liidu riikides. Peamiselt olid toiduainete hinnatõusu taga maailmaturu suundumused. Osa inflatsioonist tulenes Eesti toiduainete turu struktuurset eripärast. Selle teguri abil oli toiduainete pakkumisahelas lihtsam hindu tõsta. 2012. aasta algul toiduainete inflatsioon pidurdus kõrge võrdlusbaasi tõttu, kuid uut inflatsioonisurvet põhjustasid üksikute toidukaupade hinnašokid. Kevadprognoosi kohaselt kallinevad toiduained käesoleval aastal 3,5%. Toiduainete hindu võib oluliselt mõjutada nii Euroopa Liidu põllumajanduspoliitika kui ka Venemaa liitumine WTOga.

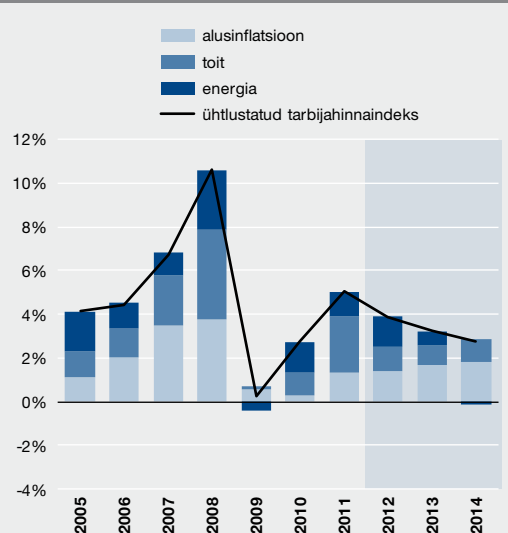
### Energia

Energia hind on viimastel aastatel olnud väga muutlik, mida omakorda võimendab vahetuskursside kõikumine. Turgude ootuste kohaselt püsib nafta hinnatase prognoosiperioodil vahemikus 100–115 USA dollarit barrelist. Pessimistlikud stsenaariumid näevad ette nafta hinna kiire tõusu jätkumist kogu kümnendi jooksul. Energia inflatsiooni prognoosi käesolevaks aastaks tõstisime 9,8%-ni, seda nii mootorikütuse kui ka soojusenergia komponentide arvel. Elektrituru avanedes tõuseb elektri hind 2013. aasta algul hüppeliselt. Prognoosis on arvestatud 20% suuruse hinnatõusuga, mille otsene mõju tarbijahindade inflatsioonile on 0,7 protsendipunkti (vt joonis 15). Täiendav kaudne mõju võib sisend-väljundtabeli põhjal ulatuda kuni 0,3 protsendipunkti.

### Alusinflatsioon

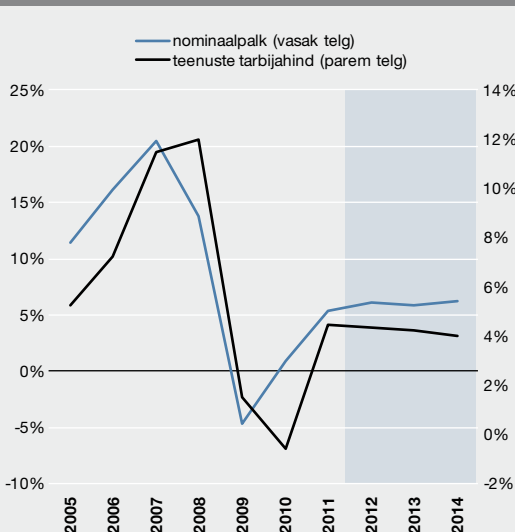
2011. aastal oli alusinflatsioon suhteliselt madal, 2,4%, kuid see kiireneb järgnevatel aastatel järkjärgult. Eelmisel aastal kajastas alusinflatsioon peamiselt turismisektori kiire kasvu jätkumist ja üürihindade normaliseerumist pärast kinnisvarakriisi. Samal ajal on teenuste inflatsiooni tagasi hoidnud sideteenuste odavnemine, mis ulatus käesoleva aasta esimeses kvartalis aasta-võrdluses -7,3%-ni ja panustas tarbijahindade

Joonis 15. Panused ühtlustatud tarbijahinna-  
indeksi aastakasvu



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Joonis 16. Teenuste inflatsioon ja palga  
aastakasv



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

**Tabel 3. Administratiivsete tegurite mõju inflatsiooni prognoosis\***

Meede	Jõustumine	Hinnamuutus (%)**	Panus tarbijahindade aastakasvu (pp)
Tubakaaktsiis	Jaanuar 2011	9,0	0,2
Elekter	August 2011	8,0	0,2
Tubakaaktsiis	Jaanuar 2012	8,0	0,2
Alkoholiaktsiis	Veebruar 2012	2,5	0,2
Elekter	August 2012	2,6	0,1
Elektrituru avanemine	Jaanuar 2013	20,0	0,7
Alkoholiaktsiis	Jaanuar 2013	2,5	0,2
Tubakaaktsiis	Jaanuar 2013	8,0	0,2
Alkoholiaktsiis	Jaanuar 2014	2,5	0,2
Alkoholiaktsiis	Jaanuar 2015	2,5	0,2
Alkoholiaktsiis	Jaanuar 2016	2,5	0,2
Kokku 2011			0,4
Kokku 2012			0,5
Kokku 2013			0,5
Kokku 2014			0,2

\* Tabelis on loetletud meetmed, mille eeldatav mõju on suurem kui 0,1 protsendipunkti.

\*\* Hinnamuutus tootegrupis, millele meede rakendub.

Allikad: Eesti Pank, rahandusministeerium

aastakasvu –0,3 protsendipunkti. Alusinflatsioon sõltub prognoosiperioodil peamiselt palga kasvust. Prognoosi kohaselt kiireneb teenuste inflatsioon lähiaastatel pikaajalise konvergensti tasemele (vt joonis 16). Alusinflatsiooni teine komponent, tööstuskaubad, kallineb ligikaudu samas tempos kui euroala riikides keskmiselt.

#### **Administratiivsed tegurid**

Maksumuudatustest jätkub 2013. aasta alguses alkoholi- ja tubakaaktsiisi tõus. Tubakaaktsiisi mõju avaldub tarbijahinnaindeksis ettevõtete laovarude tõttu tõenäoliselt alles märtsis-aprillis. Kaudsete maksude tõus suurendab inflatsiooni 2013. aastal kuni 0,4 protsendipunkti. Mõned administratiivsed meetmed, näiteks tasuta ühis-transport Tallinnas ja kõrghariduse reform, võivad majapidamiste jaoks vähendada elektri kallinemise mõju, sest need hüvised on tarbijate ostukorvis küllaltki suure kaaluga. Administratiivse päritoluga inflatsioonikomponent võib olla alahinnatud, seda just prognoosiperioodi lõpuosas.

#### **Valitsemissektor**

Enamiku Euroopa Liidu riikidega võrreldes on Eesti riigirahandus tugev. Viimaste aastate konservatiivne eelarvepoliitika on aidanud kiiresti vähendada valitsemissektori eelarvedefitsiiti, suurendades Eesti majanduspoliitika usaldusväärset ning panustades majanduse kasvu. Arvestades suurt määramatust võlakriisi lahendamisel ja väliskeskkonna arengusuundumustes, on tugeva eelarvepoliitika jätkamine õige samm ka tulevikku silmas pidades. Veelgi enam, pikemas ettevaates tuleb arvestada ka rahvastiku vananemisega seotud täiendavat survet kuludele.

#### **Valitsemissektori tulud**

2012. aasta alguses jätkunud sisenõudluse ja palgafondi kiire kasvu toel on ka maksulaekumised aasta alguses jõudsalt suurenenud. Esimese viie kuuga on riigieelarvesse laekuvate maksutulude aastakasv olnud ligikaudu 10%. Aasta teises pooles, kui on oodata sisenõud-

luse ja palgafondi kasvu aeglustumist, peaks ka maksutulude aastakasv mõnevõrra aeglustuma. Järgmistel aastatel on oodata maksutulude ligikaudu 7% kasvu.

Ka mittemaksuliste tulude kasv pidurdub. Eelduse kohaselt suureneb eelmise aastaga võrreldes Euroopa Liidu struktuurifondide raha kasutamine 2012. aastal vaid minimaalselt ning seejärel hakkab mõõdukalt vähenema. Ühtlasi eeldame, et järgmisest aastast vähenevad ka tulud vara müügist ja riigile kuuluvate ettevõtete dividendide väljavõtmisest. Prognoosis on arvestatud tubakaaktsiisi 10% tõusuga 2012. ja 2013. aasta alguses ning erimärgistatud kütuse madalama maksumäära kaotamisega 2012. ja 2013. aasta jooksul. Sügisprognoosiga võrreldes oleme lisanud prognoosi eeldustesse ka alkoholiaktsiisi iga-aastase 5% tõusu, töötuskindlustusmaksu alandamise alates 2013. aastast ning riigi sissetekete suurendamise teise pensionisambasse alates 2014. aastast, mis tehniliselt alandab maksukoormust. Nende sammude tulemusena alaneb maksutulude ja SKP suhe 2014. aastaks käesoleva aastaga võrreldes poole protsendipunkti võrra ligikaudu 32,5%-ni SKPst, mis on siiski 1–2 protsendipunkti kõrgem tase kui enne kriisi.

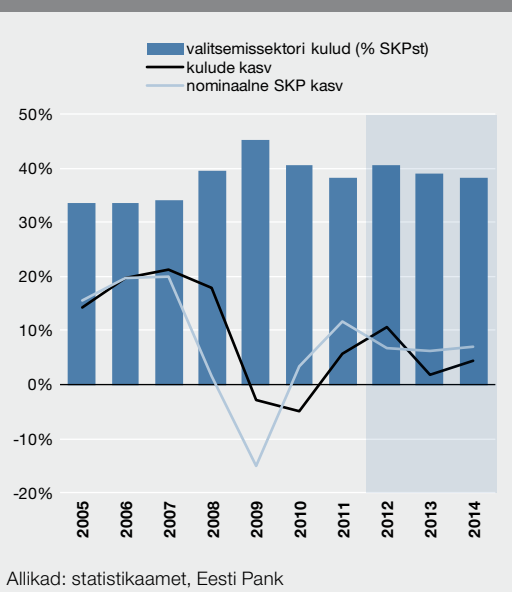
### Valitsemissektori kulud

Valitsemissektori kulud kasvasid 2011. aastal ligikaudu 5%, mis oli maksutulude kasvust aeglasem. 2012. aastal valitsuskulude kasv ajutiselt kiireneb nii saastekvootide müügist saadud tulude investeerimise kui ka valitsemissektori tarbimise kasvu tõttu. Koos investeringutega saastekvoodi müügi arvelt on kulutuste kasv ligikaudu 11%, ilma nendeta oleks kasv ligikaudu 7%. Arvestades majanduse keskmise perioodi väljavaadet ja valitsuse plaani vähendada tööjõumakse, võib sellist kulude kasvutempot pidada liiga kiireks. Käesoleval aastal on valitsemissektoris suurenenud palgasurve. Palgasurve

võib lähiaastatel veelgi tugevneda, sest 2010. ja 2011. aastal kasvasid valitsemissektori palgad aeglasemalt kui erasektori palgad (vt joonis 17).

2012. aasta kulude kasv kujuneb kiiremaks kui varasemate aastate riigi eelarvestrateegiatega on ette nähtud. Seetõttu kerkib taas probleem, kuid võrd suudab valitsus maksutulude paranemisel kulude kasvu tagasi hoida. Majandusšokkidega paremaks toimetulekus ja pärisüklilise eelarvepoliitika vältimiseks tuleks tulevikus suunata oodatust suurem maksutulu pigem reservi, mitte täiendavasse tarbimisse. Siinkohal tuleks mõelda täiendavate kulureeglite lisamisele eelarveraamistikku. Sellised reeglid muudavad kulude kasvu vähem heitlikuks, aitavad ära hoida põhjendamatuid ootusi ning vähendavad tõenäosust, et majanduslanguse aastatel on vaja teha valulikke kärpeid.

Joonis 17. Valitsemissektori eelarve kulud



### Eelarve tasakaal ja võlg

2012. aasta aprillis uuendatud riigi eelarvestraateegias kinnitas valitsus oma varasemat eesmärki hoida valitsemissektori eelarve keskmisel perioodil struktuurses ülejäägis. Nominaalsesse eelarvetasakaalu jõudmise eesmärk lükati ühe aasta võrra edasi aastasse 2014.

Sügisprognoosiga võrreldes on käesoleva prognoosi kohaselt valitsemissektori eelarve puudujääk 2012. ja 2013. aastal mõnevõrra väiksem. Parem tasakaal tuleneb nominaalse SKP – eriti sisenõudluse ja palgafondi – väljavaate paranemisest, mis omakorda suurendab prognoositavaid maksulaekumisi.

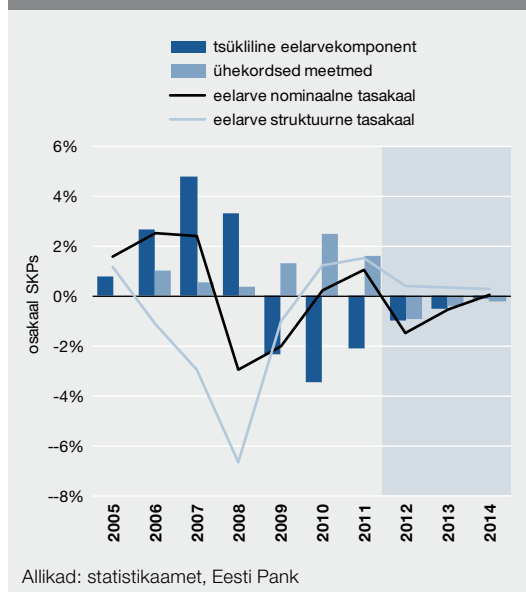
Eelarve nominaalset tasakaalu mõjutavad 2012. ja 2013. aastal oluliselt saastekvootide kaubandusest saadud tulude arvel finantseeritavad kulud<sup>21</sup>. Kevadprognoosi kohaselt jõuab valitsemissektori eelarve 2014. aastal taas väikesesse ülejääki.

Struktuurne eelarvetasakaal, s.o äri-tsükli mõjust ning erakorralistest tuludest ja kuludest puhastatud eelarvepositsiooni näitaja, püsib kogu prognoosiperioodi jooksul ülejäägis, kuid võrreldes 2012. aastaga väheneb ülejääk järgnevatel aastatel (vt ka taustinfo 5). Seega võib struktuurse eelarvetasakaalu hinnangule tuginedes järeldada, et valitsus lõdvendab mõnevõrra eelarvepoliitikat (vt joonis 18).

Valitsemissektori võlg kasvas 2011. aastal 9 miljoni euro võrra 965 miljoni euroni, kuid SKP kiirema kasvu tõttu alanes võlakoormus suhtena SKPsse 2010. aasta 6,7%-lt 6%-le SKPst. Kuigi ilma saastekvoodi kaubanduseta on valitsemissektor järgnevatel aastatel tasakaalu lähedal, suureneb valitsuse võlg Euroopa Finantsstabiilsuse Fondi kaudu antavate laenude

<sup>21</sup> Saastekvootide müügi tulu parandas 2010. ja 2011. aasta eelarve tasakaalu mõlemal aastal ligikaudu 1 protsendipunkti võrra SKP suhtes, aga nendest tuludest rahastatavad kulud suurendavad 2012. ja 2013. aasta puudujääki vastavalt 1,1 ja 0,4 protsendipunkti.

Joonis 18. Eelarvepositsiooni muutus



ning Eesti Energia aktsiakapitali suurendamise tõttu prognoosiperioodi lõpuks ligikaudu 10%-ni SKPst. Euroopa Finantsstabiilsuse Fondi kaudu antavad laenud suurendavad prognoosiperioodi lõpuks valitsemissektori võlga ligikaudu 2,5% SKPst ning Eesti Energia aktsiakapitali suurendamine ligikaudu 1,8% SKPst.



#### Taustinfo 4. Probleemid struktuurse tasakaalu mõotmisel ja kasutamisel

Viimastel aastatel on Eestis eelarvepoliitika analüüsimisel hakatud nominaalse eelarve tasakaalu näitaja kõrval järjest enam tähelepanu pöörama ka eelarve struktuursele tasakaalule. Näiteks rõhutatakse igal aastal uuendatavas riigi eelarvestrateegias struktuurse eelarvepositsiooni eesmärkide seadmist ning nominaalse positsiooni eesmärgistamine on jäänud mõnevõrra taga-  
plaanile. 2012. aasta alguses enamiku Euroopa Liidu riikide valitsusjuhtide ja riigipeade allkirjas-  
tatud eelarvelepe seab samuti miinimumnõuded struktuursele eelarvetasakaalule. Leppe allkir-  
jastanud riigid võtavad endale kohustuse kirjutada riiklikku seadusesse eelarvereegel, mille järgi  
valitsemissektori eelarve peab olema tasakaalus või ülejäägis. See põhimõte on täidetud, kui  
iga-aastane struktuurne eelarvepuudujääk ei ületa 0,5% SKPst. Kui riigivõlg suhtena SKPsse  
on oluliselt alla 60% ja riigi rahanduse pikaajalise jätkusuutlikkusega seotud ohud on väikesed,  
võib struktuurne eelarvepuudujääk maksimaalselt ulatuda ka 1%-ni SKPst.

Eelarve struktuurse positsiooni leidmiseks arvutatakse kõigepealt positsiooni tsükliline kompo-  
nent, mis näitab, mil määral majanduse tsükliline seis seletab eelarveseisu. Teisisõnu võib  
maksude hea (kehva) laekumise taga olla üksnes majandusaktiivsuse kõrgseis (madalseis).  
Nominaalsest positsioonist tsüklilist komponenti lahutades saadakse tsükliliselt tasandatud  
eelarvepositsioon. See näitab eelarvetasakaalu siis, kui majandus on pikaajalisel kasvutrendil.  
Mõnevõrra lihtsustatult võib väita, et tsükliliselt tasandatud eelarvepositsioon kajastab valit-  
suse poliitika mõju eelarvetasakaalule ning tsükliline komponent lisab sellele majandustsüklilist  
tuleneva komponendi. Struktuurse tasakaalu leidmiseks eemaldatakse tsükliliselt tasandatud  
eelarvepositsioonist ka ühekordsed ja ajutised tegurid. Tulemuseks loodetakse saada tsüklilis-  
test ja ühekordsetest teguritest moonutamata pilt, mille abil hinnata valitsuse otsuste mõju ning  
eelarvepoliitika jätkusuutlikkust.

Praktikas leitakse eelarve tsükliline komponent kolmes etapis:

- 1) makronäitaja (nt SKP) jagatakse kaheks: pikaajaline kasv ja tsükliline komponent;
- 2) selgitatakse välja eelarve komponentide tundlikkus makronäitaja suhtes;
- 3) kahe eelneva põhjal arvutatakse eelarve tsükliline komponent.

Eelarve tsüklilise komponendi arvutamise aluseks oleva makronäitajana kasutatakse kõige enam  
SKPd. Sagedasti leitakse SKP lõhe tootmisfunktsioonil põhineva potentsiaalse SKP-hinnangu  
abil. Seda meetodit kasutavad näiteks Euroopa Komisjon ja rahandusministeerium. Samuti  
kasutatakse statistilistel meetoditel põhinevaid trendihinnanguid. Näiteks avaldab Euroopa  
Komisjon AMECO andmebaasis peale potentsiaalse SKP meetodil saadud hinnangu ka SKP  
trendkasvul põhineva eelarve tsüklilise komponendi hinnangu. Trendi kasutamise eelised on  
meetodi lihtsus ja läbipaistvus. Tootmisfunktsiooni kasutamise eelis on potentsiaalse SKP ja  
tootmisteguri tootlikkuse nähtavad seosed. Peale nende kahe meetodi on järjest enam levinud  
nn disagegreeritud käsitus, kus eelarvekomponentide elastsus leitakse konkreetse maksu-  
baasi suhtes.<sup>22</sup> Näiteks sotsiaalmaksu baasi moodustab majanduse agregeeritud palgafond.

<sup>22</sup> Vt meetodi kohta lähemalt Bouthevillian jt (2001). Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach. Working Paper of European Central Bank, No 77.

Selle meetodi eelis on asjaolu, et konkreetse maksu baas võib käituda SKPst märkimisväärselt erinevalt. Seda meetodit kasutab ka Eesti Pank.

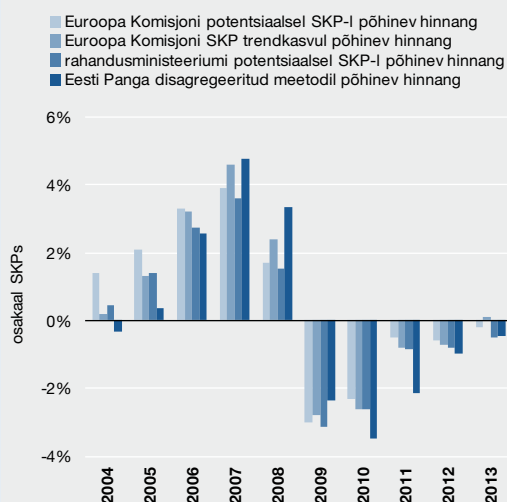
Joonisel i on kujutatud kirjeldatud eri meetoditel leitud eelarve tsüklilise komponendi hinnangud. Jooniselt on näha, et tsüklilise komponendi hinnangute erinevused on märkimisväärsed, jõudes mõnel aastal peaaegu 2%-ni, ja seetõttu on ka struktuurse positsiooni hinnang erinev. Eesti majanduskasvu tsükli alguses (nii 2004 kui ka 2010) oli töusu allikaks kasumija ekspordikasv, kuid peamised maksutulu allikad, nagu palgafond ja eratarbimine, kasvasid esialgu aeglaselt. Seetõttu on disagreeeeritud meetodil leitav tsüklilise komponendi hinnang väiksem kui SKP-I põhineval meetodil arvatav hinnang. Olukord on vastupidine 2008. aasta korral, kui kasumid ja eksport hakkasid alanema, kuid palgad ja eratarbimine jätkasid kasvu.

Kõigi nimetatud meetodite oluline puudus on see, et majanduse makronäitajate pikaajalise kasvu kiirust ja tsüklilist seisut on jooksvalt väga raske hinnata. Eesti puhul raskendab hindamist ka majanduse väiksus, suur avatus ning sellest tulenev majanduskasvu volatiilsus.

Joonistel j ja k on kujutatud Eesti valitsemissektori eelarve tsüklilise komponendi hinnangud jooksva aastal, järgneval aastal ja viimane hinnang<sup>23</sup>. Nagu joonistelt näha, võib jooksva aasta hinnang meetodi valikust olenevalt väga palju erineda hilisemast hinnangust. Veelgi enam, ka järgneval aastal antud hinnang, kui statistikaamet on eelneva aasta majanduskasvu juba avaldanud, võib oluliselt erineda aastate pärast antud hinnangust.

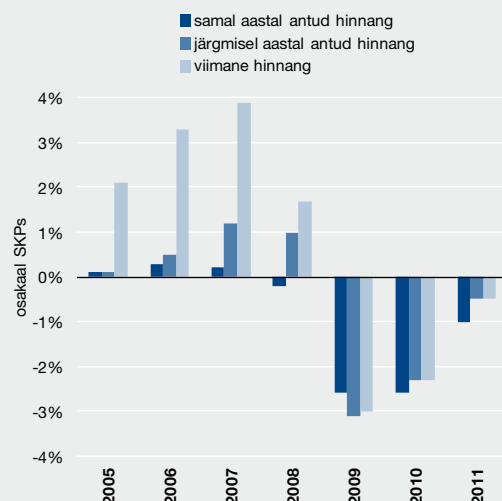
<sup>23</sup> Euroopa Komisjoni ja Eesti Panga 2012. aasta kevadprognoosid.

**Joonis i. Eelarve tsüklilise komponendi hinnang erinevatel meetoditel**



Allikad: Euroopa Komisjon, rahandusministeerium, Eesti Pank

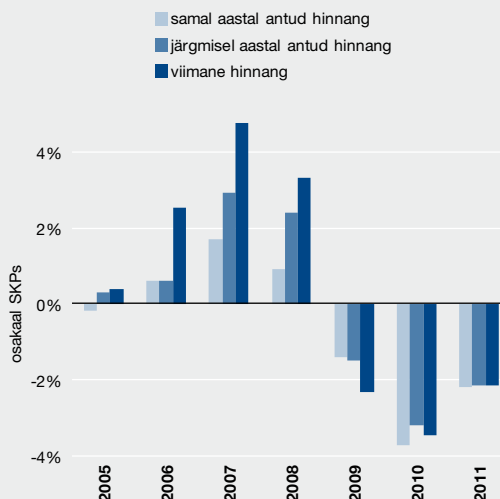
**Joonis j. Euroopa Komisjoni hinnang Eesti valitsemissektori eelarvepositsiooni tsüklilisele komponendile erinevatel aegadel**



Allikas: Euroopa Komisjon

Kokkuvõttes on mõistetav, et pikaajalisi sihte seades vaadeldakse lühiajalistest tsüklilistest kõikumistest moonutamata eelarvepositsiooni näitajat. Hetkeolukorra ja lähituleviku hindamisel tekitab probleeme asjaolu, et struktuurse tasakaalu leidmiseks ei ole ühtset meetodikat ning meetodi valikust sõltumata võivad jooksva aasta hinnangud osutuda üsna ekslikuks. Seega ei tohi eelarvepoliitikat planeerides nominaalset eelarvepositsiooni kõrvale jätta. Struktuurset eelarvepositsiooni tuleb pigem vaadata kui täiendavat analüütilist näitajat, mille abil eelarvepoliitika olukorda hinnata.

**Joonis k. Eesti Panga hinnang Eesti valitsemis-sektori eelarvepositsiooni tsüklilisele komponendile erinevatel aegadel**



Allikas: Eesti Pank

## Pangandussektor ja majanduse rahastamine

Pangandussektori areng ja selle tugi majandusele olid nii 2011. aasta lõpus kui ka käesoleva aasta esimeses kvartalis üldjoontes kooskõlas sügisprognosiga. 2008. aasta sügisel alanud realsektori krediidiportfelli vähenemine jätkus 2012. aasta alguskuudel. Samal ajal mõnevõrra hoogustunud laenuaktiivsus on aga selge märk, et laenujäägi kahanemise suundumus on peatselt murdumas. Laenujääk kahanes 2011. aasta lõpus ja 2012. aasta alguses prognoositust mõnevõrra rohkem. Osaliselt selgitab seda halbade laenude suures ulatuses bilansist väljakandmine aasta lõpus. Ka majapidamiste laenuaktiivsus taastus varem prognoositust mõnevõrra aeglasemalt.

Koos majandusstruktuuri kohandumisega on viimastel aastatel oluliselt muutunud ettevõtete rahastamise struktuur. Ühelt poolt on viimastel

aastatel märkimisväärselt vähenenud ettevõtete finantsvõimendus ja kasumite toel suurenenud rahastamine omavahendite arvelt. Teiselt poolt on ettevõtted kaasanud võlavahendeid rohkem välismaalt, emiteerides rahvusvahelistel turgudel võlakirju (eelkõige suured infrastruktuuri ettevõtted) ning kaasates grupisiseselt vahendeid emaettevõttelt. Selle tulemusena suurenes 2011. aasta lõpuks välismaiste laenukohustuste osa kolmandikuni ettevõtete koguvõlast. Kodumaiste pangalaenude käibe 34%-ni ulatunud kasvu käesoleva aasta alguses võib selle taustal hinnata siinsele ettevõttesektorile üsna tugevaks toeks.

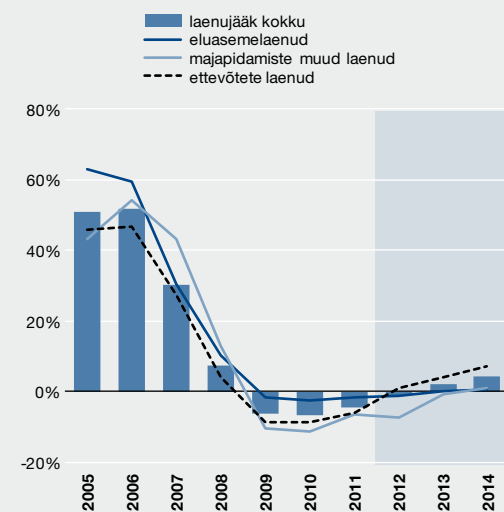
Tagasihoidlikult kasvava majandusaktiivsuse taustal püsib laenuuru aktiivsus ettevaates pigem mõõdukas. Ehkki eluasemelaenude käibe on alates 2010. aasta keskpaigast pidevalt suurenenud ning aastakasvu tempo on alates 2011. aastast olnud kahekohaline, jääb uute eluasemelaenude maht prognoosiperioodil siiski

ligi 8% väiksemaks buumieelse perioodi tasemest. Ka majanduslanguse järel väga madalal püsinud tarbimislauude kasvutempo kiireneb järgnevatel aastatel mõnevõrra, kuid jääb siiski laenuportfelli üldisest kasvust aeglasemaks. Koos kasvavate tegevusmahtude ja investeringutega suureneb prognoosiperioodil ettevõtete laenukäive mõnevõrra kiiremini kui nominaalne SKP. Kriisieelsete aastatega võrreldes jääb ettevõtelaenu käibe kasv siiski tagasihoidlikuks peamiselt kinnisvarainvesteeringute aeglasema kasvu tõttu.

Kokkuvõttes võtab pankade laenu- ja liisingportfelli aastakasvu positiivseks pöördumine veel aega (vt joonis 19). Kui 2012. aasta esimese kvartali lõpus oli laenujääk 2,9% väiksem kui aasta tagasi, siis prognoosi kohaselt on see veel ka 2012. aasta lõpus 0,8% väiksem 2011. aasta lõpu jäägist. 2013. aastaks on oodata portfelli väikest kasvu (2%). Prognoositust erinevat tulemust võib põhjustada oodatust suurem lootuse tuks hinnatud laenu bilansist väljakirjutamine.

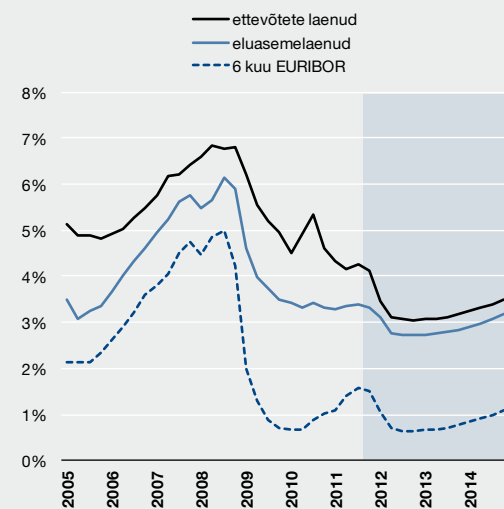
Olulisim laenuaru arengu määramatust põhjustav tegur on kinnisvaraturu nõudlus. Ettevaates on prognoosi põhistsenaariumis kinnisvaraturu areng tasakaalukas. Selleks annab head eeltingimused kinnisvarahindade tase, mis on viimastel aastatel püsinud majapidamiste sissetulekute suhtes ajalooliselt madalaimatel tasemetel: elamispinna ruutmeetri keskmine hind on endiselt keskmisest kuupalgast veidi madalam. Ehkki nõudlus eluasemete järele võib kindlustunde paranedes oluliselt suureneada ning kvaliteetse pinna kesise pakkumise juures avaldada survet ka hindadele, aitab pankade kokkuostetud kinnisvara pakkumine võimalikku hinnasurvet tasakaalustada. Samuti toetab nõudlusurve kinnisvaraarenduse projekte, mis on osaliselt kulude tõusust tulenevalt kõrvale lükatud. Kui majanduskeskkond ja tarbijate ootused peaksid prognoositavast märksa paremaks osutama, võib aktiivsus kinnisvara- ja seega ka eluasemelaenu turul kujuneda oodatust suuremaks.

Joonis 19. Laenujäägi kasv



Allikas: Eesti Pank

Joonis 20. Laenu intressimäärad



Allikas: Eesti Pank

Seda toetab ka soodne intressikeskkond ja pankade valmisolek pakkuda rohkem laene.

Eluasemelaenude intressimäär langes 2012. aasta esimeses kvartalis 3,1%-ni, olles sügisprognoosi ootuse kohane. Ettevõtete laenude kaalutud keskmine intressimäär (3,5%) osutus prognoositust mõnevõrra madalamaks. Soodsa intressikeskkonna tõttu püsivad laenude intressimäärad ka prognoosiperioodil madalal (vt joonis 20).

Eesti pangandussektori kõrge kapitaliseeritus ja endiselt paranev rahastamisbaas annavad hea aluse nii ettevõtete kui ka majapidamiste rahastamisele. Stabiilemaks rahastamisallikaks peetavate reaalsektori hoiuste aastakasv ulatus 2012. aasta esimeses kvartalis 8%-ni. Emapankade vahendatava rahastamise osatähtsus pankade vahendite struktuuris on endiselt vähenenud, mille tulemusena on hoiuste osakaal pankade rahastamises tõusnud rekordilise 72%-ni, olles 8 protsendipunkti kõrgem kui aasta tagasi. Samal ajal kahanes pankade laenuportfell, mistõttu on laenude ja hoiuste suhe märkimisväärselt langenud. Nimetatud suhtarv alanes 2008. aasta 175% tase- melle 2012. aasta märtsi lõpuks 120%-le.

Prognoosi põhistsenaariumis ei ole laenuturul ette näha pankade rahastamistingimuste järsust halvenemisest või kapitalipiirangutest tulenevat laenupakkumise vähendamist ega intressimarginaalide märkimisväärselt tõusu. Ehkki euroala võlakriis hoiab kogu Euroopas finantskeskkonna pingelisena, on Eesti pangandussektori tugevust aidanud kindlustada finantsturgude suur usaldus Rootsi emapankade vastu. Kui aga võlakriisi hoogustumise tõttu laieneb turgude usaldamatus ka Põhjala regioonile, ei saa välistada laenupakkumise vähendamist ega sellest tulenevat negatiivset makromajanduslikku mõju.

## PROGNOOSI OHUD

Kõige suuremad ohud Eesti Panga majandusprognoosi täidminekule peituvad väliskeskonnas. Eesti majandus on senini jäänud euroala valitsemissektori võlakriisist suuresti puutumata, ent kriisist tulenev ebakindlus on praegu erakordselt suur. Eesti otsesed majandussidemed probleemide käes vaevlevate euroala riikidega on küll väga piiratud, ent nakkusohu tõttu võib kriis euroala majanduse käekäiku laiemalt mõjutada ning prognoosi eeldusi muuta. Eesti Panga prognoos tugineb eeldusele, et ohud euroala finantsstabiilsusele jäävad vaoshoituks ning kasvuväljavaade paraneb selle aasta teises pooles. Kui see eeldus ei täitu, siis võib ka Eesti majanduse väljavaade prognoositust kehvemaks kujuneda.

Eelmist majandusprognoosi täiendanud lisatsenaarium (Rahapoliitika ja Majandus 2/2011, lk 27) matkis euroala valitsemissektori võlakriisi korratut lahenemist, mille käigus kriis kandus reaalmajandusse üle märksa ulatuslikumalt. Korratu kriisilahenduse oht pole praegu kuhugi kadunud. Valitsemissektori võlakriisi puhkemise eest ei ole kaitstud ka euroalavälised arenenud riigid, kus võlakoorem on suur. Muudest välisohutudest väärib esiletõstmist nafta hind, mis võib geopoliitiliste vastasseisude tõttu oluliselt tõusta ja tõsta energia hinda ka Eestis. See omakorda vähendab majapidamiste ostujõudu ning kärbib majanduskasvu. Oodatust nõrgem maailmamaajanduse kasv aga võib nafta hinda hoopis allapoole viia.

Prognoosi põhistsenaariumi ohustab ka tööturu areng. Kui tööpuuduse tase langeb allapoole piiri, kust hakkab tekkima palgasurve, võib palgakasv ületada töötajate tootlikkuse kasvu. Sellele, et oht on suur ja sellesse tuleb tõsiselt suhtuda, viitab asjaolu, et majanduskasv ei ole senini

leevendanud pikaajalist tööpuudust. Seetõttu käsitleb käesolev prognoos põhjalikumalt struktuurse tööpuuduse määra. Erinevad meetodid ei anna Eesti struktuurse tööpuuduse määrale ühest hinnangut. Sellegipoolest võib öelda, et aktiivsete tööturumeetmete kujundamisel vajab senisest suuremat tähelepanu töötute oskuste ja teadmiste ning vabadel või loomisjärgus olevatel töökohtadel nõutavate oskuste ja teadmiste vahelise ebakõla vähendamine.

Minevik on näidanud, et ettevõtted tulevad palgakulude vaoshoidmisega üle majandustsükli küll toime, kuid majanduskasvu aeglustudes võib selle hinnaks olla tööpuuduse märkimisväärne tõus. Palgakasvu tõhusam ohjamine majanduse tõusuetapis võib seevastu hiljem leevendada probleeme liigkõrge tööjõukulu piiramisel. Kõrgemad palgad suurendavad inflatsiooni ning vähendavad Eesti majanduse konkurentsivõimet. Aastatel 2005–2007 tekitas kiire palgakasv koos tugeva sisenõudluse ning kinnisvarabuumiga Eesti majanduses märkimisväärse tasakaalustamatuse, mis väljendus jooksevkonto suures puudujäägis ning tootlikkuse ja palga kasvu ebakõlas.

Eesti majanduse rahastamine on samuti avatud ohtudele, mis võivad majandust põhistsenaariumist kõrvale kallutada. Esiteks võib euroala võlakriisi hoogustumine anda Eestis tegutsevatele kommertspankadele ajendi piirata ettevaatusabinõuna laenupakkumist, mis omakorda pärsiks majanduse arengut. Võlakriisi taandumisel aga võib tekkida ka vastupidine oht, sest väga madal intressitase soosib laenamist tõenäoliselt kogu prognoosiperioodi vältel. Esialgu ei saa liase laenamise võimalust pidada tõsiseks probleemiks, kuid madal reaalne laenuintressimäär võib lähiaastatel sisenõudlust paisutada ning põhjustada põhistsenaariumis toodust kiiremat hinnatõusu. Viimase aja hinnatõus kinnisvaraturul on reaalse intressimäära selles valdkonnas tõenäoliselt negatiivseks muutnud. Kui soodsa rahas-

tamiskeskonna mõjul Eesti majanduse sise- mine tasakaalustamatus suureneb, tuleb seda teiste vahenditega (näiteks eelarve- ja finantssektori poliitikaga) leevendada. Ei saa välistada, et välisinvestorite sallivus tasakaalustamatuse vastu on maailmamajanduse praeguses keerulises olukorras märksa väiksem kui varasematel aastatel. Sellisel juhul võib majandust ees oodata kohandumine, mida turud peale sunnivad.

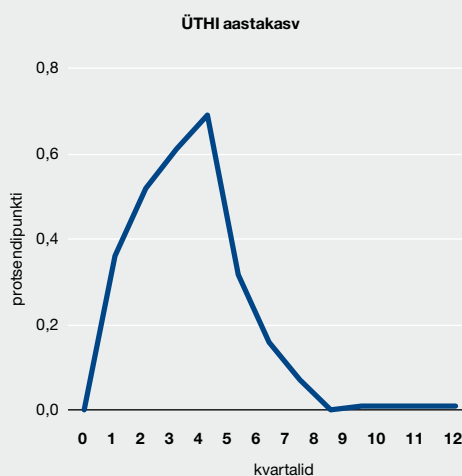
## Taustinfo 5. Majanduse tundlikkus nafta hinna muutusele

Viimastel aastatel on nafta hinna kõikumine mänginud prognoosi täitumises olulist rolli. Nafta hind ei kujune selliste protsesside tulemusel, milles Eestil oleks oluline osa. Seepärast on nafta hind Eesti Panga prognoosis väliseeldus, mille aluseks on turuootused – nafta tulevikutehingud. Viimased ennustavad harilikult nafta hinna püsimist hetke hinna läheduses ning nende prognoosivõime on üsna kehv, kuid sellele on raske töökindlamat alternatiivi leida.

Energiakomponendi kaudu on nafta hinnal otsene mõju Eesti inflatsioonile. Nafta hinna tõus toob kaasa mootorikütuste ja majapidamiste energia (toasoe, gaas, elekter) kallinemise. Hinnatõus tähendab reaalse sissetuleku suhtelist vähenemist, mis omakorda peegeldub tarbimise aeglasemas kasvus. Energia tarbimist on keeruline vähendada, seetõttu võib energia kallinemisega kaasneda teiste hüviste nõudluse langus. Reaalse sissetuleku vähenemine pärsib kogunõudlust ja aeglustab majanduskasvu. Majanduse kehvema väljavaate tõttu vähenevad investeeringud ja tööjõunõudlus. Joonised I, m ja n illustreerivad nafta hinna 20% tõusu mõju valitud makronäitajatele tasemelt 110 USA dollarit barrelist.

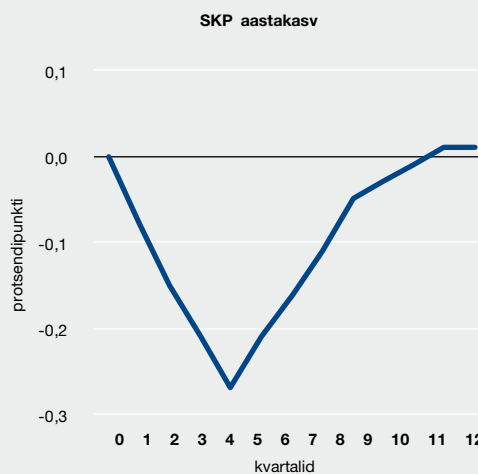
Energia ei pruugi kallineda vahetult pärast nafta hinna tõusu, ülekandemehhanism võib olla pikaajalisem. Mootorikütuse lõpphinda kandub nafta hinna muutus suhteliselt kiiresti, kuid majapidamiste energia hinnas peegelduvad need viitajaga, sest suhteliselt suur osa majapidamiste energia inflatsioonist sõltub pikaajalistest kokkulepetest ning selle üle tuleb konkurentsiametiga läbi rääkida. Eesti Panga makromodeli lahendi kohaselt kandub suurem osa nafta

Joonis I. Valitud makronäitajate käitumine nafta 20% püsiva kallinemise korral (erinevus põhistsenaariumi kasvust)



Allikas: Eesti Pank

Joonis m. Valitud makronäitajate käitumine nafta 20% püsiva kallinemise korral (erinevus põhistsenaariumi kasvust)

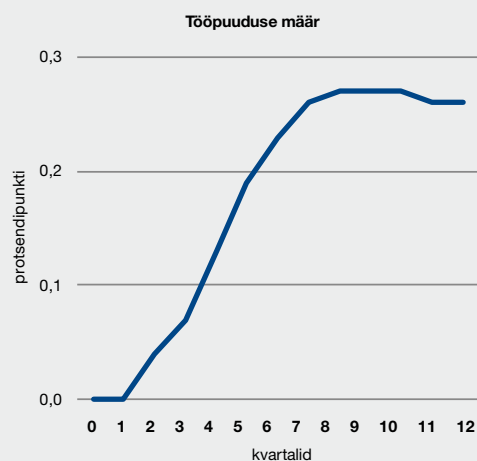


Allikas: Eesti Pank

hinna mõjust hindadesse nelja kvartali jooksul. Seejuures vaatleme ainult otsest nafta hinna mõju tarbijahindadele, jättes analüüsisist kõrvale võimaliku palgasurve, mis tuleneb elukalliduse tõusust.

Energia hindade elastsus nafta hinna šoki suhtes sõltub nafta hinna tasemest: mida kallim on nafta, seda enam mõjutab nafta hinna tõus inflatsiooni. Nafta kallinemise mõju energia hinnale ei ole ühikuline, sest suure osa energia hinnast moodustavad maksud, samuti kasutatakse energiakandjaid, mille hind ei ole otseselt seotud nafta hinnaga. Seetõttu moodustab nafta hind energia lõpphinnast vaid ühe osa ning selle tõus ei kandu üksüheselt üle energia inflatsiooni. Samal ajal suureneb nafta kallinedes selle osatähtsus energia hinnas, mis suurendab nafta hinna mõju energia hindade kujunemisele. Eesti Panga makromudeli lahendi kohaselt suurendaks nafta kallinemine 20% hinnatasemelt 70 USA dollarit barrelist Eesti hinnataset kolmanda aasta lõpuks pärast hinnašoki avaldumist 0,65%. Sarnane hinnatõus nafta hinna juures 200 USA dollarit barrelist tõstaks hinnataset aga juba 0,75%.

**Joonis n. Valitud makronäitajate käitumine nafta 20% püsiva kallinemise korral (erinevus põhistsenaariumi kasvust)**



Allikas: Eesti Pank