



September 2017

EKP ekspertide makromajanduslik ettevaade euroala kohta¹

Majanduskasv euroalal peaks ettevaateperioodil jätkuma potentsiaalsest kasvumäärast tunduvalt kiiremini. SKP reaalkasv, mis saavutas 2017. aastal kriisijärgse kõrgtaseme (2,2%), peaks olema 2018. ja 2019. aastal keskmiselt 1,8%. Rahapoliitika väga toetav kurss, senised edusammud finantsvõimenduse vähendamisel eri sektorite lõikes ning tööturu olukorra jätkuv paranemine peaksid pakkuma tuge sisenõudlusele. Samal ajal peaks maailmamajanduse elavnemine toetama euroala eksporti vaatamata euro hiljutisele kallinemisele.

Koguinflatsioon lühiajaliselt arvatavasti alaneb (valdavalt energiakomponendist tulenevate baasefektide tõttu) ning kerkib siis 2019. aastal taas 1,5%ni. Alusinflatsioon peaks euro vahetuskursi hiljutisest tõusust tulenenud pärssivast mõjust hoolimata hakkama pärast majandusliku seisaku järkjärgulist taandumist aegamisi kiirenema.

1

Reaalmajandus

Majanduskliima soodsate näitajate põhjal võib arvata, et majanduse elavnemine jätkub jõuliselt.

Reaalne SKP tõusis 2017. aasta teises kvartalis sisenõudluse märkimisväärsele toel 0,6%. Tööturutingimused on viimastel kuudel veelgi paranenud ning töötuse määr on alanenud oodatust kiiremini. Kuna ekspordi kasvutempo peaks pärast 2017. aasta alguses registreeritud jõulisi kasvunäitajaid mõnevõrra normaliseeruma, aeglustub SKP reaalkasv lähiajal tõenäoliselt veidi, püsides potentsiaalsest majanduskasvust siiski tunduvalt kiirem kooskõlas ettevõtete ja tarbijate paranenud kindlustundega.

Sisenõudlus, mida toetavad soodsad rahastamistingimused ja tööturu olukorra paranemine, peaks jääma keskpika aja jooksul kasvuväljavaate peamiseks edendajaks.

Pikemas plaanis peaksid ettevaateperioodi vältel

¹ EKP ekspertide makromajanduslik ettevaade kuulub materjalide hulka, mida EKP nõukogu kasutab majandusarengu ning hinnastabiilsusega seotud riskide hindamiseks. EKP/eurosüsteemi ekspertide koostatud ettevaated ei ole EKP nõukogu poolt heaks kiidetud ning samuti ei pruugi need kajastada EKP nõukogu arvamust euroala arenguväljavaate kohta. Lisateavet ettevaate koostamisel kasutatavate menetluste ja meetodite kohta saab 2016. aasta juulis avaldatud juhendist „A guide to Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises”, mis on kättesaadav EKP veebilehel. Tehnilised eeldused näiteks naftahindade ja vahetuskursside kohta põhinevad andmetel seisuga 14. august 2017 (vt infokast 1). Muud andmed on esitatud seisuga 21. august 2017, välja arvatud Hispaania rahvamajanduse arvepidamise kvartaliandmed, mis avaldati 24. augustil ja mida on samuti arvesse võetud.

Makromajanduslik ettevaade hõlmab ajavahemikku 2017–2019. Nii pikka ajavahemikku käsitleva ettevaatega kaasneb väga suur ebakindlus, mida tuleb ettevaate tõlgendamisel silmas pidada. Vt 2013. aasta mai EKP kuubülletääni artikkel „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections”.

Vt tabelites ja joonistel sisalduvaid andmeid eraldi failis:
<http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>

eratarbimist ja investeerimiskulutusi jätkuvalt toetama mitu positiivse toimega tegurit. EKP rahapoliitika väga toetava kursi mõju kandub endiselt majandusse ning turuintressimäärade edasise arenguga seotud ootused, mis kajastuvad ka käesoleva ettevaate tehnilistes eeldustes, jäävad vaatlusperioodil tagasihoidlikuks. Laenamine erasektorile laieneb veelgi, seda ergutavad madalad intressimäärad ja soodsad pangalaenuitingimused. Eratarbimist peaks toetama tööturutingimuste jätkuv paranemine. Ettevõtlusinvesteeringud elavnevad edaspidigi. Osaliselt kajastab see kasumi hinnalisa paranemist finantsvõimenduse vähendamise vajaduse taandumise ning nõudlussurve kasvu taustal. Eluasemeinvesteeringuid toetavad sissetulekutega seotud positiivsed väljavaated ja soodsad rahastamistingimused ning alternatiivsete investeeringute vähenemine tulusus. Üleilmse majandusaktiivsuse elavnedes ja euroala välisnõudluse kosudes peaksid majanduskasvu ergutama ka välistegurid.

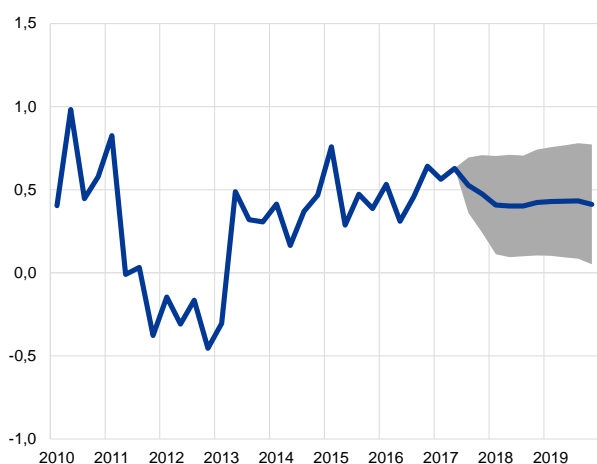
Joonis 1

Makromajanduslik ettevaade¹⁾

(kvartaliandmed)

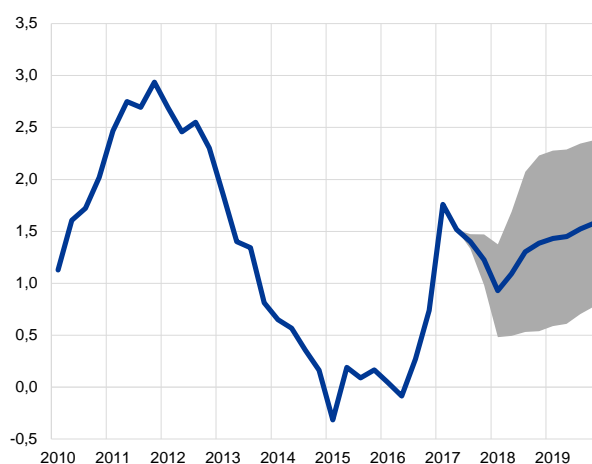
Euroala reaalne SKP²⁾

(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.

Eratarbimine peaks püsima ettevaateperioodil jõuline. Hiljutised näitajad tarbijate kindlustunde kohta, mis on oma pikaajalise keskmisega võrreldes jätkuvalt tunduvalt paremal tasemel, osutavad tarbimiskulutuste järjekindlale kasvule lähiajal. Seda toetab ka tööturutingimuste pidev paranemine. Keskmise aja jooksul peaks eratarbimise areng olema üldjoontes kooskõlas realselt kasutatava tulu kasvuga.

Nominaalse kasutatava tulu kasv peaks ettevaateperioodil kiirenema, ehkki kodumajapidamiste reaalse ostujõu kasvu pärsib tõenäoliselt inflatsiooni hoogustumine. Brutotöötasude mõju nominaalse kasutatava tulu kasvule püsib ettevaateperioodil arvatavasti suhteliselt stabiilne, kuna tööhõive aeglasemat kasvu tasakaalustab laias laastus töötaja kohta makstava hüvitise kasvumäära tõus. Erasisikute muude sissetulekute kasv peaks olema soodne, kajastades kasumite ja omanditulu positiivset arengut. Ehkki reaalse kasutatava tulu kasv on viimasel ajal aeglustunud, peaks see mõnevõrra hoogustuma ja püsima ettevaateperioodil jõuline.

Eratarbimise kasvu peaksid toetama pankade laenuitingimuste paranemine (mida võimendavad EKP rahapoliitilised meetmed) ning edusammud finantsvõimenduse vähendamisel. Samal ajal kui madalad intressimäärad on avaldanud mõju nii kodumajapidamiste intressitulule kui ka intressimaksetele, kalduvad need jaotama ressursse ümber netosäästjatele netolaenuvõtjatele. Kuna netolaenuvõtjatel on tavaliselt suurem tarbimise piirkaldumus, peaks ümberjaotumine ergutama eraisikute kogutarbimist. Ühtlasi peaksid eratarbimist toetama edusammud finantsvõimenduse vähendamisel.

Kodumajapidamiste säästumäär peaks jääma ettevaateperioodil üldjoontes samaks. Säästumäära üldine stabiilsus euroala tasandil kätkeb aga vastandlikke tegureid. Kui töötuse määra alanemine (viitab tagavarasäästude vähenemisele), laenuitingimuste paranemine ja madalad intressimäärad avaldavad langussurvet, siis tõusurvet toovad kaasa jätkuv brutovõlgnevuse vähendamise vajadus ning tarbimise tasakaalustumine tsüklilise elavnemise kontekstis.

Infokast 1

Tehnilised eeldused intressimäärade, vahetuskursside ja toormehindade kohta

2017. aasta juunis avaldatud ettevaatega võrreldes hõlmavad tehnilised eeldused euro efektiivse vahetuskursi märkimisväärset tõusu ning veidi madalamaid intressimäärasid.

Tehnilised eeldused intressimäärade ja toormehindade kohta põhinevad turgude ootustel seisuga 14. august 2017. Lühiajalisi intressimäärasid mõõdetakse kolme kuu EURIBORina ja turgude ootused tuletatakse futuurilepingute intressimääradest. Selle meetodi kohaselt on nende lühiajaliste intressimäärade keskmine tase 2017. ja 2018. aastal $-0,3\%$ ning 2019. aastal $-0,1\%$. Turgude ootuste järgi peaks riikide kümneaastase tähtajaga võlakirjade nominaalne intressimäär euroalal olema 2017. aastal keskmiselt $1,1\%$, 2018. aastal $1,3\%$ ning 2019. aastal $1,6\%$ ². 2017. aasta juunis avaldatud ettevaatega võrreldes on turgude ootusi lühi- ja pikaajaliste intressimäärade arengu suhtes korrigeeritud 10–20 baaspunkti võrra allapoole.

Seoses toormehindadega eeldatakse 14. augustil lõppenud kahe nädalase perioodi jooksul toimunud futuuriturgude keskmise arengu põhjal, et Brenti toornafta barreli keskmine hind tõuseb 44,0 USA dollarilt 2016. aastal 51,8 USA dollarile 2017. aastal, 52,6 USA dollarile 2018. aastal ja 53,1 USA dollarile 2019. aastal. See suundumus näitab, et naftahinnad USA dollarites on 2017. aastal $0,5\%$, 2018. aastal $2,3\%$ ning 2019. aastal $3,0\%$ kõrgemad, kui prognoositi 2017. aasta juunis avaldatud ettevaates. Muu toorme (v.a energia) hinnad USA dollarites peaksid tõusma 2017. aastal märkimisväärselt ning edaspidi mõnevõrra mõõdukamalt.³

Kahepoolsed vahetuskursid püsivad ettevaateperioodil tõenäoliselt muutumatuna 14. augustile eelnenud kahe nädala keskmisel tasemel. Seega peaks USA dollari ja euro keskmine vahetuskurs

² 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 arvatatud 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.

³ Nafta- ja toidutoorme hindu käsitlevad eeldused põhinevad kuni ettevaateperioodi lõpuni futuurihindadel. Eeldatakse, et ülejäänud toormehinnad (v.a energia) järgivad futuurihindu kuni 2018. aasta kolmanda kvartalini ning arenevad seejärel kooskõlas üleilmse majandustegevusega.

olema 2017. aastal 1,13 ning 2018.–2019. aastal 1,18 (2017. aasta juuni ettevaates 1,09). Euro efektiivne vahetuskurs (mõõdetuna 38 kaubanduspartneri vääringu suhtes) peaks 2017. aastal olema 2,1% kõrgem ning 2018.–2019. aastal ligikaudu 4,4% kõrgem, kui eeldati 2017. aasta juuni ettevaates.

Tehnilised eeldused

	September 2017				Juuni 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Kolme kuu EURIBOR (protsendina aasta kohta)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
10-aastase tähtajaga riigivõlakirjade tulusus (protsendina aasta kohta)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Naftahind (USD barreli kohta)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Muu toorme (v.a energia) hinnad (USD; aastane muutus protsentides)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
USD/EUR vahetuskurs	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Euro nominaalne efektiivne vahetuskurs (EER38) (aastane muutus protsentides)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

Eluasemeinvesteeringute elavnemine tõenäoliselt jätkub.

Eluasemeinvesteeringud on viimaste kvartalite jooksul mitmes euroala riigis jõuliselt hoogustunud. Seda on toetanud soodsad rahastamistingimused, investeerimisportfellides tehtud ümberpaigutused eluasemeinvesteeringute kasuks (kuna alternatiivsete pikaajaliste investeerimisvõimaluste tulusus on väike) ning tööturu olukorra jätkuv paranemine. Samuti näib, et enamiku euroala riikide eluasemeturul on lõpule jõudnud kohandamisprotsess. Põhilised eeldused eluasemeinvesteeringute edasiseks elavnemiseks ettevaateperioodil on endiselt olemas. Siiski on oodata investeerimistempo teatavat aeglustumist, kajastades eluasemeturu arengutsükli jõudmist lõppfaasi ja stiimulite mõju taandumist mõnes riigis ning finantsvõimenduse vähendamise jätkuvat vajadust teistes riikides. Investeerimistempo aeglustumine peegeldab ka ebasoodsaid demograafilisi suundumusi.

Ettevõtlusinvesteeringute elavnemine peaks ettevaateperioodil jätkuma.

Elavnemist peaks toetama palju tegureid. Ettevõtete kindlustunne on jätkuvalt suur, arvestades tootmisega seotud väga positiivseid ootusi ja tellimuste arvu. Tootmisvõimsuse rakendusaste ületab endiselt kriisieelset keskmist taset ning rahastamistingimused peaksid püsima ettevaateperioodil väga soodsad. Samuti on pärast mitmeaastast investeeringute loidust tekkinud vajadus uuendada kapitalivarusid ning juba niigi hea likviidsusega mittefinantsettevõtete sektoris peaks paranema kasumi hinnalisa. Ühtlasi on mittefinantsettevõtete sektoris vähenenud finantsvõimenduse määr, arvestades varahindade tõusu ja võlafinantseerimise tagasihoidlikku kasvu euroala riikides. Ettevõtlusinvesteeringute arenguväljavaadet pärsvivad siiski jätkuvalt mõned tegurid, sealhulgas kogutoodangu senisest loiuma potentsiaalse kasvu ootused ning pankade vahendussuutlikkuse piiratus mõnes riigis.

Infokast 2

Rahvusvaheline keskkond

Maailmamajanduse kasvutempo püsib hoogne. Registreeritud andmed ja küsitlusandmed näitavad, et pärast üleilmse SKP reaalkasvu ajutist aeglustumist 2017. aasta alguses elavnes see teises kvartalis taas. Ettevõtete ja tarbijate kindlustunde näitajad lubavad arvata, et üldine majandusmeeleolu püsib optimistlik. Vaatamata pikaajaliste võlakirjade tulususe tõusule viimastel nädalatel on finantstingimused arenenud riikides endiselt toetavad, mida soodustab veelgi nende riikide rahapoliitika toetav kurss. Arenevate riikide finantsturud on jätkuvalt vastupidavad ning neile suunduvad jõulised kapitalivood. Edaspidi peaks üleilmne majandusaktiivsus mõõdukalt kasvama. Arenenud riikide kasvuväljavaade osutab edasisele tsüklilisele elavnemisele, samal ajal kui toodangulõhed järk-järgult sulguvad. Paranenud majandusaktiivsust soodustavad veelgi riikide raha- ja eelarvepoliitika raamistikud, ehkki eelarvestiimulite ootusi Ameerika Ühendriikides on pärast poliitilistes aruteludes toimunud pööret madalamaks ümber hinnatud. Arenevate riikide hulgas jätkub kasv tooret importivates riikides nagu India ja Hiina, tooret eksportivates riikides aga peaks majandusaktiivsus jõudma sügava majanduslanguse järel madalaimale tasemele. Üleilmne (v.a euroala) aktiivsus peaks kasvama 2017. aastal 3,7% ning 2018. ja 2019. aastal 3,8%. Aktiivsuse hoogustumine alates 2016. aastast on suurel määral märgiks sellest, et sügav majanduslangus tooret eksportivates riikides hakkab aegamööda taanduma. 2017. aasta juunis avaldatud ettevaatega võrreldes püsib üleilmse SKP reaalkasv valdavalt muutumatu, kuna Ameerika Ühendriikide näitaja allapoole korrigeerimist (pärast edasiste eelarvestiimulitega seotud ootuste madalamaks ümberhindamist) tasakaalustavad jätkusuutlikuma kasvu ootused areneva turuga riikides.

Rahvusvaheline keskkond

(aastane muutus protsentides)

	September 2017				Juuni 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
SKP reaalkasv (v.a euroala)	3,2	3,7	3,8	3,8	3,2	3,5	3,8	3,8
Maailmakaubandus (v.a euroala) ¹⁾	1,1	5,3	3,8	3,8	0,9	4,4	3,8	3,9
Euroala välisnõudlus ²⁾	1,6	4,7	3,4	3,5	1,3	3,7	3,4	3,5

1) Arvutatakse impordi kaalutud keskmisena.

2) Arvutatakse euroala kaubanduspartnerite impordi kaalutud keskmisena.

Üleilmse kaubanduse kasv üllatas 2017. aasta alguses positiivselt. Keskpika aja jooksul peaks maailmakaubanduse kasv kulgema kooskõlas üleilmse aktiivsuse arenguga. Euroala välisnõudlus peaks suurenema 4,7% 2017. aastal, 3,4% 2018. aastal ja 3,5% 2019. aastal. Juunis avaldatud ettevaatega võrreldes on selle 2017. aasta prognoosi korrigeeritud 1,1 protsendipunkti võrra ülespoole, võttes peamiselt arvesse esimese kvartali oodatust positiivsemaid andmeid.

Euroalavälist eksporti peaks pärssima euro hiljutisest kallinemisest tulenev konkurentsivõime vähenemine. 2017. aasta esimeses kvartalis kasvas euroalaväline eksport jõuliselt, kuna seda toetasid nii elav välisnõudlus kui ka euro odavnemine 2016. aasta teisel poolel ja 2017. aasta alguses. Edaspidi peaks euroalaväline eksport kasvama hoogsalt kogu ettevaateperioodil, kajastades tugevat välisnõudlust nii arenenud riikidest kui ka areneva turuga riikidest. Ettevaateperioodil peaks euroalavälist eksporti siiski negatiivselt mõjutama euro tugevam vahetuskurss,

millega seoses hinnatakse eksporditurgude osakaaluga seotud muutusi ümber ja korrigeeritakse neid madalamaks. Praeguse prognoosi kohaselt peaks eksporditurgude osakaal ettevaateperioodil vähenema 1,1 protsendipunkti võrra. Samal ajal peaksid euroalavälisest impordi soodustama sisenõudluse veidi positiivsem areng ja euro tugevam vahetuskurss. Seega väheneb üldises plaanis mõnevõrra netokaubanduse mõju majanduskasvule.

Mööduka potentsiaalse kasvu keskkonnas peaks majanduse veel allesjäänud loidus ettevaateperioodi jooksul taanduma. Kui SKP tegelik reaalkasv on küllaltki hoogne, siis potentsiaalne kogutoodang peaks ettevaateperioodil kasvama vaid veidi rohkem kui 1%. Potentsiaalse kogutoodangu tagasihoidlik kasv peegeldab peamiselt kapitalivarude üsna vähest toetavat mõju investeringute pikaajalise madala taseme taustal. Tööhõive mõju potentsiaalsele kasvule kujuneb arvatavasti jätkuvalt positiivseks ning see on eelkõige seotud tööjõu osalemise määra tõusuga varasemate struktuurireformide tulemusel. Tööealise elanikkonna panuse kahanemise tõttu jääb tööhõive mõju siiski kriisieelse keskmise tasemega võrreldes veidi väiksemaks. Tootmistegurite kogutootlikkuse mõju peaks samuti jääma kriisieelse tasemega võrreldes pisut tagasihoidlikumaks.

Tööturutingimused peaksid ettevaateperioodil veelgi paranema. Hõivatud inimeste arvuna mõõdetud tööhõive kasvas 2017. aasta esimeses kvartalis 0,4% ja hinnanguliselt sama suur oli kasv ka teises kvartalis. Tööhõive hiljutine kiire kasv on olnud riikide lõikes laiapõhjaline, kuid see oli osaliselt tingitud ajutistest soodsa toimega teguritest (nt eelarvepoliitilised meetmed mõnes euroala riigis). Kuna nende tegurite mõju peaks aegamisi kaduma, aeglustub ka tööhõive kasv tõenäoliselt mõnevõrra, kajastades muu hulgas oskustööjõu süvenevat nappust.

Tööviljakuse kasv, milles peegelduvad tsüklilised muutused, peaks keskpika aja jooksul hoogustuma. Tööviljakuse kasvu jätkusuutlikust kiirenemisest annavad märku nii kapitali kui ka tööjõu kasutuse suurenemine majandusliku loiduse taandumise taustal, töötaja kohta tehtud töötundide arvu tõus ning tootmistegurite kogutootlikkuse mõningane kasv.

Töötuse määr peaks veelgi alanema. Töötuse määr alanes 2017. aasta teises kvartalis 9,2%-le, mis on madalaim tase alates 2009. aasta märtsist. Edaspidi peaks töötute arv veelgi märkimisväärselt langema. Töötuse määr peaks alanema 2019. aastal 8,1%-le, kuid püsima siiski kriisieelsest tasemest (2007. aastal 7,5%) kõrgemal.

2017. aasta juunis avaldatud ettevaatega võrreldes on SKP reaalkasvu prognoosi korrigeeritud 2017. aastaks ülespoole ning seejärel püsib see valdavalt muutumatuna. 2017. aasta kasvuprognoosi ülespoole korrigeerimine on peamiselt seotud SKP hiljutiste üllatavalt positiivsete andmetega. Üldjoontes aga kaalub sisenõudluse parema väljavaate (mis on kooskõlas ettevõtete ja tarbijate soodsa meelestatusega ning madalamate intressimääradega) suurel määral üles ekspordile avalduv negatiivne mõju, mis tuleneb hindade konkurentsivõime vähenemisest euro hiljutise kallinemise tõttu.

ÜTHI-inflatsiooni arengujoon peaks ettevaateperioodil olema v-kujuline – kui lähiajal aeglustavad inflatsiooni energiahindade inflatsiooniga seotud baasefektid, siis edaspidi hakkab alusinflatsioon vähehaaval elavnema. ÜTHI-koguinflatsiooni keskmine määr peaks olema 2017. aastal 1,5%, 2018. aastal 1,2% ja 2019. aastal 1,5%. Baasefektid osutavad, et ÜTHI energiahindade inflatsiooni panus koguinflatsiooni väheneb 2017. ja 2018. aastal märkimisväärselt. Naftahindade eeldatav, ehkki tagasihoidlik tõus ülejäänud ettevaateperioodi jooksul – nagu näitab naftafutuuride hindade arengukõver – lubab eeldada ÜTHI energiahindade inflatsiooni teatavat elavnemist 2019. aastal. ÜTHI toiduainehindade inflatsiooni hiljutine hoogustumine peaks ettevaateperioodil jätkuma üldjoontes vaoshoitult, kajastades muu hulgas toidutoormehindade mõnevõrra jõulisemat eeldatavat tõusu. Majanduse edasine elavnemine peaks ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) ettevaateperioodil järk-järgult kiirendama. Seejuures on tähtsaimaks mõjuteguriks tööjõukulude oodatav kasv tööturu loiduse taandudes.

Tööturutingimuste paranemine kujuneb lähiaastatel euroala kulusurve tõusu peamiseks põhjustajaks. Töötaja kohta makstava hüvitise kasv peaks kiirenema 1,5%-lt 2017. aastal 2,3%-le 2019. aastal. Arvestades tootlikkuse kasvu oodatavat tsüklilist kiirenemist, peaks tööjõu ühikukulude kasvu hoogustumine olema veidi tagasihoidlikum – see kiireneb 0,8%-lt 2017. aastal 1,4%-le 2019. aastal. Palgakasvu hoogustumist on oluliste teguritena ergutanud euroala tööturu loiduse vähenemine ja tööjõupakkumise suurenev puudujääk mõnel pool euroalal. Peale selle võib eeldada, et koguinflatsiooni hiljutine märkimisväärne kiirenemine avaldub aja möödudes nominaalpalkade kiiremas kasvus neis euroala riikides, kus palgakujunduse protsessis võetakse arvesse tagasivaatavat indekseerimist või ootuspõhiseid elemente. Ühtlasi peaks järk-järgult taanduma mitu tegurit, mis praegu palgakasvu pärsivad. Nende hulgas võib nimetada vajadust aeglasema palgakasvu järele, et taastada hindade konkurentsivõime mõnes riigis, ning seni rakendatud palgapiiranguid, mida seostati nominaalpalkade kriisiaegse langusjäikusega. Lisaks peaksid aeguma meetmed sotsiaalkindlustusmaksete vähendamiseks.

Kasumimarginaalide paranemine peaks ettevaateperioodil jätkuma. 2017. aasta alguses survestasid kasumimarginaale naftahinna tõus ning selle mõju tootmissisendi kuludele ja kaubandustingimustele üldisemalt. Nende pärssivate tegurite taandudes peaks kasumimarginaale soodsalt mõjutama majanduse jätkuv elavnemine, ehkki teataval määral piirab nende arengut ettevaateperioodil tööjõu erikulude kasvu hoogustumine.

Väline hinnasurve on viimastes kvartalites jõuliselt suurenenud ning peaks kogu ettevaateperioodi vältel veel veidi süvenema. Pärast impordihindade langust nelja aasta jooksul muutub nende aastakasv 2017. aastal ettevaate kohaselt taas positiivseks. Selle pöörde on valdavalt tinginud nafta- ja toormehindade (v.a energia) uus tõus alates 2016. aastast. Kasvumäära edasine oodatav pidurdumine kajastab nii toormehindade arengu mõõdukamaks muutumist kui ka euro hiljutise kallinemise aeglustavat mõju. Üleilmne inflatsioonisurve laiemas plaanis peaks ettevaateperioodil aegamööda suurenema, samal ajal kui üleilmsed

tootmiskulud kasvavad maailmamajanduse loiduse taandudes. See ei peaks siiski avaldama märkimisväärset tõususurvet euroala impordihindadele, arvestades jätkuvalt suurt üleilmset kasutamata tootmisvõimsust ja konkurentsipurvet.

Võrreldes 2017. aasta juunis avaldatud ettevaatega on ÜTHI-inflatsiooni väljavaadet veidi allapoole korrigeeritud. Euro vahetuskursi tõus alates eelmisest ettevaatest avaldab ÜTHI-inflatsioonile langussurvet. Alusinflatsiooni puhul kaalub selle langussurve osaliselt üles euroala sisenõudluse paranenud väljavaade (vt infokast 3).

Infokast 3

Euro hiljutise kallinemise mõju euroala inflatsiooniväljavaatele

Euro nominaalne efektiivne vahetuskurss on mõne viimase kuu jooksul tõusnud ning selle kümne päeva keskmine 14. augustil 2017 (selle kuupäeva seisuga andmeid kasutati käesoleva ettevaate koostamisel) oli 4,4% kõrgem kui tase, mida eeldati 2017. aasta juuni ettevaates. Infokastis käsitletakse tegureid, mida tuleks arvesse võtta, hinnates euro vahetuskursi hiljutise tõusu mõju euroala inflatsiooniväljavaatele.

Arvestades märkimisväärse heterogeensuse võimalikkust, võib mudelite standardelastsuse alusel üldjuhul arvata, et viimastel kuudel täheldatud suurusjärguga vahetuskursi šoki mõju euroala inflatsiooniväljavaatele on märkimisväärne.⁴ Selline elastsus on paikapidav siiski üksnes välistekkeliste vahetuskursi šokkide puhul. Euro vahetuskursi hiljutine tõus on aga tõenäoliselt suurel määral tingitud euroala majanduskasvu väljavaate jätkuvast paranemisest, mis omakorda kajastab sisenõudluse soodsamat arenguprospektiivi. Neid asjaolusid tuleks inflatsiooniväljavaatele avalduva mõju hindamisel arvesse võtta.

2017. aasta septembris avaldatud ettevaates hinnatakse euro vahetuskursi tõusu üldist mõju inflatsioonile oluliselt tagasihoidlikumaks, kui võib arvata mudelite standardelastsuse alusel, mis osutab üldjuhul välistekkelisele vahetuskursi šokile. Hiljutised empiirilised uuringud on kinnitanud vahetuskursi muutuste endogeensust ning seda, et nende mõju inflatsioonile sõltub šoki laadist.⁵ See tähendab, et hindade reaktsioon vahetuskursi muutusele võib sõltuda sellest, mis laadi šokist/šokkidest niisugune muutus on tingitud, kuna see võib kajastada erinevaid ülekandekanaleid. Kui vahetuskursi tõus on täielikult tingitud positiivsest nõudlusšokist, võib empiiriliste hinnangute alusel koguni eeldada hinnatõususurvet seoses sisenõudluse parema väljavaatega. Kuna euro hiljutise kallinemise peamiseks mõjutajaks on soodsama majanduskasvu ootused – milles kajastub sisenõudluse parem väljavaade –, peaks kallinemise toime inflatsioonile kujunema palju väiksemaks, kui võiks eeldada täiel määral välistekkelise vahetuskursi šoki puhul, mille mõju prognoositakse mudelite standardelastsuse abil.

⁴ Vt artikkel „Exchange rate pass-through into euro area inflation” (ainult inglise keeles), EKP majandusülevaade 7/2016.

⁵ Vt nt Shambaugh, J., „A new look at pass-through”, Journal of International Money and Finance, kd 27 nr 4, lk 560–591, juuni 2008; Forbes, K., Hjortsoe, I. ja Nenova, T., „The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through”, Inglismaa keskpanga rahapoliitika komitee välisliikmete aruteludokument nr 43, november 2015; ning Ciccarelli, M. ja Osbat, C., „Low inflation in the euro area: Causes and consequences”, EKP üldtoimetised nr 181, jaanuar 2017.

Eelarvepositsioon peaks jääma ettevaateperioodil keskmises arvestuses üldjoontes neutraalseks.

Eelarvepoliitika kurssi mõõdetakse muutusena tsükliliselt kohandatud esmases eelarveseisundis, millest on maha arvatud valitsussektori abi finantssektorile. 2017. aastal mõjutab eelarvepositsiooni valitsussektori investeeringute elavnemine pärast 2016. aasta kehma tulemit ja Saksamaal tehtud ühekordset makset tuumaenergia tootjatele (ligikaudu 0,2% riigi SKPst).⁶ Laias laastus neutraalne eelarvepositsioon kajastab mitme teguri tasakaalustavat koosmõju nii kulude kui ka tulude poolel.

Ettevaateperioodil peaksid nii valitsussektori eelarvepuudujääk kui ka võlakoormus vähenema.

Eelarveseisundi ettevaade hõlmab valitsussektori eelarvepuudujäägi järkjärgulist vähenemist ettevaateperioodil. See on peamiselt tingitud tsüklilise komponendi olukorra paranemisest ja intressimaksete vähenemisest. Tsükliliselt kohandatud esmane eelarveseisund püsib üldjoontes muutumatuna. Valitsussektori võla suhe SKPsse väheneb tõenäoliselt kogu ettevaateperioodi vältel ning seda toetavad esmase eelarveseisundi paranemine ja kasvu-/intressimäärade positiivne vahe.⁷

Võrreldes 2017. aasta juunis avaldatud ettevaatega püsib eelarvepuudujäägi ettevaade valdavalt muutumatuna, samal ajal kui võlakoormus veidi väheneb, kajastades peamiselt kasvu-/intressimäärade positiivsemat vahet 2017. aastal.

⁶ Konstitutsioonikohtu otsuse alusel, millega tunnistati 2011.–2016. aastal kehtinud tuumareaktorikütuse maks põhiseadusevastaseks.

⁷ Arvutatakse võlakoormuse nominaalse efektiivse intressimäära ja nominaalse SKP kasvumäära vahena.

Tabel 1

Makromajanduslik ettevaade euroala kohta¹⁾

(aastane muutus protsentides)

	September 2017				Juuni 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reaalne SKP	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7
		[2,1–2,3] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾		[1,6–2,2] ²⁾	[0,8–2,8] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Eratarbimine	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Valitsussektori tarbimine	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Kapitali kogumahutus põhivarasse	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Eksport ³⁾	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Import ³⁾	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Tööhõive	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Töötuse määr (% tööstusest)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
ÜTHI	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6
		[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–1,8] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾		[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾
ÜTHI (v.a energia)	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
ÜTHI (v.a energia ja toiduained)	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7
ÜTHI (v.a toiduained, energia ja kaudsete maksude muutused) ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,5	0,8	1,1	1,4	1,7
Tööjõu ühikukulud	0,8	0,8	1,2	1,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Hüvitis töötaja kohta	1,2	1,5	2,0	2,3	1,3	1,7	2,1	2,4
Tööviltjakus	0,4	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5	0,8	0,9
Valitsussektori eelarve tasakaal (% SKPst)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Struktuurne eelarvetasakaal (% SKPst) ⁵⁾	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Valitsussektori koguvõlg (% SKPst)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
Jooksevkonto saldo (% SKPst)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

1) Reaalse SKP ja selle komponentide andmed on tööpäevade arvu järgi korrigeeritud.

2) Esitatud väärtusvahemikud põhinevad eelmiste aastate ettevaadete ja tegelike tulemuste vahelist 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.

3) Sealhulgas euroalasisene kaubandus.

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

5) Arvutatakse valitsussektori bilansina, millest on maha arvatud majanduslik 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 kohaselt arvutatakse tsüklilised komponendid eri tulu- ja kuluartiklite puhul eraldi. Lähemalt vt EKP 2012. aasta märtsi kuubületääni taustinfo „Valitsussektori eelarveseisundi tsükliline kohandamine” ja 2014. aasta septembri kuubületääni taustinfo „Struktuurne eelarveseisund eelarvepositsiooni näitajana”.

Infokast 4

Tundlikkusanalüüsid

Ettevaade põhineb suurel määral tehnilistel eeldustel mõningate põhimuutujate arengu

kohta. Kuna mõned muutujad võivad euroala käsitlevat ettevaadet oluliselt mõjutada, võib ettevaate tundlikkuse hindamine eeldatust erinevate arengusuundade suhtes olla abiks ettevaatega seonduvate riskide analüüsimisel. Infokastis vaadeldakse mõne põhieeldusega kaasnevat ebakindlust ja ettevaate tundlikkust nende muutujate suhtes.

1) Kõrvalekalded naftahinna arengus

Alternatiivsetes naftahinna arengu mudelites osutatakse riskile, et naftahind on ettevaateperioodil kõrgem, kui vastavate futuuriturgude arengu põhjal prognoositud.

Futuuriturgudele tuginevad põhiprognoosi tehnilised eeldused naftahinna arengu suhtes viitavad naftahinna arenguprofiilis väikesele tõususuundumusele, mille tulemusel Brenti toornafta hind ulatub 2019. aasta lõpus ligikaudu 53 USA dollarini barreli kohta. See naftafutuuride hindades sisalduv arenguprognosis on kooskõlas üleilmse naftanõudluse mõõduka kasvuga – stsenaarium, mis seondub maailmamajanduse elavnemise teatava hoogustumisega. Pakkumistegurite puhul tuleb märkida, et OPECi ja mõnede OPECi-väliste tootjate kokkulepe ei ole kaasa toonud märkimisväärset tõusu naftafutuuride hindade arengukõveras. Arvatavasti on selle põhjuseks naftavarude jätkuvalt suur (ehkki kahanev) tase ning mure, et mõned suuremad naftatootjad võivad lepingust kõrvale kalduda. Peale selle on põlevkiviõli tootmise jõuline kasv Ameerika Ühendriikides osaliselt üles kaalunud tavatootjate toodangu vähenemise. Alternatiivsed mudelid⁸, mida eurosüsteemi eksperdid kasutasid naftahindade prognoosimiseks ettevaateperioodil, osutavad praegu tehniliste eeldustega võrreldes veidi kõrgemale naftahinnale. Selline areng võib olla kooskõlas ootamatute täiendavate tarnekatkestustega lühikeses ja keskmises perspektiivis. See omakorda võib kaasa tuua nõudluse ja pakkumise tasakaalu oodatust kiirema paranemise ning seega ka naftahinna tõusu. Kui realiseerub naftahinna alternatiivne arengusuund, mille järgi naftahind on 2019. aastaks põhistsenaariumis eeldatust 3,8% kõrgem, pärsib see veidi SKP reaalkasvu ning kiirendab mõnevõrra ÜTHI-inflatsiooni (ligikaudu 0,1 protsendipunkti võrra 2019. aastal).

2) Kõrvalekalded vahetuskursi arengus

Käesolev tundlikkusanalüüs käsitleb näitlikult mehaanilist mõju, mida võib avaldada põhistsenaariumist kõrgem euro vahetuskurss. Näitlikustamise eesmärgil põhineb euro vahetuskursi erandlik arengueeldus 75 protsendiga jaotusel, mis on saadud EUR/USD vahetuskursi optsioonidest tuletatud riskineutraalsetest tihedustest seisuga 14. august 2017. Selle prognoosi järgi kallineb euro USA dollari suhtes järk-järgult ja EUR/USD vahetuskurss on 2019. aastal 1,31, mis on kõnealuse aasta põhistsenaariumis eeldatud kursist ligikaudu 11% kõrgem. Euro nominaalset efektiivset vahetuskurssi puudutavad eeldused kajastavad varasemate perioodide seaduspärasest arengust, mille kohaselt EUR/USD vahetuskursi muutused vastavad muutustele efektiivses vahetuskursis elastsusega 52% ümber. Selle tulemusel kaldub euro efektiivse vahetuskursi muutus vähehaaval kõrvale põhistsenaariumi arengust ja on 2019. aastal viimasest ligikaudu 6% kõrgem. Niisuguse stsenaariumi puhul osutavad EKP ekspertide mitme makromajandusliku mudeli kohaselt saadud keskmised tulemused 0,3 protsendipunkti võrra aeglasemale SKP reaalkasvule aastatel 2018–2019 ning 0,4 ja 0,5 protsendipunkti võrra madalamale ÜTHI-inflatsioonimäärale vastavalt 2018. ja 2019. aastal. Oluline on märkida, et kasvu ja inflatsiooni mõju hinnangud on asjakohased ainult juhul, kui tegu on puhtalt välistekelise vahetuskursišokiga (vt infokast 3).

⁸ Vt nelja mudeli analüüs EKP 2015. aasta majandusülevaate nr 4 artiklis „Forecasting the price of oil” (inglise keeles).

Infokast 5

Teiste institutsioonide prognoosid

Euroala majandusarengu kohta on avaldanud arvukalt prognoose nii rahvusvahelised organisatsioonid kui ka erasektori asutused. Kuna kõnealused prognoosid on koostatud eri ajal, siis ei saa neid omavahel ega ka EKP ekspertide makromajandusliku 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).

Nagu tabelis näha, on teiste institutsioonide kättesaadavad prognoosid SKP reaalkasvu ja ÜTHI-inflatsiooni kohta üldjoontes sarnased EKP ekspertide ettevaatega (väärtusvahemikud on toodud tabelis sulgudes).

Euroala SKP reaalkasvu ja ÜTHI-inflatsiooni prognooside võrdlus

(aastane muutus protsentides)

	Avaldamisaeg	SKP kasv			ÜTHI-inflatsioon		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
EKP ekspertide ettevaade	september 2017	2,2	1,8	1,7	1,5	1,2	1,5
		[2,1–2,3]	[1,0–2,6]	[0,6–2,8]	[1,4–1,6]	[0,6–1,8]	[0,7–2,3]
Euroopa Komisjon	mai 2017	1,7	1,8	–	1,6	1,3	–
OECD	juuni 2017	1,8	1,8	–	1,7	1,4	–
Euro Zone Barometer	august 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	august 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	juuli 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
IMF	juuli 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Allikad: Euroopa Komisjoni majandusprognoos (kevad 2017); IMFi IV artikli kohane riigiaruanne (25. juuli 2017); OECD Economic Outlook (juuni 2017); Consensus Economics Forecasts (august 2017), MJEconomics (euroala baromeeter, august 2017) ja EKP Survey of Professional Forecasters (juuli 2017). Märkus. Eurosüsteemi ja EKP ekspertide makromajanduslikus ettevaates ja OECD prognoosides 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.

© Euroopa Keskpank, 2017

Postiaadress 60640 Frankfurt am Main, Saksamaa
Telefon +49 69 1344 0
Veebileht www.ecb.europa.eu

Kõik õigused on kaitstud. Taasesitus õppe- ja mitteäriilistel eesmärkidel on lubatud, kui viidatakse allikale.

ISSN 2529-444X (pdf)
ELi katalooginumber QB-CE-17-002-ET-N (pdf)