

# Eurosüsteemi ekspertide 2016. aasta detsembri makromajanduslik ettevaade euroala kohta<sup>1</sup>

*Euroala majanduse elavnemine peaks edaspidi jätkuma üldjoontes kooskõlas 2016. aasta septembri makromajanduslikus ettevaates prognoosituga. Elavnemist peaksid ettevaateperioodil edendama maailmamajanduse oodatav taastumine ja stabiilne sisenõudlus, mida soodustavad rahapoliitika väga toetav kurss, senised edusammud finantsvõimenduse vähendamisel eri sektorite lõikes ning tööturu olukorra jätkuv paranemine. SKP aastane reaalkasv peaks olema 2016. ja 2017. aastal 1,7% ning 2018. ja 2019. aastal 1,6%.*

*ÜHTI-inflatsioon peaks märkimisväärselt kiirenema, tõustes 0,2%-lt 2016. aastal 1,3%-le 2017. aastal, 1,5%-le 2018. aastal ja 1,7%-le 2019. aastal. Lühiajalisel hoogustab seda eelkõige pööre naftahindade arengus. Samuti peaks tööturu loiduse järkjärgulise taandumise keskkonnas ettevaateperioodil ÜHTI-inflatsiooni hoogustama palgakulude ja tööjõu ühikukulude kiirem kasv.*

## 1 Realmajandus

### **Reaalne SKP tõusis 2016. aasta kolmandas kvartalis sisenõudluse toel 0,3%.**

2016. aasta kolmanda kvartali kohta kättesaadavate andmete alusel võib arvata, et majandusaktiivsust mõjutasid positiivselt eratarbimine ja kapitali kogumahutus põhivarasse. Samal ajal jäi netokaubanduse toime negatiivseks, kuna ekspordi kasv oli impordi omast väiksem. Tööturutingimused on viimastel kuudel endiselt paranenud – tööhõive kasv üllatas positiivsete näitajatega ning töötuse määr alanes eeldatust rohkem. Kindlustunne suurenes veelgi nii sektorite kui ka riikide lõikes, seega võib eeldada kasvu jätkumist lähiajal.

**SKP aastane reaalkasv peaks olema 2016. ja 2017. aastal 1,7% ning 2018. ja 2019. aastal 1,6%.** Stabiilne sisenõudlus peaks jääma SKP reaalkasvu tugisambaks ning seda soodustab EKP rahapoliitika väga toetav kurss. Ekspord peaks maailmamajanduse oodatava järkjärgulise taastumise tulemusel ettevaateperioodil aegamisi hoogustuma, seega suureneb ettevaateperioodil tõenäoliselt vähehaaval ka netokaubanduse panus SKP reaalkasvu.

<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 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 17. november 2016 (vt infokast 2). Muud käesolevas ettevaates sisalduvad andmed on esitatud seisuga 24. november 2016. Makromajanduslik ettevaade hõlmab ajavahemikku 2016–2019. Nii pikka ajavahemikku käsitleva ettevaatega kaasneb siiski väga suur ebakindlus, mida tuleb ettevaate tõlgendamisel silmas pidada. Vt 2013. aasta mai EKP kuubülletääni artikkel „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections”.

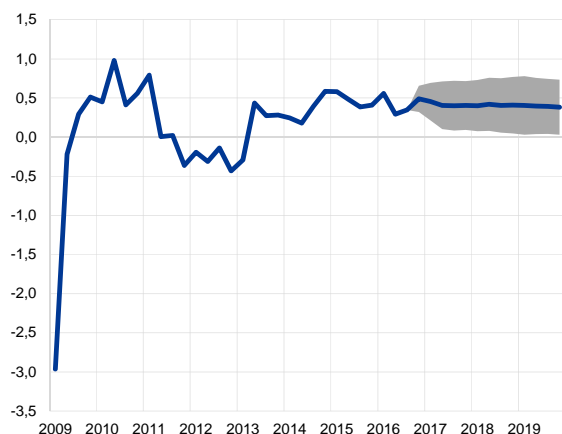
## Joonis 1.

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

(kvartaliandmed)

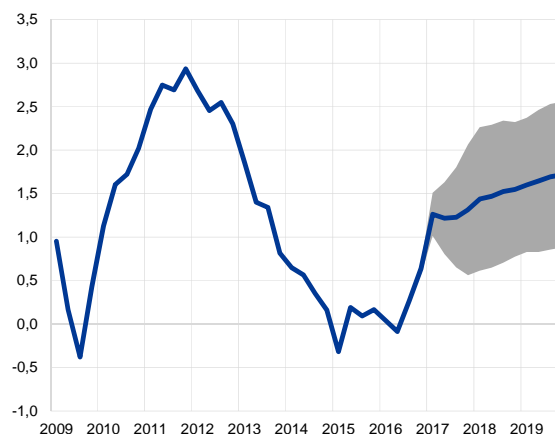
#### Euroala reaalne SKP<sup>2)</sup>

(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.

#### **Erasektori tarbimiskulutuste areng peaks ettevaateperioodil jätkuma**

**üldjoontes senisel tasemel.** Tarbijate kindlustunne on üldiste majandusootuste paranemise ja eraisikute soodsamate finantsootuste taustal viimaste kuude jooksul taas paranenud.

#### **Nominaalse kasutatava tulu kasvu keskpika aja väljavaade püsib positiivne.**

Brutotöötasude mõju peaks ettevaateperioodil suurenema, kuna töötaja kohta makstavate hüvitiste kasvu hoogustumine kaalub selgelt üles tööhõive tagasihoidlikuma kasvu. Eraisikute muud sissetulekud peaksid kasvama tempokamalt ning üldjoontes kooskõlas kasumitega, samal ajal kui netofiskaalülekannete panus kujuneb tõenäoliselt veidi negatiivseks. Samal ajal peaks reaalse kasutatava tulu kasv tarbijahinna inflatsiooni elavnemise tulemusel 2017. aastal aeglustuma ning jätkuma seejärel samas tempos.

#### **Eratarbimise kasvu toetama pankade laenuitingimuste paranemine, mida võimendavad EKP rahapoliitilised meetmed.**

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 eraisikute kogutarbimist veelgi ergutama. Ühtlasi peaksid tarbimist toetama edusammud finantsvõimenduse vähendamisel ja kodumajapidamiste netovara prognoositav kasv, mis kajastab eluasemehindade edasist tõusu. Kokkuvõttes peaks eratarbimise aastakasv veidi aeglustuma, alanedes 1,7%-lt 2016. aastal 1,5%-le 2017. ja 2018. aastal ning 1,4%-le 2019. aastal.

**Säästumäär peaks vähenema kuni 2017. aasta keskpaigani ning püsima pärast seda muutumatuna.** Säästumäär on hinnangute kohaselt suurenenud alates 2015. aasta keskpaigast, ning seda kõige tõenäolisemalt seetõttu, et kodumajapidamised säästsid osa naftahinnaga seotud ootamatutest tuludest. Kõnealune mõju peaks siiski olema ajutine ning selle taandumisega kaasneb arvatavasti säästumäära alanemine 2017. aasta jooksul. Seejärel peaks säästumäär püsima ülejäänud ettevaateperioodi vältel muutumatuna: kui mõnes riigis võivad tööpuuduse vähenemine, soodsamad laenuitingimused ja madalad intressimäärad kaasa tuua säästumäära languse, siis samal ajal suurendavad seda tarbimise protsükliline tasakaalustamine ja jätkuv vajadus vähendada võlataset.

## Infokast 1.

Tehnilised eeldused intressimäärade, vahetuskursside ja toormehindade kohta

---

**2016. aasta septembris avaldatud ettevaatega võrreldes hõlmavad tehniliste eelduste muutused kõrgemaid intressimäärasid, kõrgemaid naftahindu USA dollarites ning euro efektiivse vahetuskursi vähest tõusu.** Tehnilised eeldused intressimäärade ja toormehindade kohta põhinevad turgude ootustel seisuga 17. november 2016. Lühiajalisi intressimäärasid mõõdetakse kolme kuu EURIBORina ja turgude ootused tuletatakse futuurilepingute intressimääradeist. Selle meetodi kohaselt on lühiajaliste intressimäärade keskmine tase  $-0,3\%$  2016. ja 2017. aastal,  $-0,2\%$  2018. aastal ja  $0,0\%$  2019. aastal. Turgude ootuste järgi peaks riikide kümneaastase tähtajaga võlakirjade nominaalne intressimäär euroalal olema 2016. aastal keskmiselt  $0,8\%$ , 2017. aastal  $1,2\%$ , 2018. aastal  $1,5\%$  ning 2019. aastal  $1,7\%$ <sup>2</sup>. Kajastades forvardtehingute turu intressimäärade arengut ning rahaturu intressimäärade muudatuste järkjärgulist ülekandumist laenuintressimääradesse, peaksid euroala mittefinantsteenuseid pakkuvale erasektorile antavate laenude intressimäärad 2017. aastal veidi tõusma ning 2018. ja 2019. aastal veelgi kerkima. Seoses toormehindadega eeldatakse 17. novembril lõppenud kahe nädalase perioodi jooksul toimunud futuuriturgude keskmise arengu põhjal, et Brenti toornafta barreli hind langeb  $52,4$  USA dollarilt 2015. aastal  $43,1$  USA dollarile 2016. aastal ning tõuseb siis  $49,3$  USA dollarile 2017. aastal,  $52,6$  USA dollarile 2018. aastal ja  $54,6$  USA dollarile 2019. aastal. Seega peaks toornafta hind olema aastatel 2017–2018 keskmiselt ligikaudu 2 USA dollari võrra kõrgem, kui eeldati 2016. aasta septembri ettevaates. Muu toorme (v.a energia) hinnad USA dollarites peaksid eelduste kohaselt 2016. aastal mõnevõrra langema ning 2017. aastal ja edaspidi tõusma.<sup>3</sup> Kahepoolsed vahetuskursid püsivad ettevaateperioodil tõenäoliselt muutumatuna 17. novembrile eelnenud kahe nädala keskmisel tasemel. Seega peaks USA dollari ja euro keskmine vahetuskurs olema 2016. aastal  $1,11$  ning 2017.–2019. aastal  $1,09$  (2016. aasta septembri ettevaates  $1,11$ ). Euro efektiivne vahetuskurs (mõõdetuna 38 tähtsaima kaubanduspartneri vääringu suhtes) peaks 2016. aastal olema  $0,2\%$  kõrgem ning 2017. ja 2018. aastal  $0,4\%$  kõrgem, kui eeldati 2016. aasta septembri ettevaates.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Nafta- ja toidutoorme hindu käsitlevad eeldused põhinevad kuni ettevaateperioodi lõpuni futuurihindadel. Eeldatakse, et ülejäänud toormehinnad (v.a energia) järgivad futuuride hindu kuni 2017. aasta neljanda kvartalini ning arenevad seejärel kooskõlas üleilmse majandustegevusega.

## Tehnilised eeldused

	Detsember 2016				September 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Kolme kuu EURIBOR (protsendina aasta kohta)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
10-aastase tähtajaga riigivõlakirjade tulusus (protsendina aasta kohta)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Naftahind (USD barreli kohta)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Muu toorme (v.a energia) hinnad (USD; aastane muutus protsentides)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
USD/EUR vahetuskurss	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Euro nominaalne efektiivne vahetuskurss (EER38) (aastane muutus protsentides)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

### Eluasemeinvesteeringute hoogustumine euroalal tõenäoliselt jätkub.

Nominaalse kasutatava tulu kasvu prognoositav kiirenemine, hüpoteeklaenude väga madalad intressimäärad ja muude investeerimisvõimaluste piiratus peaksid soodustama eluasemeinvesteeringute püsivat elavnemist. Eluasemeinvesteeringute soodsat väljavaadet kinnitavad ka väljastatud ehituslubade arvu tõus ning kasvav nõudlus eluasemelaenude järele pangalaenuitingimuste paranemise taustal (eelkõige keskmiste laenude madalamate marginaalide kaudu). Samuti näib, et mõne riigi eluasemeturul on lõpule jõudnud kohandumisprotsess ning eluasemehinnad on hakanud kerkima. Siiski peaks pärssiv mõju, mida suur tööpuudus ja kodumajapidamiste ulatuslik võlakoormus mõnes riigis avaldavad eluasemeinvesteeringutele, taanduma üksnes järk-järgult. Kasutatava tulu määraga võrreldes juba kõrge eluasemeinvesteeringute tase ning demograafilise arengu ebasoodne mõju pidurdavad eluasemeinvesteeringute kasvu teistes riikides.

### Ettevõtlusinvesteeringud kasvavad tõenäoliselt stabiilselt.

Ettevõtlusinvesteeringute arengut peaks toetama palju tegureid. Ettevõtete kindlustunne paraneb jätkuvalt, arvestades tootmisega seotud positiivseid ootusi, tellimuste arvu tõusu ning pööret müügihindade arenguga seotud ootustes. Tootmisvõimsuse rakendusaste on juba tõusnud kõrgeimale tasemele alates 2008. aasta keskpaigast ning jätkuvalt väga soodsaid rahastamistingimusi võimendavad EKP mittestandardised rahapoliitilised meetmed. Sisenõudlus peaks püsima stabiilsena ja välisõudlus arvatavasti hoogustub. Samuti on pärast mitmeaastast investeeringute loidust tekkinud vajadus uuendada kapitalivarusid ning juba niigi hea likviidsusega mittefinantsettevõtete sektoris peaks paranema kasumi hinnalisa. Viimase paari aasta jooksul täheldatud aktsiahindade jõulise tõusu ja võlafinantseerimise tagasihoidliku kasvu tulemusel on finantsvõimenduse määr (võla ja koguvara suhe) mittefinantsettevõtete sektoris jõudnud kõigi aegade madalaima taseme lähedale. Ettevõtlusinvesteeringute elavnemist pärsvad siiski tooteturgude jäikus ning kogutoodangu senisest loiuma potentsiaalse kasvu ootused.

**Euroalavälise ekspordi kasv peaks ettevaateperioodil hoogustuma üldjoontes kooskõlas välisõudluse arenguga.** Välisõudlus peaks alates 2016. aasta lõpust kiiremini kasvama, kuna suureneb impordinõudlus nii arenenud kui ka arenevates riikides (sh Venemaal ja Brasiilias). Euroala välisõudluse ulatuslikumat kasvu

takistab tõenäoliselt siiski impordi tagasihoidlik kasv Ühendkuningriigis. Kokkuvõttes jäävad välisnõudluse prognoositavad kasvumäärad kriisieelsetest näitajatest tunduvalt madalamaks.<sup>4</sup> Euroalavälise ekspordi kasv peaks alates 2016. aasta neljandast kvartalist hoogustuma üldjoontes kooskõlas välisnõudluse arengutempoga. Euroalavälise impordi kasv kujunema euroalavälise ekspordi omast veidi kiiremaks ja olema kooskõlas varasemate elastsuse näitajatega kogunõudluse suhtes. Netokaubanduse panus SKP reaalkasvu peaks muutuma ettevaateperioodi jooksul positiivsemaks. Jooksevkonto ülejääk peaks püsima stabiilsena ligikaudu 3,1% tasemel SKPst.

## Infokast 2.

### Rahvusvaheline keskkond

**Üleilmne aktiivsus peaks ettevaateperioodil kasvama.** Üleilmse aktiivsuse kasvu prognoosi 2016. aasta teisel poolel näivad kinnitavat septembri ettevaate järel avaldatud andmed, mis lubavad arvata, et arenenud riikides kujuneb kasv suhteliselt stabiilseks ja arenevate riikide turgudel toimub teatav paranemine. Edaspidi peaks üleilmne majandusaktiivsus veelgi kasvama, ehkki kriisieelsega võrreldes aeglasemas tempos. Arenenud ja arenevate riikide kasvuväljavaadetes püsivad jätkuvalt erinevused. Kui Ameerika Ühendriikides peaksid majandusaktiivsust endiselt edendama üldjoontes toetav majanduspoliitika ja tööturu olukorra paranemine, siis Jaapanis jääb kasvutempo tõenäoliselt tagasihoidlikuks ning Ühendkuningriigi majanduse keskpika aja väljavaadet survestab suurenenud ebakindlus. Peale selle võib Hiina majanduskasvu jätkuv aeglustumine mõjutada teiste arenevate riikide majandusväljavaadet, samal ajal kui mõne suure tootet eksportiva riigi järkjärguline väljumine sügavast madalseisust pakub endiselt tuge üleilmsele kasvule lähiaastatel.

**Maailmakaubandus peaks olema 2016. aasta teisel poolel samuti hoogustunud pärast kesiseid näitajaid esimesel poolaastal.** Üleilmse impordi (v.a euroala) 2016. aasta esimese poolaasta andmeid korrigeeriti mõnevõrra ülespoole ning kättesaadavad näitajad osutavad positiivsetele märkidele seoses lühiajaliste väljavaadetega. Maailmakaubandus peaks keskpika aja jooksul hoogustuma, saades tuge üleilmse aktiivsuse elavnemisest. Euroala välisnõudlus peaks suurenema 1,5% 2016. aastal, 2,4% 2017. aastal, 3,4% 2018. aastal ja 3,6% 2019. aastal.

### Rahvusvaheline keskkond

(aastane muutus protsentides)

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

1) Arvutatakse impordi kaalutud keskmisena.

2) Arvutatakse euroala kaubanduspartnerite impordi kaalutud keskmisena.

2016. aasta septembri ettevaatega võrreldes püsib maailmamajanduse elavnemise ja välisnõudluse väljavaade peaaegu muutumatu.

<sup>4</sup> Vt Euroopa Keskpankade Süsteemi rahvusvaheliste suhete komitee kaubandusküsimuste töörühma artikkel „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?“, EKP üldtoimetised nr 178, september 2016.

**Negatiivne kogutoodangu lõhe peaks ettevaateperioodi lõpuks kaduma, kajastades üksnes tagasihoidlikku potentsiaalset kasvu.** Kogutoodangu potentsiaalne kasv peaks jääma ettevaateperioodil vaoshoituks ning kriisieelsest ligikaudu 1,7% tasemest selgelt aeglasemaks. Vaoshoitud kasv peegeldab peamiselt kapitali suhteliselt vähest toetavat mõju investeeringute pikaajalise väga tagasihoidliku kasvu taustal. Tööhõive mõju peaks veidi tugevnema, kajastades tööealise elanikkonna suurenemist ja töäjõus osalemise määra tõusu varasemate struktuurireformide tulemusel. Rahvastiku vananemise tõttu jääb tööhõive mõju siiski kriisieelse keskmise tasemega võrreldes mõnevõrra väiksemaks. Kuna tegelik kasvumäär peaks eeldatavasti tunduvalt ületama potentsiaalse kogutoodangu tagasihoidliku kasvumäära, väheneb negatiivne kogutoodangu lõhe ettevaateperioodi jooksul stabiilselt ja kaob selle lõpuks täiesti.

**Euroala tööturutingimused peaksid ettevaateperioodi jooksul pidevalt paranema.** Tööhõive peaks ettevaateperioodil veelgi suurenema, ehkki aeglasemalt kui viimastes kvartalites. Lühiajaliselt kajastab see peamiselt olukorra normaliseerumist pärast mõningate ajutiste toetavate tegurite kadumist. Ülejäänud ettevaateperioodi kohta näitab see peamiselt, et oskustöäjõu puudus mõnes euroala riigis arvatavasti süveneb. Selliste muutuste põhjal võib arvata, et töövõime kasv hoogustub 0,3%-lt 2016. aastal 0,9%-le 2019. aastal kooskõlas tsüklilise arenguga, mille raames kasvab nii kapitali kui ka töäjõu kasutus, tõuseb töötundide arv töötaja kohta ning suureneb mõnevõrra kogutootlikkus. Töötuse määr tõenäoliselt alaneb, ehkki hiljutise ajaga võrreldes aeglasemalt, sest tööhõive kasv pidurdub töäjõu kasvuga võrreldes kiiremini.

**2016. aasta septembri ettevaatega võrreldes on SKP reaalkasvu väljavaadet korrigeeritud lühiajaliselt veidi ülespoole ning seejärel püsib see üldjoontes muutumatu.** Lähiaja paranenud väljavaade kajastab lühiajaliste näitajate soodsamat arengut ning hiljutisi ootamatult positiivseid suundumusi töö- ja eluasemeturgudel.

## 2 Hinnad ja kulud

**ÜTHI-inflatsioon kiireneb ettevaate kohaselt märkimisväärselt, tõustes 0,2%-lt 2016. aastal 1,3%-le 2017. aastal. Aastatel 2018 ja 2019 peaks kasv olema vastavalt 1,5% ja 1,7%.** Ligikaudu neli viiendikku tõusust 2016. ja 2017. aastal peaks tulenema energiahindadest. Naftahinna varasemast odavnemisest tingitud tugev langussurve, mis pärssis koguinflatsiooni 2015. ja 2016. aastal, on taandumas ja selle mõjul peaks koguinflatsioon 2017. aastal, eelkõige aasta alguses märgatavalt kiirenema. Ülejäänud 2017. aasta jooksul peaks selle ÜTHI komponendi inflatsioonimäär naftafutuuride hindade arengukõvera laugemaks muutumise tõttu mõnevõrra aeglustuma. Edaspidi peaks areng olema üldjoontes stabiilne.

**ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) peaks ettevaateperioodil järkjärgult kiirenema, arvestades kulurõõvu suurenemist euroalal.** Tööhõive jätkuv kasv kajastab tööturutingimuste edasist paranemist, mis peaks vähendama loidust tööturul. See omakorda hoogustab 2019. aastaks märgatavalt palkade ja töäjõu

ühikukulude kasvu. Kasumimarginaalid peaksid samuti suurenema kooskõlas kogutoodangu lõhe kadumisega, ehkki viimase ajaga võrreldes üldjoontes mõõdukas või aeglasemas tempos. Naftahinna varasemast odavnemisest tingitud langussurve taandumine ja eeldatav naftahinna tõus peaksid kaudse mõju teel aitama kaasa ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) kiirenemisele. Samal ajal pärsivad euro vahetuskursi varasemast nõrgenemisest tingitud tõususurve taandumine ja sellele järgnenud euro kallinemisest tingitud langussurve tõenäoliselt ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) väljavaadet. Kokkuvõttes peaks ÜTHI-inflatsioon (v.a toiduained ja energia) olema 2016. aastal keskmiselt 0,9% ja kiirenema ettevaateperioodil vähehaaval kuni 1,7%ni 2019. aastal. See peaks olema ÜTHI-inflatsiooni kasvu peamine kiirendaja alates 2017. aasta keskpaigast.

**Impordihindade oodatav suunamuutus on peamine tegur, mis peaks inflatsiooni lähiajal kiirendama.** Pärast impordihindade tavatult pikaajalist pidevat langust muutub nende aastakasv ettevaate kohaselt 2017. aastal taas positiivseks. Selle suunamuutuse üks tähtsamaid tegureid on tooraine, eelkõige nafta hinna eeldatav kallinemine. Jüulistel positiivsetel baasefektidel on samuti märkimisväärne osa impordideflaatori aastakasvu muutuses 2017. aastal võrreldes 2016. aastaga. Üleilmse kasutamata tootmisvõimsuse vähenemise toel järk-järgult tugevnev üleilmne inflatsioonisurve (mis ei tulene toorainest) peaks suurendama välist hinnasurvet euroalal. Ehkki üleilmne hinnasurve ettevaate kohaselt tugevneb, peaks see püsima mõõdukana. Seda pärsib endiselt piisavalt suur üleilmne kasutamata tootmisvõimsus nii arenenud kui ka arenevates riikides ja sellest tulenev tihe konkurents riikidega, kus kulud on madalad.

**Palgakasv peaks ettevaateperioodil märgatavalt kiirenema, saades tuge loiduse taandumisest tööturul ja palgakasvu pärssinud muude tegurite aegamisi taandumisest.** Töötaja kohta makstava hüvitise kasv peaks kiirenema 1,2%-lt 2016. aastal 2,4%-le 2019. aastal. Märgatava tõusu peamisteks põhjusteks on tööturutingimuste paranemine ja inflatsiooni eeldatav kiirenemine, mis peaksid omakorda mõjutama palkade arengut, kuna mõnes euroala riigis hõlmavad palgaläbirääkimised märkimisväärset tagasiulatuvat mõju elementi. Ühtlasi peaksid ettevaateperioodil taanduma nii seni rakendatud palgapiiirangud kui ka mõnes riigis täheldatud mõõdukama palgakasvu vajadus, et taastada hindade konkurentsivõime. Lisaks võib mõne euroala riigi tööturul kriisi ajal läbi viidud struktuurireformide pärssiv mõju palgakasvule olla väiksem, sest tsükliline taastumine hoogustub ja laieneb. Sektorilistest eripäradest tulenev mõju tõenäoliselt kahaneb ning tööhõive kasv muutub laiapõhjalisemaks ja keskendub varasemate aastatega võrreldes vähem töövõime aeglasele kasvule ja seega ka madalate palkadega sektoritele.

**Kasumimarginaalide paranemine peaks ettevaateperioodil jätkuma, ehkki 2015. aastaga võrreldes märksa mõõdukamas tempos, saades tuge majanduse püsivast taastumisest.** 2015. aastal kergitasid kasumimarginaale naftahinna järsk langus, mis ei näi olevat täielikult üle kandunud tarbijahindadele, ja tööjõu ühikukulude kesine areng. Kuna naftahinna mõju taandub ja tööjõu ühikukulude kasv 2016. aastal kiireneb, aeglustub tõenäoliselt ka kasumimarginaalide paranemine. Kasumimarginaalide tõusu üldjoontes muutumatu ja tagasihoidlik tempo ülejäänud

ettevaateperioodi jooksul on kooskõlas eeldatava tsüklilise taastumisega ja tööjõu ühikukulude kasvust tingitud mõningase pärssiva mõjuga.

**2016. aasta septembri ettevaatega võrreldes püsib ÜTHI-inflatsiooni väljavaade üldjoontes muutumatuna.** Ehkki koguinflatsiooni areng jääb eelmise ettevaatega võrreldes mõnevõrra tagasihoidlikumaks, tasakaalustab selle 2017. aastal täielikult energiahindade kiirem inflatsioon.

### 3 Eelarveväljavaade

**Eelarvepoliitika kurss peaks 2016. aastal olema ekspansiivne ning püsima 2017.–2019. aastal üldjoontes neutraalne.** Eelarvepoliitika kurssi mõõdetakse muutusena tsükliliselt kohandatud esmases eelarveseisundis, millest on maha arvatud valitsussektori abi finantssektorile. 2016. aastal kujundavad eelarvepoliitika ekspansiivset kurssi eelkõige kaalutletud eelarvepoliitika meetmed, samal ajal kui vältimatute tegurite osakaal on väike ja peamiselt seotud muu tulu (v.a maksutulu) vähese alanemisega.

**Ettevaateperioodil valitsussektori eelarvepuudujääk ja võlakoormus tõenäoliselt vähenevad.** 2016. aastal tasakaalustasid madalamad intressimaksed ja tsüklilise komponendi olukorra paranemine täiel määral tsükliliselt kohandatud esmase bilansi halvenemise. Aastatel 2017–2019 aitavad intressimaksede edasine alanemine ja tsüklilise komponendi olukorra paranemine eelarvepuudujääki veelgi vähendada, tsükliliselt kohandatud esmane eelarveseisund seevastu püsib muutumatuna. Valitsussektori võla järkjärgulist vähenemist ettevaateperioodil soodustab valdavalt kasvu-/intressimäärade positiivne vahe majanduse prognoositava taastumise ja eeldatavalt madalate intressimäärade keskkonnas. Esmane ülejääk toetab samuti võla oodatavat arengut.

**2016. aasta septembris avaldatud ettevaatega võrreldes püsib eelarveväljavaade puudujäägi määra kohta üldjoontes muutumatuna, võlakoormuse prognoosi aastateks 2017–2018 on aga korrigeeritud ülespoole.** Võla ja SKP suhtarvu prognoosi ülespoole korrigeerimine aastateks 2017 ja 2018 kajastab peamiselt kasvu-/intressimäärade vahe väiksemat panust võlakoormuse vähenemisse, mis on tingitud euroala nominaalse SKP korrigeerimisest allapoole.



**Tabel 1.**

**Makromajanduslik ettevaade euroala kohta<sup>1)</sup>**

(aastane muutus protsentides)

	Detsember 2016				September 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Reaalne SKP <sup>1)</sup>	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6
	[1,6–1,8] <sup>2)</sup>	[1,1–2,3] <sup>2)</sup>	[0,6–2,6] <sup>2)</sup>	[0,4–2,8] <sup>2)</sup>	[1,5–1,9] <sup>2)</sup>	[0,7–2,5] <sup>2)</sup>	[0,4–2,8] <sup>2)</sup>
Eratarbimine	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Valitsussektori tarbimine	2,0	1,3	1,1	1,1	1,7	0,9	1,0
Kapitali kogumahutus põhivarasse	3,0	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3	3,3
Eksport <sup>3)</sup>	2,7	3,7	3,9	4,0	2,6	3,7	4,1
Import <sup>3)</sup>	3,3	4,1	4,3	4,1	3,3	4,4	4,7
Tööhõive	1,4	1,1	0,8	0,8	1,3	0,8	0,7
Töötuse määr (% tööjõust)	10,0	9,5	9,1	8,7	10,1	9,9	9,6
ÜTHI	0,2	1,3	1,5	1,7	0,2	1,2	1,6
	[0,2–0,2] <sup>2)</sup>	[0,8–1,8] <sup>2)</sup>	[0,7–2,3] <sup>2)</sup>	[0,9–2,5] <sup>2)</sup>	[0,1–0,3] <sup>2)</sup>	[0,6–1,8] <sup>2)</sup>	[0,8–2,4] <sup>2)</sup>
ÜTHI (v.a energia)	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
ÜTHI (v.a energia ja toiduained)	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,3	1,5
ÜTHI (v.a toiduained, energia ja kaudsete maksude muutused) <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
Tööjõu ühikukulud	0,8	1,0	1,3	1,5	0,8	1,0	1,3
Hüvitis töötaja kohta	1,2	1,7	2,1	2,4	1,2	1,8	2,2
Tööviijakus	0,3	0,6	0,8	0,9	0,4	0,7	0,9
Valitsussektori eelarve tasakaal (% SKPst)	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-1,9	-1,7	-1,5
Struktuurne eelarvetasakaal (% SKPst) <sup>5)</sup>	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-1,9	-1,8	-1,6
Valitsussektori koguvõlg (% SKPst)	89,4	88,5	87,3	85,7	89,5	88,4	87,0
Jooksevkonto saldo (% SKPst)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,4	3,3

1) Andmed on tööpäevade arvu järgi korrigeeritud.

2) 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.

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 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 kuubületääni taustinfo „Valitsussektori eelarveseisundi tsükliline kohandamine“ ja 2014. aasta septembri kuubületääni taustinfo „Struktuurne eelarveseisund eelarvepositiooni näitajana“.

### Infokast 3.

#### Tundlikkus- ja stsenaariumianalüüs

---

**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. Ühtlasi käsitletakse Ameerika Ühendriikide uue valitsuse mõningate võimalike tegevuspõhimõtete mõju Ameerika Ühendriikide, kogu maailma ja euroala väljavaatele.

#### 1) Kõrvalekalded naftahinna arengus

**Alternatiivsetes naftahinna arengu mudelites osutatakse riskile, et naftahind tõuseb ettevaateperioodil mõnevõrra kiiremini, kui futuuriturgude arengu põhjal prognoositud.**

Futuuriturgudele tuginevad põhiprognoosi tehnilised eeldused naftahinna arengu suhtes viitavad naftahinna tõususuundumusele, mille tulemusel Brenti toornafta hind ulatub 2019. aasta lõpus ligikaudu 55 USA dollarini barreli kohta. See areng on kooskõlas üleilmse naftanõudluse mõõduka taastumisega – stsenaarium, mis seondub maailmamajanduse elavnemise hoogustumisega ja naftapakkumise mõningase vähenemisega. Alternatiivsed mudelid<sup>5</sup>, mida eurosüsteemi eksperdid kasutasid naftahindade prognoosimiseks ettevaateperioodil, osutavad praegu tehniliste eeldustega võrreldes kõrgemale naftahinnale sellel perioodil. Kui realiseerub alternatiivne arengusuund, mille järgi naftahind on 2019. aastaks põhistsenaariumis eeldatust 19% kõrgem, pärsib see veidi SKP reaalkasvu ning kiirendab ÜTHI-inflatsiooni (ligikaudu 0,1 protsendipunkti võrra 2017. aastal, 0,2 protsendipunkti võrra 2018. aastal ja 0,3 protsendipunkti võrra 2019. aastal).

**Käesoleva ettevaate koostamise järel sõlmis OPEC 30. novembril 2016 kokkuleppe vähendada naftapakkumist, mis tõi kaasa naftafutuuride hindade lühiajalise järsu tõusu, millele järgneb vähene tõususuundumus edaspidi ettevaateperioodil.** Kui naftafutuuride hindade selline arengusuund realiseerub, toob see kaasa ÜTHI-inflatsiooni kiirema kasvu 2017. aastal, kuid avaldab põhistsenaariumiga võrreldes vähem mõju inflatsiooni arengule 2018. ja 2019. aastal.

#### 2) Kõrvalekalded vahetuskursi arengus

**Käesolev tundlikkusanalüüs käsitleb näitlikult mõju, mida võib avaldada põhistsenaariumist madalam euro vahetuskurss.** Euro vahetuskursi nõrgenemise riskid on peamiselt tingitud lahknevustest euroala ja Ameerika Ühendriikide rahapoliitika kursside vahel. Eelkõige võib eurole täiendavat langussurvet avaldada baasintressimäärade oodatust kiirem tõus Ameerika Ühendriikides. See võib viidata eelkõige inflatsiooniootuste tõusule Ameerika Ühendriikides ekspanstiivse eelarvepoliitika ja pingeliste tööturutingimuste keskkonnas. Euro vahetuskursi erandlik arengueeldus põhineb 25 protsentiliga jaotusel, mis on saadud EUR/USD vahetuskursi optioonidest tuletatud riskineutraalsetest tihedustest seisuga 17. november 2016. Selle prognoosi järgi odavneb euro USA dollari suhtes järk-järgult ja EUR/USD vahetuskurss on 2019. aastal 0,95, mis on kõnealuse aasta põhistsenaariumis eeldatud kursist 9,7% madalam. Euro nominaalset efektiivset vahetuskursi puudutavad eeldused kajastavad varasemate perioodide seaduspärast

---

<sup>5</sup> Vt nelja mudeli analüüs EKP 2015. aasta majandusülevaate nr 4 artiklis „Forecasting the price of oil“ (inglise keeles).

arengut, mille kohaselt EUR/USD vahetuskursi muutused viitavad muutustele efektiivses vahetuskursis elastsusega 50% ümber. Selle tulemusel kaldub euro efektiivse vahetuskursi muutus põhistsenaariumi arengust vähehaaval kõrvale ja on 2019. aastal viimasest 5,2% madalam. Niisuguse stsenaariumi puhul osutavad ekspertide mitme makromajandusliku mudeli kohaselt saadud keskmised tulemused 0,2–0,3 protsendipunkti võrra kiiremale SKP reaalkasvule ning 0,2 protsendipunkti võrra kõrgemale ÜTHI-inflatsioonimäärale 2017. aastal ja 0,4–0,5 protsendipunkti võrra kõrgemale ÜTHI-inflatsioonimäärale 2018. ja 2019. aastal.

### **3) Ameerika Ühendriikide uut valitsust käsitlevad stsenaariumid – mõju USA, kogu maailma ja euroala väljavaatele**

**Ameerika Ühendriikide uue valitsuse võimalikud poliitilised muudatused presidendiks valitud Donald Trumpi juhtimisel seisavad veel ees.** Ehkki uue valitsuse tulevase poliitika üksikasjad ei ole veel teada ja seega ei kajastu need ka põhistsenaariumis, tõi Donald Trump oma kampaania käigus välja järgmised tähtsaimad poliitilised kavatsused: i) ulatuslike eelarvepoliitiliste stiimulite programm, mis võib sisaldada isikumaksude kärpeid ja märkimisväärseid ettevõtlusmaksude kärpeid ning infrastruktuuri- ja kaitsekulutuste suurendamist; ii) rangem sisserändepoliitika ning iii) tugevam kaubandusproteksionism. Allpool antakse ülevaade nende kolme ulatusliku poliitikavaldkonna mõjudest, pidades silmas uue valitsuse tulevast poliitikat ümbritseva suure ebakindlusega seotud asjaolusid.

#### **Selline poliitiline programm mõjutab tõenäoliselt inflatsiooni Ameerika Ühendriikides, kusjuures mõju majandustegevusele sõltub sellest, milliseid meetmeid tegelikult võetakse.**

Eelarvemeetmed kiirendavad SKP reaalkasvu ja inflatsiooni, kuid seda võivad leevendada kõrgemad intressimäärad ja USA dollari kallinemine. Rangema sisserändepoliitika mõju majandustegevusele võib jääda suhteliselt vaoshoituks, kui kõrgem tööjõus osalemise määr ja tööhõive kasv teistes elanikkonna rühmades tasakaalustavad suurel määral tööhõive vähenemise. Kõrgemate imporditariifide kaudu rakendatavale proteksionistlikule kaubanduspoliitikale võidakse vastata samasuguste meetmetega ja see võib ettevaateperioodil kaasa tuua SKP reaalkasvu languse Ameerika Ühendriikides tingituna USA ekspordi kahanemisest.

**Üleilmse mõju ulatus sõltub erinevate kanalite suhtelisest tugevusest.** Arenevates riikides võivad ulatuslikud proteksionismimeetmed avaldada negatiivset mõju SKP kasvule, teised piirkonnad võivad aga Ühendriikide eelarvestiimulitest ja kaubandusega seotud asendusmõjudest esialgu kasu saada.

**Euroala puhul tuleb tähelepanu pöörata mitmele kanalile.** Esiteks suurendaks ekspansiivne eelarvepoliitika sisenõudlust Ameerika Ühendriikides, muudaks euro USA dollari suhtes odavamaks ning elavdaks nõudlust euroala kaupade ja teenuste järele. Teiseks võib USA kaubanduspoliitika otsene mõju euroala nõudlusele olla negatiivne, sest kõrgemad imporditariifid ja muud kaubanduspoliitilised meetmed võivad vähendada majandusaktiivsust ja importi Ameerika Ühendriikides ning arenevates riikides. Kui kõrgemad imporditariifid ei kehtiks euroala kohta, mõjuks see soodsalt hindade konkurentsivõimele euroalal võrreldes riikidega, kellele kehtiksid kõrgemad tariifid. See võib euroala jaoks kaasa tuua soodsa üleilmse asendusmõju. Kokkuvõttes valitseb praegu jätkuvalt suur ebakindlus euroalale avalduva mõju suhtes ja selle ulatus sõltub konkreetsetest poliitilistest meetmetest, mida Ameerika Ühendriikide uus valitsus otsustab võtta.

## Infokast 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).

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

### Euroala SKP reaalkasvu ja ÜTHI-inflatsiooni prognooside võrdlus

(aastane muutus protsentides)

	Avaldamisaeg	SKP kasv			ÜTHI-inflatsioon		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Eurosüsteemi ekspertide ettevaade	detsember 2016	1,7 [1,6-1,8]	1,7 [1,1-2,3]	1,6 [0,6-2,6]	0,2 [0,2-0,2]	1,3 [0,8-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
Euroopa Komisjon	november 2016	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OECD	november 2016	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Euro Zone Barometer	november 2016	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	november 2016	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	oktoober 2016	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
IMF	oktoober 2016	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Allikad: Euroopa Komisjoni majandusprognoos (sügis 2016); IMFi World Economic Outlook (oktoober 2016); OECD Economic Outlook (november 2016); Consensus Economics Forecasts (november 2016), MJEconomics (euroala baromeeter, november 2016) ja EKP Survey of Professional Forecasters (oktoober 2016).

Märkus: eurosüsteemi ja EKP ekspertide makromajanduslik 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 Keskpang, 2016

Postiaadress 60640 Frankfurt am Main, Saksamaa  
Telefon +49 69 1344 0  
Veebileht [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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