

**EELARVENÕUKOGU ARVAMUS
RAHANDUSMINISTEERIUMI 2025. AASTA
KEVADISE MAJANDUSPROGNOOSI KOHTA**

Sisukord

Arvamus	3
Seletuskiri	4
Hinnang makromajandusprognosile	4
Hinnang rahandusprognosile	8
Eriteema 1. Kaubandussõja võimalik majandusmõju	14
Eriteema 2. Valitsussektori võlakoormuse mõju intressimääradele.....	15

Eelarvenõukogu
Estonia pst 13, 15095 Tallinn
+372 668 0661
info@eelarvenoukogu.ee
www.eelarvenoukogu.ee

Arvamus

Eelarvenõukogu kiidab rahandusministeeriumi 2025. aasta kevadprognoosi heaks, kuid leiab, et Eesti majanduskasvu väljavaadet ümbritsevad olulised negatiivsed riskid, mis tulenevad eelkõige kaubandustollide mõjust maailmamajandusele.

Rahandusministeeriumi hinnangul on Eesti riigirahanduse olukord paranenud, seda nii 2024. aastal kui ka prognoosis käesolevaks ja edasisteks aastateks. Eelarvepositsiooni oodatud paranemine tuleb eelarve tulude poolelt, kui kevadprognoosis on suurendatud nii maksude kui ka muude tulude laekumist.

Uue prognoosi alusel on nominaalne eelarvepuudujääk lähiaastatel väiksem, jättes suurema puhvri 3% SKPst piiri vastu. Samal ajal kujuneb struktuurne puudujääk ikka suuremaks, kui kodumaised eelarvereeolid lubavad. Seejuures ei arvesta see prognoos kõige tõenäolisemate arengutega eelarvepoliitikas. Nimelt ei sisaldanud kevadprognoos veel valitsuse plaani kasvatada kaitsekulusid üle 5% SKPst ega muid eelarvepoliitilisi otsuseid, mida uues valitsuskoosseisus alles arutatakse, sh võimalikke muutusi julgeolekumaksus.

Eelmisel sügisel seatud pikaajalisi eelarvesihte võimaldab sel kevadel muuta Euroopa Liidu eelarvereeplite vabastusklausel. See lubab kaitsekulude kasvatamise eesmärgil kavandada 2025.–2028. aastaks eelarvepuudujääki, mis ulatub koguni 4,5%ni SKPst.

Ehkki vabastusklausel võimaldaks Eestil eelarvepuudujääki ajutiselt kasvatada eelarvereepleid rikkumata, kaasneksid sellega suurem võlakoormus, intressikulu ja keeruline eelarvekohandus klausli lõppedes. Ei saa unustada, et just eelmise vabastusklausli ajal nõrgenes Eesti eelarvedistsipliin märgatavalt. Suurem riigivõlg võib hakata mõju avaldama ka erasektori rahastamistingimustele ja suurem intressikulu eelarvest välja tõrjuma muid riigile olulisi kulusid.

Maailma ja Eesti majanduse väga ebakindlat väljavaadet ja negatiivseid riske arvestades leiab eelarvenõukogu, et rahandusprognoosi paranemisest ja vabastusklauslist tekkinud eelarvepuhvrit tuleks kasutada eelkõige Eesti kaitsevõime suurendamiseks, mitte selleks, et varasemaid eelarvepositsiooni tugevdamiseks astunud samme tagasi võtta.

Eelarvenõukogu esimees
Peter Lõhmus
30. aprillil 2025

Seletuskiri

Rahandusministeeriumi 2025. aasta kevadprognoos kirjeldab Eesti makromajanduse ja riigirahanduse väljavaadet kolme stsenaariumiga: esiteks tavapärase, ainult seadustatud poliitikamuudatustega *põhistsenaarium*, teiseks kaubandussõjaga arvestav *riskistsenaarium* ja kolmandaks *lisastsenaarium*, mis lähtub suuremast eelarvepuudujäägist koos Euroopa Liidu eelarvereeplite vabastusklausli rakendamisega. Kui riskistsenaariumis Eesti majanduskasv aeglustub, siis lisastsenaariumis see lühiajaliselt kiireneb, ent oluliste negatiivsete tagajärgedega Eesti riigirahandusele. Ehkki eelarvenõukogu rõhutab, et prognoosi põhistsenaarium ei sisalda sel kevadel kõige tõenäolisemaid arenguid Eesti eelarvepoliitikas, on selline mitme stsenaariumiga lähenemine antud oludes põhjendatud. Arvestades prognoosikeskkonna äärmise ebakindlusega, ümbritsevad eelarvenõukogu hinnangul keskset majanduskasvu väljavaadet pigem negatiivsed riskid.

Kirjeldades kevadprognoosis tehtud muudatusi võrreldes rahandusministeeriumi eelmise prognoosiga, on eelarvenõukogu võtnud peamiseks võrdlusaluseks 2024. aasta sügisel koostatud riigi eelarvestrateegia, kuna need sisaldavad küllaltki sarnaseid kaitse- ja maksupoliitilisi eeldusi. Siinkohal on oluline rõhutada, et kevadprognoosi põhistsenaarium ei sisalda veel kaitsekulude tõstmist üle 5% SKPst ega muid sel kevadel uues valitsuskoosseisus arutlusel olevaid eelarvepoliitilisi algatusi, sh võimalikke muutusi juba kehtestatud julgeolekumaksus.

Hinnang makromajandusprognoosile

Prognooside paikapidavus 2024. aastal

Viimaste aastate majandusnäitajate väljavaadet on iseloomustanud määramatus ja ebakindlus, millest tulenevalt on majandusprognooside tegemine osutunud tavapärasest keerukamaks ja prognoosivead ulatuslikumaks. Tabel 1 ilmestab, kuidas on muutunud rahandusministeeriumi prognoosid peamiste majandusnäitajate arengute kohta 2024. aastal ja kuivõrd on need kokku läinud tegelikkusega.

Tabel 1. Rahandusministeeriumi majandusprognoosi näitajaid 2024. aastaks võrreldes tegelike näitajatega

	2023. a suvi	2024. a kevad	2024. a suvi	2024. a tegelik
SKP jooksevhindades (mld eurodes)	41,4	39,2	39,2	39,5
SKP reaalkasv (%)	2,7	0,0	-1,0	-0,3
THI muutus (%)	4,6	3,4	3,8	3,5
Eratarbimise reaalkasv (%)	1,5	0,7	0,5	-0,4
Keskmise palga nominaalkasv (%)	6,6	6,0	6,4	8,1
Hõive kasv (%)	0,4	-0,3	0,0	0,6

Allikad: rahandusministeerium, statistikaamet

Kui 2023. aasta suveprognoosi järgi hinnati 2024. aasta SKP reaalkasvuks 2,7%, siis juba kevadeks oli see hinnang asendunud nullkasvuga ning 2024. aasta suveks oli see langenud koguni -1% juurde. 2025. aasta kevadeks oli teada, et 2024. aasta SKP reaalkasvuks hindas statistikaamet -0,3%, mis on küll viimasest prognoosist mõnevõrra parem, kuid 2023. aastal oodatust siiski selgelt negatiivsem.

Mitme teguri koostoimel kujunes 2024. aasta majanduskasv nõrgemaks, kui 2023. aastal oodati. Üheks põhjuseks hinnatakse välisnõudluse oodatust tagasihoidlikumat taastumist, samuti jäi nõrgemaks tarbijate kindlustunne. Jätkuvad geopoliitilised pinged suurendasid üldist ebakindlust, pärssides ettevõtlus- ja investeerimiskindlust.

Prognoos aastateks 2025–2026

Vastupidiselt ootustele ei ole majandusprognoosi sel kevadel lihtsam koostada kui viimasel paaril aastal. Ameerika Ühendriikide seniseid kokkuleppeid muutev väliskaubanduspoliitika on väliskaubandusega seonduva varasemast veelgi ebakindlamaks teinud ning vähendanud üldist kindlustunnet. Samuti ei olnud prognoosi koostamise ajal veel selgust, milliseks kujuneb uuenenud valitsuskoalitsiooni eelarvepoliitika.

Samal ajal on rahandusministeeriumi eelmise majandusprognoosi põhiväited ja eeldused paika pidanud. Aasta alguses laekunud andmed kinnitasid, et Eesti majandus väljus 2024. aastal langusjärgust. Ka on meie peamiste kaubanduspartnerite impordinõudlus hakanud kiiremini kasvama, mis oli eelmise prognoosi üks põhieeldusi. Seetõttu on kevadprognoosi peamised kasvunäitajaid pool aastat tagasi valminud ettevaatega võrreldes ootuspäraselt vähe muutunud (vt tabel 2).

Tabel 2. Rahandusministeeriumi kevadise majandusprognoosi põhinäitajad aastatel 2025–2026 (%)

	2025			2026		
	suvi 2024	sügis 2024	kevad 2025	suvi 2024	sügis 2024	kevad 2025
SKP jooksevhindades (mld eurodes)	42000	41640	41700	44300	44100	44000
SKP reaalkasv	3,3	2,1	1,7	3,0	2,8	2,5
Eratarbimise reaalkasv	2,9	-0,8	-0,4	2,3	2,2	1,5
Valitsuse lõpptarbimise reaalkasv	0,0	-0,5	0,0	0,0	-1,0	2,0
Investeeringute reaalkasv	4,0	4,1	7,6	3,0	2,9	1,1
Kaupade ja teenuste ekspordi reaalkasv	3,5	3,4	2,5	3,3	3,9	3,0
Kaupade ja teenuste impordi reaalkasv	3,2	2,1	2,0	2,4	3,0	2,6
Tarbijahindade muutus	4,2	5,3	5,2	2,2	3,2	3,3
Keskmise palga nominaalkasv	4,6	5,0	4,9	5,0	5,1	5,1
Hõive kasv	0,2	0,2	-0,1	0,6	0,4	0,5

Allikas: rahandusministeerium¹

Majandusprognoosi põhinäitajates tehtud muudatused tulenevad peamiselt täpsustunud andmetest 2024. aasta tulemuste kohta. Eskätt puudutab see kasvunäitajaid, mille puhul tuli enamasti lähtuda oodatust parematest mullustest tulemustest ehk kõrgemast võrdlusbaasist (st aeglasematest kasvunäitajatest 2025. aastal).²

Oluline on see, et kiiresti muutuvas keskkonnas ei saanud rahandusministeerium järjekordselt lähtuda kõige tõenäosemast eelarvepoliitilisest stsenaariumist, arvestades vaid prognoosi koostamise ajaks seadustatud tulu- ja kulumeetmetega. Nii nagu mullusuvises prognoosis, püütakse võimalike uute eelarvepoliitiliste sammude mõju hinnata prognoosi lisastsenaariumis, kus arvestatakse suuremate kaitsekulude ja võimalike maksuleevenduste koosmõjuga. Rahandusministeeriumi hinnangul võib nendel sammudel olla märkimisväärne majanduskasvu ergutav mõju 2026. aastal, kui SKP nominaalkasv võib kujuneda põhistsenaariumiga võrreldes 0,7–0,9 protsendipunkti võrra kiiremaks.

¹ „Sügis 2024“ viitab tabelis 2 majandusprognoosile, mille rahandusministeerium esitas Euroopa Komisjonile koos Eesti 2025. aasta eelarvekavaga, sisaldades ka jõustuvate eelarvepoliitiliste meetmete majandusmõju.

² Möödunud aasta tulemuste juures on erandlikeks investeerimisnäitajad. Erasektori investeerimisaktiivsus jäi 2024. aastal oodatust väiksemaks, teisel poolaastal aga investeerisid reaalsektori ettevõtted ja leibkonnad püsivhindades arvestatuna 13% vähem kui üle-eelmisel aastal. Siit ka investeeringute kiirema kasvu prognoos 2025. aastaks.

Ka Ameerika Ühendriikide tulevase tollipoliitikaga seotud ootused muutusid selle aasta märtsis-aprillis väga kiiresti ning eelarvenõukogu arvamuse koostamise ajal ei olnud pilt varasemast selgem. Kaubandussõja võimalikku mõju püüab kirjeldada kevadprognoosi riskistsenaarium, mille järgi võib 2025.-2026. aasta majanduskasv hoopis aeglustuda 0,3–0,4 protsendipunkti võrra (vt eriteema 1).

Võrdlus teiste prognoosijatega

Nii nagu tavaliselt, võrdles eelarvenõukogu rahandusministeeriumi kevadprognoosi teiste institutsioonide prognoosidega (vt tabel 3). Senini ilmunud prognoosidest on 2024. aasta majandustulemustega saanud arvestada vaid Luminor, Consensus Economics ja Eesti Pank. SEB ja Swedbank koostasid oma prognoosi juba jaanuarikuus, mil 2024. aasta tulemusi polnud veel teada, kuid sellest hoolimata on võrdluseks toodud ka nende prognoosid.

Tabel 3. Rahandusministeeriumi majandusprognoosi võrdlus teiste prognoosidega

	SKP reaalkasv (%)		THI (%)	
	2025	2026	2025	2026
SEB (jaanuar 2025)	1,8	2,8	4,2*	3,0*
Swedbank (jaanuar 2025)	1,5	2,5	4,0	3,5
Luminor (märts 2025)	1,0	2,0	5,0	3,0
Eesti Pank (märts 2025)	1,5	2,6	6,0	3,8
Consensus Economics (aprill 2025)	2,0	2,8	4,3	3,2
<i>teiste prognooside keskmine</i>	<i>1,6</i>	<i>2,5</i>	<i>4,7</i>	<i>3,3</i>
Rahandusministeerium (aprill 2025)	1,7	2,5	5,2	3,3

* Ühtlustatud THI.

Allikad: SEB, Swedbank, Luminor, Consensus Economics, Eesti Pank, rahandusministeerium

Tabelist 3 ilmneb, et 2025. aasta majanduskasvu ootused jäävad vahemikku 1–2% ning 2026. aasta kasvuootused 2–2,8% vahele. Teiste prognooside keskmisi väärtusi hinnates selgub, et rahandusministeeriumi ettevaade on neile lähedane. Hinnatõusu puhul langevad 2025. aasta prognoosid mõnevõrra laiemasse vahemikku, 4–6%. Rahandusministeeriumi prognoositud tarbijahinnaindeksi kasv on 0,5 protsendipunkti võrra suurem kui teiste prognooside keskmine, jäädes alla vaid Eesti Panga hinnakasvu ootusele. 2026. aastal oodatavas inflatsioonis enam nii suuri erinevusi ei ole ning rahandusministeeriumi hinnakasvu ootus on võrdne teiste prognooside keskmisega.

Prognoos aastateks 2027–2029

Euroopa Liidu uuendatud eelarvereeqlites on kesksel kohal valitsussektori (neto)kulude kasvutempo keskpikal perioodil, mistõttu on ka SKP nominaalkasvu pikem ettevaade varasemast märksa olulisem. Mullu sügisel koostas Eesti esimest korda järgmise nelja aasta eelarve- ja struktuurikava, kus pandi paika siduv kulude kasvurada. Selle kava koostamisel eeldati, et 2025.–2028. aasta keskmine SKP nominaalkasv on 5,3%. Rahandusministeeriumi uue prognoosi järgi otsustades peab see eeldus endiselt paika.

Rahandusministeerium on prognoosiasutustest ainuke, kes on tänava koostanud prognoosi käesolevaks ja järgmiseks neljaks aastaks. Sarnaselt lühikese ettevaatega on perioodi lõpuaastate põhinäitajaid varasemate prognoosidega võrreldes vähe muudetud (vt tabel 4). Tavakohaselt kirjeldab 2027.–2029. aasta prognoos Eesti majanduse kestliku kasvu perioodi. Rahandusministeeriumi uue prognoosi järgi stabiliseerub SKP jooksev hinnas mõõdetav aastakasv 4,5% tasemel ja reaalkasv 2,2% juures.

Tabel 4. Rahandusministeeriumi kevadise majandusprognoosi põhinäitajad aastatel 2027–2029 (%)

	2027	2028	2029	2027*	2028*
SKP jooksevhinnas (mld eurodes)	46,0	48,1	50,2	0,2	0,3
SKP reaalkasv	2,2	2,2	2,2	-0,1	-0,2
SKP nominaalkasv	4,6	4,5	4,5	-0,1	-0,2
Eratarbimise reaalkasv	1,5	1,9	2,0	-0,2	-0,2
Valitsuse lõpptarbimise reaalkasv	0,0	0,3	0,0	0,0	0,3
Investeeringute reaalkasv	2,0	0,4	0,6	2,4	-3,0
Kaupade ja teenuste ekspordi reaalkasv	3,0	2,9	2,8	0,0	0,0
Kaupade ja teenuste impordi reaalkasv	2,0	2,2	2,0	0,0	0,0
Tarbijahinnaindeks	2,4	2,2	2,0	0,1	0,0
Nominaalpalga kasv	4,7	4,5	4,4	0,0	0,0
Hõive kasv	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Hõive (tuhandetes)	698	701	702	1,2	1,2
Tööpuuduse määr	6,4	6,3	6,2	-0,5	-0,5

Allikas: rahandusministeerium

*muutus võrreldes eelmise prognoosiga

Prognoosi järgi jõuab Eesti majandus 2028. aastal tagasi oma potentsiaalseks hinnatava taseme lähedale. Majanduse potentsiaalne kasvutempo jääb 2027.–2029. aastal rahandusministeeriumi hinnangul vahemikku 1,1–1,4%, mis mullusuvisest vaatest kuigi palju ei erine. Kui Ameerika Ühendriigid hakkavad tööpoolest impordipiiranguid rakendama ning nende kaubanduspartnerid vastavad samaga, siis on viidatud potentsiaalse kasvu prognoos tõenäoliselt ülehinnatud.

Sarnaselt lühikese ettevaatega mõjutab Eesti eelarvepoliitika teatav ebamäärasus ka keskmise ettevaate prognoosi. Prognoosi seletuskirjas on hinnatud, et praegusel kujul kehtiva julgeolekumaksu kaotamine 2028. aasta lõpuks kiirendaks SKP kasvu põhistsenaariumiga võrreldes 2029. aastal ligikaudu 1 protsendipunkti võrra. Sel kevadel on aga uue valitsuskoosseisu koalitsioonileppe läbirääkimistelt olnud kuulda, et muutuda võivad nii julgeolekumaksu komponendid kui ka ajaline määratlus.

Kokkuvõttes on rahandusministeerium lähtunud 2025. aasta kevadprognoosi koostamisel üldiselt tunnustatud meetoditest ja levinud eeldustest maailmamajanduse käekäigu kohta. Valitud eelduste ja stsenaariumite juures kirjeldab rahandusministeeriumi majandusprognoos piisava usaldusväarsusega Eesti majanduse lähiaja väljavaadet ning eelarvenõukogu kiidab selle heaks. Seejuures tuleb silmas pida, et prognoosi põhistsenaariumi puhul ei ole tegemist Eesti majanduse kõige tõenäosema arengurajaga.

Hinnang rahandusprognosile

Rahandusministeeriumi 2025. aasta kevadprognoosis on uuendatud Eesti riigirahanduse väljavaadet 2025.–2028. aastaks. Mitu tegurit, mis võimaldasid 2024. aasta eelarvepuudujäägil kujuneda oodatust väiksemaks, mõjutavad rahandusministeeriumi hinnangul ka riigirahanduse edasist arengut. Kevadprognoos on esimene avalik prognoosiuuendus pärast 2024. aasta sügisel koostatud riigi eelarvestrateegiat, milles valitsus seadis oma eelarve-eesmärgid eesolevaks neljaks aastaks.

Kevadprognoosi põhistsenaarium sisaldab küllaltki sarnaseid kaitse- ja maksupoliitilisi eeldusi võrreldes eelarvestrateegiaga, kuid mitte kõik kulueeldused ei ole ühesugused, kuna kevadprognoosis oli võimalik arvestada vaid piisava konkreetsusega otsustega.³ Samal põhjusel ei sisalda kevadprognoos veel uue valitsuskoosseisu kavandatavaid maksumuudatusi ega kaitsekulude lisatõusu.

Seetõttu võib sel kevadel rahandusministeeriumi makromajandus- ja rahandusprognoosi käsitleda kui uue valitsuskoosseisu koalitsioonileppe läbirääkimiste sisendit ning kui värskeimat ülevaadet eelarvetrajektoorist, millele tuginedes saab valitsus kavandada kaitsekulude lisatõusu ja Euroopa Liidu eelarvereeglite vabastusklausli rakendamist.

2024. aasta eelarvepositsiooni kujunemine

Statistikaameti esialgsetel andmetel kujunes valitsussektori eelarvepositsioon 2024. aastal oodatust paremaks, kui nominaalne eelarvepuudujääk ulatus 601 miljoni euro ehk 1,5%ni SKPst.⁴ Kooskõlas valitsuse seatud eelarve-eesmärgiga prognoosis rahandusministeerium nii 2024. aasta riigieelarve kui ka lisaelarve koostamisel, et eelarvepuudujääk moodustab 2,9–3,0% SKPst. Sellises ulatuses puudujääki oodati veel 2024. aasta sügisel, kui rahandusprognoosi viimati uuendati. Lisaks näitasid rahandusministeeriumi jooksvad hinnangud eelarvepositsiooni kujunemisele, et mõni kuu enne aasta lõppu oli puudujääk juba 2% SKPst. Arvestades, et ka 2023. aasta lõpukuudel kasvas puudujääk veel järsult, ei andnud see eelarvenõukogule alust arvata, et tegelik puudujääk võiks kujuneda oodatust nii palju väiksemaks.

Kui võrrelda 2024. aasta tegelikku eelarvepositsiooni rahandusministeeriumi kõige hilisema ehk 2024. aasta sügisel koostatud prognoosiga, siis on eelarvepositsioon osutunud paremaks ligikaudu poole miljardi euro võrra – umbes pool sellest on tulnud oodatust suurematest tuludest ja teine pool oodatust väiksematest kuludest. Kui valitsussektori tulud kasvasid 2024. aastal 8,4% (sh maksutulud 9,1%), siis kulud vaid 4,2%. Valitsussektori struktuurne eelarvepositsioon jäi rahandusministeeriumi hinnangul 2024. aastal koguni ülejääki, kuid sellega ei saa eelarvenõukogu oma arvutuste põhjal nõustuda.⁵

2025.–2028. aasta eelarvepositsiooni prognoos põhistsenaariumi järgi

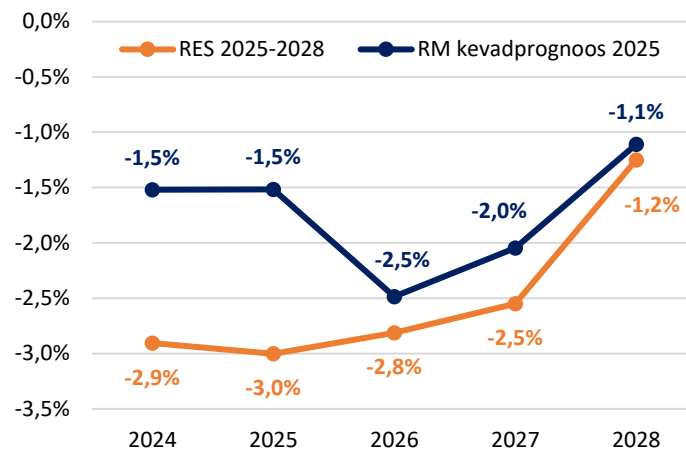
Möödunud sügisel koostatud riigi eelarvestrateegias pani valitsus paika oma eelarve-eesmärgid järgmiseks neljaks aastaks. Eelarvestrateegia sisaldas valitsuse otsuseid eelarvepositsiooni parandamiseks, aga ka kaitsekulude tõusuks tasemele 3,5–4% SKPst. Seejuures seadis valitsus eesmärgiks riigirahanduse korrastamisel tagada, et nominaalne eelarvepuudujääk ei ületaks edaspidi 3% SKPst. Seda oli tarvis, et vältida Euroopa Liidu ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlust Eesti suhtes. Rahandusministeeriumi prognoosi järgi võiski sügisel nii 2024. kui ka 2025.–2026. aastaks oodata ligikaudu 3% suurust eelarvepuudujääki.

³ Nii näiteks ei sisaldu kevadprognoosis töötutoetuste ja vajaduspõhiste toetuste reformid.

⁴ Tegemist on statistikaameti esialgse täpsustatud hinnanguga, mis avaldati 21. aprillil. See ei sisaldunud veel rahandusministeeriumi 2025. aasta kevadprognoosi seletuskirjas, kus on 2024. aasta puudujäägiks märgitud 1,7% SKPst. Samuti tuleb arvestada, et lisaks tavapärasele sügisesele valitsussektori andmete revisjonile täpsustatakse 2024. aasta eelarvepuudujäägi suurust veel pisut ka kaitsekulutuste arvestuses.

⁵ Eelarvenõukogu on valitsussektori 2024. aasta nominaalse ja struktuurse eelarvepositsiooni kujunemist lähemalt analüüsinud eraldiseisvas publikatsioonis, mis ilmub samuti sel kevadel.

2025. aasta kevadeks aga on selgunud mitu uut asjaolu, millel on oluline mõju Eesti eelarvepoliitika edasisele kujundamisele: esiteks on kaitsekulude tõstmise kava pärast sügist veelgi ambitsioonikamaks muutunud (sihttasemena koguni üle 5% SKPst), teiseks avas uus valitsuskoosseis koalitsioonileppe (sh maksupoliitika) muudatusteks, kolmandaks teatas Euroopa Komisjon märtsi alguses eelarveeeglite vabastusklauslist kaitsekulude suurendamiseks. Lisaks on rahandusministeeriumi kevadprognoosi järgi Eesti riigirahanduse hetkeolukord tunduvalt paranenud.



Joonis 1. Valitsussektori nominaalne eelarvepositsioon aastatel 2024–2028 (% SKPst)

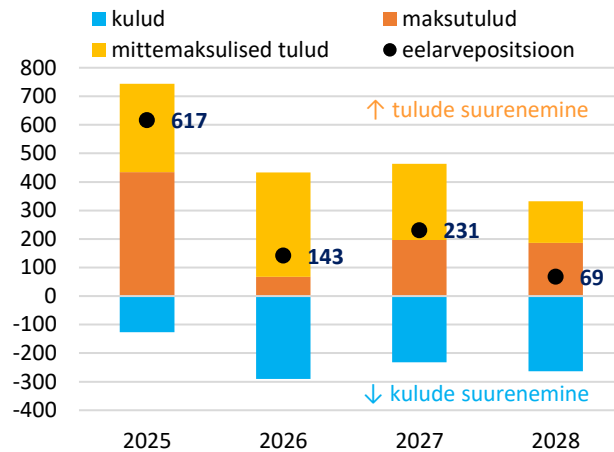
Allikas: rahandusministeerium

Kui võrrelda rahandusministeeriumi 2025. aasta kevadprognoosi riigirahanduse põhistsenaariumit sügisel riigi eelarvestrateegias koostatud prognoosiga (vt joonis 1), siis kujuneb valitsussektori nominaalne eelarvepuudujääk ligikaudu poole väiksemaks ka 2025. aastal. Kui 2024. aastal jäi kulude kasv oodatust väiksemaks, siis kevadprognoosi alusel kasvavad valitsussektori tulud ja kulud 2025. aastal ligikaudu samas tempos, vastavalt 8,3% ja 8,2%, ning eelarvepuudujäägiks oodatakse selgi aastal 1,5% SKPst.

2026. aastal aga eelarvepuudujääk süveneb ja ulatub 2,5%ni SKPst. Peale kaitsekulude kasvu tekitab suuremat puudujääki nn maksuküüru kaotamine, mis tähendab 2026. aastal riigi jaoks ligikaudu poole miljardi euro võrra väiksemat maksutulud (ehk 1,1 protsendipunkti võrra nõrgemat eelarvepositsiooni) ning seda, et valitsussektori kogutulud kasvavad järgmisel aastal vaid 3,3%. Edaspidi hakkab eelarvepositsioon julgeolekumaksu toel taas paranema, kui keskpikas vaates on rahandusprognoosis eeldatud tulude-kulude vaoshoitud ja küllaltki kooskõlalist kasvu.

Julgeolekumaksuga on kevadprognoosis arvestatud selle algselt kehtestatud sisu ja ajastusega (st vaid 2025.–2028. aastaks), aga märgatavalt väiksema positiivse eelarvemõjuga võrreldes sügisega. Seejuures lähtub kevadprognoos ligikaudu sarnasest kaitsekulude tasemest (COFOGi arvestuses) nagu riigi eelarvestrateegia 2025.–2028. aastaks. Ka SKP nominaalmahtu, mis on lähendiks maksutulude laekumisele, ei ole prognoosiperioodil sügisega võrreldes kuigi palju muudetud.

Sügisega võrreldes on valitsussektori eelarvepositsiooni prognoos paranenud eelkõige seetõttu, et rahandusministeerium on sel kevadel arvestanud 2025.–2028. aastaks tunduvalt suurema eelarvetulude mahuga, seda nii maksuliste kui ka mittemaksuliste tulude puhul (vt joonis 2). Valitsussektori kulude kogumaht on seejuures küll mõnevõrra suurem, kui eeldati riigi eelarvestrateegias, kuid kevadprognoos ei sisalda kõiki kavandatavaid kokkuhoiumeetmeid, millega sügisel arvestati. Peamiste muudatustena võib kululiikide lõikes märgata, et kui sotsiaalkulude mahtu on uuenenud rahvastikuprognoosi valguses läbivalt vähendatud, siis näiteks investeeringute ja subsidiumide prognoosi on üle aastate suurendatud.

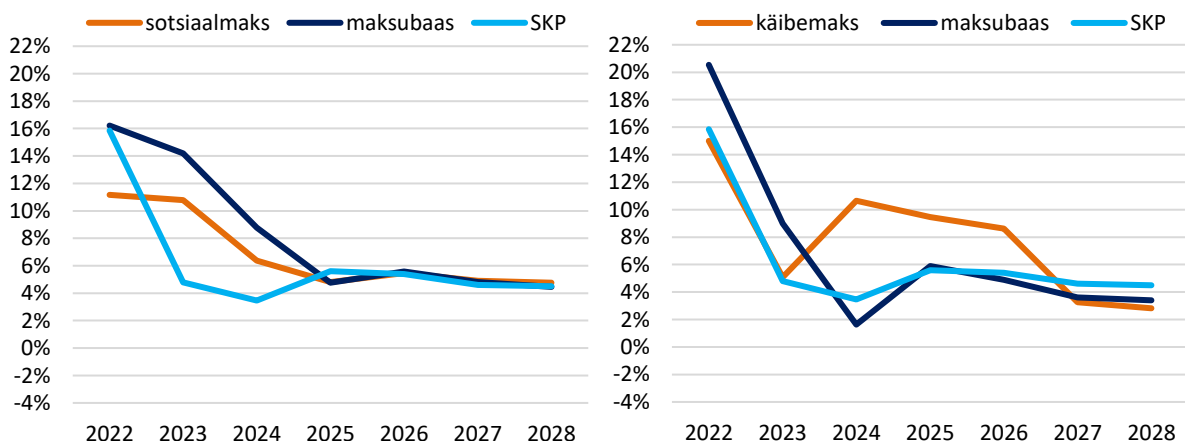


Joonis 2. Muudatused valitsussektori eelarvepositsioonis, rahandusministeeriumi 2025. aasta kevadprognoosi ja riigi eelarvestrateegia 2025–2028 võrdluses

Allikas: rahandusministeerium

Prognoosiperioodil on suurim eelarvepositsiooni paranemine toimunud 2025. aastal, kokku üle 600 miljoni euro, millesse tulude prognoosi paranemine panustas peaaegu 750 miljoni euroga. Nii ulatuslikud prognoosimuutused võivad osutada erilisel kaalukaks ajal, mil valitsus on jõustamas ebapopulaarseid maksumuudatusi ja kuluotsuseid eelarvereeeglite miinimumnõuete täitmiseks.

Esiteks on tulude prognoosi aidanud parandada maksutulud, sest rahandusministeerium on 2025. aastaks suurendanud kõigi peamiste maksuliikide, kuid eelkõige tulumaksu ja käibemaksu oodatavat laekumist. Seejuures on juriidilise isiku tulumaksu prognoosi tõstmise ajendiks juba aasta algul toimunud rekordiline laekumine. Suuremaid ootusi füüsilise isiku tulumaksu laekumisele selgitavad oodatust kiirem palgakasv 2024. aastal (millel on baasiefekt kogu prognoosiperioodile) ja 2025. aasta maksumääratõusu suurem eelarvemõju. Teiseks on suurendatud 2025. aasta mittemaksuliste tulude prognoosi, seda eelkõige välisloetustest, mis jäid 2024. aastal ootustele alla, ning riigi majandustegevuselt. Mittemaksuliste tulude paremat laekumist võib käsitleda olulise prognoosimuutusena kogu prognoosiperioodi ulatuses.



Joonis 3. Sotsiaal- ja käibemaksu laekumise kasv võrreldes maksubaasi ja majanduse nominaalkasvuga (%)⁶

Allikas: rahandusministeerium, statistikaamet, eelarvenõukogu arvutused

⁶ Joonisel 3 kajastatud käibemaksu maksubaas kujuneb eratarbimise, valitsussektori vahetarbimise ning valitsussektori ja majapidamiste investeeringute prognoosi põhjal. Sotsiaalmaksu maksubaasi lähendina on kasutatud keskmise brutokuupalga ja hõive kasvu prognoosile tuginevat majanduse palgafondi.

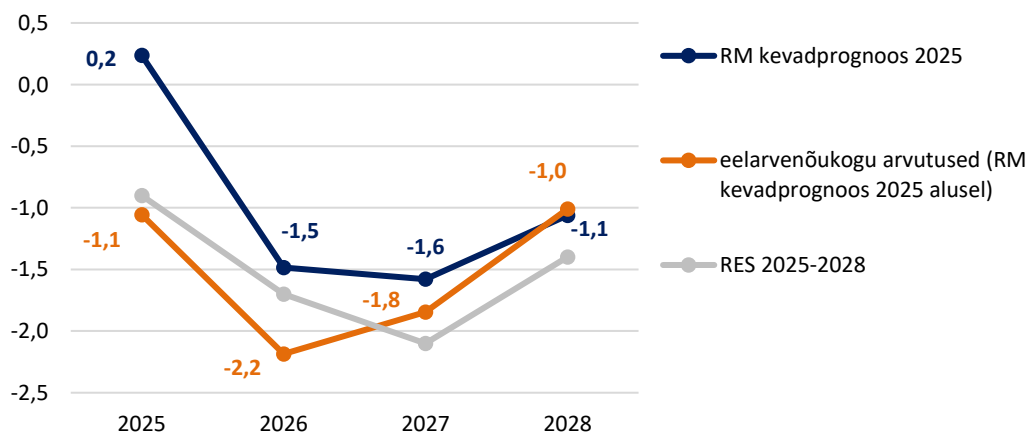
Hindamaks rahandusministeeriumi maksulaekumiste prognoosi kooskõla kevadise makromajanduse ettevaatega, on joonisel 3 kõrvutatud sotsiaalmaksu ja käibemaksu (kui suurimate maksuliikide) kasvuootust vastava maksubaasi ja majanduse nominaalkasvuga. Tavapäraustes majandusoludes ja ilma oluliste maksumuudatusteta võiks eeldada, et nende kasvutempo kujuneb üle aastate keskmisena võrdlemisi sarnaseks – nii nagu kasvab majandus ja maksubaas, nii kasvab ka maksulaekumine. Seda seaduspära ongi näha rahandusministeeriumi kevadises prognoosis sotsiaalmaksu kohta, kuid mitte käibemaksu puhul. Viimase laekumise dünaamikat mõjutavad erinevad maksumääratõusud, mille toel kasvab käibemaksu laekumine rahandusministeeriumi prognoosi järgi 2025. aastal 9,4% ja 2026. aastal 8,6%. Siiski, kui maksumuudatuste mõju käibemaksu laekumisest hinnanguliselt välja jätta, siis kasvaks ka käibemaksu edasine laekumine kooskõlas prognoositava maksubaasi ja majanduse kasvuga.

Tulumaksu kohta märgib eelarvenõukogu, et tulumaksusüsteemi rohked järjestikused muudatused ja ebaselgus selle suhtes, millised muudatused ees ootavad (ja mis on nende käitumuslik mõju), teevad selle maksuliigi laekumiste prognoosimise keerukamaks ja prognoosivigade tõenäosuse suuremaks.

Ehkki maksulaekumisel on olnud oluline roll 2024.–2025. aasta oodatust paremas eelarvepositsioonis, on kevadprognoosi põhistsenaariumis eeldatud riigieelarve maksutulude edasiseks kasvuks ligikaudu 4–5% aastas. See on igati kooskõlas rahandusministeeriumi ootustega Eesti majanduse nominaalmahule, mis samal perioodil (2026–2028) kasvab kevadprognoosi järgi 4,5–5,5% aastas.

Struktuurne eelarvepositsioon ja vastavus kodumaistele eelarvereglitele

Selleks, et mõõta valitsussektori struktuurset eelarvepositsiooni, mis on kodumaiste eelarvereglite jaoks oluline sisend, korrigeeritakse nominaalset eelarvepositsiooni Eesti majandustsükli seisuga. Teisiti öeldes proovitakse hinnata, kui suur osa eelarvepuudujäägist on tingitud majanduse ajutisest nõrkusest ja kui suur on ülejäänud osa, mis peaks peegeldama riigieelarve tulude-kulude püsivat vahet ning seeläbi ka valitsuse teadlikku eelarvepoliitilist kurssi.



Joonis 4. Valitsussektori struktuurne eelarvepositsioon aastatel 2025–2028 (% SKPst)

Allikad: rahandusministeerium, eelarvenõukogu arvutused

2024. aasta sügisel seadis valitsus oma eelarve-eesmärgid järgmiseks neljaks aastaks, mis kajastusid nii riigi eelarvestrateegias aastateks 2025–2028 kui ka Euroopa Komisjonile esitatud keskpika perioodi eelarvekavas. Need dokumendid sisaldasid paraku eelarvetrajektoori, millega ei olnud täielikult tagatud kodumaiste eelarvereglite täitmine, mis ei luba kavandada suuremat struktuurset eelarvepuudujääki kui 1% SKPst. Kui eelarvestrateegia järgi mahtus 2025. aastaks seatud eelarve-eesmärk veel kodumaiste reeglite piiridesse (vt joonis 4), siis edasised aastad enam selgelt mitte.

Nominaalse eelarvepositsiooni paranemisega on prognoosis paranenud ka struktuurne eelarvepositsioon. Rahandusministeeriumi 2025. aasta kevadprognoosi järgi võib valitsussektori struktuurne eelarvepositsioon olla tänava koguni väikeses ülejäägis ning ka kõigil järgnevatel aastatel on eelarvepositsioon sūgisega võrreldes tugevam. Ka eelarvenõukogu arvutused viitavad, et 2025. aastal võib struktuurne eelarvepositsioon sisuliselt vastata kodumaiste eelarvereeplite nõuetele, kui puudujääk ulatub ligikaudu 1%ni SKPst.

Seevastu järgmistel aastatel kujuneb struktuurne puudujääk sellegipoolest suuremaks, kui kodumaised eelarvereeplid võimaldaksid. Kuna majanduse tsükilise seisuga paranemisega samal ajal nominaalne puudujääk 2026. aastal hoopis suureneb, siis suureneb järsult ka struktuurne puudujääk. Kui rahandusministeeriumi hinnangul kujuneb struktuurse puudujäägi suuruseks 2026.–2027. aastal 1,5–1,6% SKPst, siis eelarvenõukogu hinnangul võib see olla isegi mõnevõrra suurem. Mõlema asutuse hinnangust saab aga ühtemoodi järeldada, et lähiaastate struktuurne eelarvepuudujääk on kujunemas suuremaks, kui kodumaised eelarvereeplid võimaldaksid.

Rahandusministeeriumi arvutused lähtuvad kevadprognoosi hinnangust Eesti majandustsükli seisule, mille kohaselt jäi negatiivse SKP lõhe sūgavik 2024. aastasse (–4,4% SKPst) ja 2025. aastal kujuneb lõhe suuruseks –3,6% SKPst. Ehkki negatiivse SKP lõhe ulatust on sūgisega võrreldes pisut vähendatud, nendib rahandusministeerium taas, et nende ametlikus hinnangus võib majanduse tsükiline nõrkus olla ülehinnatud ja struktuurse puudujäägi suurus seega alahinnatud. Seda hoiakut toetab ka eelarvenõukogu, tuginedes oma analüüsidele Eesti majandustsükli seisust ja selle mõjudest riigirahandusele. Need viitavad esiteks, et majandustsükli seis ei pruugi olla nii halb, kui näitab rahandusministeeriumi hinnang Eesti SKP lõhele, ning teiseks, et majandustsükli nõrk seis ei väljendu riigieelarves nii suures ulatuses. Ehkki SKP reaalkasv on viimastel aastatel jäänud kas negatiivseks või nullilähedaseks, on nii tööturu kui ka eratarbimise olukord olnud piisavalt tugev, et riigieelarve maksutulud on jätkanud kasvu.

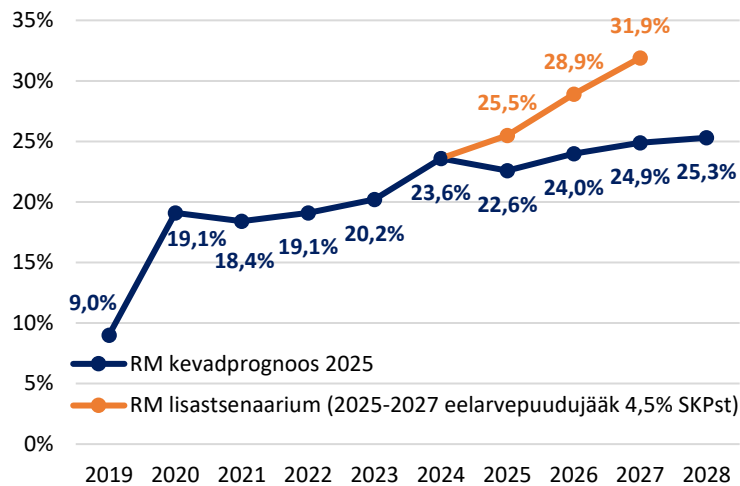
Kokkuvõttes, kui lühemas vaates on valitsussektori nominaalne eelarvepositsioon rahandusministeeriumi kevadprognoosis oluliselt paranenud, siis pikemas vaates on valitsussektori struktuurne eelarvepositsioon jätkuvalt liikumas kursil, mis ei vastaks kehtivate kodumaiste eelarvereeplite nõuetele. Seejuures ei sisaldanud rahandusministeeriumi 2025. aasta kevadprognoosi põhistsenaarium veel uue valitsuskoalitsiooni maksupoliitilisi muudatusi ega ka täiendavat kaitsekulude tõusu koos eelarvereeplite vabastusklausli võimaliku rakendumisega.

Eelarvereeplite vabastusklausel kaitsekuludeks

Sel kevadel on Euroopa Komisjon teatanud võimalusest taodelda Euroopa Liidu eelarvereeplite vabastusklauslit, mis teatud eeldustel võimaldaks aastatel 2025–2028 suurendada valitsussektori nominaalset eelarvepuudujääki kuni 4,5%ni SKPst, ilma et sellega kaasneks ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlus. Vabastusklausli eesmärgiks on anda pingelises geopoliitilises (ja rahanduslikus) olukorras liikmesriikidele võimaluse oma kaitsekulude kiireloomuliseks tõstmiseks. Vabastusklausli rakendamise kavatsust on väljendanud ka Eesti valitsus.

Ehkki uue valitsuse konkreetsed eelarvepoliitilised sammud ei ole veel teada, muudaks vabastusklausli pakutava eelarvepuhvri täielik ärakasutus oluliselt Eesti riigirahanduse väljavaadet. Rahandusministeeriumi kevadprognoosi lisatsenaarium näitab, et kui Eesti eelarvepuudujääk peaks ulatuma lähiaastatel 4,5%ni SKPst, siis jätkuks valitsussektori võlakooormuse kiire kasv, ületades 2027. aastaks 30% SKPst (vt joonis 5).⁷

⁷ Valitsussektori võlakooormuse tase 30% SKPst on oluliseks lävendiks kodumaistes eelarvereeplites, mis eeldavad selle võlapiiri ületamisel nõudlikumate eelarve-eesmärkide seadmist. Võib arvata, et Euroopa Liidu eelarvereeplite vabastusklausli rakendumine leevendab ajutiselt ka kodumaiste eelarvereeplite nõudeid.



Joonis 5. Valitsussektori võlakoormus 2019–2024 ja prognoos aastateks 2025–2028 (% SKPst)

Allikad: rahandusministeerium, statistikaamet

Seejuures olid Eesti riigivõla intressikulud 2024. aastal ligikaudu 230 miljonit eurot – kui kevadprognoosi põhistsenaariumi järgi tõuseksid need 2028. aastaks pisut üle 300 miljoni euro, siis lisastsenaariumi võlatrajektoori pikendades juba ligikaudu 450 miljoni euroni. See on rahaline suurusjärk, mis kulub 2025. aastal näiteks peretoetustele.

Lisaks oluliselt suuremale intressikulule, mis kaasneb suurema laenuvõtmisega, võib valitsussektori võlakoormuse tasemel olla mõju ka laenuhinnale, millega riik oma eelarvepuudujääke finantseerida saab, survestades seeläbi veelgi riigivõla intressikulusid. Euroala riikide kogemus näitab, et valitsussektori võlakoormuse suurenemine 1 protsendipunkti võrra tõstab kümneaastase riigivõlakirja tootluse vahet Saksamaa võlakirjaga keskmiselt 3 baaspunkti võrra (vt eriteema 2). Seejuures võib valitsussektori võlakoormusel olla negatiivne mõju ka erasektoris kasutada oleva laenuhinnale.

Seega, ehkki vabastusklausel annab ajutise võimaluse eelarvepuudujääki mitmeks aastaks märkimisväärselt suurendada, ilma et see tooks tingimata kaasa Euroopa Liidu või kodumaiste eelarveeeglite rikkumisi, oleks sellel püsiv mõju Eesti valitsussektori võlakoormuse ja intressikulude kasvule. Samuti tooks see kaasa keerulise eelarvekohanduse pärast 2028. aastat, kui eelarveeeglid taasjõustuvad nende tavapärasel kujul.

Viimati kehtis eelarveeeglite vabastusklausel Euroopa Liidus aastatel 2020–2023. Eelarvenõukogu hinnangul toimus sel perioodil Eestis märgatav eelarvedistsipliini nõrgenemine, kui lisaks kriisidega seotud lisakuludele võeti vastu mitmeid kalleid kuluotsuseid, millele püsivat eelarvekatet polnud, mis omakorda on Eesti riigirahanduse hilisema korrastamise nii keeruliseks teinud.

Eelarvenõukogu hinnangul on seetõttu oluline, et täiendavat eelarvepuhvit, mis on tekkinud nii rahandusprognoosi paranemisest kui ka vabastusklausli võimalikust rakendamisest, kasutataks eelkõige Eesti kaitsevõime suurendamiseks ning mitte selleks, et varasemaid eelarvepositsiooni tugevdamiseks astutud samme tagasi võtta. Erakordne ebakindlus väliskaubanduses ja geopoliitilises olukorras nõuab pigem suuremate kui väiksemate eelarvepuhvrte hoidmist, et ootamatusteks paremini valmis olla.

Eriteema 1. Kaubandussõja võimalik majandusmõju

Rahandusministeeriumi kevadprognoosi ettevalmistamise ajal hakkas Ameerika Ühendriikidest järjest laekuma teateid kavandatavatest kaitsetollidest, millega taheti kaubandusbilanssi tasakaalustada. Esialgu puudutasid need teated vaid kaubavahetust Hiina, Kanada ja Mehhikoga, kuid laienes mõne aja pärast ka Euroopa Liidule ja pea kaheksajale kaubanduspartnerile.

Nii Eestis kui ka mujal puutusid prognoosijad veebruaris-märtsis kokku vajadusega hinnata Ameerika Ühendriikide väliskaubanduspoliitika võimalike muutuste mõju. Seetõttu on põhjendatud vastava riskistsenaariumi koostamine ka rahandusministeeriumi kevadprognoosis.

Et Eesti kaupade väljaveos on Ameerika Ühendriikide turu osatähtsus väiksem kui Euroopa Liidus keskmiselt ja moodustab ligikaudu 4% (sellest kolmandik sideseadmed), siis on rahandusministeeriumi riskistsenaariumis peamiseks kaudne ülekandekanal, mis sõltub meie kaubanduspartneritest.

Riskistsenaariumi koostamise juures on olnud raske kaasas käia kiiresti muutuvate eeldustega Ameerika Ühendriikide tulevaste sammude kohta. Nii näiteks ei olnud veebruaris-märtsis selge, millised tollid kehtestatakse Euroopa Liidust sisseveetavatele kaupadele. Seejuures andis Euroopa Komisjon mitmel korral mõista, et on valmis kehtestama Ameerika Ühendriikidest sisseveetavale kaubale vastutollid.

Rahandusministeeriumi kevadprognoosi riskistsenaariumis on eeldatud, et Ameerika Ühendriigid kehtestavad aprillis kogu imporditavale kaubale 25% tollimaksu, millele Euroopa Liit samaga vastab. Selline prognoosieeldus oli märtsis analüütikute seas levinud. Meetme ja vastumeetmete kombinatsiooni peetakse kasvu seisukohalt üldiselt isegi halvemaks variandiks kui ainult ühe poole samme.

Sarnaselt teiste riikide kohta tehtud mõjuhindangutega avaldab kaubandussõda 2025.–2026. aastal kõige suuremat mõju ekspordimahu kasvule, mis aeglustub keskmiselt 1 protsendipunkti. Koos mitme teise kanaliga (suhtelised hinnad, hõive, palgatulu, investeringud) mõjutavad suuremad tollimaksud ka sisenõudlust ja SKP kasvu, aeglustudes keskmiselt 0,5 protsendipunkti.

Eelarvenõukogu arvamuse koostamise ajaks olid nii Ameerika Ühendriigid kui ka Euroopa Liit langetanud otsuse lükata tollimaksude vastastikune suurendamine veelgi edasi, juuli keskpaigani. Prognoosimise seisukohast püsib seega suur määramatus.

Eriteema 2. Valitsussektori võlakoormuse mõju intressimääradele

Viimastel aastakümnetel on euroala riikide valitsuste võlakoormus märkimisväärselt kasvanud ning 2024. aasta lõpuks ületas enamik liikmesriike Maastrichti lepingus sätestatud piirmäära: 60% SKPst. Riigieelarvetele avaldavad lähitulevikus lisaturvet kaitsekulutuste kasv, rahvastiku vananemine ja rohepööre, mistõttu püsib võlakoormus paljudes riikides suur ja võib isegi kasvada. Ka Eesti riigivõlg on kasvanud lühikese ajaga 24%ni SKPst ja riigivõla intressikulud ulatusid 2024. aastal juba 230 miljoni euroni.

Seetõttu on oluline mõista, milliseid tagajärgi võib suurem riigivõlg endaga kaasa tuua. Alljärgnev analüüs käsitleb valitsussektori võlakoormuse mõju riigi enda ja ka erasektori laenuitingimustele. See põhineb peagi ilmuval Eesti Panga toimetisel, mille autorid on Gerda Kirpson ja Karsten Staehr.

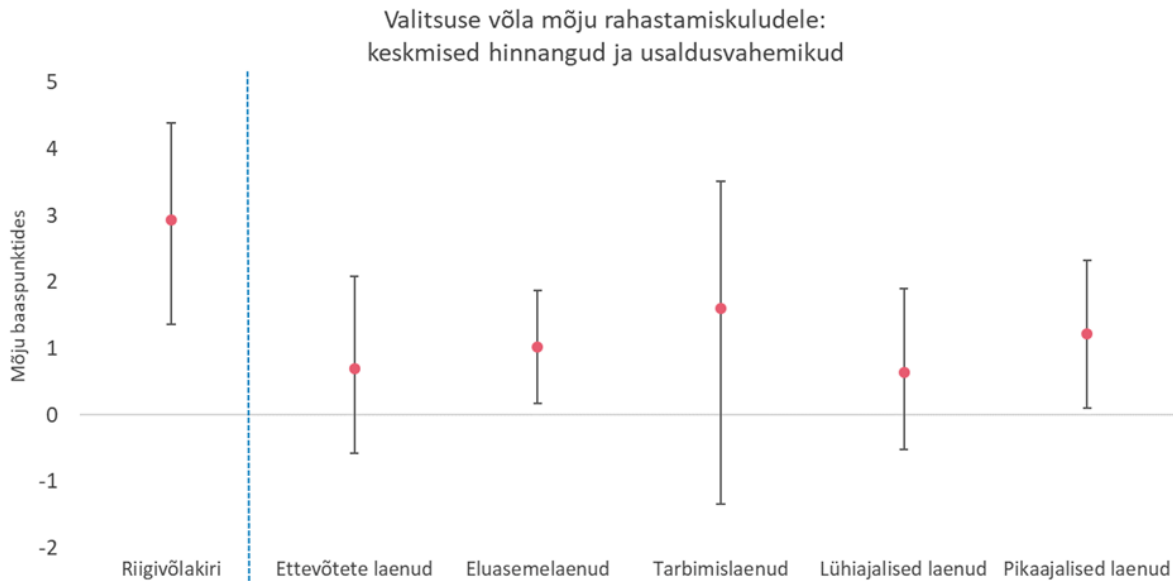
Majandusteooria kohaselt võib valitsussektori võlakoormuse tase mõjutada riigi rahastamistingimusi mitme kanali kaudu. Üheks olulisemaks mehhanismiks on riskipreemia: mida suurem on võlakoormus, seda suurem on oht, et valitsusel on raske oma kohustusi täita, mistõttu nõuavad investorid paremat tootlust. Lisaks võib võlakoormus avaldada võlakirjade tootlusele mõju inflatsiooniootuste kaudu. Kui eeldatakse, et valitsus püüab inflatsiooni abil võla reaalkaalu vähenemist saavutada, võivad ka suuremad hinnakasvuootused kasvatada nõutavat riskipreemiat. Samuti saab suur võlakoormus mõjutada võlakirjade tootlusi kaudselt, aeglustades majanduskasvu, vähendades maksutulud ja halvendades seeläbi valitsuse maksevõimet.

Valitsuse võlakoormus võib mõjutada ka erasektori rahastamistingimusi, sealhulgas laenu intressimäärasid. Kui riigivõla kasv suurendab tõenäosust, et valitsus peab tõstma makse või kärpima kulutusi, võivad halveneda ettevõtete ja majapidamiste väljavaated ning nende rahastamiskulud kasvada. Samuti võib suur võlakoormus õhustada usaldust kaudsete garantiide vastu, mis riik on andnud finantssektorile, kergitades nõnda erasektori intressimäärasid. Peale selle saab võlakoormuse mõju edasi kanduda pankade bilansi kaudu: kui valitsuse suure võla tõttu langeb riigivõlakirjade väärtus, kehveneb võlakirju hoidvate pankade finantsseis, mis võib sundida neid laenukoostust piirama või intressimäärasid tõstma. Valitsuse ulatuslik laenamine võib osaliselt välja tõrjuda ka erasektori, kui pangad eelistavad investeerida ohutumatesse ja tulusamatesse riigivõlakirjadesse. See omakorda teeb laenukoostust erasektori jaoks kallimaks.

Peagi ilmuvas Eesti Panga toimetises analüüsitakse valitsuse võlakoormuse mõju eraldi avaliku sektori ja erasektori rahastamistingimustele. Avaliku sektori puhul kasutatakse sõltuva muutujana kümneaastase riigivõlakirja tootluse vahet konkreetse riigi ja Saksamaa võlakirja vahel, mis peegeldab riskipreemiat. Erasektori rahastamistingimusi peegeldavad eri tüüpi pangalaenu intressimarginaalid ehk erinevus laenuintressimäärade ja kolme kuu euribori vahel. Need marginaalid kajastavad laenuandmisega seotud riski- ja likviidsuspreemiat. Valitsuse võlakoormuse mõju hinnatakse eraldi ettevõtete laenukoostule, eluaseme- ja tarbimislaenukoostule ning lühi- ja pikaajalistele laenukoostule. Põhianalüüs tugineb aastastele paneelaruandmetele euroala riikide kohta ajavahemikus 1999–2023. Peamise huvipakkuva selgitava muutujana kasutatakse analüüsis valitsuse võla ja SKP suhtarvu.⁸

Usaldusväärsemate hinnangute saamiseks on analüüsis kasutatud mitut mudelit ja nende tulemuste vahemikhinnangud on esitatud alljärgneval joonisel. Jooniselt 6 ilmneb, et valitsuse võlakoormusel on positiivne seos rahastamiskuludega nii avalikus kui ka erasektoris. Positiivne seos tähendab, et suuremat riigivõlga võib seostada kallima laenukoostulega.

⁸ Lisaks sisaldavad regressioonanalüüsid mitut kontrollmuutujat, mis kajastavad eelarvepoliitikat, rahapoliitilist hoiakut, majandustsüklit ja üldist kindlustunnet. Mõnda regressiooni kaasatakse ka aja fiktiivmuutujad, et kontrollida ajas muutuvate, kuid otseselt mittevaadeldavate tegurite mõju. Varasemale kirjandusele tuginedes rakendatakse fikseeritud mõjuga kaheetapilist instrumentaalmuutujate meetodit, et arvestada võimalikku vastupidist põhjuslikkust (näiteks olukorda, kus riigivõlakirja tootlus võib ise valitsuse võlataset mõjutada).



Joonis 6. Valitsuse võla mõju rahastamiskuludele (baaspunktides)⁹

Valitsussektori võlakoormuse suurenemine 1 protsendipunkti võrra tõstab kümneaastase riigivõlakirja tootluse vahet Saksamaa võlakirjaga keskmiselt 3 baaspunkti võrra. See mõju on statistiliselt oluline ning eri valimite ja mudelite korral võrdlemisi stabiilne. Erasektori puhul on aga valitsuse võla mõju eri laenukategoriates intressimääradele väiksem, vähem robustne ja ebaühtlasem, jäädes keskmiselt vahemikku 0,5–2 baaspunkti. Märkida tuleb, et hinnangud on usaldusväärsemad eluasemelaenude ja pikema tähtajaga laenude puhul, samas kui ettevõtete laenude, tarbimislaenude ja lühiajaliste laenude puhul varieerub võla mõju intressimääradele rohkem ning on mitmes mudelis ka statistiliselt ebaoluline.

Võlakoormuse mõju on tugevam ja statistiliselt olulisem valitsuse enda laenamiskuludele. See tulemus on ootuspärane, kuna avaliku sektori rahastamistingimused on otseselt seotud riigi võlatasemega. Erasektori puhul on ülekandemehhanismid aga kaudsemad ja mitmetahulisemad. Tulemust, et erasektoris on võla mõju selgem eluasemelaenude ja pikema tähtajaga laenude puhul, võib selgitada asjaoluga, et need laenud on pikema aja jooksul haavatavamad erisuguste makromajanduslike riskide suhtes.

Kõrgemad riigivõlakirjade intressimäärad tähendavad suuremaid võla teenindamise kulusid, mis võivad seada ohtu riigirahanduse jätkusuutlikkusele. Samuti võib suurem intressikulu sundida poliitikakujundajaid tõstma makse või kärpima investeeringuid, tarbimiskulutusi ja toetusi, millel võivad olla nii makromajanduslikud kui ka jaotuspõhised tagajärjed. Kõrgemad erasektori laenuintressimäärad võivad vähendada ettevõtete kasumlikkust, pidurdada investeeringuid ning vähendada laenuõudlust, mis kokkuvõttes pärsib majanduskasvu nii lühikeses kui ka pikemas vaates.

Kokkuvõttes aitab uuring illustreerida üht olulisemat kõrvalmõju, mis võib riigivõla kasvuga kaasneda: kõrgemat rahastamiskulu. Valitsussektori võlakoormuse mõju on selgemini tuvastatav riigi enda laenamiskuludes, kuid teatud juhtudel võib see avalduda ka erasektori laenuitingimustes. Tulemuste tõlgendamisel tuleb siiski arvestada, et nii avalikul kui ka erasektoris on kasutada mitmeid rahastamisallikaid, millest see analüüs käsitleb vaid üht.

⁹ Joonisel 6 on kujutatud võlakoormuse (võlg/SKP) keskmine marginaalne mõju (roosad punktid) ja usaldusvahemik, mis on arvatud mitme erineva regressioonimudeli tulemuste põhjal. Vertikaalse joone alumine ots tähistab madalaimat ja ülemine ots kõrgeimat hinnatud 90% usalduspiiri kõigi mudelite lõikes. Kui joon läbib nullpunkti, ei ole võlakoormuse mõju selles laenukategorias kõigis mudelites statistiliselt oluline.