



Makromajanduse hetkeseis ja edasivaade

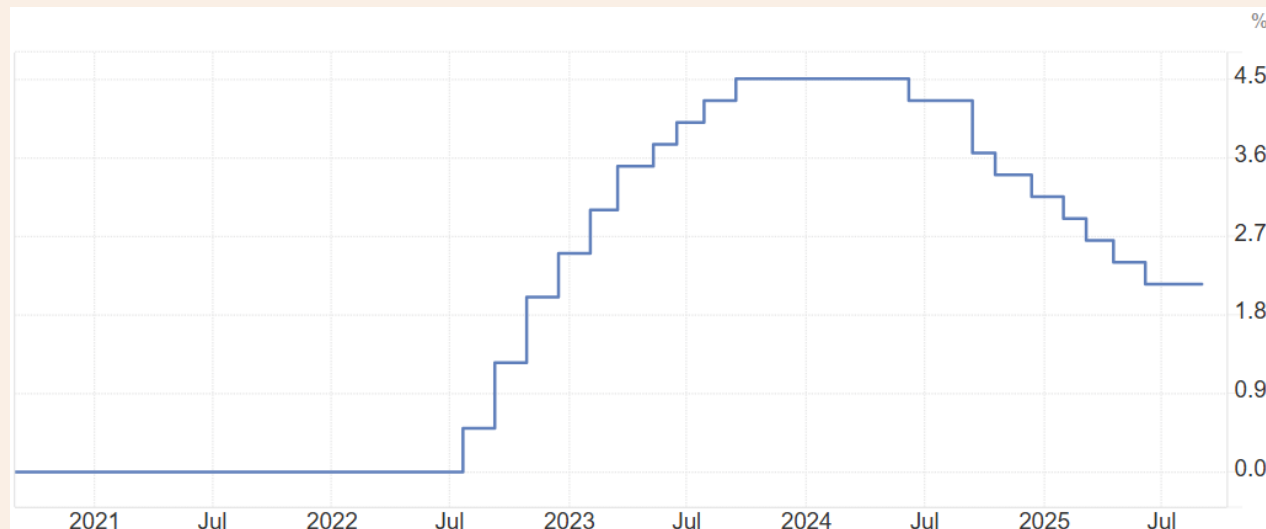
September 2025
Urmas Simson

RAHAPOLIITIKA

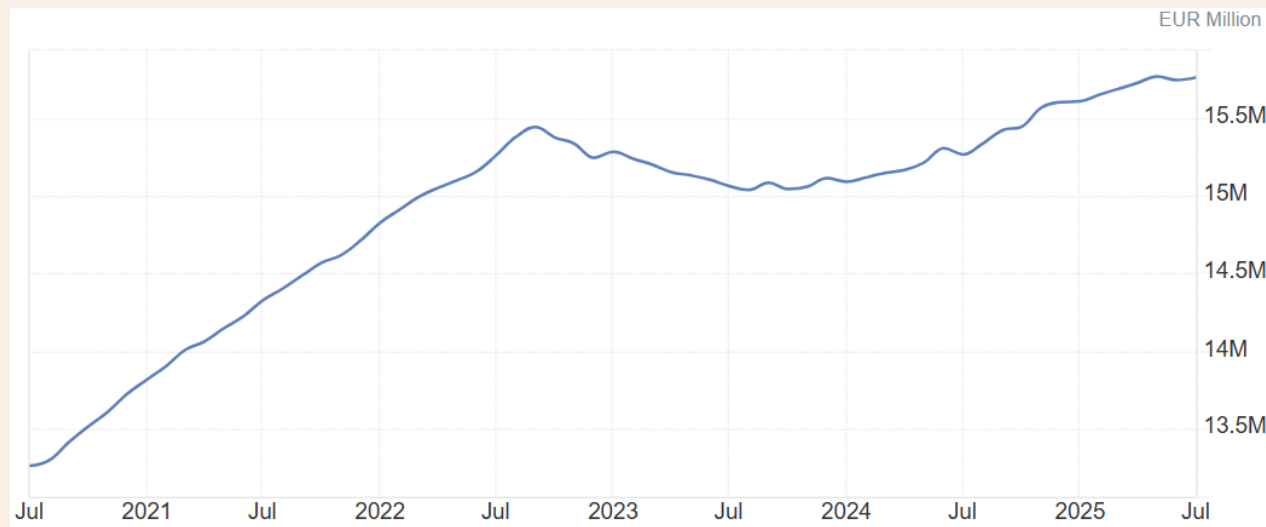
Euroopa rahapoliitika on olnud USA-st erinev

Laenuvõtja jaoks on Euroopas olnud viimastel aastatel lihtsam kui USA-s

Euro Area interest rate



Money Supply M2



- Euroopa Keskpangas hoiustamise intressimäär:
2022a juuli 0% -> 2023a september 4,0%
2024a juuni 4,0% -> 2025a juuni 2,0%
2024a juunist kuni 2025a juunini oli 8 intressimäära langetust, iga kord –0,25pp.
- Eurotsooni rahapakkumine kahanes 2022a sügisest 2023a sügiseni (ECB intressimäärade tipu saavutamiseni).

Rahapakkumise kasv on viimase 3 aasta jooksul (2022 juuli – 2025a juuli) minimaalne inflatsiooni põhjustaja. **Eurotsooni M2 rahapakkumise kasv on olnud viimase 3 aasta jooksul ca 2%.**

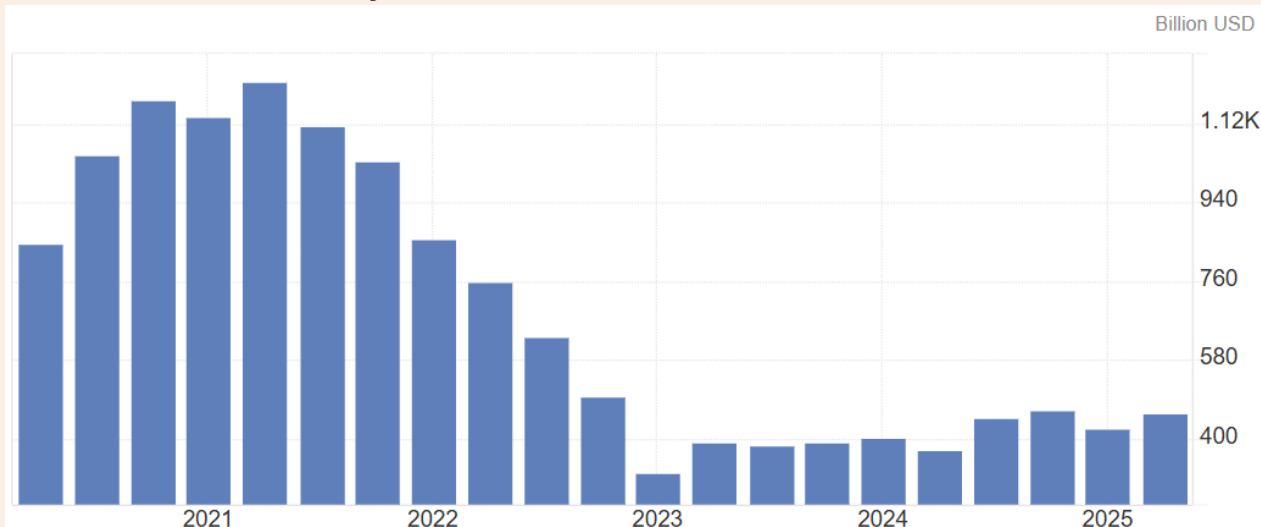
USA kinnisvaraturul on olnud 2023a algusest vaiksed ajad

Eluasemelaenu intressimäärad on püsinud kõrged

30-aastase eluasemelaenu intressimäär USA-s, %



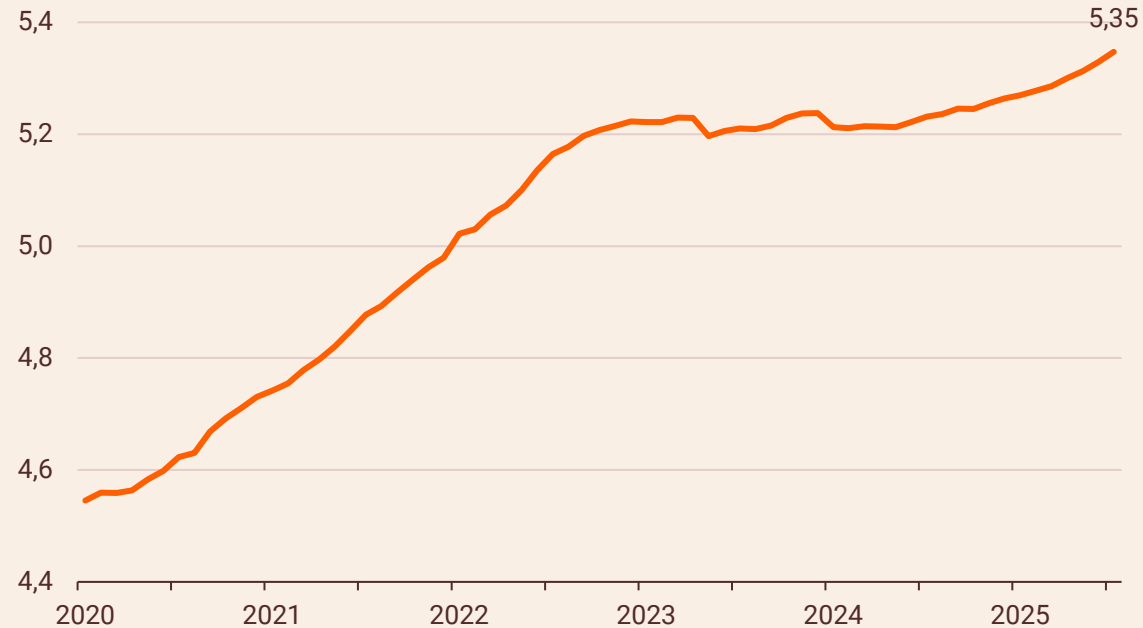
Uute eluasemelaenu väljastamise mahud USA-s, mld EUR



- Intressikeskkond USA-s on teistsugune kui Eurotsoonis. USA-s pole 30a eluasemelaenu intressimäärades olulist langust olnud.
- Kinnisvara loomine, müük ja finantseerimine on tööhõive mõttes oluline valdkond. See on olnud viimastel aastatel surve all.
- On suur risk, et USA reaalmajanduse näitajad nõrgenevad (tööhõive, sissetulekud, tarbimine).
- Rahapakkumise pidurdumine algas juba 2022a-l. Laenuvõtjate jaoks on keskkond olnud keeruline juba aastaid (madal rahapakkumise kasv, kõrged intressimäärad, kõrge inflatsioon).
- Need USA ettevõtted ja tarbijad, kes on maksimaalse võimendusega, on väga kõrge maksejõuetuse riskiga.
- USA valitsussektori ja erasektori summaarne võlg on võrreldes Eurotsooniga ülikõrge. Kodumajapidamiste võlg USA-s 18,4trn usd, sh eluasemelaenu 12,9trn usd vs Eurotsooni 7trn eur, sh eluasemelaenu 5,3trn eur.

Eurotsooni eluasemelaenude maht on kasvanud 3a jooksul +3,5% (2022a juuli – 2025a juuli)

Eurotsooni eluasemelaenude kogumaht, EUR trn
2020 – 2025 juuli



- Eestis on eluasemelaenude maht kasvanud 3 aastaga +26,0%, sh viimase aasta jooksul +9,9%.
- Eurotsoonis on 3 aasta kasv olnud +3,5%, sh viimase aasta jooksul +2,2%.

© Swedbank

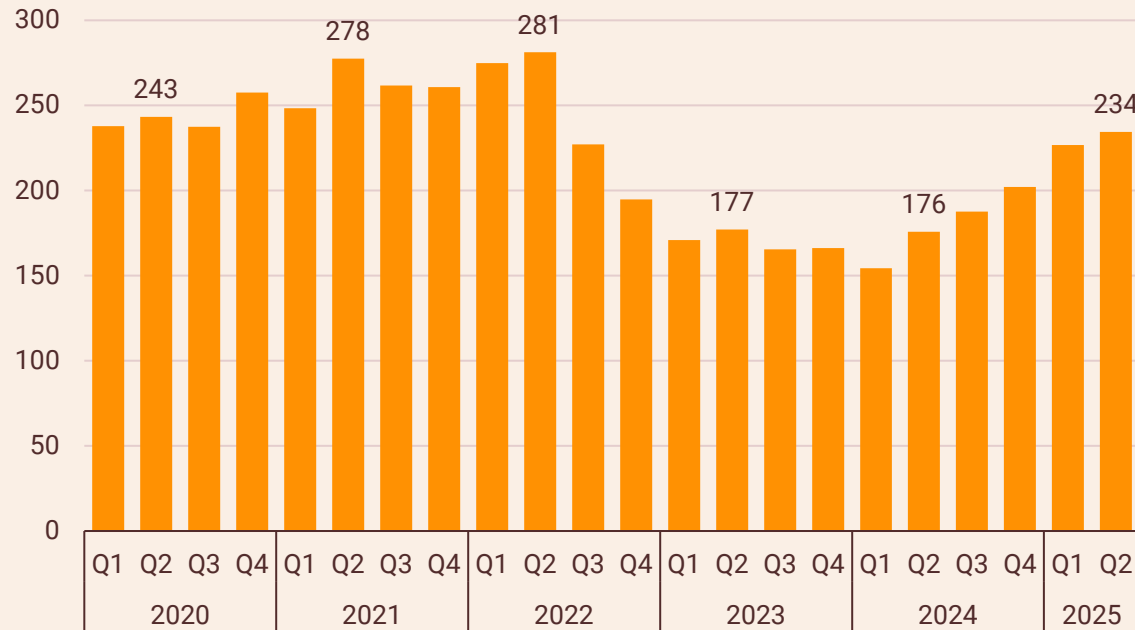
Allikas: <https://data.ecb.europa.eu>

**Intressimäärade tõusul oli
Eurotsooni
laenumahtudele oluline
aktiivsust vähendav mõju.**

Eurotsooni kodumajapidamiste laenude kasv +2,4% aastas

2024. aasta kevade madalseisus oli Eurotsooni eluasemelaenude kasv +0,2% aastas

Uute eluasemelaenude väljastamise mahud Eurotsoonis, mld EUR



Eurotsooni eluasemelaenude YoY kasv, %
2020 – 2025 juuli

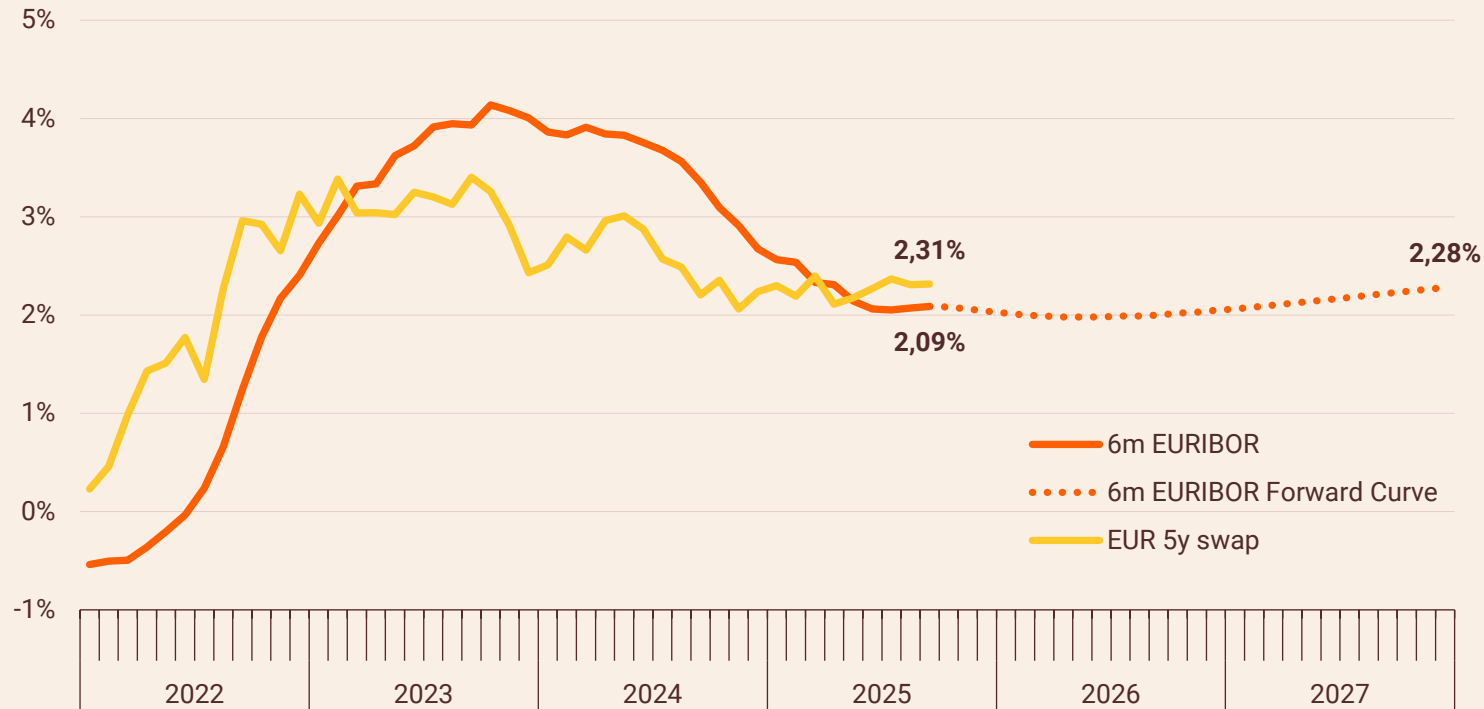


- Euroopa Keskpanka juht on siiani kinnitanud, et prognoositakse 2025. aastal Eurotsooni reaalse SKP kasvuks **+0,9%**. See viitab, et selleks aastaks majanduses suuri vapustusi ei oodata.
- Huvitav oli see, et kui tariifide risk tundus suurim, **ka siis ei langetanud Euroopa Keskpank oma majanduskasvu ootust**. Tagantjärele vaadates oli see väga adekvaatne hinnang olukorrale.

Intressimäärad Eurotsoonis

- 6 kuu Euribor on langenud 2023a tipuga võrreldes 200bps (4,1%→**2,1%**).
- 6 kuu Euribor oli 15. sept seisuga **2,10%**.
- 5a swap on **2,35%**. Kui veel kevadel ootas turg, et 6k Euribor jõuab 12 kuu jooksul 1,6-1,8% vahemikku, siis nüüd usub turg, et 2% tase ongi põhi, kuid järgmised 3,5 aastat püsitakse ka alla 2,5% taset.

Intressimäärad 2022 - 2027



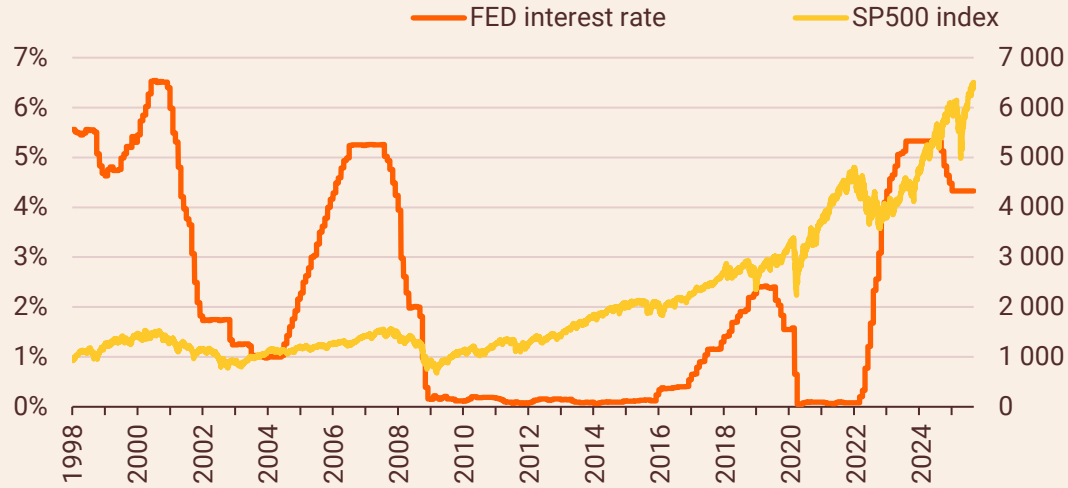
© Swedbank

Pärast ligi 2 aastat kestnud lühiajaliste intressimäärade langust ei usu turg, et 6 kuu Euribor 2% tasemest allapoole langeks.

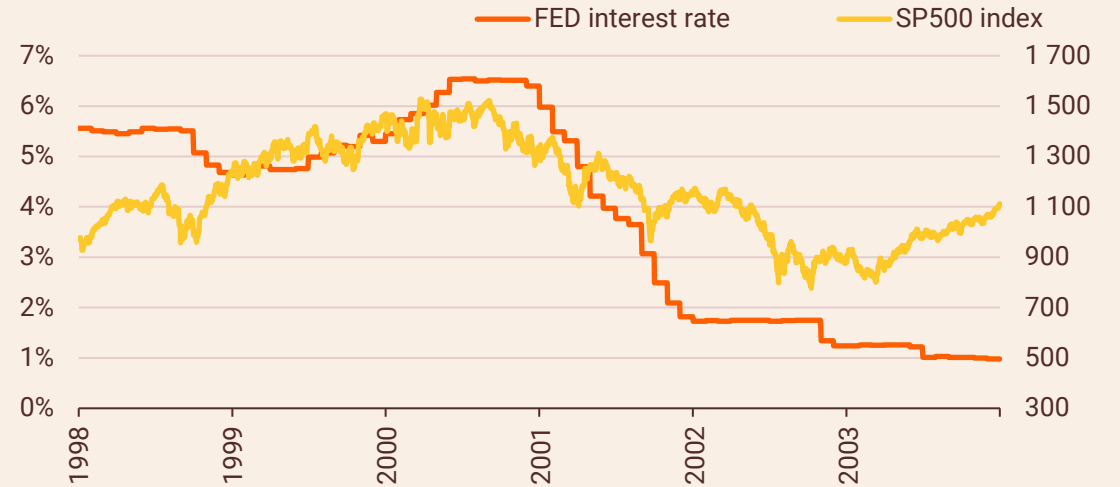
FED-i intressimäärad vs S&P 500 indeks

Keskpanga intressimäärade langetamine on läbi ajaloo indikeerinud probleeme

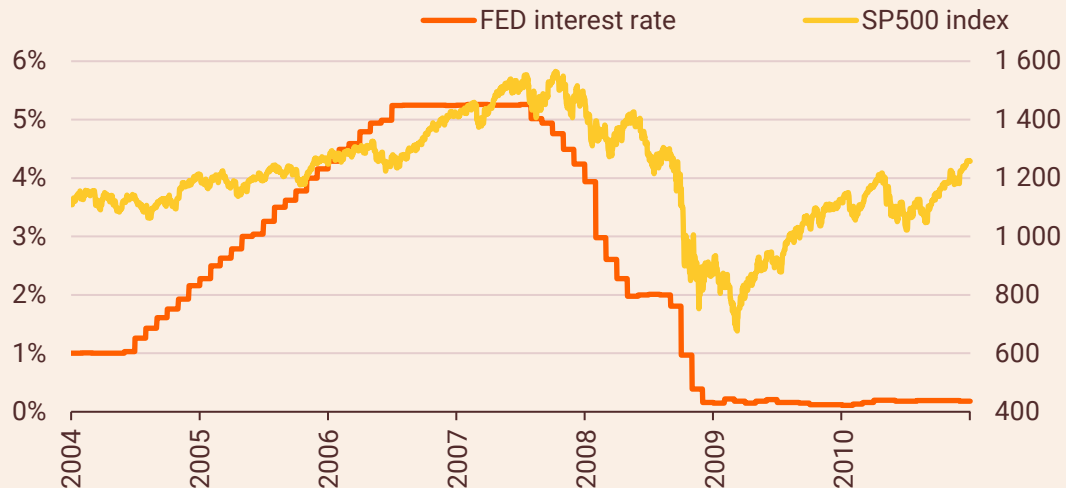
1998 - 2025 August



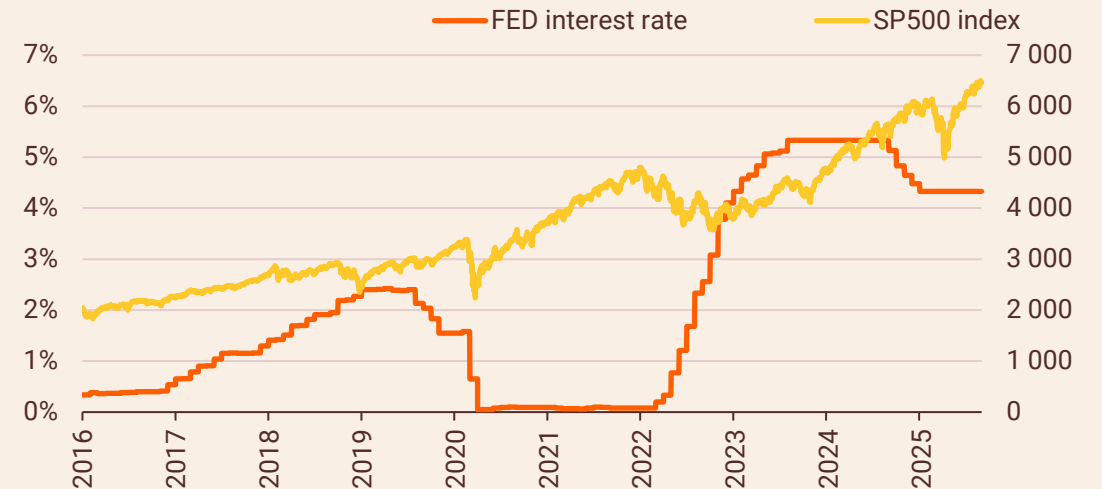
1998 - 2003



2004 - 2010



2016 - 2025 August

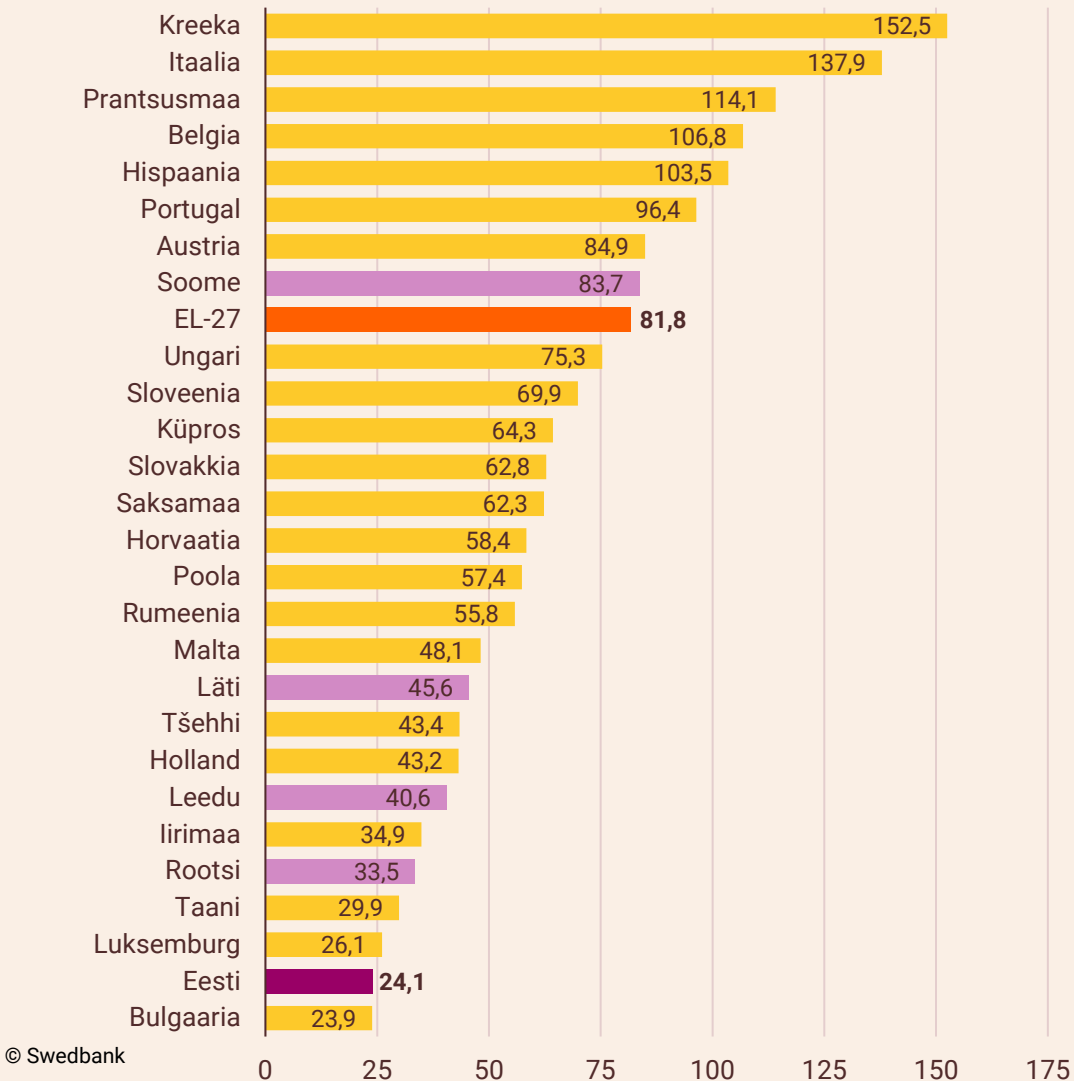


EELARVEPOLIITIKA

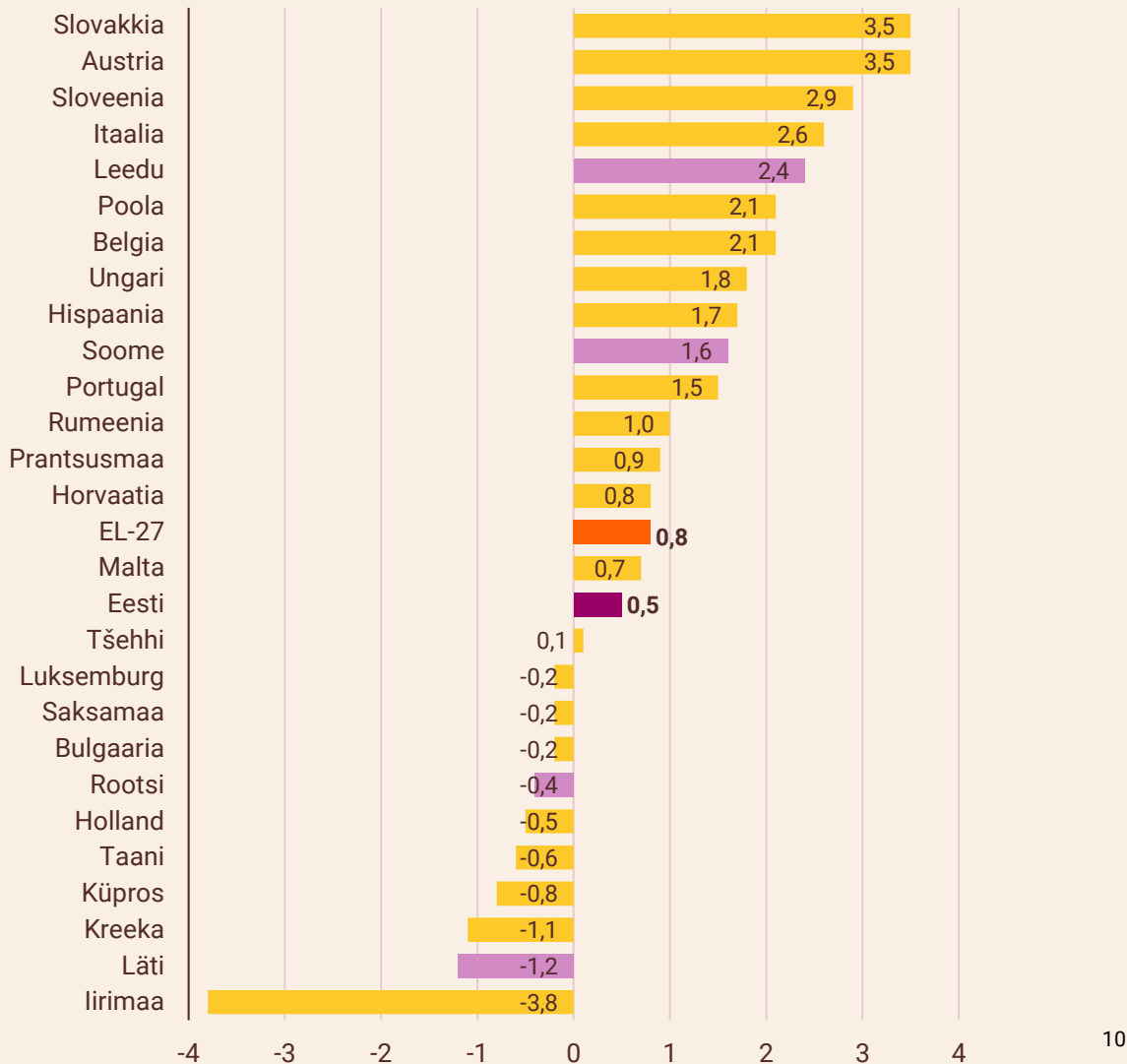
EL riikide avaliku sektori võlakoormus suhtena SKPsse

Q1 2025 seisuga

Avaliku sektori võlakoormus suhtena SKPsse (2025 Q1), %

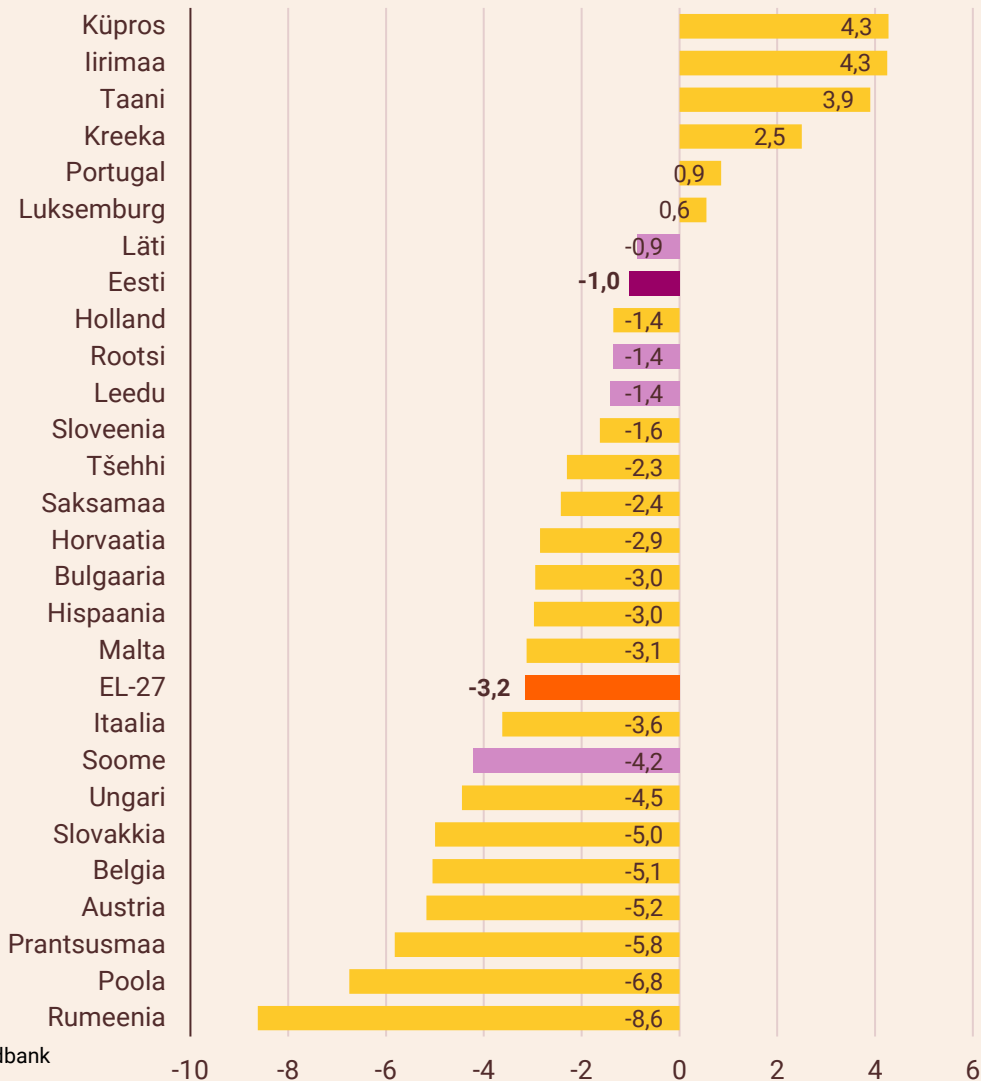


Avaliku sektori võlakoormuse/SKP suhte muutus, QoQ (pp)

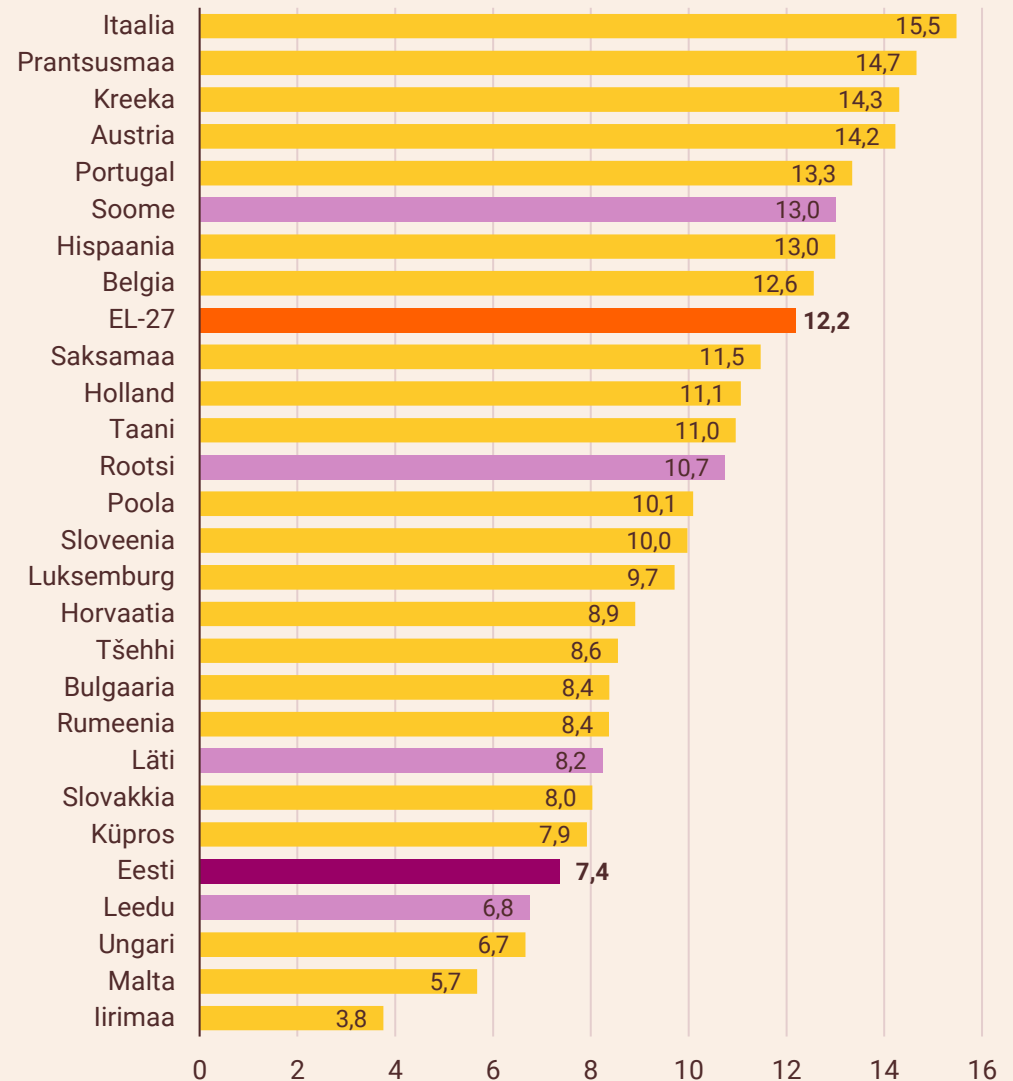


EL riigieelarvete saldo ja pensionid suhtena SKPsse

Riigieelarve saldo / SKP suhe, Q2 2024 - Q1 2025



Välja makstud pensionite ja SKP suhe 2022. aastal, %

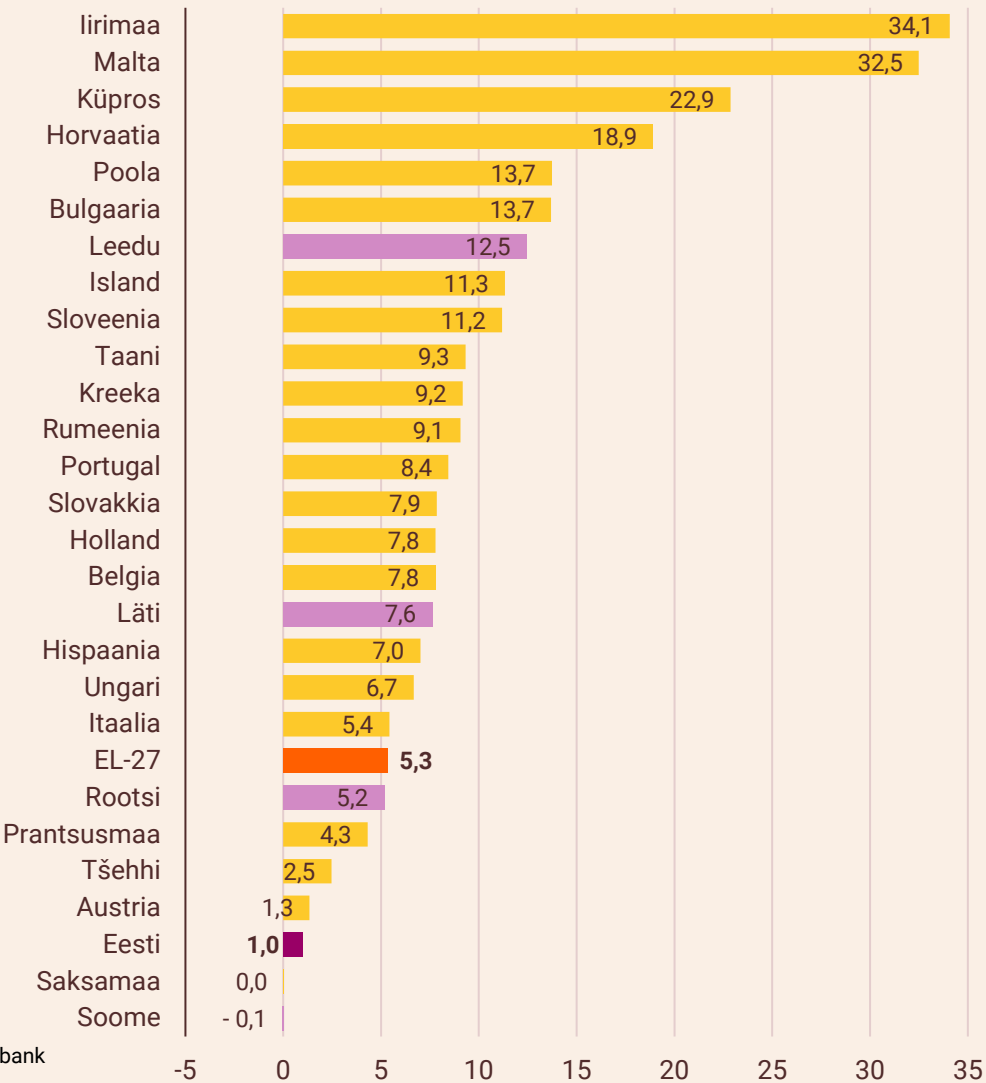


© Swedbank

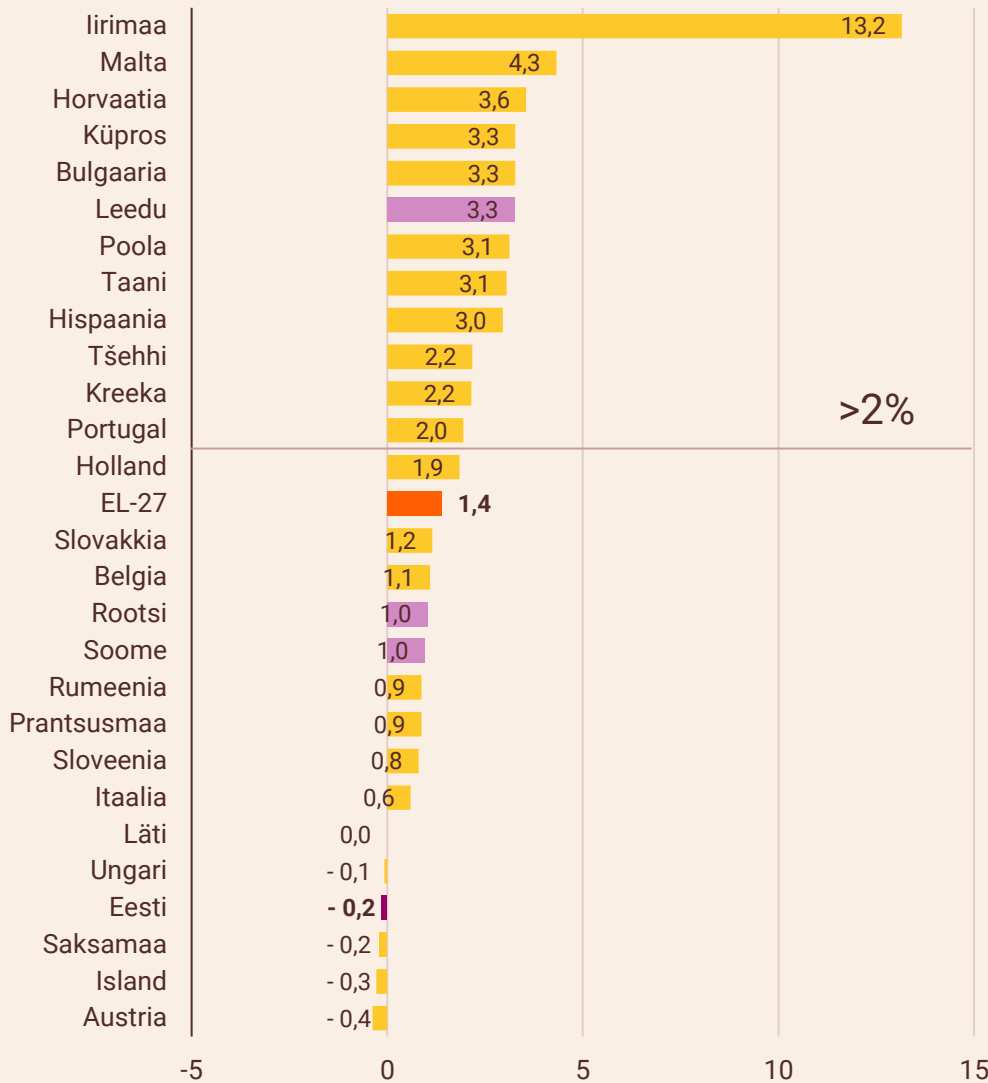
SKP muutus püsivhindades EL riikides

12 riiki on kasvuga >2%, meile lähedastest riikidest ainult Leedu ja Poola

SKP muutus püsivhindades 2020-2024, %



SKP aastane muutus püsivhindades Q3 2024 - Q2 2025, %



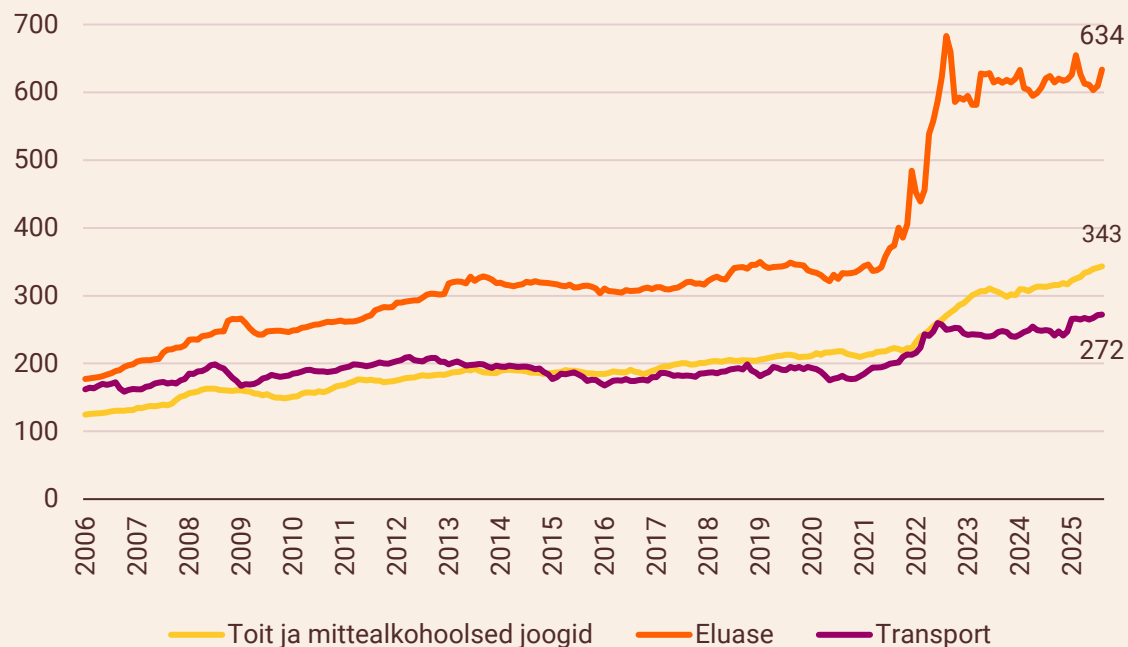
EESTI MAJANDUS

Ebareaalne on kiiret kasvu oodata, kui naabrite
majandused ei kasva.
Aga naabritele alla jääda ka ei tohiks.

Tarbijahinnaindeksi muutused Eestis ja EL-is

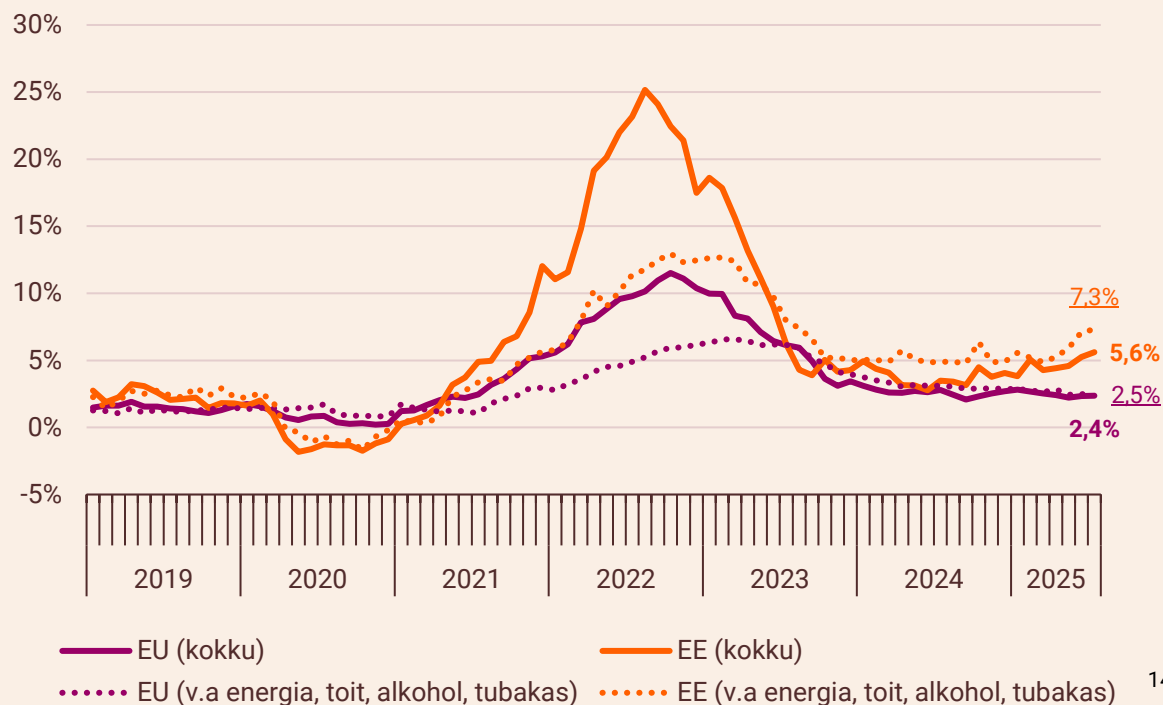
- Eesti tarbijahindade aastane tõus oli 2024a-I +3,5%. 2025a 8 kuud **+4,9% YoY**.
- Suurriikide inflatsiooni põhjuseks ei ole viimase 3 aasta jooksul olnud mitte rahapakkumise kasv, vaid maksutõusud ja pakkumisepoolsed häired (sanktsioonid, ilmastik, tollitariifid).
- Riikide konkurentsivõime sõltub palju sellest, kuidas tehakse valikuid maksude ja riigieelarve kärpete vahel. Eesti tegeleb riigieelarve probleemidega varem kui teised. Teistes riikides tuleb see teema alles lauale. Pole kindel, kas varem tegelemine on majandusele hea. Kaotame sel perioodil konkurentsivõimes.

Tarbijahinnaindeks (2006-2025 august)
1997 = 100



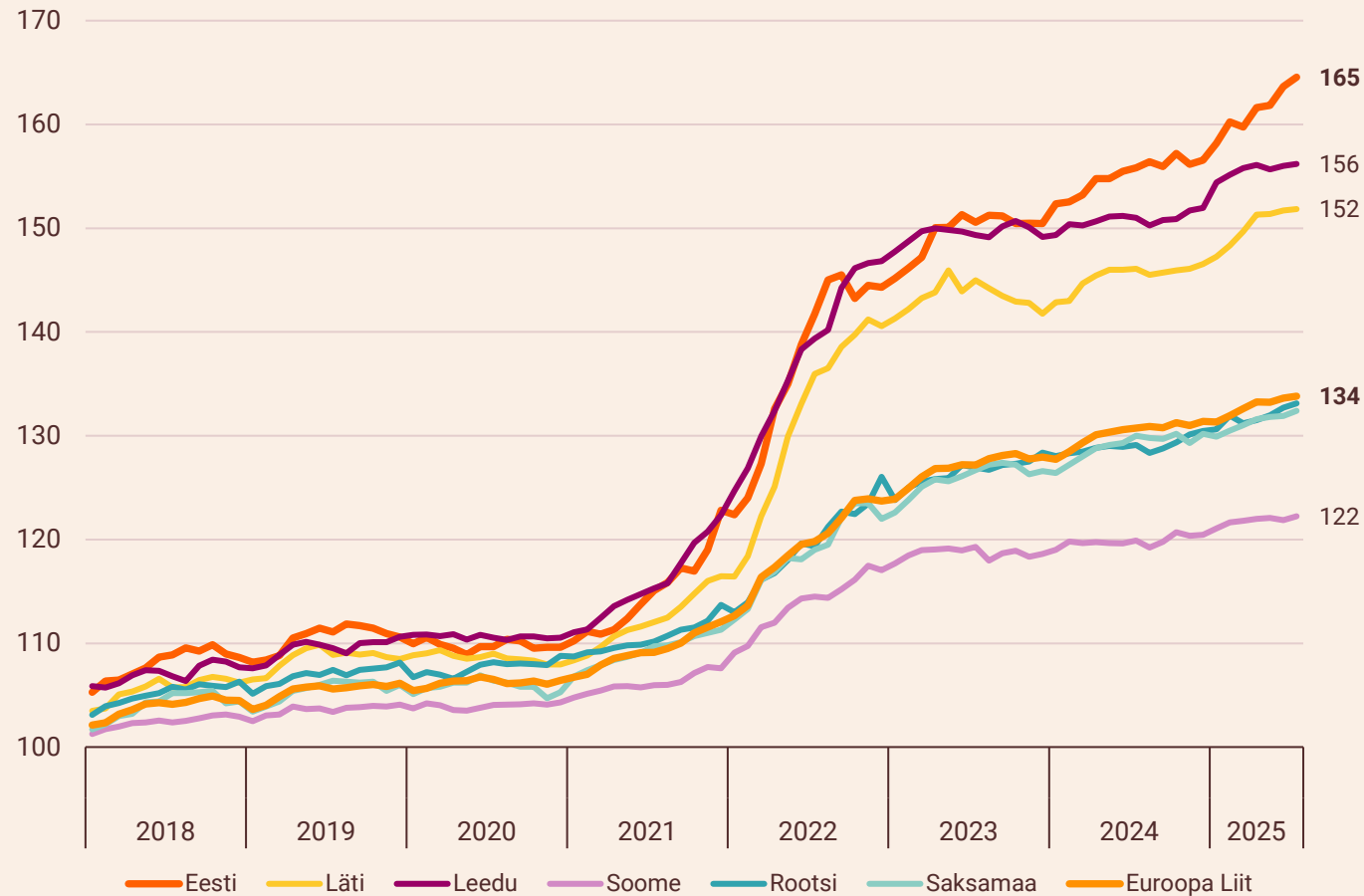
© Swedbank

Tarbijahinnaindeksi YoY muutus (2019-2025 juuli), %



Tarbijahinnaindeks Eestis ja EL-is

Tarbijahinnaindeks (2018-2025 juuli)
2015 = 100



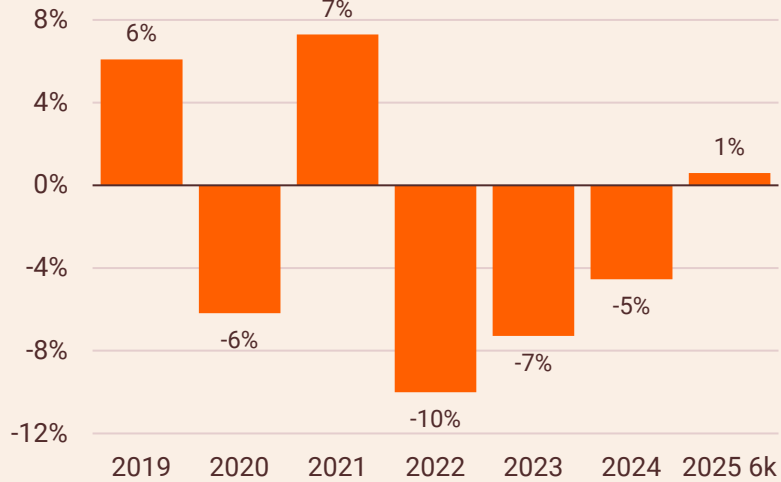
© Swedbank

Allikas: Eurostat

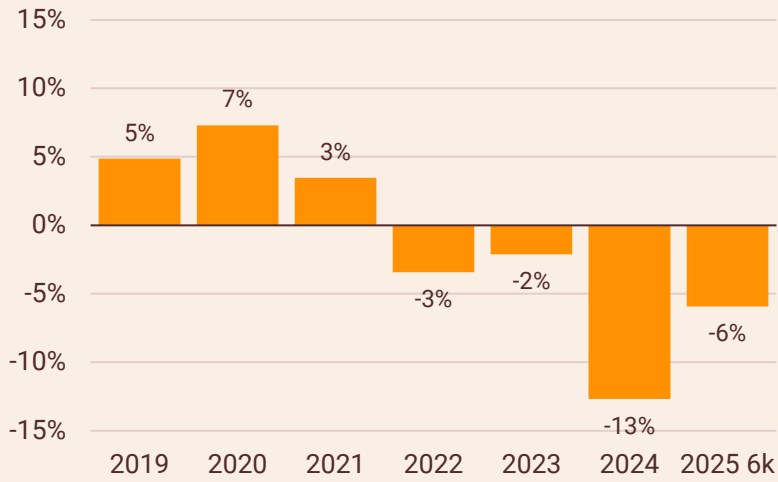
Viimase 10 aasta
tarbijahinnaindeksi tõus:
EL-is +34%
Eestis +65%

SKP püsivhindades sektoreite lõikes 2019-2025

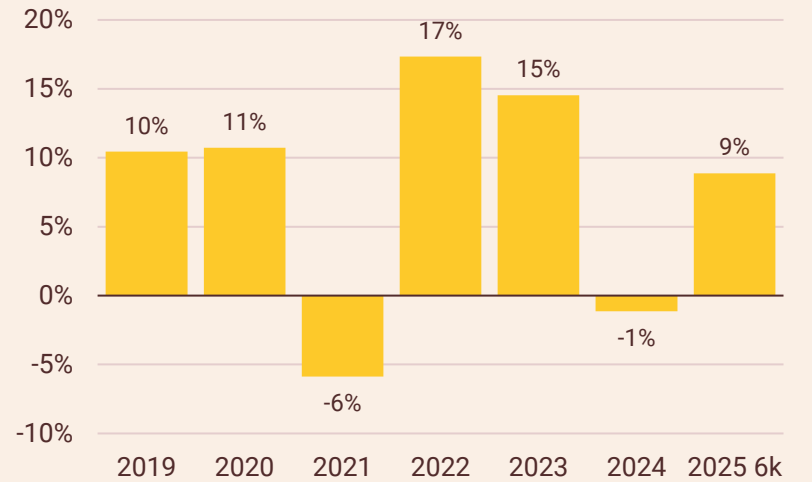
Töötlev tööstus



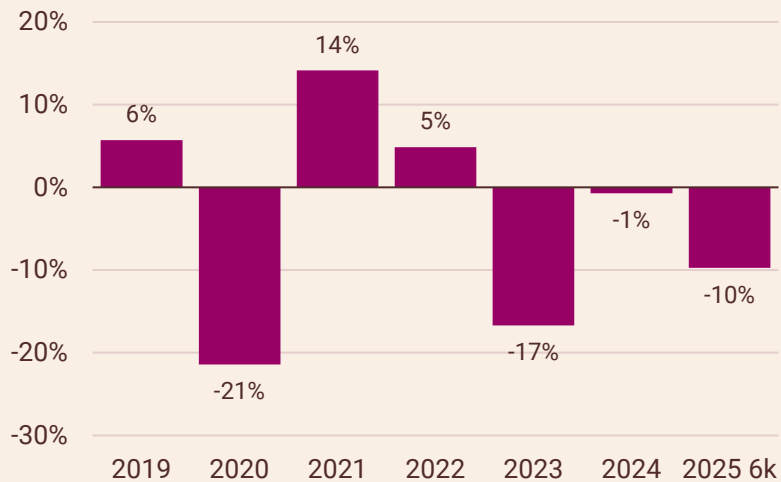
Ehitus



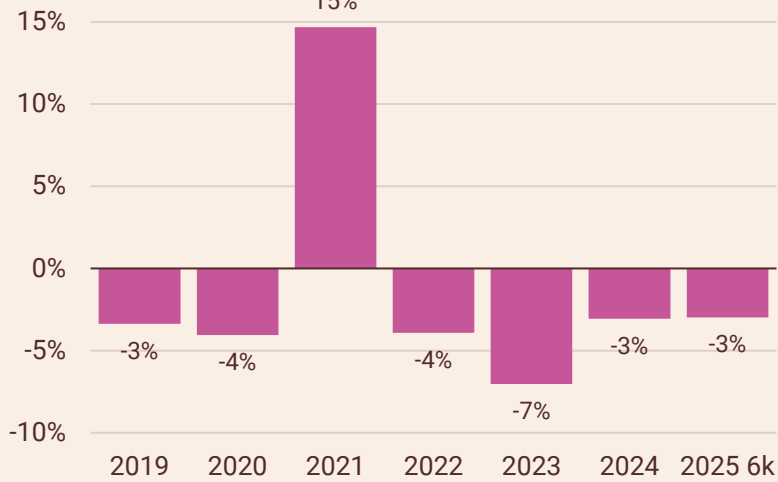
Info ja side



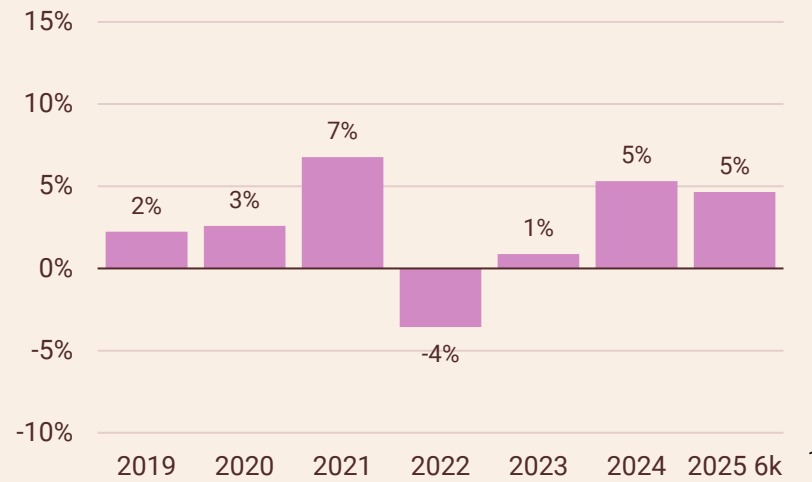
Veondus ja laondus



Hulgi- ja jaekaubandus



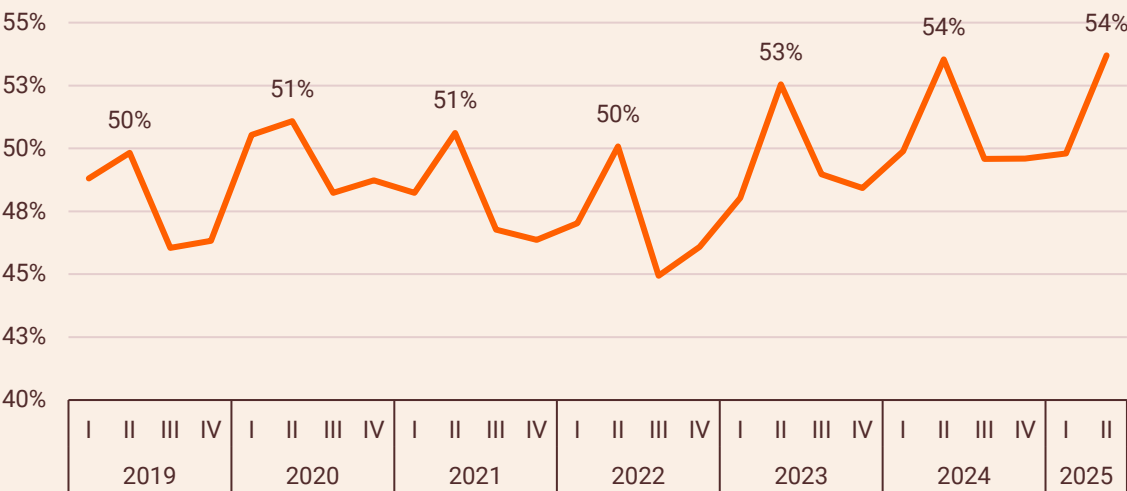
Kinnisvaraala tegevus



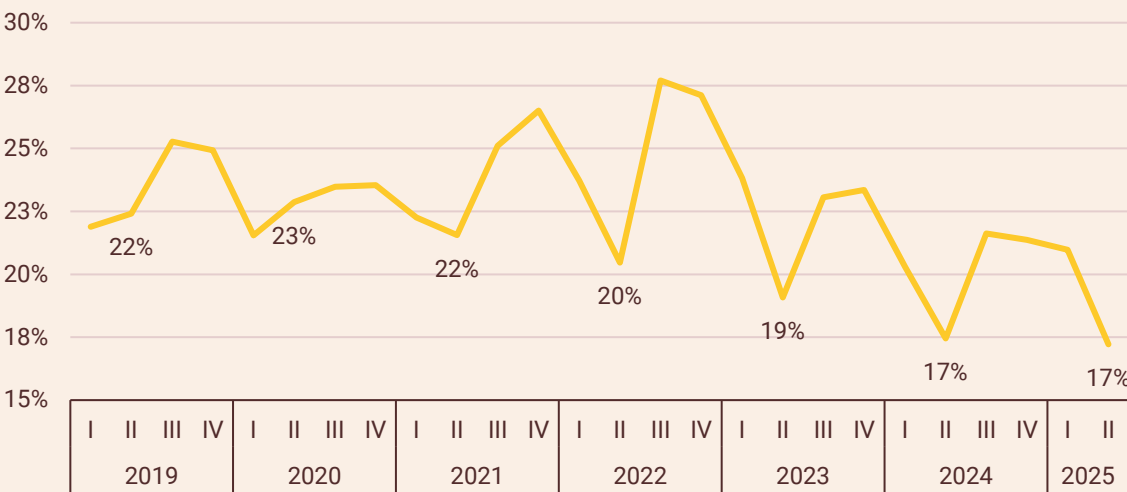
Ettevõtted võtsid majanduslanguse mõjud enda kanda.

Keskmine palk ja tööjõukulud on kasvanud kiiremini kui SKP.

Hüvitised töötajatele - osakaal SKPst, %

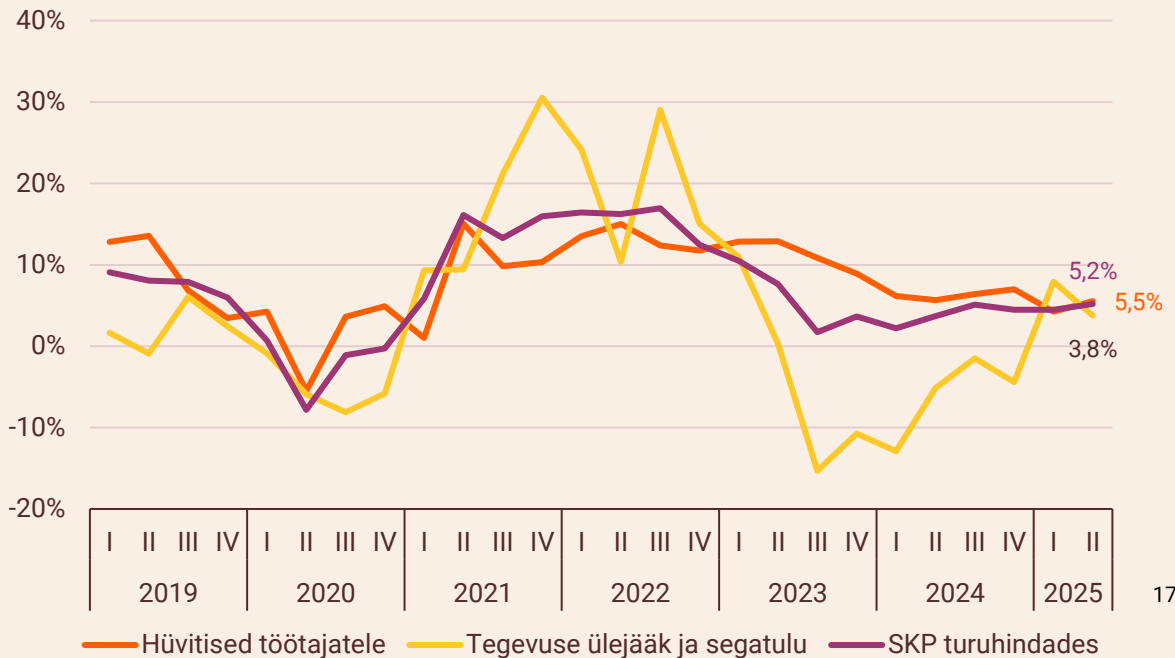


Tegevuse ülejääk ja segatulu - osakaal SKPst, %



- „Nähtamatu majanduslangus“ – ettevõtted võtsid majanduse nõrkuse mõjud enda kanda.
- Kaubanduskeskuste parklad, puhkusereisile viivate lennukite täituvus ei ole majanduse seisu hindamiseks head indikaatorid. Kriisiks loeme, kui hõivatute arv kahaneb 5 või 10%. Me ei tunneta seda muutust, kui vaatame lihtsalt tänaval ringi.

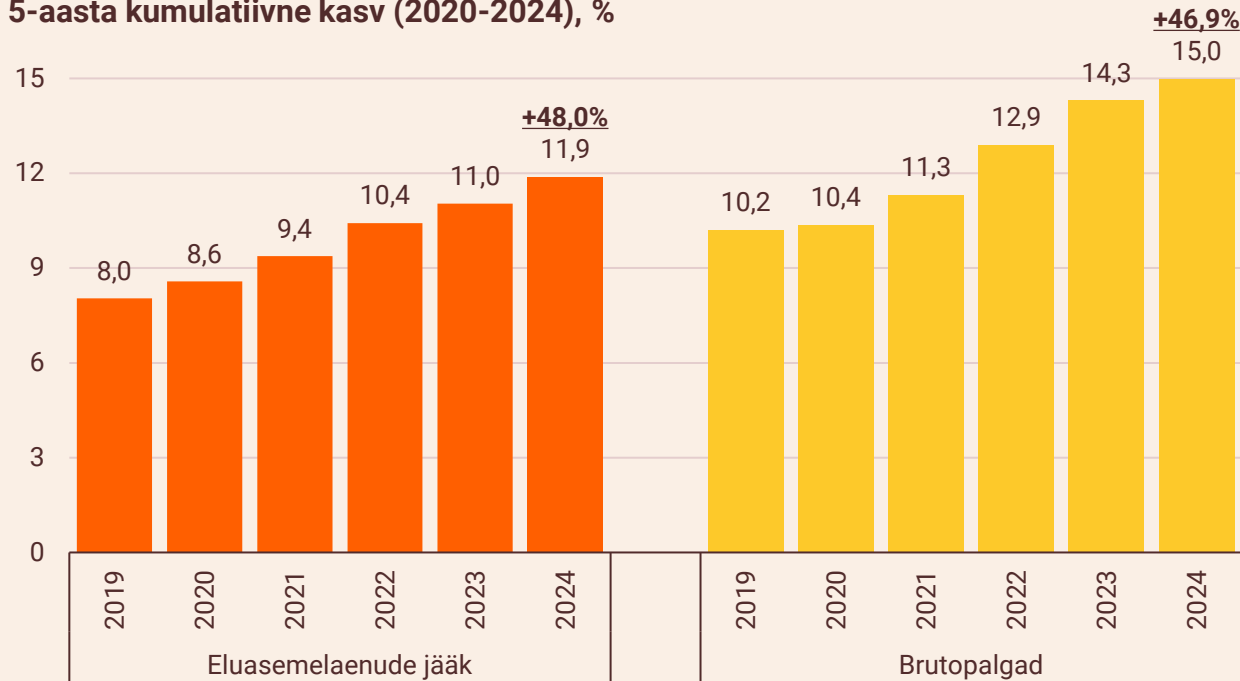
SKP YoY muutus



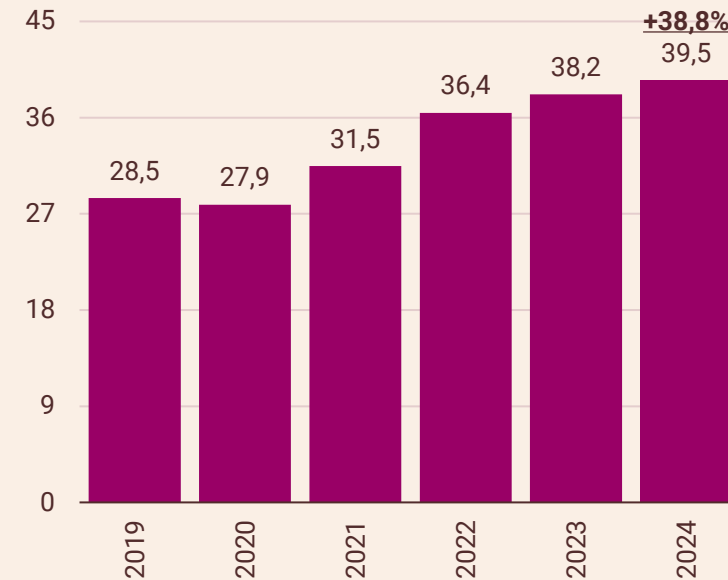
Kodumajapidamiste eluasemelaenude maht kasvas 2020-2024a samas tempos palgafondiga – see on hea

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

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

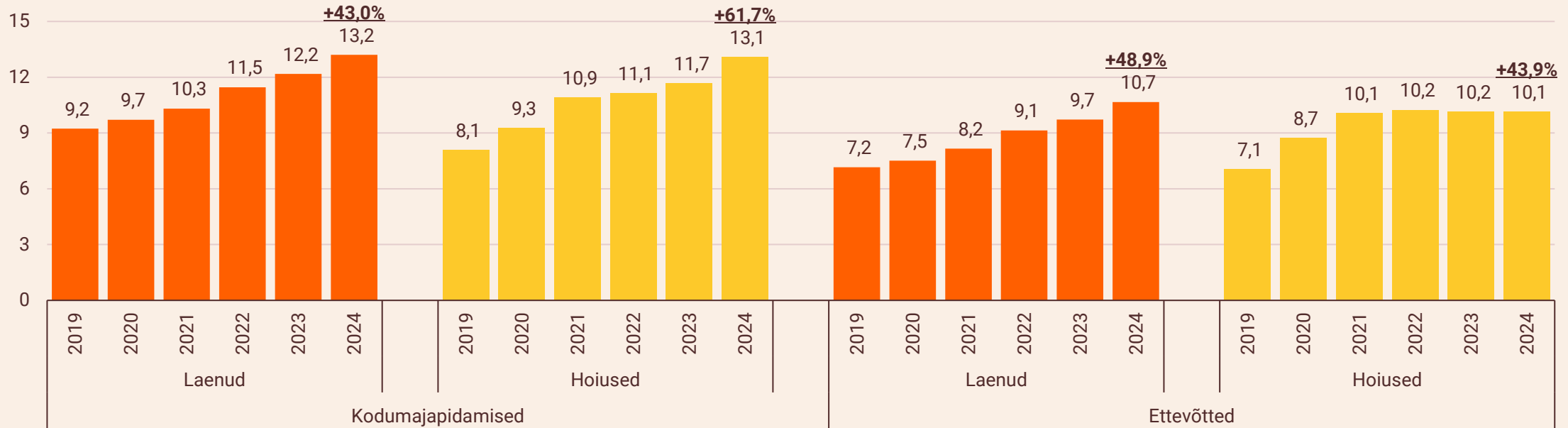


SKP, EUR mld
5-aasta kumulatiivne kasv (2020-2024), %



2020-2024a kasvasid kodumajapidamiste hoiused laenudest kiiremini – see on ka hea

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

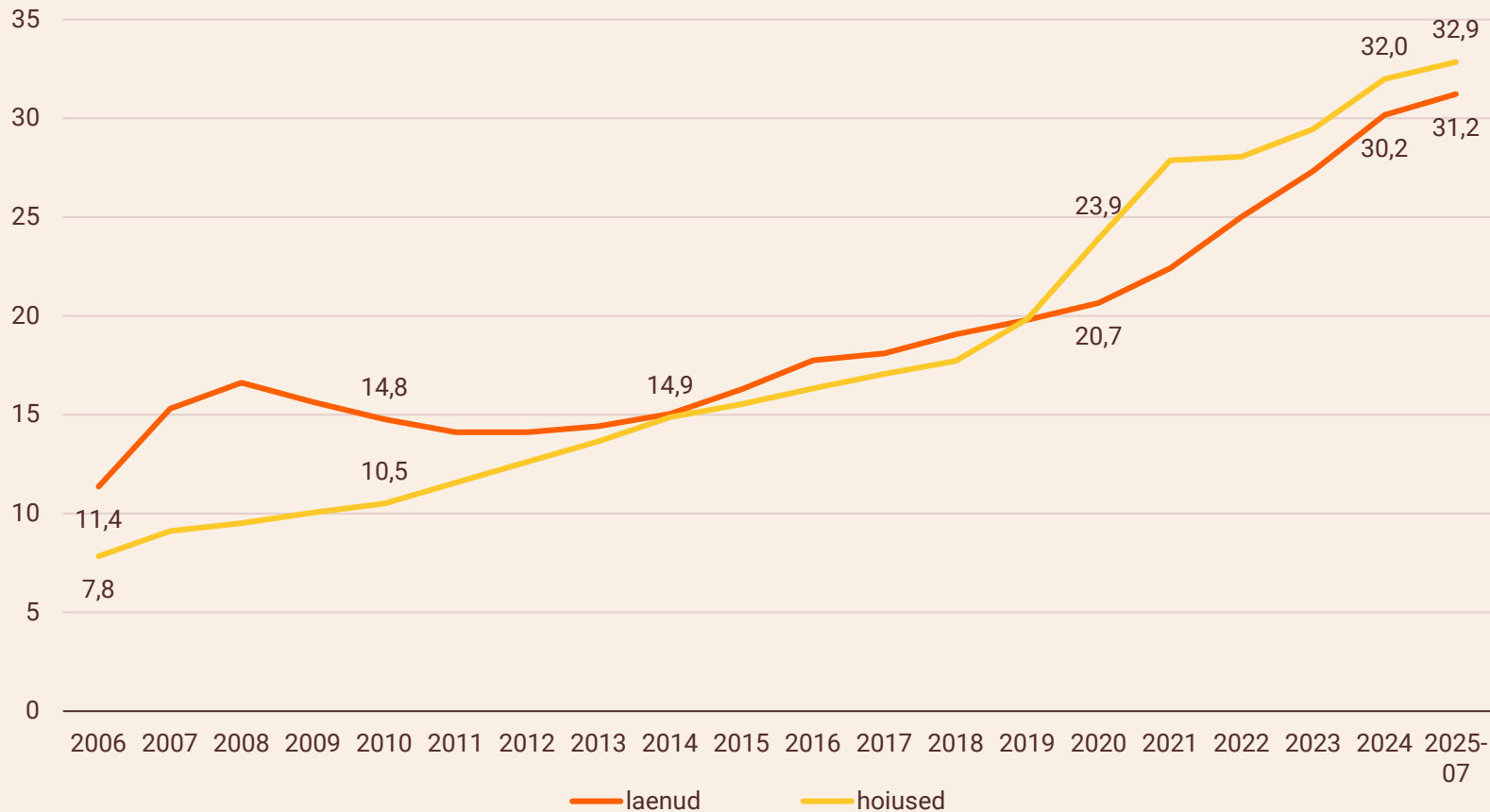


- Kodumajapidamiste laenude/hoiuste pilt on püsunud tugev. Kinnisvaraturg on olnud küll vaiksem kui mõned aastad tagasi, aga toimib. Kohalikud säästud on varade turgude likviidsuse jaoks äärmiselt olulised.
- Eesti ettevõtetel tundub olevat võimekust järgmise 12-18 kuu jooksul investeerida, laieneda. Keskkond võib tulla rahvusvahelises majanduses väga keeruline, kuid see on tugevate kapitalipuhvritega ettevõtetele võimaluseks.

Laenud ja hoiused 2006-2025

(sh valitsussektor, finantseerimisasutused, kodumajapidamised, ettevõtted)

Laenud ja hoiused, EUR mld

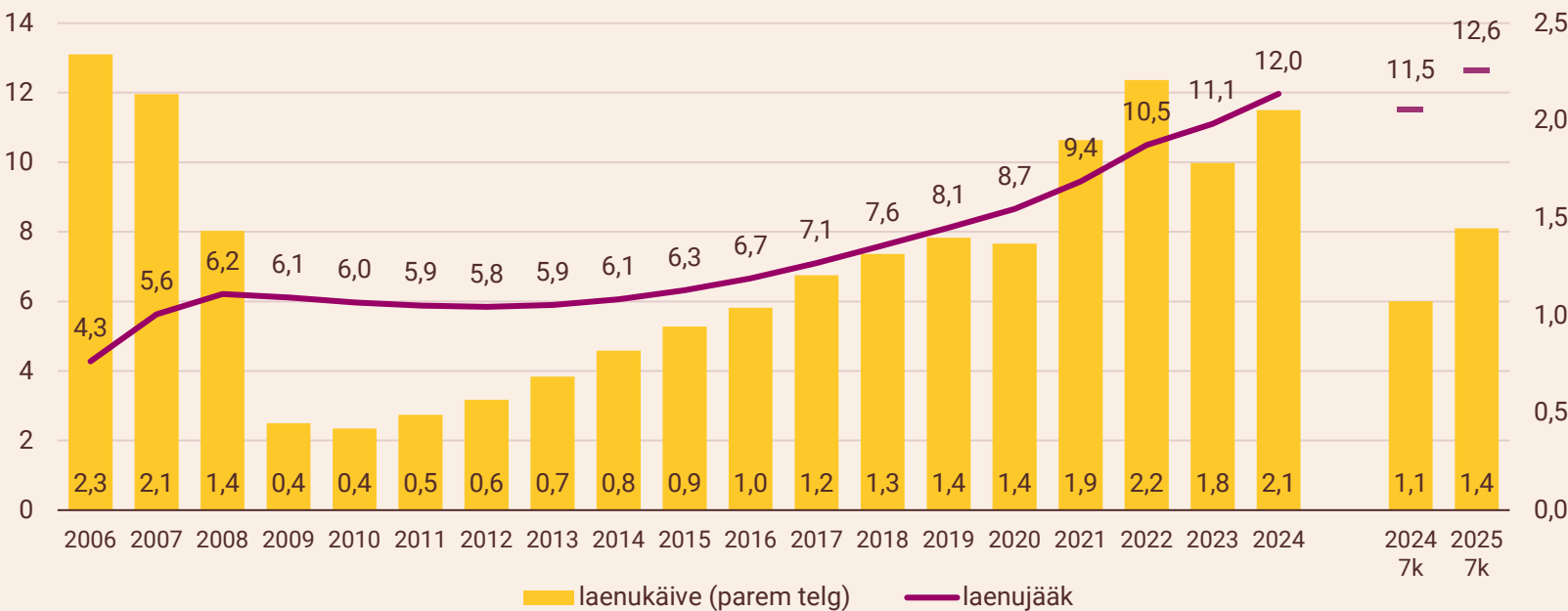


- Eesti majanduse bilanss on tugev nii erasektori kui ka avaliku sektori vaates (suhteliselt madalad võlakoormused, suhteliselt hea likviidsus).
- On see piisav, et üle elada võimalik USA majanduslanguse periood, mis võib ka EL-i majanduskasvu nullilähedaseks viia?

Kodumajapidamiste eluasemelaenud

Laenujäägi muutus 2025a juuli seisuga +9,9% YoY

Residentidest kodumajapidamistele antud eluasemelaenude jääk ja käive, EUR mld



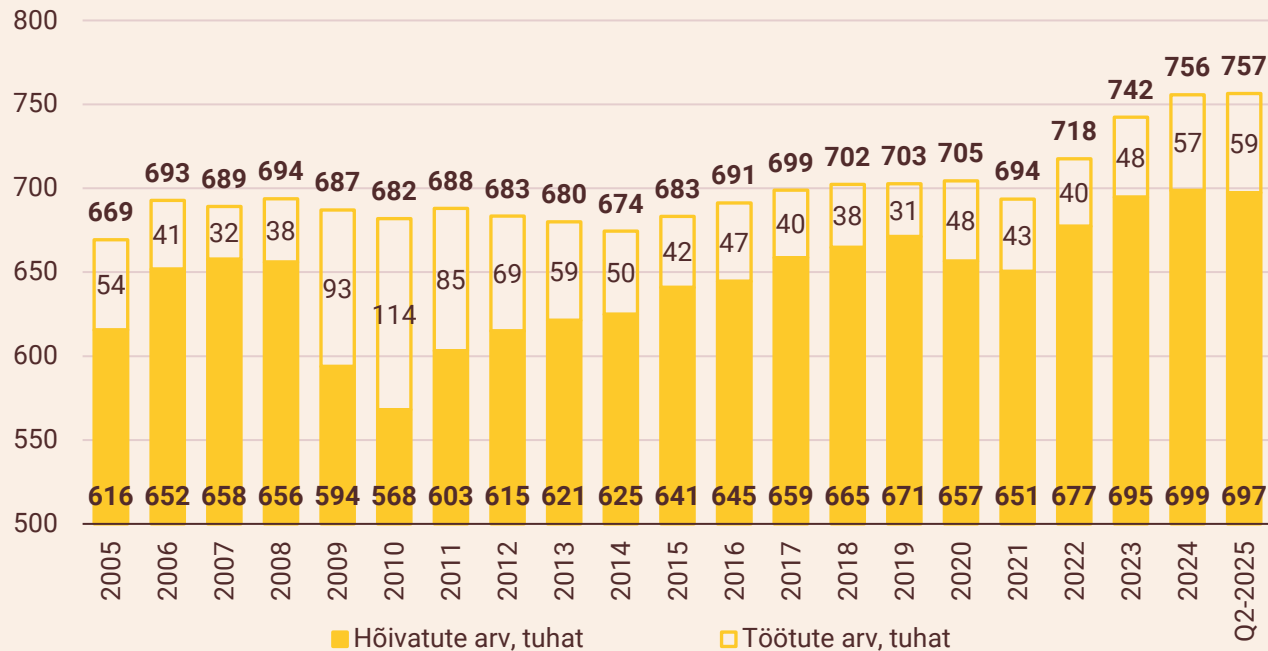
EURm	Laenukäive	Laenujääk	MoM muutus
30.04.2024	163,6	11 198,2	66,1
31.05.2024	177,5	11 274,6	76,4
30.06.2024	168,3	11 346,5	71,9
31.07.2024	197,6	11 440,0	93,5
31.08.2024	185,6	11 523,8	83,8
30.09.2024	201,0	11 618,9	95,1
31.10.2024	206,9	11 714,3	95,4
30.11.2024	191,5	11 803,6	89,3
31.12.2024	192,4	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
30.04.2025	201,7	12 193,9	93,2
31.05.2025	218,6	12 301,7	107,8
30.06.2025	272,8	12 466,8	165,1
31.07.2025	230,2	12 574,4	107,6

- Eluasemelaenude jäägi kasv ületas 2023. ja 2024. aastal SKP nominaalkasvu.
 - 2023 SKP +4,8%, eluasemelaenud +5,9%
 - 2024 SKP +3,5%, eluasemelaenud +7,8%
 - 6 kuud 2025a SKP +4,8% YoY, eluasemelaenud +9,9% YoY
- 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)

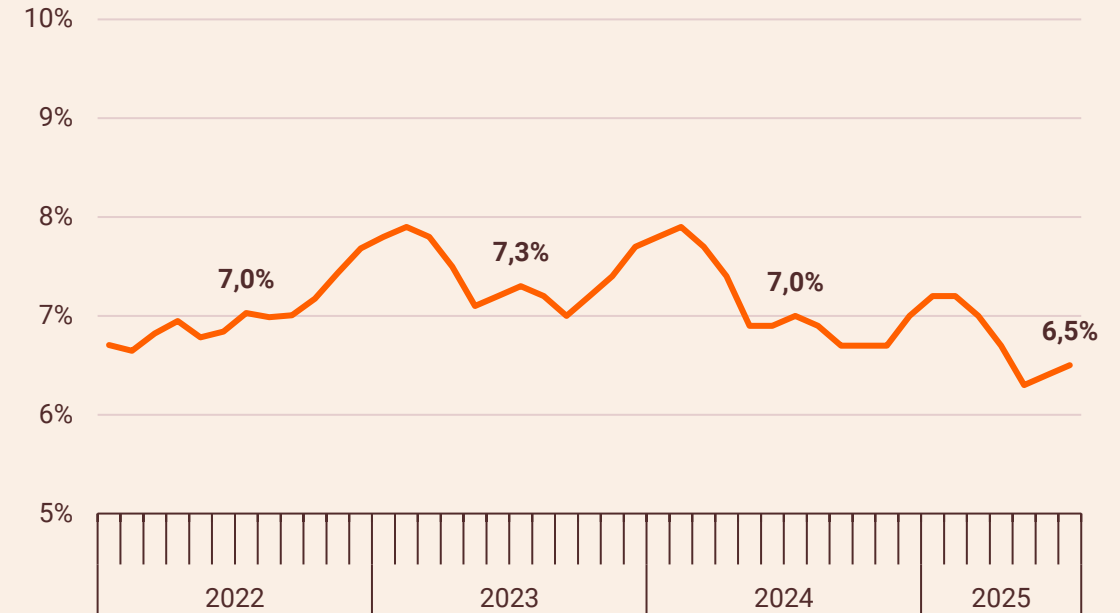
- Tööpuuduse määr ja töötute arv on veidi kasvanud võrreldes varasemate aastatega, aga on püsinud siiski suhteliselt stabiilsena. Stat ameti järgi oli 2025 II kvartali tööpuuduse määr **7,8%**. Eelmise aasta keskmine tööpuuduse määr oli **7,6%**.
- Kõrge immigratsioon on toonud selle, et kasvanud on nii tööhõive kui ka tööpuudus. Nii suur ei ole Eesti tööhõive olnud mitu aastakümnet.
- Registreeritud töötute arv on 2025a esimesel poolel olnud pigem veidi madalamal kui 2024a samal ajal (parempoolne graafik)
- Tööpuuduse kasvu risk ei ole möödas. Ettevõtete finantsilise tugevuse tõeline test on tõenäoliselt alles ees.

Tööturg Eestis 2005-2025



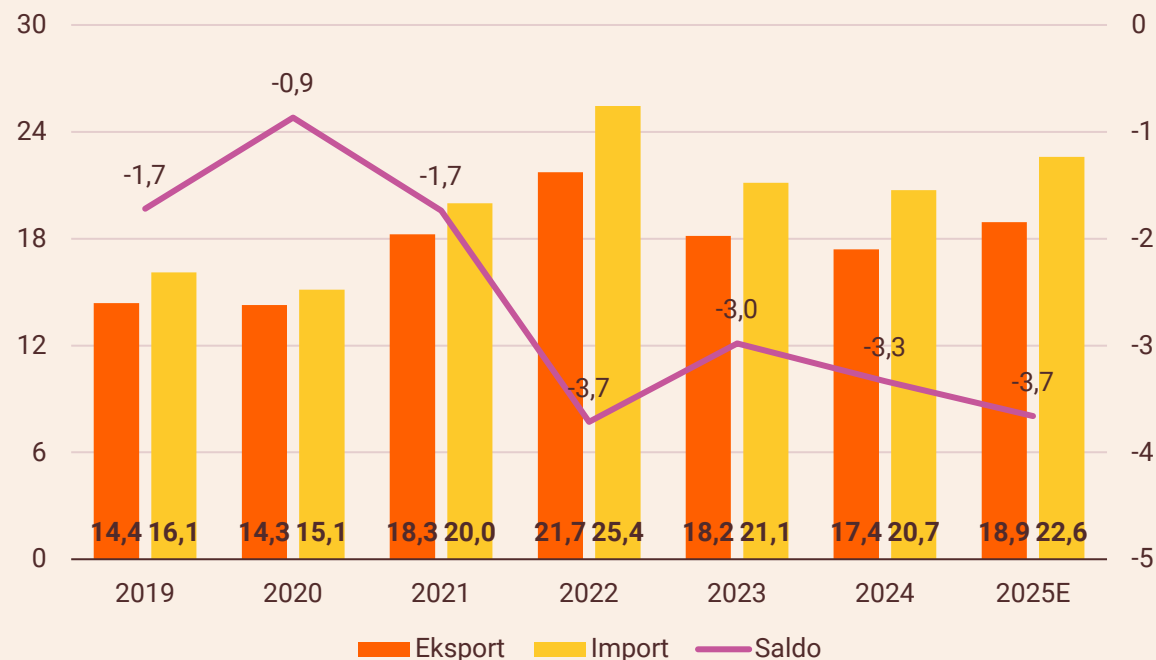
© Swedbank

Tööpuuduse määr Eestis 2022-2025 juuli
Töötukassa registreeritud töötute arvu baasil

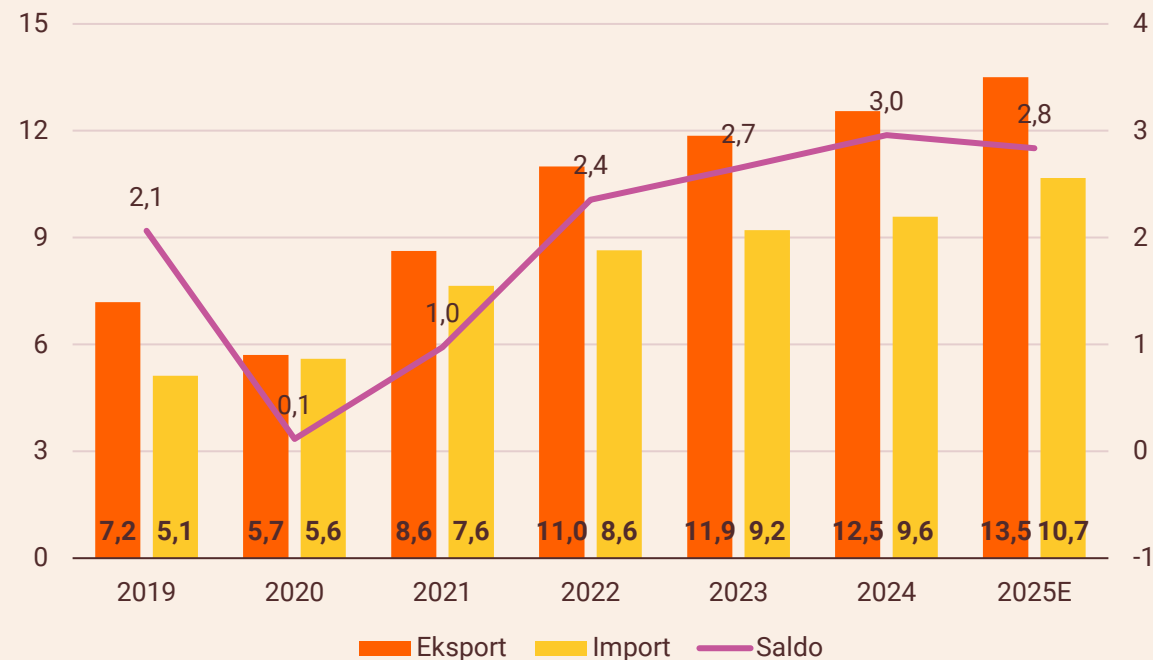


Kaupade ja teenuste eksport/import

Kaupade eksport ja import, EUR mld



Teenuste eksport ja import, EUR mld

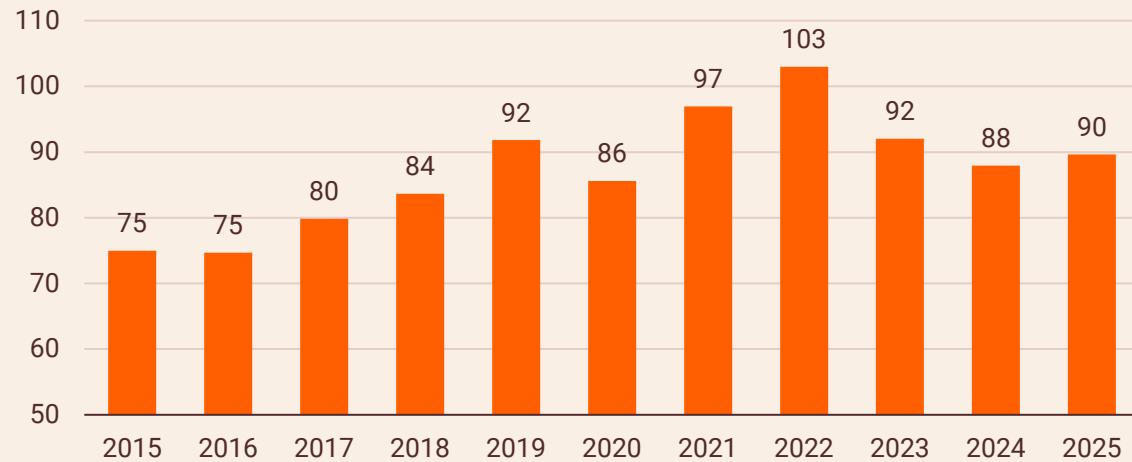


- **Kaubandusdefitsiit on püsinud 2022-2025a stabiilne.**
- 2025a 6 kuu maksebilanss näitab, et jooksevkonto defitsiit oli 120 milj eurot (0,6% SKP-st).
- Kaupade ja teenuste saldo oli 237milj euroga plussis. Kaubad -1,2mld eurot, teenused +1,4 mld eurot.
- Maksebilanss ei ole täna makromajanduslik probleem.

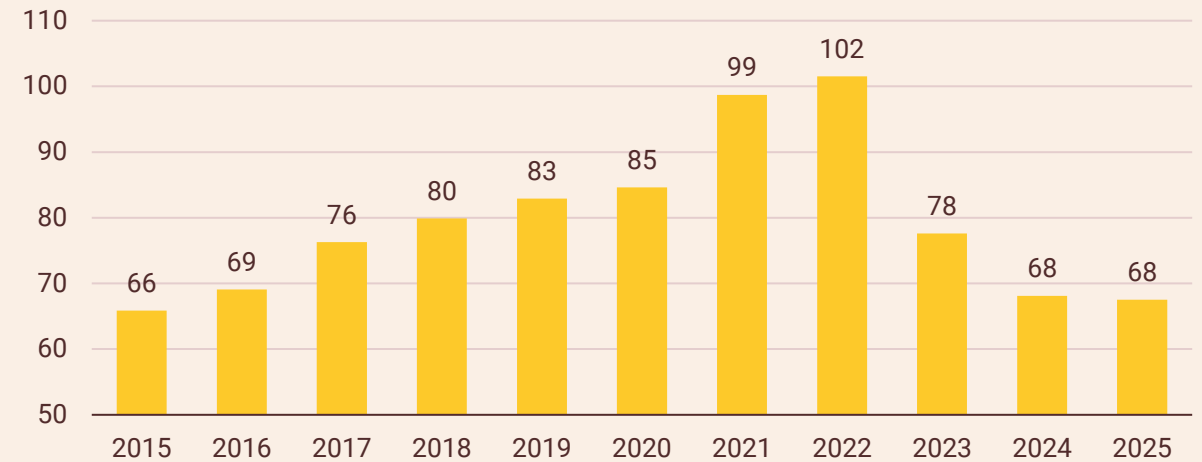
Tööstustoodangu mahuindeksid (2021a keskmine=100)

Graafikutel on toodud 3 suurima tööhõivega tööstussektori segmenti

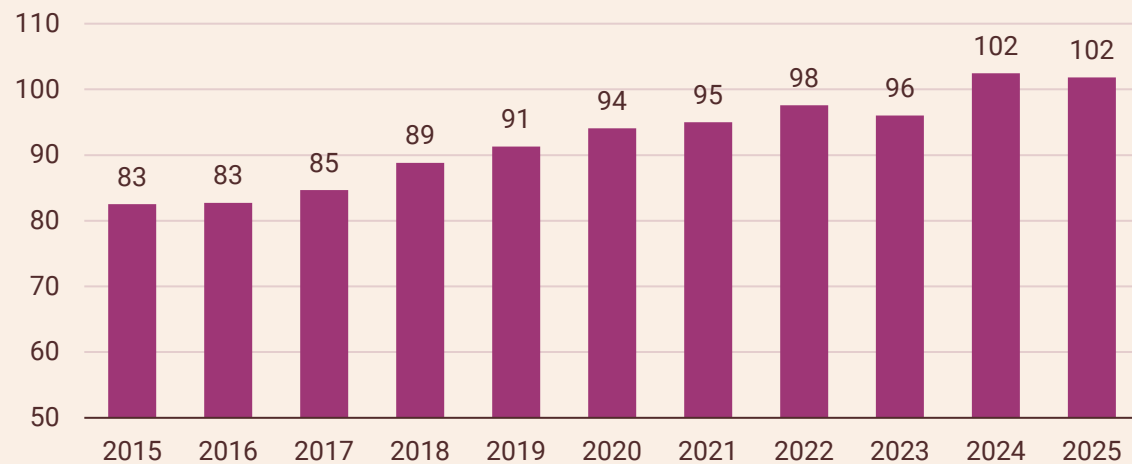
Tööstustoodang kokku, 7 kuu keskmine indeks igast aastast



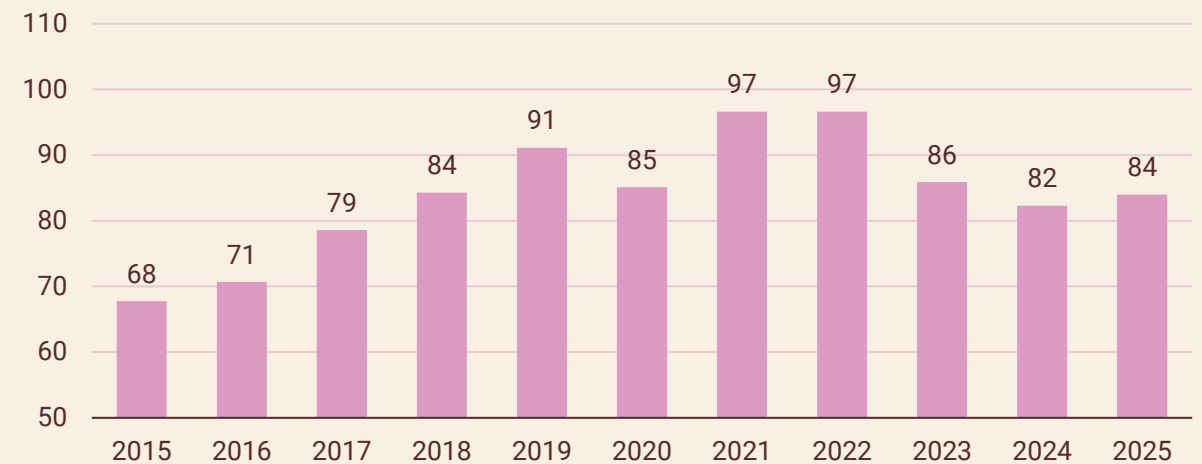
Puidutöötlemine ning puittoodete tootmine



Toiduainete tootmine

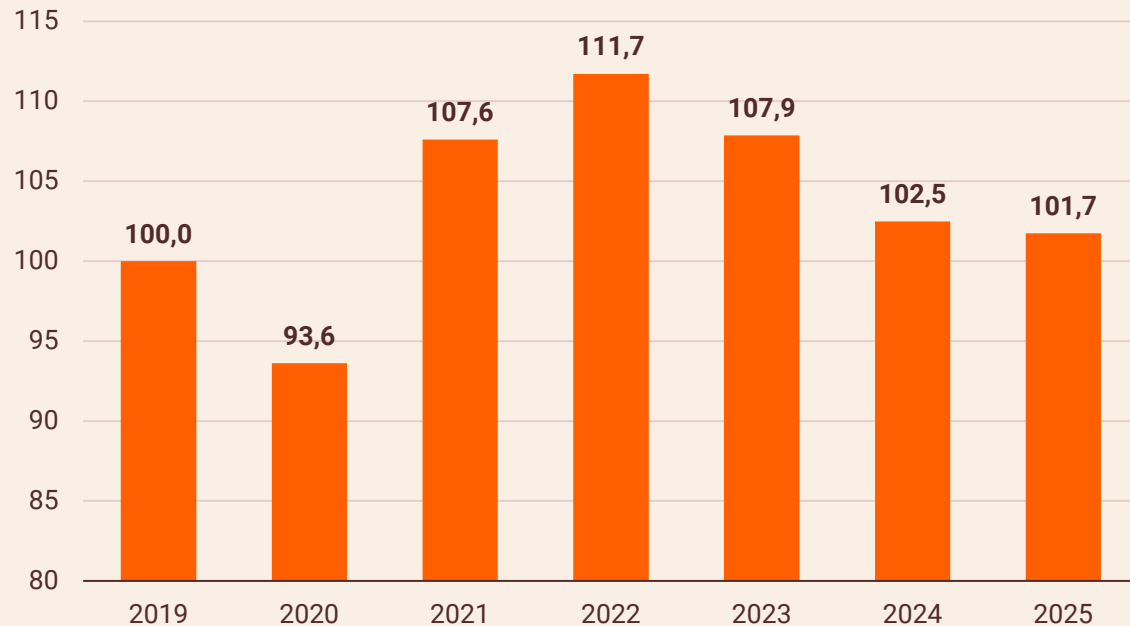


Metalltoodete tootmine

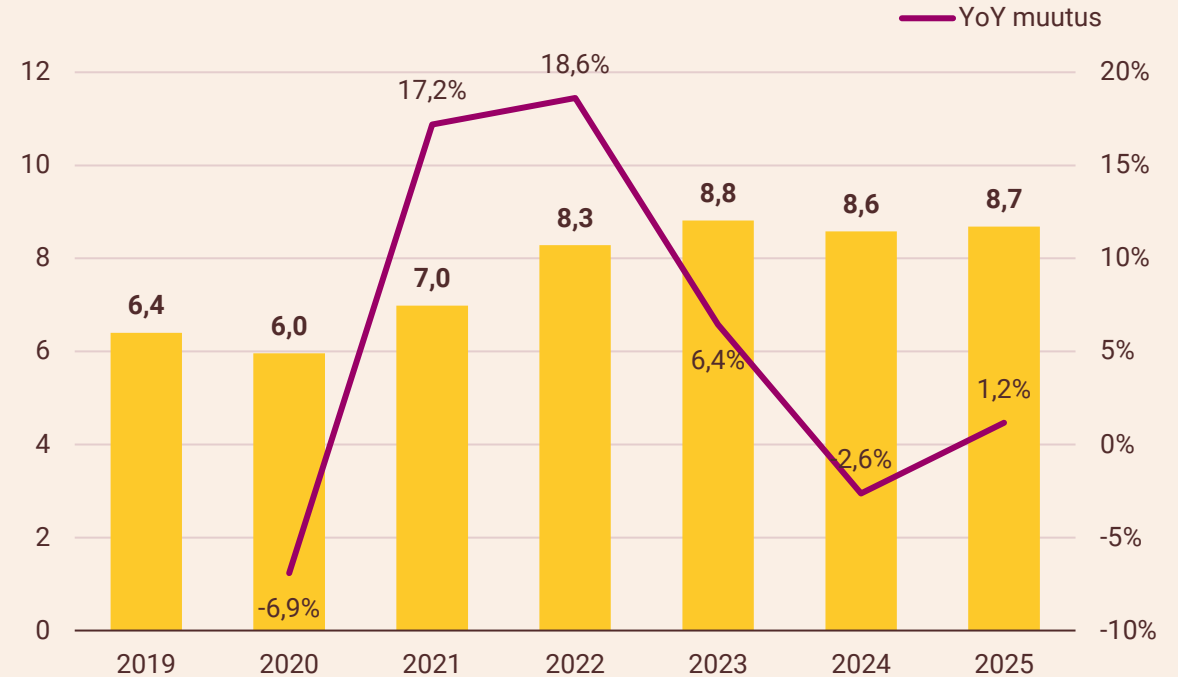


Jaekaubandusettevõtete müüginahud ja -käive

Jaekaubanduse müügitulu mahuindeks (2019=100)
7 kuu keskmine indeks igast aastast



Jaekaubanduse müügikäive 7 kuud, EUR mld

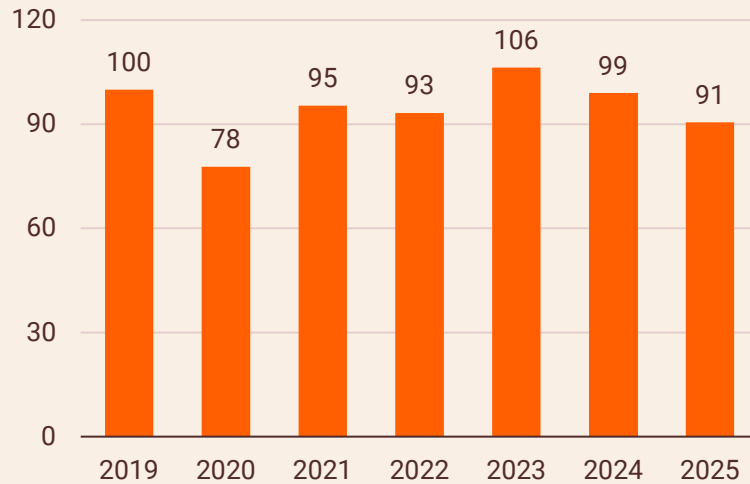


- Kogu 2024. aasta kujunes oluliselt tugevamaks kui 7 kuu tulemus graafikult paistab, sest autode segmenti müügid olid eelmise aasta lõpus maksutõusude eel ülitugevad. Jaekaubandusettevõtete mahtude muutus oli 2024. aasta kokkuvõttes -1,7% ja käive kasvas +0,4%. Ilma autode müügi ja hoolduse segmentideta oleks mahtude muutus olnud -3,0% ja käibe muutus -0,9%.
- 2025. aasta 7 kuu jooksul on autosegmentid olnud keskmisest nõrgemad. Jaekaubandusettevõtete kogukäive on 7 kuuga kasvanud +1,2% YoY, autode müügi ja hoolduse segmentideta on olnud kasv +5,0% YoY. 2025. aasta 7 kuu jaekaubandusettevõtete mahud on muutunud -0,7% YoY, autosegmentideta +3,1% YoY.

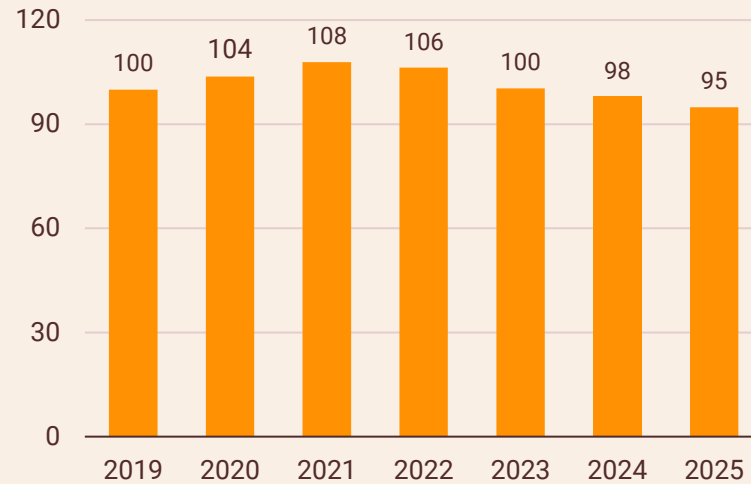
Jaekaubandusettevõtete müügitulu mahuindeks (2019=100)

7 kuu mahuindeks igast aastast

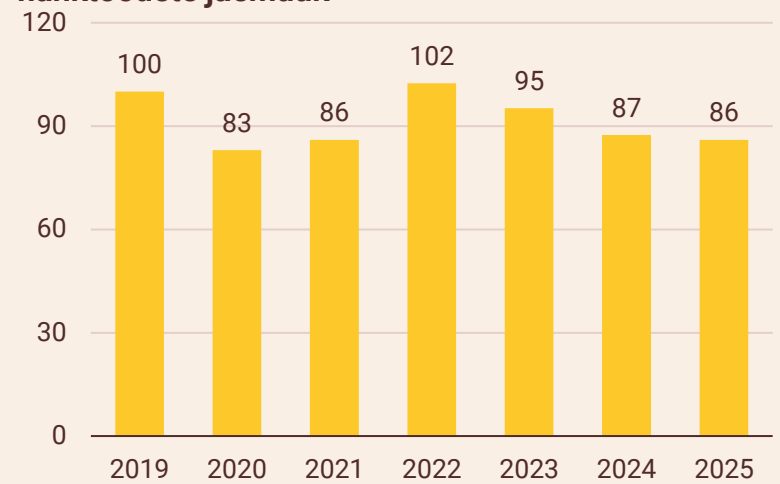
Mootorsõidukite müük ning remont



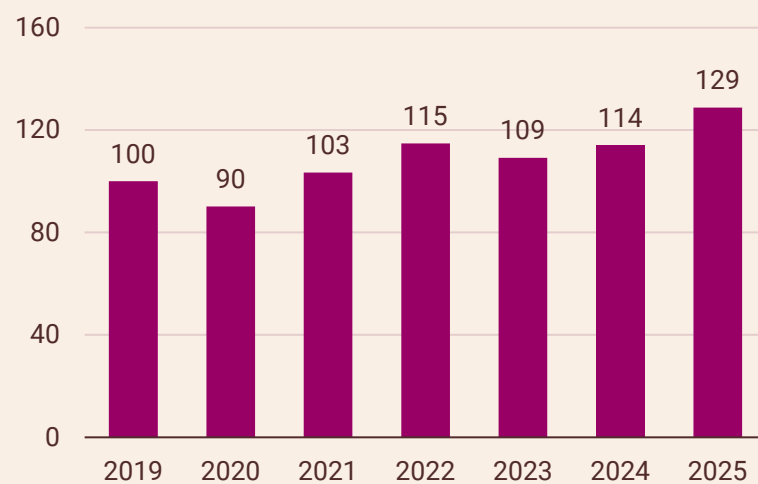
Toidukaubad, joogid ja tubakatooted



Tekstiiltoodete, rõivaste, jalatsite ja nahktoodete jaemüük



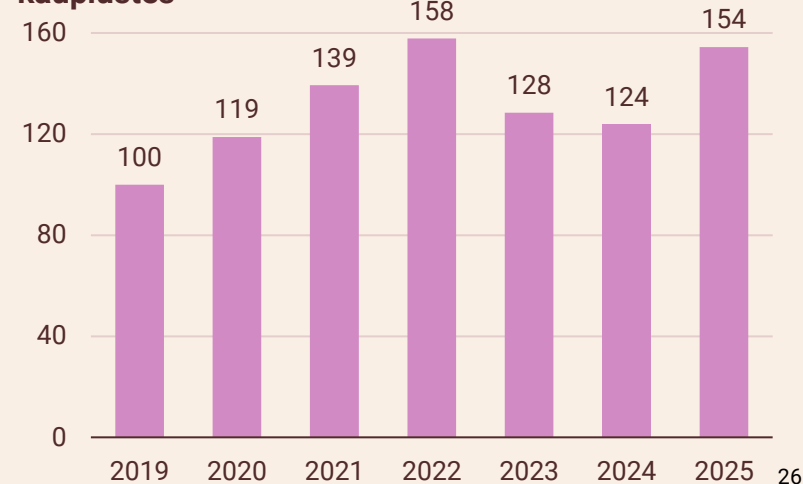
Mootorikütuse jaemüük



Majatarvete, kodumasinade, rauakaupade ja ehitusmaterjali jaemüük

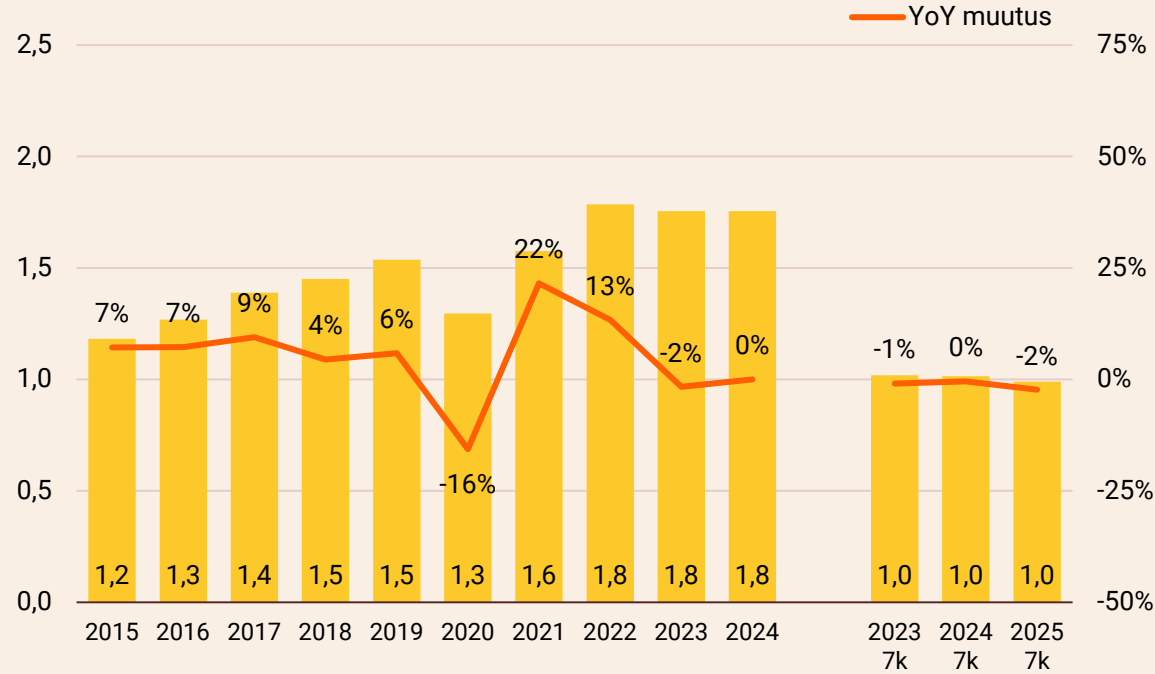


Jaemüük muudes spetsialiseeritud kauplustes

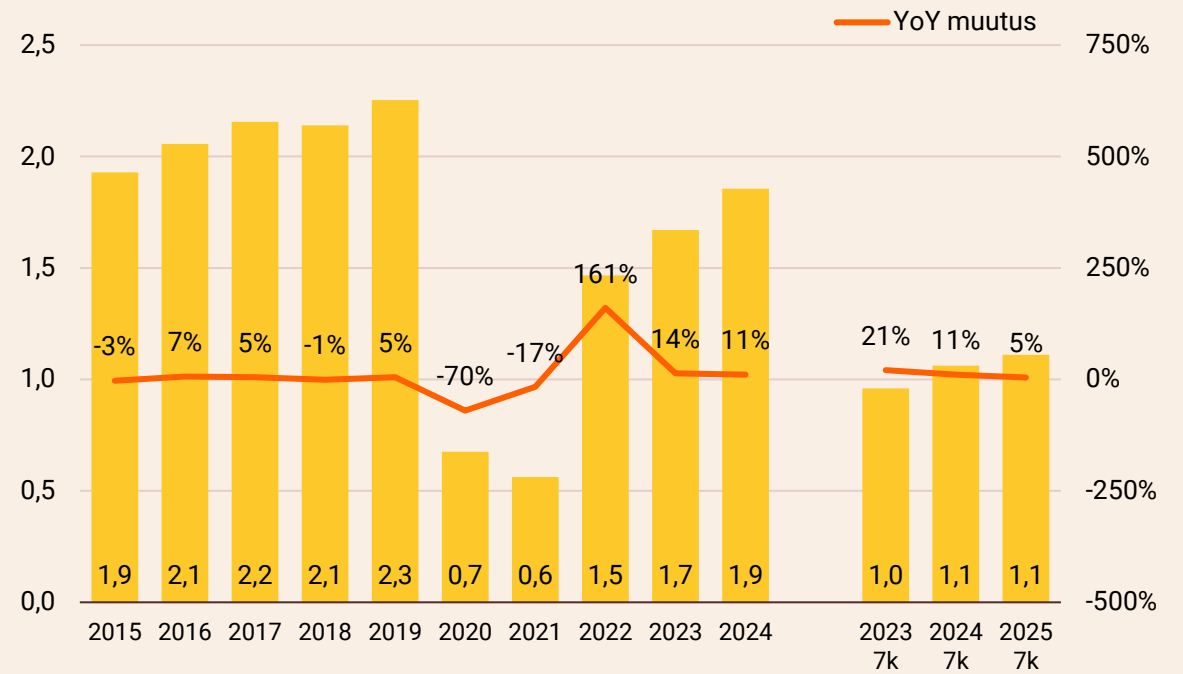


Majutatud turistid

Majutatud Eesti turistide arv, miljon



Majutatud välituristide arv, miljon



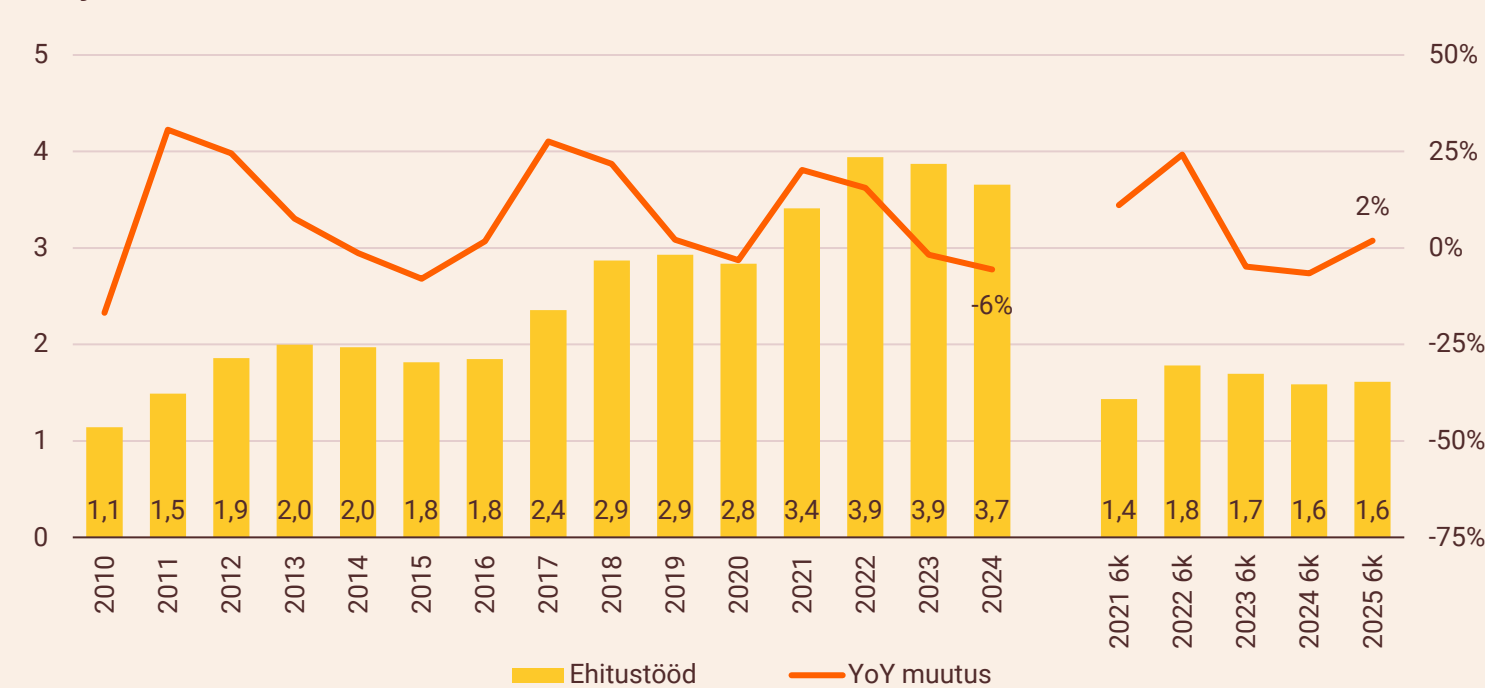
- 2024. aasta siseturistide arv **+14%**, välituristide arv **-18%** võrreldes pandeemiaeelse 2019. aastaga.
- 2025. aasta 7 kuuga on siseturistide arv kahanenud **-2% YoY**, välituristide arv kasvanud **+5% YoY**. Välituristide arvu taastumine jätkub.
- Välituristide päritolumaade struktuur on palju muutunud.

© Swedbank

Ehitus

2025a I poolaastal kasvasid ehitusmahud +1% YoY, ehitustööde väärtus rahas +2% YoY

Omal jõul Eestis tehtud ehitustööd, EUR mld



Ehitusmahuindeks Eestis (2021=100)					
	Q1	Q2	Q3	Q4	YoY
2010	25	44	52	44	-13%
2011	32	48	67	61	26%
2012	40	62	76	66	18%
2013	43	65	80	64	3%
2014	42	62	74	68	-2%
2015	43	60	70	64	-4%
2016	46	62	72	69	5%
2017	54	78	92	87	25%
2018	65	90	106	90	13%
2019	68	95	110	103	7%
2020	75	90	99	99	-4%
2021	70	106	115	108	10%
2022	80	104	110	99	-2%
2023	71	89	103	102	-7%
2024	62	86	97	95	-7%
2025	64	85			1%

- Ehitusturu mahud on 2021-2022a tippudega võrreldes -20%, kuid on olnud suhteliselt stabiilsed 2023-2025. Aastal.
- Ehitustööde struktuur on oluliselt muutunud. Pildile on tulnud Rail Baltic, kaitseinvesteeringud, kortermajade renoveerimine jne.

Olukord 2025a septembris

- Intressimäärade tõus tegi majandusaktiivsuse vähendamisel oma töö ära – **nüüd on võidujooks ajaga, kes saab sellest majanduskasvu raugemisest kõige vähem kannatada**. Globaalsed majandusriskid on võimaliku kriisi tekkimise põhjusena tõenäolisemad kui kohalikud riskid.
- **2020. aastad jäävad tõenäoliselt meelde stagflatsioonina**. S.t. kõrge inflatsiooni ja kõrge tööpuuduse (madala reaalse majanduskasvu) perioodi. 5 aastat stagflatsiooni on juba ajalugu.
- **Eesti majanduse bilanss oli madala majanduskasvu perioodi alguses tugev**. Viimase 3 aasta majanduslangus (Q2 2025 vs Q1 2022 -4,0%) on veidi bilanssi nõrgestanud, kuid investeerimisvõimekus on rahvusvahelises võrdluses jätkuvalt suhteliselt hea. Kindlustunne investeringute tegemiseks on madal.
- **Väliskaubanduse häired USA-Hiina-EL vahel**. On jätkuvalt 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. Investeering 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. On reaalne, et 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

