



EUROOPA KESKPANK

EUROSÜSTEEM

# EUROSÜSTEEMI EKSPERTIDE 2015. AASTA JUUNI MAKROMAJANDUSLIK ETTEVAADE EUROALA KOHTA<sup>1</sup>

## 1. EUROALA VÄLJAVAAD: ÜLEVAATLIK KOKKUVÕTE

**Juuni ettevaade kinnitab elavnemise väljavaadet euroalal.** Eurostati kiirhinnangu kohaselt hoogustus SKP reaalkasv 2015. aasta esimeses kvartalis 0,4% ning hiljutised küsitlusandmed osutavad tsüklilise elavnemise jätkumisele. Pikemas perspektiivis jäävad püsima tegurid, mille mõjul majanduse elavnenemine kujuneb eeldatavasti tagasihoidlikuks.

**Välistegurid toetavad majandusaktiivsuse väljavaadet.** Tagasihoidlikust tõusust hoolimata toetab naftahindade jätkuvalt üsna madal tase edaspidigi nii eratarbimist kui ka ettevõtlusinvesteeringuid. Euroala välisnõudlus peaks üleilmse majandusaktiivsuse elavnedes mõõdukalt suurenema. Välisnõudlust toetab peamiselt kiirem kasv arenenud riikides, samal ajal kui arenevate riikide väljavaaded on mõnevõrra halvenenud.

**EKP hiljutised rahapoliitilised meetmed peaksid toetama kogunõudlust.** Pankade laenuintressimäärad on EKP laiendatud varaostukava tulemusel veelgi alanenud, aktsiahinnad on märkimisväärselt tõusnud ning vahetuskurss tunduvalt odavnenud. Seega peaks toetav rahapoliitiline kurss mõjuma soodsalt kogunõudlusele ning eelkõige ekspordile ja kapitali kogumahutusele põhivarasse. Hiljutised mittestandardised rahapoliitilised meetmed peaksid kogunõudlust toetama ka portfelliges tehtavate ümberpaigutuste ning kindlustundele avalduva mõju kaudu.

**Sisenõudlust peaksid soodsalt mõjutama ka muud tegurid.** Eelarvepoliitika mõju, mida mõõdetakse muutusena tsükliliselt kohandatud esimeses eelarveseisundis, peaks jääma ettevaateperioodil valdavalt neutraalseks (vastupidiselt piiravale mõjule, mida täheldati kuni 2013. aastani). Laenupakkumise tingimused on veelgi paranenud. Seda kinnitavad euroala pankade laenutegevuse viimase uuringu tulemused, mille kohaselt on netoarvestuses leevenenud nii laenuvõtjatele esitatavad nõuded kui ka pankade laenutingimused. Mittefinantsettevõtete võlakooormus (mõõdetuna protsendina SKPst), mis on pidevalt vähenenud alates 2012. aastast, alanis 2014. aastal pisut veelgi. Näib, et ka kodumajapidamised on teinud mõningaid edusamme oma võla vähendamisel, seda eelkõige suhteliselt suure võlakooormusega riikides. Lisaks peaks mitmes riigis olema lõpule jõudnud korrektsioon eluasemeturgudel – sellest annavad tunnistust madalaimale tasemele langenud eluasemehinnad.

**Siiski püsivad struktuuriprobleemid.** Avaliku sektori võlakooormus kasvab jätkuvalt, ehkki aeglasemas tempos, ning peaks mõnes riigis püsima kõrgel tasemel. Kuigi tööturu olukord on üldiselt paranemas, varjutab seda ka edaspidi mõnes riigis valitsev kõrge struktuurne tööpuudus. Lisaks püüab investeringutele tehtavaid kulutusi ka edaspidi mure pikaajalise kasvupotentsiaali, struktuurireformide aeglase elluviimise, püsiva ulatusliku reservvõimsuse ja ettevõtete endiselt suure võlakooormuse pärast mitmes riigis.

<sup>1</sup> Eurosüsteemi ekspertide makromajanduslik ettevaade kuulub materjalide hulka, mida EKP nõukogu kasutab majandusarengu ning hinnastabiilsusega seotud riskide hindamiseks. Lisateavet ettevaate koostamisel kasutatavate menetluste ja meetodite kohta saab 2001. aasta juunis avaldatud juhendist „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises”, mis on kättesaadav EKP veebilehel. Käesolevas ettevaates sisalduvad andmed on esitatud seisuga 20. mai 2015. Ettevaade hõlmab ajavahemikku 2015–2017. Nii pikka ajavahemikku käsitleva ettevaatega kaasneb siiski väga suur ebakindlus, mida tuleb makromajandusliku ettevaate tõlgendamisel silmas pidada. Vt 2013. aasta mai EKP kuubülletääni artikkel „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections”.

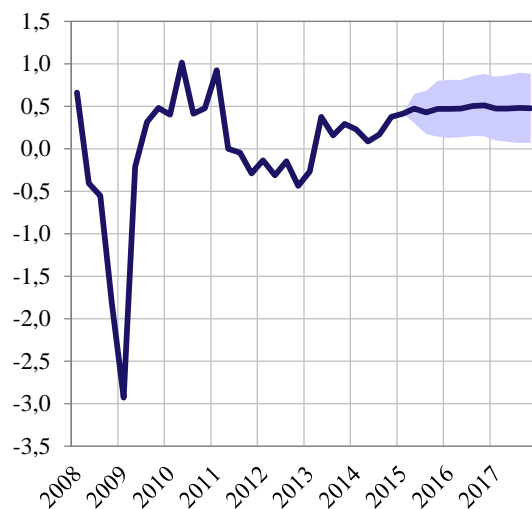
Üldiselt peaks SKP reaalkasv märkimisväärselt kiirenema, tõustes 0,9%lt 2014. aastal 1,5%ni 2015. aastal, 1,9%ni 2016. aastal ja 2,0%ni 2017. aastal. Samal ajal peaks potentsiaalse kogutoodangu kasv jääma ettevaateperioodil ligikaudu 1% piirsesse, kuna tööhõive ja kapitali toetav mõju püsib tõenäoliselt tagasihoidlikuna. Selle tulemusel peaks negatiivne kogutoodangu lõhe ettevaateperioodi lõpu poole tunduvalt ahenema.

### Joonis 1. Makromajanduslik ettevaade<sup>1)</sup>

(kvartaliandmed)

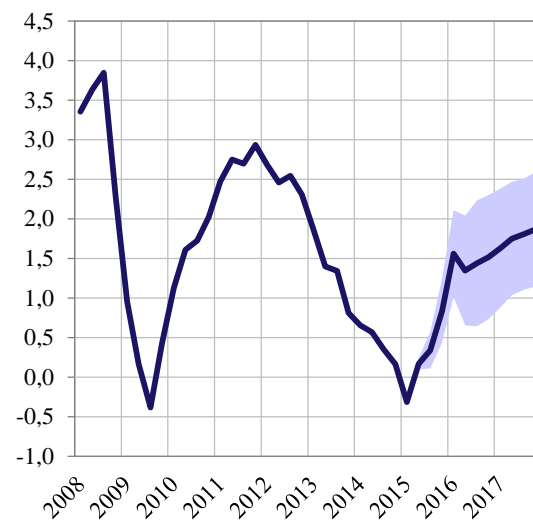
#### Euroala reaalne SKP<sup>2)</sup>

(kvartaalne muutus protsentides)



#### Euroala ÜTHI

(aastane muutus protsentides)



1) Esitatud väärtusvahemikud põhinevad eelmiste aastate ettevaadete ja tegelike tulemuste vahelistel erinevustel. Väärtusvahemike ulatus vastab nende erinevuste absoluutväärtuse kahekordsele keskmisele. Väärtusvahemike arvutamise meetodit (k.a erandjuhtude suhtes korrigeerimine) käsitletakse 2009. aasta detsembris avaldatud EKP väljaandes „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges”, mis on kättesaadav EKP veebilehel.

2) Andmed on tööpäevade arvu järgi korrigeeritud.

**ÜTHI-inflatsioon jõudis hinnangute kohaselt 2015. aasta jaanuaris madalaimale tasemele ning on viimastel kuudel veidi kiirenenud.** Peamiseks hoogustavaks teguriks oli ÜTHI energiahindade komponendist tuleneva langussurve leevenemine seoses USA dollarites nomineeritud naftahindade elavnemisega. Lisaks avaldas tõusurvet ÜTHI toidukaupade inflatsioon, kajastades kerkinud toidutoormehindu. Toormehindade tõusu mõju süvendas veelgi euro odavnemine. Seevastu ÜTHI-inflatsioon, mis ei hõlma energia ja toiduainete komponenti, on viimastel kuudel püsinud mõõdukana ning selles ei ole täheldatud elavnemise märke. Kõnealusest ÜTHI-inflatsioonist (v.a energia ja toiduained) tulenev suurem hinnasurve on seni avaldunud üksnes hinnakujundusahela varasemates etappides (eelkõige impordihindades) ning ei ole veel mõjutanud tootjahindu euroalal.

**ÜTHI-inflatsioon peaks 2015. aasta jooksul üldiselt veelgi kiirenema ja olema aasta arvestuses keskmiselt 0,3%.** Positiivsed baasefektid koos futuuriturgudel valitseva naftahinna tõusu ootusega (vt taustinfo 2) peaksid 2015. aasta jooksul vähendama ÜTHI energiahindade inflatsiooni negatiivset dünaamikat. ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) peaks 2015. aasta jooksul järk-järgult hoogustuma. Loiduse vähenemine tööturul ja majanduses tervikuna peaks eeldatavalt kajastuma kasumimarginaalide ja palkade kindlas kasvus. Lisaks peaksid ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) hoogustumisele kaasa aitama euro madalam vahetuskurss ning energia ja muu toorme (v.a energia) hindade eeldatava tõusu kaudne mõju.

**Koguinflatsioon peaks majanduse loiduse edasise vähenemise ja positiivse välise hinnasurve mõjul kiirenema 2016. aastal 1,5%ni ja 2017. aastal 1,8%ni.** Oodatav kiirenemine kajastab omakorda vahetuskursikanali viitajaga mõju ja naftafutuuri hindade arengukõvera tõusu. ÜTHI-inflatsioon, mis ei hõlma energia ja toiduainete komponenti, peaks samuti veelgi hoogustuma, ulatudes 2017. aastal 1,7%ni.

## 2. REAALMAJANDUS

**Ettevaateperioodil peaks euroala majandusaktiivsuses toimuma laiapõhjaline tsükliline elavnemine.** 2015. aasta esimeses kvartalis püsis aktiivsus möödunud aasta lõpus täheldatud tasemel. Küsitlusandmed osutavad jätkuvale tsüklilisele elavnemisele 2015. aasta keskel. Soodne väljavaade kajastab eelkõige positiivset mõju, mida avaldavad aktiivsusele eelkõige euro odavnemine alates 2014. aasta keskpaigast, madalad intressimäärad (osaliselt tingitud varaostukavast) ning madalamate energiahindade toetav mõju sissetulekutele.

**Erasektori tarbimiskulutused jäävad tõenäoliselt elavnemise peamiseks vedajaks.** Realse kasutatava tulu suurenemise lähiaja väljavaade on endiselt soodne, ehkki kasvutempot peaksid veidi pärssima energiahindade languse osalise pöördumise tagajärjed. Peale selle on oodata palgatulu suurenemist, arvestades tööhõive stabiilset kasvu ja töötaja kohta makstava nominaalse hüvitise tõusu; samuti suurenevad eelduste kohaselt majanduse üldise taastumise taustal eraisikute muud sissetulekud. Väikesed rahastamiskulud ja rahastamistingimuste leevenemine peaksid toetama eratarbimist ja mõningal määral ka kodumajapidamiste netovara kasvu. See kajastab nii finantsvarahindade tõusu 2015. aastal kui ka eluasemeturu olukorra eeldatavat edasist paranemist 2016.–2017. aastal. Kokkuvõttes peaks eratarbimise keskmine aastakasv ettevaateperioodil olema 1,7%.

**Kodumajapidamiste säästumäär paari järgmise kvartali jooksul arvatavasti veidi väheneb. Seni on see kasvanud seoses sissetulekute kasvuga naftahinna arengu tulemusel.** Eri riikides täheldatud vastandlike üksteist tasakaalustavate suundumuste alusel võib arvata, et ülejäänud ettevaateperioodil püsib säästumäär üldjoontes muutumatuna. Ühest küljest ei mõju säästmisele perioodidevahelise asendusefekti tõttu soodsalt väga vähene intressitulu. Lisaks võivad mõnes riigis jääda tagavarasäästud väiksemaks seetõttu, et tarbijate kindlustunne on veelgi paranenud ning töötuse määr samal ajal aegamisi alanenud. Samuti võivad kodumajapidamised teha üha enam eelnevalt edasi lükatud suuremaid oste, mille tulemusel säästumäär alaneb. Teisest küljest peaks muudes riikides säilima surve rohkem säästa, kuna valitseb jätkuv ebakindlus seoses riigivõlakriisiga ning ka tööpuuduse ja võlakoormuse tase on kõrged.

**Pärast langust kaheksa aasta jooksul peaks euroalal elamuehitusse tehtavate investeeringute vähenemine 2015. aasta lõpus peatuma.** Siiski paranevad elamuehitusse tehtavate investeeringute väljavaated üksnes järk-järgult, kuna neid jäävad varjutama mõnes riigis endiselt püsivad valupunktid. Sellest hoolimata peaksid elamuehitusse tehtavad investeeringud aja jooksul hoogustuma, sest neid toetavad realse kasutatava tulu jätkuv kasv, hüpoteeklaenude väga madalad intressimäärad ning rahastamistingimuste leevenemine. Seega peaksid ka kodumajapidamiste laenu kiiremini kasvama. Elamuehitusse tehtavate investeeringute jõulisemat suurenemist takistavad tõenäoliselt siiski kodumajapidamiste suur võlakoormus mõnes riigis ning demograafiliste tegurite ebasoodne mõju teistes riikides.

**Ettevõtlusinvesteeringud peaksid varaostukava ja tsüklilise elavnemise toel aegamisi hoogustuma.** 2015. aasta jooksul jätkub ettevõtlusinvesteeringute tagasihoidlik elavnemine, mida seni takistasid euroala riigivõlakriisiga kaasnenud suur ebakindlus, vähene kasumlikkus, ulatuslik reservvõimsus ning laenuvõtmise piirangud mõnes riigis. Nende tegurite mõju peaks ettevaateperioodil vähenema. Peale selle peaks vaatlusperioodil ettevõtlusinvesteeringuid varasemast vähem piirama ettevõtete finantsvõimenduse vähendamise üldine surve. Kapitalikulutusi soodustavad tõenäoliselt ka sise- ja välisnõudluse kasv, kapitalivarude uuendamise vajadus pärast investeeringute tagasihoidlikku taset mitme aasta jooksul, rahapoliitika toetav kurs ning kasumi hinnalisa paranemine. Eelnenud majandustsüklitega võrreldes püüavad ettevõtlusinvesteeringute elavnemist siiski jätkuv ebakindlus, finantskeskkonnaga seotud kitsaskohad ja potentsiaalse toodangukasvu kehvemad väljavaated.

**Euroala välisnõudlus on viimasel ajal olnud oodatust väiksem, kajastades aeglustumist arenevatel turgudel.** Välisnõudlus peaks mõõdukalt kasvama üleilmse majandusaktiivsuse elavnedes (vt taustinfo 1). Ettevaateperioodil peaks välisnõudlus suurenema, kuid arvatavasti siiski tunduvalt aeglasemalt kui enne kriisi, kajastades nii madalamat üleilmset aktiivsust kui ka maailmakaubanduse

väiksemat elastsust. Euroala välisnõudluse kasv varjab siiski erinevat arengut euroala riikide lõikes. Erinevused esinevad kaubanduse arengusuundades sektoriti ja piirkonniti; lisaks mõjutavad Venemaa, SRÜ riikide ja naftat eksportivate riikidega seotud riskid mõnda euroala riiki ebasoodsamalt kui teisi.

## Taustinfo 1

### RAHVUSVAHELINE KESKKOND

**Üleilmne kasv aeglustus 2015. aasta alguses; maailmamajanduses jätkus tagasihoidlik, kuid mõõdukas elavnemine ning arenenud ja arenevate riikide majanduses püsivad vastandlikud arengusuunad.** SKP reaalkasv väljaspool euroala peaks ettevaateperioodil kiirenema, tõustes 2015. aasta 3,4%lt veidi üle 4% taseme 2016.–2017. aastal. Üleilmset kasvu soodustavate tegurite hulgas on möödunud aastal aset leidnud naftahinna langus, mis peaks avaldama positiivset mõju naftat importivatele riikidele. Üleilmset nõudlust peaksid toetama ka soodsad finantstingimused arenenud riikides hoolimata rahapoliitika võimalikust karmistamisest Ameerika Ühendriikides. Lisaks on taandumas tegurid (finantsvõimenduse vähenemine erasektoris, eelarvete konsolideerimine ja tööturgude nõrkus), mis on finantskriisi algusest saati piiranud kasvu mitmes arenenud riigis. See paneb aluse nende majanduste jätkusuutlikumale elavnemisele. Samal ajal on viimastel aastatel toimunud aeglustumise kontekstis halvenenud arenevate turgude väljavaated. Mõnes arenevas riigis piirab püsiv makromajanduslik tasakaalustamatus üha suuremal määral kasvupotentsiaali. Teistes arenevates riikides kohanetakse madalamate toormehindadega ja rahapoliitika oodatava normaliseerumisega arenenud riikides.

**Maailmakaubanduse kasv aeglustus 2015. aasta alguses märkimisväärselt, kuid peaks ettevaateperioodil kiirenema.** Maailmakaubandus (v.a euroala) peaks kasvama ligikaudu 2%lt 2015. aastal umbes 5%ni 2016. ja 2017. aastal. Kaubanduse elastsus majandusaktiivsuse suhtes jääb ettevaateperioodil siiski kriisieelsest tasemest allapoole, kajastades kaubanduse väiksemat osakaalu üleilmse SKP kasvus.

**EKP ekspertide 2015. aasta märtsi ettevaatega võrreldes on üleilmse aktiivsuse 2015. aasta näitajat korrigeeritud allapoole, kajastades tagasihoidlikumat lühiajalist väljavaadet.** Allapoole on korrigeeritud ka euroala välisnõudluse (eelkõige 2015. aasta) näitajat, võttes arvesse impordi prognoositavat vähenemist mõnedel suurematel arenevatel turgudel, eriti Venemaal.

### Rahvusvaheline keskkond

(aastane muutus protsentides)

	Juuni 2015				Märts 2015			Kohandused alates märtsist 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SKP reaalkasv (v.a euroala)	3,7	3,4	4,1	4,1	3,8	4,2	4,1	-0,4	-0,1	0,0
Maailmakaubandus (v.a euroala) <sup>1)</sup>	2,7	2,0	4,8	5,2	3,9	5,1	5,4	-1,8	-0,3	-0,2
Euroala välisnõudlus <sup>2)</sup>	2,9	2,2	4,6	5,0	3,2	4,7	5,1	-1,0	-0,2	-0,1

Märkus. Kohanduste tegemisel on kasutatud ümardamata näitajaid.

1) Arvutatakse impordi kaalutud keskmisena.

2) Arvutatakse euroala kaubanduspartnerite impordi kaalutud keskmisena.

**Välisnõudluse järkjärguline suurenemine ja euro nõrgem vahetuskursus peaksid ettevaateperioodil toetama ekspordi kasvu; ekspordi turuosa suureneb.** Euroalavälise impordi kasv peaks ettevaateperioodil aegamisi hoogustuma, kajastades kogunõudluse elavnemist euroalal. Jooksevkonto ülejääk peaks veidi vähenema, jõudes 2017. aastal 2,0%ni SKPst.

**Euroala tööturutingimused peaksid ettevaateperioodil veelgi paranema.** Tööhõive taastus jätkuvalt kogu 2014. aasta jooksul, 2015. aasta esimeses kvartalis hoogustus kasv veelgi. Praegune kasv on endiselt palju kiirem, kui võiks eeldada varasemate näitajate põhjal, mis mõõdavad tööhõive elastsust üldise majandusaktiivsuse suhtes. Selles kajastub tõenäoliselt palgakasvu aeglustumise ja hiljutiste tööturureformide toetav mõju. Töökohtade arv peaks ettevaateperioodil veelgi märkimisväärselt suurenema, saades valdavalt toetust majanduse elavnemisest ning mõnes riigis ka rahalistest stiimulitest

ja varasematest tööturureformidest. Töötundide arv töötaja kohta tõuseb tõenäoliselt mõnevõrra, kuid jääb siiski palju väiksemaks kui kriisieelsel ajal. Tööjõu kasv peaks jääma tagasihoidlikuks, sest mõnedes riikides püsib seda jätkuvalt kõrge tööpuuduse heidutav mõju ning teistes riikides avaldavad ebasoodsat toimet demograafilised tegurid.

## Taustinfo 2

### TEHNILISED EELDUSED INTRESSIMÄÄRADE, VAHETUSKURSSIDE JA TOORMEHINDADE KOHTA

**2015. aasta märtsis avaldatud ettevaatega võrreldes hõlmavad tehniliste eelduste muutused tunduvalt kõrgemaid naftahindu USA dollarites, euro odavnemist ning veidi kõrgemaid pikaajalisi intressimäärasid euroalal.**

**Tehnilised eeldused intressimäärade ja toormehindade kohta põhinevad turgude ootustel seisuga 12. mai 2015.** Lühiajalisi intressimäärasid mõõdetakse kolme kuu EURIBORina ja turgude ootused tuletatakse futuurilepingute intressimääradest. Selle meetodi kohaselt on lühiajaliste intressimäärade keskmine tase 2015. ja 2016. aastal 0,0% ning 2017. aastal 0,2%. Turgude ootuste järgi peaks riikide kümneaastase tähtajaga võlakirjade nominaalne intressimäär euroalal olema 2015. aastal keskmiselt 1,3%, 2016. aastal 1,7% ja 2017. aastal 1,9%<sup>1</sup>. Kajastades forvardtehingute turu intressimäärade arengut ning rahaturu intressimäärade muudatuste järkjärgulist ülekandumist laenuintressimääradesse, peaksid euroala mittefinantsteenuseid pakkuvale erasektorile antavate laenude intressimäärad 2015. aastal veidi langema ning hakkama seejärel 2016. ja 2017. aastal aegamööda tõusma. Seoses toormehindadega eeldatakse 12. mail lõppenud kahe nädalase perioodi jooksul toimunud futuuriturgude arengu põhjal, et Brenti toornafta barreli hind langeb 98,9 USA dollarilt 2014. aastal 63,8 USA dollarini 2015. aastal ning tõuseb siis 71,0 USA dollarini 2016. aastal ja 73,1 USA dollarini 2017. aastal. Muu toorme (v.a energia) hinnad USA dollarites peaksid eelduste kohaselt 2015. aastal tunduvalt langema ning 2016. ja 2017. aastal tõusma<sup>2</sup>. Kahepoolset vahetuskursid peaksid ettevaateperioodil püsima muutumatuna 12. maile eelnenud kahe nädala keskmisel tasemel. Seega peaks EUR/USD vahetuskursid ettevaateperioodil olema 1,12.

### Tehnilised eeldused

	Juuni 2015				Märts 2015			Kohandused alates märtsist 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Kolme kuu EURIBOR (protsendina aasta kohta)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
10-aastase tähtajaga riigivõlakirjade tulusus (protsendina aasta kohta)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Naftahind (USD barreli kohta)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Muu toorme (v.a energia) hinnad (USD) (aastane muutus protsentides)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
USD/EUR vahetuskursid	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Euro nominaalne efektiivne vahetuskursid (EER19) (aastane muutus protsentides)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	0,0	0,0

1) Kohanduste tegemisel on kasutatud ümardamata näitajaid ja kohandused on väljendatud järgmiselt: tasemete puhul protsentides, kasvumäärade puhul kasvumäärade vahena ning intressimäärade ja võlakirjade tulususe puhul protsendipunktides.

1 Euroala riikide kümneaastase tähtajaga võlakirjade nominaalseid intressimäärasid käsitlev eeldus põhineb riikide kümneaastaste võrdlusvõlakirjade kaalutud keskmisel tulususel, mis on kaalutud SKP aastakasvu näitajatega ja mida on pikendatud EKP arvutatud euroala kümneaastaste võlakirjade tulukõverast tuletatud forvardprofiiliga. Kahe seeria vaheline esialgne erinevus hoitakse ettevaateperioodil muutumatuna. Eeldatakse, et konkreetsete riikide riigivõlakirjade tulususe ja euroala vastava keskmise näitaja erinevus jääb ettevaateperioodil samaks.

2 Nafta- ja toidutoorme hindu käsitlevad eeldused põhinevad kuni ettevaateperioodi lõpuni futuurihindadel. Eeldatakse, et ülejäänud toormehinnad (v.a energia) järgivad futuurihindu kuni 2016. aasta teise kvartalini ning arenevad seejärel kooskõlas üleilmse majandustegevusega. Ettevaade ELi põllumajandustootjate hindade kohta (eurodes), mida kasutatakse toiduainete

**Töötuse määr tõenäoliselt alaneb, kuid püsib varasemaga võrreldes kõrgel tasemel.** Töötute arv peaks ettevaateperioodil vähenema ligikaudu 2,8 miljoni võrra ja jõudma väikseima näitajani alates 2009. aasta keskpaigast. See näitaja on kriisieelsest madalaimast tasemest siiski 4,5 miljoni võrra kõrgem. Töötute arvu vähenemine kajastab suurenevast tööhõivest tulenevat langussurvet, mida osaliselt (ehkki varasemast vähemal määral) tasakaalustab tööjõu hulga kasvu mõju. Seega peaks töötuse määr ettevaateperioodil tunduvalt alanema ning olema 2017. aastal 10,0%.

**Kasvuväljavaade püsib eelmise ettevaatega võrreldes üldjoontes muutumatuna.** Ainult 2017. aastaks on SKP reaalkasvu veidi allapoole korrigeeritud, pidades silmas erainvesteeringute loiumat kasvu.

### 3. HINNAD JA KULUD

**ÜTHI-inflatsiooni keskmine määr peaks olema 2015. aastal 0,3% ning tõusma 2016. aastal 1,5%ni ja 2017. aastal 1,8%ni.** 2015. aastal peaks ÜTHI-inflatsioon energiakomponendi tõukel kiirenema, sest viimast mõjutavad positiivsed baasefektid ja futuuriturgudel valitsev mõnevõrra kõrgema naftahinna ootus. Samuti avaldavad mõju euro odavnemine alates 2014. aasta keskpaigast, toorme (v.a energia) hindade eeldatav tõus ning majanduse elavnemisega kaasnev suurem hinnasurve euroalal. 2016. ja 2017. aastal peaks koguinflatsioon veelgi kiirenema, kuna kogutoodangu lõhe püsiva ahenemise tulemusel kasvab euroalasisene hinnasurve ning eeldatakse ka jätkuvat välist hinnatõususurvet (eriti euro odavnemise viitajaga mõju kaudu).

**Toormehindade ja vahetuskursi areng on inflatsiooni hoogustumisel olulised mõjurid.** Energia ja muu toorme (v.a energia) hindade langus valdava osa viimase kahe aasta jooksul ning euro kallinemine kuni 2014. aasta alguseni on avaldanud ÜTHI-inflatsioonile märkimisväärset langussurvet ning suurel määral põhjustanud inflatsiooni hiljutise järsu alanemise väga madalale tasemele. Hindade välise langussurve muutumine tõususurveys peaks toetama inflatsiooni hoogustumist kuni 2017. aastani. Tõususurve tuleneb tõenäoliselt nii energia kui ka muu toorme (v.a energia) hindade eeldatavast tõusust ettevaateperioodil. Seda võib oletada futuuride kõvera alusel. Inflatsiooni kiirenemisele aitab kaasa ka euro odavnemine alates 2014. aasta keskpaigast, ning arvestades vahetuskursi arengu suure viitajaga mõju inflatsioonile, peaks hindade hiljutine väline tõususurve mõjuma inflatsioonile elavdavalt kuni ettevaateperioodi lõpuni. Lähtudes mõningatest uuringutest vahetuskursi nõrgenemise tagajärgede avaldumise kohta euroala inflatsiooni arengus, peaks euro odavnemise kiirendav mõju siiski kujunema tagasihoidlikumaks kui möödunud perioodidel.

**Tööturutingimuste paranemine peaks hoogustama palgakasvu.** Tööhõive jätkuv tõus ja töötuse määra alanemine peaksid toetama töötaja kohta makstava hüvitise järkjärgulist kasvu 1,5%lt 2014. aastal 2,3%ni 2017. aastal.

**Palgakasvu kiirenemist pärsivad mitu tegurit.** Pärssivateks teguriteks on teatava loiduse püsimine tööturul ning kulude konkurentsivõime parandamiseks vajalik kohandumisprotsess mõnes euroala riigis. Palkade tõusu peaksid praeguse elavnemise käigus pidurdama ka tööhõive kasvu toetavad kriisiaegsed struktuurireformid mõne euroala riigi tööturul. Kui palkade tõus kujuneb eelduste kohaselt tagasihoidlikuks, siis piiratuks jääb ka langussurve, mida neile avaldab naftahinna varasemast langusest tulenev teisene mõju. See kajastab asjaolu, et palkade automaatseid indekseerimissüsteeme kohaldatakse peamiselt hindade ülespoole korrigeerimisel ning et mõnes riigis on nende süsteemide kasutus ajutiselt peatatud või nende ulatust on märkimisväärselt vähendatud.

**Tööjõu ühikukulude kasv peaks majanduse elavnemise käigus kiirenema vaid vähesel määral.** Palkade tõusust tulenevat kulusurvet peaks osaliselt tasakaalustama tööviljakuse tsükliline tõus kuni 2017. aastani. 2017. aastaks peaks tööjõu ühikukulude kasv kiirenema 1,3%ni.



Tabel 1. Makromajanduslik ettevaade euroala kohta<sup>1)</sup>

(aastane muutus protsentides)

	Juuni 2015				Märts 2015			Kohandused alates märtsist 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reaalne SKP <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2–1,8] <sup>4)5)</sup>	[0,8–3,0] <sup>4)5)</sup>	[0,7–3,3] <sup>4)5)</sup>	[1,1–1,9] <sup>4)</sup>	[0,8–3,0] <sup>4)</sup>	[0,9–3,3] <sup>4)</sup>			
Eratarbimine	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Valitsussektori tarbimine	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Kapitali kogumahutus põhivarasse	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Eksport <sup>6)</sup>	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Import <sup>6)</sup>	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Tööhõive	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Töötuse määr (% tööstusest)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
ÜTHI	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2–0,4] <sup>4)</sup>	[0,9–2,1] <sup>4)</sup>	[1,0–2,6] <sup>4)</sup>	[-0,3–0,3] <sup>4)</sup>	[0,8–2,2] <sup>4)</sup>	[1,0–2,6] <sup>4)</sup>			
ÜTHI (v.a energia)	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
ÜTHI (v.a toiduained ja energia)	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
ÜTHI (v.a toiduained, energia ja kaudsete maksude muutused) <sup>7)</sup>	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Tööstuse ühikukulud	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Hüvitus töötaja kohta	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Töövõljalikus	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Valitsussektori eelarve tasakaal (% SKPst)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Struktuurne eelarvetasakaal (% SKPst) <sup>8)</sup>	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Valitsussektori koguvõlg (% SKPst)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Jooksevkonto saldo (% SKPst)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

1) Andmed viitavad euroalale, kuhu kuulub ka Leedu; välja arvatud 2014. aasta andmed ÜTHI kohta. Protsentides väljendatud keskmised aastased muutused 2015. aasta ÜTHI kohta põhinevad euroala 2014. aasta koosseisul, kuhu oli juba kaasatud ka Leedu.

2) Kohanduste tegemisel on kasutatud ümardamata näitajaid.

3) Andmed on tööpäevade arvu järgi korrigeeritud.

4) Esitatud väärtusvahemikud põhinevad eelmiste aastate ettevaadete ja tegelike tulemuste vahelistel erinevustel. Väärtusvahemike ulatus vastab nende erinevuste absoluutväärtuse kahekordsele keskmisele. Väärtusvahemike arvutamise meetodit (k.a erandjuhtude suhtes korrigeerimine) käsitletakse 2009. aasta detsembris avaldatud EKP väljaandes „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges”, mis on kättesaadav EKP veebilehel.

5) Eurosüsteemi ekspertide ettevaate SKP reaalkasvu 2015., 2016. ja 2017. aasta väärtusvahemikke on korrigeeritud pärast käesoleva dokumendi esmakordset avaldamist 3. juunil 2015.

6) Sealhulgas euroalasisene kaubandus.

7) Allindeks põhineb kaudsete maksude tegeliku mõju prognoosidel. See võib erineda Eurostati andmetest, milles eeldatakse, et maksude mõju avaldub ÜTHIs kohe ja täiel määral.

8) Arvutatakse valitsussektori bilansina, millest on maha arvatud majandustsükli üleminekumõjud ja riikide valitsuste võetud ajutised meetmed (EKPSi meetodi kohta vt EKP teadustoimetiste seeria nr 77, september 2001, ning EKP teadustoimetiste seeria nr 579, jaanuar 2007). Struktuurne eelarvetasakaalu ettevaade ei põhine kogutoodangu lõhe kogunäitajal. EKPSi meetodite alusel arvutatakse tsüklilised komponendid eri tulu- ja kuluartiklite puhul eraldi. Lähemalt vt EKP 2012. aasta märtsi kuubülletääni taustinfo „Valitsussektori eelarveseisundi tsükliline kohandamine” ja 2014. aasta septembri kuubülletääni taustinfo „Struktuurne eelarveseisundi eelarvepositsiooni näitajana”.

**Kasumimarginaalid peaksid elavnemise käigus tõusma.** Pärast viimaste aastate madalat taset tõusevad kasumimarginaalid ettevaateperioodil taas, sest tootlikkus kasvab ja majandusaktiivsus hoogustub, toetades ettevõtete hinnakujundusvõimet. Kriisiaegsed tooteturureformid peaksid siiski ka majanduse elavnedes kasumimarginaalide kasvu jätkuvalt pärssima. Tihedam konkurents üleilmsetel ja euroala tooteturudel peaks samuti kasumimarginaalide tõusu tavapärase arenguga võrreldes edasi lükkama või pärssima.

**2015. aasta märtsis avaldatud ettevaatega võrreldes on ÜTHI-inflatsiooni 2015. aasta ettevaadet ülespoole korrigeeritud ning 2016. ja 2017. aasta ettevaade jääb üldjoontes samaks.** 2015. aasta ettevaate ülespoole korrigeerimine kajastab eurodes nomineeritud naftahinna hiljutist uut tõusu võrreldes eelmise ettevaatega.

#### 4. EELARVEVÄLJAVAADE

**Eelarvepoliitika mõju, mida mõõdetakse muutusena tsükliliselt kohandatud esimese eelarveseisundis, peaks jääma ettevaateperioodil valdavalt neutraalseks.** See väljendub valitsussektori kulude mõõdukas kasvus võrreldes SKP nominaalse kasvusuundumusega, mida peaksid mõnes riigis laias laastus tasakaalustama maksukärped. Majanduse taastudes väheneb aja jooksul automaatsete eelarvestabilisaatorite positiivne mõju sisenõudlusele.<sup>2</sup>

**Valitsussektori eelarvepuudujääk ja võlakoormus peaksid ettevaateperioodil vähenema.** Valitsussektori eelarvepuudujäägi ja SKP suhtarvu vähenemine on täiel määral tingitud euroala majanduse tsüklilisest paranemisest ning intressikulude vähenemisest. Seevastu struktuurne eelarvetasakaal peaks ettevaateperioodil püsima valdavalt muutumatuna, kajastades üldjoontes neutraalset eelarvepoliitilist hoiakut. Valitsussektori eelarvepuudujäägi ja SKP suhtarv oli prognoosi kohaselt suurim 2014. aastal. Seejärel hakkas see ettevaateperioodil paraneva eelarvetasakaalu, jõulisema majanduskasvu ja madalate intressimäärade taustal kahanema.

**2015. aasta märtsis avaldatud ettevaatega võrreldes on valitsussektori eelarveseisund prognoositust veidi soodsam ning võlaväljavaade mõnevõrra halvenenud.** Valitsussektori eelarvetasakaalu teatav paranemine on peamiselt tingitud riikide laenukulude edasisest vähenemisest. Valitsussektori võlakoormuse prognoosi on korrigeeritud ülespoole, võttes peamiselt arvesse SKP madalamast nominaalväärtusest tulenevat nimetaja muutuse mõju.

#### Taustinfo 3

##### TUNDLIKKUSANALÜÜS

**Ettevaade põhineb suurel määral tehnilistel eeldustel mõningate põhimuutujate arengu kohta.** Kuna mõned muutujad võivad euroala käsitlevat ettevaadet oluliselt mõjutada, võib ettevaate tundlikkust eeldatust erinevate arengusuundade suhtes olla abiks ettevaatega seonduvate riskide analüüsimisel. Taustinfos vaadeldakse naftahinna ja vahetuskurssidega seotud ebakindlust ning ettevaate tundlikkust nende muutujate suhtes.

##### 1) Kõrvalekalded naftahinna arengus

**Alternatiivsetes naftahinna arengu mudelites prognoositakse 2017. aastaks mõnevõrra kõrgemat naftahinda.** Tehniliste eelduste kohaselt peaks naftahind ettevaateperioodil tõusma (vt taustinfo 2). Niisugune areng on kooskõlas üleilmse naftanõudluse taastumisega maailmamajanduse elavnemise taustal ning naftapakkumise mõningase kokkutõmbumisega investeringute vähesuse ja tootmisvõimsuse kahanemise tõttu mõnes naftat tootvas riigis. Eurosüsteemi eksperdid kasutavad ettevaateperioodiks naftahinna prognoosimisel mitut erinevat mudelit. Mudelid on järgmised: i) riskiga korrigeeritud futuuride mudel – statistiline mudel, milles futuuriprognosidega seotud vigu korrigeeritakse, kohandades USA majandusaktiivsusega seotud ajas muutuvat riskipremiat; ii) Bayesi vektorautoregressiooni mudel – empiiriline mudel, mis põhineb nafta põhinäitajate (toodang ja varud) ning üleilmse majandusaktiivsusega seotud andmetel; ning iii) dünaamiline stohhastiline üldise tasakaalu mudel –

<sup>2</sup> Eelarvepoliitikat käsitlevates eeldustes kajastuvad 2015. aasta eelarveseadustes sisalduv teave ning riikide keskpikad eelarvekavad ja ajakohastatud stabiilsusprogrammid, mis olid kättesaadavad seisuga 20. mai 2015. Need hõlmavad kõiki poliitikameetmeid, mille riikide parlamendid on juba heaks kiitnud või mille valitsused on piisavalt üksikasjalikult välja töötanud ja mis läbivad tõenäoliselt edukalt seadusandliku protsessi.



naftaturgude pikaajalisel dünaamilal põhinev teoreetiline mudel<sup>1</sup>. Nende kolme mudeli alusel tuletatud naftahinna ettevaate võrdselt kaalutud keskmine koos futuuriturude arengu põhjal tuletatud naftahinnaga (kasutatud põhistsenaariumis) lubavad praegu arvata, et 2015. ja 2016. aastal kujuneb naftahind põhistsenaariumiga võrreldes veidi kõrgemaks. 2017. aastaks aga prognoositakse selle kombinatsiooni alusel naftahinna mõnevõrra järsemat tõusu kooskõlas nafta tootmisvõimsuse kahanemisega mõnes riigis. Alternatiivse arengusuuna mõju SKP reaalkasvule ja inflatsioonile on 2015. ja 2016. aastal väga piiratud, osutades veidi aeglasemale kasvule 2017. aastal ja pisut kiiremale ÜTHI-inflatsioonile (+0,1 protsendipunkti).

## 2) Kõrvalekalded vahetuskursi arengus

**Ootused erineva rahapoliitilise kursi suhtes euroalal ja Ameerika Ühendriikides võivad kaasa tuua euro edasise odavnemise.** Selle stsenaariumi kohaselt peaksid intressimäärad euroalal püsima pikka aega madalal tasemel ning Ameerika Ühendriikide rahapoliitikas peaks toimuma kiirem ülespoole suunatud normaliseerumine. Euro vahetuskursi erandlik arengueeldus, mis näeb ette euro edasist odavnemist, on tuletatud 25 protsentiliga jaotusest, mis on saadud EUR/USD vahetuskursi optioonidest tuletatud riskineutraalsetest tihedustest seisuga 12. mai 2015. Selle prognoosi järgi odavneb euro USA dollari suhtes järk-järgult ja EUR/USD vahetuskurss on 2017. aastal 1,03, mis on põhistsenaariumis eeldatud kursist 8,2% madalam. Euro nominaalset efektiivset vahetuskurssi puudutavad eeldused kajastavad varasemate perioodide seaduspärasest arengust, mille kohaselt EUR/USD vahetuskursi muutused viitavad muutustele efektiivses vahetuskursis elastsusega 52% ümber. Selle tulemusel kaldub euro efektiivse vahetuskursi muutus vähehaaval kõrvale põhistsenaariumi arengust ja on 2017. aastal viimasest 4,3% madalam. Niisuguse stsenaariumi puhul osutavad eurosüsteemi ekspertide mitme makromajandusliku mudeli kohaselt saadud tulemused kiiremale SKP reaalkasvule (kuni 0,1–0,3 protsendipunkti) ja kõrgemale ÜTHI-inflatsioonimäärale (kuni 0,1–0,4 protsendipunkti) 2015., 2016. ja 2017. aastal.

1 Üksikasjalikumalt vt Manescu, C. ja Van Robays, I., „Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance”, EKP teadustoimetiste seeria nr 1735, 2014.

## Taustinfo 4

### TEISTE INSTITUTSIOONIDE PROGNOOSID

**Euroala majandusarengu kohta on avaldanud arvukalt prognoose nii rahvusvahelised organisatsioonid kui ka erasektori asutused.** Kuna kõnealused prognoosid koostati eri ajal, siis ei saa neid omavahel ega ka eurosüsteemi ekspertide ettevaatega üheselt võrrelda. Lisaks kasutatakse eelarvepoliitikat, finantsturge ja euroalaväliseid muutujaid, sh naftahinda ja muid toormehindu käsitlevate eelduste väljatöötamisel erinevaid (osaliselt täpsustamata) meetodeid. Samuti esineb prognoosides erinevusi andmete korrigeerimisel tööpäevade arvu järgi (vt tabel allpool). Nagu tabelis näha, on enamik teiste institutsioonide kättesaadavatest prognoosidest eurosüsteemi ekspertide juunikuu ettevaatega sarnased ning ka prognoositud väärtusvahemikud (tabelis sulgudes) kattuvad.

## Euroala SKP reaalkasvu ja ÜTHI-inflatsiooni prognooside võrdlus

(aastane muutus protsentides)

	Avaldamisaeg	SKP kasv			ÜTHI-inflatsioon		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Eurosüsteemi ekspertide ettevaade	juuni 2015	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
		[1,2-1,8] <sup>1)</sup>	[0,8-3,0] <sup>1)</sup>	[0,7-3,3] <sup>1)</sup>	[0,2-0,4]	[0,9-2,1]	[1,0-2,6]
Euroopa Komisjon	mai 2015	1,5	1,9	–	0,1	1,5	–
Euro Zone Barometer	mai 2015	1,5	1,9	1,6	0,1	1,2	1,6
Consensus Economics Forecasts	mai 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,2	1,5
Survey of Professional Forecasters	mai 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,2	1,6
IMF	aprill 2015	1,5	1,6	–	0,1	1,0	–

Allikad: Euroopa Komisjoni majandusprognoos (kevad 2015); IMFi World Economic Outlook (aprill 2015); Consensus Economics Forecasts, MJEconomics ja EKP Survey of Professional Forecasters.

Märkus. Eurosüsteemi ja EKP ekspertide makromajanduslik ettevaates kasutatakse tööpäevade arvuga korrigeeritud aastaseid kasvumäärasid, kuid Euroopa Komisjoni ja IMFi prognoosides on need tööpäevade arvuga korrigeerimata. Muude organisatsioonide prognoosides ei täpsustata, kas andmed on tööpäevade arvu järgi korrigeeritud või mitte.

1) Eurosüsteemi ekspertide ettevaate SKP reaalkasvu 2015., 2016. ja 2017. aasta väärtusvahemikke on korrigeeritud pärast käesoleva dokumendi esmakordset avaldamist 3. juunil 2015.

© Euroopa Keskpank, 2015

Aadress: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Saksamaa

Postiaadress: 60640 Frankfurt am Main, Saksamaa

Telefon: +49 69 1344 0

Faks: +49 69 1344 6000

Veebileht: <http://www.ecb.europa.eu>

Kõik õigused on kaitstud.

Taasesitus õppe- ja mitteärilistel eesmärkidel on lubatud, kui viidatakse allikale.