



Hetkeseis ja arengud majanduses

**USA tariifide mõju suurriikide majanduskasvule
Eesti majanduse bilansi tugevuse test**

**Mai 2025
Urmas Simson**

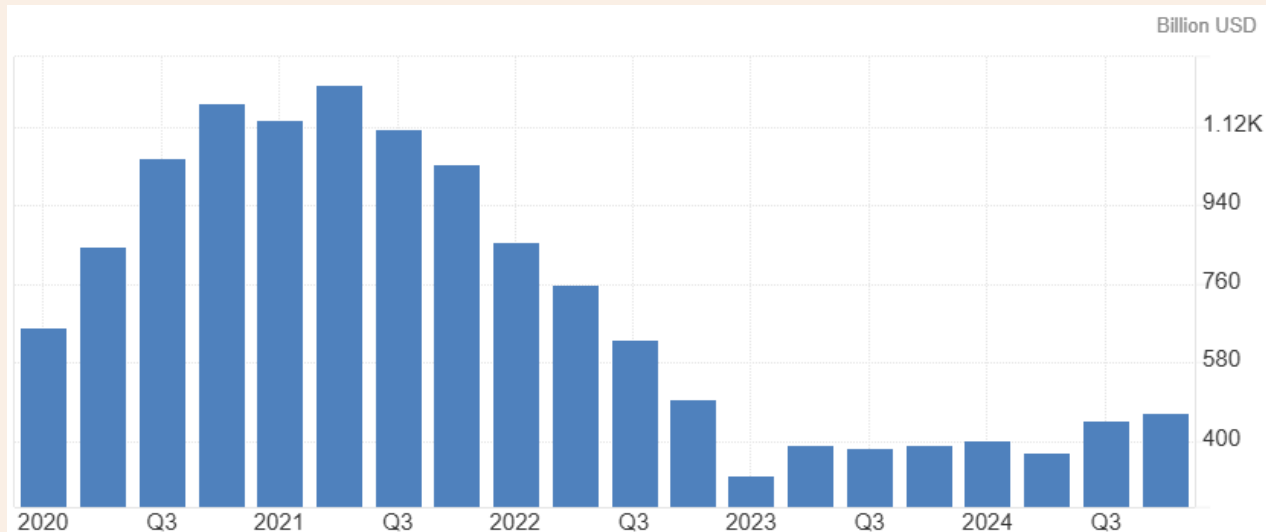
USA kinnisvaraturul oli vaikus juba ilma tariifide mõjutagi

Eluasemelaenu intressimäärad on püsinud kõrged

30-aastase eluasemelaenu intressimäär USA-s, %



Uute eluasemelaenu väljastamise mahud USA-s, mld EUR



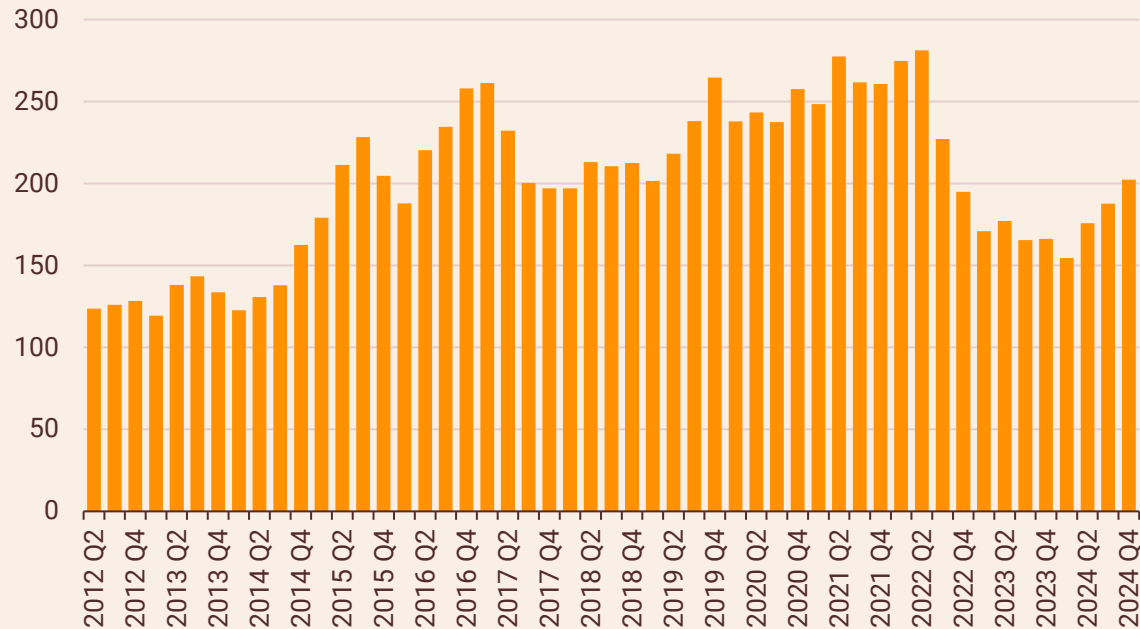
Allikas: <https://tradingeconomics.com>

- Intressikeskkond USA-s on teistsugune kui Eurotsoonis. Mingit olulist langust eluasemelaenu intressimäärades pole olnud.
- Kinnisvara loomine, müük ja finantseerimine on tööhõive mõttes oluline valdkond. See on surve all olnud ka ilma kaubandussõjata.
- On suur risk, et järgmise 12 kuu jooksul ei piirdu muutused ainult finantsturgude langusega, vaid mõjud jõuavad ka reaalmajandusse (tööhõive, sissetulekud, tarbimine).
- Rahapakkumise kokkutõmbumise protsess, mis algas 2022a-l, on juba mitu aastat toimunud. Selle protsessi viimane faas koos lõplike tulemustega hakkab kohale jõudma.
- Need USA ettevõtted ja tarbijad, kes sinna lõpufaasi maksimaalse võimendusega liiguvad, on väga kõrge maksejõuetuse riskiga.
- USA valitsussektori ja erasektori summaarne võlg on võrreldes Eurotsooniga ülikõrge.

Kui erinev saab olema Eurotsooni areng?

Ilma väliskaubanduse tagasilöökideta võiks oodata taastumist

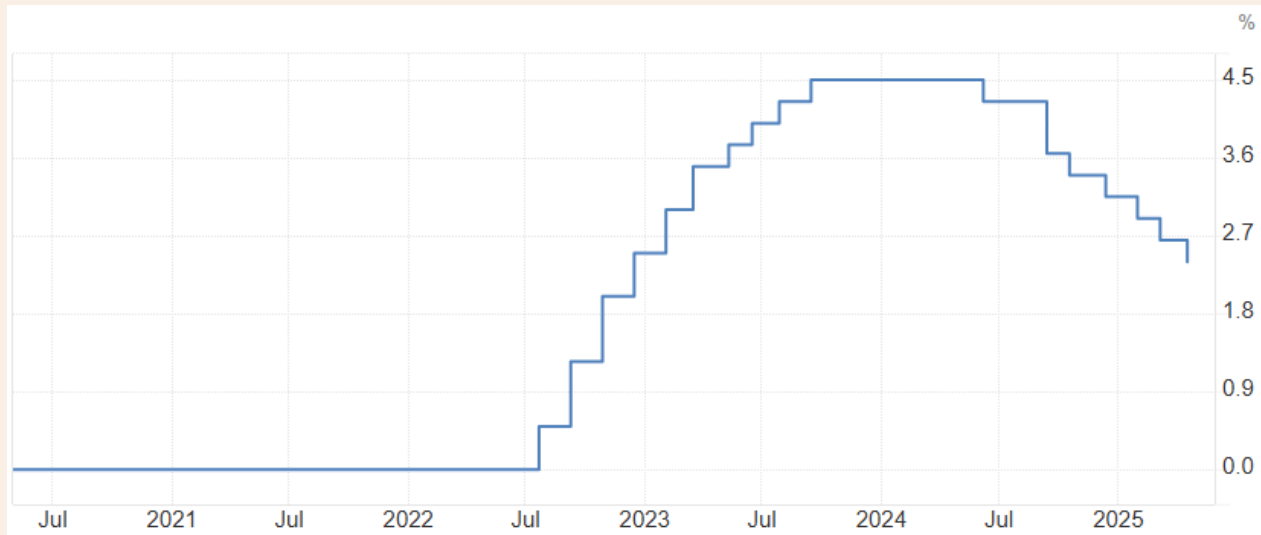
Uute eluasemelaenude väljastamise mahud Eurotsoonis,
mld EUR



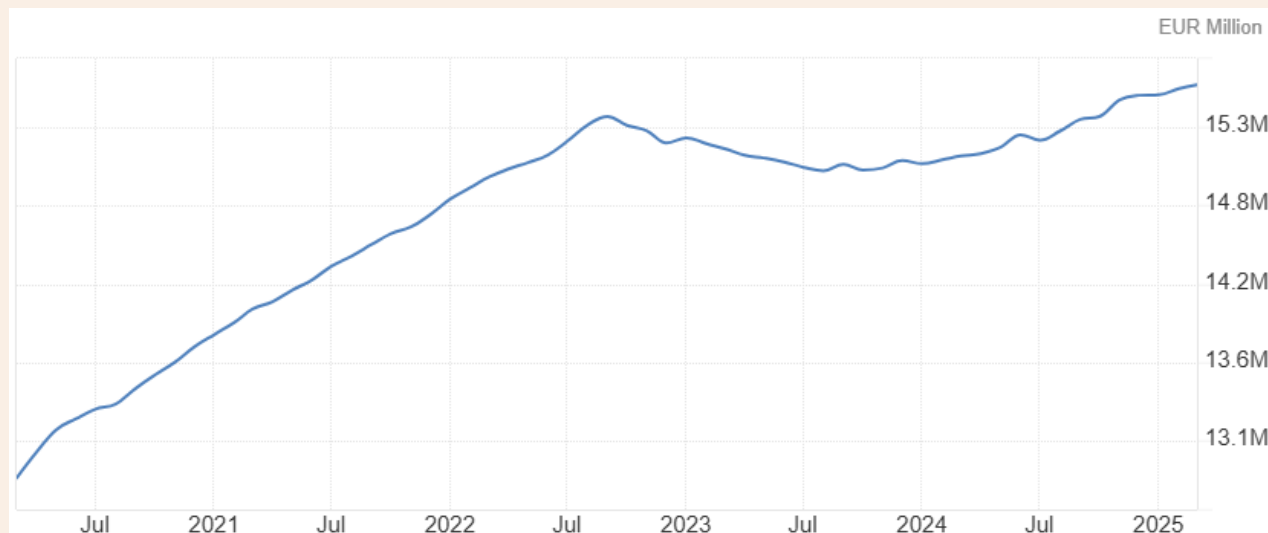
- Kui immuunne saab USA mõjude suhtes olema EL ja Eurotsoon, kui USA-s tuleb tööpuuduse oluline kasv ja mitu kvartalit majanduslangust?
- Lagarde ütles, et ECB prognoosib 2025. aastal Eurotsooni kasvuks 0,9%. See viitab, et USA-st ei oodata suurt mõju.

Euroopa rahapoliitika on olnud USA-st erinev

ECB's main refinancing operations interest rate



Money Supply M2



Allikas: <https://tradingeconomics.com>

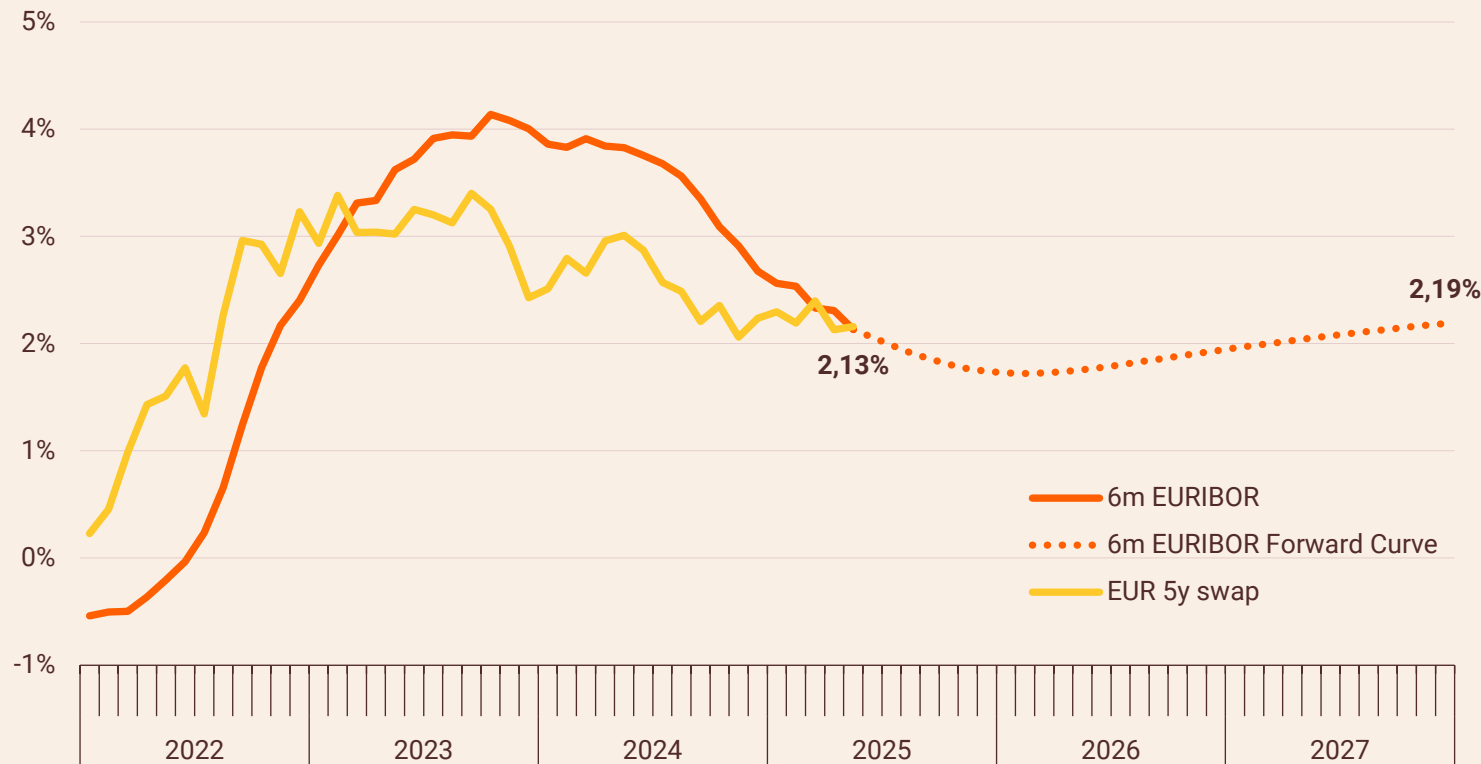
- Euroopa Keskpangas hoiustamise intressimäär:
2022a juuli 0% -> 2023a september 4,0% -> 2025a aprill 2,25%
Kokku on toimunud 2024a juunist alates (9 kuu jooksul) 7 intressimäära langetust.
- Eurotsooni rahapakkumine kahanes 2022a sügisest 2023a sügiseni. Pärast seda on toimunud 1,5a jooksul marginaalne kasv.

Rahapakkumise kasv ei ole juba mitu aastat enam inflatsiooni põhjustajaks.

Eurotsooni intressimäärad

- 6 kuu Euribor on langenud 2023a tipuga võrreldes 200bps (4,1%→**2,1%**).
- EUR 5a intressi-swap oli 2. mai seisuga **2,13%**. Pärast aktsiaturgude korrektsiooni aprilli alguses sai 5a keskmisest 2,4%-lisest ootusest kiiresti 2,1%.
- 6 kuu Euribori ootuses on aprillikuu jooksul toimunud oluline muutus allapoole. Turg hindab, et 6 kuu Euribor kukub 2025. aasta suvel alla 2% ja jääb alla 2% taseme kuni 2026a lõpuni. Põhjaks oodatakse 2026a alguses **1,6%**.

Interest rates 2022 - 2027

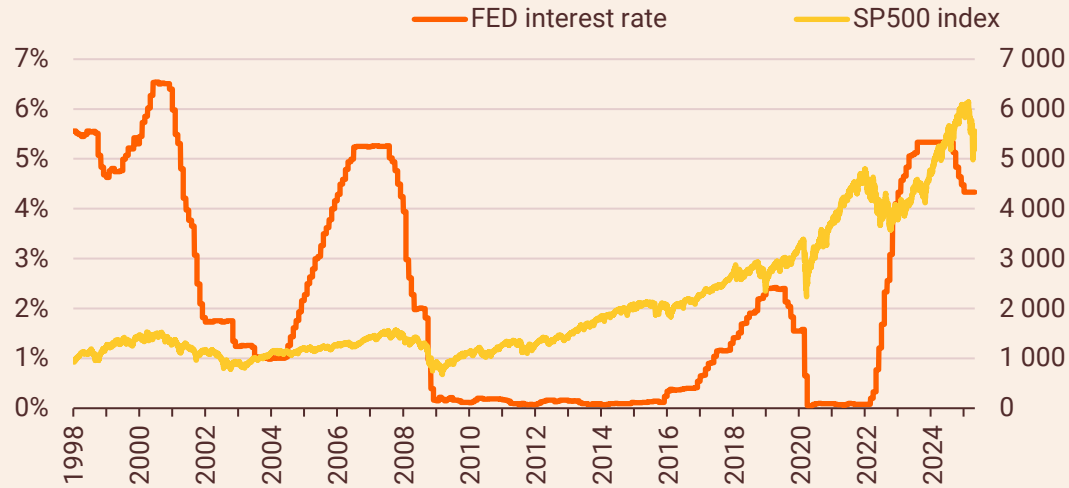


Madalamad intressimäärade ootused indikeerivad madalama inflatsiooni (ja majanduskasvu) ootust.

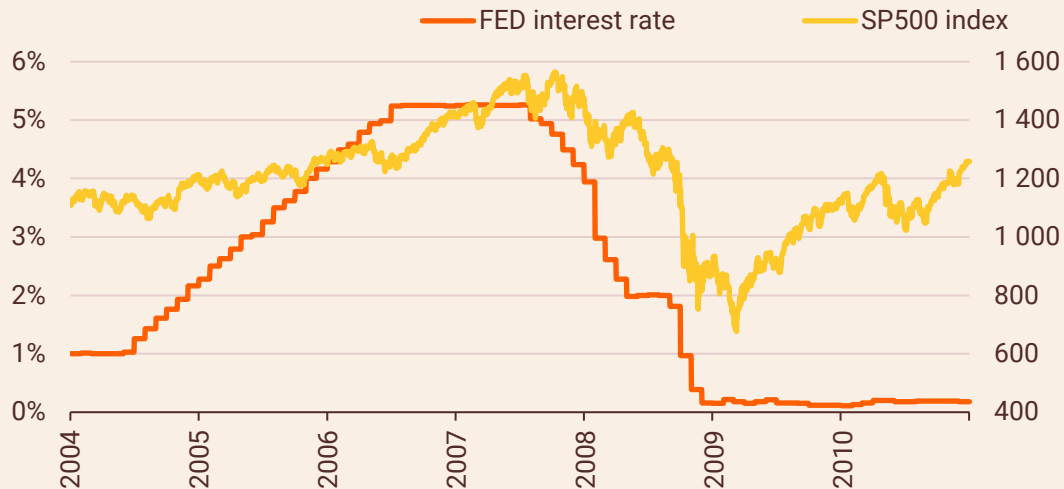
FED-i intressimäärad vs S&P 500 indeks

Majanduse ja aktsiaturgude langus toob kaasa keskpanga intressimäärade languse

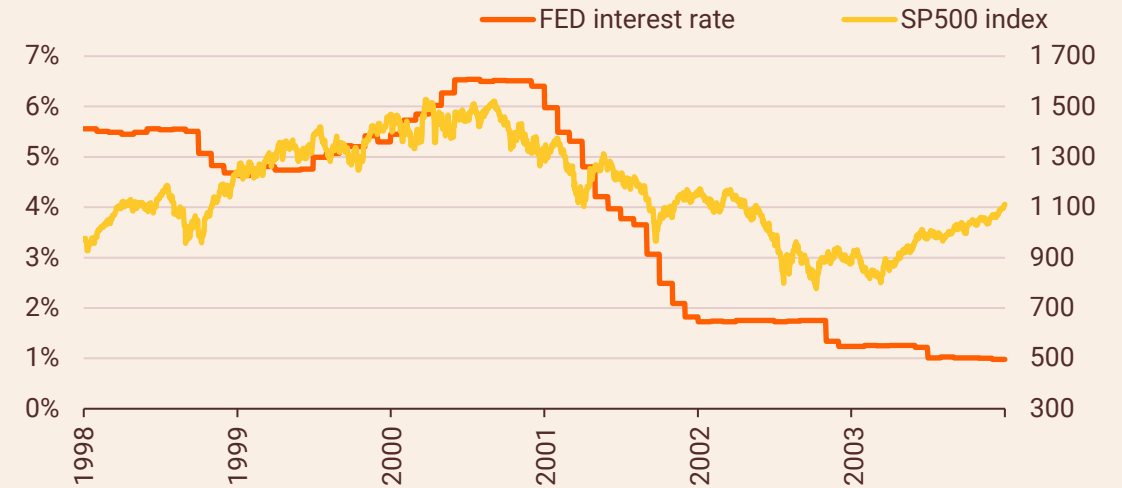
1998 - 2025 Aprill



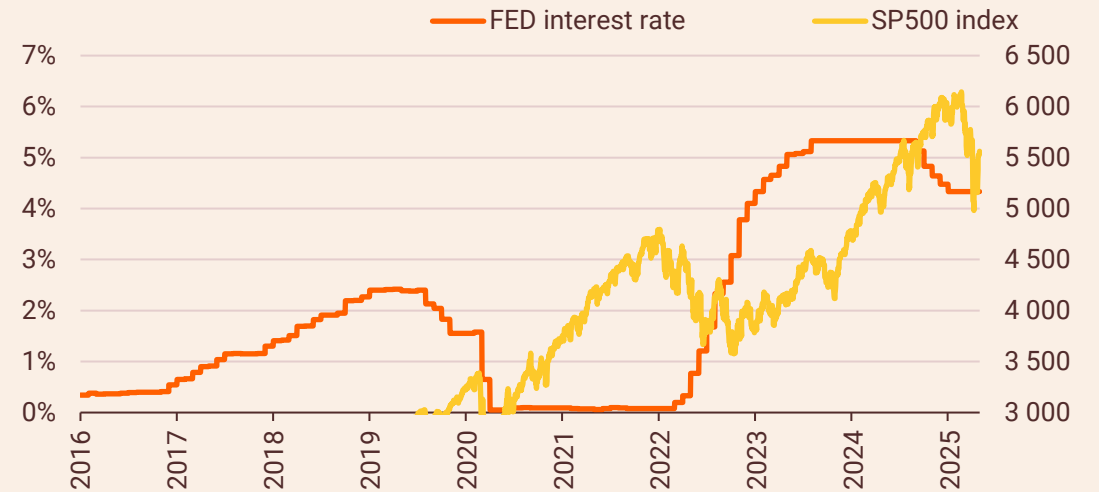
2004 - 2010



1998 - 2003



2016 - 2025 Aprill

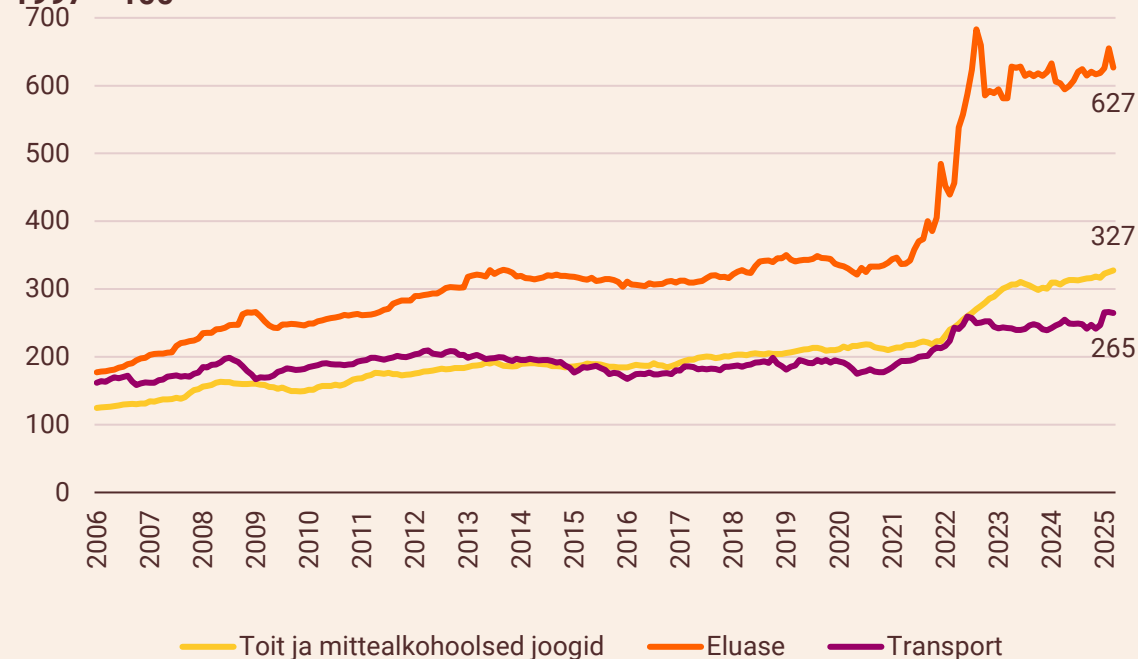


Tarbijahinnaindeks

- Eesti tarbijahindade aastane tõus oli 2024a-I +3,5%. 2025a 3 kuud +4,5% YoY.
- Suurriikide inflatsiooni põhjuseks ei ole enam rahapakkumise kasv, vaid maksutõusud ja pakkumisepoolsed häired (sanktsioonid, ilmastik, tollitariifid).
- Riikide konkurentsivõime sõltub edaspidi palju sellest, kuidas tehakse valikuid maksude ja riigieelarve kärpete vahel. Eesti tegeleb riigieelarve probleemidega varem kui teised. Teistes riikides tuleb see teema alles lauale.

Tarbijahinnaindeks (2006-2025 märts)

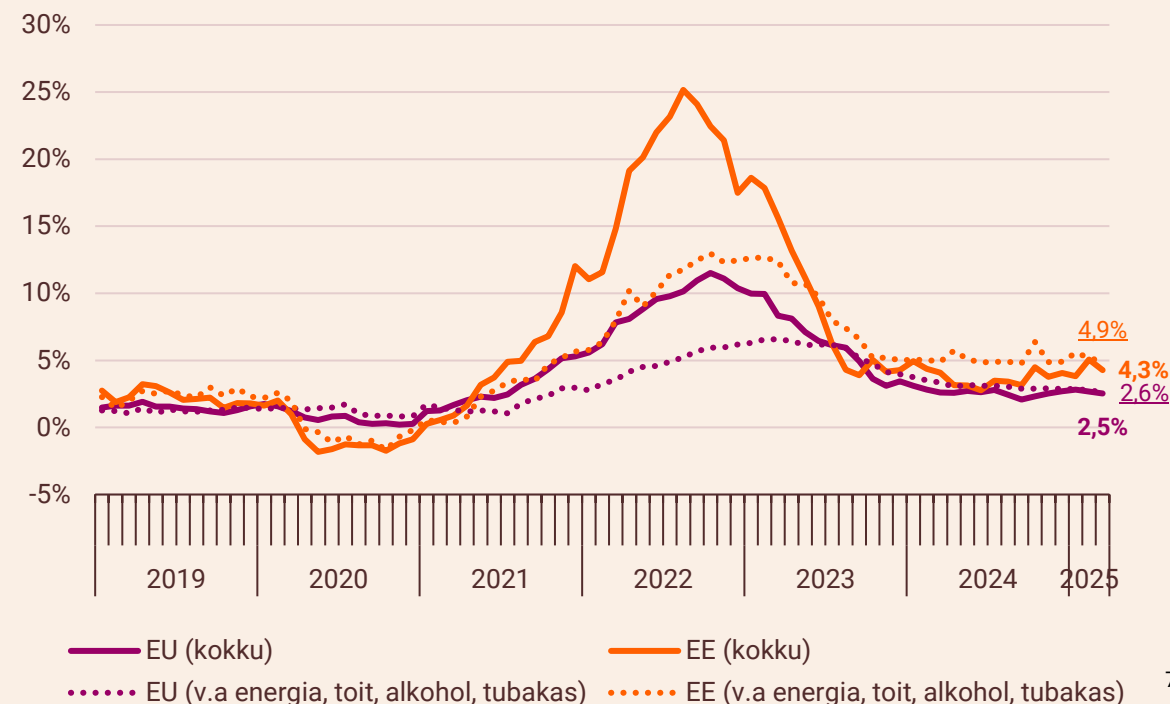
1997 = 100



© Swedbank

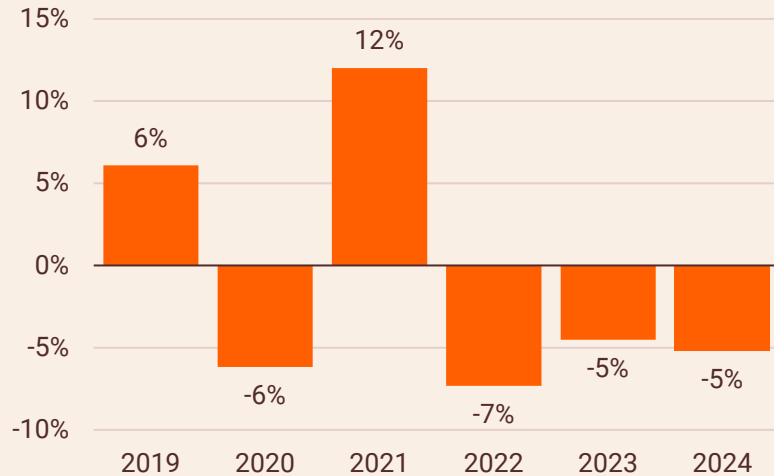
Allikas: Statistikaamet, Eurostat

Tarbijahinnaindeksi YoY muutus (2019-2025 märts), %

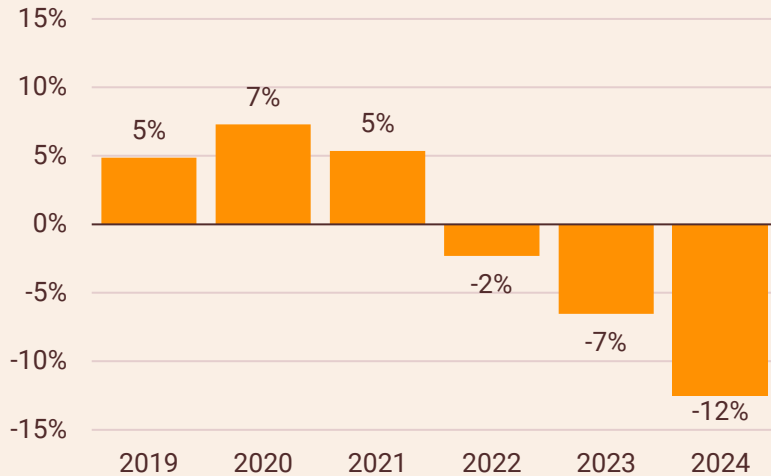


SKP püsivhindades sektorite lõikes 2019-2024

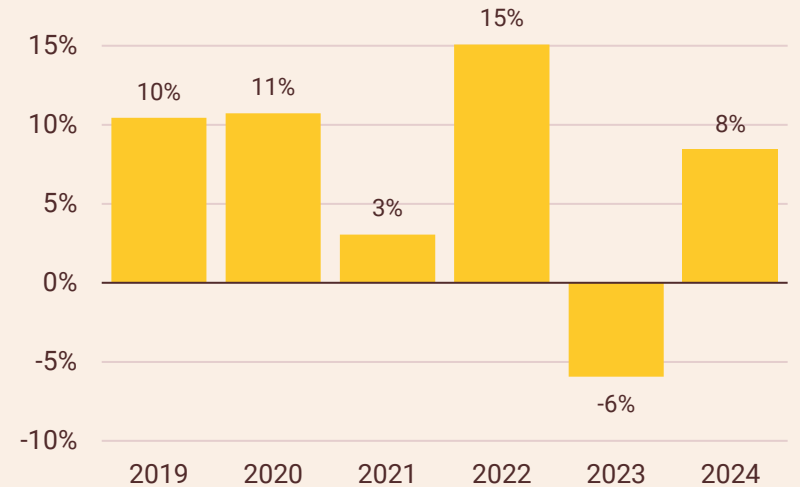
Töötlev tööstus



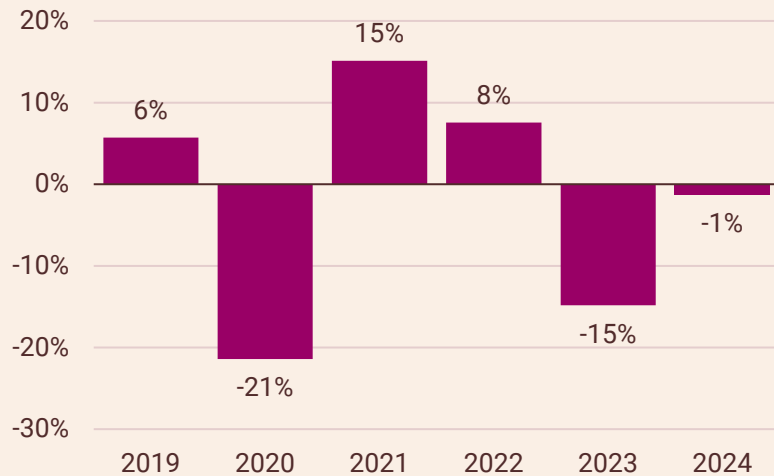
Ehitus



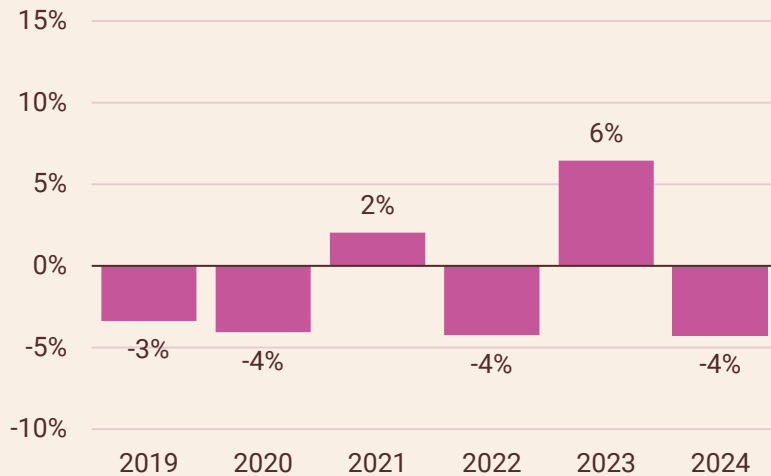
Info ja side



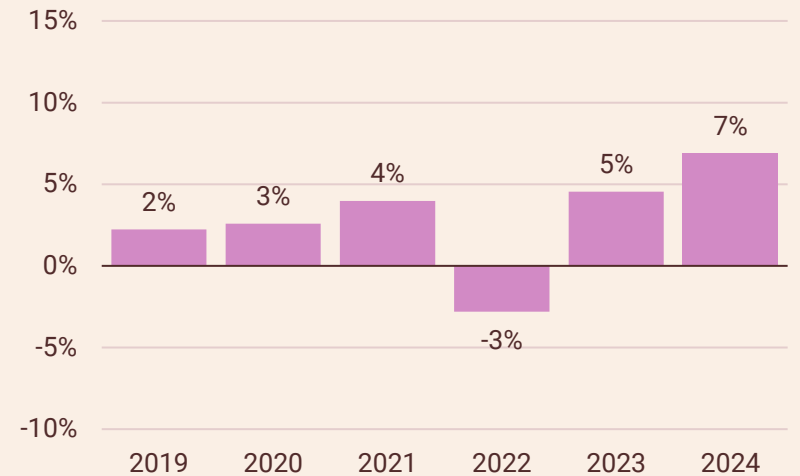
Veondus ja laondus



Hulgi- ja jaekaubandus



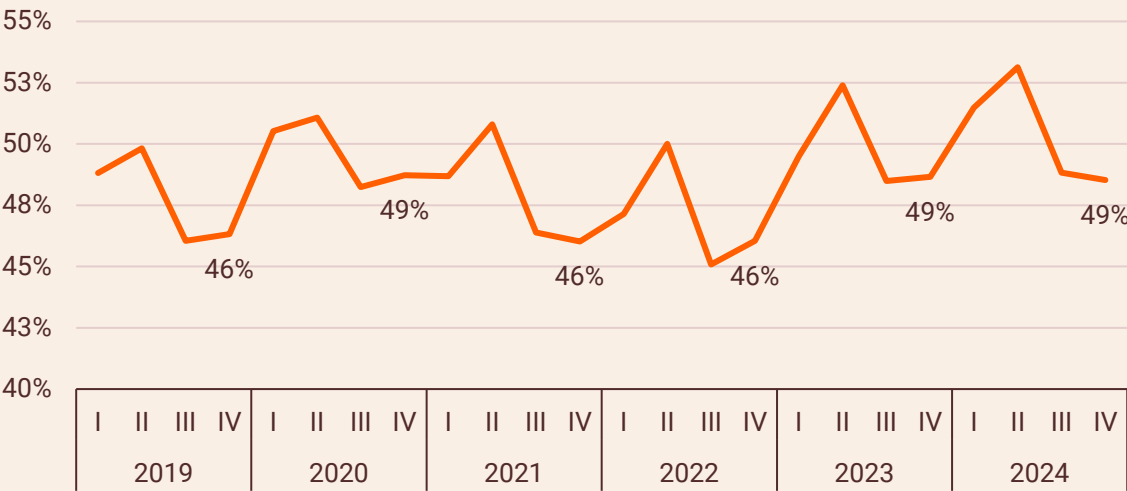
Kinnisvaraala tegevus



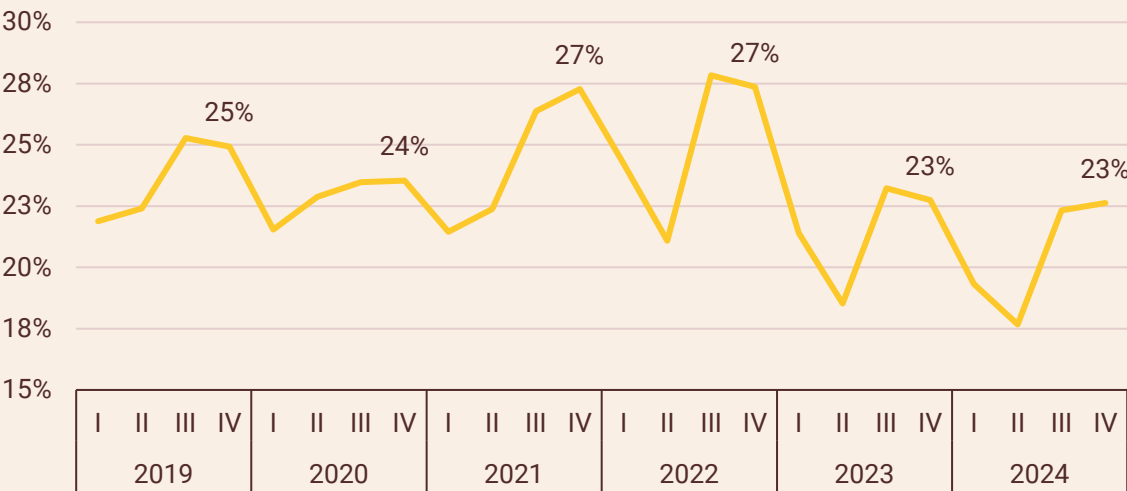
Ettevõtted võtsid majanduslanguse mõjud enda kanda

Keskmine palk ja tööjõukulud kasvasid kiiremini kui SKP

Hüvitised töötajatele - osakaal SKPst, %

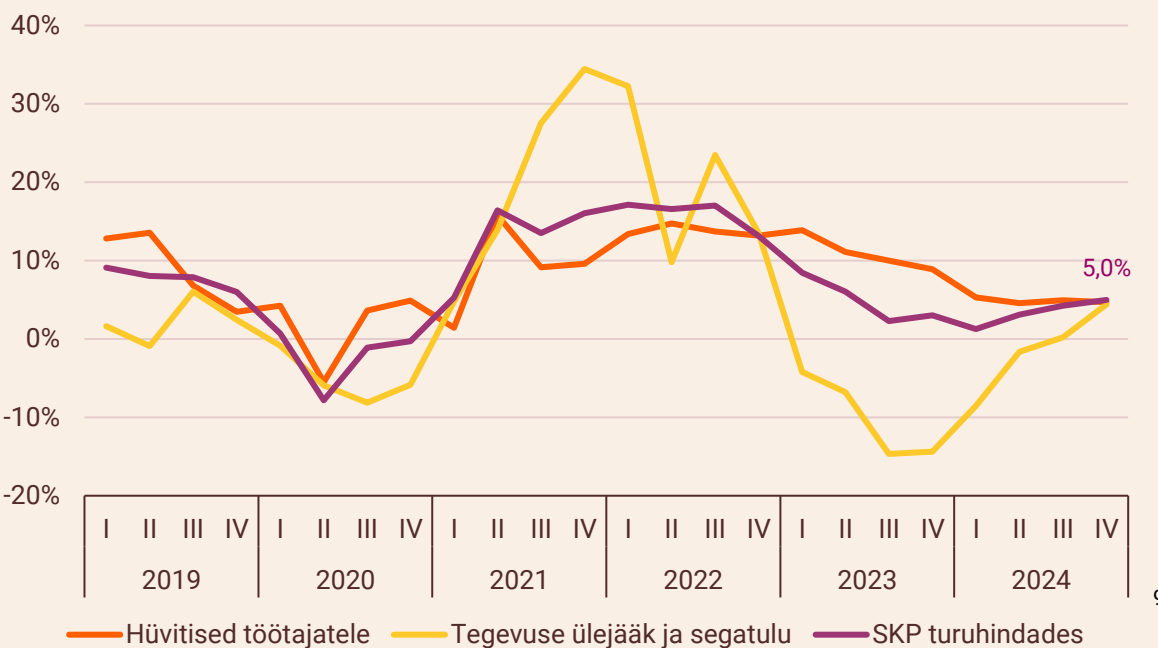


Tegevuse ülejääk ja segatulu - osakaal SKPst, %



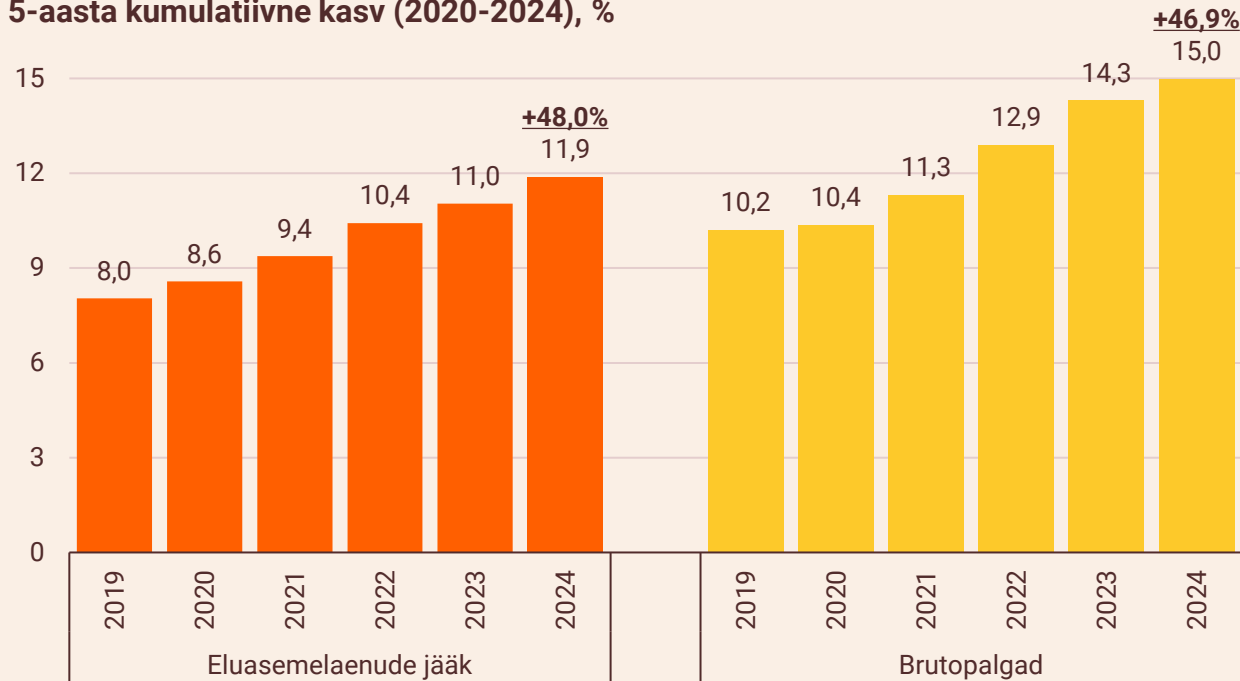
- „Nähtamatu majanduslangus“ – ettevõtted võtsid majanduse nõrkuse mõjud enda kanda.
- Palgafond kasvas ka 2024a-l kiiremini kui nominaalne SKP
 - keskmine palk 1982 eurot, aastane kasv +8,1%
 - tööjõukulud majanduses 20,0mld eurot, aastane kasv +4,9%.
 - SKP 39,5mld eurot, aastane kasv +3,9%.

SKP YoY muutus



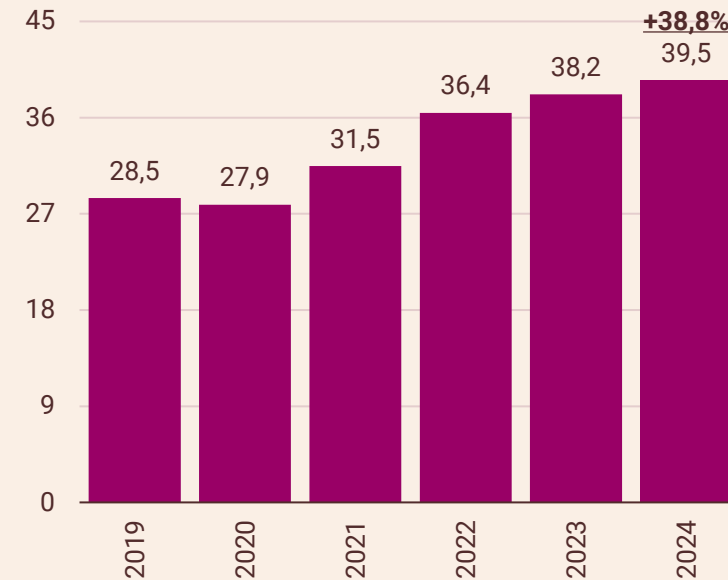
Kodumajapidamiste eluasemelaenude maht kasvas 2020-2024 samas tempos palgafondiga

Eluasemelaenude jääk ja brutopalgad majanduses, EUR mld
5-aasta kumulatiivne kasv (2020-2024), %



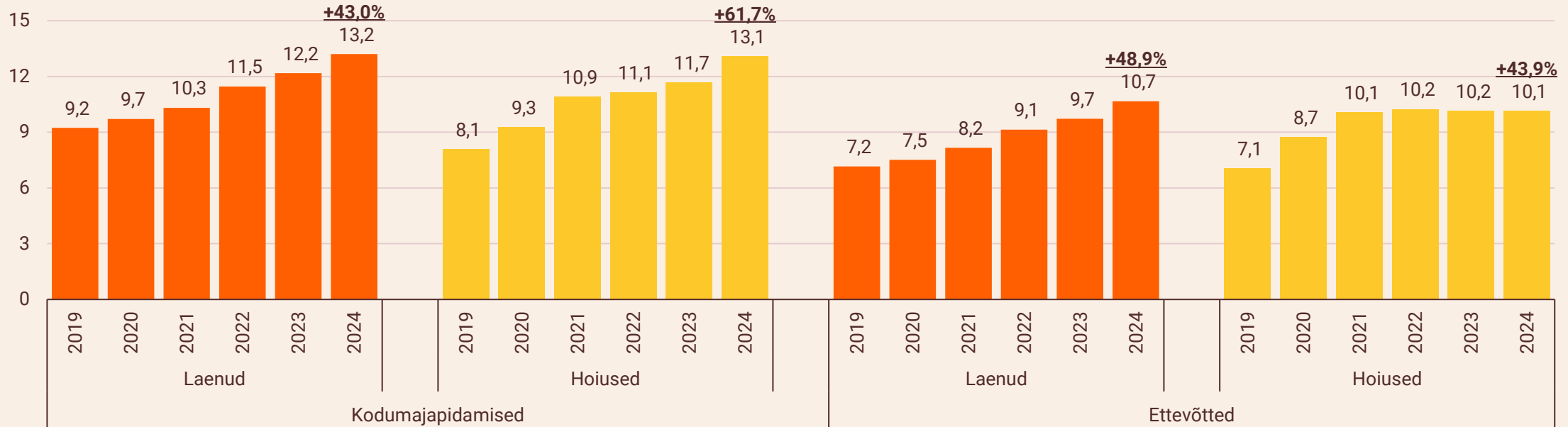
Püsivhindades SKP kasvas 5 aasta jooksul (2020-2024) +0,7%, kuid nominaalkasv oli +38,8%.

SKP, EUR mld
5-aasta kumulatiivne kasv (2020-2024), %



2020-2024 kasvasid kodumajapidamiste hoiused laenudest kiiremini

Residentide laenud ja hoiused, EUR mld
5-aasta kumulatiivne kasv (2020-2024), %

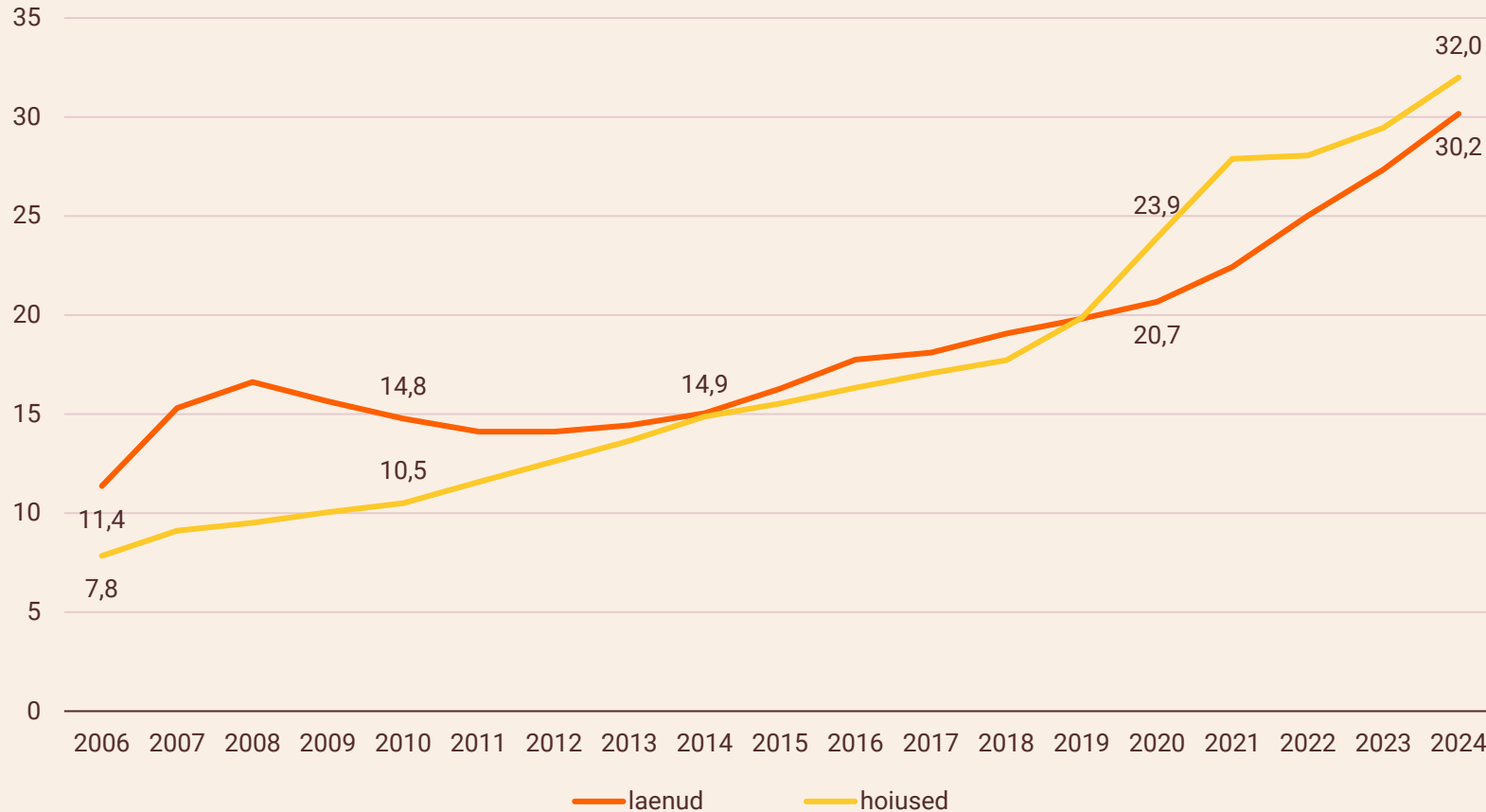


- Kodumajapidamiste laenude/hoiuste pilt on tugev. Kinnisvaraturg on olnud küll vaiksem, aga toimib. Kohalikud säästud on selle turu likviidsuse jaoks äärmiselt olulised.
- Loodetavasti on Eesti ettevõtetel võimekust järgmise 12-18 kuu jooksul investeerida, laieneda. Keskkond võib tulla väga keeruline, kuid see on tugevate kapitalipuhvritega ettevõtetele võimaluseks.

Laenud ja hoiused 2006-2024

(sh valitsussektor, finantseerimisasutused, kodumajapidamised, ettevõtted)

Laenud ja hoiused, EUR mld

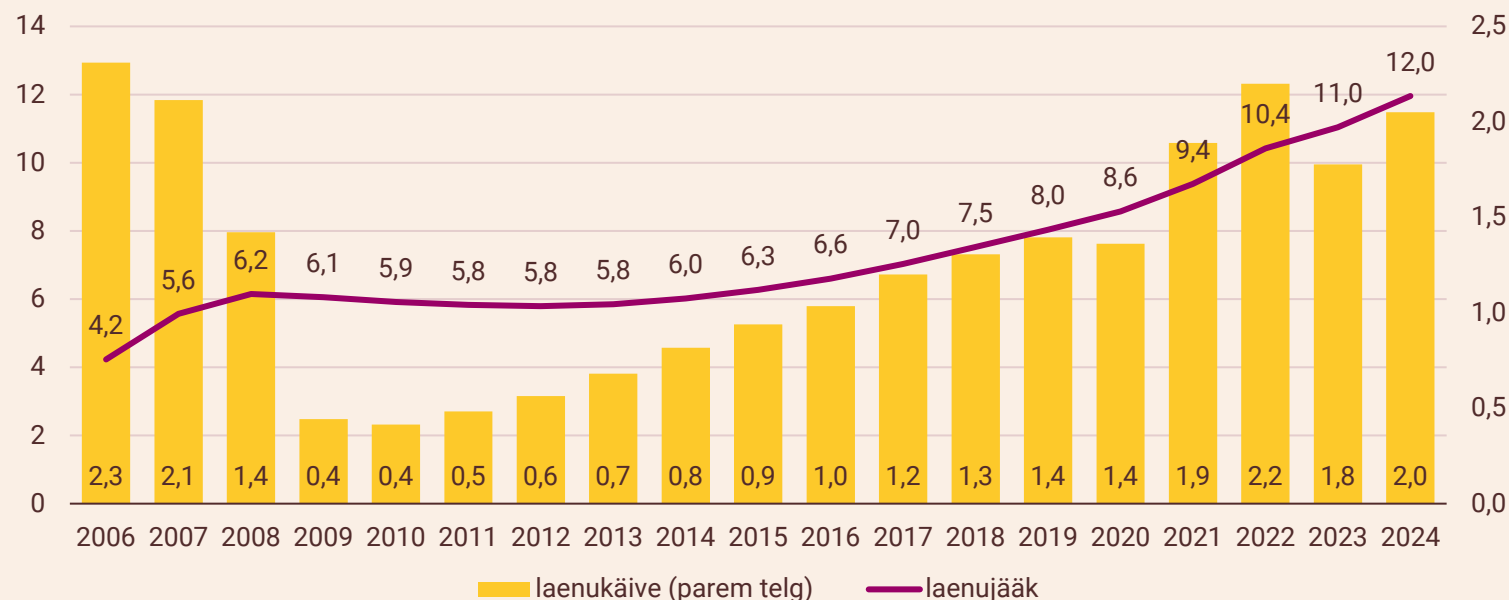


- Eesti majanduse bilanss on tugev nii erasektori kui ka avaliku sektori vaates (suhteliselt madalad võlakoormused, suhteliselt hea likviidsus).
- On see piisav, et üle elada võimalik USA majanduslanguse periood, mis võib ka EL-i majanduskasvu nullilähedaseks viia?

Kodumajapidamiste eluasemelaenud

Laenujäägi muutus 2025a märtsi seisuga +8,7% YoY, laenude uusmüük 2025a 3 kuu jooksul +30% YoY

Residentidest kodumajapidamistele antud eluasemelaenude jääk ja käive, EUR mld



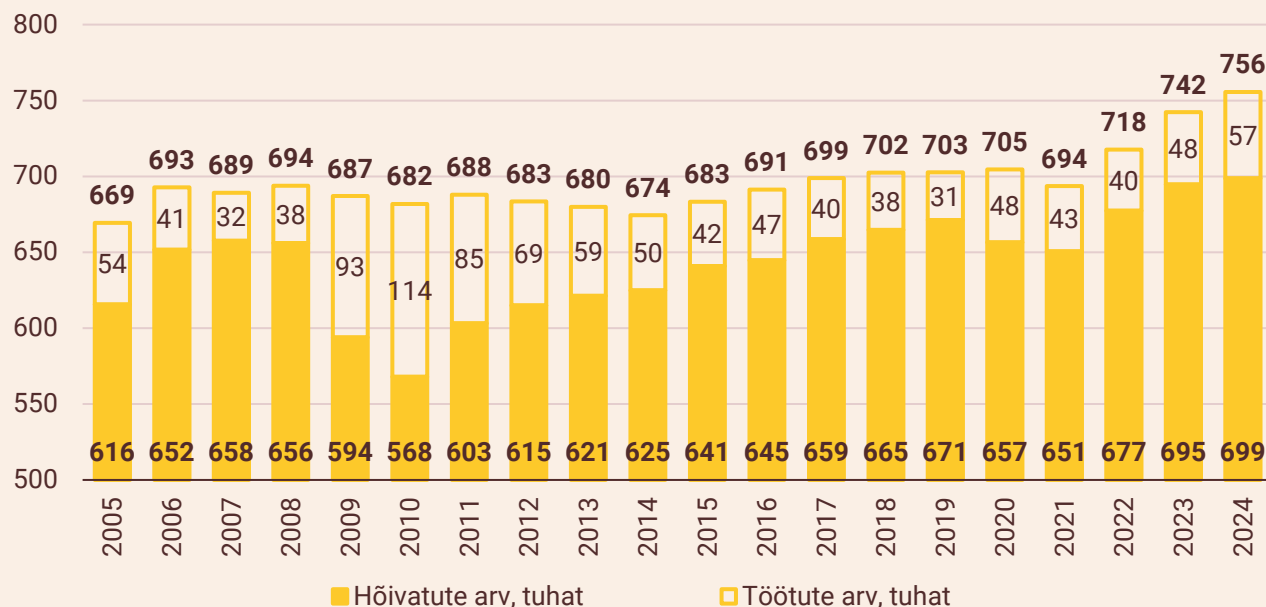
EURm	Laenukäive	Laenujääk	MoM muutus
31.12.2023	151,7	11 036,8	68,2
31.01.2024	100,2	11 054,8	18,0
29.02.2024	121,5	11 085,9	31,1
31.03.2024	140,9	11 132,1	46,2
30.04.2024	163,6	11 198,2	66,1
31.05.2024	177,5	11 274,6	76,4
30.06.2024	168,3	11 346,5	71,9
31.07.2024	197,6	11 440,0	93,5
31.08.2024	185,6	11 523,8	83,8
30.09.2024	203,8	11 618,9	95,1
31.10.2024	206,9	11 714,3	95,4
30.11.2024	191,5	11 803,6	89,3
31.12.2024	192,4	11 893,7	90,1
31.01.2025	165,8	11 957,7	64,0
28.02.2025	167,5	12 026,0	68,3
31.03.2025	185,5	12 100,7	74,7

- Eluasemelaenude jäägi kasv ületas 2023. ja 2024. aastal SKP nominaalkasvu.
 - 2023 SKP +4,8%, eluasemelaenud +5,9%
 - 2024 SKP +3,5%, eluasemelaenud +7,8%
- Kinnisvaraturu aktiivsuse ja laenude mahu kasvu vahele on tekkinud käärid. Refinantseerimiste käigus tihti laenusumma sama vara vastu suureneb. Kinnisvaratehingut ei toimugi.

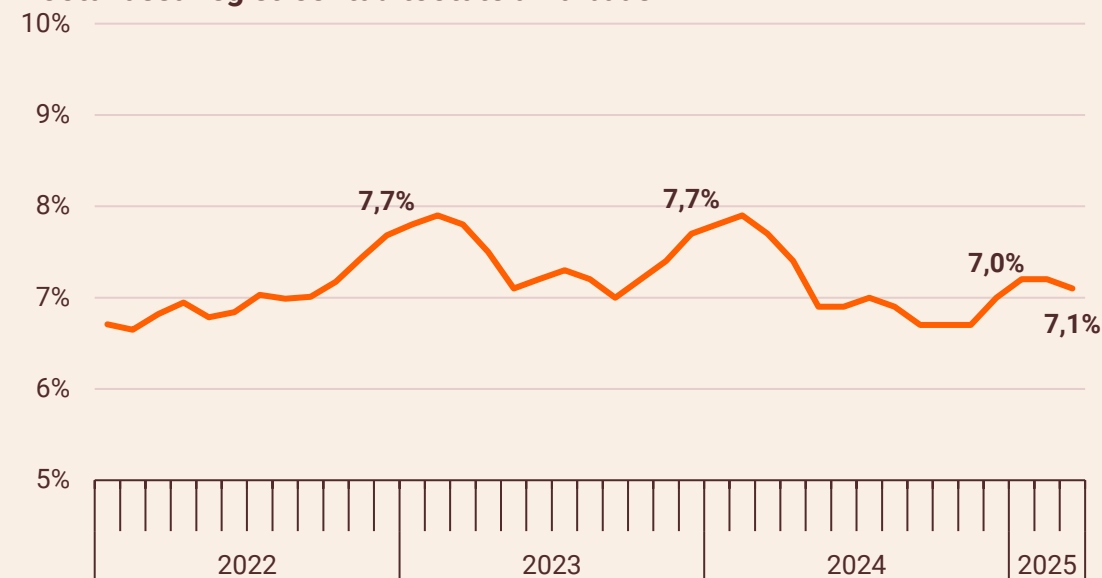
Tööhõive ja tööpuuduse määr (Stat amet, Töötukassa)

- Tööpuudus on veidi kasvanud võrreldes varasemate aastatega, aga on püsunud siiski suhteliselt stabiilsena. Stat ameti järgi oli 2024a keskmine tööpuuduse määr **7,6%**.
- Kõrge immigratsioon on toonud selle, et kasvanud on nii tööhõive kui ka tööpuudus. Nii suur ei ole Eesti tööhõive mitu aastakümnet olnudki.
- Registreeritud töötute arv on 2025a alguses olnud pigem veidi madalamal kui 2024a samal ajal (parempoolne graafik)
- Tööpuuduse kasvu risk ei ole möödas. Ettevõtete tugevuse tõeline test alles tuleb.

Tööturg Eestis 2005-2024

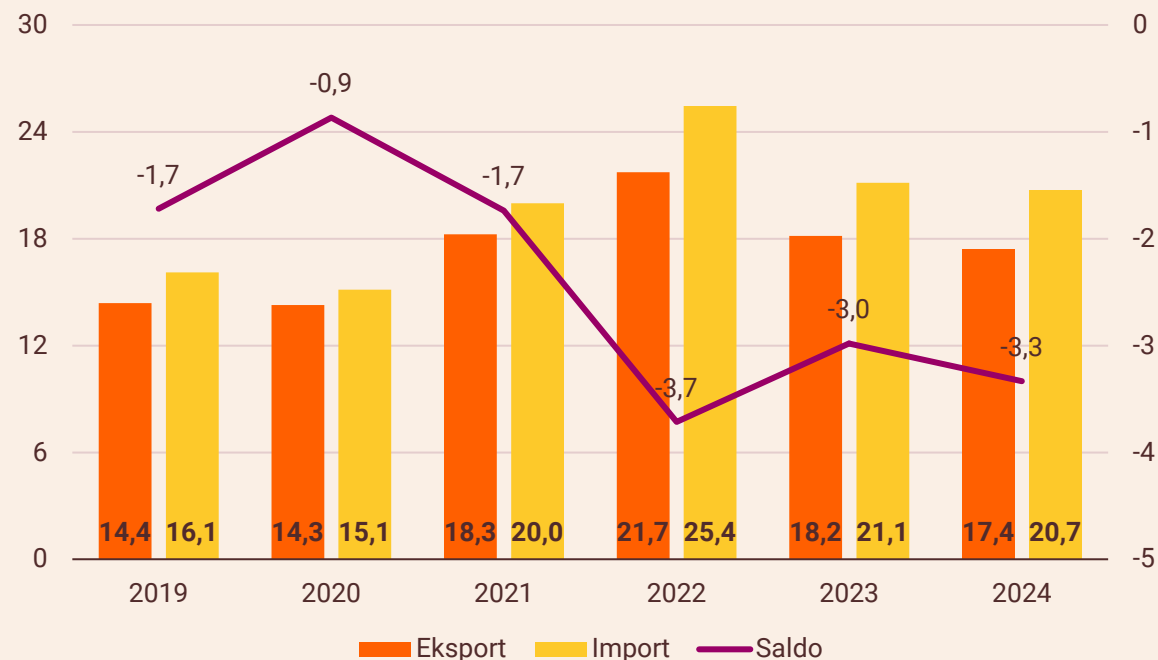


Tööpuuduse määr Eestis 2022-2025
Töötukassa registreeritud töötute arvu baasil

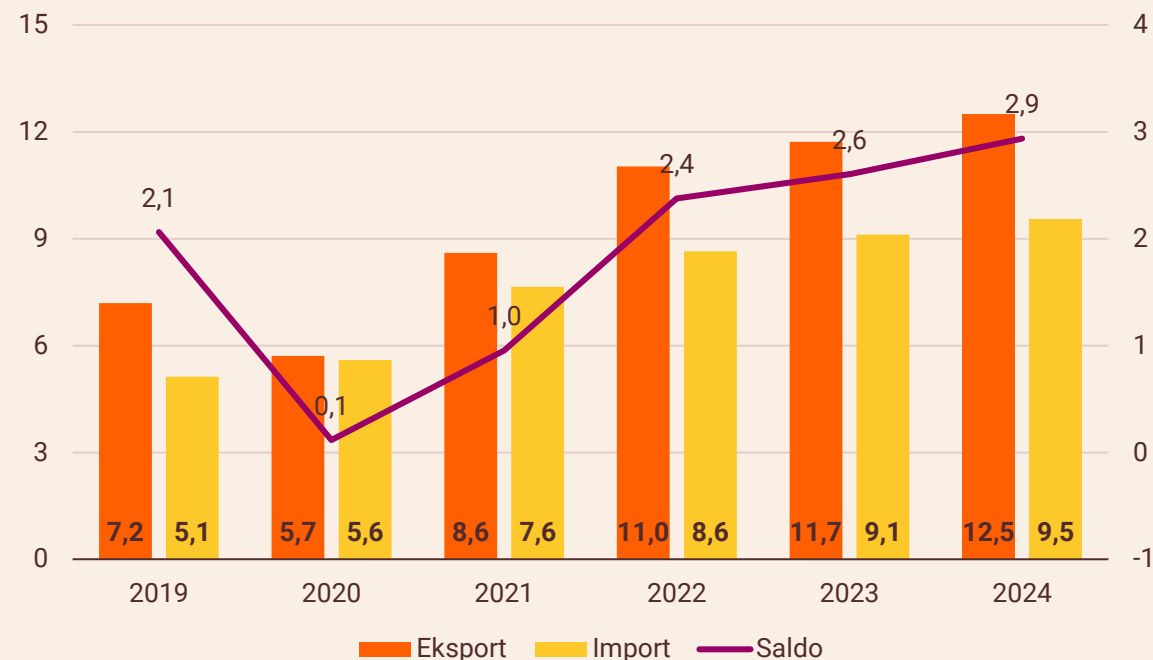


Kaupade ja teenuste eksport/import

Kaupade eksport ja import, EUR mld



Teenuste eksport ja import, EUR mld

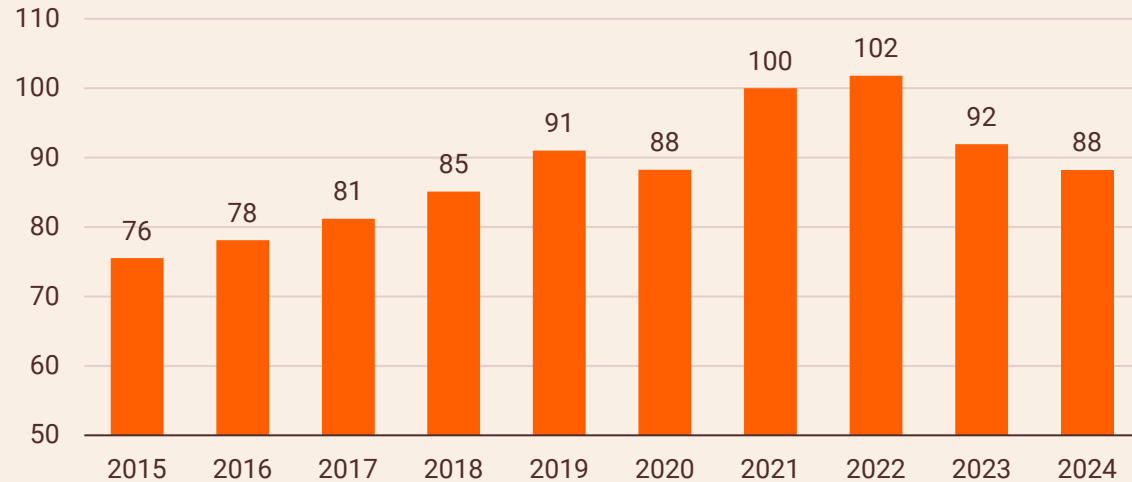


- Kaubandusdefitsiit on püsinud 2022-2024a stabiilne.
- Kaubavahetuse 2024a puudujääk 3,3mld eurot oli peaaegu kaetud teenuste 2,9mld eurose ülejäägiga.

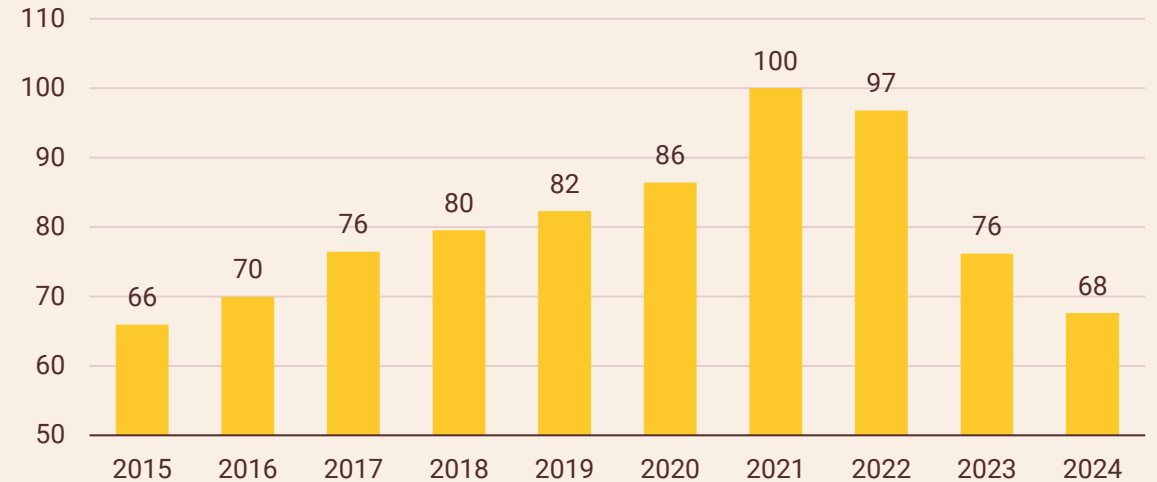
Tööstustoodangu mahuindeksid (2021=100)

Graafikutel on toodud 3 suurima tööhõivega tööstussektori segmenti

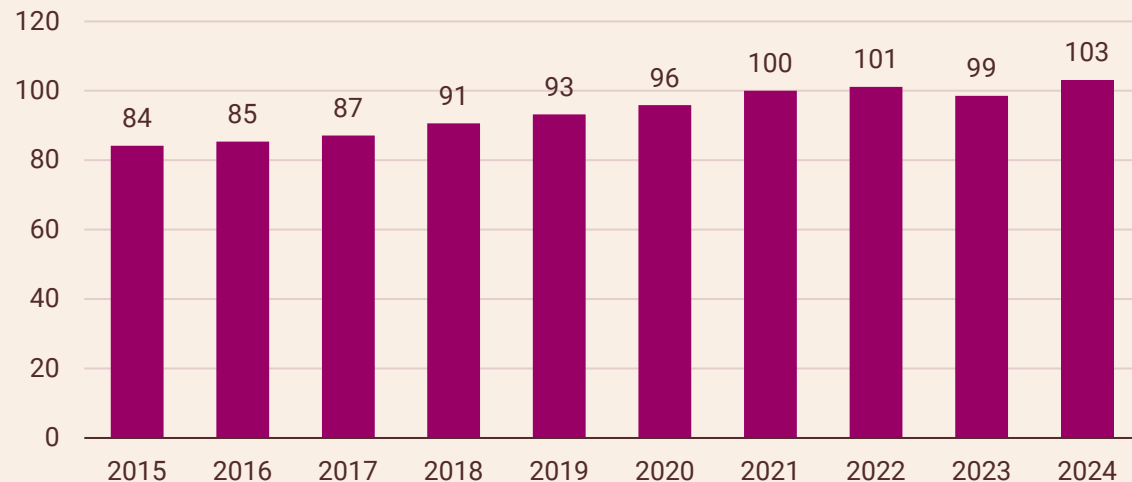
Tööstustoodang kokku



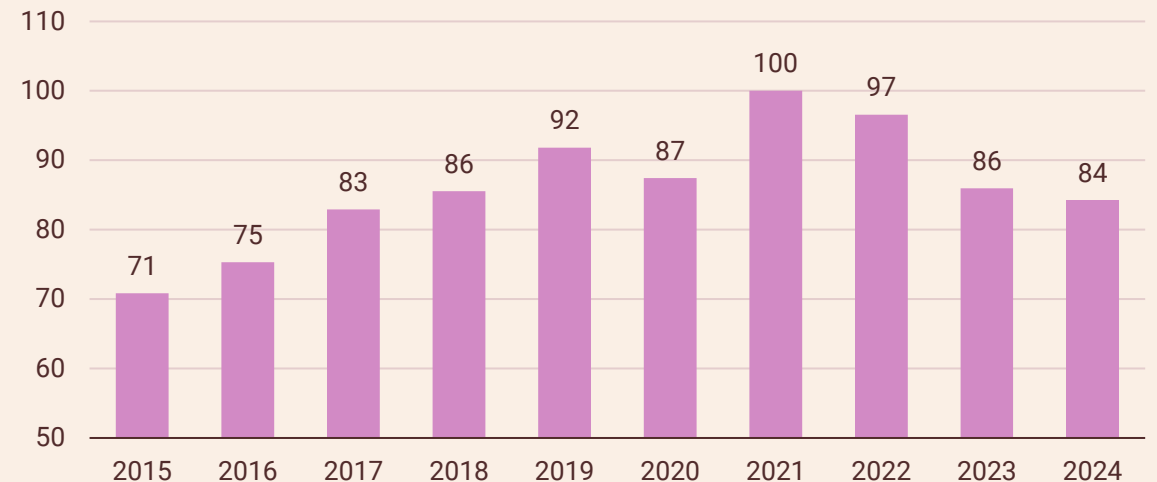
Puidutöötlemine ning puittoodete tootmine



Toiduainete tootmine

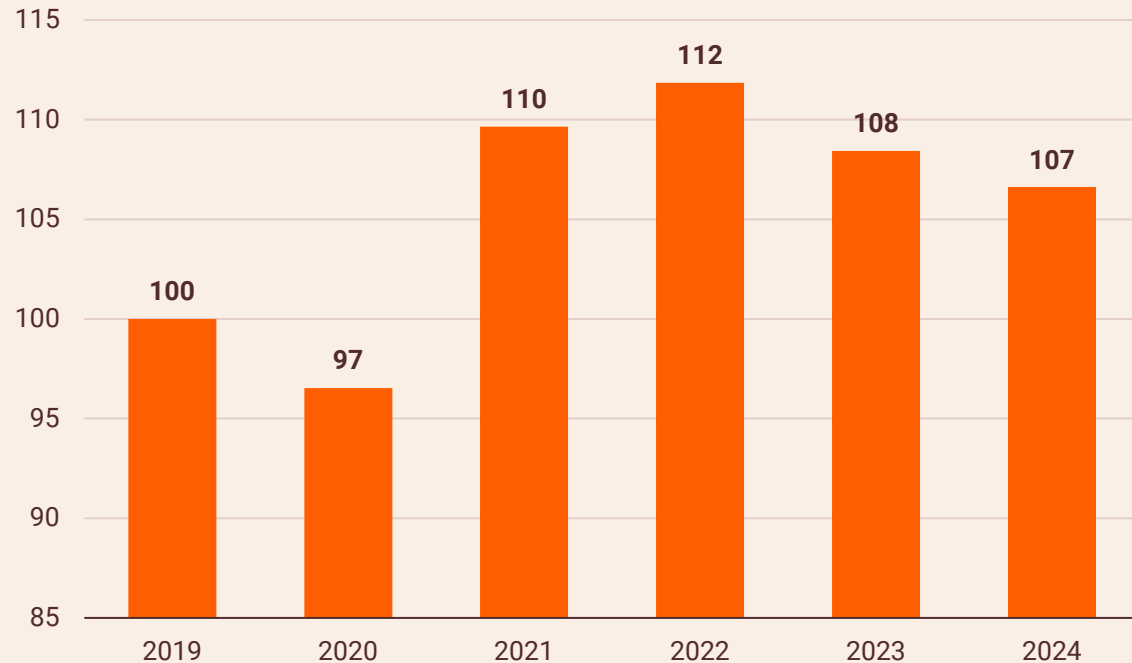


Metalltoodete tootmine

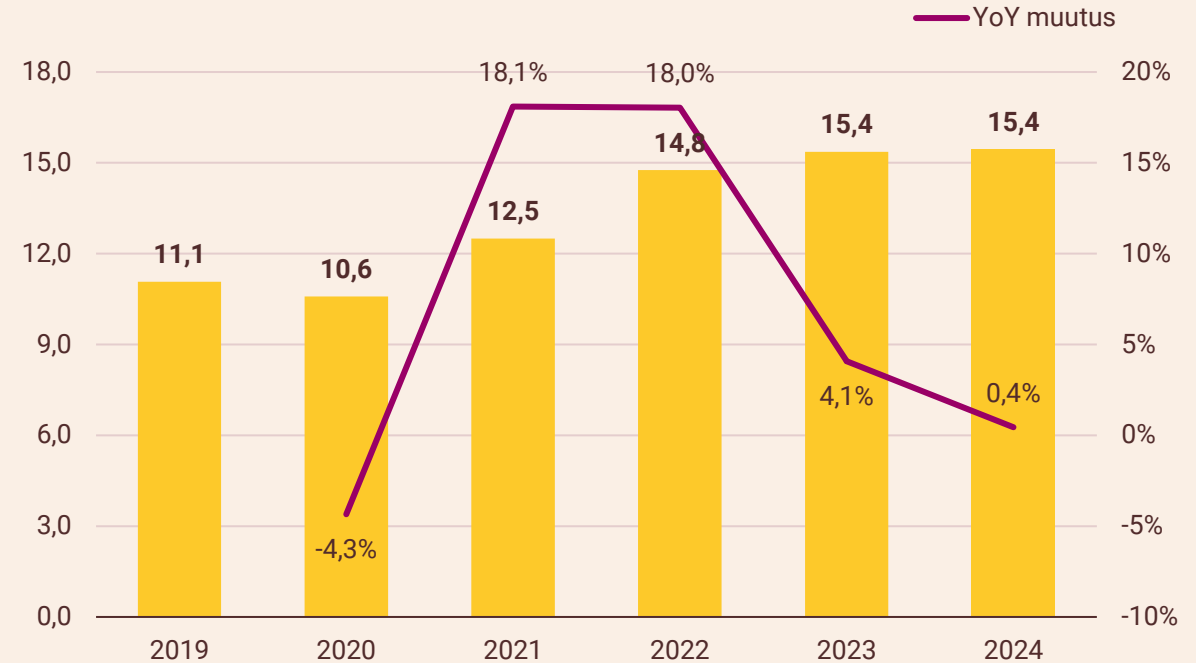


Jaekaubandusettevõtete müüginahud ja -käive

Jaekaubanduse müügitulu mahuindeks (2019=100)



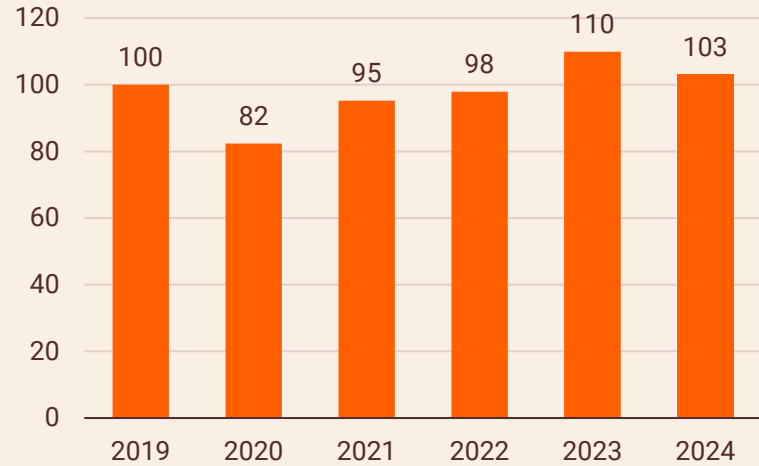
Jaekaubanduse müügikäive, EUR mld



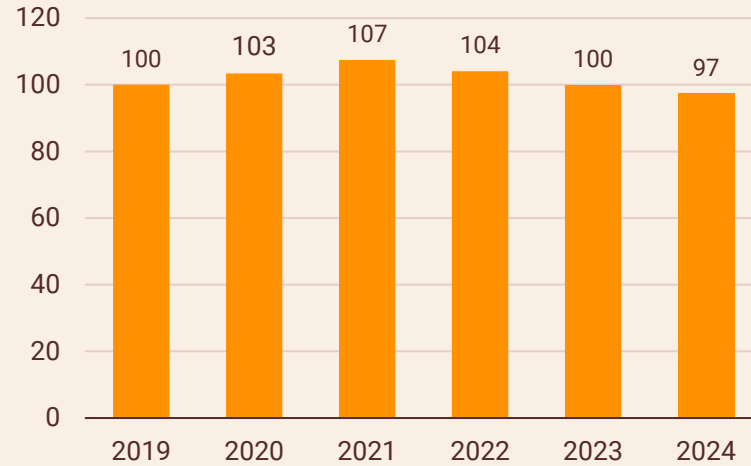
- 2024. aasta viimane kvartal oli autode müügis maksutõusu eel ülitugev. Jaekaubandusettevõtete mahtude muutus oli 2024. aasta kokkuvõttes -1,7% ja käive kasvas +0,4%. Ilma autode müügi ja hoolduse segmentideta oleks mahtude muutus olnud -3,0% ja käibe muutus -0,9%.
- 2025. aasta 2 kuud on olnud vastupidised. Kogukäive on langenud 1,2% YoY, autode müügi ja hoolduse segmentideta on olnud kasv +5,5% YoY. Mahud kokku -2,9% YoY, autosegmentideta +3,6% YoY.

Jaekaubandusettevõtete müügitulu mahuindeks (2019=100)

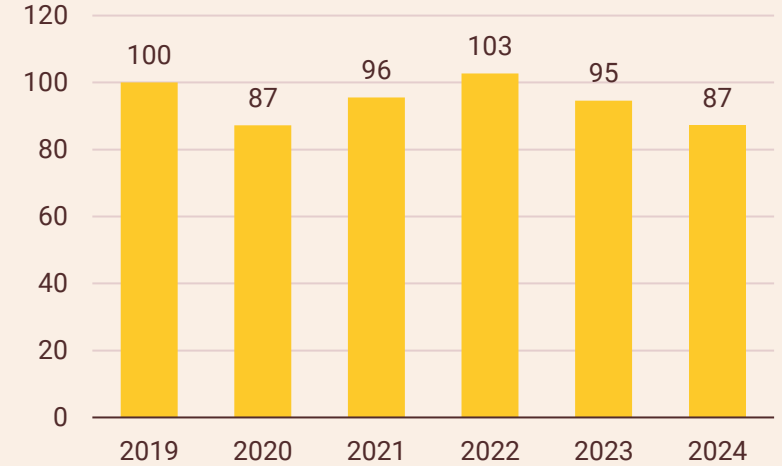
Mootorsõidukite müük ning remont



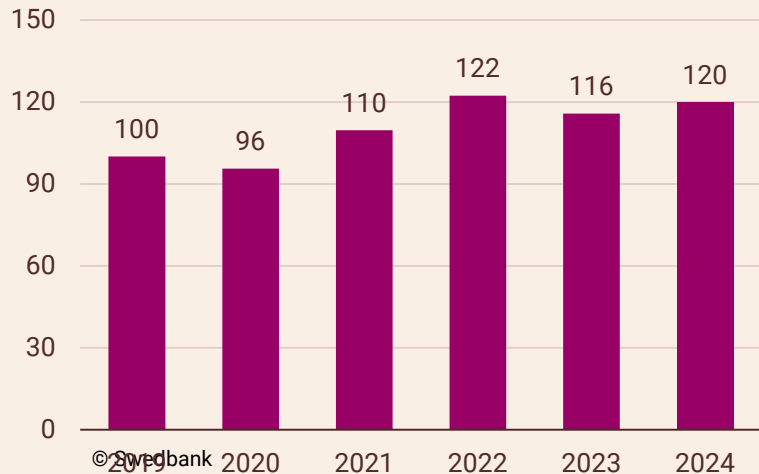
Toidukaubad, joogid ja tubakatooted



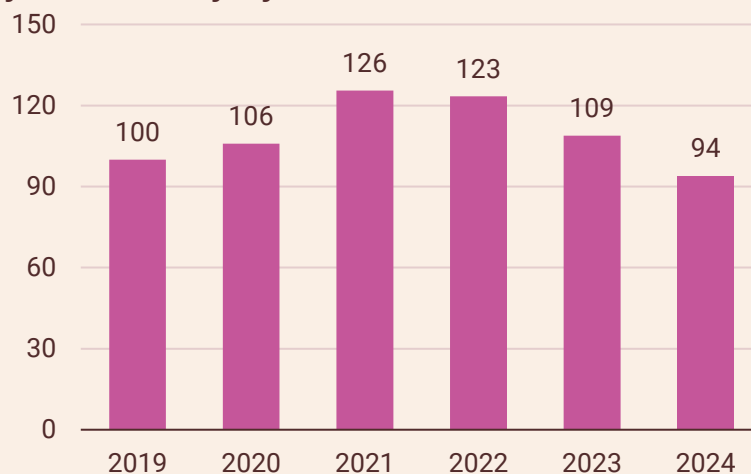
Tekstiiltoodete, rõivaste, jalatsite ja nahktoodete jaemüük



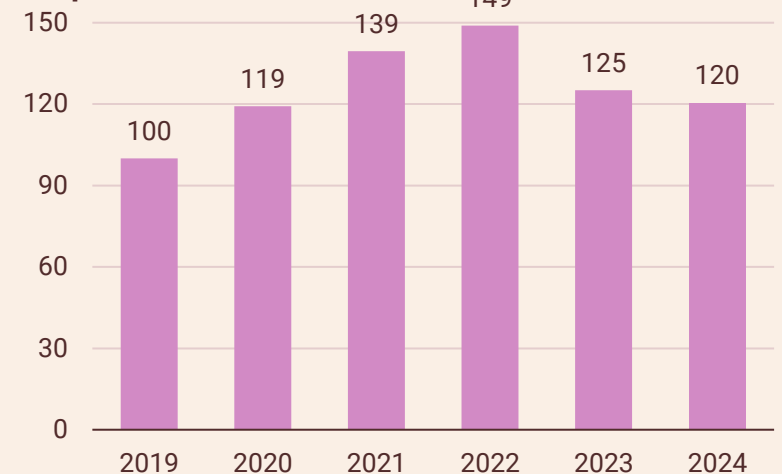
Mootorikütuse jaemüük



Majatarvete, kodumasinade, rauakaupade ja ehitusmaterjali jaemüük

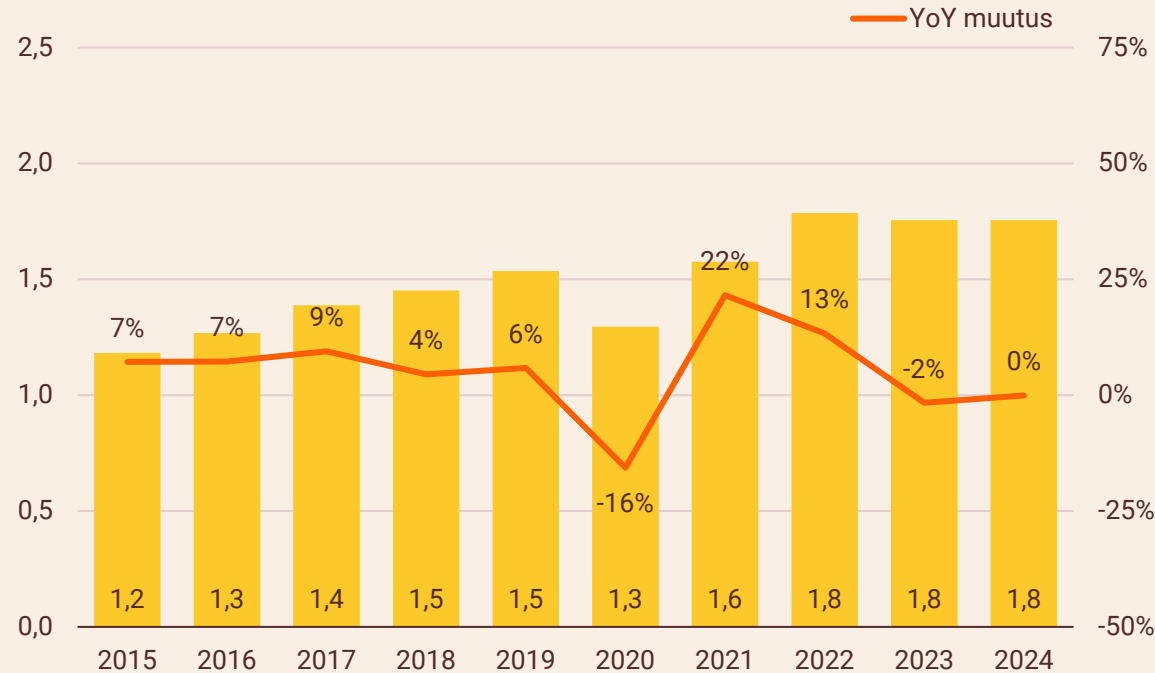


Jaemüük muudes spetsialiseeritud kauplustes

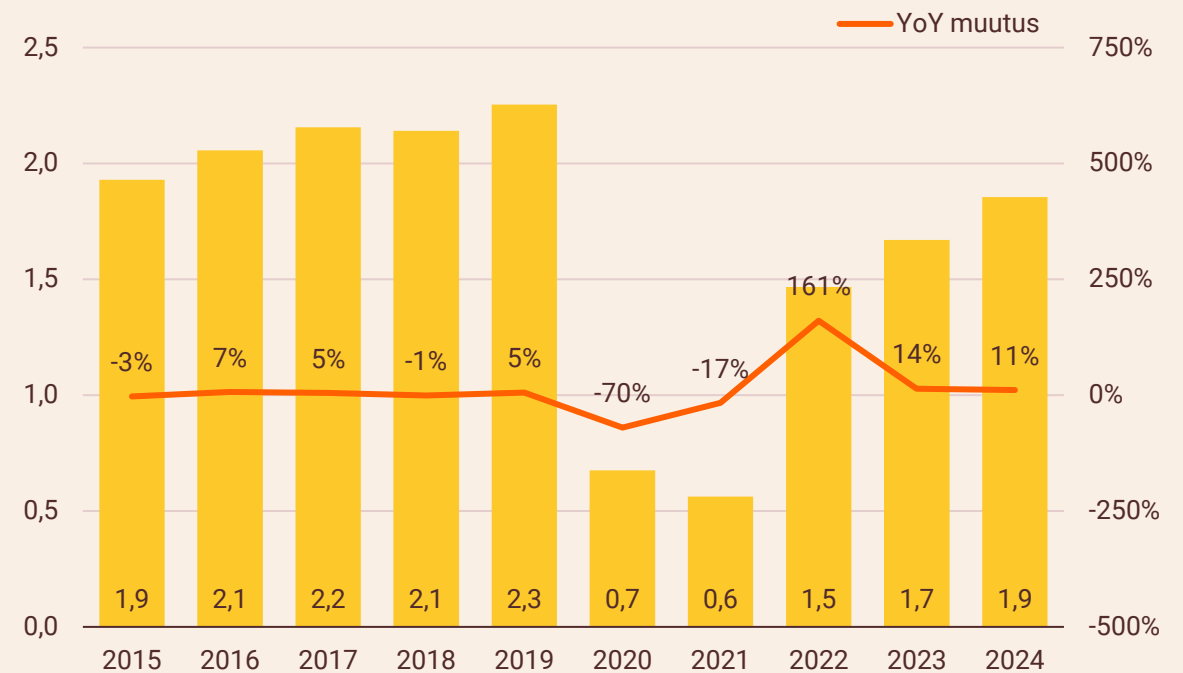


Majutatud turistid

Majutatud Eesti turistide arv, miljon



Majutatud välituristide arv, miljon



- 2024. aasta siseturistide arv **+14%**, välituristide arv **-18%** võrreldes pandeemiaeelse 2019. aastaga.
- Välituristide päritolumaade struktuur on palju muutunud.
- 2025. aasta 2 kuuga siseturistide arv **+0,4%** YoY, välituristide arv **+8,1%** YoY. Välituristide arvu taastumine jätkub.

Põhilised mõtted 2025 mais

Intressimäärade tõus tegi majandusaktiivsuse vähendamisel oma töö ära – nüüd on võidujooks ajaga, kes saab sellest kõige vähem kannatada. Globaalsed majandusriskid on suuremad kui kohalikud.

- **2020. aastad jäävad tõenäoliselt meelde stagflatsioonina.** S.t. kõrget inflatsiooni ja madalat reaalselt majanduskasvu (kõrget tööpuudust).
- **Eesti majanduse bilanss on tugev.** Viimase 3 aasta majanduslangus (Q1 2025 vs Q1 2022 -4,3%) on veidi bilanssi nõrgestanud, kuid investeerimisvõimekus on rahvusvahelises võrdluses jätkuvalt suhteliselt hea.
- **Väliskaubanduse häired USA-Hiina-EL vahel.** On oht, et järgmise 12 kuu jooksul tekib olukord, kus ettevõtete bilanss ja puhvrid saavad olema üliolulised. Lühiajaliselt on oodata majanduslangust USA-s, mille siirded mujale on ebaselged. Majanduslangus viib lõpuks intressimäärade languseni USA-s ja see taas omakorda kõrgema inflatsioonini. Nende protsesside ajalist kestust on äärmiselt keeruline prognoosida.
- **Majanduskasvu nõrk faas on parim aeg investeerida.** Ehitamine on odav, seadmed on odavad, tööjõu kättesaadavus on hea. Tähtis on, et investeringu rahastamine on kindel. Investeringu tööle hakkamine võtab aega.
- Teistel riikidel võib olla langusfaas alles ees. **Eesti majanduses domineerinud teatav konservatiivsus eelmistel aastatel on aidanud tugevat bilanssi säilitada** ja on hea platvorm võimaliku globaalse nõrkuse ajal investeerimiseks. 2026. aasta majanduskasv võiks Eestil olla juba üle Euroopa Liidu keskmise.
- **Ka teised Euroopa riigid ei pääse ka riigieelarve defitsiidi muredest.** Raske on öelda, millise tee teised riigid valivad, maksude tõstmise või kulude kärpimise.

Swedbank

