

# Märts 2016

## EKP ekspertide makromajanduslik ettevaade euroala kohta<sup>1</sup>

### 1 Euroala väljavaade: ülevaatlik kokkuvõte

*Euroala majanduse elavnemine peaks edaspidi jätkuma, ehkki varasemate prognoosidega võrreldes aeglasemas tempos, mis kajastab pikaldasemat maailmamajanduse kasvu ja euro efektiivse vahetuskursi tugevnemist. Aasta keskmise SKP reaalkasvu prognoos on 2016. aastal 1,4%, 2017. aastal 1,7% ja 2018. aastal 1,8%. Naftahinna järjekordse järsu languse järel on ÜTHI-inflatsiooni allapoole korrigeeritud – 2016. aastal 0,1%le ning 2017. aastal veidi vähem ehk 1,3%le. Inflatsioon peaks veelgi kiirenema, ulatudes 2018. aastal 1,6%ni.*

**SKP reaalkasvu lühiajaline väljavaade on halvenenud ebasoodsate mõjude hiljutise tugevnemise tõttu.** Need mõjud on seotud negatiivsete arengusuundadega üleilmses majandusaktiivsuses (eelkõige arenevates riikides), euro efektiivse vahetuskursi tugevnemisega ning ebakindluse kasvuga, mis väljendub finantsturgude suuremas volatiilsuses. Kuna 2016. aasta jaanuaris ja veebruaris vähenes ka ettevõtete ja tarbijate kindlustunne, on SKP reaalkasvu lühiajaline väljavaade 2015. aasta detsembri ettevaates prognoosituga võrreldes halvenenud.

**Siiski peaksid majanduse edasist elavnemist soodustama mitu tegurit.** EKP rahapoliitika toetava kursi mõju kandub jätkuvalt majandusse ning seda võimendavad veelgi 2015. aasta detsembris teatavaks tehtud täiendavad rahapoliitilised meetmed. Eratarbimist peaksid 2016. aastal elavdama naftahinna hiljutine uus järsk langus ning tööturu olukorra pidev paranemine. Maailmamajanduse taastumine peaks (osaliselt tingituna kiirendavast mõjust) aegamisi hoogustama ka investeringuid. Sisenõudlust toetab ka eelarvepoliitika teatav leevenemine muu hulgas seoses pagulaste sissevooluga.

**Koguinflatsiooni muutusi ettevaateperioodil peaks jõuliselt kujundama ÜTHI energiahindade inflatsiooni arengusuund.** Kuna naftahind on viimastel kuudel taas järsult langenud, peaksid ÜTHI energiahindade inflatsiooni näitajad olema 2016. aastal negatiivsed, kuid muutuma 2017. aastal jälle positiivseks seoses

---

<sup>1</sup> EKP ekspertide 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. Tehnilised eeldused naftahindade ja vahetuskursside kohta põhinevad andmetel seisuga 15. veebruar 2016 (vt infokast 2). Muud käesolevas ettevaates sisalduvad andmed on esitatud seisuga 25. veebruar 2016. Makromajanduslik ettevaade hõlmab ajavahemikku 2016–2018. Nii pikka ajavahemikku käsitleva ettevaatega kaasneb siiski väga suur ebakindlus, mida tuleb ettevaate tõlgendamisel silmas pidades. Vt 2013. aasta mai EKP kuubülletääni artikkel „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections”.

jõuliste positiivsete baasefektidega ning naftahinna eeldatava tõusuga, mida saab prognoosida naftafutuuride hindade arengukõvera alusel. Samal ajal peaks ÜTHI-inflatsioon (v.a toiduained ja energia) lähiaastatel aegamisi kiirenema, arvestades et tööturutingimuste paranemine ja majanduse loiduse taandumine toovad kaasa palgatõusu ja kasumimarginaalide kasvu. Ühtlasi peaksid ÜTHI-inflatsiooni (v.a toiduained ja energia) hoogustumist toetama euro varasema ulatusliku odavnemise viitajaga mõju ning energia ja muu toorme (v.a energia) hindade eeldatava tõusu kaudne toime ja nende hindade varasema langusega kaasnenud negatiivse surve taandumine.

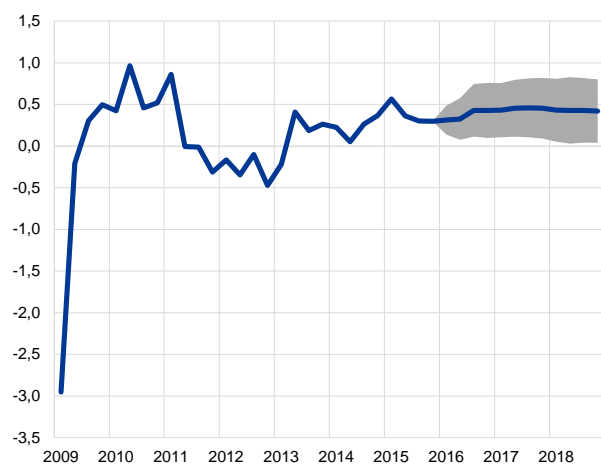
## Joonis 1.

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

(kvartalilandmed)

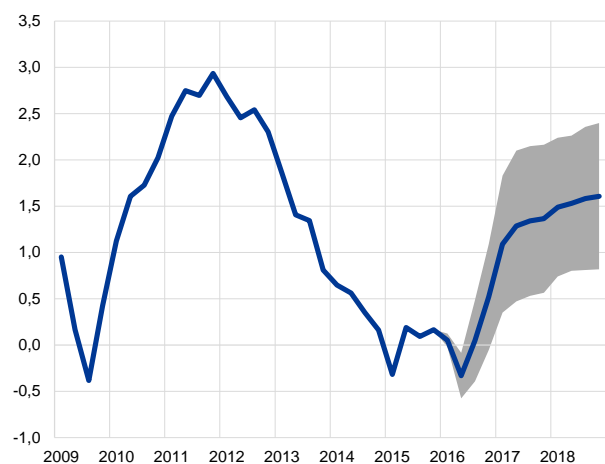
#### Euroala reaalne SKP<sup>2)</sup>

(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.

## 2 Reaalmajandus

**Euroala majandusaktiivsuse elavnemine peaks edaspidi jätkuma, ehkki varasemate prognoosidega võrreldes veidi aeglasemas tempos.** SKP reaalkasv püsis 2015. aasta viimases kvartalis mõõdukas, kiirenedes eelnenud kvartaliga võrreldes 0,3%. Tarbijate ja ettevõtete kindlustunde näitajad on viimasel ajal halvenenud, kuid lubavad siiski eeldada aktiivsuse edasist tagasihoidlikku kasvu 2016. aasta esimesel poolel.

**Erasektori tarbimiskulutused peaksid 2016. aastal madala naftahinna mõjul jõuliselt suurenema.** Naftahind USA dollarites peaks olema 2016. aastal keskmiselt 34,9 USA dollarit barreli kohta, mis on 2015. aasta detsembri ettevaates prognoositust 33% madalam (vt infokast 1). Nominaalne kasutatav tulu peaks ettevaateperioodil suurenema, sest seda toetavad tööhõive püsiv suurenemine ja

töötaja kohta makstava nominaalse hüvitise kiirem kasv. Positiivset mõju peaksid avaldama ka eraisikute muud sissetulekud. Reaalse kasutatava tulu kasv 2017. aastal tõenäoliselt aeglustub, kuna energiahindade inflatsioon eelduste kohaselt hoogustub. Eratarbimist peaksid kogu ettevaateperioodi jooksul toetama väikesed rahastamiskulud ja kodumajapidamiste netovara mõõdukas kasv, ning neid võimendab veelgi EKP hiljutine rahapoliitiliste meetmete pakett. Kokkuvõttes peaks eratarbimise aastakasv kiirenema 1,6%lt 2015. aastal 1,9%le 2016. aastal. Aastatel 2017 ja 2018 peaks kasv olema vastavalt 1,8% ja 1,6%.

## Infokast 1

Tehnilised eeldused intressimäärade, vahetuskursside ja toormehindade kohta

**2015. aasta detsembris avaldatud ettevaatega võrreldes hõlmavad tehniliste eelduste peamised muutused märkimisväärselt madalamaid naftahindu USA dollarites, euro efektiivse vahetuskursi 5% tõusu ning madalamaid lühi- ja pikaajalisi turuintressimäärasid.**

Tehnilised eeldused

	Märts 2016				Detsember 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Kolme kuu EURIBOR (protsendina aasta kohta)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
10-aastase tähtajaga riigivõlakirjade tulusus (protsendina aasta kohta)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Naftahind (USD barreli kohta)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Muu toorme (v.a energia) hinnad (USD; aastane muutus protsentides)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
USD/EUR vahetuskurss	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Euro nominaalne efektiivne vahetuskurss (EER38) (aastane muutus protsentides)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

**Tehnilised eeldused intressimäärade ja toormehindade kohta põhinevad turgude ootustel seisuga 15. veebruar 2016.** Lühiajalisi intressimäärasid mõõdetakse kolme kuu EURIBORina ja turgude ootused tuletatakse futuurilepingute intressimääradest. Selle meetodi kohaselt on

lühiajaliste intressimäärade keskmine tase 2016. ja 2017. aastal  $-0,3\%$  ning 2018. aastal  $-0,2\%$ . Turgude ootuste järgi peaks riikide kümneaastase tähtajaga võlakirjade nominaalne intressimäär euroalal olema 2016. aastal keskmiselt  $1,2\%$ , 2017. aastal  $1,4\%$  ning 2018. aastal  $1,7\%^2$ .

Kajastades forvardtehingute turu intressimäärade arengut ning rahaturu intressimäärade muudatuste järkjärgulist ülekandumist laenuintressimääradesse, peaksid euroala mittefinantsteenuseid pakkuvale erasektorile antavate laenude intressimäärad 2016. aastal veidi

<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 arvatud 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.

langema, püsima 2017. aastal üldjoontes muutumatuna ning 2018. aastal veidi tõusma. Seoses toormehindadega eeldatakse 15. veebruaril lõppenud kahenädalase perioodi jooksul toimunud futuuriturgude arengu põhjal, et Brenti toornafta barreli hind langeb 52,5 USA dollarilt 2015. aastal 34,9 USA dollarini 2016. aastal ning tõuseb siis 41,2 USA dollarini 2017. aastal ja 44,9 USA dollarini 2018. aastal. Seega on 2016. ja 2017. aastaks prognoositavad hinnad vastavalt 17 ja 16 USA dollari võrra madalamad, kui eeldati 2015. aasta detsembri ettevaates. Muu toorme (v.a energia) hinnad USA dollarites peaksid eelduste kohaselt 2016. aastal tunduvalt langema ning 2017. ja 2018. aastal mõnevõrra tõusma.<sup>3</sup> Kahepoolsed vahetuskursid püsivad ettevaateperioodil tõenäoliselt muutumatuna 15. veebruarile eelnenud kahe nädala keskmisel tasemel. Seega on USA dollari ja euro vahetuskurs 2016. aastal arvatavasti 1,11 ning 2017. ja 2018. aastal 1,12 (2015. aasta detsembri ettevaates 1,09). Euro efektiivne vahetuskurs (mõõdetuna 38 tähtsaima kaubanduspartneri vääringu suhtes) peaks ettevaateperioodil tõusma 5%.

---

### **Kodumajapidamiste säästumäära arengut peaks valdavalt kujundama tarbimise tasakaalustumine seoses naftahinna muutustega.**

Säästumäär 2016. aastal tõenäoliselt suureneb, kajastades asjaolu, et naftahinna muutustest tuleneva reaalse tulude kasvu mõju hakkab järk-järgult üle kanduma tarbimiskulutustele. 2017. aastal peaks see mõju osaliselt taanduma ning ülejäänud ettevaateperioodil püsib säästumäär arvatavasti muutumatuna. Üldjoontes stabiilse säästumäära taustal kajastuvad lahknevad arengusuunad euroala riikides. Mõnes riigis säilib säästmisele tõenäoliselt teatud tõususurve seoses püsivalt suure tööpuuduse ja koguvõla kõrge tasemega ning mõjuga, mida väga madalad intressimäärad avaldavad pensionitega seotud säästudele. Teistes riikides aga peaksid säästumäära valdavalt mõjutama langussurvegurid. Esiteks peaksid tööpuuduse järkjärgulise vähenemise tulemusel kahanema tagavarasäästud, võimaldades kodumajapidamistel teha suuremaid oste, mida seni on edasi lükatud. Teiseks ei mõju säästmisele perioodidevahelise asendusefekti tõttu kuigi soodsalt väga vähene intressitulu.

### **Seni väga loiid eluasemeinvesteeringud euroalal tõenäoliselt hoogustuvad.**

Eluasemeinvesteeringute elavnemist peaksid toetama reaalse kasutatava tulu jätkuv kasv ja hüpoteeklaenude väga madalad intressimäärad. Samuti näib, et mitme riigi eluasemeturul on lõpule jõudnud kohandumisprotsess ning eluasemehindade väljavaade on paranenud. Paljudes riikides takistab elamuehitusse tehtavate investeeringute jõulist suurenemist tõenäoliselt siiski kodumajapidamiste suur võlakoormus. Arvestades et eluasemeinvesteeringute oodatav elavnemine jääb tagasihoidlikuks, peaks nende maht 2018. aastal olema ligikaudu 20% väiksem kui 2007. aasta rekordiliselt kõrge näitaja.

**Ettevõtlusinvesteeringud tõenäoliselt veidi hoogustuvad.** Lähiajal peaksid ettevõtlusinvesteeringute väljavaadet negatiivselt mõjutama hiljutine volatiilsus

---

<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 esimese kvartalini ning arenevad seejärel kooskõlas üleilmse majandustegevusega.

finantsturgudel ja majanduskasvu aeglustumine arenevates riikides. Aja jooksul peaksid investeeringuid siiski toetama mitu tegurit. Kapitalikulutustele mõjuvad soodsalt rahapoliitika väga toetav kurss, nõudluse prognoositavast kasvust tulenev kiirendav mõju, kapitalivarude uuendamise vajadus pärast investeeringute tagasihoidlikku taset mitme aasta jooksul, mõnes riigis võetavad ekspansiivsed eelarvemeetmed ning kasumi hinnalisa paranemine juba niigi hea likviidsusega mittefinantsettevõtete sektoris. Peale selle peaks vaatlusperioodil ettevõtlusinvesteeringuid varasemast vähem piirama euroalal ettevõtete finantsvõimenduse vähendamisega kaasnev üldine surve. Võla ja omakapitali suhe on finantskriisi ajal täheldatud rekordiliselt kõrge tasemega võrreldes tööpooldest märkimisväärselt alanenud ning püsib nüüd pikaajalisest keskmisest tasemest tunduvalt allpool. Ettevõtlusinvesteeringute elavnemist hoiavad siiski jätkuvalt tagasi finantskeskkonnaga seotud kitsaskohad ja suur võlakoormus mõnes riigis ning samuti ootused, et kogutoodangu potentsiaalne kasv kujuneb senisest loiumaks.

**Euroalavälise ekspordi kasvu toetavad tõenäoliselt euroala välisnõudluse oodatav elavnemine (vt infokast 2) ning euro varasema odavnemise viitajaga mõju.** Euroalavälise ekspordi kasv peaks hiljutise aeglustumise järel 2016. aasta jooksul aegamisi elavnema ja edaspidi veelgi hoogustuma, kujunedes välisnõudluse oodatavast kasvust veidi kiiremaks. Eksporditurgude osakaal ettevaateperioodil tõenäoliselt mõnevõrra suureneb seoses konkurentsivõime varasema paranemise hilinenud mõjuga. Euroalavälise impordi kasvu hoogustab eeldatavasti sisenõudlus ning see peaks püsima veidi kiirem kui euroalavälise ekspordi kasv. Seega peaks jooksevkonto ülejääk vähenema 3,0%lt SKPst 2015. ja 2016. aastal 2,5%le SKPst 2018. aastal.

**Üldjoontes peaks SKP reaalkasv kiirenema 2016. aastal 1,4%, 2017. aastal 1,7% ja 2018. aastal 1,8%.**

## Infokast 2

Rahvusvaheline keskkond

---

**Nii arenenud kui ka arenevates riikides on areng osutunud aeglasemaks, kui 2015. aasta lõpus oodati. See kinnitab, et maailmamajanduse kasvutempo püsib loid.** Pärast kasvuhoo pidurdumist aastalõpu paiku peaks üleilmne majandusaktiivsus hakkama aegamisi mõõdukalt elavnema, saades toetust püsivalt elujõulistest kasvuväljavaadetest enamikus arenenud majandusega riikides ning mõnes suures areneva majandusega riigis täheldatud sügava madalseisu oodatavast järkjärgulisest leevenemisest. Arenenud riikide väljavaadetele peaksid positiivselt mõjuma soodsad rahastamistingimused ja tööturu olukorra paranemine. Headele kasvuväljavaadetele võib osutada ka tarbijate suur kindlustunne mõnes olulises arenenud majandusega riigis. Seevastu arenevatel turgudel on keskpika aja väljavaade endiselt ebakindlam. Toormeeksportijad seisavad silmitsi Hiina majanduskasvu aeglustumisega ja selle negatiivsete tagajärgedega teistes areneva majandusega riikides (eelkõige Aasias) ning peavad ühtlasi jätkama makromajanduslikku kohandumist toimetulekuks madalamate toormehindadega. Need riigid kogevad ka rangemaid välisrahastamistingimusi, mille on tinginud Ameerika Ühendriikide rahapoliitika normaliseerumine ning poliitilise ebakindluse ja geopoliitiliste pingete kasv.

## Maailmakaubanduse näitajad on hiljuti pettumust valmistanud ning peaksid

ettevaateperioodil üksnes aegamisi paranema. Üleilmse impordi ja euroala välisnõudluse profiilid peaksid võrdluses üleilmse SKPga jääma ettevaateperioodil üsna tagasihoidlikuks. Euroala välisnõudluse kasv peaks kiirenema 0,4%lt 2015. aastal 2,2%le 2016. aastal, 3,8%le 2017. aastal ja 4,1%le 2018. aastal. Seejuures jäävad ajavahemiku 1999-2007 keskmised aastased kasvumäärad ligikaudu 7,7% tasemele.

## Rahvusvaheline keskkond

(aastane muutus protsentides)

	Märts 2016				Detsember 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
SKP reaalkasv (v.a euroala)	3,1	3,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,9
Maailmakaubandus (v.a euroala) <sup>1)</sup>	0,7	2,2	3,8	4,1	0,5	2,9	3,8
Euroala välisnõudlus <sup>2)</sup>	0,4	2,2	3,8	4,1	-0,1	2,7	3,8

1) Arvutatakse impordi kaalutud keskmisena.

2) Arvutatakse euroala kaubanduspartnerite impordi kaalutud keskmisena.

**Detsembris avaldatud ettevaatega võrreldes on üleilmse aktiivsuse näitajat korrigeeritud allapoole, seda eelkõige 2016. aastal.** Ka euroala välisnõudluse 2016. aasta näitajat on märkimisväärselt allapoole korrigeeritud.

**Kuna SKP tegelik kasvumäär peaks eeldatavasti tunduvalt ületama potentsiaalse kogutoodangu kasvumäära, väheneb kogutoodangu lõhe ettevaateperioodi jooksul arvatavasti stabiilselt.** Potentsiaalse kogutoodangu kasv kiireneb ettevaateperioodil arvatavasti veidi ja ületab 1% piiri, kuid jääb siiski kriisieelsest tasemest selgelt aeglasemaks.

**Euroala tööturutingimused peaksid veelgi paranema.** Tööhõive peaks ettevaateperioodil jätkuvalt suurenema, ehkki oodatust veidi aeglasemas tempos, mis valdavalt kajastab majanduse vaoshoitumat elavnemist. Tööhõive tõusu peaksid ettevaateperioodil soodustama mõõdukas palgatase ja varasemad tööturureformid. Tööjõu kasv kujuneb ettevaateperioodil arvatavasti jõuliseks, kajastades jätkuvat pagulaste sissevoolu ja heidutava mõju taandumist. Töötuse määr alanes 2016. aasta jaanuaris 10,3%le ja peaks edaspidi veelgi langema.

**SKP reaalkasvu väljavaadet on 2015. aasta detsembris avaldatud ettevaatega võrreldes allapoole korrigeeritud.** Selles korrigeerimises väljenduvad nii euroala välisnõudluse languse ja euro tugevama vahetuskursi ebasoodne koostoime ekspordi kasvule kui ka finantsturgude suure volatiilsuse ja kehvemate majanduskliima näitajate mõju lühiajalisele väljavaatele. Kokku kaaluvad need ebasoodsad tegurid täiel määral üles soodsa toime, mida sisenõudlusele avaldavad madalam naftahind ja hiljutised täiendavad rahapoliitilised meetmed.

**Eurostati kiirhinnangu kohaselt, mis avaldati pärast 15. veebruari 2016 (selle kuupäeva seisuga andmeid kasutati käesoleva ettevaate koostamisel), oli ÜTHI-inflatsioon 2016. aasta veebruaris –0,2%. See on 0,3 protsendipunkti võrra madalam kui 2015. aasta novembris, kajastades langust kõigi põhikomponentide lõikes.** 2016. aasta koguinflatsiooni, mille oodatav keskmine aastanäitaja on 0,1%, peaks jätkuvalt ja märkimisväärselt pärssima ÜTHI energiahindade inflatsiooni ulatuslik negatiivne 0,8 protsendipunkti suurune mõju, mis on seotud naftahinna hiljutise järsu langusega. ÜTHI-inflatsioon (v.a toiduained ja energia) peaks mõnevõrra hoogustuma ja kiirenema 0,8%lt 2015. aastal 1,1%le 2016. aastal, kuid püsima siiski üsna vaoshoitud, pidades silmas madalama naftahinna kaudset mõju, euro efektiivse vahetuskursi hiljutist tõusu ja majanduse jätkuvat loidust.

**ÜTHI-inflatsiooni eeldatava jõulise kiirenemise (2017. aastal 1,3%ni) peamiseks põhjuseks on toormehindadest tulenevad baasefektid.** Pärast seda, kui aastasest võrdlusest jäävad välja nafta- ja energiahindade järsud langused, peaksid positiivsed baasefektid ja toormehindade eeldatav edasine tõus kaasa tooma välise hinnasurve kasvu 2017. aastal.

**Palgakasv on seni püsinud tagasihoidlik, kuid peaks ettevaateperioodil järkjärgult hoogustuma.** Kui siiani on suur tööpuudus ja töövõljakuse aeglane suurenemine palkade kasvu piiranud, siis ettevaateperioodil peaks tööhõive edasine tõus vähendama loidust tööturul. Eelkõige ettevaateperioodi lõpus toetab palgakasvu tõenäoliselt ka inflatsiooni eeldatav kiirenemine. Palkade kasvutempo peaks siiski jääma tagasihoidlikuks, kajastades muu hulgas töövõljakuse endiselt kesist kasvu.

**Kasumimarginaalidele peaksid soodsalt mõjuma majanduse praegune elavnemine ja madalamad naftahinnad.** Sisenõudluse edasine kosumine ja majandussurutise vähenemine, mida järgmisteks aastateks prognoositakse, peaksid parandama ettevõtete hinnakujundusvõimet ja seega ka nende kasumimarginaale. Samuti peaksid kasumimarginaale jätkuvalt toetama 2016. aastal naftahindade langusega kaasnevad ootamatud tulud.

**ÜTHI-inflatsioon peaks 2018. aastal veelgi kiirenema (1,6%ni), kajastades suuremat hinnasurvet euroalal.**

**Detsembri ettevaatega võrreldes on ÜTHI-inflatsiooni väljavaadet (eriti 2016. aasta näitajat) allapoole korrigeeritud.** Valdavalt on allapoole korrigeerimise põhjuseks välise hinnasurve ulatuslik taandumine, mis on eelkõige seotud oodatust palju madalamate naftahindadega ja prognoositust mõnevõrra tugevama euro efektiivse vahetuskursiga. Samuti annab allapoole korrigeerimiseks põhjust varem prognoositust tagasihoidlikum palgakasv.

## Eelarveväljavaade

**Eelarvepoliitika kurss peaks jääma ekspansiivseks kuni 2017. aastani ja muutuma seejärel 2018. aastal neutraalsemaks.** Eelarvepoliitika kurssi mõõdetakse muutusena tsükliliselt kohandatud esmases eelarveseisundis, millest on maha arvatud valitsussektori abi finantssektorile. Kuni 2017. aastani rakendatav ekspansiivne kurss tuleneb eelkõige otseste maksude kärbetest mõnes riigis ja pagulastega seotud kuludest.

**Ettevaateperioodil peaks valitsussektori eelarvepuudujääk stabiliseeruma ligikaudu 2% tasemel SKPst ning võla ja SKP suhtarv peaks mõnevõrra vähenema.** Tsüklilise komponendi ja väiksemate intressimaksete soodne mõju eelarvetasakaalule tasandatakse tõenäoliselt eelarvepoliitika lõdvendamisega, seda eelkõige 2016. aastal. Kuni 2018. aastani peaks valitsussektori võla järkjärgulist vähenemist valdavalt soodustama kasvu-/intressimäärade positiivne vahe majanduse prognoositava taastumise ja eeldatavalt madalate intressimäärade keskkonnas. Väike esmane ülejääk toetab tõenäoliselt samuti võla oodatavat arengut.

**Detsembris avaldatud ettevaatega võrreldes on eelarveväljavaade mõnevõrra kehvem.** Nominaalse SKP aeglasemast kasvust tingituna on valitsussektori eelarvetasakaalu 2015. aasta kohta korrigeeritud mõnevõrra allapoole ning see korrigeerimine kehtib ka 2016. ja 2017. aasta kohta. Võla ja SKP suhtarv peaks ettevaateperioodil olema suurem, kajastades veidi väiksemat esmast ülejääki ja kasvu-/intressimäärade ebasoodsamat vahet eelkõige 2015.–2016. aastal. See tuleneb inflatsiooni ja nominaalse SKP kasvu väljavaate korrigeerimisest allapoole.



**Tabel 1.**

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

(aastane muutus protsentides)

	Märts 2016				Detsember 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Reaalne SKP <sup>1)</sup>	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0–1,8] <sup>2)</sup>	[0,7–2,7] <sup>2)</sup>	[0,6–3,0] <sup>2)</sup>	[1,4–1,6] <sup>2)</sup>	[1,1–2,3] <sup>2)</sup>	[0,9–2,9] <sup>2)</sup>
Eratarbimine	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Valitsussektori tarbimine	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Kapitali kogumahutus põhivarasse	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Eksport <sup>3)</sup>	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Import <sup>3)</sup>	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Tööhõive	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Töötuse määr (% tööjõust)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
ÜTHI	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2–0,4] <sup>2)</sup>	[0,6–2,0] <sup>2)</sup>	[0,8–2,4] <sup>2)</sup>	[0,1–0,1] <sup>2)</sup>	[0,5–1,5] <sup>2)</sup>	[0,9–2,3] <sup>2)</sup>
ÜTHI (v.a energia)	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
ÜTHI (v.a energia ja toiduained)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
ÜTHI (v.a toiduained, energia ja kaudsete maksude muutused) <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Tööjõu ühikukulud	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Hüvitis töötaja kohta	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Tööviljakus	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Valitsussektori eelarve tasakaal (% SKPst)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Struktuurne eelarvetasakaal (% SKPst) <sup>5)</sup>	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Valitsussektori koguvõlg (% SKPst)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Jooksevkonto saldo (% SKPst)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

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 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 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 eelarvepositsiooni 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. Samuti käsitletakse võimalikku mõju, mida järsem sünkroonne majanduslangus arenevates riikides avaldaks majanduskasvule ja inflatsioonile euroalal.

#### **1) Kõrvalekalded naftahinna arengus**

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

Futuuriturgudele tuginevad põhiprognoosi tehnilised eeldused naftahinna arengu suhtes viitavad, et naftahind tõuseb 2016. aasta esimesest kvartalist kuni 2018. aasta neljanda kvartalini 40%. Alternatiivsed mudelid<sup>4</sup>, mida EKP eksperdid kasutasid naftahindade prognoosimiseks ettevaateperioodil, osutavad praegu tehniliste eeldustega võrreldes kõrgemale naftahinnale sellel perioodil. See oleks kooskõlas kas üleilmse naftanõudluse ulatuslikuma taastumisega keskpika aja jooksul või naftasektorisse tehtavate investeeringute vähenemisest tingitud naftapakkumise kokkutõmbumisega ning sellest tuleneva naftatootmise kahanemisega mõnes riigis naftahinna hiljutise languse taustal. Kui realiseerub alternatiivne arengusuund, mille järgi naftahind on 2018. aastaks 11,6% põhistsenaariumis eeldatust kõrgem, pärsib see veidi SKP reaalkasvu ning kiirendab mõnevõrra ÜTHI-inflatsiooni (ligikaudu 0,1–0,2 protsendipunkti võrra aastatel 2016, 2017 ja 2018).

#### **2) Kõrvalekalded vahetuskursi arengus**

#### **Käesolev tundlikkusanalüüs hõlmab euro vahetuskursi kahte erandlikku arengueeldust.**

Esimene on tuletatud 25 protsentiliga jaotusest, mis on saadud EUR/USD vahetuskursi optioonidest tuletatud riskineutraalsetest tihedustest seisuga 15. veebruar 2016. Selle prognoosi järgi odavneb euro USA dollari suhtes järk-järgult ja EUR/USD vahetuskurs on 2018. aastal 1,00, mis on põhistsenaariumis eeldatud kursist 10,8% madalam. Teine arengueeldus on tuletatud 75 protsentiliga samast jaotusest ja selle järgi kallineb euro USA dollari suhtes järk-järgult ning EUR/USD vahetuskurs on 2018. aastal 1,24, mis on põhistsenaariumis eeldatud kursist 11,2% kõrgem. Euro nominaalset efektiivset vahetuskurssi puudutavad eeldused kajastavad varasemate perioodide seaduspärasest arengust, mille kohaselt EUR/USD vahetuskursi muutused viitavad muutustele efektiivses vahetuskursis elastsusega 52% ümber. Odavnemise korral kaldub euro efektiivse vahetuskursi muutus selle eelduse tulemusel vähehaaval kõrvale põhistsenaariumi arengust ja on 2018. aastal viimasest 5,8% madalam. Niisuguse stsenaariumi puhul osutavad eurosüsteemi ekspertide mitme makromajandusliku mudeli kohaselt saadud keskmised tulemused

---

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

0,1–0,3 protsendipunkti võrra kiiremale SKP reaalkasvule ja 0,1–0,4 protsendipunkti võrra kõrgemale ÜTHI-inflatsioonimäärale 2016., 2017. ja 2018. aastal. Kallinemise korral on aga euro efektiivse vahetuskursi muutuse kõrvalekalle selle eelduse tulemusel 2018. aastal 5,5% põhistsenaariumist kõrgem. Niisuguse stsenaariumi puhul osutavad eurosüsteemi ekspertide mitme makromajandusliku mudeli kohaselt saadud keskmised tulemused 0,1–0,3 protsendipunkti võrra aeglasemale SKP reaalkasvule ja 0,1–0,4 protsendipunkti võrra madalamale ÜTHI-inflatsioonimäärale 2016., 2017. ja 2018. aastal.

### 3) Arenevate riikide sünkroonse majanduslanguse stsenaarium

**Arenevate riikide majanduskasvu väljavaade on viimastel kuudel halvenenud ja maailmamajanduse kasvu väljavaadet ohustavad langusriskid süvenenud.** Põhistsenaariumis eeldatakse siiski, et ettevaateperioodil arenevate riikide majandustegevus järk-järgult vähesel määral taastub. Eespool öeldut arvestades on koostatud stsenaarium, milles analüüsitakse arenevate riikide järsema sünkroonse majanduslanguse mõju euroala SKP reaalkasvule ja ÜTHI-inflatsioonile.

**Stsenaariumis eeldatakse, et languse põhjustab Hiina n-ö raske maandumine, kui finantsstabiilsust ohustavad riskid realiseeruvad ning kapitali väljavool kahjustab Hiina tarbijate ja ettevõtete kindlustunnet.** Hiina „raske maandumise” stsenaarium nähakse ette sisemaise tasakaalustamatuse suurenemist ja investeringute vähenemist, mis kergitab tööpuudust. Samuti aeglustuks Hiinas märkimisväärselt eratarbimise kasv. Halvenevad rahastamistingimused ja kehvem väljavaade kanduvad stsenaariumi kohaselt otsese kaubanduskanali kaudu ja üleilmse ebakindluse eeldatava tõusu teel edasi teistesse arenevatesse riikidesse. Selles stsenaariumis väljendatakse üleilmset ebakindlust volatiilsusindeksi (VIX)<sup>5</sup> ajutise 10 protsendipunkti suuruse tõusuna ning eeldatakse, et tõusu mõju ettevaateperioodil taandub. Aktsiahindade oodatav langus Hiinas alandab ettevaate kohaselt ka üleilmseid aktsiahindu. Arenevate riikide kiirem majanduslangus osutab mudeli kohaselt madalamatele toormehindadele ettevaateperioodil. Ühtlasi eeldatakse, et Hiina valitsus maandab „raske maandumise” mõju, lubades jüaanil odavneeda. Mõjude ülekandumise tulemusel odavnevad stsenaariumi kohaselt ka teiste arenevate riikide vääringud. See omakorda tugevdab USA dollari, Jaapani jeeni ja euro nominaalset efektiivset vahetuskurssi. Nende vääringute kallinemine mõjuks aga negatiivselt Ameerika Ühendriikide, Jaapani ja euroala ekspordisektoritele, suurendades eelkõige madalamate impordihindade tõttu neis piirkondades veelgi langussurvet inflatsioonile.

---

<sup>5</sup> VIX mõõdab aktsiaindeksi S&P 500 optsoonihindade eeldatavat volatiilsust. Seda arvutab Chicago optsoonibörs (Chicago Board Options Exchange).

## Stsenaariumi põhieeldused

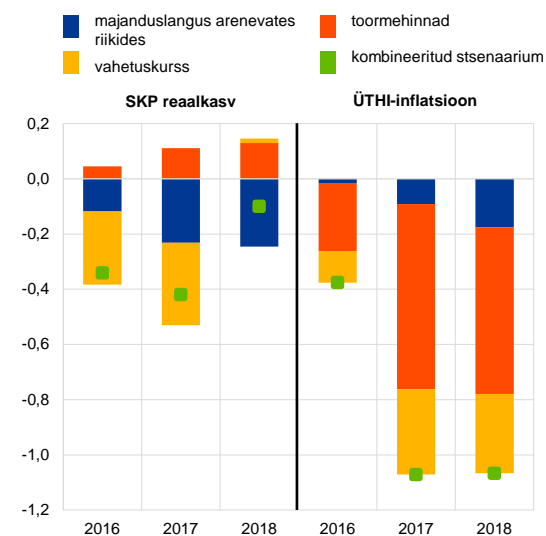
	2016	2017	2018
Hiina sisenõudlus	-2,3	-4,7	-3,0
Üleilmsed aktsiaturud	-20,0	-20,0	-20,0
Hiina jüaani ja arenevate riikide vääringute odavnemine arenenud riikide vääringute suhtes	-5,0	-10,0	-10,0
Euro nominaalne efektiivne vahetuskurs	1,1	2,8	2,8
Naftahind (USD barreli kohta)	-8,8	-26,0	-37,8

Allikas: EKP eksperdid.

Märkus: Andmed on arvatatud protsentuaalse kõrvalekaladena põhistsenaariumi tasemest. Hiina sisenõudluse puhul on andmed esitatud protsendipunktides kõrvalekaladena põhistsenaariumi kasvumäärast. Hiina aktsiaindeks alaneb põhistsenaariumi tasemega võrreldes 40%.

## Mõju euroala SKP reaalkasvule ja ÜTHI-inflatsioonile

(kõrvalekalle põhistsenaariumist; protsendipunktides)



Allikas: EKP eksperdid.

Märkus: Stsenaariumites kasutatakse erinevaid mudeleid. Rahapoliitika on eelduste kohaselt eksogeenne.

## Selle stsenaariumi kohaselt on nii euroala SKP reaalkasv kui ka ÜTHI-inflatsioon põhistsenaariumist aeglasemad. EKP

ekspertide erinevad makromajanduslikud mudelid näitavad, et arenevate riikide majandustegevuse aeglustumine põhjustaks euroala välisõudluse langust, pärssides seega ka euroala SKP reaalkasvu ja ÜTHI-inflatsiooni nii 2017. kui ka 2018. aastal. Arenevate riikide majanduslangusest tingitud madalam nafta- ja muu toorme (v.a nafta) hind ergutaks euroala majandustegevust, sest kodumajapidamiste reaalne tulu suureneks ja ettevõtete kasumid kasvaksid. Samal ajal avaldaksid madalamad toormehinnad tugevat langussurvet euroala ÜTHI-inflatsioonile. Kokkuvõttes võimendaks euro vahetuskursi tugevnemine jüaani ja teiste arenevate riikide vääringute suhtes langussurvet euroala majandustegevusele ja hindadele veelgi. Seega tooks Hiinast alguse saav arenevate riikide sünkroonne majanduslangus kaasa nii euroala SKP reaalkasvu kui ka ÜTHI-inflatsiooni ettevaatega seotud märkimisväärsed langusriskid.

## Infokast 4

### 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 allpool). Nagu tabelis näha, osutab enamik teiste institutsioonide kättesaadavatest prognoosidest EKP ekspertide märtsikuu ettevaatega võrreldes kiiremale SKP reaalkasvule ja hoogsamale inflatsioonile 2016. aastal. Nende 2017. ja 2018. aasta prognoosid on sarnased EKP ettevaatega ning ka väärtusvahemikud (tabelis sulgudes) kattuvad.

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

(aastane muutus protsentides)

	Avaldamisaeg	SKP kasv			ÜTHI-inflatsioon		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
EKP ekspertide ettevaade	märts 2016	1,4 [1,0-1,8]	1,7 [0,7-2,7]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [-0,2-0,4]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,8-2,4]
Euroopa Komisjon	veebruär 2016	1,7	1,9	–	0,5	1,5	–
OECD	veebr 2016 / nov 2015	1,4	1,7	–	0,9	1,3	–
Euro Zone Barometer	veebruär 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	veebruär 2016	1,6	1,7	–	0,5	1,5	–
Survey of Professional Forecasters	jaanuar 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
IMF	jaan 2016 / okt 2015	1,7	1,7	–	1,0	1,3	–

Allikad: Euroopa Komisjoni Euroopa majandusprognoos (talv 2016); IMFi World Economic Outlook Update (jaanuar 2016, SKP kasv); IMFi World Economic Outlook (oktoober 2015, ÜTHI-inflatsioon); OECD Economic Outlook Update (veebruär 2016, SKP); OECD Economic Outlook (november 2015, ÜTHI-inflatsioon); Consensus Economics Forecasts, MJEconomics ja EKP Survey of Professional Forecasters.

Märkus: Euroüsteemi 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, 2016

Postiaadress 60640 Frankfurt am Main, Germany  
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 algallikale.