



EUROOPA KESKPANK

EUROSÜSTEEM

Majandusülevaade

8 / 2022



Sisukord

Majandusareng	2
Ülevaade	2
1 Välikeskond	8
2 Majandusaktiivsus	15
3 Hinnad ja kulud	22
4 Finantsturu areng	30
5 Rahastamistingimused ja laenupakkumise areng	36
6 Eelarve areng	44
Infokastid	48
1 Inflatsioonimuutused euroalal ja USAs	48
2 Horvaatia võtab kasutusele euro	55
3 Kõrgemate energiahindade mõju teenuste ja kaupade tarbimisele euroalal	61
4 Euroala riikide palgadünaamika alates pandeemia algusest	65
5 Ettevõtete juurdepääs rahastamisvõimalustele ja majandustsükkel küsitlusandmete põhjal	70
6 Likviidsuskeskkond ja rahapoliitilised operatsioonid 2022. aasta 27. juulist kuni 1. novembrini	76
7 Millist teavet annab euroala pankade laenutegevuse küsitlus laenude edasise arengu kohta?	83
8 Euroala riikide 2023. aasta eelarvekavade mõju eelarvepoliitikale	91
Statistika	95

Majandusareng

Ülevaade

EKP nõukogu otsustas 15. detsembril 2022 tõsta kolme EKP baasintressimäära 50 baaspunkti võrra. Märkimisväärselt ülespoole korrigeeritud inflatsiooniväljavaatest lähtudes teeb nõukogu seda edaspidi eeldatavalt veelgi. Eelkõige leiab EKP nõukogu, et intressimäärad peavad stabiilses tempos veelgi oluliselt tõusma, jõudmaks piisavalt piirava tasemeni, mis tagab, et inflatsioon naaseb aegsasti keskpika aja eesmärgiks seatud 2% juurde. Intressimäärade hoidmine piiraval tasemel aeglustab aja jooksul inflatsiooni, vähendades nõudlust, ning hoiab ära ka inflatsiooniootuste pideva tõusu ohu. Nõukogu edasised intressimääraotsused on jätkuvalt andmepõhised ja neid tehakse igal istungil lähtuvalt olukorrast.

EKP baasintressimäärad on EKP nõukogu peamine vahend rahapoliitika kursi kujundamisel. EKP nõukogu arutas detsembri istungil ka eurosüsteemi rahapoliitilistel eesmärkidel hoitavate väärtpaberipositsioonide normaliseerimise põhimõtteid. Alates 2023. aasta märtsi algusest hakkab varaostukava portfelli maht mõõdukas ja prognoositavas tempos vähenema, kuna eurosüsteem ei reinvesteeri kõiki aegumistähtajani jõudnud, väärtpaberitelt laekuvaid põhiosa tagasimakseid. Vähenemine ulatub keskmiselt 15 miljardi euroni kuus kuni 2023. aasta teise kvartali lõpuni ja selle edasine ulatus määratakse kindlaks aja jooksul.

2023. aasta veebruarikuisel istungil teeb EKP nõukogu teatavaks varaostukava varade vähendamise üksikasjalikud parameetrid. EKP nõukogu hindab varaostukava portfelli vähendamise ulatust korrapäraselt, et tagada selle jätkuv vastavus rahapoliitika üldisele strateegiale ja kursile ning säilitada turu toimimine ja kindel kontroll lühiajaliste rahaturutingimuste üle. 2023. aasta lõpuks vaatab nõukogu läbi ka lühiajaliste intressimäärade juhtimise tegevusraamistiku, mis annab asjakohast teavet bilansi normaliseerimise protsessi lõppeesmärkide kohta.

EKP nõukogu otsustas oma 2022. aasta detsembri istungil baasintressimäärasid tõsta ja teeb seda eelduste kohaselt märkimisväärselt veelgi, sest inflatsioon on endiselt liiga kiire ja ületab seatud eesmärki tõenäoliselt liialt pika aja jooksul. Eurostati kiirhinnangu kohaselt oli inflatsioonimäär novembris 10,0%, mis on veidi madalam kui oktoobris registreeritud 10,6%. Langus tulenes peamiselt energiahindade aeglasemast inflatsioonist. Toiduainehindade inflatsioon ja hinnasurve kogu majanduses on tugevnenud ning jäävad mõneks ajaks püsima. Tavalt suure ebakindluse keskkonnas on eurosüsteemi eksperdid oma inflatsiooniprognose märkimisväärselt ülespoole korrigeerinud. Nende prognooside kohaselt peaks keskmine inflatsioon ulatuma 2022. aastal 8,4%ni ning aeglustuma siis 2023. aastal 6,3%le, kusjuures aasta jooksul peaks inflatsioonimäär märkimisväärselt alanema. 2024. ja 2025. aastal peaks keskmine inflatsioon olema vastavalt 3,4% ja 2,3%. Inflatsioon (v.a energia ja toiduained) peaks olema 2022. aastal keskmiselt 3,9% ja hoogustuma 2023. aastal 4,2%ni ning aeglustuma siis 2024. aastal 2,8%ni ja 2025. aastal 2,4%ni.

2022. aasta neljanda kvartali ja 2023. aasta esimese kvartali jooksul võib euroala majandus energiakriisi, suure ebakindluse, üleilmse majandusaktiivsuse raugemise ja rahastamistingimuste karmistumise tõttu aeglustuda. Eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajandusliku ettevaate kohaselt peaks majanduslangus olema suhteliselt lühiajaline ja leebe. 2023. aastal peaks kasv siiski olema tagasihoidlik ning seda on võrreldes EKP ekspertide 2022. aasta septembri ettevaatega märkimisväärselt allapoole korrigeeritud. Edaspidi peaks kasv praeguste ebasoodsate tegurite taandudes hoogustuma. 2022. aasta detsembri ettevaate kohaselt peaks majandus kasvama 2022. aastal 3,4%, 2023. aastal 0,5%, 2024. aastal 1,9% ja 2025. aastal 1,8%.

Majandusaktiivsus

Maailmamajanduse väljavaade on süvenenud geopoliitilise ebakindluse, suure ja üha kiireneva inflatsiooni ning rangete rahastamistingimuste tõttu halvenenud. 2022. aasta detsembri makromajandusliku ettevaate kohaselt peaks üleilmne (v.a euroala) SKP reaalkasv aeglustuma 2023. aastal 2,6%ni, jäädes alla pikaajalisele keskmisele. Seejärel peaks kasv vähehaaval taastuma ning jõudma 2024. aastal 3,1%ni ja 2025. aastal 3,3%ni. See väljavaade on 2022. aasta septembri ettevaates kirjeldatust nigelam. Võrreldes 2022. aasta septembri ettevaatega on halvenenud ka maailmakaubanduse ja euroala välisnõudluse väljavaade. Üleilmne hinnasurve püsib ulatuslik ja tugev, kuna nõudlus on endiselt suhteliselt suur, tööturu olukord pingeline ja toiduainehinnad kõrged. Toormeturgude stabiliseerudes ja kasvu aeglustudes peaks see siiski vähenema. Arvestades suurt ebakindlust, on põhiprognoosi ohustavatest riskidest üleilmse kasvu puhul ülekaalus langusriskid ja üleilmse hinnasurve puhul tõusuriskid.

Majanduskasv aeglustus euroalal kolmandas kvartalis 0,3%ni. Kiire inflatsioon ja karmistuvad rahastamistingimused vähendavad kulutusi ja tootmist, kahandades kodumajapidamiste reaalselt tulu ning suurendades ettevõtete kulusid. Ka maailmamajandus aeglustub, kuna geopoliitiline ebakindlus püsib. Seda põhjustab eelkõige Venemaa põhjendamatu sõda Ukraina ja tema rahva vastu ning üleilmsed rangemad rahastamistingimused. Kaubandustingimuste varasem halvenemine, mis kajastab impordihindade kiiremat kasvu võrreldes ekspordihindadega, avaldab euroala ostujõule jätkuvalt negatiivset mõju.

Rõõmustav on tööhõive 0,3% kasv kolmandas kvartalis ning see, et töötus jõudis oktoobris uue, ajalooliselt madala 6,5% tasemeni. Palgatõus peaks vähenenud ostujõudu mõnevõrra taastama, toetades tarbimist. Majanduse nõrgenedes aga töökohtade loomine tõenäoliselt aeglustub ja töötus võib eelolevates kvartalites suurened.

Euroala väljavaade on mõnevõrra halvenenud: kasv on aeglasem ning inflatsioon kiirem ja püsivam kui 2022. aasta septembri ettevaates eeldatud. Töötajad ootavad aastavahetuse paiku euroalal lühiajalist ja leebe langust. Kuna Ukrainas toimuva sõja majanduslikud tagajärjed tekitavad tugevat inflatsioonisurvet, püsib tarbijate ja ettevõtjate kindlustunne vaoshoitud. Tegelik kasutatav tulu väheneb ning süvenev

kulusurve kärbib tootmist, eriti energiamahukates sektorites. Eelarvepoliitilised meetmed peaksid negatiivset majanduslikku järelmõju osaliselt leevendama. Lisaks näitavad maagaasivarude suur maht ning jätkuvad jõupingutused vähendada nõudlust ja asendada Vene gaas alternatiivsete allikatega, et euroala peaks vältima energiaga seotud tootmiskulude lubatud kärbeta vajadust ettevaateperioodi jooksul, ehkki energiatarnete katkestuste riskid püsivad suured, eelkõige 2023.–2024. aasta talvel. Keskmise aja jooksul, kui energiaturg uuesti tasakaalustub, peaks ebakindlus vähenema ja reaalne tulu suurenema. Selle tulemusena peaks majanduskasv taastuma, mida toetab ka tugevnev välisnõudlus ja ülejäänud tarneraskuste taandumine, hoolimata vähem soodsatest rahastamistingimustest. Tööturg peaks jääma eeloleva vähese languse suhtes suhteliselt vastupidavaks, mis annab märku töötajate hoidmisest, kuna tööjõupuudus on endiselt märkimisväärne. Kokkuvõttes peaks SKP aastane keskmine reaalkasv märgatavalt aeglustuma, 2022. aastal 3,4% tasemelt 2023. aastal 0,5%ni, ning seejärel taastuma 2024. aastal 1,9%ni ja 2025. aastal 1,8%ni. Võrreldes 2022. aasta septembri ettevaatega on SKP kasvu väljavaadet 2022. aastaks 0,3 protsendipunkti võrra ülespoole ja 2023. aastaks 0,4 protsendipunkti allapoole korrigeeritud ning 2024. aastaks on see samaks jäetud.

2022. aasta detsembri ettevaate kohaselt peaks euroala eelarvetasakaal 2023. aastal halvenema ning seejärel paranema, samal ajal kui valitsemissektori võlg peaks prognoosi kohaselt kogu ettevaateperioodi jooksul vähenema. Pärast hinnangulist paranemist 2022. aastal (–5,1%lt SKPst 2021. aastal –3,5%le 2022. aastal) peaks eelarvetasakaal 2023. aastal vähenema –3,7%ni. Edasist paranemist eeldatakse 2024. aastal ning vähemal määral 2025. aastal, kui eelarvetasakaal peaks olema –2,6% SKPst. Sellegipoolest on see pandeemiaeelset tasemest (–0,6%) tunduvalt allpool. Pärast järsku tõusu 2020. aastal peaks euroala valitsemissektori koguvõlg ettevaateperioodil vähenema, ulatudes 2025. aastal 88%ni SKPst, mis ületab endiselt pandeemiaeelset taset (84%). Eeldatav vähenemine tuleneb peamiselt soodsatest intressimäära ja kasvu erinevustest tingitud nominaalsest SKP kasvust, mis korvab püsiva, ehkki väheneva esmase puudujäägi.

Eelarvepoliitilised meetmed, mille eesmärk on kaitsta majandust kõrgete energiahindade mõju eest, peaksid olema ajutised, sihipärased ja kohandatud nii, et säiliks stimulid energia tarbimist vähendada. Meetmed, mis nendele põhimõtetele ei vasta, tõenäoliselt suurendavad inflatsioonisurvet, mis eeldab jõulisemat rahapoliitilist reageerimist. ELi majanduse juhtimise raamistiku kohaselt peaks eelarvepoliitika olema suunatud ka sellele, et muuta euroala majandus tootlikumaks ja järk-järgult vähendada kõrget valitsemissektori võlataset. Euroala tarnevõime parandamise poliitika, eriti energiasektoris, võib aidata vähendada hinnasurvet keskmise aja jooksul. Selleks peaksid valitsused kiiresti ellu viima oma investeerimis- ja struktuurireformide kavad taasterahastu „Next Generation EU“ raames. ELi majanduse juhtimise raamistiku reform tuleks kiiresti lõpule viia.

Inflatsioon

Inflatsioon aeglustus novembris 10,0%ni, peamiselt aeglasema energiahindade inflatsiooni tõttu, samal ajal kui teenuste inflatsiooni kasvutempo pidurdus samuti. Toiduainehindade inflatsioon kiirenes veelgi ja jõudis 13,6%ni, kuna suuremad sisendkulud toiduainete tootmises kanti üle tarbijahindadesse. Hinnasurve püsib kõigis sektorites tugev, osaliselt kõrgemate energiahindade mõju tõttu kogu majanduses. Inflatsioon (v.a energia ja toiduained) püsis novembris muutumatuna ja oli 5,0%. Muud alusinflatsiooni näitajad on samuti kõrged.

Inflatsiooni leevendamiseks 2023. aastal kehtestatakse eelarvepoliitilised meetmed kõrgete energiahindade ja inflatsiooni hüvitamiseks kodumajapidamistele, ent nende lõppedes inflatsioon kiireneb. Tarneraskused leevenevad vähehaaval, ehkki nende mõju avaldub ka inflatsioonis, põhjustades eelkõige kaupade hinnatõusu. Sama kehtib pandeemiaga seotud piirangute kaotamise kohta: kuhjunud nõudluse mõju küll nõrgeneb, kuid kergitab ikka veel hindu, eriti teenuste sektoris. Euro odavnemine 2022. aastal jätkub samuti, kandudes üle ka tarbijahindadesse.

Palgakasv kiireneb ning seda toetavad tugev tööturg ja mõningane palkade järelejõudmine, et hüvitada töötajatele kiirem inflatsioon. Kui need tegurid peaksid jääma kehtima, siis paistab, et 2022. aasta detsembri ettevaate kohaselt kasvavad palgad ajaloolisest keskmisest palju tempokamalt ning kiirendavad inflatsiooni ettevaateperioodi ajal. Enamik pikemaajaliste inflatsiooniootuste näitajaid on praegu 2% juures, ehkki mõne näitaja edasine korrigeerimine eesmärgist kõrgemale tasemele annab põhjust neid ka edaspidi hoolikalt jälgida.

Tavatult suurt ebakindlust arvestades on eurosüsteemi eksperdid oma inflatsiooniprognose märkimisväärselt ülespoole korrigeerinud. Inflatsioon peaks aeglustuma 2022. aasta keskmiselt 8,4% tasemelt 2023. aastal 6,3%le ning 2022. aasta viimase kvartali 10%lt 2023. aasta viimases kvartalis 3,6%le. 2024. ja 2025. aastal peaks inflatsioon aeglustuma keskmiselt vastavalt 3,4%ni ja 2,3%ni. Eeldatav inflatsiooni aeglustumine ettevaateperioodil kajastab peamiselt tugevat energiaga seotud negatiivset baasefekti 2023. aasta jooksul, 2021. aasta detsembris alanud EKP rahapoliitika normaliseerumise ja kesisema kasvuväljavaate järkjärgulist mõju, energia- ja toidukaupade hindade eeldatavat langust kooskõlas futuurihindadega ning oletust, et pikemaajalised inflatsiooniootused ei muutu. Koguinflatsioon peaks 2025. aasta teisel poolel langema EKP keskmise aja 2% inflatsioonieesmärgini, samas kui ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) püsib kogu perioodi jooksul 2%st kiirem. See on tingitud kõrgete energiahindade viitajaga kaudsest mõjust ja euro varasemast järsust odavnemisest (hoolimata hiljutisest vähesest kallinemisest), samuti tugevast tööturust ja inflatsiooniootuste mõjust palkadele, mille nominaalne kasvumäär peaks ajaloolise keskmise kaugelt ületama (ehkki reaalne kasvumäär jääb kogu ettevaateperioodi jooksul allapoole Ukrainas toimuva sõja eelset taset). Võrreldes 2022. aasta septembri ettevaatega on koguinflatsiooni märkimisväärselt ülespoole korrigeeritud: 2022. aastaks 0,3 protsendipunkti, 2023. aastaks 0,8 protsendipunkti ja 2024. aastaks 1,1 protsendipunkti. See kajastab hiljutisi üllatavaid andmeid, hinnatõususurve tugevuse ja püsivuse ning ülekandumise ümberhindamist, jõulisemat palgakasvu ja

kõrgemaid toidutoormehindu. Tõusumõju tasakaalustab täielikult langussurve, mis on tingitud nafta, gaasi ja elektri eeldatavast madalamast hinnast, tarneraskuste kiiremast leevenemisest, euro hiljutisest kallinemisest ja kehvemast kasvuväljavaatest. Oluline on märkida, et pärast 2022. aasta septembri ettevaadet vastu võetud uued eelarvepoliitilised meetmed, millest enamiku eesmärk on alandada 2023. aastal energiahindade tõusu, pärsivad 2023. aastal inflatsiooni ülespoole korrigeerimist, ent aitavad märkimisväärselt kaasa ülespoole korrigeerimisele 2024. aastal, mil paljud meetmed aeguvad.

Riskihinnang

Majanduskasvu väljavaadet ohustavad langusriskid, eriti lähiajal. Ukraina-vastane sõda on endiselt majanduse jaoks oluline langusrisk. Ka energia- ja toiduainehinnad võivad jääda pikemaks ajaks oodatust kõrgemaks. Kui maailmamajandus nõrgeneb prognoositust kiiremini, võib see euroala kasvu veelgi pärssida.

Inflatsiooniväljavaadet mõjutavad eelkõige tõusuriskid. Lähiajal võib praegune hinnatõususurve tuua kaasa oodatust suurema jaehindade tõusu energia ja toiduainete puhul. Keskmise aja jooksul tulenevad riskid peamiselt siseteguritest, nagu püsiv inflatsiooniootuste tõus üle EKP 2% eesmärgi või prognoositust kiirem palgakasv. Seevastu energiakulude vähenemine või nõudluse edasine kahanemine leevendaksid hinnasurvet.

Finants- ja rahapoliitilised tingimused

Kui EKP muudab rahapoliitika rangemaks, muutub laenuvõtmine ettevõtete ja kodumajapidamiste jaoks kallimaks. Ettevõtetele antavate pangalaenude maht püsib suur, kuna ettevõtted asendavad võlakirjad pangalaenudega ning kasutavad laene kasvanud tootmis- ja investeerimiskulude rahastamiseks. Kodumajapidamised võtavad vähem laenu, kuna laenutingimused on rangemad, intressimäärad tõusevad, eluasemeturu väljavaated halvenevad ja tarbijate kindlustunne väheneb.

Kooskõlas rahapoliitika strateegiaga hindab EKP nõukogu kaks korda aastas põhjalikult rahapoliitika ja finantsstabiilsuse seost. Finantsstabiilsus on alates viimasest läbivaatusest 2022. aasta juunis halvenenud, kuna majandus on nõrgem ja krediidirisk suurem. Lisaks on riikide haavatavus majanduse kehvemat väljavaadet ja eelarvepositsiooni arvestades suurenenud. Rangemad rahastamistingimused vähendaksid finantshaavatavuse ilmnemist ja kahandaksid äärmuslikke riske inflatsioonile keskmise aja jooksul, mille hinnaks on suurem süsteemse stressi risk ja ulatuslikumad langusriskid kasvule lühikese aja jooksul. Peale selle võivad pangandusväliste finantsasutuste likviidsusvajadused suurendada turu volatiilsust. Samal ajal on euroala pankade kapitaliseeritus hea, mis aitab vähendada rangema rahapoliitika kõrvalmõju finantsstabiilsusele. Makrotasandi usaldatavusjärelevalve poliitika on endiselt esimene kaitseliin finantsstabiilsuse hoidmisel ja keskpikas perspektiivis haavatavuse kõrvaldamisel.

Rahapoliitilised otsused

EKP nõukogu otsustas oma detsembri istungil tõsta kolme EKP baasintressimäära 50 baaspunkti võrra. Märkimisväärselt ülespoole korrigeeritud inflatsiooniväljavaatest lähtudes teeb nõukogu seda edaspidi eeldatavalt veelgi. Nõukogu otsustas kehtestada alates 21. detsembrist 2022 põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäärana 2,50%, laenamise püsivõimaluse intressimäärana 2,75% ning hoiustamise püsivõimaluse intressimäärana 2,00%. EKP nõukogu leiab, et intressimäärad peavad stabiilses tempos veelgi oluliselt tõusma, jõudmaks piisavalt piirava tasemeni, mis tagab, et inflatsioon naaseb aegsasti keskpika aja eesmärgiks seatud 2% juurde. Intressimäärade hoidmine piiraval tasemel aeglustab aja jooksul inflatsiooni, vähendades nõudlust, ning hoiab ära ka inflatsiooniootuste pideva tõusu ohu. Nõukogu edasised intressimääraotsused on jätkuvalt andmepõhised ja neid tehakse igal istungil lähtuvalt olukorrast.

EKP nõukogu kavatseb jätkata varaostukava raames ostetud, aegumistähtajani jõudnud väärtpaberitelt laekuvate põhiosa tagasimaksete täies ulatuses reinvesteermist kuni 2023. aasta veebruari lõpuni. Seejärel hakkab varaostukava portfelli maht mõõdukas ja prognoositavas tempos vähenema, kuna eurosüsteem ei reinvesteeri enam kõiki aegumistähtajani jõudnud väärtpaberitelt laekuvaid põhiosa tagasimakseid. Vähenemine ulatub keskmiselt 15 miljardi euroni kuus kuni 2023. aasta teise kvartali lõpuni ja selle edasine ulatus määratakse kindlaks aja jooksul. Samuti kavatseb EKP nõukogu reinvesteeri pandeemia majandusmõju ohjeldamise erakorralise varaostukava raames ostetud, aegumistähtajani jõudnud väärtpaberitelt laekuvaid põhiosa tagasimakseid vähemalt kuni 2024. aasta lõpuni. Igal juhul kavatsetakse erakorralise varaostukava portfelli edaspidist likvideerimist juhtida, et vältida sekkumist asjakohasesse rahapoliitika kurssi. EKP nõukogu säilitab jätkuvalt paindlikkuse pandeemia majandusmõju ohjeldamise erakorralise varaostukava portfelli raames laekuvate tagasimaksete reinvesteermisel, et leevendada pandeemiast tulenevaid rahapoliitika ülekandemehhanismi ähvardavaid riske.

Samal ajal kui pangad maksavad tagasi suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide kaudu laenatud vahendeid, hindab EKP nõukogu korrapäraselt, kuidas suunatud laenu tehingud toetavad tema rahapoliitika kurssi.

Nõukogu on valmis kõiki rahapoliitilisi instrumente oma volituste piires kohandama, et tagada keskpikas perspektiivis inflatsiooni naasmine 2% tasemele. Loodud on rahapoliitika ülekandemehhanismi kaitse instrument (TPI), et hoida vaos põhjendamatut korrapäratut turudünaamikat, mis kujutab endast tõsist ohtu rahapoliitika ülekandumisele kogu euroalal. See instrument võimaldab EKP nõukogul oma hinnastabiilsuse tagamise eesmärki tõhusamalt täita.

Maailmamajanduse väljavaade on süvenenud geopoliitilise ebakindluse, suure ja üha kiireneva inflatsiooni ning rangete rahastamistingimuste tõttu halvenenud. Eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri euroala makromajandusliku ettevaate kohaselt peaks üleilmne (v.a euroala) SKP reaalkasv aeglustuma 2023. aastal 2,6%ni, jäädes alla pikaajalisele keskmisele. Seejärel peaks kasv vähehaaval taastuma ning jõudma 2024. aastal 3,1%ni ja 2025. aastal 3,3%ni. See väljavaade on EKP ekspertide 2022. aasta septembri euroala makromajanduslikus ettevaates kirjeldatust nigelam. Võrreldes septembri ettevaatega on halvenenud ka maailmakaubanduse ja euroala välisnõudluse väljavaade. Üleilmne hinnasurve püsib ulatuslik ja tugev, kuna nõudlus on endiselt suhteliselt suur, tööturu olukord pingeline ja toiduainehinnad kõrged, ent peaks toormeturgude stabiliseerudes ja kasvu aeglustudes siiski leevenema. Arvestades suurt ebakindlust, on põhiprognoosi ohustavatest riskidest üleilmse kasvu puhul ülekaalus langusriskid ja üleilmse hinnasurve puhul tõusuriskid.

2022. aastal on maailmamajandus pidanud taluma mitmesuguseid šokke, mis on pidurdanud kasvuhoogu ja pärsivad ka edasist väljavaadet. Venemaa sõda

Ukraina vastu häirib ikka veel energia- ja toiduaineturgusid ning energiahinnad püsivad volatiilsed, ehkki on pärast EKP ekspertide 2022. aasta septembri makromajanduslikku ettevaadet langenud. Peale selle suurendab sõda eelkõige tähtsava turumajandusega riikides määramatust toiduga kindlustatuse suhtes. Hiinas pidurdavad majandusaktiivsust ka seni (vähemalt kuni eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajandusliku ettevaate koostamiseni) rakendatud Covid-19 nullstrateegia ja elamuehitussektori surutis. Peamistes arenenud majandusega riikides on majandusaktiivsust 2022. aastal kahandanud vähenev nõudlus ja aasta alguses alanud rahapoliitika karmistamise tsükkel. Pandeemiaga seotud piirangute ja tarneahelahäirete leevenemine alates kevadest koos energiahindade langusega toetas majandustegevust kuni kolmanda kvartalini.

Küsitlusandmete põhjal võib ka aastavahetusel oodata majandusaktiivsuse ulatuslikku kahanemist, eriti arenenud majandusega riikides. Üleilmsed

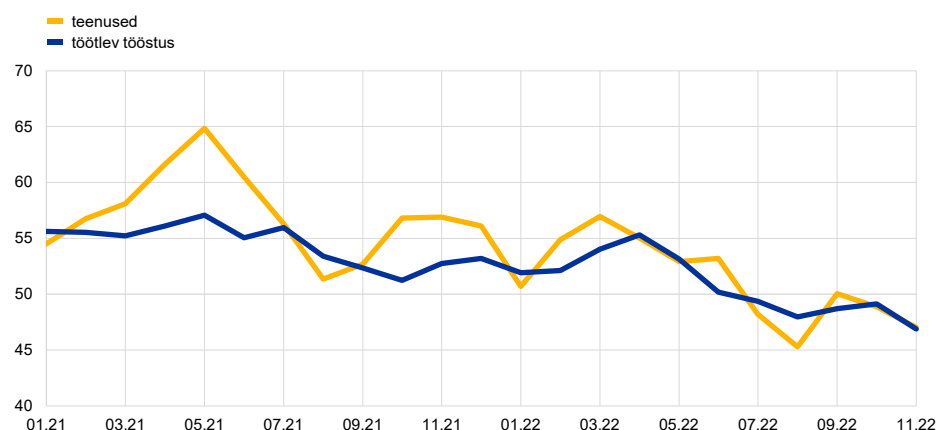
(v.a euroala) ostujuhtide liitindeksid jõudsid juunis tippu, kuid on pärast seda olnud languses. Novembris alanesid nii arenenud majandusega riikides (v.a euroala) kui ka tähtsava turumajandusega riikides ostujuhtude indeksid töötleva tööstuse ja teenuste sektoris veelgi enam allapoole neutraalset läve (joonis 1). 2022. aasta neljandas kvartalis peaks üleilmne (v.a euroala) SKP reaalkasv kahanema kvartaliarvestuses kolmanda kvartali 1,1%lt 0,3%ni, kajastades endiselt tugevat ja püsivat inflatsioonisurvet ning karme rahastamistingimusi, mis võtavad jätkuvalt lõivu kodumajapidamiste kasutatavalt tulult ja pandeemia ajal kogunenud säästudele. Võrreldes septembri ettevaatega on neljanda kvartali majanduskasvu 0,5 protsendipunkti allapoole korrigeeritud, võttes arvesse aeglasemat prognoositavat kasvu nii arenenud kui ka tähtsava turumajandusega riikides.

Joonis 1.

Ostujuhtide toodanguindeks sektorite kaupa tärkava turumajandusega ja arenenud majandusega riikides

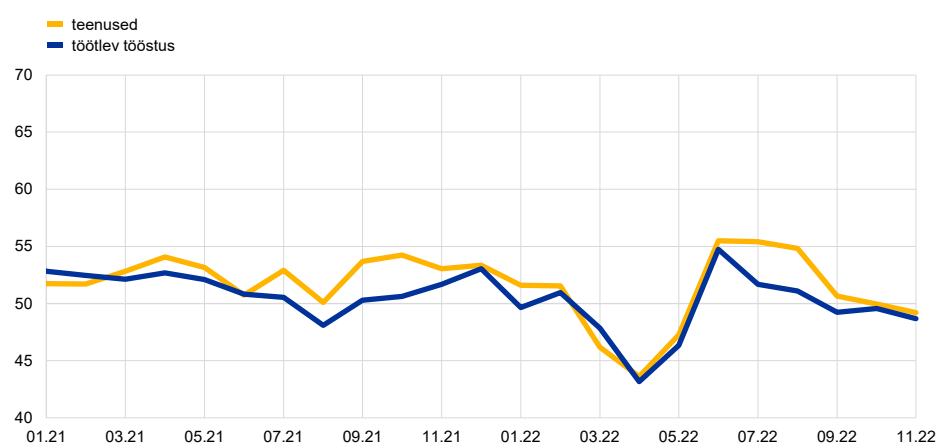
a) Arenenud majandusega riigid (v.a euroala)

(hajuvusindeksid)



b) Tärkava turumajandusega riigid

(hajuvusindeksid)



Allikad: S&P Global ja EKP ekspertide arvutused.
Märkus. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta novembrist.

Üleilmne (v.a euroala) SKP reaalkasv hakkab 2023. aastal ilmselt aeglustuma, kuid taastub 2024. ja 2025. aastal vähehaaval. 2022. aastal aeglustus üleilmne SKP kasv 3,3%ni. 2023. aastal peaks see veelgi aeglustuma ja jõudma 2,6%ni. Selle põhjuseks on märkimisväärne langus arenenud majandusega riikides, sealhulgas USA ja Ühendkuningriigis. Mõned tärkava turumajandusega riigid peaksid praeguste raskustega paremini toime tulema, kuna nende makromajanduslik haavatavus on varasemate rahapoliitika karmistamise tsüklitega võrreldes väiksem. Esmajoones on inflatsioon aeglasem, USA dollarites nomineeritud võla riskid piiratamad ja vahetuskursi kõrvalekalded pisemad. Sellegipoolest on isegi nende riikide seas silmatorkavaid erisusi ja mõnes riigis jääb väljavaade kesiseks – näiteks Hiinas, kus on täheldatud raskusi eluasemesektoris ja kus hiljuti algas uus Covid-19 nakkusjuhtumite puhang. Areneva majandusega riikide kasvuväljavaadet halvendavad aeglasem kasv Ladina-Ameerika riikides ja süvenev majandussurutis Venemaal, hoolimata selle järjekordsest tuntavast ülespoole korrigeerimisest, eriti

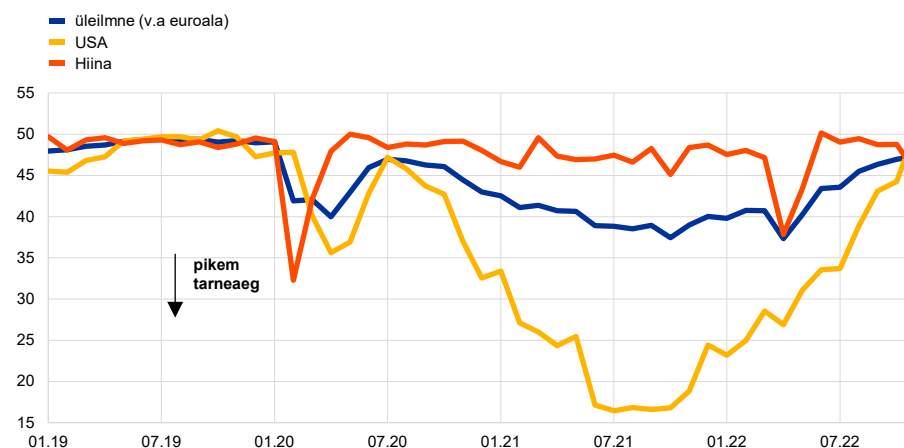
2022. aastaks. Võrreldes EKP ekspertide 2022. aasta septembri makromajandusliku ettevaatega on üleilmset (v.a euroala) SKP reaalkasvu 2022. aastaks korrigeeritud ülespoole (+0,4 protsendipunkti), kuid 2023. ja 2024. aastaks allapoole (vastavalt -0,4 ja -0,3 protsendipunkti).

Arvestades kahanevat tootmistegevust, võib aastavahetusel oodata üleilmse kaubanduse soikumist. Maailmakaubandus püsis 2022. aasta esimesel poolel suhteliselt vastupidav, kuna Venemaa sõjast Ukrainas ja kestvatest tarneraskustest tulenevaid probleeme korvas osaliselt reisimise ja veoteenuste taastumine pärast Covid-19 piirangumeetmete tühistamist. Üleilmse (v.a euroala) kaubanduse kasvuhuog (mõõdetuna kolme kuu muutusena) on alates juulist vaibunud, sest majanduskasv arenenud riikides on kesine. Uusi eksporditellimusi kajastav ostujuhtide üleilmne (v.a euroala) indeks, mis on ajakohasem näitaja maailmakaubanduse kohta, püsis samuti miinuspoolel. Tarneahelapinged jätkavad tasapisi leevenemist, ehkki Covid-19ga seotud arengusuundumused Hiinas võivad kujutada endast langusriski, eriti lähiajal. Novembris paranes üleilmne (v.a euroala) ostujuhtide tarneaegade indeks veelgi, jõudes 47,3ni. Kui USAs ületas see kasvuläve (+50), siis Hiinas kukkus see 48,7lt 45,4ni (joonis 2) peamiselt seetõttu, et Covid-19 uute nakkusjuhtude kasvu tõttu karmistati novembris taas piirangumeetmeid. Olukord püsib siiski ülimalt ebakindel, kuna detsembri alguses hakkasid ametiasutused piirangumeetmeid leevendama ja kaaluvad viirusega võitlemiseks uute meetmete võtmist.

Joonis 2.

Ostujuhtide tarneaegade indeks

(indeks)



Allikad: S&P Global ja EKP ekspertide arvutused.
Märkus. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta novembrist.

Kooskõlas üleilmse majandusaktiivsuse prognoosiga on halvenenud maailmakaubanduse kasvuväljavaade. Üleilmne (v.a euroala) import kasvas 2022. aastal 5,6%, kuid peaks 2023. aastal kahanema 1,9%ni ning 2024. aastal suurenema 3,3%ni, jäädes 2025. aastal stabiilseks. Euroala välisnõudlus on 2022. aastal suurenenud hinnanguliselt 6,0%. 2023. aastaks prognoositakse välisnõudluse kasvu aeglustumist 1,2%ni, arvestades kehva kasvuväljavaadet mõnes euroala oluliseks kaubanduspartneriks olevas riigis. 2024. ja 2025. aastal

peaks välisnõudlus kooskõlas üleilmse impordi arengusuundumustega kasvama ligikaudu 3,0%. Võrreldes EKP ekspertide 2022. aasta septembri makromajandusliku ettevaatega on euroala välisnõudlust 2022. aastaks ülespoole korrigeeritud, arvestades oodatust kiiremat kaubanduse kasvu teises kvartalis mõnes arenenud majandusega riigis ning euroalavälistes Kesk- ja Ida-Euroopa riikides. 2023. ja 2024. aastaks on aga euroala välisnõudlust allapoole korrigeeritud, arvestades majandusaktiivsuse nigelamat kasvu. 2023. aastal korvab seda osaliselt Venemaa kaubanduse parem väljavaade, kuigi Venemaa osakaalu euroala välisnõudluses on tublisti allapoole korrigeeritud.¹

Üleilmne inflatsioonisurve püsib tugev ja ulatuslik, kajastades suhteliselt jõulist nõudlust, pingelist tööturu olukorda ja kõrgeid toiduainehindu. Energiahindadega seotud inflatsioonisurve seevastu on koos hindade alanemisega hakanud leevenema. OECD riikide (v.a Türgi) aastane koguinflatsioon kiirenes oktoobris septembrikuiselt 8,2%lt 8,3%ni kõrgemate toiduainehindade toel.² Koguinflatsioon (v.a Türgi) pidurdus viiendat kuud järjest ja jõudis 5,9%ni (aastapõhine kolme kuu kasv), pikendades seega kahaneva hinnasurve trendi (joonis 3). Euroala konkurentide ekspordihinnad püsivad lähiajal eeldatavasti tõusuteel, kuid peaksid seejärel aeglustumama, sest toormehinnad alanevad ja hinnatõususe surve väheneb. Seejuures on aeglustumine pisut väiksem, kui prognoositi 2022. aasta septembri lühiajalises väljavaates, kuna eeldatakse madalamaid toormehindu ja hindade sisemaise tõususe surve leevenemist euroala konkurentriikides.

¹ Ehkki euroala välisnõudluse osakaalusid ajakohastatakse tavaliselt mitmeaastaste libisevate keskmiste abil, vähendati Venemaa osakaalu 2,9%lt 1,5%ni alates 2023. aasta esimesest kvartalist erakorraliselt, lähtudes 2022. aasta teise kvartali kaubandusandmetest. Selle eesmärk oli võtta arvesse märkimisväärselt nõrgenenud kaubandussuhteid euroalaga ja tõsiasi, et põhiprognoosis eeldatakse sanktsioonide jõussejäämist kogu ettevaateperioodiks.

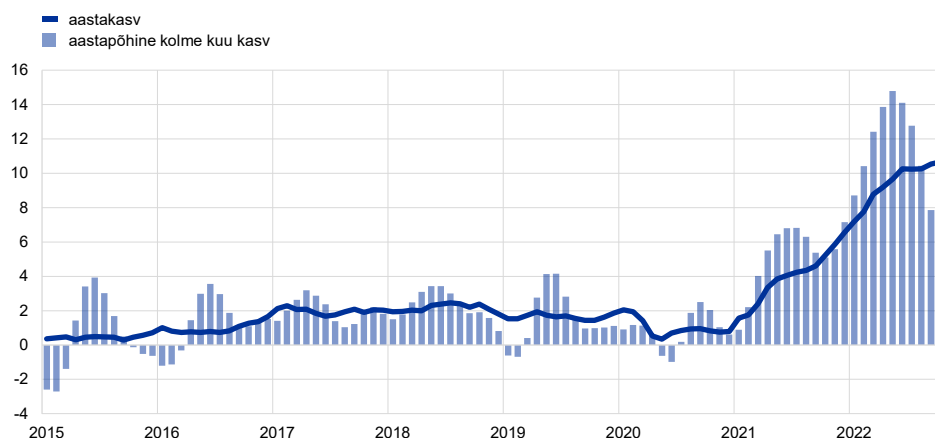
² OECD piirkonna inflatsioonandmed on avaldatud ilma Türgi andmeteta, sest sealne aastane tarbijahinna koguinflatsioon ulatus 2022. aasta oktoobris 85,5%ni, mistõttu on Türgi OECD riikide seas erandlik.

Joonis 3.

OECD riikide tarbijahinnainflatsioon

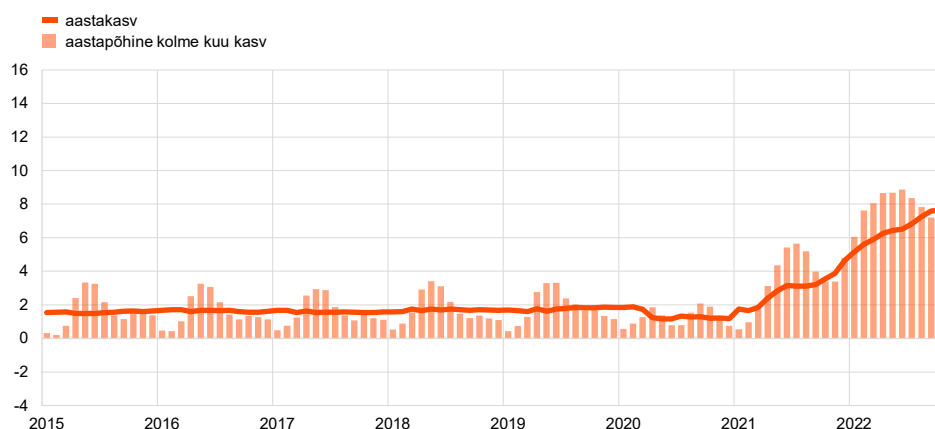
a) Koguinflatsioon

(aastamuutus ja aastapõhine kolme kuu muutus protsentides)



b) Põhiinflatsioon

(aastamuutus ja aastapõhine kolme kuu muutus protsentides)



Allikad: OECD ja EKP arvutused.

Märkused. Türgi on joonisel esitatud OECD koondnäitajate arvutusest välja jäetud. Türgit arvesse võttes (ei kajastu joonisel) oli OECD riikide aastane koguinflatsioon oktoobris 10,7% ja põhiinflatsioon 7,6%, septembris aga vastavalt 10,5% ja 7,6%. Põhiinflatsioon ei hõlma energiat ja toiduaineid. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta oktoobrist.

Võrreldes 2022. aasta septembri ettevaatega on nafta- ja gaasihind langenud.

Naftahinna langussurve oli seotud naftanõudluse vähenemisega, mille tingisid üleilmne majanduslangus ja Hiina liikumiskiirangud. Nõudluse vähenemine kaalus üles OPEC+ riikide tootmiseesmärkide kahandamise novembris, kuid ebakindlus Euroopa Liidu embargo ja G7 riikide poolt 5. detsembril Vene naftale kehtestatud hinnalae mõju suhtes on endiselt märkimisväärne. Euroopa gaasihinna languse põhjustasid oktoobri ja novembri alguse väga pehmed ilmaolud, mis koos väiksema nõudlusega tööstusliku gaasi järele ja terve 2022. aasta kestnud püüdlustega leida asendus Vene gaasile tekitas novembri keskpaigaks olukorra, kus Euroopa Liidu gaasihoidlad said peaaegu täis. Alates novembri teisest poolest on gaasihind kooskõlas eelnevate futuurihindadega siiski osaliselt taastunud, kuna ilm Euroopas on olnud külmem ning futuuride kõrgemad hinnad kogu 2023. aasta vältel osutavad suurtele pakkumiskiskidele. Toidutoormehinnad on samuti langenud peamiselt

väiksema kohvihinna tõttu, kuna prognoositakse, et pakkumine suureneb Brasiilias 2023. aastal. Nisu- ja maisihind on olnud volatiilne, sest pole kindel, kas Venemaa on nõus hoidma Musta mere koridori Ukraina teravilja ekspordiks avatuna. Metallihind kerkis, kuna pakkumisega seotud probleemid kaalusid üles üleilmse majanduslanguse mõju. Osa Covid-19 piirangumeetmete järkjärguline leevendamine Hiinas tõstis metallihindu vaatlusperioodi lõpupoole, ehkki endiselt valitseb suur ebakindlus Hiina kasvuväljavaate suhtes.

Üleilmsed rahastamistingimused ei ole eelmise ettevaatega võrreldes eriti muutunud ja on endiselt ranged. Kõigepealt karmistusid rahastamistingimused nii arenenud kui ka tärkava majandusega riikides. Edasine inflatsiooni üllatuslik kiirenemine ajendas keskpanku jätkama kiiret rahapoliitika karmistamist. See tõi kaasa võlakirjade suurema tulususe ja riskantsete varade hinna jätkuva alanemise. Pärast USA tarbijahinnaindeksi oodatust väiksemat koguinflatsiooni muutus turgudel valitsev meeleolu, sest arvestati, et föderaalreserv tõstab intressimäärasid aeglasemalt, ja see parandas riskivalmidust kogu maailmas. Seetõttu rahastamistingimused leevenesid mõnevõrra, kuna pikaajaliste võlakirjade tulusus vähenes, tulususe vahe kitsenes ja aktsiahinnad taastusid. Kokkuvõttes on rahastamistingimused vaatlusperioodil vähe muutunud, kuid püsivad endiselt karmid.

Pärast tagasihoidlikku langust kahes kvartalis on USA majandus pöördunud taas tõusule, kuid sisenõudlus on jäänud nõrgaks. Kolmanda kvartali kasvu tõukasid peamiselt tagant netoeksport ja investeeringud mittelelamuehitusse. Edaspidi peaks sisenõudlus jääma tagasihoidlikuks, sest kiire inflatsioon ja rangemad rahastamistingimused vähendavad kodumajapidamiste kasutatavat tulu ja piiravad eratarbimist. Uute eluasemete soetamise järsk pidurdumine, mille põhjuseks on eluasemete taskukohasuse vähenemine ja hüpoteeklaenude kerkivad intressimäärad, peaks pärssima investeerimist elamuehitusse. Oktoobris aeglustus koguinflatsioon oodatust rohkem ja oli 7,7%. Ehkki varasemaga võrreldes on see endiselt tempokas, peaks see olema oma tipu ületanud, sest energia- ja toiduainehindade indeksid jätkasid langust. Aastane põhiinflatsioon aeglustus 6,3%ni, kuid peaks olema 2023. aastal teenusehindade inflatsiooni (nt kallid üürid) tõusurive toel püsivam.

Hiina majandusaktiivust mõjutavad Covid-19 poliitika muutmine ning elamuehitussektori jätkuv loidus. Majandus algul taastus 2022. aasta kolmandas kvartalis, mil Covid-19 piirangumeetmed vähehaaval kaotati, kuid aprillis ja mais järgnesid uued nakkuslained. Kolmanda kvartali majanduskasvu toetas nii tarbimise kui ka investeerimise elavnemine, mis taastusid tänu eelarvemeetmetele, ehkki kinnisvarasektori olukord püsis kesine. Detsembris aga tühistas Hiina valitsus ootamatult oma Covid-nullstrateegia ja enamiku piirangumeetmeid. Selle tagajärjel on nakkusjuhtude arv kiiresti kasvanud ja lähiaja majandusaktiivsus ilmselt aeglustunud. Edaspidi peaks majandusaktiivsus kogu ettevaateperioodi vältel püsima vaoshoitud, kuna investeeringud elamuehitusse vähenevad juba pikemat aega ning pandeemia edasine kulg on teadmata. 2022. aastal peaks SKP reaalkasv jääma 5,5% eesmärgist märksa aeglasemaks. EKP ekspertide 2022. aasta septembri ettevaatega võrreldes on Hiina kasvuväljavaadet märgatavalt allapoole korrigeeritud nii 2023. kui ka 2024. aastaks. Tarbijahinnasurve püsib tagasihoidlik.

Jaapani reaalne SKP kahanes 2022. aasta kolmandas kvartalis ootamatult, kuid neljandas kvartalis peaks kasv taastuma.

Reaalse SKP ootamatu vähenemise kolmandas kvartalis tingis jõuline import. Sisenõudlus püsis suhteliselt kindel tänu pandeemiaga seotud piirangumeetmete kaotamisele. Neljandas kvartalis peaks reaalne SKP aga taas kasvama, kuna majanduse taasavamine jätkub, kulutused teenustele suurenevad ja poliitilised toetusmeetmed kestavad. Ettevaateperioodi jooksul peaks kasv küll mõnevõrra pidurduma, sest ootuste kohaselt väheneb koos üleilmse nõudlusega tuntuvalt ka välisnõudluse osakaal. Aastane koguinflatsioon kiirenes kõrgemate toiduaine- ja energiahindade ning negatiivse baasefekti lõppemise tõttu 2022. aastal märkimisväärselt. Ehkki lähiajal püsib inflatsioon tõenäoliselt enam-vähem praeguse taseme juures, peaks see 2023. aastal vähehaaval aeglustuma, kuna toormehinnad langevad ja sisemaine hinnatõusurve on piiratud.

Ühendkuningriigis halvenes reaalse majanduskasvu väljavaade pärast SKP kahanemist kolmandas kvartalis veelgi.

Tarbijahindade kiire tõus, kerkivad hüpoteeklaenude kulud ja karmid rahastamistingimused pärsivad tarbimist ja erainvesteeringuid tugevasti. Novembris välja kuulutatud eelarvepoliitilised meetmed suurendavad veidi lähiaja eelarvepuudujääki, kuid aitavad keskmise aja jooksul kaasa eelarve konsolideerimisele. Praeguste ootuste kohaselt kahaneb majandus alates 2022. aasta kolmandast kvartalist kuni 2023. aasta teise kvartalini. Samal ajal jääb tööturu olukord pingeliseks ja üha laialdasem palgasurve põhjustab inflatsiooni püsimise. Kerkivad energiahinnad hoogustavad tarbijahinna inflatsiooni kuni 2022. aasta neljanda kvartalini. Hinnangute järgi on inflatsiooni tipuks ligikaudu 11%, mis jääb riikliku energiahindade tagamise meetme tõttu märgatavalt alla EKP ekspertide 2022. aasta septembri makromajanduslikus ettevaates eeldatud tasemele.

Venemaal algas 2022. aastal sügav majandussurutis. Koos reaalse SKP suure langusega teises kvartalis, mis kolmandas kvartalis püsis peaaegu 5% allpool sissetungieelset taset, on Venemaal nüüd alanud sügav majandussurutis. Eksport on kahanenud eeldatust märksa tagasihoidkumal määral, samal ajal kui import on vähenenud märkimisväärselt, eriti sanktsioone kehtestanud riikidest. 2022. aasta lõpul ja 2023. aasta algul peaks majanduslangus süvenema, sest sanktsioonid kahjustavad Venemaa tootmisvõimsust, rahvusvahelist kaubandust ja sisenõudlust üha enam. Pärast järkjärgulist aeglustumist viimastel kuudel peaks inflatsioon püsima lähiajal kiire. Alles ettevaateperioodi lõpuks pöördub see vähehaaval tagasi Venemaa keskpanga 4% eesmärgi juurde.

SKP kvartaalne kasv aeglustus 2022. aasta kolmandas kvartalis 0,3%ni pärast kiiret kasvu esimesel poolaastal, mil majandus taasavanes ja tarneraskused hakkasid leevenema. Sestsaadik on suurenev ebakindlus täiendavate tagajärgede suhtes, mis Ukrainas toimuva sõja tõttu majandusele avalduvad, pidev kartus seoses energiatarnete võimalike katkestustega euroala ning suur hinnasurve kulutusi ja tootmist kärpinud. Koos kasvavate finantseerimiskuludega ja üleilmse kasvu aeglustumisega peaksid need tegurid euroala majandusaktiivsust neljandas kvartalis, samuti 2023. aasta esimesel poolel veelgi piirama. Sellegipoolest on majandusaktiivsuse vähenemine tõenäoliselt suhteliselt lühiajaline ja leebe. Sellele aitavad kaasa ka tööturgude jätkuv vastupidavus, pandeemia ajal kogunenud ulatuslikud kodumajapidamiste säästud ja eelarvepoliitilised lisameetmed, millega pehmentatakse lähiajal kõrgemate energiahindade mõju tarbijatele ja ettevõtjatele. Edaspidi, kui ebakindlus väheneb, energiaturg uuesti tasakaalustub, tarneraskused ületatakse ja reaalne tulu hakkab suurenema, peaks euroala majanduskasv alates 2023. aasta teisest poolest järk-järgult taastuma.

Eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajanduslikus ettevaates euroala kohta eeldatakse, et aastane SKP reaalkasv on 2022. aastal 3,4%, 2023. aastal 0,5%, 2024. aastal 1,9% ja 2025. aastal 1,8%. Võrreldes EKP ekspertide 2022. aasta septembri makromajandusliku ettevaatega euroala kohta on kasvuväljavaadet 2022. aasta puhul ülespoole korrigeeritud (mis kajastab eelkõige üllatuslikult positiivseid andmeid suvel), 2023. aasta puhul allapoole korrigeeritud ning 2024. aasta puhul on see samaks jäetud.

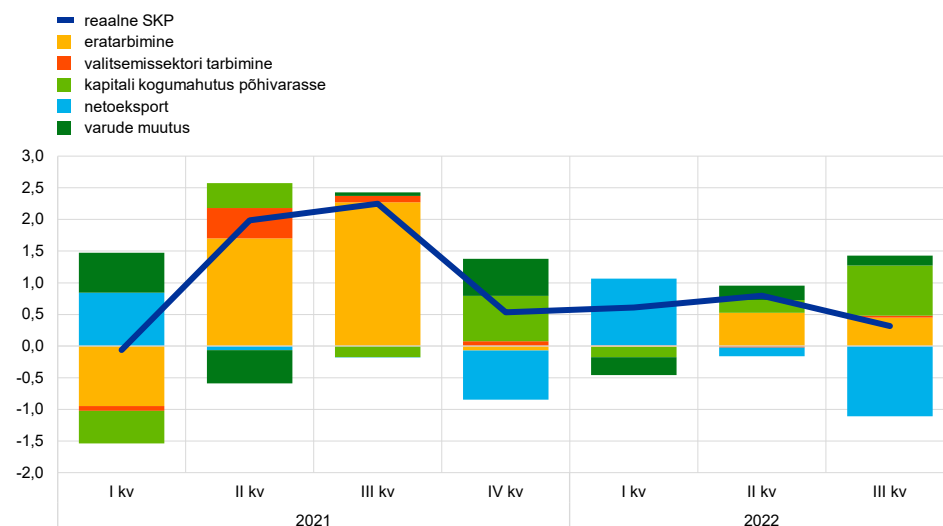
Pärast hoogsat kasvu 2022. aasta esimesel poolel vähenes majandusaktiivsus kolmandas kvartalis märgatavalt. SKP kvartaalne reaalkasv aeglustus kolmandas kvartalis 0,3%ni, võrrelduna keskmiselt 0,7%ga esimeses ja teises kvartalis. Aeglustumise tingis peamiselt ulatuslik netokaubanduse vähenemine, samal ajal kui euroala nõudlus ja toodang, mida olid hoogustanud varude muutused, avaldasid kolmanda kvartali kasvule positiivset mõju (joonis 4). Tarbimine püsis tänu ulatuslikule teenuste eratarbimisele kindel ning see korvas kaupade tarbimise vähenemise negatiivse mõju ja valitsemissektori tarbimise mõningase lisamõju. Investeeringud kasvasid jõudsalt, ulatudes kvartaliarvestuses 3,6%ni, ehkki see tulenes suurel määral lirimaa intellektuaalomandi investeeringute erakordselt kasvust. Ettevõtete põhivarainvesteeringute kasvutempo aeglustus selgelt ja ehitusinvesteeringud kahanesis veelgi. Netoeksport mõjutas negatiivselt kogu SKP reaalkasvu, kuna impordikasv – mille tingis samuti lirimaa kasvutempo – ületas ekspordikasvu. Lisandväärtuse jaotus näitab tööstussektori (v.a ehitus ja teenused) kindlat kasvu, samal ajal kui ehitussektori toodang vähenes. Küsitlusandmed ja esialgsed andmed 2022. aasta kolmanda kvartali kohta lasevad oletada, et arvestades uute tellimuste mahu vähenemist, tuleneb suur osa tööstussektori tugevusest tõenäoliselt pigem tarneraskuste leevenemisest, mis on aidanud tootjatel tegeleda eelkõige mahukate täitmata tellimustega (peamiselt sõidukite sektoris), kui nõudluse tugevnemisest. Teenuste puhul viitab lisandväärtuse jaotus märkimisväärsetele erinevustele sektorites. Tarbijatele suunatud allsektorid (nagu jaemüük, transport, majutus, toiduained ja eelkõige meelelahutusteenused), kus

varem kehtisid piirangud, kasvasid ka kolmandas kvartalis tugevalt. Pigem ettevõtetele suunatud allsektorid (nagu info- ja kommunikatsiooniteenused, finants- ja kindlustustegevus, kinnisvara ning kutse- ja haldusteenused) kasvasid heal juhul tagasihoidlikult või hoopis kahanesisid veidi.

Joonis 4.

Euroala reaalne SKP ja selle komponendid

(kvartalimuutus protsentides; osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta kolmandast kvartalist.

Laekuvad andmed viitavad majandustegevuse edasisele aeglustumisele

2022. aasta neljandas kvartalis, võttes arvesse kiiret inflatsiooni ja jätkuvat ebakindlust Ukrainas toimuva sõja suhtes ning energiatarnete katkestuste ohtu.

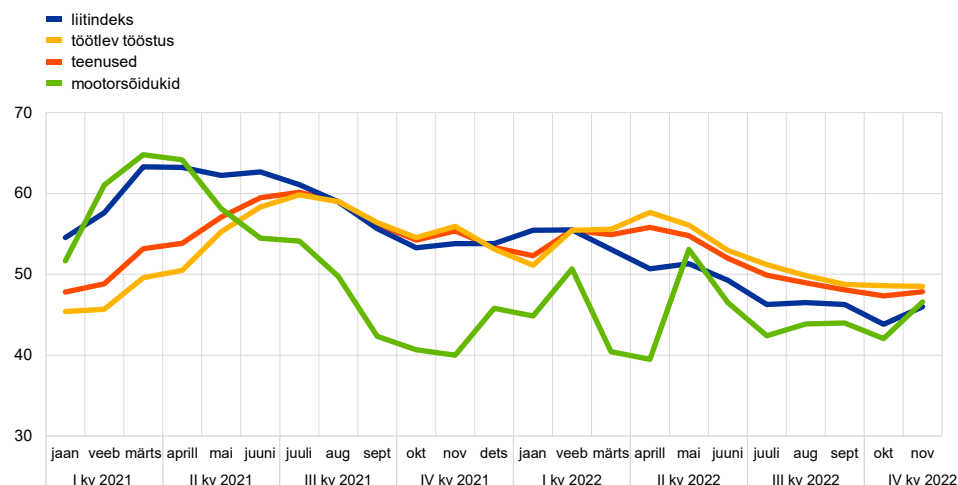
Küsitlusandmed viitavad jätkuvalle ja laienevale kasvutempo nõrgenemisele, kuna mitu kuud tööstuses täheldatud nõudluse aeglustumine on pärast majanduse taasavamisega seotud kiiret kasvu jõudnud nüüd teenuste sektorisse. Euroala toodangut kajastav ostujuhtide liitindeks langes oktoobris 21 kuu madalaimale tasemele ja tõusis veidi novembris. Mõlema kuu näitajad on võrreldes kolmanda kvartaliga tugevalt allpool teoreetilist kasvu puudumise läve (joonise 5 osa a). Viimased muutused näitavad, et töötleva tööstuse toodang stabiliseerub madalal tasemel, kuna varem aasta jooksul täheldatud sõidukitootmise tugev panus tundub taanduvat. Euroopa Komisjoni majandusosaldu näitaja langes neljandas kvartalis veelgi, kajastades tööstussektori kindlustunde jätkuvat kahanemist oktoobris ja novembris (joonise 5 osa b), kuna pooleliolevad tööd ja valmistoodangu varud vähenesid ning uute tellimuste maht kukkus kolmanda kvartali keskmisest allapoole. Komisjoni kvartaalsele küsitlusele antud vastused tootmist piiravate tegurite kohta näitavad, et tööjõupuudus taandub ning materjalide ja seadmete puudusest tingitud piirangud on alates suvest leevenenud. Seevastu finantspiirangud kasvasid tuntuvalt oktoobris, ehkki mängisid endiselt väiksemat rolli kui teised tegurid. Need näitajad osutavad investeringute nõrgale väljavaatele eelolevatel kuudel. Samal ajal näis tarbijate kindlustunde suhteliselt vastupidav, sest see taastus võrreldes septembris täheldatud rekordmadala tasemega tänu tööturu- ja eelarvepoliitilistele meetmetele, mis kehtestati kodumajapidamiste kasutatava tulu toetamiseks.

Joonis 5.

Küsitluspõhised näitajad majandussektorite kaupa

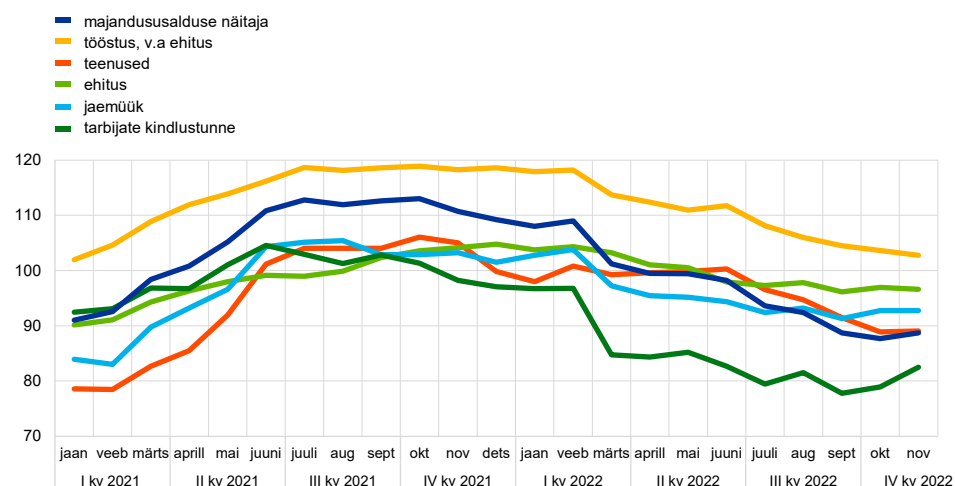
a) Ostujuhtide toodangu indeksi näitajad

(hajuvusnäitajad)



b) Ettevõtjate ja tarbijate kindlustunne

(hajuvusnäitajad)



Allikad: S&P Globali turu-uuringuandmed (osa a), Euroopa Komisjoni ja EKP arvutused (osa b).

Märkus. Sõidukite toodangu viimased andmed pärinevad 2022. aasta oktoobrist ja kõigi teiste näitajate omad 2022. aasta novembrist.

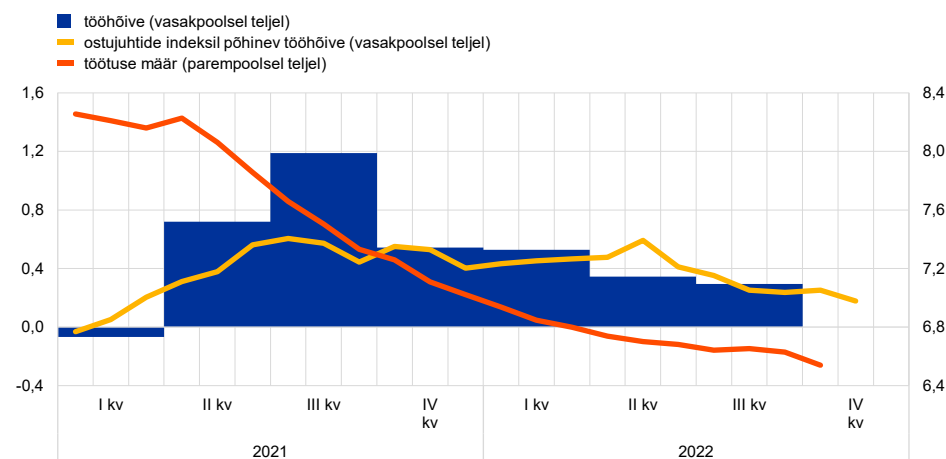
Tööturg on püsinud tugev ja majandusaktiivsust jätkuvalt toetanud. Koguhõive kasvas 2022. aasta kolmandas kvartalis kvartaliarvestuses 0,3%. Hõives osalejate arv on 2019. aasta neljandast kvartalist 2022. aasta kolmanda kvartalini 3,1 miljoni võrra suurenenud. Seevastu töötundide arv kahanes 2022. aasta kolmandas kvartalis 0,1%, ent on endiselt 0,2% suurem kui pandeemia eel 2019. aasta neljandas kvartalis. Tööhõive kasvu ja töötatud tundide vaheline erinevus tähendab töötatud tundide keskmise arvu märgatavat vähenemist alates 2019. aasta neljandast kvartalist, mida võib seostada peamiselt avaliku sektoriga. Töötuse määr langes 2022. aasta oktoobris 6,5% tasemele, mis on ligikaudu 0,8 protsendipunkti kõrgem kui 2020. aasta veebruaris täheldatud pandeemiaeelne tase ja ajalooline madalaim tase (joonis 6). Tööjõud on võrreldes 2019. aasta neljanda kvartaliga märgatavalt kasvanud ning töökohtade säilitamise kavu kasutavate töötajate arv on

hinnangute kohaselt jätkanud viimastel kuudel vähenemist. Samamoodi on töõjõunõudlus alates pandeemia puhkemisest märkimisväärselt tugevnenud ning näidanud viimastel kuudel stabiliseerumise märke. Vabade töökohtade määr oli 2022. aasta kolmandas kvartalis 3,2%, mis on üks protsendipunkt kõrgem kui 2019. aasta neljandas kvartalis.

Joonis 6.

Euroala töõhõive, ostujuhtide indeksil põhinev töõhõive ja töötuse määr

(vasakpoolsel teljel: kvartalimuutus protsentides, hajuvusindeks; parempoolsel teljel: protsent töõjõust)



Allikad: Eurostat, S&P Globali turu-uuringuandmed ja EKP arvutused.

Märkus. Kaks joont kajastavad kuiseid andmeid ja tulbad kvartaliandmeid. Ostujuhtide indeksi puhul on esitatud kõrvalekaldeid 50st jagatuna 10ga. Viimased andmed töõhõive kohta pärinevad 2022. aasta kolmandast kvartalist, ostujuhtide indeksil põhineva töõhõive kohta 2022. aasta novembrist ja töötuse määra kohta 2022. aasta oktoobrist.

Lühiajalised tööturunäitajad viitavad töõhõive kasvu aeglustumisele. Töõhõivet kajastav ostujuhtide kuine liitindeks langes 2022. aasta novembris oktoobrikuise 52,5 tasemega võrreldes 51,8-le, kuid oli 50 punktist endiselt tublisti kõrgem, viidates hõive paranemisele. Töõhõivet kajastav ostujuhtide indeks on alates 2021. aasta veebruarist tõusnud, ent seejärel alates 2022. aasta maist olulisel määral langenud. Kui vaadata arengut eri sektorites, siis osutab see näitaja töõhõive jätkuvale, ehkki aeglasemale kasvule tööstus- ja teenuste sektoris ning langusele ehitussektoris.

Eratarbimine kasvas ka 2022. aasta kolmandas kvartalis, aga muutused olid eri komponentide puhul erinevad. Eratarbimine kasvas teises kvartalis 1,0% ja kolmandas kvartalis 0,9%. Positiivset muutust toetas peamiselt teenuste tarbimine, mis suurenes järsult kaks kvartalit järjest, kui majandus taasavati. Seevastu kulukaupade tarbimine vähenes kolmandat kvartalit järjest, kajastades hiljutisi muutuseid jaemüügis, mis kahanes kolmandas kvartalis 0,7%. Samal ajal hakkas kestva kaupade tarbimine, mis oli tõusvate energiahindade tõttu eelmistes kvartalites märkimisväärselt vähenenud (infokast 3), 2022. aasta kolmandas kvartalis paranema ja seda tõenäoliselt tänu tarnekatkestuste leevenemisele sõidukisektoris. Seega suurenes uute registreeritud sõiduautode arv kolmandas kvartalis 12,8%. Muud majandusandmed viitavad teatavale kulutuste vastupidavusele aastavahetuse ajal hoolimata pärssivate tegurite püsimisest. Oktoobris ja novembris tõusis Euroopa Komisjoni tarbijate kindlustunde näitaja veidi üle kolmandas kvartalis täheldatud taseme (kui see jõudis septembris rekordmadalale), mille tingis peamiselt kodumajapidamiste majanduslike ja finantsootuste paranemine. Ka komisjoni

värskeimad tarbija- ja ettevõtliküsitlused näitavad, et majutus-, toitlustus- ja reiseenuste eeldatav nõudlus suurenes novembris, samal ajal kui kodumajapidamiste eeldatavate suuremate ostude maht taastus selle rekordmadalalt tasemelt. Tarbijate kindlustunde jätkuvast kahanemisest ja reaalse kasutatava tulu vähenemisest hoolimata viitavad viimased positiivsed signaalid sellele, et kodumajapidamiste kulutused võivad puhkuste hooajal olla mõnevõrra kindlamad. Kuna aga inflatsioon ja ebakindlus püsivad suured, väheneb kodumajapidamiste reaalne kasutatav tulu tõenäoliselt ka pärast aastavahetust ning see avaldab tarbimiskulutustele negatiivset mõju. Samuti kärbib kodumajapidamiste laenuitingimuste jätkuv karmistumine tõenäoliselt kodumajapidamiste võetavaid laene. EKP oktoobri tarbijaootuste küsitluse andmed näitavad, et järgmise kolme kuu jooksul eeldavad kodumajapidamised suurenevaid likviidsuspiiranguid. Seepärast on tõenäoline, et nad peavad kasutama oma sääste, et tasuda kommunaalteenuste arveid ja teha laenutagasihakkeid, ning seega on nad oma eeldusi ja ootusi tagavarasäästude suhtes allapoole korrigeerinud (oktoobrikuise tarbijaootuste küsitluse kohaselt). Kui kasutatav tulu on vähene, peaks säästude kasutamine aitama tarbimist mõnel määral leevendada.

Ettevõtete investeeringud vähenesid 2022. aasta kolmandas kvartalis ja peaksid aastavahetuse paiku veelgi kahanema.

Ehitussektorivälised investeeringud (lähim võrdlusnäitaja ettevõtete investeeringutele rahvamajanduse arvepidamises) kasvasid kolmandas kvartalis 7,7%, ehkki see tulenes peamiselt intellektuaalomandi investeeringute erakordsest kasvust tänu lirima rahvusvahelise sektori arengule.³ Kui see volatiilne komponent välja jätta, siis aeglustusid ettevõtete investeeringud kolmandas kvartalis kvartaliarvestuses 1,2%ni, jäädes alla keskmisele kvartaalsele 1,7% kasvumäärale esimesel poolaastal. Eri varaklasside puhul esines aga märkimisväärseid erinevusi. Masinate ja seadmete sektoris aeglustusid põhivarainvesteeringud (v.a transpordiiinvesteeringud) märgatavalt (kvartali arvestuses 0,3%ni), samal ajal kui transpordiiinvesteeringud kasvasid 7,1%, sest tarneraskused leevenesid, mis lihtsustas endiselt suure hulga täitmata tellimuste täitmist. Mujal jäid intellektuaalomandi investeeringud (v.a lirimaal) võrreldes teise kvartaliga muutumatuks ning olid eelmise kvartaliga võrreldes 1,1%. Esimesed andmed neljanda kvartali kohta viitavad langusele aastavahetuse paiku. Ostujuhtide küsitlusandmed näitavad, et kapitalikaupade sektoris hakkavad valmistoodangu varud kuhjuma. Uued tellimused vähenevad järsult ning pooleliolevad tööd ja tootmisvõimsuse rakendamine kahanevad võrreldes kõrge tasemega, mille tingisid pandeemiaga seotud katkestused. Värskeimad EKP küsitlusandmed euroala ettevõtjate juurdepääsu kohta rahastamisele viitavad netosaldo tugevale kahanemisele ettevõtete puhul, kes otsivad rahastust investeerimiseks. Lisaks täheldatakse Euroopa Komisjoni oktoobrikuises, kaks korda aastas korraldatavas investeerimisküsitluses, et nende ettevõtete arv, kes kavatsesid 2023. aastal võrreldes 2022. aasta tasemega investeeringuid suurendada, on märgatavalt vähenenud hoolimata 2022. aasta laienemisplaanide kärpimisest alates eelmisest küsitlusest aprillis. Praegu osutavad küsitlusandmed

³ Aeg-ajalt mõjutab euroala investeeringute dünaamikat tugevalt lirima immateriaalsete varade investeeringute suur statistiline volatiilsus (vt EKP majandusülevaate 5/2022 täispika ingliskeelse versiooni infokast 1 „The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks“).

sellele, et finantsteguritel on investeerimisotsustes teisejärguline roll, ent ilmselt tekitavad need 2023. aastal suuremaid piiranguid. Samal ajal kajastati novembrikuises S&P üleilmse äritegevuse väljavaate küsitluses ootuseid, et kasumlikkus väheneb järsult 2023. aastal, kuna sisendkulud suurenevad kiiresti ja kapitalikulude näitaja alaneb kümne aasta madalaimale tasemele (jättes kõrvale erakorralised muutused 2020. aastal).⁴ Edaspidi võib eeldada, et ettevõtete investeringud hakkavad taas kasvama, kui energiaturul tasakaalustuvad, tarneraskused leevenevad ja ebakindlus taandub. Sellele võib kaasa aidata ka taasterahastust „Next Generation EU“ eelolevates kvartalites vahendite eraldamisega kaasnev mõju.

Eluasemeinvesteeringud vähenesid 2022. aasta kolmandas kvartalis ja vähenevad lähiajal tõenäoliselt veelgi.

Kolmandas kvartalis kahanes eluasemeinvesteeringute maht 0,7%, mis on veidi vähem kui teises kvartalis kvartaliarvestuses täheldatud 0,8%. Komisjoni viimase kolme kuu ehitussektori aktiivsuse näitaja jätkas oktoobris ja novembris võrreldes kolmanda kvartali keskmisega kahanemist ning elamuehitustegevust kajastav ostujuhtide indeks liikus veel rohkem vastaspoolele. Ehitussektori tellimused tunduvad endiselt mahukad, nagu näitavad Euroopa Komisjoni kvartaalse ettevõtlusküsitluse andmed kuni oktoobrini. See peaks toetama ehitustegevust eelolevatel kuudel, eriti arvestades järk-järgult leevenevaid tarnepiiranguid. Komisjoni igakuine küsitlus ehitussektori tootmispiirangute kohta novembris näitas samuti, et nende ehitusettevõtete osakaal, kes osutavad materjalide ja/või seadmete puudusele, järjest väheneb, samal ajal kui tööjõupuudusele viitajate osakaal püsis suur. Samas nende juhtide osakaal, kes märgivad ehitustegevust piirava tegurina ebapiisavat nõudlust, suurenes taas novembris, mis viitab väiksemale nõudlusele. Seda kinnitasid ka neljandas kvartalis kodumajapidamiste järjest vähenenud kavatsused lähiajal renoveerida, osta või ehitada eluase ning ehitussektori ostujuhtide indeksi uute tellimuste madal tase. Nõudlus väheneb rahastamistingimuste märkimisväärse halvenemise, süveneva ebakindluse ja palju suurema ehitusmaksumuse tõttu ning tõenäoliselt püsib edaspidi eluasemeinvesteeringuid.

Väliskaubandus avaldas SKP kasvule 2022. aasta kolmandas kvartalis negatiivset mõju ja euroala ekspordiväljavaade on üleilmse majandusaktiivsuse aeglustudes jätkuvalt nõrk.

2022. aasta kolmandas kvartalis kasvas kaupade ja teenuste ekspordi maht kvartaliarvestuses 1,7%. Impordimaht suurenes järsult, 4,3% võrreldes eelmise kvartaliga, mille põhjustas peamiselt teenuste import lirimaal. Selle tagajärjel avaldas netokaubandus SKP reaalkasvule negatiivset mõju (-1,1 protsendipunkti). Kuised andmed näitavad, et septembris vähenes euroalaväline kaubaimpordi väärtus 2% ja seda esimest korda alates 2021. aasta jaanuarist, samal ajal kui eksport kasvas 1,6%, mille tagajärjel kaubandusbilanss kahanes 37,7 miljardi euronit võrreldes augustis täheldatud rekordkõrge tasemega. Kuna euroala impordihinnad alanesid (madalamate energiahindade tõttu) ja ekspordihinnad tõusid, siis euroala kaubandustingimuste indeks paranes septembris. Euroala ekspordikasvu tempo püsib tagasihoidlik, kuna

⁴ Euroopa Investeerimispanka 2022. aasta pankade investeerimistegevuse küsitluse andmetel märgib 82% euroala ettevõtetest, et energiakulud on peamine takistus pikaajalistele investeringutele 2022. aasta suvel.

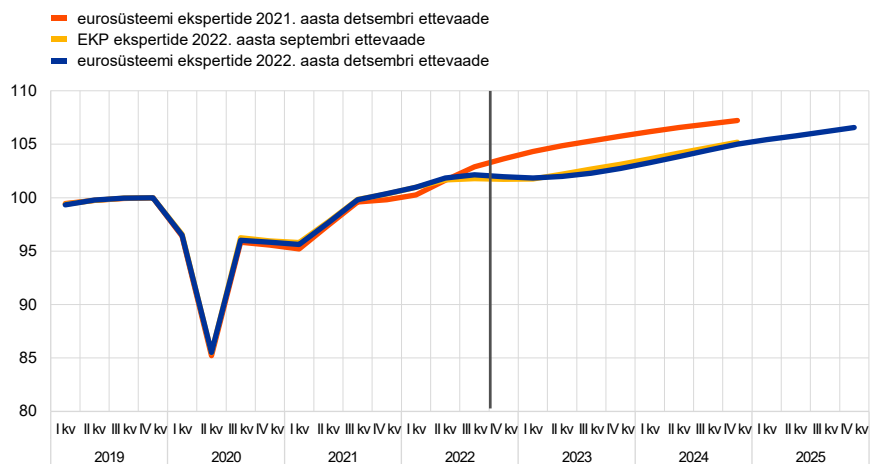
üleilmne nõudlus nõrgeneb. Lühiajaline väljavaade viitab euroala kaubavahetuse edasisele nõrgenemisele, kuna eksporditellimuste näitajad, nagu ostujuhtide indeks, püsisid novembris languses. Ka reisimisega seotud ettevaatavad näitajad osutavad teenuste kaubanduse kahanemisele eelolevatel kuudel.

Edaspidi on väljavaade endiselt väga ebakindel, ent euroala majandusaktiivsus peaks alates 2023. aasta keskpaigast taastuma, kui praegused takistused taanduvad. Kasv peaks olema 2023. aastal tagasihoidlik ning hakkama tugevnema, kui pärssivad tegurid taanduvad. Eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajanduslikus ettevaates euroala kohta eeldatakse, et aastane SKP reaalkasv on 2022. aastal 3,4%, 2023. aastal 0,5%, 2024. aastal 1,9% ja 2025. aastal 1,8% pärast prognoosiperioodi iga-aastast pikendamist (joonis 7). Võrreldes EKP ekspertide 2022. aasta septembri makromajandusliku ettevaatega euroala kohta on kasvuväljavaadet 2022. aasta puhul ülespoole korrigeeritud (mis kajastab osaliselt üllatuslikult positiivseid andmeid suvel), 2023. aasta puhul allapoole korrigeeritud ning 2024. aasta puhul on see samaks jäetud. Praegune ettevaade näitab, et SKP tase peaks jääma 2021. aasta detsembris (s.o enne sõda) koostatud ettevaates prognoositust allapoole, ning viitab SKP mõningasele kahanemisele aastavahetuse paiku, seejuures 2023. aasta keskel oodatakse selle naasmist positiivsele tasemele.

Joonis 7.

Euroala reaalne SKP (sh prognoosid)

(indeks: 2019. aasta neljas kvartal = 100, sesoonselt ja tööpäevade arvuga kohandatud kvartaliandmed)



Allikad: Eurostat ja eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajanduslik ettevaade euroala kohta. Märkus. Vertikaalne joon näitab eurosüsteemi ekspertide poolt euroala kohta koostatud 2022. aasta detsembri makromajandusliku ettevaate algust.

Euroala inflatsioon aeglustus novembris kiirhinnangu kohaselt 10,0%ni, kajastades peamiselt madalamat energiahindade inflatsiooni.⁵ Toiduainehindade inflatsioon kiirenes aga veelgi. Energia- ja toiduainehindade inflatsioon moodustas endiselt suurema osa hoogsast koguinflatsioonist. Hinnasurve oli põhiliselt energiakulude kaudse mõju tõttu jätkuvalt jõuline. Tarneraskused ja pandeemiajärgse taastumise mõju vähenesid, kuid need lükkasid endiselt inflatsiooni tagant. Oma osa mängis ka vahetuskursi eelnev odavnemine. Kui praegused inflatsiooni hoogustavad tegurid aja jooksul kaovad ning rahapoliitika normaliseerumise mõju hakkab majanduses ja hinnakujunduses tunda andma, aeglustub inflatsioon prognooside kohaselt 2023. aasta jooksul järk-järgult. Eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajanduslikus ettevaates euroala kohta eeldatakse, et inflatsioon on 2022. aastal keskmiselt 8,4%, enne kui aeglustub taas 2023. aastal 6,3%ni, 2024. aastal 3,4%ni ja 2025. aastal 2,3%ni. Inflatsioon ilma energia- ja toiduainekomponendita ulatub 2023. aastal eeldatavasti 4,2%ni ning on 2024. aastal 2,8% ja 2025. aastal 2,4%. Enamik pikemaajaliste inflatsiooniootuste näitajaid on praegu ligikaudu 2,0%, ehkki mõne näitaja hiljutine korrigeerimine eesmärgist kõrgemale tasemele annab põhjust neid jälgida.

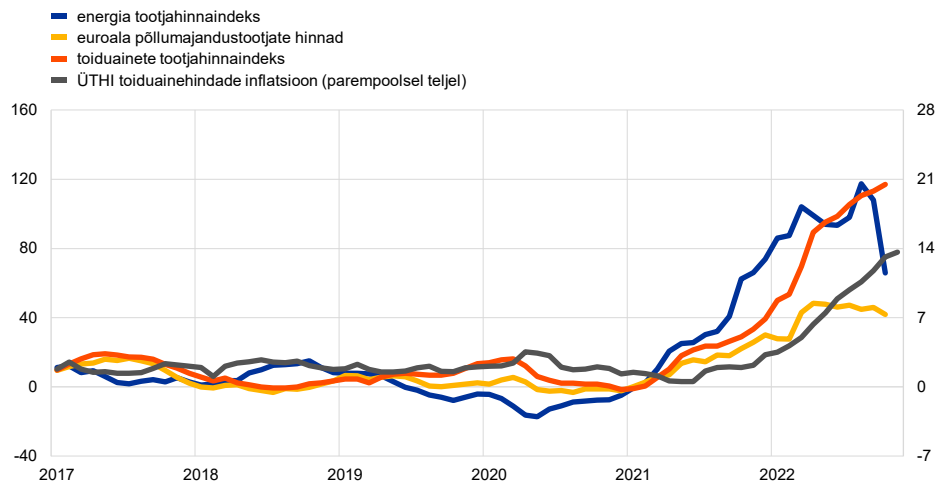
Eurostati novembri kiirhinnangu kohaselt aeglustus koguinflatsioon, mõõdetuna ühtlustatud tarbijahinnaindeksiga (ÜTHI), oktoobrikuiselt 10,6%lt 10,0%ni. Peamine ÜTHI komponent, mis aitas novembris sellele langusele kaasa, oli energiahindade aastase kasvumäära järsk langus (oktoobrikuiselt 41,5%lt 34,9%ni). Energiahindade aastase inflatsioonimäära alanemine novembris võrreldes oktoobriga oli tingitud tugevast negatiivsest baasefektist ja nende järsust langusest võrreldes eelmise kuuga. Hinnalanguse taga on ka toornafta hinna, rafineerimis- ja jaotusmarginaalide ning gaasi hulgihinna hiljutise vähenemise ülekandumine alates augustist. Seevastu ÜTHI toiduainehindade inflatsioon kiirenes novembris veelgi ja jõudis oktoobrikuiselt 13,1%lt 13,6%ni. See kajastab töödeldud toiduainete hindade aastakasvumäära jätkuvat tõusu vastupidiselt töötlemata toiduainete hindade kasvumääradele, mis langes. Akumuleerunud hinnasurve mõju toiduainete hindadele püsis, kuid suvise põua mõju töötlemata toiduainete hindadele on vähenenud ja energia tootjahindade kasv on aeglustunud (joonis 8).

⁵ Inflatsioonidünaamikat käsitlevat põhjalikku arutelu vt EKP blogikandest „[Inflation Diagnostics](#)“.

Joonis 8.

Energia ja toiduainete sisendkulude surve

(aastamuutus protsentides)



Allikas: Eurostat.

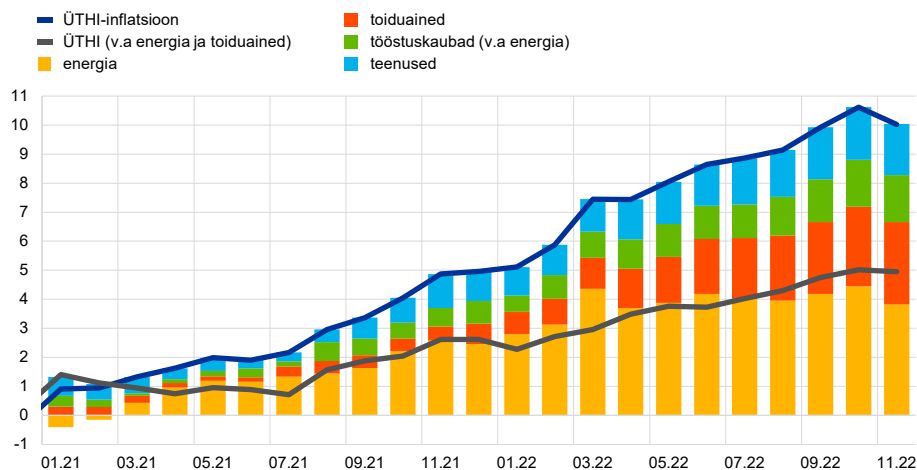
Märkus. ÜTHI toiduainehindade inflatsiooni viimased andmed pärinevad 2022. aasta novembrist (kiirhinnang) ja kõigi teiste komponentide omad 2022. aasta oktoobrist.

ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) püsis kiirhinnangu kohaselt samasugune, jäädes novembris 5,0% juurde. Tööstuskaupade (v.a energia) aastakasvumäär ei muutunud, samas kui teenusehindade inflatsioon aeglustus novembris (joonis 9). Peamiselt oli see tingitud sisendikulude jätkuvast kasvust, mis tulenes energiahindade hüppelisest tõusust, kuigi leidis ka märke olukorra leevenemisest. Tööstuskaupade (v.a energia) inflatsioon stabiliseerus novembris 6,1% juures. Seda mõjutasid esmajoones tarneraskustest tingitud akumulunud hinnatõususurve ja kõrged energiahinnad. Teenusehindade inflatsioon aeglustus veidi, jõudes 4,2%ni (võrreldes 4,3%ga oktoobris). Võrreldes eelmise kuuga teenusehinnad langesid, ehkki mõnevõrra vähem kui novembris tavaliselt. Novembrikuine muutus oli tõenäoliselt tingitud kõrgete energiahindade ja toiduainete tootjahindade (mis on restoraniteenuste oluline sisendkulu) kaudsest mõjust.

Joonis 9.

Koguinflatsioon ja selle põhikomponendid

(aastamuutus protsentides, osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta novembrist (kiirhinnang).

Alusinflatsiooni näitajad jäid kõrgele tasemele, kuigi leidus märke kasvu pidurdumisest (joonis 10).⁶

See kajastab ulatuslikku hinnasurve, mis avaldus rohkemates sektorites ja ÜTHI komponentides ning tulenes osaliselt suurte energiakulude mõjust kogu euroalale. Kui vaadata eri andmeid, siis enamik välisusmeetodil põhinevaid näitajaid tõusid veelgi. ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) püsis novembris stabiilselt 5,0% juures. Muude näitajate andmed olid kättesaadavad ainult kuni oktoobrini. ÜTHI-inflatsioon (v.a energia, toiduained, reisimisega seotud teenused ning rõivad ja jalanõud) kiirenes oktoobris eelmise kuu 4,4%lt 4,7%ni. Piiratud alusinflatsioon (Supercore), mis hõlmab tsükliliselt tundlikke ÜTHI kirjeid, kerkis septembrikuiselt 5,5%lt 5,7%ni, samal ajal kui mudelipõhine inflatsiooni ühine püsikomponent (PCCI) liikus septembrikuiselt 5,7%lt oktoobris 5,8%ni. PCCI määr oli kuisest arvestuses suuresti muutumatu. Sellegipoolest viitas püsivalt kõrge PCCI igakuine määr kuni oktoobrini jätkuvalt alusinflatsiooni suhtes avalduvale tugevale tõususurvele. Euroala inflatsiooninäitaja, mis kajastab ÜTHI väiksema impordisaldusega komponentide hinnamuutusi, tõusis veelgi.⁷ See, kui kauaks need eri näitajad nii kõrgele tasemele jäävad, on endiselt ebaselge. Suurt osa alusinflatsiooni tõususurvest võib seostada energia- ja toiduainehindade hüppelise kasvu kaudse mõjuga ning pakkumise ja nõudluse erakordselt suure tasakaalustamatusega, mis on omakorda seotud pandeemiaga ja Venemaa sissetungiga Ukrainasse.

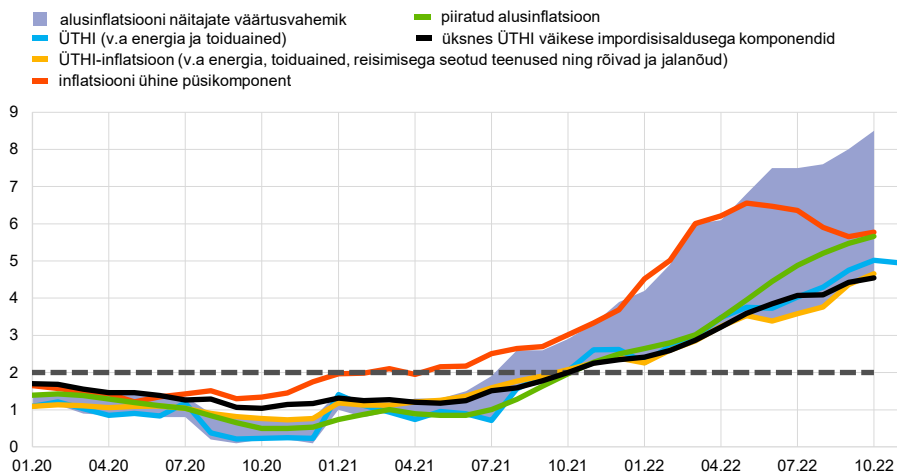
⁶ Alusinflatsiooni näitajate üksikasjalikku käsitlust vt EKP blogikandest „Inflation Diagnostics“.

⁷ Vt EKP majandusülevaate 4/2022 infokast „Uus euroala inflatsiooninäitaja“.

Joonis 10.

Alusinflatsiooni näitajad

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Alusinflatsiooni näitajad on ÜTHI (v.a energia); ÜTHI (v.a energia ja töötlemata toiduained); ÜTHI (v.a energia ja toiduained); ÜTHI (v.a energia, toiduained, reisimisega seotud teenused ning rõivad ja jalanõud); 10% ja 30% kohandatud keskväärtsus ning kaalutud keskväärtsus. ÜTHI (v.a energia ja toiduained) viimased andmed pärinevad 2022. aasta novembrist (kiirhinnang) ja kõigi teiste komponentide omad 2022. aasta oktoobrist.

Kollektiivlepinguga määratud palkade kasv kajastas tugevnevat palgasurvet. Töötaja kohta makstava hüvitise kasv aga aeglustus, ehkki selle näitajates esines endiselt pandeemiaga seotud meetmetest tingitud moonutusi (joonis 11).

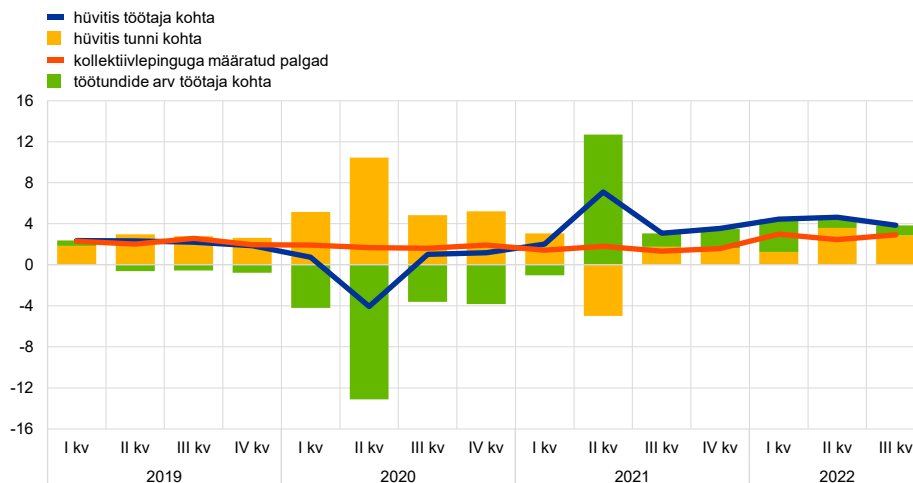
Kollektiivlepinguga määratud palkade kasv tõusis 2022. aasta teise kvartali 2,5%lt kolmandas kvartalis 2,9%ni. See näitab, et hüvitised avaldavad inflatsioonile üha suuremat mõju kas ametlike palkade indekseerimise kaudu või muul viisil. Samuti osutab see ühekordsete maksete mõjule. Näiteks oli kollektiivlepinguga määratud palkade kasv Saksamaal teises kvartalis väiksem baasefekti tõttu, mis oli seotud pandeemiast tingitud ühekordsete maksetega, ning kolmandas kvartalis suurem inflatsiooni tasakaalustamiseks mõeldud ühekordsete maksete tõttu. Värskeim kättesaadav teave alates 2022. aasta algusest sõlmitud palgakokkulepete kohta viitab palgakasvu edasisele tugevnemisele. Tegelik palgakasv, mida mõõdetakse töötaja kohta makstava hüvitise alusel, aeglustus 2022. aasta teise kvartali 4,6%lt kolmandas kvartalis 3,9%ni. Osaliselt oli see tingitud aastase kasvumäära baasefektist. Kui aga see mõju kõrvale jätta, siis kvartalikasv kiirenes: kui teises kvartalis oli see 0,8%, siis kolmandas kvartalis 1,1%. Tunni kohta makstava hüvitise aastakasv aga aeglustus teise kvartali 3,6%lt 2,9%ni. Nii tunni kui ka töötaja kohta makstava hüvitise aastakasvumäär alanes kolmandas kvartalis, seevastu kui töötaja kohta töötatud tundide arvu kasv püsis eelmise kvartaliga võrreldes suuresti muutumatu. Pandeemiast tingitud moonutused mõjutasid palgakasvu näitajaid endiselt mõnevõrra, ehkki mõõdukal määral.⁸

⁸ Lähemalt saab moonutuste ja palgadünaamika kohta alates pandeemia algusest lugeda käesoleva majandusülevaate täispika ingliskeelse versiooni artiklist „Wage developments and their determinants since the start of the pandemic“ ja infokastist 4 „Euroala riikide palgadünaamika alates pandeemia algusest“.

Joonis 11.

Töötaja kohta makstav hüvitis võrreldes tunni kohta makstava hüvitisega ja töötundide arvuga töötaja kohta

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

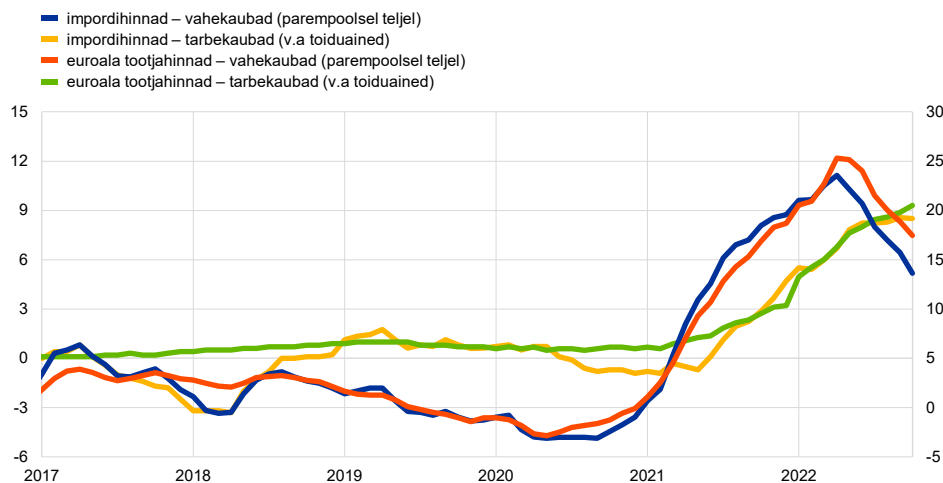
Märkus. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta kolmandast kvartalist.

Kaubahindade inflatsiooni tõususurve oli taas tugev, ehkki oli esimesi märke selle leevenemisest (joonis 12). Tööstuskaupade (v.a energia) inflatsiooni kuukasv oli kiirem kui tavaliselt novembris, kuid võrreldes eelmiste kuudega aeglasem. See võib olla märk sellest, et tarneraskustest ja kõrgetest energiahindadest tingitud hinnatõususurve võib olla hakanud tagasi tõmbuma. Oktoobrikuistel andmetel oli hinnatõususurve endiselt tugev, eelkõige hinnakujundusahela hilisemates etappides. Tarbekaupade (v.a toiduained) euroala tootjahindade aastakasvumäärad tõusid veelgi: septembrikuiselt 8,9%lt oktoobris 9,3%ni. Vahekaupade impordihindade ja euroala tootjahindade aastakasv aeglustus samal ajavahemikul vastavalt 15,7%lt 13,6%ni ja 18,9%lt 17,4%ni. Sellest hoolimata oli vahekaupade (nii impordihindade kui ka euroala tootjahindade) inflatsioon enam kui 10,0%, mis ületas märkimisväärselt tööstuskaupade (v.a energia) hindade inflatsiooni. Oktoobris vähenes ka tarbekaupade (v.a toiduained) impordihindade inflatsioon, eelmise kuu 8,6%lt 8,5%le, aeglustudes esimest korda alates 2022. aasta märtsist.

Joonis 12.

Hinnatõususe surve näitajad

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

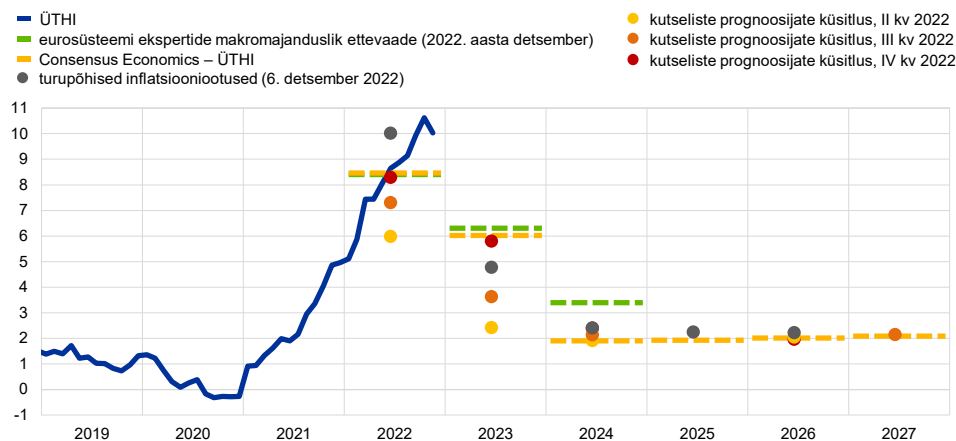
Märkus. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta oktoobrist.

Uuringute ja turupõhiste andmete kohaselt eeldavad prognoosijad endiselt, et inflatsioon saavutab varsti oma kõrgpunkti, kusjuures pikemaajalised ootused on jätkuvalt EKP 2,0% eesmärgi juures. Arvestades aga mõningate näitajate korrigeerimist eesmärgist kõrgemale tasemele, tuleb inflatsiooni edasist arengut siiski hoolikalt jälgida (joonis 13). Consensus Economicsi värskemas küsitluses korrigeeriti 2023. aasta inflatsiooniootusi 0,3 protsendipunkti ülespoole 6,0%ni. Pikaajalised inflatsiooniootused 2026. aasta kohta püsivad EKP rahandusanalüütikute detsembrikuise küsitluse andmeil muutumatuna 2,0% juures, mis on kooskõlas oktoobri ootuste ja muude hiljutiste küsitlusvoorudega (EKP kutseliste prognoosijate küsitluse (2027. aasta kohta) järgi 2,2% ja Consensus Economicsi oktoobri küsitluse (2027. aasta kohta) järgi 2,1%). Turupõhised inflatsiooniootuste näitajad, mis põhinevad ÜTHI-I (v.a tubakas), osutasid 6. detsembril sellele, et euroala inflatsioon saavutab 2022. aastal haripunkti ligikaudu 10,0% juures, langeb 2023. aasta jooksul 5,0%ni ja jõuab lõpuks 2024. aasta jooksul tagasi 2,0%ni. Pikemaajalised inflatsiooniootuste näitajad tõusid, ehkki tagasihoidlikult, kusjuures inflatsiooniga seotud viieaastaste vahetustehingute intressimäär viieks aastaks oli 6. septembril 2,34%. Oluline on aga see, et turupõhised inflatsiooniootuste näitajad ei väljenda otseselt turuosaliste tegelikke inflatsiooniootusi, kuna need hõlmavad inflatsiooni riskipreemiaid, et korrata inflatsiooniga seotud ebakindlust. Seevastu küsitluspõhised pikaajalised inflatsiooniootuste näitajad, mis ei sisalda inflatsiooni riskipreemiaid, on olnud suhteliselt stabiilsed. Selline suhteline stabiilsus osutab sellele, et pikaajaliste turupõhiste näitajate praegune volatiilsus peegeldab peamiselt inflatsiooni riskipreemiate muutusi.

Joonis 13.

Küsitlus- ja turupõhised inflatsiooniootused

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, kutseliste prognoosijate küsitlus (2022. aasta neljas kvartal), eurosüsteemi ekspertide makromajanduslik ettevaade euroala kohta (detsember 2022) ja EKP arvutused. Märkus. Turupõhiste inflatsiooniootuste aluseks on ühe aasta inflatsiooniga seotud hetkemäär ning ühe aasta forvardmäär aasta pärast, kahe aasta pärast, kolme aasta pärast ja nelja aasta pärast. Viimased ÜTHI andmed pärinevad 2022. aasta novembrist (kiirhinnang). Eurosüsteemi ekspertide makromajanduslikus ettevaates sisalduvate andmete esitamise tähtaeg oli 30. november 2022. Consensus Economicsi pikemaajaliste prognooside andmed 2024., 2025., 2026. ja 2027. aasta kohta on esitatud 2022. aasta oktoobri seisuga ning 2022. ja 2023. aasta kohta 2022. aasta novembri seisuga. Viimased andmed turupõhiste inflatsiooniootuste kohta pärinevad 6. detsembrist 2022. EKP kutseliste prognoosijate 2022. aasta neljanda kvartali küsitlus toimus oktoobris.

Eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajanduslikus ettevaates euroala kohta eeldatakse, et koguinflatsioon püsib lähiajal kiire, jäädes 2022. aastal keskmiselt 8,4% juurde, enne kui see langeb taas 2023. aastal keskmiselt 6,3%ni, 2024. aastal 3,4%ni ja 2025. aastal 2,3%ni (joonis 14). Koguinflatsioon püsib 2022. aasta lõpu ja 2023. aasta alguse vahel eeldatavasti väga tempokas, kui varasemast toormehindade tõusust, euro odavnemisest, tarnenappusest ja tööturu pingelisest olukorrast tingitud

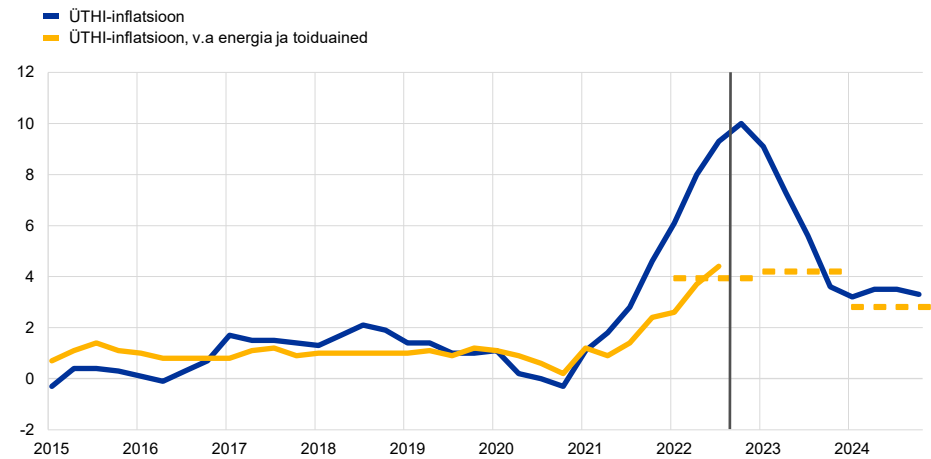
hinnatõususe ülekandumine tarbijahindadesse jätkub. Siiski langeb inflatsioon eelduste kohaselt 2022. aasta keskmiselt 8,4% juurest 2023. aastal 6,3%ni, aeglustudes 2022. aasta viimase kvartali 10%lt 2023. aasta viimaseks kvartaliks 3,6%ni. Seejärel prognoositakse inflatsiooni edasist leevenemist keskmiselt 3,4%ni 2024. aastal ja 2,3%ni 2025. aastal. Eeldatav inflatsiooni aeglustumine kajastab peamiselt tugevat energiaga seotud negatiivset baasefekti 2023. aasta jooksul, rahapoliitika normaliseerumise ja kesisema kasvuväljavaate järkjärgulist mõju, energia- ja toidukaupade hindade oodatavat langust kooskõlas futuurihindadega ning oletust, et pikemaajalised inflatsiooniootused ei muutu. Koguinflatsioon jääb ootuste kohaselt kuni 2025. aasta keskpaigani üle EKP 2,0% eesmärgi, samas kui ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) püsib kogu perioodi jooksul 2%st kiirem. See on tingitud kõrgete energiahindade viitajaga mõjust inflatsiooni komponentidele (v.a energia), euro varasemast odavnemisest, tugevast tööturust ja inflatsiooniootuste mõjust palkadele, mille kasvumäär peaks ajaloolise keskmise kaugelt ületama. Võrreldes 2022. aasta septembri ettevaatega on koguinflatsiooni märkimisväärselt ülespoole korrigeeritud: 2022. aastaks 0,3 protsendipunkti, 2023. aastaks 0,8 protsendipunkti ja 2024. aastaks 1,1 protsendipunkti. See kajastab hiljutisi üllatavaid andmeid, hinnatõususe tugevuse ja püsivuse ning ülekandumise ümberhindamist, jõulisemat palgakasvu ja kõrgemaid toidutoormehindu, mis tasakaalustavad täielikult nafta, gaasi ja elektri eeldatavast

madalamast hinnast, tarneraskuste kiiremast leevenemisest, euro hiljutisest kallinemisest ja kehvemast kasvuväljavaatest tingitud langussurve. Eelarvepoliitilised meetmed, millega hüvitatakse kõrgeid energiahindu ja inflatsiooni, mängivad samuti ettevaateperioodi inflatsiooniväljavaates olulist rolli. Hinnangute kohaselt pärssisid need 2022. aastal ÜTHI-koguinflatsiooni 1,1 protsendipunkti võrra ja 2023. aastal peaksid kahanema 0,5 protsendipunkti võrra. Seejärel avaldab aga meetmete tühistamine eeldatavasti inflatsioonile märkimisväärset tõususurvet, kergitades seda 2024. aastal 0,7 protsendipunkti ja 2025. aastal 0,4 protsendipunkti.⁹

Joonis 14.

Euroala ÜTHI-inflatsioon ja ÜTHI-inflatsioon, v.a energia ja toiduained

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Eurostat ja eurosüsteemi ekspertide makromajanduslik ettevaade euroala kohta (detsember 2022).

Märkus. Vertikaalne joon tähistab ettevaateperioodi algust. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta kolmandast kvartalist ja ettevaade on 2024. aasta neljanda kvartali kohta. Ettevaates sisalduvate andmete esitamise tähtaeg oli 30. november 2022. ÜTHI-inflatsiooni ja ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) varasemad andmed on esitatud kvartali kohta. ÜTHI-inflatsiooni prognoosandmed on esitatud kvartali kohta ja ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) omad aasta kohta.

⁹ Vt ka eurosüsteemi ekspertide makromajanduslik ettevaade euroala kohta (detsember 2022).

4 Finantsturu areng

Vaatlusperioodi jooksul (8. septembrist 14. detsembrini 2022) mõjutasid finantsturge eeldused, et euroala rahapoliitika hakkab kiiremini ja selgemalt karmistuma. Euroala lühiajalised riskivabad intressimäärad tõusid sel ajavahemikul märkimisväärselt, pikemaajalised intressimäärad aga hoolimata turu suurest volatiilsusest kokkuvõttes vaid veidi. Euroala riigivõlakirjade tulusus oli suuresti kooskõlas pikaajaliste riskivabade intressimäärade ja tulususe vahe vähenes. Vaatamata kõrgematele riskivabadele intressimääradele ja vastupidiselt USAs valitsevatele arengusuundadele vähenes Euroopa ettevõtete võlakirjade hinnavahe ja aktsiahinnad kerkisid, kusjuures euroala pankade aktsiate hinnatõus oli eriti jõuline. Valuutaturgudel tugevnes euro märgatavalt, kaalutuna väliskaubanduse osatähtsusega.

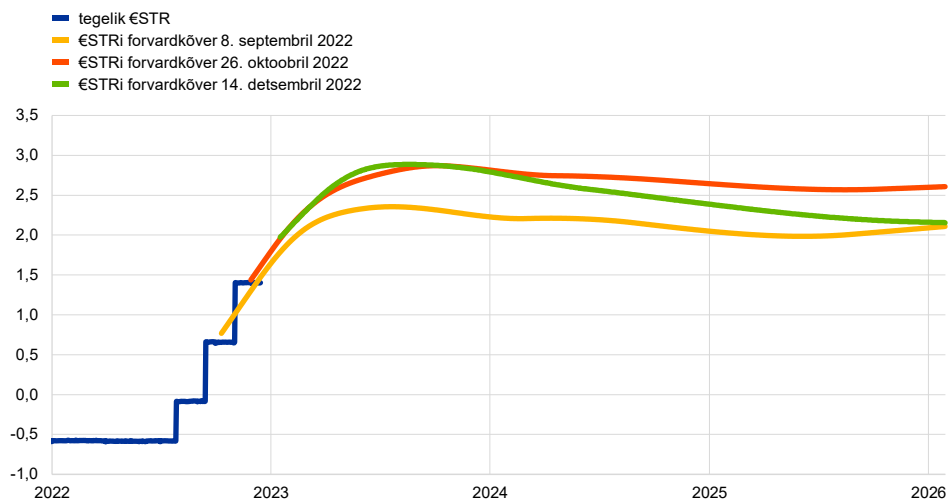
Euroala lühiajalised riskivabad intressimäärad tõusid vaatlusperioodil, sest turgudel eeldati rahapoliitika kiiremat ja märgatavamalt karmistumist. Seejärel €STRi forvardkõvera kõige lühemate tähtaegadega intressimäärade ots stabiliseerus ja pikemate tähtaegadega ots pöördus tuntuvalt.

Võrdlusintressimäärana kasutusele võetud euro lühiajaline intressimäär (€STR) järgis kiiresti muutusi hoiustamise püsivõimaluse intressimääras, mille EKP nõukogu tõstis septembris toimunud rahapoliitikaistungil 0,00%lt 0,75%ni ja oktoobri istungil veel 75 baaspunkti võrra 1,50%ni. €STR oli vaatlusperioodi alguses (septembri alguses) keskmiselt –8,5 baaspunkti, aga alates novembri algusest umbes 140 baaspunkti. Üleööintressimäärade vahetustehingu forvardkõver, mis põhineb €STRil, kerkis lühemaajaliste intressimäärade puhul märkimisväärselt pärast seda, kui mõlemad intressimäärad tõusid. Vaatlusperioodi lõpul arvestati, et 2023. aastal tuleb veel ligikaudu 80 baaspunkti suurune lisatõus, mis tähendab, et 2023. aasta kolmanda kvartali alguses on kõrgeim intressimäär umbes 2,8%. Samal ajal pöördus kõver vaatlusperioodi lõpus väga lühikeses plaanis järsult. See oli seotud umbes kolme intressimäärade kärpega aastatel 2024 ja 2025.

Joonis 15.

€STRi forvardmäärad

(protsentides aasta kohta)



Allikad: Thomson Reuters ja EKP arvutused.

Märkus. Forvardkõverat hinnatakse üleöointressimäära vahetustehingu hetkeintressimäärade (€STR) abil.

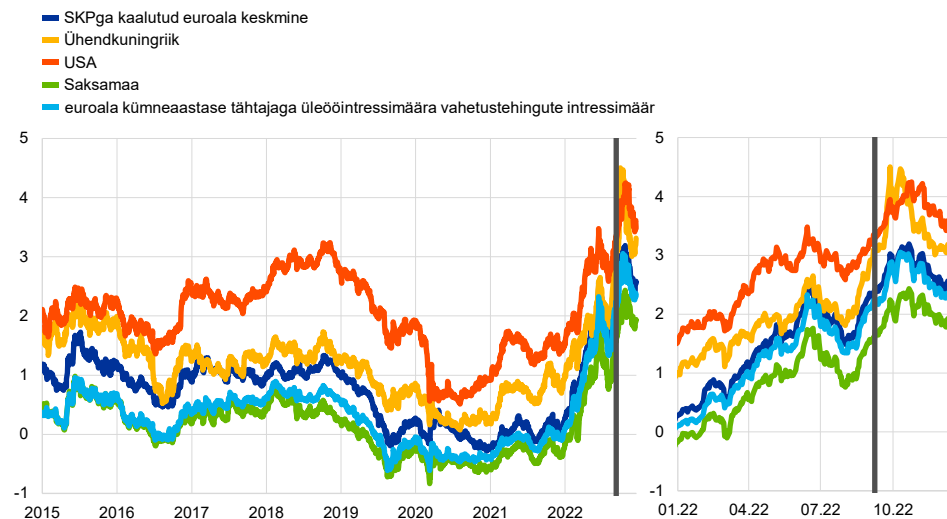
Euroala pikaajaliste võlakirjade tulusus hakkas vaatlusperioodil esialgu kasvama, sest turuosalistes hindasid ümber oma ootused rahapoliitika edasise arengu suhtes, ning pöördus siis sarnaselt USAga tagasi septembrikuise taseme lähedale (joonis 16). Pikaajalised riskivabad intressimäärad jäid

vaatlusperioodil volatiilseks ja olid väga tundlikud makromajanduslike uudiste suhtes. Esialgu jätkasid need tõusu oodatust kõrgemate inflatsiooninäitajate tõttu, aga langesid siis taas septembri alguse tasemele. Näiteks euroala kümneaastase tähtajaga riskivaba intressimäär – mõõdetuna üleöointressimäära vahetustehingute intressimääraga – kerkis ajutiselt ligikaudu 80 baaspunkti võrra umbes 3%ni. Seejärel langes see vaatlusperioodi lõpus tagasi 2,3% juurde, sest turuosalistes oletasid, et USA ja euroalal võib intressimäärade tõus aeglustuda ja rahapoliitikas võidakse suunda muuta oodatust varem. Sellele järgnes üleilmne tulususe vähenemine. Riigivõlakirjade tulusus kasvas perioodi lõpu poole hoolimata suurest volatiilsusest kogu maailmas üldiselt tagasihoidlikult, kusjuures USA, Ühendkuningriigi ja Saksamaa kümneaastase tähtajaga võlakirjade tulusus suurenes 16, 15 ja 22 baaspunkti ning jõudis vastavalt 3,48%ni, 3,31%ni ja 1,94%ni.

Joonis 16.

Kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade tulusus ja €STRil põhinev kümneaastase tähtajaga üleööintressimäär vahetustehingute intressimäär

(protsentides aasta kohta)



Allikad: Refinitiv ja EKP arvutused.

Märkus. Vertikaalne hall joon tähistab vaatlusperioodi algust 8. septembril 2022. Viimased andmed pärinevad 14. detsembrist 2022.

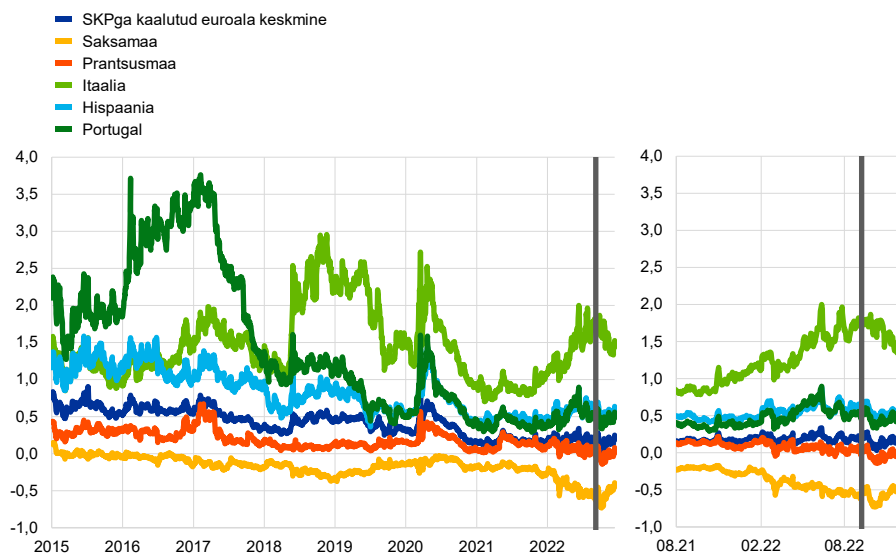
Euroala riigivõlakirjade tulususe muutused olid vaatlusperioodil suuresti kooskõlas riskivabade intressimääradega ja tulususe vahe vähenes

(joonis 17). Pikaajalised riskivabad intressimäärad kõikusid vaatlusperioodil märkimisväärselt, kuid euroala kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade SKPga kaalutud tulususe ja üleööintressimäärade vahetustehingu intressimäärade vahe oli üldiselt suhteliselt stabiilne ning kasvas vaatlusperioodi lõpuks võrreldes septembri algusega 7 baaspunkti võrra. Selle taga peitusid mitmesugused muutused eri riikides, sest osas riikides riigivõlakirjade tulususe vahe kahanes. Näiteks Itaalia ja Kreeka kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade tulususe vahe vähenes vastavalt 18 ja 22 baaspunkti võrra, samal ajal kui Saksamaal jõudis see 14 baaspunkti võrra nulltasemele lähemale.

Joonis 17.

Euroala kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade tulususe ja €STRi üleöintressimäära vahetustehingute kümneaastase intressimäära vahe

(protsendipunktides)



Allikad: Refinitiv ja EKP arvutused.

Märkus. Vertikaalne hall joon tähistab vaatlusperioodi algust 8. septembril 2022. Viimased andmed pärinevad 14. detsembrist 2022.

Ettevõtete võlakirjade hinnavahe vähenes vaatlusperioodil tänu paranenud riskivalmidusele, kusjuures langus oli kõige märgatavam suure tootlusega segmendis. Vaatamata kõrgematele lühiajalistele intressimääradele ja majandusraskustele vähenes vaatlusperioodil ettevõtete võlakirjade hinnavahe.

Selle taga oli paranenud riskivalmidus, sest tarneraskused jätkavad tasahaaval leevenemist ja ostujuhtide indeksid näitavad mõningast vastupanuvõimet (vt 1. ja 2. peatükk). Hinnavahe ahenemist oli iseäranis tunda suure tulususega võlakirjade tulususe vahe puhul, mis vähenes 35 baaspunkti. Ettevõtete investeerimisjärgu võlakirjade tulususe vahe kahanes 19 baaspunkti.

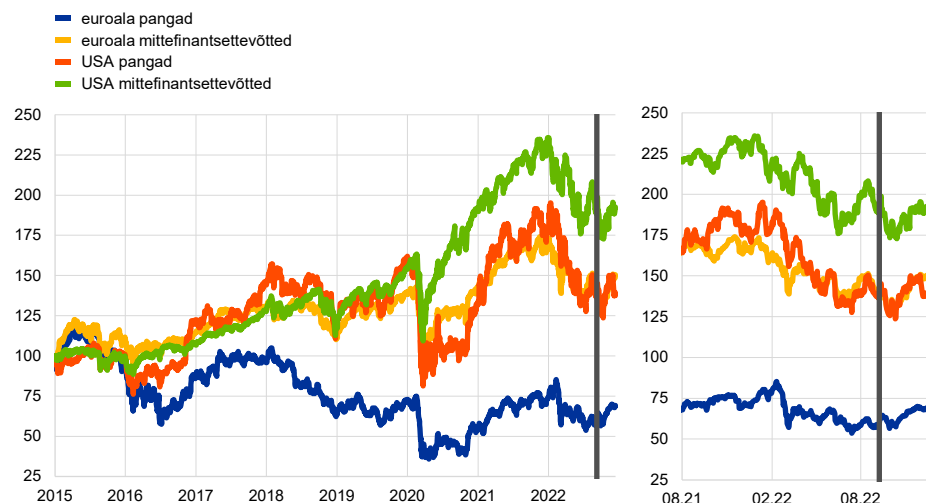
Euroopa aktsiaturud taastusid ja euroala pankade tulemused olid väga head.

Aktsiaturud taastusid hoolimata kõrgemate riskivabade intressimäärade mõningasest pärssivast mõjust. Euroopa aktsiate tulemused ületasid üleilmsete konkurentide, muu hulgas USA omasid. Mittefinantsettevõtete aktsiahinnad tõusid euroalal kokku 7,7%, USAs aga langesid 0,8%. Pangandussektoris oli erinevus veelgi suurem: euroala pankade kasv oli 14,2%, samas kui USA pangad tegid läbi 4,0% languse. Selline taastumine osutas euroala pankade üllatavale tulususele kolmandas kvartalis ja veelgi kindlamatele edaspidistele tuluootustele, kusjuures oletatakse, et EKP baasintressimäärade tegelik ja eeldatav tõus aitab kindlustada pankade intressimarginaale ja seega kasumit.

Joonis 18.

Euroala ja USA aktsiahindade indeksid

(indeks: 1. jaanuar 2015 = 100)



Allikad: Refinitiv ja EKP arvutused.

Märkus. Vertikaalne hall joon tähistab vaatlusperioodi algust 8. septembril 2022. Viimased andmed pärinevad 14. detsembrist 2022.

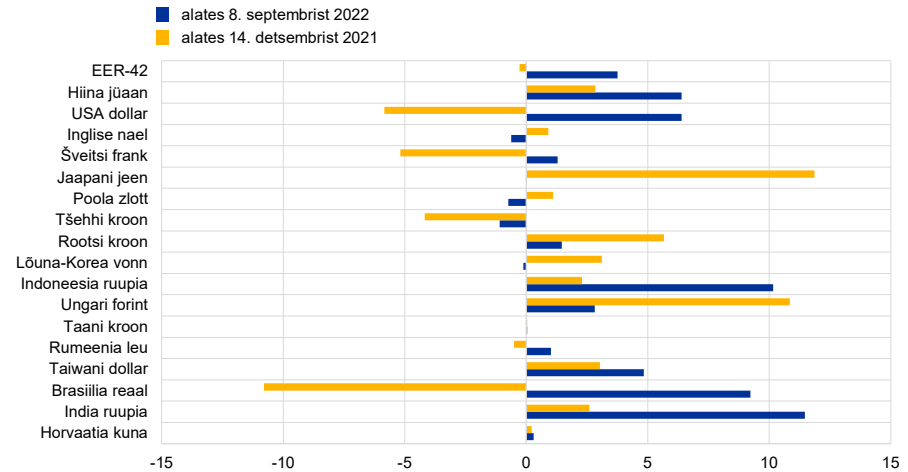
Valuutaturgudel tugevnes euro märgatavalt, kaalutuna väliskaubanduse osatähtsusega (joonis 19).

Euro nominaalne efektiivne vahetuskursis tõusis vaatlusperioodil 3,8%, mõõdetuna euroala 42 kõige olulisema kaubanduspartneri vääringu suhtes. Kahepoolseid vahetuskursse vaadates kallines euro märkimisväärselt USA dollari suhtes (6,4%), mis kajastas spekulatsioone selle üle, et intressimäärade tõstmise tempo võib USAs aeglustuda ja rahapoliitikas võidakse suunda muuta oodatust varem. Veel tugevnes euro enamiku teiste arenenud majandusega suurriikide vääringute, muu hulgas Šveitsi frangi (1,3%) suhtes. Jaapani jeeni suhtes püsis euro siiski üldjoontes muutumatuna. Lisaks kallines euro enamiku peamiste tärkava turumajandusega riikide vääringute, sealhulgas Hiina jüaani (6,4%) suhtes. Euro nõrgenes veidi mõne Euroopa vääringu, sealhulgas Inglise naela (0,6%), Tšehhi krooni (1,1%) ja Poola zloti (0,7%) suhtes, kuid jätkas kallinemist Ungari forint suhtes (2,8%).

Joonis 19.

Euro ja valitud vääringute vahetuskursi muutused

(muutus protsentides)



Allikas: EKP.

Märkus. EER-42 on nominaalne tegelik vahetuskurs, mis kehtib euroala 42 kõige olulisema kaubanduspartneri vääringu suhtes. Positiivne (negatiivne) muutus vastab euro kallinemisele (odavnemisele). Kõikide muudatuste arvutamiseks on kasutatud 14. detsembril 2022 kehtinud vahetuskursse.

5 Rahastamistingimused ja laenupakkumise areng

Rahapoliitika jätkuva normaliseerumise taustal on pangalaenude intressimäärad veelgi tõusnud, kajastades pankade rahastamiskulude suurenemist. Ettevõtetele laenamine jäi oktoobris endisele kõrgele tasemele, kuid kodumajapidamistele laenamine vähenes. 8. septembrist 14. detsembrini kahanes omakapitali kaudu rahastamise kulu märkimisväärselt, samal ajal kui turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulu veidi kasvas. 2022. aasta oktoobris korraldatud küsitlus ettevõtete juurdepääsu kohta rahastamisele (SAFE) osutab ettevõtete rahastamistingimuste ulatuslikule karmistumisele. Samal ajal olid ettevõtted üsna pessimistlikud enamiku välisrahastamisallikate kättesaadavuse suhtes. Rahapakkumise dünaamika aeglustumine jätkus oktoobris, peegeldades ettevõtetele ja kodumajapidamistele antavate laenude arengut.

Euroala pankade rahastamiskulud on rahapoliitika normaliseerumise jätkudes varasemast suuremad, kajastades muutusi riskivabades intressimäärades ja turuintressimäärades. Oktoobris jätkus euroala pankade laenuvahenditega rahastamise koondkulu tõusutrend, mis jõudis kõrgeimale tasemele alates 2014. aastast (joonise 20 osa a). Keskpankade rahastamistingimuste karmistudes ja rahapoliitika normaliseerudes pankade üldised rahastamiskulud vaatlusalusel perioodil esialgu kasvasid, kuid seejärel alanesid taas mõnevõrra, mis oli tingitud pangavõlakirjade tulususe novembrikuisest allapoole korrigeerimist (joonise 20 osa b). EKP hiljutised intressimäärade tõstmised on kandumas üle ka hoiuste intressimääradesse. Kooskõlas ajalooliste seaduspäradega on hiljutiste rahapoliitiliste meetmete ülekandumine hoiustesse olnud järkjärgulisem võrreldes pangavõlakirjade intressimäärade kiirema reageerimisega. Oktoobris tõusis hoiuste intressimäär 0,35%ni, olles 22 baaspunkti kõrgem kui enne intressimäärade esimest tõstmist juulis ja 28 baaspunkti kõrgem kui 2022. aasta alguses. Need endiselt mõõdukad tõusud osutavad hoiuste intressimäärade ja baasintressimäärade vahe järkjärgulisele naasmisele varasematele tasemetele, mis on positiivsete intressimäärade perioodidel tavapärased. Hiljutine suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide kolmanda seeria (TLTRO III) tingimuste muutmine aitab samuti kaasa pankade rahastamiskulude normaliseerumisele.¹⁰ Pärast TLTRO III tingimuste muutmist kiirendasid pangad novembris ja detsembris oma vabatahtlikke tagasimakseid, vähendades nii pangandussektori ülelikviidsust. Mis puudutab bilansside tugevust, siis üldiselt on euroala pangad hästi kapitaliseeritud ning ületavad regulatiivseid nõudeid ja kapitalieesmärke, kuid nõrgenevast majanduskeskkonnast tulenevad riskid võivad vähendada varade kvaliteeti ja suurendada krediidiriski.

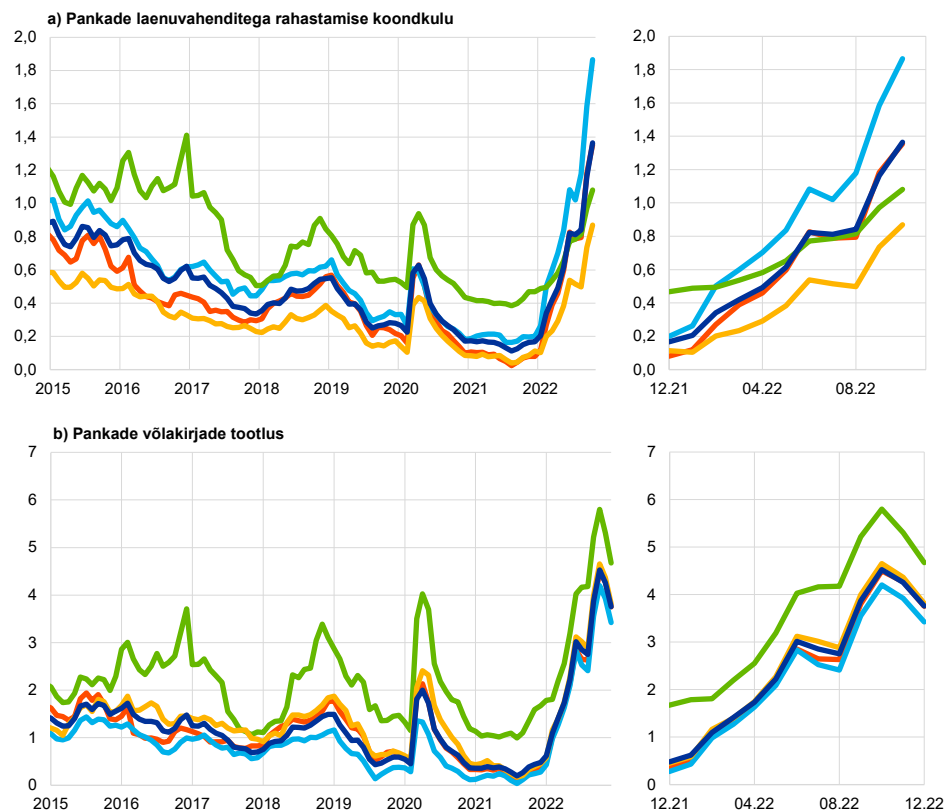
¹⁰ Vt EKP 27. oktoobri 2022. aasta pressiteade „[ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#)“.

Joonis 20.

Pankade rahastamise koondintressimäärad euroala valitud riikides

(protsentides aasta kohta)

■ euroala
■ Saksamaa
■ Prantsusmaa
■ Itaalia
■ Hispaania



Allikad: EKP, IHS Markit iBoxxi indeksid ja EKP arvutused.

Märkus. Pankade rahastamise koondintressimäärad on hoiusepõhise rahastamise ja tagamata turupõhise laenuvahenditega rahastamise koondkulude kaalutud keskmine. Hoiuste koondkulu arvutatakse üleõhoiuste, tähtajaliste hoiuste ja nõudmiseni hoiuste (mida on kaalutud nende vastavate jääkide summadega) uute intressimäärade keskmisena. Pankade võlakirjade tootlus on kõrgema nõudeõiguse järguga võlakirjade kuu keskmine tootlus. Viimased andmed pärinevad pankade rahastamise koondintressimäärade puhul 2022. aasta oktoobrist ja pankade võlakirjade tootluse puhul 14. detsembrist 2022.

Ettevõtetele ja kodumajapidamistele antavate pangalaenude intressimäärad on veelgi tõusnud, kajastades rahapoliitika normaliseerumist.

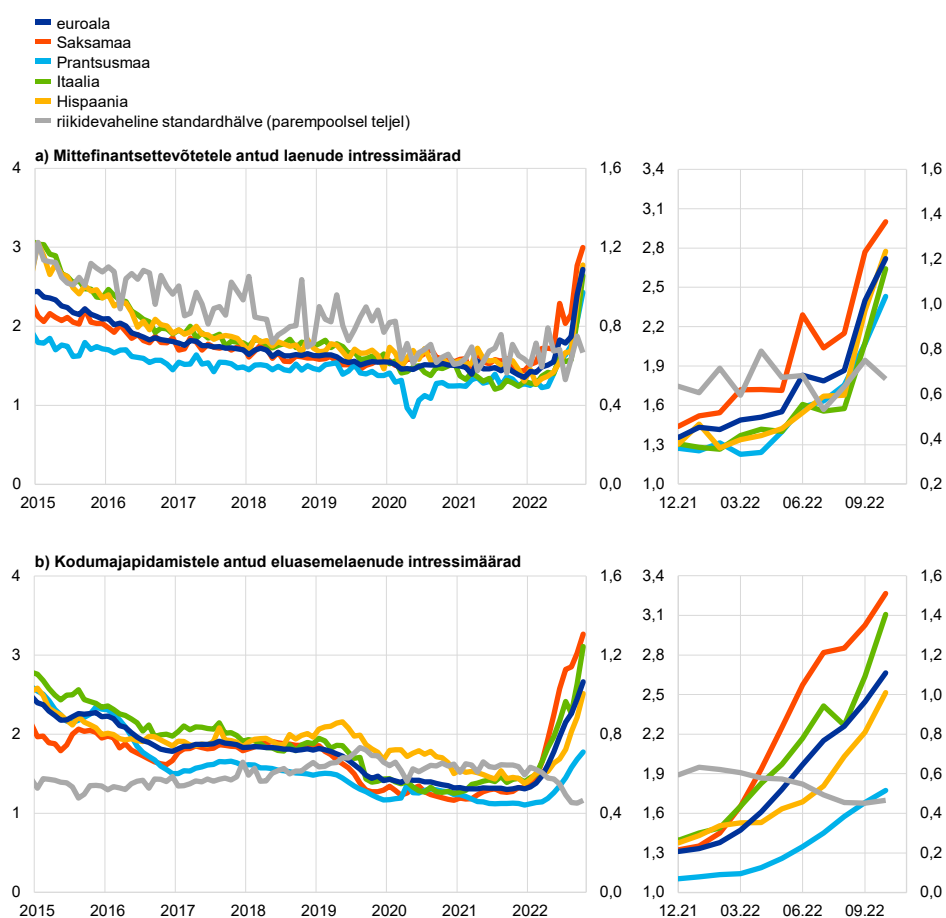
Alates 2022. aasta veebruarist on pankade rahastamiskulude suurenemise tagajärjel laenuintressimäärad tõusnud kõigis euroala riikides ja jõudnud viimati 2015. aastal täheldatud tasemeni (joonis 21) ning laenuitingimused on muutunud rangemaks. Laenuintressimäärade tõusud on kooskõlas varasemate rahapoliitika karmistamise tsüklitega. Mittefinantsettevõtetele antavate laenude intressimäärad kerkisid oktoobris 2,72%ni. Alates 2021. aasta lõpust on ettevõtetele antavate laenude intressimäärad tõusnud 32 baaspunkti võrra kuus ja kumulatiivselt 136 baaspunkti võrra. Samal ajal kasvasid kodumajapidamiste eluasemelaenude intressimäärad oktoobris veel 21 baaspunkti võrra ja jõudsid 2,66%ni, mis on 135 baaspunkti võrra kõrgem kui 2021. aasta lõpus registreeritud tase. Laenuintresside puhul täheldatud tõus oli palju suurem kui hoiuseintresside puhul. See on samuti rahapoliitika karmistamise tsüklile iseloomulik. Pangalaenude suurem ümberhindamine võrreldes

hoiustega toetab uute laenude ja hoiuste keskmiste intressimäärade vahe suurenemise kaudu pankade netointressitulu. Väga väikeste laenude ja suurte laenude intressimäärade vahe kasvas mõnevõrra ning jõudis viimase kahe aasta keskmise taseme lähedale, kuid oli siiski märksa väiksem kui enne finantskriisi. Samal ajal püsisid ettevõtete ja kodumajapidamiste laenuintressimäärade riikidevahelised erinevused väikesed. See näitab, et EKP rahapoliitika karmistamise ülekandumine on olnud sujuv (joonis 21 osad a ja b).

Joonis 21.

Mittefinantsettevõtetele ja kodumajapidamistele antud pangalaenude koointressimäärad valitud riikides

(protsentides aasta kohta; standardhälve)



Allikas: EKP.

Märkus. Laenude koointressimäärad on leitud lühi- ja pikaajaliste intressimäärade liitmisel, kasutades uute laenude mahu 24 kuu liibivat keskmist. Riikidevahelise standardhälbe leidmisel on lähtutud euroala 12 riigist koosnevast püsivaimist. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta oktoobrist.

8. septembrist kuni 14. detsembrini 2022 vähenes mittefinantsettevõtete omakapitali kaudu rahastamise kulu märgatavalt, samal ajal kui turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulu veidi kasvas.

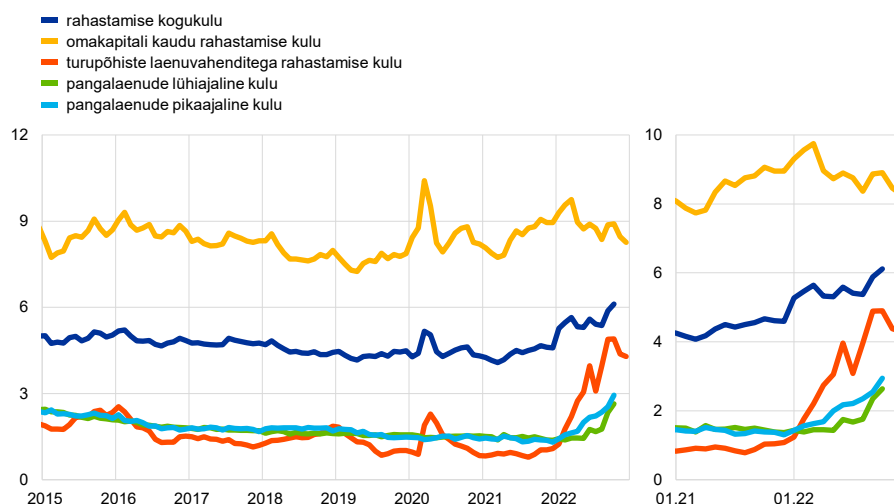
Kuna pangalaenude kulu andmete esitamisel esineb viivitusi, saab mittefinantsettevõtete kogu rahastamiskulu, mis koosneb pangalaenude, turupõhiste laenuvahenditega rahastamise ja omakapitali kaudu rahastamise kulust, arvutada ainult kuni 2022. aasta oktoobrini, mil see oli 6,1% ehk ligikaudu 20 baaspunkti kõrgem kui eelmisel kuul (joonis 22).

Tõus tulenes nii lühi- ja pikaajaliste pangalaenuudega kui ka turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulu suurenemisest. Omakapitali kaudu rahastamise kulu oktoobris eelmise kuuga võrreldes märkimisväärselt ei muutunud, sest aktsiahinna riskipreemia vähenemine korvas kõrgemate riskivabade intressimäärade mõju omakapitali kaudu rahastamise kulule. Turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulu kasvas kõrgemate riskivabade intressimäärade ja suurema ettevõtete võlakirjade tulususe vahe tõttu. Rahastamise kogukulu saavutas 2022. aasta oktoobris mitme aasta kõrgeima taseme, jõudes näitajateni, mida viimati täheldati 2010. aasta lõpus. Alates 8. septembrist vähenes turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulu vaatlusperioodil vähesel määral tänu võlakirjade tulususe vahe kahanemisele nii investeerimisjärgu kui ka suure tulususega võlakirjade segmendis, mis korvas riskivabade intressimäärade mõningase tõusu. Omakapitali kaudu rahastamise kulu vähenes järsult aktsiahinna riskipreemia märkimisväärsel langusel tõttu, mis korvas veidi kõrgemate riskivabade määrade marginaalse mõju.

Joonis 22.

Euroala mittefinantsettevõtete välisrahastamise nominaalkulu komponentide kaupa

(protsentides aasta kohta)



Allikad: EKP, EKP hinnangud, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg ja Thomson Reuters.

Märkus. Mittefinantsettevõtete rahastamise kogukulu on arvatud pangalaenude ja turupõhiste laenuvahenditega ning omakapitali kaudu rahastamise kulu kaalutud keskmisena, võttes aluseks nende vastavad jäägid. Viimased andmed turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulu kohta pärinevad 14. detsembrist 2022 (päevaste andmete kuu keskmine), omakapitali kaudu rahastamise kulu kohta 9. detsembrist 2022 (nädala andmed) ning rahastamise kogukulu ja pangalaenude kulu kohta 2022. aasta oktoobrist (kuu andmed).

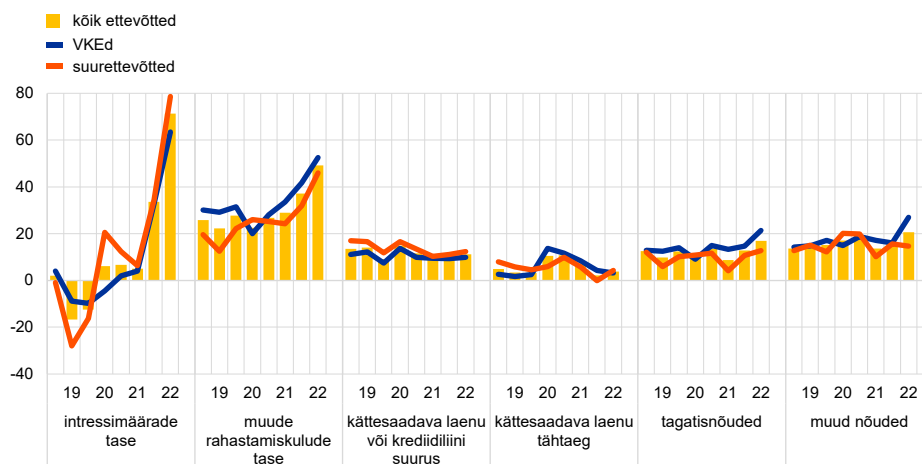
2022. aasta oktoobris korraldatud küsitluses ettevõtete juurdepääsu kohta rahastamisele osutasid ettevõtted rahastamistingimuste karmistumisele kõigis suurusklassides ja riikides. Pangalaenude kõrgematest intressimääradest teatanud ettevõtete netosakaal tõusis 71%ni (eelmises küsitlusvoorus 34%), kusjuures võrreldavat määra ei ole täheldatud alates küsitluse algusest 2009. aastal (joonis 23). Samal ajal teatas 49% ettevõtetest (eelmises küsitlusvoorus 37%) ka muude rahastamiskulude, näiteks teenus- ja vahendustasude suurenemisest. Pangalaenude intressimäärade ja muude kulude kasv näib olevat väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate (VKEed) ning suurettevõtete puhul üldiselt sarnane. Samuti selgus küsitlusest, et tagatisnõuded on muutunud rangemaks, ning rohkem ettevõtteid märkis, et laenude tähtaeg on pikenenud ja suurus kasvanud. Samal ajal

teatasid vähesed ettevõtted takistustest pangalaenude saamisel (7%, nagu ka eelmises küsitlusvoorus). Sellele aitas eelkõige kaasa pankade jätkuv valmisolek laenu anda.

Joonis 23.

Muutused euroala ettevõtete pangalaenudega rahastamise tingimustes

(vastajate netoosakaalud)



Allikas: EKP küsitlus ettevõtete juurdepääsu kohta rahastamisele.

Märkus. Näitajad põhinevad ettevõtetele, kes olid taotlenud pangalaenu (sh subsideeritud pangalaenu), krediidiini või panga- või krediitkaardi arvelduskrediiti. Netoosakaal on konkreetse teguri suurenemisest teatanud ettevõtete osakaalu ja sama teguri vähenemisest teatanud ettevõtete osakaalu vahe. Näitajad pärinevad 20.–27. küsitlusvoorst (oktoober 2018 – märts 2019 kuni aprill 2022 – september 2022).

Ettevõtted teatasid rahastamispuudujäägi suurenemisest ja olid enamiku välisrahastamisallikate kättesaadavuse suhtes varasemast pessimistlikumad.

Välisrahastamise puudujääk (välisrahastamise nõudluse ja pakkumise muutuse vahe) ulatus euroalal 9%ni (eelmises küsitlusvoorus 1%). See tulenes ettevõtete suurenenud vajadusest välisrahastamise järele – peamiselt selleks, et tulla toime kasvanud tootmiskuludega –, millele lisandus veidi väiksem rahastamise tegelik kättesaadavus. Edaspidise arengu kohta teatas suhteliselt suur osa ettevõtetest, et nad eeldavad pangalaenude ja krediidiinide kättesaadavuse halvenemist ajavahemikul 2022. aasta oktoobrist 2023. aasta märtsini (vastavalt 31% ja 25%). Ajalooliselt on nende näitajate dünaamika olnud seotud senise ja tulevase majandustegevusega, mis osutab, et suurenev rahastamispuudujääk ja eeldatavalt väiksem rahastamise kättesaadavus pärsvad euroala SKP kasvu.¹¹

Ettevõtetele laenamine jäi oktoobris endisele kõrgele tasemele, kuid kodumajapidamistele laenamine vähenes taas.

Mittefinantsettevõtetele antud laenude aastakasv püsis oktoobris muutumatult 8,9% tasemel, kuid sissevool oli väiksem kui eelnevatel kuudel (joonise 24 osa a). Ettevõtetele antavate laenude kiire kasvutempo peegeldab endiselt suurt nõudlust pangalaenude järele, kuna ettevõtted kasutavad laene kasvanud tootmis- ja investeerimiskulude rahastamiseks ning asendavad võlakirjad pangalaenudega, sest turupõhise rahastamise kulud on suuremad kui pangalaenudega rahastamise kulud. Mis puudutab tähtaegu, siis andsid oktoobris ettevõtetele antud laenude mahu kasvu suurima panuse

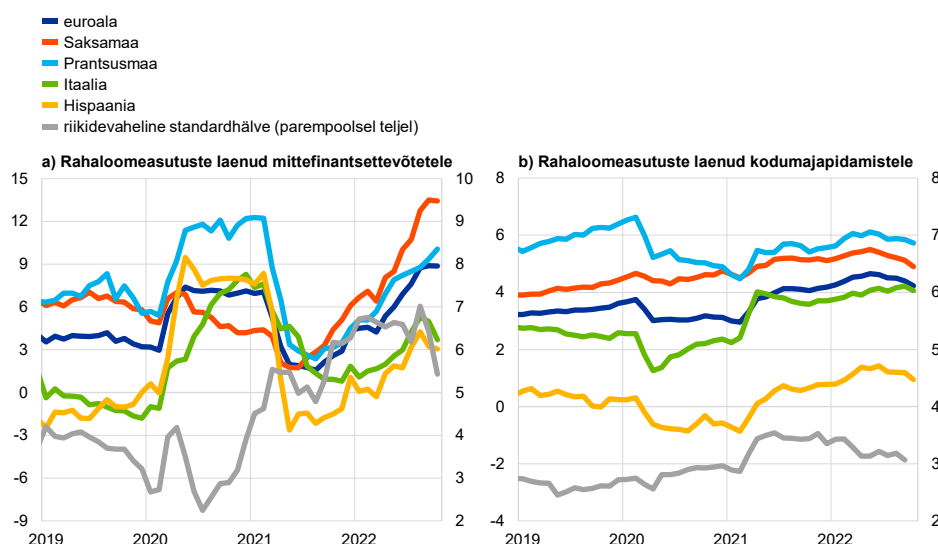
¹¹ Lisateabe saamiseks vt selle majandusülevaate infokast „Ettevõtete juurdepääs rahastamisele ja majandustsükkel küsitlusandmete põhjal“.

pikemaajaliste laenude vood, mis peegeldab inflatsioonist ja võlaväärtpaberite asendamisest tingitud suurt vajadust investeerimislaienduste järele. Lühiajaliste laenude voogude märkimisväärne vähenemine oktoobris võib olla seotud pöördepunktiga ettevõtete varude akumulierimisel ning on kooskõlas küsitluse varude muutusi kajastavate põhinäitajatega. Kodumajapidamistele antud laenude aastakasv aeglustus septembri 4,4%lt oktoobris 4,2%le (joonise 24 osa b). See on seletatav eluasemelaenude väljastamise vähenemisega, mis tuleneb nõudluse ja pakkumise koosmõjust: pangad karmistavad laenuandmise tingimusi ning nõudlus kahaneb halvenevate majandusväljavaadete, hüpoteeklaenude kõrgemate intressimäärade ja eluasemeturu kehvamate väljavaadete tõttu. [Euroala pankade laenu-tegevuse küsitlus](#), mis pakub ettevaatavat teavet ettevõtetele ja kodumajapidamistele antavate laenude tulevase kasvu kohta, viitab sellele, et laenu-tegevus peaks lähikvartalite jooksul aeglustuma.¹² See hinnang on kooskõlas euroala majanduskasvu oodatava aeglustumise ja rahapoliitika normaliseerumisega.

Joonis 24.

Rahaloomeasutuste laenud euroala valitud riikides

(aastamuutus protsentides; standardhälve)



Allikas: EKP.

Märkus. Rahaloomeasutuste antud laenuid on kohandatud laenuid müügi ja väärtpaperistamisega. Mittefinantsettevõtete puhul on laenuid kohandatud ka tingliku likviidsuse koondamisega. Riikidevahelise standardhälbe leidmisel on lähtutud euroala 12 riigist koosnevast püsivalimisest. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta oktoobrist.

Ettevõtete välisrahastamise kogumaht vähenes ja pangalaenuid osakaal

kasvas. Välisrahastamise aastakasv aeglustus septembrikuiselt 3,6%lt oktoobris 3,4%le. See kajastab laenuintressimäärade tõusu ja laenuitingimuste karmistumist investeringute kiire nominaalkasvu ja ettevõtete jätkuvate käibekapitalivajaduste taustal. Alates 2022. aasta algusest on välisrahastamisvooge märkimisväärselt toetanud ettevõtetele antud pangalaenuid kasvanud maht, samas kui võlaväärtpaberite ja noteeritud aktsiate netoemiteerimine on üldiselt olnud tagasihoidlikum (joonis 25). Ettevõtete suurem pangalaenuid maht ja võlaväärtpaberite emiteerimise vähenemine kajastavad turupõhiste laenuvahenditega rahastamise

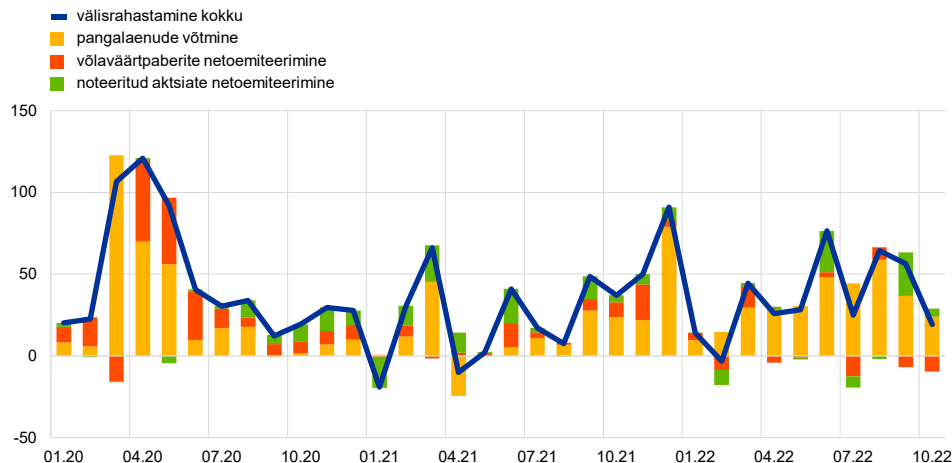
¹² Lisateabe saamiseks vt selle majandusülevaate infokast „Millist teavet annab euroala pankade laenu-tegevuse küsitlus laenuid edasise arengu kohta?“.

suhtelise kulu suurenemist. Börsil noteeritud aktsiate emiteerimise ajutine kasv septembris on seletatav ühe ettevõtte noteeritud aktsiate erakordselt suure mahuga.

Joonis 25.

Euroala mittefinantsettevõtete netovälisrahastamisvood

(kuised vood miljardites eurodes)



Allikad: EKP, Eurostat, Dealogic ja EKP arvutused.

Märkus. Netovälisrahastamine on pankade (rahaloomeasutuste) laenude, võlaväärtpaberite netoemiteerimise ja noteeritud aktsiate netoemiteerimise summa. Rahaloomeasutuste väljastatud laene on kohandatud laenu müügi, väärtpaberistamise ja likviidsuse koondamisega. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta oktoobrist.

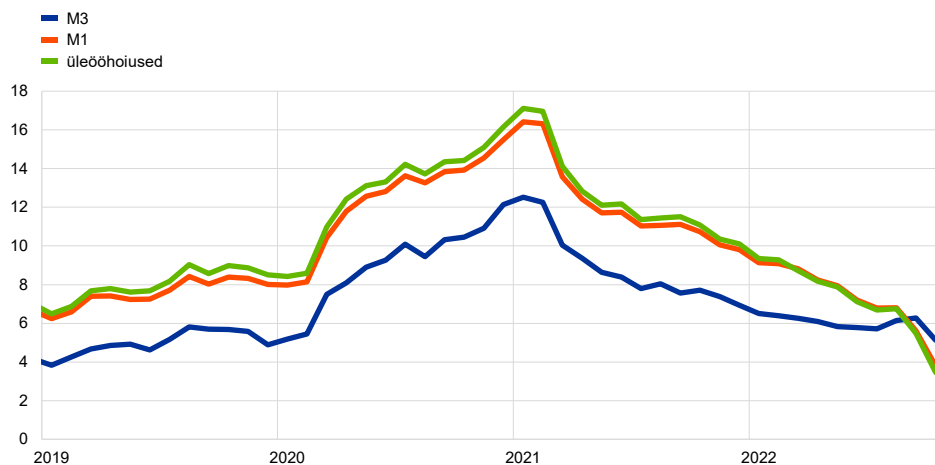
Rahapoliitika normaliseerumise taustal jätkus oktoobris rahaliste vahendite ümberpaigutamine üleöhoiustelt tähtjalistele hoiustele.

Üleöhoiuste aastakasv aeglustus järsult: septembri 5,5%lt oktoobris 3,4%le (joonis 26). See on tingitud üleöhoiuste ulatuslikust asendamisest tähtjalistele hoiustega. Portfellide sellise ümberjaotamise põhjuseks on asjaolu, et üleöhoiustega võrreldes on tähtjalistele hoiuste intressimäärad järk-järgult tõusnud, mis on koosõlas varasemate rahapoliitika karmistamise tsüklite omaste suundumustega. Suurt huvi tähtjalistele hoiuste vastu on täheldatud peamiselt ettevõtete ja muude finantseerimisasutuste seas, kes on vahendeid ümber paigutanud alates 2022. aasta suvest, mil tähtjalistele hoiuste intressimäärad hakkasid tõusma. Kodumajapidamised on varem eelistanud üleöhoiuseid (mis annab märku ettevaatusest ning tähtjalistele ja üleöhoiuste intressimäärade väikesest erinevusest), kuid on intressimäärade erinevuse kasvades viimasel ajal näidanud suuremat huvi tähtjalistele hoiuste vastu. Kahe teise sektoriga võrreldes on kodumajapidamiste puhul portfellide asendamine siiski märksa vähem ilmne. Samal ajal on ettevõtete ja kodumajapidamiste hoiuste kasv olnud riigiti erinev.

Joonis 26.

M3, M1 ja üleõhoiused

(aastakasvumäär; sesoonse ja kalendrilise mõjuga kohandatud)



Allikas: EKP.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta oktoobrist.

Rahapakkumise dünaamika aeglustumine jätkus oktoobris, peegeldades ettevõtetele ja kodumajapidamistele antavate laenude arengut.

Laia rahapakkumise (M3) aastakasv aeglustus septembrikuiselt 6,3%lt oktoobris 5,1%le (joonis 26). Tugev langus on seotud ühekordse tehnilise teguri tühistumisega ning ettevõtetele ja kodumajapidamistele antavate laenude arenguga.¹³ Kui rääkida komponentidest, siis oktoobrikuine üleõhoiuste asendumine tähtjaliste hoiustega tõi kaasa kitsa rahaagregaadi M1 märkimisväärse vähenemise, mistõttu kahanes ka selle agregaadid panus M3 aastakasvu. Samal ajal panustasid laias rahaagregaadis M3 sisalduvad tähtjalised hoiused M3 kasvu eelmiste kuudega võrreldes rohkem. Vastaskirjete poolel mõjutasid M3 aastakasvu endiselt põhiliselt erasektorile antud laenud. Varaostukava ja pandeemia majandusmõju ohjeldamise erakorralise varaostukava raames eurosüsteemis tehtavate valitsemissektori väärtpaberite ostude panus vähenes veelgi, mis kajastab varade netoostude lõpetamist alates 2022. aasta juulist. Samal ajal kahandas raha netoväljavool mujale maailma jätkuvalt laia rahapakkumist, kuna kõrged energiahinnad avaldavad negatiivset mõju euroala kaubandusbilansile.

¹³ 2022. aasta septembri M3 näitajad sisaldavad eurosüsteemi suurt ajutist positsiooni ühe kliiringukoja suhtes, mis liigitub sektorisse „mitterahaloomelised finantsettevõtted, välja arvatud kindlustusseltsid ja pensionifondid“. Septembris paisutas see ühekordne tehniline tegur kõiki rahaagregaate, millesse asjaomased hoiused kuuluvad.

Eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajandusliku ettevaate kohaselt muutus euroala valitsemissektori eelarvepositsioon 2022. aastal järjest paremaks võrreldes pandeemia ajal täheldatud suurte puudujääkidega. 2023. aastal peaks eelarvepositsioon siiski veidi halvenema, enne kui see 2024. aastal taas paraneb. Ajutine halvenemine on suures osas tingitud valitsuste kaalutusõiguse alusel antavast märkimisväärsest toetusest, mille eesmärk on leevendada energiahindade tõusu ja elukalliduse suurenemist kodumajapidamiste jaoks. Eelmistes ettevaadetes eeldati, et need meetmed piirduvad peamiselt 2022. aastaga, mistõttu puudujäägiprognosis üha paranes. Valitsuste eelarved ja muud teadaanded näitavad siiski, et 2023. aastal on toetuste maht samasugune nagu 2022. aastal, moodustades ligikaudu 2% SKPst. Eelarveprognoosi mõjutab endiselt suur ebakindlus, mis on peamiselt seotud Ukrainas toimuva sõja ja energiaturgude olukorraga, mis võib sundida valitsusi rakendama täiendavaid eelarvepoliitilisi toetusmeetmeid. Poliitika seisukohalt on nende meetmete eesmärk kaitsta majandust kõrgete energiahindade mõju eest, mistõttu need peaksid olema ajutised, sihipärased ja kohandatud nii, et säiliks stabiilsus energia tarbimist vähendada. Eelarvepoliitilised meetmed, mis ei vasta nendele põhimõtetele, tõenäoliselt suurendavad inflatsioonisurvet, mis eeldab jõulisemat rahapoliitilist reageerimist. ELi majanduse juhtimise raamistiku kohaselt peaks eelarvepoliitika olema suunatud ka sellele, et muuta meie majandus tootlikumaks ja järk-järgult vähendada valitsemissektori suurt võlga. ELi majanduse juhtimise raamistiku reform tuleks kiiresti lõpule viia.

Eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajandusliku ettevaate kohaselt euroala valitsemissektori eelarvepositsioon 2023. aastal veidi halveneb, kuid 2024. aastal paraneb.¹⁴ Euroala valitsemissektori

eelarvepuudujääk suhtena SKPsse kahanes 2020. aasta erakordselt kõrgelt 7,1% tasemelt 2021. aastal 5,1%-le (joonis 27). 2022. aastal vähenes see hinnangute kohaselt veelgi, 3,5%-ni SKPst, kuid 2023. aastal peaks kasvama 3,7%-ni SKPst. Siiski prognoositakse, et eelarvepuudujäägi vähenemine jätkub 2024. aastal, mil see peaks jõudma 2,7%-ni. Prognooside kohaselt jääb eelarvepuudujääk üldjoontes sellele tasemele kuni ettevaateperioodi lõpuni 2025. aastal. Eelarvepositsiooni paranemine 2022. aastal oli eeldatavasti tingitud majanduslülis ja tsükliliselt kohandatud esmase eelarvepositsiooni paranemisest pärast seda, kui suur osa pandeemiaga seotud erakorralistest meetmetest hakkas lõppema. Kiire inflatsiooni ja Ukrainas toimuva sõja tõttu 2022. aastal võetud meetmed on pandeemia ajal võetud meetmetega võrreldes väiksemad, kuid siiski väga mahukad, moodustades ligikaudu 2% SKPst. Samasuguses mahus toetusmeetmeid rakendatakse eeldatavasti ka 2023. aastal (joonis 28). Nende koosseisus omandavad aga suurema tähtsuse subsidiumid – eelkõige energiahindade ülempiiri toetamiseks –, mis asendavad sotsiaalsiirdeid, näiteks kodumajapidamiste sissetulekutoetusi, mis olid valdavalt valitsuste esialgses reaktsioonis energiahinnašokile. Sellegipoolest

¹⁴ Vt eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajanduslik ettevaade euroala kohta, avaldatud 15. detsembril 2022 EKP veebilehel.

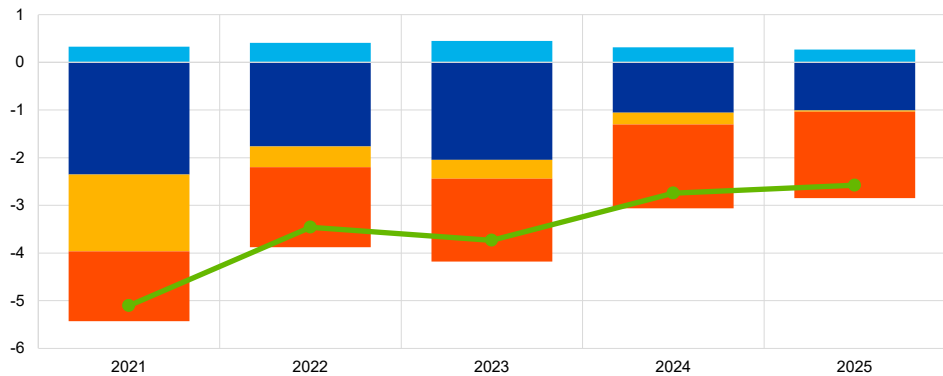
peaksid kaalutusõigusvälised tegurid, näiteks väiksemad erakorralised tulud, eelduste kohaselt aitama kaasa eelarvepuudujäägi mõningasele ajutisele halvenemisele 2023. aastal. 2024. aastal oodatav valitsemissektori eelarvepositsiooni paranemine on täielikult seletatav parema tsükliliselt kohandatud esmase eelarvepositsiooniga, mille prognoosimisel lähtutakse energiaga seotud riiklike toetusmeetmete lõppemise eeldusest.

Joonis 27.

Eelarvepositsioon ja selle komponendid

(protsendina SKPst)

- tsükliliselt kohandatud esmane eelarvepositsioon (korrigeeritud seoses Euroopa Liidu taasterahastu toetustega tulude poolel)
- tsükliline komponent
- intressimaksud
- eelarvepositsioon
- Euroopa Liidu taasterahastu toetused (tulude poolel)



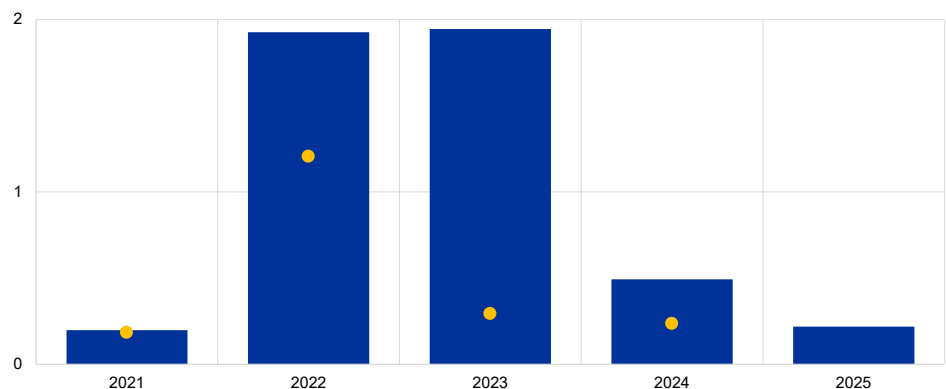
Allikad: EKP arvutused ja eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajanduslik ettevaade. Märkus. Tegu on euroala riikide valitsemissektori koondandmetega.

Joonis 28.

Euroala eelarvetoetusmeetmed vastukaaluks kõrgetele energiahindadele ja inflatsioonile

(protsendina SKPst; maht aastas)

- eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri ettevaade
- EKP ekspertide 2022. aasta septembri ettevaade



Allikad: EKP arvutused ja eurosüsteemi ekspertide makromajanduslik ettevaade.

2022. aastal muutus euroala eelarvepoliitika hinnangute järgi rangemaks ja kuigi see peaks prognooside kohaselt 2023. aastal mõõdukalt lõdvenema, siis 2024. aastal on oodata eelarvepoliitika kursi märgatavat karmistumist, kui just

ei rakendada edasisi kaalutusõiguse alusel võetud meetmeid.¹⁵ 2022. aastal võib eelarvepoliitika karmistumist seostada märkimisväärsete kaalutusõigusväliste teguritega, mis peamiselt kajastavad juba 2021. aastal alanud suurte erakorraliste tulude laekumise jätkumist. Eelarvepoliitika eeldatav lõdvendamine 2023. aastal on seletatav kõnealuste tulude prognoositud osalise tühistumisega, mis täielikult tasakaalustab kaalutusõiguse alusel võetavate meetmete mõningase vähenemise. See vähenemine kajastab osa Covid-19 kriisi puhkemisel rakendatud ulatuslike pandeemiaga ja majanduse taastumise stimuleerimisega seotud meetmete lõpetamist. Sellegipoolest on oodata eelarvepoliitika märkimisväärset karmistumist 2024. aastal, mil enamik inflatsiooniga seotud toetusmeetmeid eeldatavasti lõpeb, ehkki see eeldus on väga ebakindel. Ettevaateperioodi lõpus 2025. aastal peaks sellele järgnema üldjoontes neutraalne eelarvepoliitika.¹⁶

Võrreldes EKP ekspertide 2022. aasta septembri makromajandusliku ettevaatega on euroala üldist eelarvepositsiooni 2022. aasta puhul mõnevõrra ülespoole korrigeeritud, kuid 2023. aastaks oodatakse märksa kehvemat tulemust. Nimelt on euroala eelarvepositsiooni osakaaluna SKPst korrigeeritud 0,3 protsendipunkti võrra ülespoole, kuna nii majandustsükli kui ka tsükliliselt kohandatud esmase tasakaalu panus on oodatust parem. Seevastu 2023. aastaks prognoositakse eelarvepositsiooni märgatavat halvenemist – 0,9 protsendipunkti võrra SKPst. See tuleneb peamiselt negatiivsemast tsükliliselt kohandatud esmasest eelarvepositsioonist, mis kajastab ootusi jätkuvate riiklike toetusmeetmete suhtes seoses kiire inflatsiooni ja Ukrainas toimuva sõjaga.¹⁷

Euroala valitsemissektori võla suhe SKPsse, mis kasvas 2020. aastal märkimisväärselt, peaks 2024. ja 2025. aastal prognooside kohaselt tasapisi alanema veidi alla 90% taseme, mis on aga kriisieelsest tasemest kõrgem.

Kui 2020. aastal kasvas võlasuhe umbes 13 protsendipunkti võrra ligikaudu 97%ni, siis 2021. aastal korvas ikka veel suurt esmast eelarvepuudujääki intressimäärade ja majanduskasvu soodsas vahe märkimisväärne mõju võla vähendamisele. Selle tulemusel vähenes võlasuhe mõõdukalt ning prognooside kohaselt peaks see ajavahemikul 2022–2025 aeglaselt, kuid järjepidevalt veelgi vähenema. Eelduste kohaselt tuleneb see intressimäärade ja majanduskasvu jätkuvalt soodsast vahest, mis kaalub üles võlga suurendava esmase eelarvepuudujäägi, samas kui võlakoormuse ja eelarvepositsiooni erinevuste panus peaks kogu perioodi jooksul kokkuvõttes olema üldjoontes neutraalne (joonis 29). Ettevaateperioodi lõpuks

¹⁵ Eelarvepoliitika kursis näitab, millises suunas ja mahus mõjutavad eelarvepoliitilised meetmed majandust, kui jätta kõrvale riigi rahanduse automaatne reaktsioon majandustsüklile. Seda hinnatakse siin muutusena tsükliliselt kohandatud esmase eelarvepositsiooni suhtarvus, millest on maha arvatud valitsuse toetus finantssektorile. Kuna Euroopa Liidu taasterahastu kaudu ELi eelarvest antavate toetustega seotud suurematel eelarvetuludel puudub nõudlust piirav mõju, korrigeeritakse tsükliliselt kohandatud esmast eelarvepositsiooni, jättes need tulud välja. Täpsema ülevaate saamiseks euroala eelarvepoliitika kursist vt EKP majandusülevaate 4/2016 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „The euro area fiscal stance“.

¹⁶ Euroala eelarvepoliitika koondseisund, korrigeerituna Euroopa Liidu taasterahastu toetustega seotud tulude suhtes (2021. aasta seisuga), moodustas 2021. aastal hinnanguliselt +1,0 protsendipunkti SKPst ja 2022. aastal +0,5 protsendipunkti SKPst. Aastatel 2023, 2024 ja 2025 peaks see moodustama vastavalt –0,3, +1,0 ja +0,1 protsendipunkti SKPst. Võrreldes 2022. aasta septembri prognoosidega on seda 2022. aasta puhul +0,4 protsendipunkti võrra ning 2023. ja 2024. aasta puhul vastavalt –1,0 ja +1,1 protsendipunkti võrra korrigeeritud.

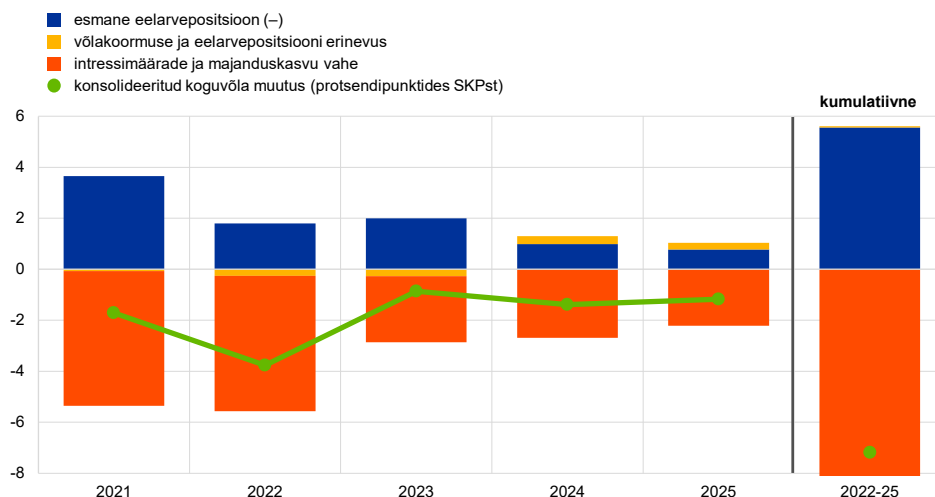
¹⁷ Riiklikud lisatoetused, millega hüvitatakse Ukrainas toimuvast sõjast tingitud kõrgemad energiahinnad ja muud kulud, moodustavad 2022. aastal hinnanguliselt 0,9% euroala SKPst.

2025. aastal peaks valitsemissektori võla suhe SKPsse olema 88% ehk 4 protsendipunkti rohkem kui 2019. aastal enne kriisi.

Joonis 29.

Euroala valitsemissektori võla muutuse põhjused

(protsentides SKPst, kui ei ole märgitud teisiti)



Allikad: EKP arvutused ja eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajanduslik ettevaade. Märkus. Tegemine on euroala riikide valitsemissektori koondandmetega.

Eelarveprognoosi põhistsenaariumi mõjutab siiski endiselt suur ebakindlus, mis on peamiselt seotud kõrgete energiahindade ja inflatsiooniga ning võimalike poliitiliste vastumeetmetega. Eelduste puhul on praegust põhistsenaariumi mõjutavad riskid lähiajal seotud täiendavate stimuleerivate fiskaalmeetmetega 2023. ja 2024. aastal ning asjaoluga, et kaalutusõiguse alusel antavate eelarvetoetuste vähendamine, mis prognoosis juba sisaldub, lükatakse edasi.

Poliitika seisukohalt peaksid eelarvepoliitilised toetusmeetmed, mille eesmärk on kaitsta majandust kõrgete energiahindade mõju eest, olema ajutised, sihipärased ja kohandatud nii, et säiliks stiimulid energia tarbimist vähendada. Meetmed, mis nendele põhimõtetele ei vasta, tõenäoliselt suurendavad inflatsioonisurvet, mis eeldab jõulisemat rahapoliitilist reageerimist. ELi majanduse juhtimise raamistiku kohaselt peaks eelarvepoliitika olema suunatud ka sellele, et muuta meie majandus tootlikumaks ja järk-järgult vähendada kõrget valitsemissektori võlataset. Et eelarvepoliitika ei suurendaks inflatsioonisurvet, vaid tagaks võla jätkusuutlikkuse ja selle, et riigi rahandus soodustab majanduskasvu, on vajalik poliitika jätkuv tulemuslik koordineerimine euroalal.¹⁸ ELi majanduse juhtimise raamistiku reform tuleks kiiresti lõpule viia.

¹⁸ Eurosüsteemi viimasest hinnangust energiaga seotud toetusmeetmete mõjule 2023. aastal nähtub, et nende maht võib olla palju suurem sellest, mida prognoosis komisjon oma 2022. aasta sügisprognoosis liikmesriikide eelarvekvade sisalduvate andmete põhjal. See näitab, et riskid, mis komisjon sellega seoses kindlaks on teinud, tõenäoliselt realiseeruvad. Lisateabe saamiseks vt selle majandusülevaate infokast 8 „Euroala riikide 2023. aasta eelarvekvade mõju eelarvepoliitikale“.

Infokastid

1 Inflatsioonimuutused euroalal ja USAs

Koostanud Gerrit Koester, Eduardo Gonçalves, Ramon Gomez-Salvador, Julia Doleschel, Malin Andersson, Belén González Pardo ja Laura Lebastard

Alates 2021. aasta algusest on koguinflatsioon nii euroalal kui ka USAs järsult kiirenenud. Kui USAs algas see varem ja oli hüppelisem, siis euroalal on see olnud tempokam alates 2022. aasta juulist.¹ Novembris oli euroala ühtlustatud tarbijahinnaindeksi (ÜTHI) inflatsioon 10,1% ja oktoobris 10,6%. USA tarbijahinnaindeksi (THI) inflatsioon tipnes juunis 9,1% tasemel ning vähenes seejärel mõnevõrra, jõudes novembris 7,1%ni.

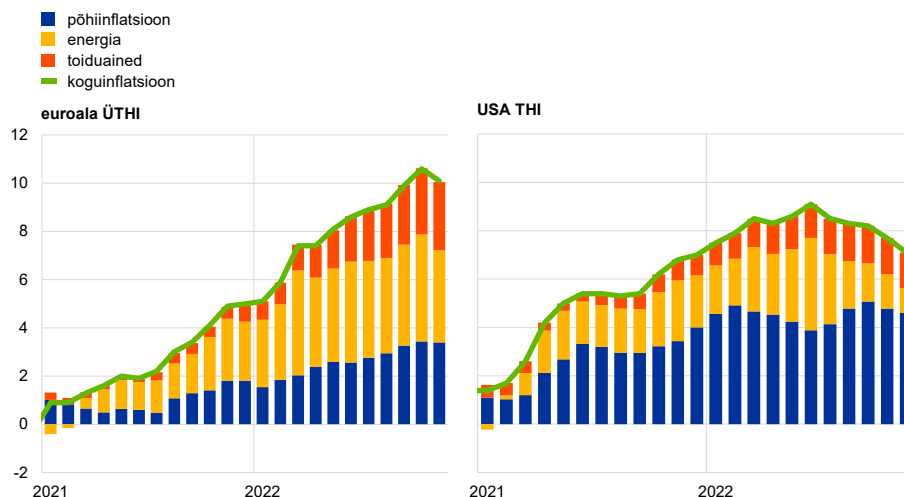
¹ Varasemate muutuste kohta vt EKP majandusülevaate 6/2021 infokast „USA ja euroala hiljutiste inflatsioonimuutuste võrdlus” ning EKP majandusülevaate 1/2022 täispika ingliskeelse versiooni infokast „Recent inflation developments in the United States and the euro area – an update”.

Joonis A.

Koguinflatsioon ja selle komponendid

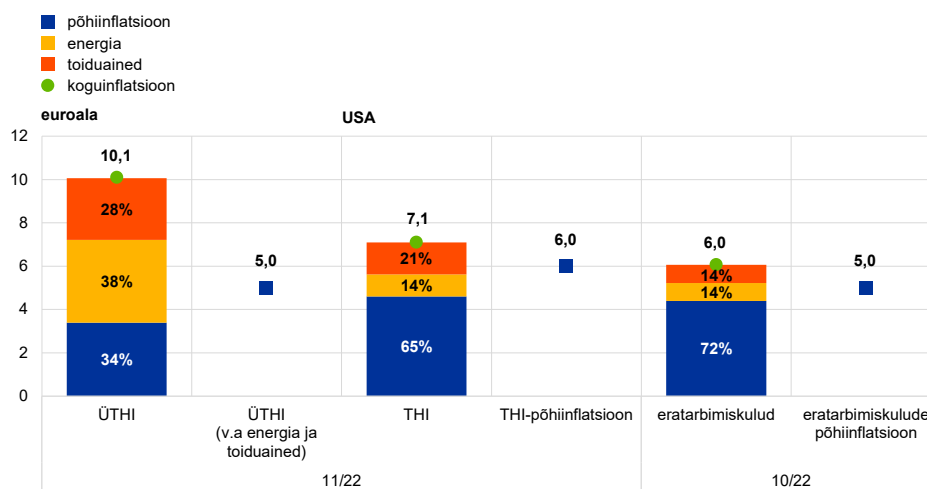
a) Inflatsiooni muutused

(aastane muutus protsentides ja osakaal protsendipunktides)



b) Inflatsiooni põhikomponentide osakaalud

(aastane muutus protsentides ja osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat, USA tööjõustatistika büroo ja EKP arvutused. Märkus. ÜTHI (v.a energia ja toiduained) näitab euroala ühtlustatud tarbijahinnaindeksit ilma toiduainete ja energia komponendita (st põhiinflatsiooni). Eratarbimiskulud näitavad USA eratarbimiskulude hinnaindeksit. ÜTHI ja THI viimased andmed pärinevad novembrist ning eratarbimiskulude viimased andmed oktoobrist.

Euroala kiiremas koguinflatsioonis on olnud tähtsal kohal toiduaine- ja energiahindade inflatsioon. Novembris moodustas ainuüksi energiahindade inflatsioon euroala koguinflatsioonist 38%, kuid USAs oli see vaid 14%. Toiduaine- ja energiahindade inflatsioon kokku moodustas euroala koguinflatsioonist ligikaudu kaks kolmandikku, USA koguinflatsioonist aga üksnes ligi ühe kolmandiku (joonis A). Peamine põhjus, miks energiahindade inflatsioon on euroalal jõulisem, on märksa kõrgem maagaasihind (mis tuleneb Vene gaasi olulisusest euroalal enne Venemaa sõda Ukraina vastu) ja elektrihinna ülekandumise mõju.² Euroala ÜTHI-inflatsioon

² Vt EKP majandusülevaate 1/2022 täispika ingliskeelse versiooni infokast „Natural gas dependence and risks to euro area activity” ning EKP majandusülevaate 4/2022 infokast „Ukrainas toimuva sõjategevuse mõju euroala energiaturgudele”.

(v.a toiduained ja energia) oli novembris 5,0%. See on endiselt aeglasem kui USA THI-inflatsioon (v.a toiduained ja energia, st põhiinflatsioon), mis oli novembris 6,0%. Siiski püsis ÜTHI (v.a toiduained ja energia) novembris stabiilselt kõrgel tasemel, samal ajal kui USA THI (v.a toiduained ja energia) aeglustus pisut.

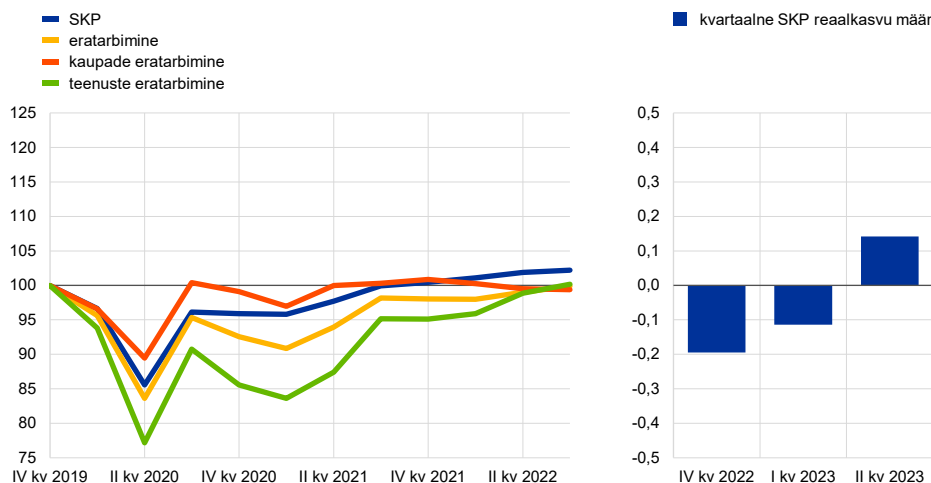
Peamiselt on nende kahe majanduspiirkonna vaheliste alusinflatsiooni erisuste taga USA tugevam tarbimispõhine taastumine. USA reaalne SKP naasis oma pandeemiaeelsele tasemele ligikaudu kaks kvartalit enne euroala reaalselt SKPd (joonis B) eelkõige seetõttu, et USAs taastusid eratarbimine ja -investeerimine paremini. Eeskätt kaupade ja teenuste eratarbimine jõudis euroalal uuesti 2019. aasta neljanda kvartali tasemeni alles päris hiljuti, kuid USAs ületas see pandeemiaeelset taset juba 2021. aasta alguses. Lisaks toetasid suuremad tarbimiskulutused ja tarneraskuste jõudsam leevenemine USAs mitteamuehitusse tehtavate erainvesteeringute naasmist pandeemiaeelsele tasemele 2021. aasta esimesel poolel. Seevastu euroalal ületasid need investeeringud, mida on kohandatud eriti volatiilsete immateriaalsete investeeringutega, oma pandeemiaeelse taseme alles 2021. aasta lõpus.

Joonis B.

Reaalne SKP ja tarbimine

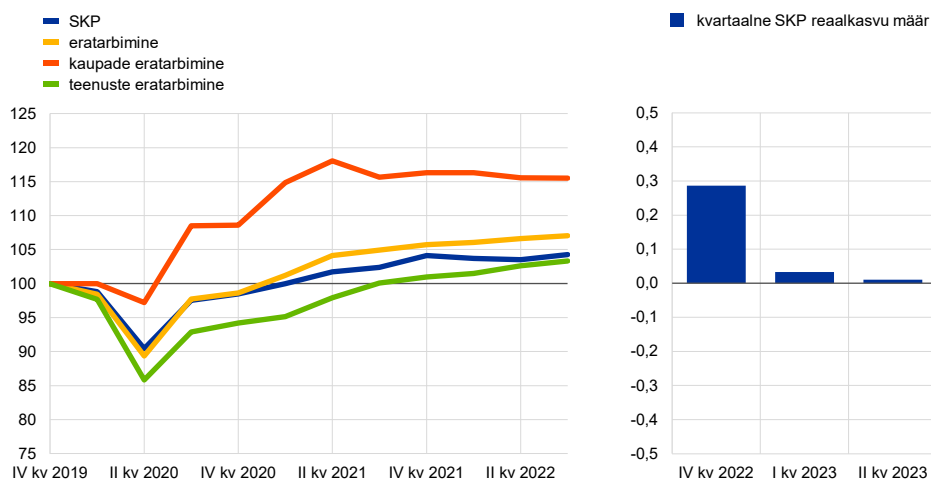
a) Euroala

(IV kv 2019 = 100; kvartalimuutus protsentides)



b) USA

(IV kv 2019 = 100; kvartalimuutus protsentides)



Allikad: Eurostat, USA majandusanalüüsi büroo, eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajandusliku ettevaate andmebaas ja EKP arvutused.

Märkus. Viimased vasakpoolsetel osadel kajastatud andmed pärinevad 2022. aasta kolmandast kvartalist. Parempoolsetel osadel on näidatud SKP prognoositav kasv.

Kahe majanduspiirkonna erinevat tarbimiskasvu võib suuresti seletada kahe teguriga – eelarvepoliitika kujundamise ja kaubandustingimuste muutustega.

Esiteks kannustas USAs kaupade tarbimise väga kiiret ja tugevat taastumist üldine ja suhteliselt suur kodumajapidamiste sissetuleku toetamine (sh otsemaksed ja suurendatud töötushüvitised) pandeemia ajal.³ Euroalal oli riigi toetus kas sissetuleku kaotuse hüvitamise või töökoha säilitamise meetmete kaudu suunatud enam neile, keda pandeemia kõige rohkem mõjutas.⁴ Teiseks on energiahindade

³ Vt ka EKP majandusülevaate 2/2021 infokast „Majanduse areng euroalal ja USAs 2020. aastal” ning „The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance”, OECD, jaanuar 2022.

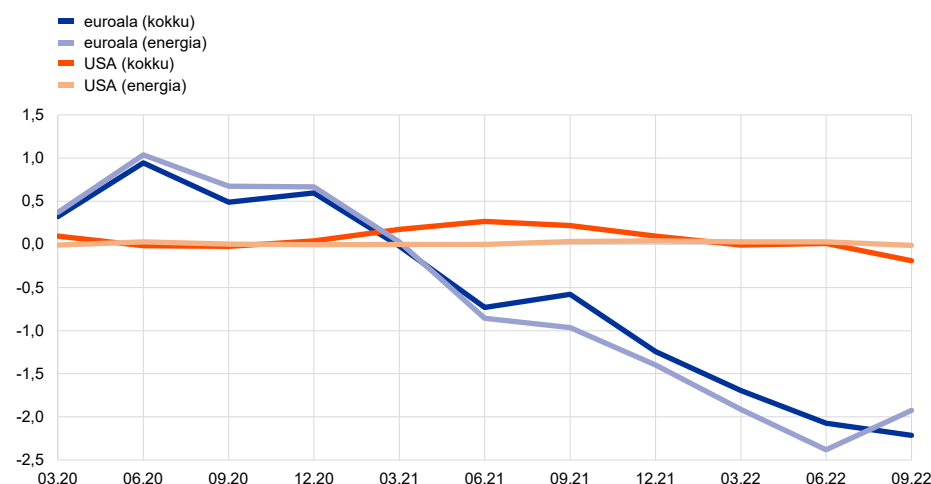
⁴ Vt M. Licchetta jt (2022), „Economic adjustment in the euro area and the United States during the COVID-19 crisis”, Euroopa majanduse aruteludokument nr 160, Euroopa Komisjon, märts.

tõus alates 2021. aasta kevadest ja eriti silmatorkavalt aasta hiljem Ukrainas alanud sõja tõttu toonud kaasa kaubandustingimuste šoki, mis andis euroalale tunduvalt valusama löögi kui USA-le, kuna euroala sõltus väga suurel määral Venemaalt imporditavast maagaasist (joonis C).⁵ Lööki süvendasid vahetuskursside muutused. USA dollar kallines märgatavalt, samas kui euro ei odavnenud mitte üksnes USA dollari suhtes, vaid nõrgenes ka selle efektiivne vahetuskurss. Euroalal võrdub selle hinnanguline mõju 2022. aasta kolmandale kvartalile eelnenud nelja kvartali kumulatiivses arvestuses ligikaudu 2,2% SKP ülekandumisega ülejäänud maailmale. USAs oli mõju tuludele üldjoontes neutraalne, kuna riik suudab end ise energiaga varustada. Kaubandustingimuste halvenemine kahandas kodumajapidamiste kasutatavat tulu euroalal tuntuvalt, kusjuures eriti suur oli mõju kestva kaupade nõudlusele.⁶ Seetõttu võib tulu veelgi väheneda ja seeläbi pärssida euroala majandusaktiivsust eelolevates kvartalites.

Joonis C.

Kaubandustingimuste mõju tuludele

(mõju SKP aastakasvule protsendipunktides)



Allikad: Haver Analytics, Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Et arvutada kaubandustingimuste mõju tuludele, on kaalutud ekspordi- ja impordihindade muutusi nende vastavate varasemate väärtustega (üheaastase viitajaga) ning seda väljendatakse protsentuaalse osana SKPst. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta septembrist.

Kooskõlas euroala majanduse aeglasema taastumisega eelmisel aastal on ka nõudlus, mis on põhiinflatsiooni peamine tagantõukaja, kasvanud rahulikumalt ja hiljem kui USAs (joonis D). USAs jõudis nõudluse osakaal põhiinflatsioonis ligikaudu 1,5 protsendipunkti juba 2021. aasta keskel ja on jätkanud kasvu, moodustades viimasel ajal peaaegu 2 protsendipunkti. Euroalal aga on see osakaal tõusnud palju aeglasemas tempos ja kerkinud üle 1,5 protsendipunkti alles viimastel kuudel. Kui vaadelda kaubahindade inflatsiooni, siis püsib pakkumise osakaal nõudluse osakaalust suurem nii USAs kui ka euroalal. Teenuste puhul on pakkumisteguritel olnud suurem roll USAs. Euroalal seevastu on ülekaalus olnud nõudlustegurid. Teenuste hindade inflatsioonis (milles tavaliselt

⁵ Lisateabe saamiseks vt EKP majandusülevaate 3/2022 täispika ingliskeelse versiooni infokast „Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account”.

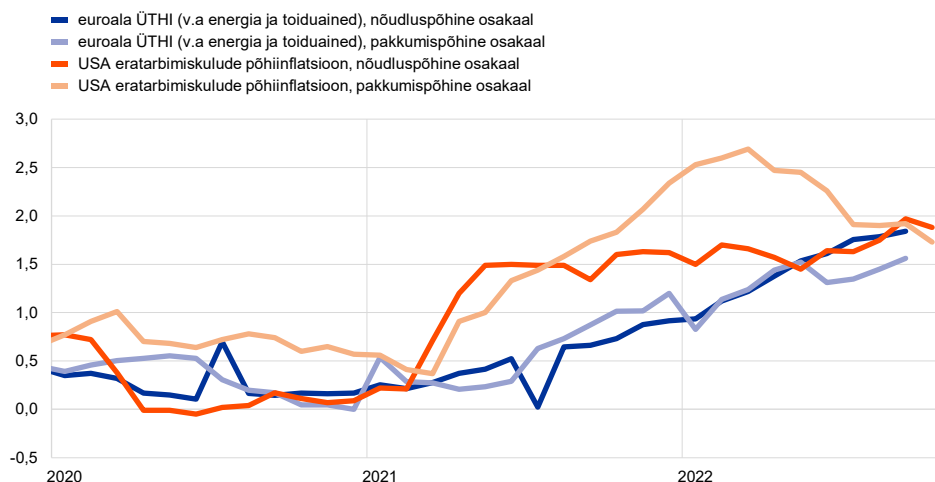
⁶ Vt selle majandusülevaate infokast „Kõrgemate energiahindade mõju teenuste ja kaupade tarbimisele euroalal”.

on suurim osakaal tööjõukuludel) võib pakkumistegurite suuremat absoluutset ja suhtelist tähtsust USAs seostada osaliselt tööturu pingelisema seisuga ja tööjõupuuduse ulatuslikuma mõjuga palkadele võrreldes euroalaga.⁷

Joonis D.

Põhiinflatsiooni jagunemine nõudlus- ja pakkumiskomponentideks

(osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Põhiinflatsiooni näitajad on euroala puhul ÜTHI (v.a energia ja toiduained) ja USA puhul eratarbimise kuluste deflaator (v.a toiduained ja energia; st eratarbimiskulutuste põhiinflatsioon). Kõik aegread on sesoonselt kohandatud. Andmete puhul on rakendatud A. H. Shapiro käsitlust artiklis „How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?“, föderaalreservi San Francisco panga majandusdokument nr 2022-15, 21. juuni 2022; ning artiklis „Decomposing Supply and Demand Driven Inflation“, föderaalreservi San Francisco panga teadustoimetis nr 2022-18, oktoober 2022. Euroala tulemuste kohta vt EKP majandusülevaate 7/2022 täispika ingliskeelse versiooni infokast „The role of demand and supply in underlying inflation – decomposing HICPX inflation into components“. Euroala viimased andmed pärinevad 2022. aasta septembrist ja USA omad 2022. aasta oktoobrist.

Lähtuleviku kasvuväljavaade on euroalal halvem kui USAs, mis tähendab, et majandusaktiivsuse mõju inflatsioonile jääb euroalal väiksemaks. Reaalne SKP peaks eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri euroala makromajandusliku ettevaate järgi euroalal 2022. aasta neljandas ja 2023. aasta esimeses kvartalis mõnevõrra vähenema, kuid USAs püsima tagasihoidlikul kasvurajal (joonis B). Eurosüsteemi ekspertide detsembri ettevaate kohaselt peaks ÜTHI-koguinflatsioon olema 2022. aastal 6,3% ja 2024. aastal 3,4% ning ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) vastavalt 4,2% ja 2,8%. Ehkki koguinflatsioon püsib lühikese aja jooksul euroalal ilmselt kiirem kui USAs, kuna euroala mõjutab Ukrainas toimuva sõjaga seotud energiahinnašokk enam, peaks alusinflatsioon jääma USA omast siiski mõnevõrra aeglasemaks, arvestades jätkuvat kaubandustingimuste halvenemist ja leebemat tööturu olukorda.

Kutseliste prognoosijate hinnangul on inflatsioon USAs kahe aasta pärast veidi kiirem kui euroalal. Ühe aasta pärast peaks euroala ÜTHI-inflatsioon EKP kutseliste prognoosijate küsitluse järgi olema 4,8%. See on märgatavalt kiirem kui eratarbimiskulude hinnaindeksi inflatsioon USAs, mis on aasta pärast eeldatavasti 3%, nagu nähtub föderaalreservi Philadelphia panga 2022. aasta neljanda kvartali küsitlusest (joonis E). Samas on kahe aasta pärast oodatav inflatsioon USA

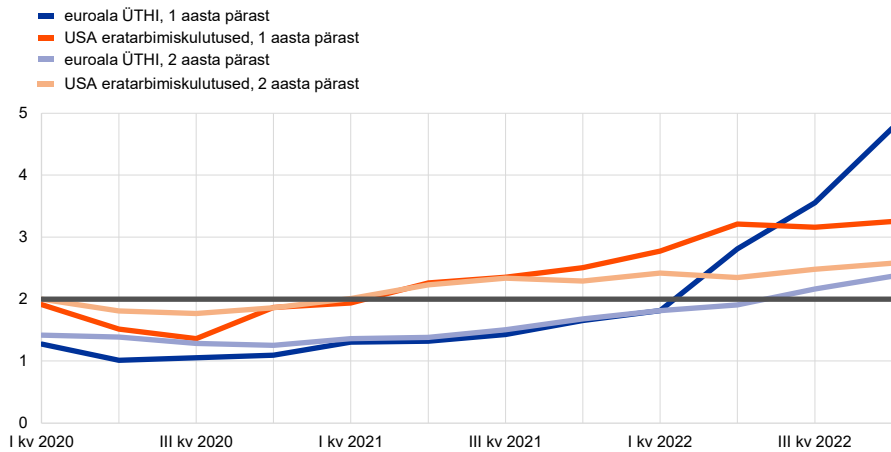
⁷ Palkade muutuste kohta vt täpsemalt selle majandusülevaate täispika ingliskeelse versiooni artikli „Wage developments and their determinants since the start of the pandemic“ infokast „Comparing labour market developments in the euro area and the United States and their impact on wages“.

eratarbimiskulude puhul 2,6% ja THI puhul 2,8%. Euroalal aga oodatakse kahe aasta pärast 2,4% inflatsiooni (joonis E). See näitab, et inflatsioon peaks keskpanga eesmärgi ületama USAs mõnevõrra püsivamalt. Põhjuseks võib olla inflatsiooni tugevam sisemine komponent USAs ja üldiselt optimistlikumad ootused USA tööturu arengu suhtes.

Joonis E.

Lühikese ja keskmise aja inflatsiooniootused ja -prognoosid

(aastamuutus protsentides)



Allikad: EKP kutseliste prognoosijate 2022. aasta neljanda kvartali küsitlus, föderaalreservi Philadelphia panga kutseliste prognoosijate 2022. aasta neljanda kvartali küsitlus.

Märkus. USA kutseliste prognoosijate küsitlus toimub üks kuu pärast euroala kutseliste prognoosijate küsitlust. USA kutseliste prognoosijate küsitluses arvutatakse ühe aasta ootused küsitlusvoorule järgneva nelja kvartali keskmise oodatava inflatsioonimäärana (st 2022. aasta neljandas kvartalis toimunud küsitluse puhul tähendab see 2023. aasta esimese kuni neljanda kvartali keskmist) ja kahe aasta inflatsiooniootus tähendab küsitluse toimumise kvartalis olevat ootust ülejäärgmise kalendriaasta suhtes. Euroala kutseliste prognoosijate küsitluses arvutatakse ühe aasta ootus inflatsioonimäärana, mida eeldatakse värskemate andmete põhjal ühe aasta pärast (st 2022. aasta neljandas kvartalis olid värskemad andmed 2022. aasta septembri kohta ja ootus ühe aasta pärast tähendab 2023. aasta septembris oodatavat aastast inflatsioonimäärana) ning kahe aasta ootus arvutatakse inflatsioonimäärana, mida eeldatakse värskemate andmete põhjal kahe aasta pärast (nt 2022. aasta neljandas kvartalis olid värskemad andmed 2022. aasta septembri kohta ja ootus kahe aasta pärast tähendab 2024. aasta septembris oodatavat aastast inflatsioonimäärana).

Horvaatia võtab kasutusele euro

Koostanud Matteo Falagiarda ja Christine Gartner

1. jaanuaril 2023 võttis Horvaatia kasutusele euro ja temast sai euroala

20. liige. Euroopa Komisjoni ja Euroopa Keskpanga 2022. aasta

lähenejaruannetes esitatud hinnangud sillutasid teed euroala esimesele laienemisele pärast Leedu ühinemist 2015. aastal.¹ 12. juulil 2022 kiitis Euroopa Liidu Nõukogu ametlikult heaks Horvaatia ühinemise euroalaga ja määras Horvaatia kuna vahetuskursiks 7,53450 kuna ühe euro kohta.² See oli Horvaatia kuna keskkurss ajal, mil riik osales vahetuskursimehhanismis (ERM2).³

Horvaatia on väike riik, mis on kaubandus- ja finantssidemete kaudu euroalaga

hästi lõimunud. Horvaatia rahvaarv on ligikaudu 4 miljonit ja SKP moodustab umbes 0,5% euroala SKPst. Horvaatia kogulisandväärtuse koosseis on üldiselt sarnane kogu euroala omaga ning tööstus (sh ehitus) ja teenused moodustavad vastavalt ligikaudu 25% ja 72% (joonise A osa a). Turism on Horvaatia teenuste sektoris valdav ning selle tulu moodustas 2019. aastal ligikaudu 19% SKPst. Turismi osakaal kahanes märkimisväärselt 2020. aastal koroonaviiruse pandeemia tõttu, ent kasvas taas 2021. ja 2022. aastal, olles ELi liikmesriikide seas kahtlemata suurim (joonise A osa b). Turismiga on ulatuslikult seotud ka teised majandussektorid.

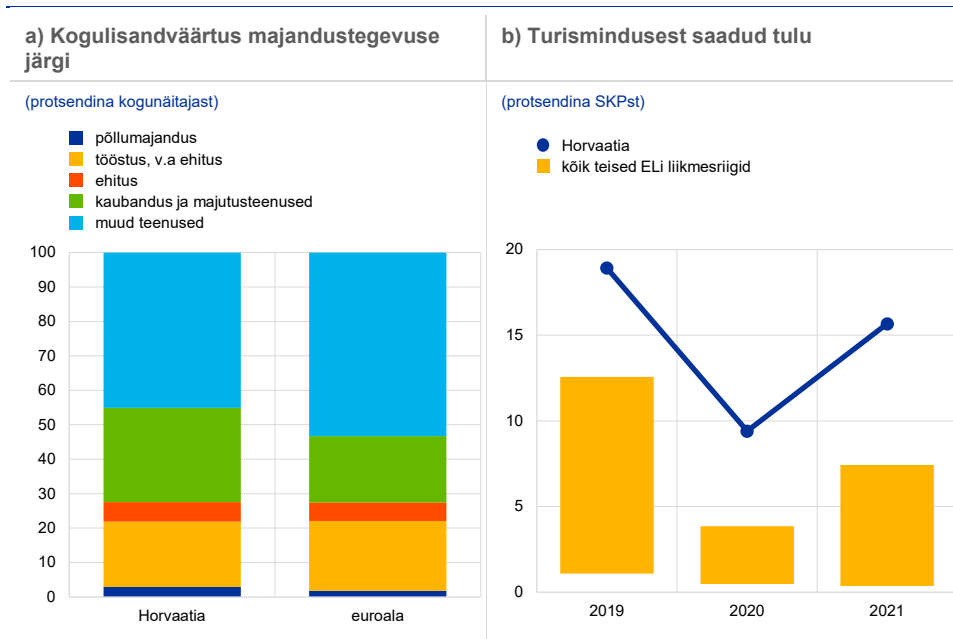
¹ Euroopa Komisjoni ja EKP lähenejaruanded koostatakse vastavalt Euroopa Liidu toimimise lepingu artikli 140 lõikele 1.

² Vt EKP 12. juuli 2022. aasta pressiteade „Horvaatia ühineb 1. jaanuaril 2023 euroalaga“.

³ Vt EKP majandusülevaate 6/2020 infokast „Bulgaaria leev ja Horvaatia kuna vahetuskursimehhanismis (ERM2)“ ja EKP majandusülevaate 8/2020 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „The European exchange rate mechanism (ERM II) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia“.

Joonis A.

Horvaatia majanduse struktuur



Allikad: Eurostat, EKP ja autorite arvutused.

Märkus. Osa a põhineb kogulisandväärtusel jooksevhindades 2022. aasta teises kvartalis. Kaubandus ja majutusteenused hõlmavad kaubandus-, transpordi-, majutus- ja toitlustusteenustega seotud tegevust. Osa b põhineb reisisiteenuste osakaalul maksebilansi statistikas, mis mõõdab mitteresidentide kulutusi kaupadele ja teenustele riigis viibimise ajal. Kollased tulbad viitavad miinimum- ja maksimumväärtuste vahemikule kõigis teistes ELi liikmesriikides.

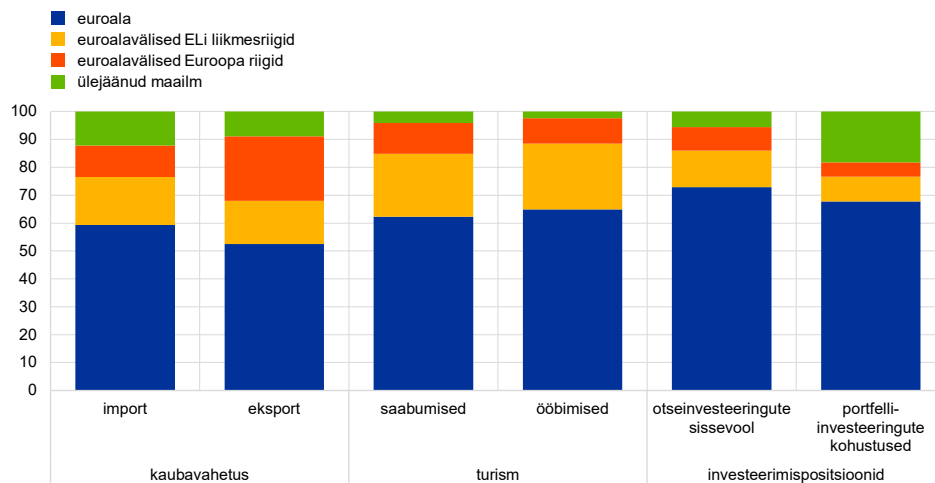
Euroala on Horvaatia peamine kaubandus- ja finantspartner (joonis B). Lisaks on teistes euroala riikides asuvatele finantsasutustele kuuluvad pangad Horvaatia pangandussüsteemis tähtsal kohal. Enne euro ametlikku kasutuselevõttu iseloomustas Horvaatia majandust ka ulatuslik eurostumine. Märkimisväärne osa avaliku ja erasektori võlast oli väljastatud eurodes, kajastades kodumajapidamiste säästude ja mittefinantsettevõtete likviidsete varade koosseisu vääringu järgi (joonis C).⁴ Kokkuvõttes on Horvaatia majandustsükkel olnud kümne aasta jooksul kuni euro kasutuselevõtni suurel määral euroala omaga sünkronis.

⁴ Samas võib ulatuslik eurostumine kätkeada euroalaväliste riikide jaoks ka riske ja piirata riigisese majanduspoliitika paindlikkust.

Joonis B.

Horvaatia kaubandus- ja finantssidemed euroalaga

(protsendina kogunäitajast)



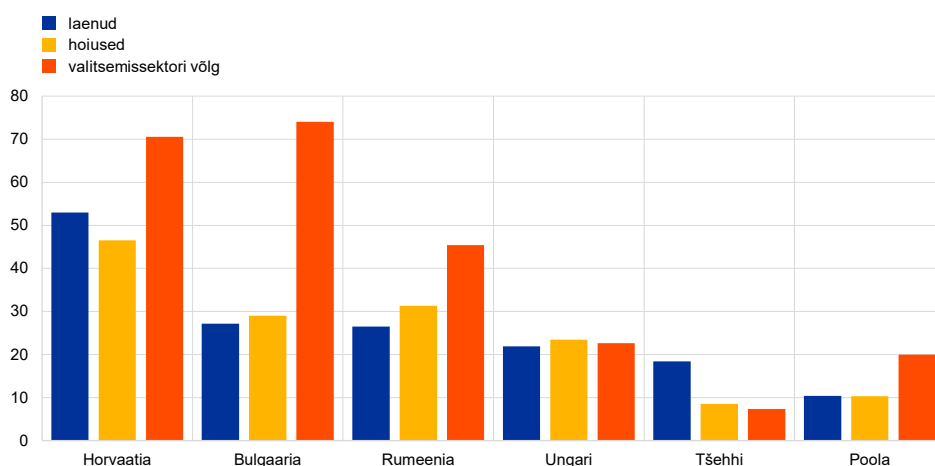
Allikad: Horvaatia statistikaamet, Rahvusvaheline Valuutafond (CDIS ja CPIS) ja autorite arvutused.

Märkus. CDIS (*Coordinated Direct Investment Survey*) on otseinvesteeringuid käsitlev uuring ja CPIS (*Coordinated Portfolio Investment Survey*) portfelliinvesteeringuid käsitlev uuring. Andmed viitavad 2021. aasta kaubavahetusele, turismile ja portfelliinvesteeringute kohustustele. Andmed viitavad 2020. aasta otseinvesteeringute positsioonidele. Turistide saabumiste ja ööbimiste puhul on siseturistid välja jäetud. Portfelliinvesteeringute kohustuste osakaalu arutamisel kasutati Horvaatia kohta avaldatud kahepoolsete varade andmeid.

Joonis C.

Eurodes nomineeritud laenude, hoiuste ja valitsemissektori võla osakaal

(protsendina kogunäitajast)



Allikad: EKP ja autorite arvutused.

Märkus. Andmed viitavad mitterahaloomearutuste laenude ja hoiuste saldodele (v.a valitsemissektor) 2022. aasta augusti lõpus ja valitsemissektori võlale 2021. aasta lõpus.

Horvaatia majandus peaks saama kasu valuutariski kõrvaldamisest, samuti väiksematest tehingu- ja laenukuludest.

Pidades silmas Horvaatia juba saavutatud tihedat lõimumist euroalaga, ja eeldusel, et ta järgib ka edaspidi usaldusväärset eelarve-, struktuuri- ja rahanduspoliitikat, eeldatakse, et riik saab euro kasutuselevõttust kasu. Kasutegurid hõlmavad 1) valuutariski kõrvaldamist euro suhtes, mis on olnud viimasel ajal üks peamisi haavatavuse allikaid Horvaatia majanduses; 2) positiivset mõju väliskaubandusele (sh turismile) ja investeeringutele

tulenevalt väiksematest tehingukuludest ning suuremast hindade läbipaistvusest ja võrreldavusest⁵ ning 3) väiksemaid laenukulusid majandusele tänu hästi kinnistunud inflatsiooniootustele ning vähenenud regulatiivsetele kuludele ja valuutariskile. Kõik euro kasutuselevõtuga seotud kulud ja riskid peaksid olema suhteliselt väikesed ja eelkõige ühekordsed, näiteks rahavahetuskulud ja põhjendamatu hinnatõusu risk (mille vastu on Horvaatia ametiasutused rakendanud hulga meetmeid). Arvestades Horvaatia juba saavutatud ulatuslikku majanduslikku ja finantslõimumist euroalaga ning senist Horvaatia kuna ja euro vahetuskursi stabiilsust, on kulud, mis kaasnevad sellega, et vahetuskursi kohandamist kui makromajanduslikku tööriista ei saa enam kasutada asümmeetriliste šokkide tasandamiseks, tõenäoliselt väikesed. Et need kulud ei realiseeruks, peavad Horvaatia ametiasutused samas järgima usaldusväärset majandus- ja eelarvepoliitikat, võttes arvesse ka vältimatuid piiranguid, mis on seotud ühisraha ja ühtse rahapoliitikaga.

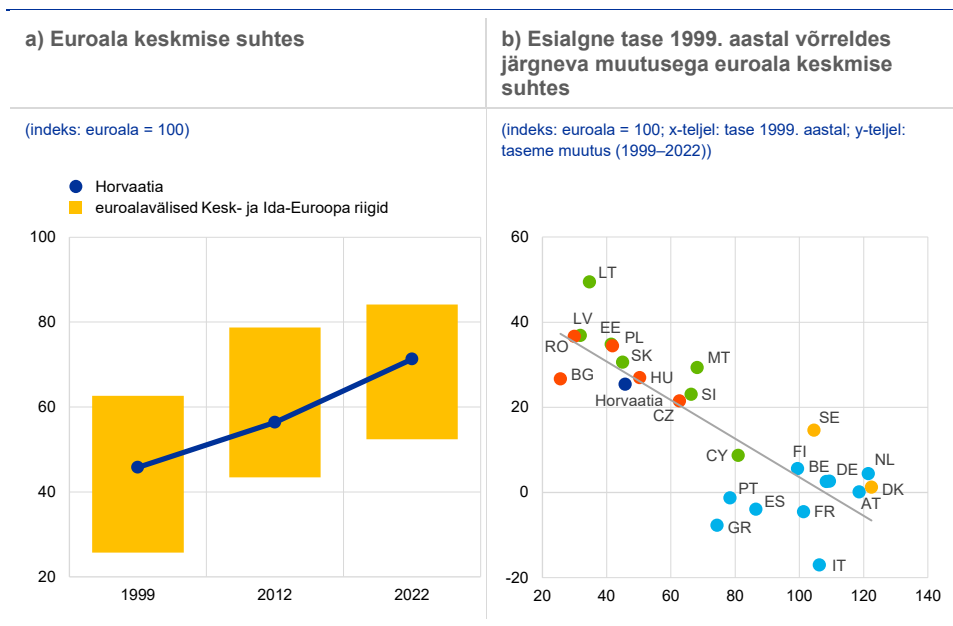
Pärast ELiga ühinemist 2013. aastal tegi Horvaatia märkimisväärseid edusamme makromajandusliku tasakaalustamatuse kõrvaldamiseks ja euroalale lähenemiseks. Makromajanduslik tasakaalustamatus, mis ilmnis pikema majanduslanguse ajal aastatel 2009–2014, on järk-järgult kõrvaldatud. See oli seotud era- ja valitsemissektori ning välisvõla kõrge tasemega ja väikese potentsiaalse kasvuga. Järgnenud majanduse elavnemine ja usaldusväärsed poliitikameetmed, näiteks konservatiivne eelarvepoliitika ning tööturu ja ettevõtluskeskkonna reformid, aitasid seda haavatavust stabiilselt vähendada. Samal ajal saavutas Horvaatia ulatusliku reaalse lähenemise euroalale. SKP elaniku kohta, mis oli 2012. aastal (vahetult enne ELiga ühinemist) ligikaudu 55% euroala keskmisest, küündis 2022. aastal veidi üle 70% (joonise D osa a). Horvaatia reaalkasvu näitajad vastasid tüüpilisele järelejõudmisprotsessile, mida täheldati pärast 2002. aastat euro kasutusele võtnud riikides ja muudes euroalavälistes riikides (joonise D osa b). Peale selle saavutas riik 2020. aastal pangandusjärelevalvealase lähenemise, kui jõustus tiheda koostöö raamistik, mis tagab euroalaväliste riikide pääsu pangandusliitu.⁶ See raamistik kindlustas ühtsete järelevalvestandardite kohaldamise, aidates seega tagada finantsstabiilsust ja tugevdades finantslõimumise protsessi.

⁵ Kaubandus ja turism peaksid saama kasu ka sellest, et Horvaatia ühines 1. jaanuaril 2023 Schengeni alaga.

⁶ Üksikasjade kohta vt EKP 10. juuli 2020. aasta pressiteade „[ECB establishes close cooperation with Croatia's central bank](#)“.

Joonis D.

Reaalne SKP elaniku kohta



Allikad: Euroopa Komisjon (AMECO andmebaas) ja autorite arvutused. Märkus. Põhineb reaalsel SKP-l elaniku kohta väljendatuna ostujõu pariteedina. Lisateabe saamiseks vt infokast 2 väljaandes J. L. Diaz del Hoyo, E. Dorrucchi, F. F. Heinz ja S. Muzikarova, „Real convergence in the euro area: a long-term perspective”, EKP üldtoimetis nr 203, detsember 2017. 2022. aasta andmed on saadud Euroopa Komisjoni 2022. aasta sügisprognosist. Osas a tähistavad kollased tulbad miinimum- ja maksimumväärtuste vahemikku euroalavälistes Kesk- ja Ida-Euroopa riikides (Bulgaaria, Tšehhi, Ungari, Poola ja Rumeenia). Osas b tähistavad punased täpid euroalaväliseid Kesk- ja Ida-Euroopa riike (Bulgaaria, Tšehhi, Ungari, Poola ja Rumeenia); kollased täpid Taanit ja Rootsit; rohelised täpid riike, mis ühinesid euroalaga pärast 2002. aastat (Küpros, Malta, Sloveenia, Slovakkia, Läti, Leedu ja Eesti), ning helesinised täpid riike, mis ühinesid euroalaga enne 2002. aastat (Belgia, Saksamaa, Kreeka, Hispaania, Prantsusmaa, Itaalia, Madalmaad, Austria, Portugal ja Soome). Iirimaa on välja jäetud 2015. aasta puhul tehtud erakorralise SKP korrigeerimise tõttu, mis ei kajastanud majandusaktiivsuse tegelikku kasvu. Luksemburg on välja jäetud, kuna elaniku kohta arvestatava SKP arvutused on piiriüleste töötajate suure arvu tõttu moonutatud.

Horvaatia majandus taastus märkimisväärsest toodangu vähenemisest

2020. aastal hästi ning pidas vastu majanduslangusele, mille tekitas Venemaa sissetung Ukrainasse.

Arvestades Horvaatia suurt sõltuvust turismist, tekitas pandeemia majandusele ulatuslikku kahju ja SKP kahanes 2020. aastal 8,6% võrra. Ehkki poliitilised toetusmeetmed aitasid vähendada kriisi majandusmõju, nullis langus ajutiselt edusammud, mis olid tehtud makromajandusliku tasakaalustamatuse kõrvaldamisel enne pandeemiat. 2021. aastal edu taastus ja tänu heale turismihooajale ning kiirele eratarbimise ja investeeringute kasvule saavutati kahekohaline majanduskasvu näitaja (13,1%). Horvaatia püsis 2022. aastal ka ELi kiireima kasvuga liikmesriikide seas tänu jätkuvalt headele turismisektori tulemustele ning riigi suhteliselt piiratud otsekaubandusele Venemaaga ja finantsriskidele Venemaa suhtes.⁷ Energia- ja toiduainehindade järsu tõusu tõttu kiirenes tarbijahinnainflatsioon 2022. aastal veelgi ning oli palju suurem kui euroalal. Eelarvepoliitilised meetmed, näiteks käibemaksumäära alandamine ning gaasi, elektri ja põhitoiduainete hindadele seatud piirmäärad, kütuse aktsiisimaksu alandamine ja naftatoodete marginaalide külmutamine, aitasid inflatsioonisurvet ajutiselt leevendada. Kokkuvõttes avaldasid paljud šokid, mis tulenesid Covid-19 kriisist ja Ukrainas toimuvast sõjast, Horvaatia suutlikkusele täita euro kasutuselevõtuks vajalikud lähenemiskriteeriumid piiratud mõju. Sellegipoolest

⁷ Oma 2022. aasta põhjalikus ülevaates leidis Euroopa Komisjon, et Horvaatias, kus 2021. aastal ilmes tasakaalustamatust, seda enam ei esine.

esineb kartusi seoses inflatsiooni lähenemise kestlikkusega, näiteks juhul, kui kogunõudluse toetamiseks võetud eelarvepoliitilised meetmed kiirendavad inflatsiooni.

Et saada eurost täit kasu ja võimaldada kohanemismehhanismidel laienenud valuutaalal tõhusalt toimida, on oluline, et Horvaatia tagaks majandusliku lähenemise kestlikkuse. Majanduspoliitika peaks võimalikku kasvu ja paindlikkust toetama, et hoida ära makromajandusliku tasakaalustamatust. Horvaatia majanduskasvu potentsiaal tundub järelejäudmisprotsessis oleva majanduse jaoks endiselt tagasihoidlik. Seda arvestades peab riik rakendama struktuuripoliitikat, mille eesmärk on potentsiaalse kasvu suurendamine ning majanduse konkurentsivõime ja paindlikkuse tugevdamine. Esmatähtis peaks olema institutsioonilise ja ettevõtluskeskkonna, riigihalduse ja kohtusüsteemi kvaliteedi ja tõhususe suurendamine ning riigi taristu moderniseerimine. Kokkuvõttes peaks poliitika keskenduma innovatsioonile ja uude tehnoloogiasse tehtavatele investeeringutele, sealhulgas selleks, et laiendada majanduskasvu allikaid lisaks turismile. Tööviljakuse suurendamiseks on oluline rakendada poliitikameetmeid, mille eesmärk on 1) vähendada nõutavate oskuste puudumist tööturul, 2) suurendada tööjõupakkumise kvantiteeti ja kvaliteeti, 3) tõsta madalat tööjõus osaluse määra ning 4) kohandada haridussüsteemi majanduse vajadustega. Riigile eraldatud ELi rahaliste vahendite tõhus kasutuselevõtt on samuti äärmiselt tähtis, et reformikavad edukalt lõpetada.⁸

⁸ Hiljutine reformikava lähtus ka mitmest poliitilisest kohustusest, mille Horvaatia ametiasutused võtsid ERM2ga ühinemisel, et Horvaatia suudaks saavutada ulatusliku ja kestliku majandusliku lähenemise ajaks, mil ta võtab kasutusele euro. Need kohustused on seotud riigi rahapesuvastase võitluse raamistikuga, ettevõtluskeskkonnaga, avaliku sektori juhtimisega ja maksejõuetusraamistikuga. Täpsemalt vt EKP 10. juuli 2020. aasta pressiteade „[Communiqué on Croatia](#)“.

Kõrgemate energiahindade mõju teenuste ja kaupade tarbimisele euroalal

Alina Bobasu ja Johannes Gareis

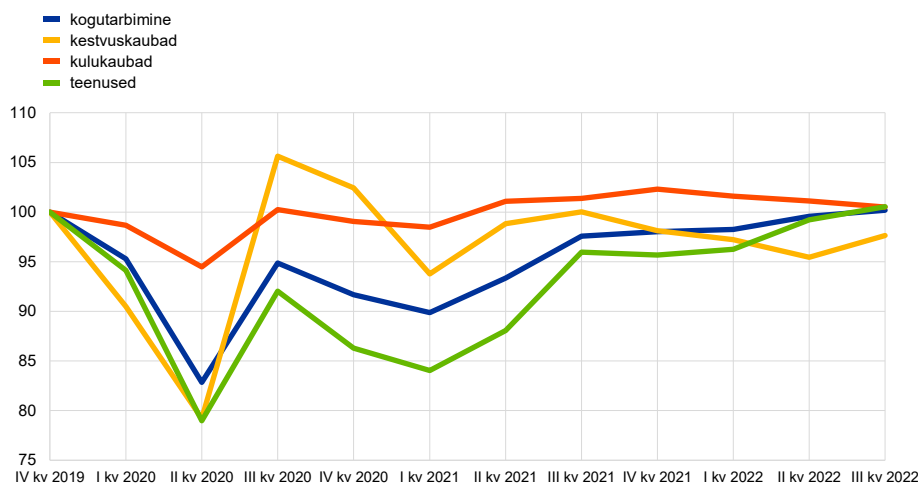
Hiljutise reaalsete tarbimiskulutuste suurenemise taga euroalal on eri tarbimiskomponentide erinev areng.

Kogu eratarbimine euroalal kasvas 2022. aasta teises ja kolmandas kvartalis märkimisväärselt. Seda toetas peamiselt teenuste tarbimine, mis suurenes järsult pärast aeglasemat kasvu aasta alguses (joonis A).¹ Seevastu kulukaupade tarbimine vähenes kolmandat kvartalit järjest. Kestvuskauade tarbimise langustrend, mis algas 2021. aasta viimases kvartalis, jätkus kuni 2022. aasta teise kvartalini ning hakkas siis kolmandas kvartalis paranema. Ehkki kogu eratarbimise taastumine oli tingitud mitmest tegurist, sealhulgas pandeemiaga seotud piirangute ulatuslikust leevendamisest ja pakkumisraskuste järkjärgulisest vähenemisest, pärssis energiahindade järsk tõus tarbimise kasvu, mõjutades kodumajapidamiste ostujõudu.² Selles infokastis kirjeldatakse hiljutise energiahindade tõusu mõju reaalsetele tarbimiskulutustele euroalal. Selles keskendutakse energia pakkumisšokkidele, mis on alates 2021. aasta keskpaigast muutunud üha ulatuslikumaks, eriti pärast Venemaa sissetungi Ukrainasse 2022. aasta alguses.³

Joonis A.

Realse eratarbimise muutused euroalal

(IV kv 2019 = 100)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.
Märkus. Kulukaubad hõlmavad poolkestvuskaua.

- ¹ Reaalsed tarbimiskulutused ja nende komponendid euroalal põhinevad riigi tasandil kättesaadavatel koondandmetel.
- ² Vt nt EKP majandusülevaate 3/2022 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „Energy prices and private consumption: what are the channels?“.
- ³ Vt ka EKP majandusülevaate 4/2022 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices“.

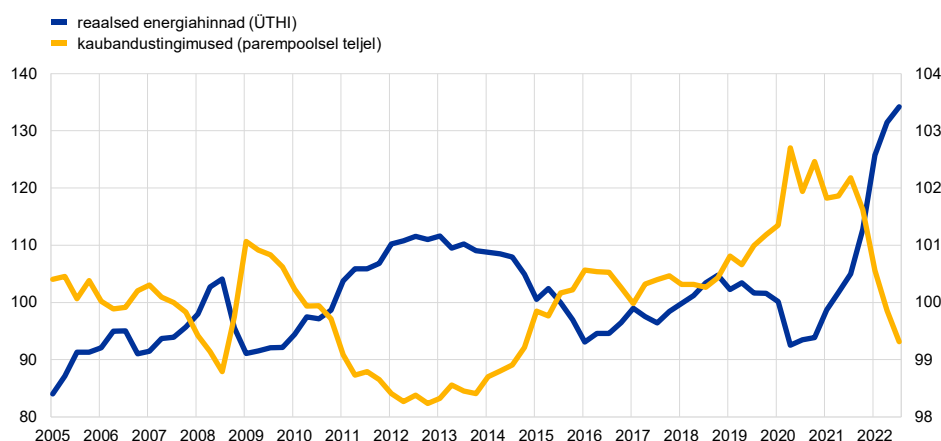
Energiahindade hiljutine järsk tõus on avaldanud tugevat mõju

kodumajapidamiste reaalsele kasutatavale tulule. Hinnates energiahindade muutuste mõju reaalsele eratarbimisele, on kasulikuks näitajaks SKP deflaatori ja eratarbimise deflaatori vaheline suhtarv (või tulude ja kulude deflaatori vaheline suhtarv). Selle kaubandustingimuste näitaja kasutamist toetab ka tugev teoreetiline raamistik ning see näitaja hõlmab nii otseseid (nt tarbijahinnad) kui ka kaudseid (nt palgad) kanaleid, mille kaudu energiahinnad mõjutavad kodumajapidamiste ostujõudu.⁴ Euroalal on see näitaja negatiivses korrelatsioonis reaalsete energiahindadega ning on alates 2021. aasta lõpust järsult langenud, kahandades märkimisväärselt kodumajapidamiste reaalset kasutatavat tulu ja mõjutades eratarbimist (joonis B).⁵

Joonis B.

Reaalsed energiahinnad ja kaubandustingimused

(2015 = 100)



Allikad: Eurostat, EKP ja EKP arvutused.

Märkus. Reaalsed energiahinnad viitavad ÜTHI energiakomponendi ja kogu ÜTHI indeksi vahelisele suhtarvule. Kaubandustingimusi kajastab SKP deflaatori ja eratarbimise deflaatori suhtarv.

Et arvutada välja energia pakkumisšokkide mõju tarbimiskulutustele, saab kasutada struktuurse vektorautoregressiooni (SVAR) mudelit.

SVAR-mudel hõlmab SKP deflaatori ja eratarbimise deflaatori vahelist suhtarvu, mis kajastab kaubandustingimusi, ÜTHI, reaalselt SKPd, kolme kuu euribori ning kas kogu eratarbimist või kestvuskaupe, kulukaupade või teenuste tarbimist. Mudelite muutujate reaktsioonide märgipiiranguid kasutatakse struktuursete majanduslike tegurite kindlakstegemiseks. Energia pakkumisšoki tuvastamiseks modelleeritakse energiapakkumise ootamatu halvenemine, eeldusel et kaubandustingimuste ootamatu halvenemine (st reaalsete energiahindade tõus) toob kaasa vahetu

⁴ Vt üksikasjalikumalt ülevaadet EKP majandusülevaate 6/2018 infokastis „Naftahind, kaubandustingimused ja eratarbimine“.

⁵ Kaubandustingimusi võivad mõjutada ka muud tegurid (nt nominaalne vahetuskurss ning energiaga mitteseotud kaupade ja teenuste hinnad). Empiirilisel on euroala kaubandustingimuste varieerumine siiski valdavalt tingitud energiahindadest. Teavet kodumajapidamiste reaalse kasutatava tulu jaotumise kohta eri sissetulekuallikateks ja kaubandustingimuste kohta perioodidel, mil energiahinnad suurel määral kõiguvad, leiab EKP majandusülevaate 3/2022 täispika ingliskeelse versiooni artiklist „Energy prices and private consumption: what are the channels?“.

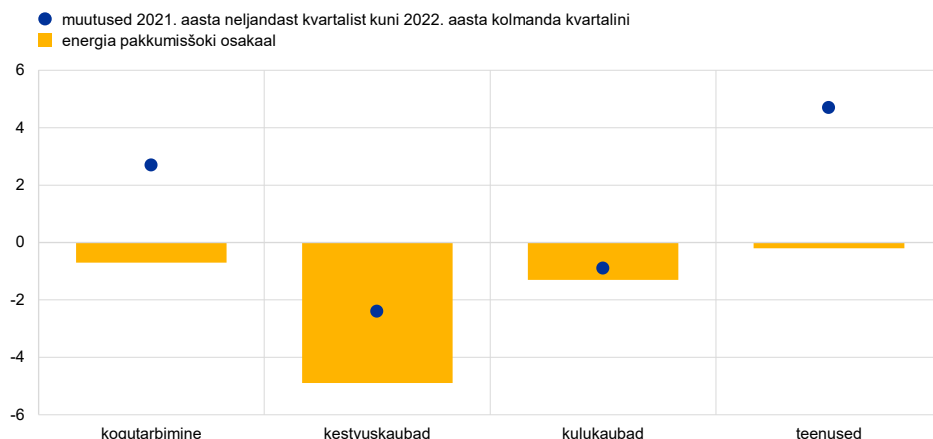
positiivse mõju inflatsioonile ning vahetu negatiivse mõju reaalsele majandustegevusele ja tarbimiskulutustele.⁶

Energia pakkumisšokid on kahandanud märkimisväärselt reaalseid tarbimiskulutusi viimastes kvartalites, eelkõige kestvukaupade puhul. Energia pakkumisšokid mõjutasid viimastes kvartalites kogu eratarbimist tugevalt (joonis C). Samas avaldus see mõju eri tarbimiskomponentidele erineval määral. Energia pakkumisšokid avaldasid teenuste tarbimisele üksnes vähest negatiivset mõju, mis tähendab, et see komponent suurenes märgatavalt pärast majanduse taasavamist 2022. aasta kevadel. Samas avaldasid need šokid selget suuremat negatiivset mõju kulukaupade, eriti kestvukaupade tarbimisele, kajastades tarbimise vähenemist viimastes kvartalites. Kestvukaupade tarbimise suhteliselt jõuline reaktsioon energiahindadele tuleneb tõenäoliselt asjaolust, et kodumajapidamised saavad kasutada olemasolevaid kestvukaupade varusid ilma vahetu mõjuta oma heaolule.⁷ Pealegi, arvestades suuremat ebakindlust, mis tuleneb energiahinna kõikumistest, võivad kodumajapidamised olla otsustanud kestvukaupade mittetagastatavad ostud edasi lükata.⁸

Joonis C.

Energia pakkumisšokkide mõju reaalsele tarbimiskulutustele euroalal

(muutus protsentides ja osakaalud protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Tulemused põhinevad neljal eraldi SVAR-mudelil, mis on identifitseeritud märgipiirangutega. Iga mudel hõlmab SKP deflaatori ja eratarbimise deflaatori vahelist suhtarvu, mis kajastab kaubandustingimusi, ÜTHIt, reaalselt SKPd, kolme kuu euribori ning kas kogu eratarbimist või kestvukaupade, kulukaupade või teenuste tarbimist. Mudeleid hinnatakse, kasutades kvartaliandmeid (väljendatuna protsentuaalsete muutustena võrreldes eelmise kvartaliga, välja arvatud kolme kuu euribor). Valim hõlmab ajavahemikku 1999. aasta esimesest kvartalist 2019. aasta neljanda kvartalini, et vältida olukorda, kus erakorralised majanduslikud kõikumised Covid-19 pandeemia ajal mõjutavad hinnangulisi mudelite koefitsiente. Kulukaubad hõlmavad poolkestvukaupu.

⁶ Mudel identifitseerib ka kogu nõudlusšoki, kogu pakkumisšoki, rahapoliitika šoki ja ülejäänud teguritega seotud šoki, tagamaks, et kõik muud šokid mudelis ei toimi nagu energiahinnašokk. Kehtestatud piirangud on kooskõlas varasema kirjandusega, milles identifitseeritakse energiahinnašokke võrreldes muude struktuursete šokkidega, vt nt A. M. Conti, S. Neri ja A. Nobili, „Low inflation and monetary policy in the euro area“, EKP teadustoimetis nr 2005, 2017.

⁷ Vt M. Browning ja T. F. Crossley, „Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss“, *Journal of the European Economic Association*, kd 7, nr 6, 2009.

⁸ Vt P. Edelstein ja L. Kilian, „How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?“, *Journal of Monetary Economics*, kd 56, nr 6, 2009, lk 766–779. Ülevaate kestvukaupade rollist euroala tarbimise tsüklilise mõjutajana leiab EKP majandusülevaate 5/2020 täispika ingliskeelse versiooni artiklist „Consumption of durable goods in the euro area“.

Kõrgemad energiahinnad kahandavad järgmistes kvartalites jätkuvalt reaalseid tarbimiskulutusi. Kuna energiahinnad on püsinud kõrged ja ebakindlus suur, väheneb kodumajapidamiste reaalne kasutatav tulu tõenäoliselt ka pärast aastavahetust. See avaldab negatiivset mõju tarbimiskulutustele, eelkõige kestva kaupade puhul, olenemata pakkumiskeskuste edasise leevenemise tõenäolisest positiivsest mõjust. Hoolimata suhtelisest vastupidavusest energiahinna tõusu suhtes nõrgeneb arvatavasti ka teenuste tarbimine, kui majanduse taasavamise mõju vähehaaval taandub. Kokkuvõttes viitab see lähiajal palju nõrgemale tarbimise dünaamikale, nagu märgitakse ka eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajanduslikus ettevaates euroala kohta.

Euroala riikide palgadünaamika alates pandeemia algusest

Koostanud Katalin Bodnár ja Julien Le Roux

Covid-19 pandeemia ja sellele reageerimiseks võetud meetmed on kõigi euroala riikide palgakasvu näitajaid tugevasti mõjutanud.¹

Selles infokastis võetakse vaatluse alla töötaja ja tunni kohta makstava hüvitisega seotud arengusuunad riigiti alates pandeemia algusest. Kuigi šokk oli kõigis riikides ühesugune, oli selle mõju erinev. See oli muu hulgas seotud pandeemia mõjuga eri sektoritele, näiteks vahetut kontakti eeldavatele teenustele (eelkõige turismile). Kuigi riigid reageerisid ühtemoodi, kehtestades töökohtade kaitseks mõeldud kavasad, erinesid need kavad märkimisväärselt nii ülesehituse kui ka neis osalevate töötajate osakaalu poolest. Üldiselt põhjustas pandeemia algusele järgnenud majanduslangus kõigis riikides töajousisendi tugeva korrigeerimise allapoole, mis väljendus aga pigem töötundide väiksemas arvus inimese kohta, mitte tööhõive vähenemises. Arvestades töötamata tundide osalist hüvitamist, tähendab see omakorda, et hüvitis töötaja kohta üldiselt vähenes, samas kui hüvitis töötatud tunni kohta ajutiselt isegi suurenes.²

Töökohtade säilitamise kavade riikidevahelised erinevused töid kaasa lahknevused tööturu ja palkade arengus.

Kavad erinesid oma ülesehituse, ulatuse ja subsideerimise määra poolest. Enamikus riikides koostati need lühendatud töötaja või sundpuhkuste kavadena.³ Nende peamine erinevus oli see, et lühendatud töötaja kavade puhul töötasid töötajad lepingus kokku lepitud tööajast vähem, aga sundpuhkuste kavade puhul ei teinud nad tööd, kuid nende tööleping jäi kehtima (nn ajutine koondamine).⁴ Mõlemal juhul kattis riik täielikult või osaliselt hüvitise vähenemise, mis kaasneks tavaliselt töötundide arvu vähenemisega töötaja kohta. Enamikus kavades oli ette nähtud vaid terve kuupalga osaline hüvitamine ja kui töötundide arvu vähendati, siis toetuse määr muutus. Lühendatud töötaja kavade raames maksti tööandjatele rahalist toetust, võttes aluseks nende töötajate töötamata tunnid, ja töötajad said osa hüvitisest sõltumata tegelikult töötatud tundide arvust. Neid ülekandeid arvestati seetõttu töötajate hüvitise osana. Seevastu sundpuhkuste kavade korral võisid ettevõtted kasutada ajutist koondamist ja töötajad said töötamata jäänud tundide eest hüvitist kas otse riigilt või tööandjate kaudu.

¹ Vt ka selle majandusülevaate täispika ingliskeelse versiooni artikkel „[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)“.

² Vt EKP majandusülevaate 8/2020 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)“.

³ Töökohtade säilitamise kavade liigituse kohta vt J. Drahokoupil ja T. Müller „[Job retention schemes in Europe. A lifeline during the Covid-19 pandemic](#)“, töödokument, nr 07, 2021, Euroopa Ametiühingute Instituut, 2021, ja Eurofound „[COVID-19: Implications for employment and working life](#)“, sari „COVID-19“, Euroopa Liidu Väljaannete Talitus, 2021. Tasub siiski märkida, et töökohtade säilitamise kavade liigitus võib eri väljaannetes veidi erineda. Siin lähtutakse Drahokoupili ja Mülleri loodud süsteemist. Töökohtade säilitamise eri kavade mõju tööajoukulude statistikale on käsitletud Eurostati 24. aprilli 2020. aasta metoodilises märkuses „[Labour cost statistics - guidance note on the recording of government schemes related to the COVID-19 crisis](#)“.

⁴ Ajutine koondamine tähendab olukorda, kus töötajad loetakse töötuteks, kuid nende tööleping ettevõttega kehtib edasi ja nad saavad seega naasta oma töökohtale samadel tingimustel.

Neid ülekandeid ei arvestatud töötajate hüvitise osana.⁵ Üksnes vähesed riigid kasutasid palgatoetuste kavasid, mille korral tööandjatele mõeldud toetused ei olnud seotud töötajate töötundide arvu muutustega.⁶ Mõni euroala riik rakendas paralleelselt eri kavasid või muutis pandeemiakriisi ajal oma kava.

Kaks ja pool aastat pärast pandeemia algust andis inimese kohta töötatud tundide arvu tugev esialgne mõju töötaja kohta makstavale hüvitisele suuresti järele. Joonisel A on näha töötaja kohta makstava hüvitise muutus protsentides.

Kriisieelset taset on võrreldud 2020. aasta teise kvartaliga (kriisi haripunkt enamikus riikides) ja 2022. aasta kolmanda kvartaliga (viimased andmed). Esialgne muutus oli valdavalt negatiivne, ulatudes –10,9%st Itaalias kuni 3,1%ni Madalmaades (joonise A osa a). Hüvitis tunni kohta üldiselt kasvas, arvestades märkimisväärselt vähendatud töötunde. 2022. aasta kolmandas kvartalis täheldatud muutus ulatus 2,9%st Kreekas 29,3%ni Eestis (joonise A osa b). Kui võrrelda kõige värskemaid andmeid pandeemiaeelsetega, siis oli tunni kohta makstav hüvitis peamine tegur, mis mõjutas kõigis riikides töötaja kohta makstava hüvitise kumulatiivset kasvu. Mõnes riigis kaasnes sellega väiksem töötundide arv töötaja kohta. Selline üldpilt ei tähenda tingimata, et üksikute töötajate hüvitis tunni kohta alati kasvas. Muu hulgas võib see kajastada tööhõive struktuuri muutusi. Töötaja kohta makstava hüvitise kumulatiivne muutus ega töötasu jaotus tunni kohta makstava hüvitise ja töötundide arvu järgi töötaja kohta ei ole töökohtade säilitamise kava liigiga selgelt seotud. Töötajasisendi ja töötasu kohandamise määra seisukohast olid olulisemad muud tegurid, näiteks kavade eritingimused (kõlblikkuskriteeriumid, sektorite hõlmatus, kestus jne). Näiteks kohandati töötundide arvu töötaja kohta pärast pandeemia algust pigem suuremal määral, kui kava sisaldas võimalust või nõuet üldse mitte töötada.⁷

⁵ Vt EKP majandusülevaate 4/2020 infokast „Lühendatud tööaja kava ning selle mõju palgale ja kasutatavale tulule“.

⁶ Madalmaades oli kasutusel hübriidsüsteem, kus toetuse suurus oli proportsioonis tulude vähenemisega. Vt ka „Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond“, OECD, 2020.

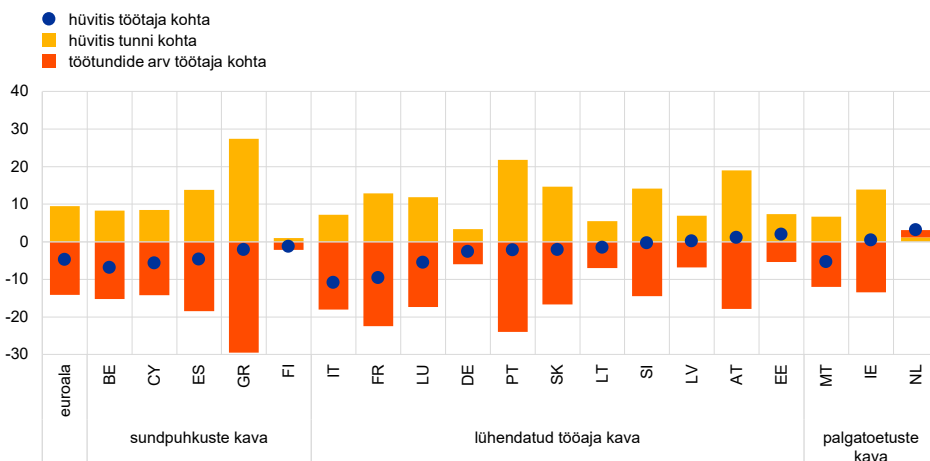
⁷ Töötajasisendi kohandamist mõjutasid ka muud tegurid: näiteks oli tööhõive suhteliselt suur Hispaanias, kus on suur tähtajaliste lepingute osakaal.

Joonis A.

Töötaja kohta makstav hüvitis ja selle jaotus pandeemia ajal

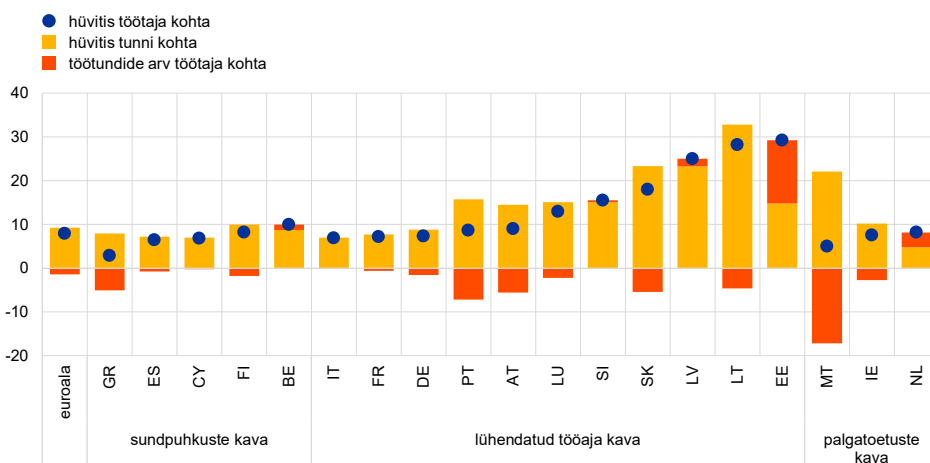
a) Muutus 2020. aasta teises kvartalis võrreldes 2019. aasta neljanda kvartaliga

(kasv protsentides ja osakaal protsendipunktides)



b) Muutus 2022. aasta kolmandas kvartalis võrreldes 2019. aasta neljanda kvartaliga

(kasv protsentides ja osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP ekspertide arvutused.

Märkus. Viimased andmed liirimaa kohta pärinevad 2022. aasta esimesest kvartalist, Itaalia ja Madalmaade kohta teisest kvartalist ning teiste riikide kohta kolmandast kvartalist.

Vaatamata pandeemiašoki ulatusele ja tõenäoliselt erinevale mõjule eri sektorites näib, et tööjõustruktuuri muutuste mõju palgaskasvule on eri riikide sektorites tegelikult piiratud. Arvestades šoki enneolematut ulatust, oleks võinud eeldada, et muutused tööjõu koosseisus mõjutavad palkade kogutõusu. Nii on see näiteks juhul, kui šokk tabab kõrgema ja madalama palgatasemega sektoreid eri tugevusega. Kuna pandeemiaajast puuduvad riikide kohta üksikasjalikud võrreldavad mikroandmed, saab neid muutusi vaadelda ainult rahvamajanduse arvepidamises kättesaadaval üldisel sektorite tasandil. Nende andmete põhjal jäi enamikus riikides struktuurimuutuste eeldatav mõju üldisele palgaskasvule väikeseks (joonis B).⁸ See viis palgaskasvu suurenemiseni, sest madalama palgatasemega

⁸ See on kooskõlas ka üleilmse finantskriisi kohta tehtud tähelepanekutega. Vt EKP majandusülevaate 8/2019 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth“.

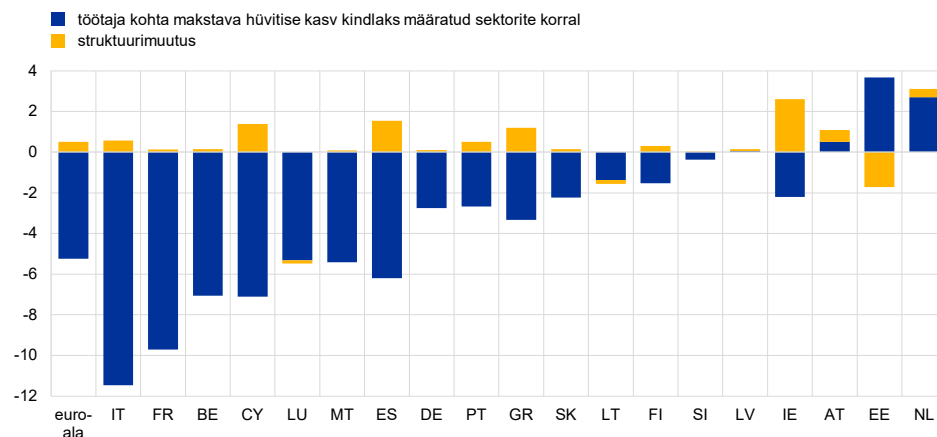
sektorite – peamiselt vahetut kontakti eeldavate teenuste – osakaal tööhõives vähenes, samal ajal kui kõrgema palgatasemega sektorite – mis ei eelda sageli vahetut kontakti – osakaal suurenes.⁹

Joonis B.

Struktuurimuutuste mõju töötaja kohta makstava hüvitise kasvule

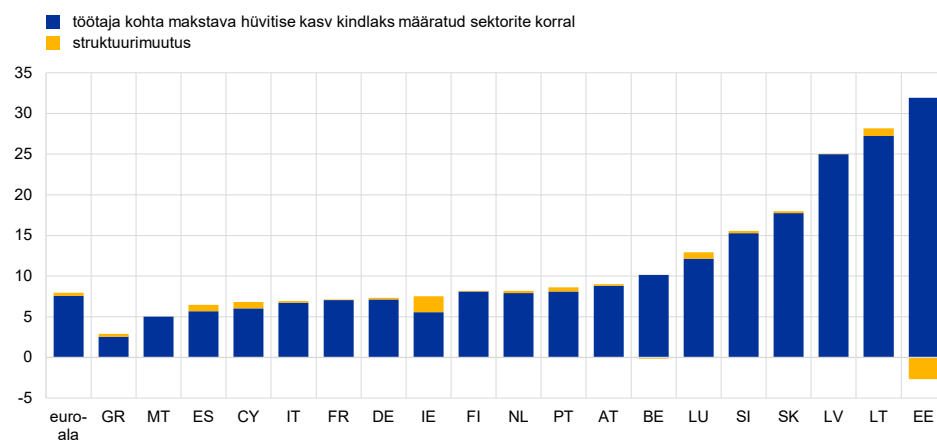
a) 2020. aasta teine kvartal võrreldes 2019. aasta neljanda kvartaliga

(muutus protsentides)



b) 2022. aasta kolmas kvartal võrreldes 2019. aasta neljanda kvartaliga

(muutus protsentides)



Allikad: Eurostat ja EKP ekspertide arvutused.

Märkus. Viimased andmed lüüakse kohta pärinevad 2022. aasta esimesest kvartalist, Itaalia ja Madalmaade kohta teisest kvartalist ning teiste riikide kohta kolmandast kvartalist. Töötaja kohta makstava hüvitise kasvu kindlaks määratud sektorite korral arvutatakse sektorite tööhõive osakaalude alusel, mis 2019. aasta neljandas kvartalis ei muutunud. Arvutamisel lähtutakse NACE 10s esitatud sektoritest.

Töökohtade säilitamise kavade mõju varjas töövõljalikuse kasvu, tööturu jäikuse määra ja muude palgainflatsiooni tavapärase tegurite mõju. Need aga toimusid siiski endiselt taustal ja neist võib olla abi palgakasvu erineva ulatuse selgitamisel.¹⁰

⁹ Samamoodi on endiselt piiratud tunni kohta makstava hüvitise kasvu struktuurimuutused, ehkki need olid kokkuvõttes suuremad kui töötaja kohta makstava hüvitise korral.

¹⁰ Vt EKP majandusülevaate 7/2021 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „The impact of the COVID-19 pandemic on labour productivity growth“. Kapitalimahukuse kasv ja investeeringud, mis on töövõljalikust mõjutav tegur, olid koroonapandeemia ajal riigiti mõnevõrra vastuolus. Vt nt EKP majandusülevaate 5/2022 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks“.

Näiteks Balti riikides täheldatud tööviljakuse kiire kasv võis toetada jõulist palgatõusu, kui pandeemia vahetu mõju vaibus.¹¹ Niisamuti võisid põhjustada palgamuutuste erinevusi mitmesugused turuolukorrad näiteks valdkondliku spetsialiseerumise või demograafiliste tegurite tõttu. Seega on kõrgeima töötuse määraga riikides olnud ka palgakasv kogu pandeemiajärgse aja jooksul kõige tagasihoidlikum. Kindlate seoste tõmbamine palkade, tööviljakuse ja tööturu loiduse vahele on aga keeruline, arvestades moonutusi, erinevaid pandeemiaeelseid tööturuasutusi ja tingimusi.

Pandeemiast taastumise ajal on töökohtade säilitamise kavade palgakasvu moonutav mõju hakanud euroala riikides kaduma. Kui 2020. aasta teises kvartalis moodustasid töötajad, kellele kohaldati töökohtade säilitamise kavasid, enam kui 15% euroala tööjõust, siis 2022. aasta kolmandas kvartalis oli nende osakaal hinnanguliselt alla 1%. See aitab vähendada palkade hindamisel tekkivaid moonutusi. Samal ajal kui pandeemia on taandunud, on aga kõikides riikides palgakasvu mõjutava tegurina esile kerkinud inflatsiooni hüppeline kiirenemine. Sealjuures on see ulatus ja ülekandumine palkadesse riigiti väga erinev. Lahknevused tulenevad palgakujundusest ja muudest struktuursetest eripäradest, erinevatest riiklikest meetmetest, mis mõjutavad inflatsiooni ja palku, ning riikide erinevast tsüklilisest positsioonist. Need tegurid võivad ka edaspidi põhjustada uusi riikidevahelisi erinevusi palgadünaamikas.

¹¹ Vt nt „Diagnostic of Estonia, Latvia and Lithuania“, Euroopa Rekonstruktsiooni- ja Arengupank, aprill 2022.

5 Ettevõtete juurdepääs rahastamisvõimalustele ja majandusüksikel küsitlusandmete põhjal

Koostanud Giada Durante, Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund ja Timo Reinelt

Siinses infokastis vaadeldakse, kuidas euroala ettevõtete rahastamislõhe ja nende ootused rahastamisvõimaluste edaspidise kättesaadavuse suhtes on seotud praeguste ja tulevaste makromajanduslike tulemustega. Praeguse rahapoliitika normaliseerumise tõttu karmistuvad rahastamistingimused järk-järgult ja see mõjutab rahapoliitika tavapärase ülekandumise käigus välisrahastamise pakkumist. Üks põhiküsimus on rahastamistingimuste muutuste ja rahastamisvõimaluste kättesaadavuse mõju ettevõttepõhisele ja kogukasvule. [Küsitlus ettevõtete juurdepääsu kohta rahastamisvõimalustele \(SAFE\)](#) annab üksikasjalikku teavet euroala ettevõtete rahastamistingimuste kohta. Küsitlust on alates 2009. aastast korraldatud kaks korda aastas ja selles osaleb umbes kümme tuhat euroala ettevõtet. Selles infokastis analüüsitakse seost makromajandusliku arengu ja nimetatud küsitluse kahe põhinäitaja vahel: üks neist on muutus välisrahastamise lõhes, mida määratletakse kui välisrahastamise nõudluse ja pakkumise muutuse vahet, ja teine on muutus ettevõtete ootustes pangalaenude kättesaadavuse suhtes.¹

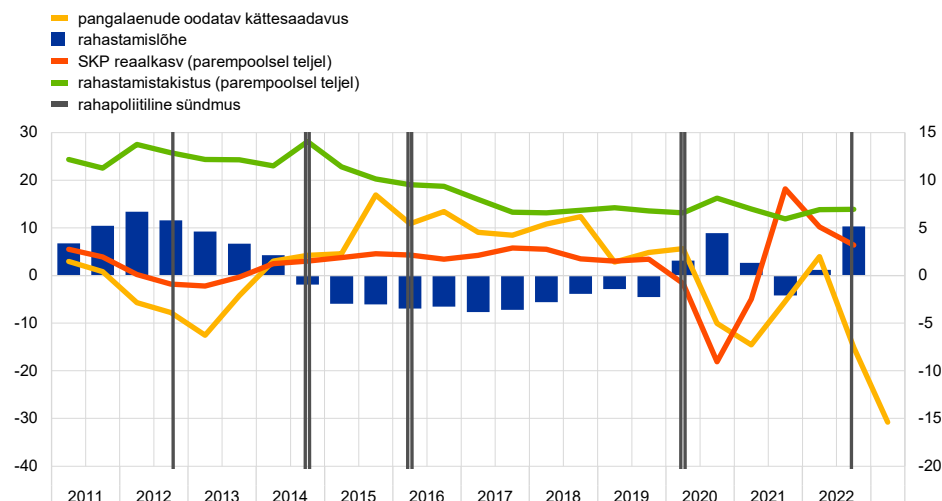
Praegu on euroala ettevõtted teada andnud, et nende rahastamislõhe suureneb ja et nad eeldavad pangalaenude kättesaadavuse vähenemist tulevikus (joonis A). Alates sellest, kui 2009. aastal alustati SAFE küsitluse korraldamist, on rahastamislõhe ja pangalaenude edaspidise kättesaadavusega seotud ootuste muutuste vahel olnud pöördvõrdeline seos. Lisaks on euroala majandustegevuse laienemine (st SKP positiivne reaalkasv) langenud tavaliselt kokku ettevõtete rahastamislõhe kitsenemisega ja nende suurema optimismiga pangalaenude edaspidise kättesaadavuse suhtes. Nende näitajate arengut on varem mõjutanud nii euroala majandusüksikel kui ka EKP rahapoliitika. Aastatel 2011–2013 toimunud riigivõlakriisi ajal suurenes euroala ettevõtete rahastamislõhe märgatavalt, viidates ettevõtete raskustele oma välisrahastamise vajaduste katmisel. Seejärel ahenes rahastamislõhe järk-järgult ja ootused pangalaenude kättesaadavuse suhtes paranesid tänu EKP rahapoliitika leevendamisele. Pärast Covid-19 pandeemia algust 2020. aastal halvenesid rahastamistingimused järsult, kuid need stabiliseeriti taas rahapoliitika ja avaliku sektori toel. Olukord halvenes seega vaid ajutiselt. Viimasel ajal on hakanud ettevõtted aeglustuva majanduskasvu, kiireneva inflatsiooni ja rahapoliitika normaliseerimise taustal andma märku rahastamislõhe suurenemisest ja nende seas valitseb ootus, et pangalaenude kättesaadavus väheneb 2022. aasta oktoobrist kuni 2023. aasta märtsini.

¹ Pangalaenud on euroala ettevõtete jaoks kõige laialdasemalt kasutatav välisrahastamise allikas.

Joonis A.

Muutused rahastamislõhes, pangalaenude oodatavas kättesaadavuses ja rahastamistakistustes euroala ettevõtete andmeil ning euroala SKP reaalkasvu areng

(välisrahastamise lõhe kaalutud netosaldo, rahastamisvõimaluste oodatava kättesaadavuse muutused protsentides netomäärana, aastapõhine muutus protsentides)



Allikad: EKP ja Euroopa Komisjoni küsitlus ettevõtete juurdepääsu kohta rahastamisvõimalustele ning Eurostat.
Märkus. Rahastamislõhe näitaja hõlmab nii rahastamisvajadusi kui ka pangalaenude kättesaadavust ettevõtete tasandil. Kõigi viie rahastamisvahendi puhul on rahastamislõhe tajutava muutuse näitaja väärtus 1 (–1), kui vajadus suureneb (väheneb) ja kättesaadavus väheneb (suureneb). Kui ettevõtted tajuvad ainult rahastamislõhe ühepoolset suurenemist (vähenumist), on muutuja väärtuseks 0,5 (–0,5). Näitaja positiivne väärtus osutab rahastamislõhe suurenemisele. Väärtused korrutatakse 100ga, et saada kaalutud netosaldo protsentides. Esimene vertikaalne hall joon tähistab rahapoliitiliste otsetehingute väljakuulutamist; teine vertikaalne hall joon esimese seeria suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide (TLTRO-I) algust ja negatiivse intressimäära poliitikat; kolmas TLTRO-II ja ettevõtlussektori varaostukava algust ning neljas pandeemia majandusmõju ohjeldamise erakorralise ostukava ja TLTRO-III algust. Viimane vertikaalne hall joon tähistab EKP kolme baasintressimäära tõusu 50 baaspunkti võrra ja rahapoliitika ülekandemehhanismi kaitse instrumendi heakskiitmist 2022. aasta juulis.

Vaatamata laenukulude hiljutisele kasvule ei tundnud euroala ettevõtted rahastamisvõimalustele juurdepääsu pärast siiski erilist muret (joonis A).

Viimases küsitlusvoorus püsis võrreldes eelmiste voorudega üldjoontes muutumatuna nende ettevõtete osakaal, kes teatasid takistustest pangalaenude saamisel. Sellele aitas eelkõige kaasa pankade stabiilne valmisolek laenu anda.²

Rahapoliitika karmistamine suurendab ettevõtete rahastamislõhet ja vähendab nende ootusi pangalaenude edaspidise kättesaadavuse suhtes (joonis B).

Ökonomeetiline analüüs võimaldab rahapoliitika mõju ülekandumist ettevõtete rahastamistingimustesse kvantitatiivsemalt hinnata. Selleks kasutatakse kohalikke ehk euroala liikmesriikide ettevaateid³, millega hinnatakse tuvastatud rahapoliitiliste šokkide mõju ettevõtete rahastamislõhele ja ootustele pangalaenude edaspidise

² Rahastamistakistuste näitaja on nende ettevõtete osakaalude summa, kes teatasid laenuaotluste tagasilükkamisest ja laenuaotlustest, mille korral saadi vaid osaline summa või mille korral ettevõtte keeldus pakkumisest, sest laenuvõtmiskulu oli liiga suur, ning kes jätsid laenu tagasilükkamise hirmus taotlemata. Vt „Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022“, EKP, juuni 2022.

³ Vt Oscar Jorda „Estimation and inference of impulse responses by local projections“, *American Economic Review*, kd 95, nr 1, märts 2005, lk 161–182.

kättesaadavuse suhtes (mõõdetuna koonddasandil ettevõtete netosaltona)⁴. Rahapoliitilisi šokke mõõdetakse seejuures Altavilla jt (2019) koostatud uurimuses kasutatud, eesmärgi tähistava teguri (*target factor*) abil, mis kajastab intressimääradega seotud üllatusi seoses tulukõvera lühema kui aastase tähtajaga EKP rahapoliitikat puudutavate teadaannete ajal.⁵ Joonisel B on näha, et rahapoliitilised šokid avaldavad märkimisväärset mõju ettevõtete rahastamislohele ja ootustele pangalaenude edaspidise kättesaadavuse suhtes kahe aasta jooksul. Täpsemalt suurendab ühe standardhälbe suurune rahapoliitiline šokk, mis on võrdne ühekuuse üleööintressimäära vahetustehingu intressimäära nelja baaspunkti suuruse šokiga, eeldatavasti keskmise ettevõtte rahastamislohet kuue kuu jooksul ligikaudu kolme protsendipunkti võrra.⁶ Võrdluseks võib tuua, et rahastamislohe muutuse standardhälve on olnud alates 2009. aastast 7%. Sama šoki tõttu väheneb nende ettevõtete netoosakaal, kes ootavad pangalaenude kättesaadavuse suurenemist, viie protsendipunkti võrra. Mõju püsib kuni kaks aastat pärast šokki, mis osutab sellele, kuidas rahapoliitika mõjutab ettevõtete rahastamistingimusi laenupakkumise kaudu. Need tulemused kinnitavad varasemate uuringute tulemusi, mille kohaselt on rahapoliitikas pankade laenukanalite puhul rahastamisega seotud ootustel oluline osa.⁷ Kui tegelikud laenutingimused muutuvad, mõjutab see ka pangalaenude kättesaadavuse ja nõudluse muutuste vastastikust mõju.

⁴ Kohalik ettevaade koostatakse rea regressioonide abil, määratletuna kui $y_{t+h} - y_{t-1} = a^h + b^h \varepsilon_t^{MP} + u_t^h$, kus $h = 0, \dots, 4$, kusjuures y_t on vastavalt muutused rahastamislohes või rahastamisega seotud ootustes, võttes aluseks SAFE t . küsitlusvooru. Koeffitsiendid $\{b^h\}$ kajastavad rahastamislohe või pangalaenude edaspidise kättesaadavusega seotud ootuste impulsireaktsiooni funktsiooni identifitseeritud rahapoliitilise šoki ε_t^{MP} korral.

⁵ Šokk on selles kontekstis sobiv, sest mittefinantsettevõtted sõltuvad tavaliselt pankade pakutavast rahastusest, mille intressimäärad on fikseeritud vähem kui üheks aastaks. Siin valimis on eesmärgi tähistav tegur vahemikus $-8,6$ kuni $10,4$ baaspunkti. Vt C. Altavilla, L. Brugnolini, R. S. Gurkaynak, R. Motto ja G. Ragusa „[Measuring euro area monetary policy](#)“, *Journal of Monetary Economics*, kd 108, detsember 2019, lk 162–179.

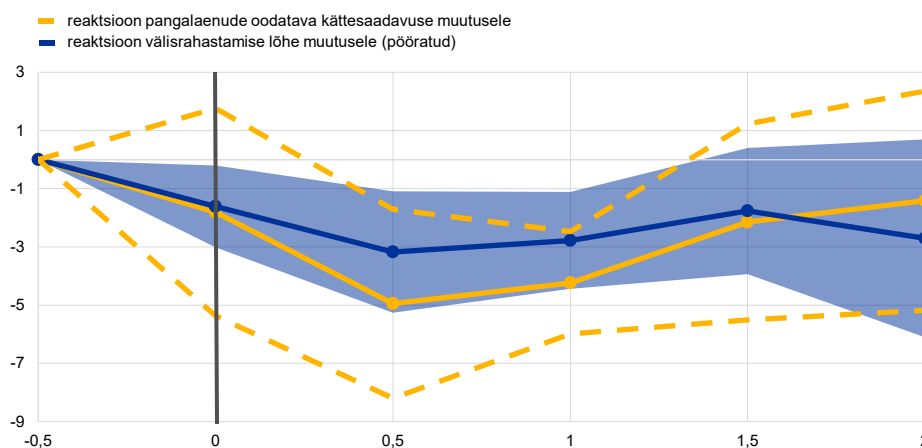
⁶ Võrdluseks võib märkida, et suurim ühekuuse üleööintressimäära vahetustehingu intressimäära rahapoliitiline šokk on vaatlusaluses valimis ligikaudu kümme baaspunkti.

⁷ Vt A. Ferrando, A. Popov ja G. Udell, „[Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions](#)“, *European Economic Review*, kd 149, oktoober 2022.

Joonis B.

Ettevõtete rahastamislõhest ja pangalaenu edaspidise kättesaadavusega seotud ootustest tingitud reaktsioon identifitseeritud rahapoliitilisele šokile

(horisontaalteljel: aastad pärast šokki; vertikaalteljel: muutused protsendipunktides võrreldes šokile eelnenud perioodiga)



Allikad: EKP ja Euroopa Komisjoni küsitlus ettevõtete juurdepääsu kohta rahastamisvõimalustele, Altavilla jt (2019), EKP arvutused. Märkus. Ettevõtete rahastamislõhest tingitud reaktsioon ja nende ettevõtete netoosakaal, kes teatasid pangalaenu kättesaadavuse oodatavast paranemisest järgmise kuue kuu jooksul pärast ühe standardhälbe suurust rahapoliitilist šokki. Kasutatud šokk on sama, mis Altavilla jt (2019) eesmärgi tähistav tegur, mis kajastab rahapoliitilisi üllatusi seoses üleööintressimäära vahetustehtingute intressimäära kõvera lühema kui aastase tähtajaga EKP rahapoliitikat puudutavate teadaannete ajal. Rahapoliitiliste šokkide mõju SAFE küsitluse muutujatele hinnatakse kohaliku ettevaate abil (Jorda, 2005). Varjutatud ja punktidega alad on 95% usaldusvahemikud, mis põhinevad Newey-Westi standardhälvete hinnangul.

Kui rahastamislõhe suureneb, kipuvad ettevõtted muretsema rohkem tulevase rahastamisvõimaluste juurdepääsu pärast, mis viitab sellele, et rahastamislõhe muutused on ettevõtete kasvuväljavaate jaoks olulised (joonis C). Et hinnata, kas muutuvad rahastamistingimused mõjutavad

reaalmajandust, tasub analüüsida nende mõju ettevõtete kindlustundele. SAFE küsitlusega hinnatakse ettevõtete kindlustunnet, paludes neil märkida, mil määral nad on mures rahastamisvõimaluste juurdepääsu pärast.⁸ Üldiselt ei ole ettevõtted pidanud juurdepääsu rahastamisvõimalustele viimastel aastatel oma peamiseks mureks, mis on tõenäoliselt tingitud pikaajalisest toetavast rahapoliitikast.⁹ See võib aga muutuda, kui rahapoliitika normaliseerub. Et uurida ettevõtete rahastamislõhe ja rahastamisvõimaluste juurdepääsuga seotud murede vahelist seost, kasutatakse ettevõtte tasandi andmeid. Joonisel C on esitatud korrelatsioon rahastamislõhe ja rahastamisvõimaluste juurdepääsu pärast tuntava mure taseme vahel. Selleks rühmitatakse ettevõtete vastused alates 2009. aastast selle järgi, millise hinnangu nad andsid rahastamisvõimaluste juurdepääsuga seotud murele. Eelnevalt eemaldatakse riikide ja ajavahemike levinud variatsioon ning arvutatakse välja rahastamisega seotud mure rühmapõhine keskmine tase. Positiivne korrelatsioon näitab, et suure rahastamislõhega ettevõtted tajuvad juurdepääsu rahastamisvõimalustele pakilisema murena. Seega näib, et rahastamislõhe on

⁸ Ettevõtted annavad rahastamise ja muude väljatoodud probleemide kohta vastuse skaalal ühest (üldse mitte oluline) kümneni (väga oluline). Sellest tuletatud näitajat kasutatakse tavaliselt selleks, et teha kindlaks rahastamise suhteline olulisus võrreldes teiste ettevõtteid mõjutavate probleemidega, nagu kasvavad tootmis- või tööjõukulud või raskused klientide leidmisel.

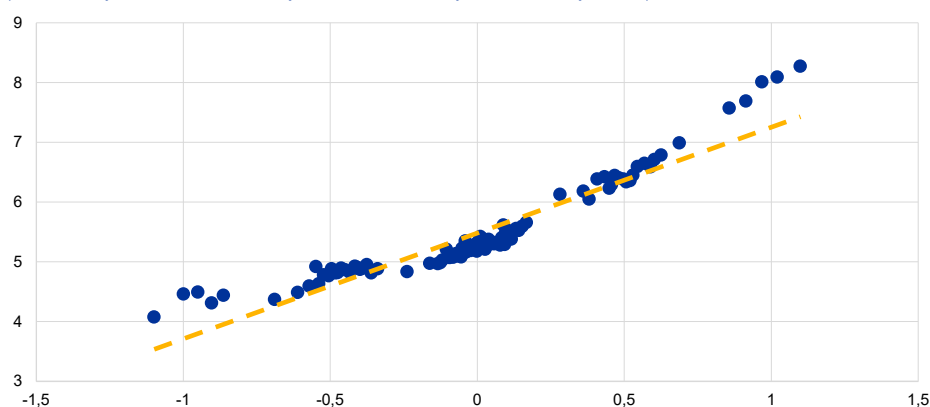
⁹ Vt „Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022“, EKP, juuni 2022.

seotud ettevõtete üldise kindlustundega ja võib tõenäoliselt mõjutada nende edaspidist kasvuväljavaadet.

Joonis C.

Rahastamisele juurdepääsuga seotud mure ja rahastamislõhe vaheline suhe ettevõtte tasandil

(horisontaalteeljel: välisrahastamise lõhe jääkmuutus; vertikaalteeljel: tuntava mure jääkmäär)



Allikad: EKP ja Euroopa Komisjoni küsitlus ettevõtete juurdepääsu kohta rahastamisvõimalustele, EKP arvutused. Märkus. Hajuvusdiagrammil on kujutatud pangalaenudega seotud rahastamislõhet ning seda, mil määral tunnevad ettevõtted muret rahastamisvõimalustele juurdepääsu pärast, võttes aluseks riigi ja ajavahemiku kindla mõju.

Rahastamislõhe ja ootused pangalaenude kättesaadavuse suhtes on seotud praeguse ja tulevase SKP reaalkasvuga.

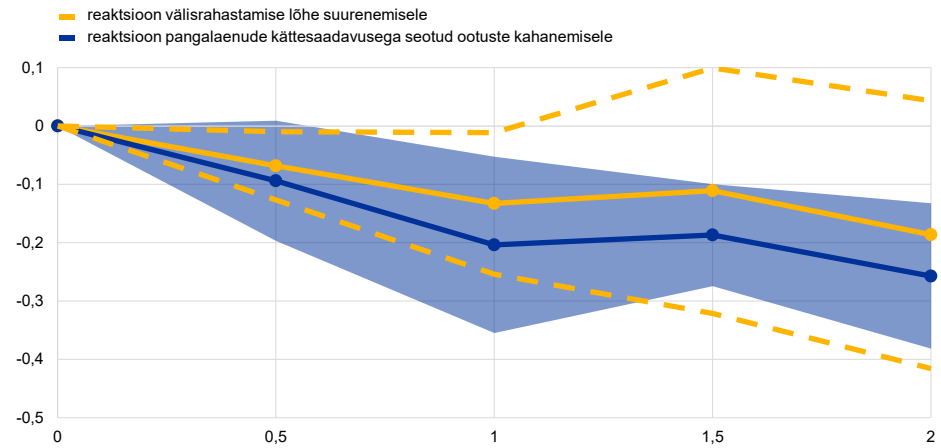
Kuigi ettevõtete juurdepääs välisrahastamisele mõjutab nende kindlustunnet, on oluline uurida, kuidas see on seotud makromajanduslike tulemustega. Euroala SKP kasvu keskmist arengut pärast rahastamislõhe ja ootuste küsitluspõhiseid netomuutusi (mis kajastavad rahastamistingimuste muutusi) hinnatakse kohaliku ettevaate abil.¹⁰ Kuigi hinnanguid ei saa pidada põhjuslikuks mõjuks, annavad need juhul, kui küsitluse näitajates on toimunud teatud muutus, aimu keskmisest tulevasest arengusuunast. Joonisel D on näha, et kui rahastamislõhe näitaja on kasvanud ühe protsendipunkti võrra või pangalaenude edaspidise kättesaadavusega seotud ootuste saldo on vähenenud, kahaneb euroala reaalse SKP järgmisel aastal keskmiselt umbes 0,2% rohkem kui juhul, kui need rahastamisnäitajad ei muutu, ning sellele järgneval aastal on veel tagasihoidlikku mõju tunda. Seda mõju hinnatakse sõltuvalt praegusest ja viitajaga SKP kasvust, kasutades teavet, mis on saadud ülaltoodud küsitlusest lisaks praegustele nähtavatele arengusuundadele majandustsükliks. Hinnanguline mõju on püsiv, eriti kui võtta arvesse muutusi ettevõtete ootustes rahastamisvõimalustele juurdepääsu suhtes. See näitab, et selle küsitluse ainulaadseks tunnusjooneks olevad ettevaatavad muutujad sisaldavad kasulikku teavet, mille abil mõista euroala majanduse edaspidist arengut.

¹⁰ Et tutvuda sellekohase analüüsiga, kus hinnatakse, kuidas pankade laenutegevuse uuringust pärinev teave on seotud tulevase laenumahuga, vt siinse majandusülevaate infokast „Millist teavet annab euroala pankade laenutegevuse küsitlus laenude edasise arengu kohta?“.

Joonis D.

Euroala reaalse SKP keskmised muutused pärast rahastamistingimuste või pangalaenude eeldatava kättesaadavuse halvenemist võrreldes olukorraga, kus need ei halvene

(horisontaaltejel: aastad pärast šokki; vertikaaltejel: kumulatiivne kasv protsentides võrreldes šokile eelnenud perioodiga)



Allikad: EKP ja Euroopa Komisjoni küsitlus ettevõtete juurdepääsu kohta rahastamisvõimalustele, EKP arvutused.
Märkus. Euroala SKP reaalkasvu keskmised kumulatiivsed muutused pärast muutusi ettevõtete rahastamislõhes ning selliste ettevõtete netoosakaal, kes teatasid pangalaenude kättesaadavuse oodatavast suurenemisest. Kohalik ettevaade (Jorda, 2005) hõlmab kontrollmuutujatena praegust ja varasemat SKP kasvu. Varjutatud ja punkteeritud alad on 95% usaldusvahemikud, mis põhinevad Newey-Westi standardhälvete hinnangul.

Likviidsuskeskkond ja rahapoliitilised operatsioonid 2022. aasta 27. juulist kuni 1. novembrini

Koostanud Juliane Kinsele ja Christian Lizarazo

Selles infokastis kirjeldatakse likviidsuskeskkonda ja EKP rahapoliitilisi operatsioone 2022. aasta viiendal ja kuuendal arvestusperioodil. Need kestsid 2022. aasta 27. juulist kuni 1. novembrini (edaspidi „vaatlusperiood“), hõlmates seega perioodi, mille jooksul hakkasid kehtima kõrgemad EKP baasintressimäärad.

Kui negatiivsete baasintressimäärade periood 2022. aasta juulis lõppes, esines muutuseid erinevates autonoomsetes tegurites, eelkõige valitsemissektori hoiustes, mis muutsid ülelikviidsuse koosseisu. Autonoomsed netotegurid vähenesid ja eurosüsteemi bilanss tasakaalustus, kui EKP tõstis viiendal arvestusperioodil baasintressimäärasid 50 baaspunkti võrra (millega lõppes negatiivsete baasintressimäärade periood) ning kuuendal arvestusperioodil veel 75 baaspunkti võrra.

Euroala pangandussüsteemi keskmine ülelikviidsus kasvas 2022. aasta viiendal ja kuuendal arvestusperioodil 46,5 miljardit eurot, jõudes rekordilise 4569,7 miljardi euroni. Kogukasvu tingis põhiliselt likviidsust vähendavate autonoomsete tegurite kahanemine. Kasv leidis aset peamiselt viiendal arvestusperioodil tulenevalt hoiustamise püsivõimaluse intressimäära väga oodatud tõusust positiivsele tasemele alates kuuendast arvestusperioodist. Samal ajal vähenes vaatlusperioodil rahapoliitika instrumentidega pakutud likviidsus.

Likviidsusvajadus

Vaatlusperioodil vähenes pangandussüsteemi keskmine päevane likviidsusvajadus, mida määratletakse autonoomsete netotegurite ja kohustusliku reservi summana, 96,2 miljardi euro võrra 2506,6 miljardi euroni. See vähenemine võrreldes kahe eelmise arvestusperioodiga oli peaaegu täielikult seostatav autonoomsete netotegurite kahanemisega 100 miljardi euro võrra 2343,7 miljardi euroni, mille omakorda tingis likviidsust vähendavate autonoomsete tegurite kahanemine (tabeli A osa „Likviidsusega seotud muu teave“). Samal ajal suurenes kohustuslik reserv vaevumärgatavalt, 3,8 miljardi euro võrra 162,9 miljardi euroni.

Likviidsust vähendavaid autonoomseid tegureid mõjutas vaatlusperioodil EKP baasintressimäärade tõstmine, mis tõi kaasa nende vähenemise 105,3 miljardi euro võrra 3280 miljardi euroni. Selle põhjuseks oli peamiselt valitsemissektori hoiuste ja ringluses olevate pangatähtede mahu kahanemine. Valitsemissektori hoiused (vt tabeli A osa „Kohustused“) vähenesid vaatlusperioodil keskmiselt 97,4 miljardi euro võrra 545,3 miljardi euroni. Suurem osa vähenemisest leidis aset viiendal arvestusperioodil. Kui negatiivsed baasintressimäärad 2022. aasta juulis lõppesid ning oodati hoiustamise püsivõimaluse intressimäära tõstmist positiivsele

tasemele EKP nõukogu septembri istungil, otsustasid võlahaldusettevõtted vähendada oma likviidsuspuhvleid eurosüsteemis ja otsisid alternatiivseid võimalusi raha hoiustamiseks. Koos baasintressimäärade edasise tõstmisega septembris ja eelkõige hoiustamise püsivõimaluse intressimäära tõstmisega 0,75% tasemele otsustas EKP nõukogu ajutiselt kõrvaldada nullintressimäära ülemmäära valitsemissektori hoiuste intressi puhul ning selle asemel maksta neilt hoiustelt intressi kas hoiustamise püsivõimaluse intressimääraga või euro lühiajalise intressimääraga (€STR) olenevalt sellest, kumb määr on madalam. See meede peaks jääma jõusse kuni 30. aprillini 2023. Otsus avaldas soovitud mõju hoida ära valitsemissektori hoiuste edasist järsku väljavoolu turule, mis oleks võinud kahjustada rahapoliitika ülekandumist ja turu nõuetekohast toimimist. Selle meetme tagajärjel oli täiendav valitsemissektori hoiuste keskmise mahu vähenemine 17,2 miljardi euro võrra 536,7 miljardi euronni kuuendal arvestusperioodil üksnes tagasihoidlik. Ringluses olevate pangatähtede keskmine maht kahanes 22,3 miljardi euro võrra ja oli vaatlusperioodil 1574,5 miljardit eurot. Negatiivsete baasintressimäärade lõppemine on eelkõige toonud kaasa selle, et pangad vähendavad hoitavate pangatähtede mahtu. Varem, kui baasintressimäärad olid negatiivsed, olid pangad suurendanud sularahahoidlates hoitava sularaha kogust. Nüüd, mil hoiustamise püsivõimaluse intressimäär on positiivne, on neil hoiustel alternatiivkulu, mis sunnib panku optimeerima oma sularahahaldust ja kiiresti vähendama sularaha mahtu ligikaudu 40 miljardi euro võrra ajavahemikus juuni lõpust kuni oktoobri lõpuni. Likviidsuse lisamist valitsemissektori hoiuste ja ringluses olevate pangatähtede mahu vähenemise kaudu tasakaalustasid vaid vähesel määral muud autonoomsed tegurid, mis kasvasid vaatlusperioodil 14,5 miljardi euro võrra 1160,2 miljardi euronni.

Likviidsust suurendavad autonoomsed tegurid kahanesid veidi, 5,4 miljardi euro võrra 936,6 miljardi euronni. Netovälisvarade kasvu 14,6 miljardi euro võrra nullis peaaegu täielikult eurodes nomineeritud netovarade vähenemine.

Tabelis A on antud ülevaade eelkirjeldatud autonoomsetest teguritest¹ ja nende muutustest.

¹ Lisateavet autonoomsete tegurite kohta saab EKP 2002. aasta mai kuubülletääni artiklist „[The liquidity management of the ECB](#)“.

Tabel A.

Eurosüsteemi likviidsuskeskkond

Kohustused

(keskmine näitaja, miljardites eurodes)

	Jooksev vaatlusperiood: 27. juuli – 1. november 2022						Eelmine vaatlusperiood: 20. aprill – 26. juuli 2022	
	Viies ja kuues arvestusperiood		Viies arvestusperiood: 27. juuli – 13. september		Kuues arvestusperiood: 14. september – 1. november		Kolmas ja neljas arvestusperiood	
Likviidsust vähendavad autonoomsed tegurid	3280,0	(-105,3)	3329,7	(-106,7)	3230,3	(-99,4)	3385,3	(+63,4)
Ringluses olevad pangatähed	1574,5	(-22,3)	1585,3	(-18,6)	1563,7	(-21,6)	1596,9	(+33,6)
Valitsemissektori hoiused	545,3	(-97,4)	553,9	(-113,7)	536,7	(-17,2)	642,7	(-12,4)
Muud autonoomsed tegurid (neto) ¹	1160,2	(+14,5)	1190,5	(+25,6)	1129,9	(-60,6)	1145,7	(+42,3)
Kohustusliku reservi ületavad arvelduskontod	1971,2	(-1871,8)	3774,7	(-7,8)	167,6	(-3607,1)	3843,0	(+84,3)
Kohustuslik reserv²	162,9	(+3,8)	161,4	(+0,5)	164,4	(+3,0)	159,1	(+3,7)
Hoiustamise püsivõimalus	2598,5	(+1918,3)	707,0	(+28,3)	4490,0	(+3783,0)	680,2	(-50,2)
Likviidsust vähendavad peenhäälestusoperatsioonid	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Allikas: EKP.

Märkus. Kõik tabelis esitatud näitajad on ümardatud lähima 0,1 miljardi euron. Sulgudes esitatud näitajad tähistavad muutust võrreldes eelmise vaatlus- või arvestusperioodiga. Kuna kaheastmeline süsteem peatati, on lubatud ülelikviidsuse andmed tabelist välja jäetud.

¹ Arvutatud ümberhindluskontode, euroala residentide muude nõuete ja kohustuste ning kapitali ja reserve summana.

² Memokirje, mida eurosüsteemi bilanss ei kajasta ja mis tuleks kogukohustuste arutamistest seega välja jätta.

Varad

(keskmine näitaja, miljardites eurodes)

	Jooksev vaatlusperiood: 27. juuli – 1. november 2022						Eelmine vaatlusperiood: 20. aprill – 26. juuli 2022	
	Viies ja kuues arvestusperiood		Viies arvestusperiood: 27. juuli – 13. september		Kuues arvestusperiood: 14. september – 1. november		Kolmas ja neljas arvestusperiood	
Likviidsust suurendavad autonoomsed tegurid	936,6	(-5,4)	891,7	(-58,0)	981,6	(+89,8)	942,0	(+42,0)
Netovälisvarad	952,9	(+14,6)	950,1	(+6,3)	955,8	(+5,7)	938,3	(+38,1)
Netovarad eurodes	-16,3	(-20,0)	-58,3	(-64,3)	25,8	(+84,1)	3,7	(+3,9)
Rahapoliitika instrumendid	7076,3	(-49,6)	7081,4	(-27,7)	7071,0	(-10,4)	7125,9	(+59,5)
Avaturuoperatsioonid	7076,3	(-49,6)	7081,4	(-27,7)	7071,0	(-10,4)	7125,9	(+59,5)
Krediidioperatsioonid	2124,7	(-53,7)	2126,6	(-23,7)	2122,7	(-3,9)	2178,3	(-22,5)
Põhilised refinantseerimisoperatsioonid	2,8	(+2,1)	1,7	(+0,7)	4,0	(+2,2)	0,7	(+0,4)
Kolmekuulised pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid	1,2	(+0,9)	0,8	(+0,4)	1,6	(+0,8)	0,3	(+0,2)
TLTRO-III operatsioonid	2118,7	(-55,9)	2121,7	(-24,7)	2115,7	(-6,0)	2174,6	(-22,6)
Pandemia majandusmõju ohjeldamiseks mõeldud pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid	2,0	(-0,8)	2,4	(-0,2)	1,5	(-0,9)	2,8	(-0,4)
Otsetehingute portfellid ¹	4951,6	(+4,0)	4954,8	(-4,0)	4948,3	(-6,6)	4947,6	(+82,0)

	Jooksev vaatlusperiood: 27. juuli – 1. november 2022						Eelmine vaatlusperiood: 20. aprill – 26. juuli 2022	
	Viies ja kuues arvestusperiood		Viies arvestusperiood: 27. juuli – 13. september		Kuues arvestusperiood: 14. september – 1. november		Kolmas ja neljas arvestusperiood	
Laenamise püsivõimalus	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Allikas: EKP.

Märkus. Kõik tabelis esitatud näitajad on ümardatud lähima 0,1 miljardi euroni. Sulgudes esitatud näitajad tähistavad muutust võrreldes eelmise vaatlus- või arvestusperioodiga.

¹ Kuna netovarade ostud on peatatud, ei näidata enam otsetehingute portfelli jaotust.

Likviidsusega seotud muu teave

(keskmine näitaja, miljardites eurodes)

	Jooksev vaatlusperiood: 27. juuli – 1. november 2022						Eelmine vaatlusperiood: 20. aprill – 26. juuli 2022	
	Viies ja kuues arvestusperiood		Viies arvestusperiood: 27. juuli – 13. september		Kuues arvestusperiood: 14. september – 1. november		Kolmas ja neljas arvestusperiood	
Kogu likviidsusvajadus ¹	2506,6	(-96,2)	2599,7	(-48,3)	2413,4	(-186,4)	2602,8	(+25,3)
Autonoomsed netotegurid ²	2343,7	(-100,0)	2438,3	(-48,8)	2249,0	(-189,3)	2443,7	(+21,6)
Ülelikviidsus ³	4569,7	(+46,5)	4481,7	(+20,6)	4657,6	(+175,9)	4523,1	(+34,1)

Allikas: EKP.

Märkus. Kõik tabelis esitatud näitajad on ümardatud lähima 0,1 miljardi euroni. Sulgudes esitatud näitajad tähistavad muutust võrreldes eelmise vaatlus- või arvestusperioodiga.

¹ Arvutatud autonoomsete netotegurite ja kohustusliku reservi summana.

² Arvutatud kohustuste poolel olevate autonoomsete likviidsustegurite ja varade poolel olevate autonoomsete likviidsustegurite vahena. Tabelis on autonoomsetele netoteguritele lisatud ka arveldamisele olevad kirjed.

³ Arvutatud kohustuslikku reservi ületavate arvelduskontode ja hoiustamise püsivõimaluse kasutamise summana, millest on lahutatud laenamise püsivõimaluse kasutamine.

Intressimäärade muutused

(keskmine näitaja, protsentides ja protsendipunktides)

	Jooksev vaatlusperiood: 27. juuli – 1. november 2022						Eelmine vaatlusperiood: 20. aprill – 26. juuli 2022	
	Viies ja kuues arvestusperiood		Viies arvestusperiood: 27. juuli – 13. september		Kuues arvestusperiood: 14. september – 1. november		Kolmas ja neljas arvestusperiood	
Põhilised refinantseerimisoperatsioonid	0,88	(+0,88)	0,50	(+0,50)	1,25	(+0,75)	0,00	(+0,00)
Laenamise püsivõimalus	1,13	(+0,88)	0,75	(+0,50)	1,50	(+0,75)	0,25	(+0,00)
Hoiustamise püsivõimalus	0,38	(+0,88)	0,00	(+0,50)	0,75	(+0,75)	-0,50	(+0,00)
€STR	0,286	(+0,869)	-0,085	(+0,496)	0,657	(+0,742)	-0,583	(-0,004)
RepoFunds Rate Euro indeks	0,148	(+0,794)	-0,162	(+0,489)	0,459	(+0,621)	-0,646	(-0,008)

Allikas: EKP.

Märkus. Sulgudes esitatud näitajad tähistavad muutust protsendipunktides võrreldes eelmise vaatlus- või arvestusperioodiga.

Rahapoliitika instrumentidega pakutud likviidsus

Keskmine rahapoliitika instrumentide kaudu pakutud likviidsus kahanes vaatlusperioodil 49,6 miljardi euro võrra 7076,3 miljardi euroni (joonis A).

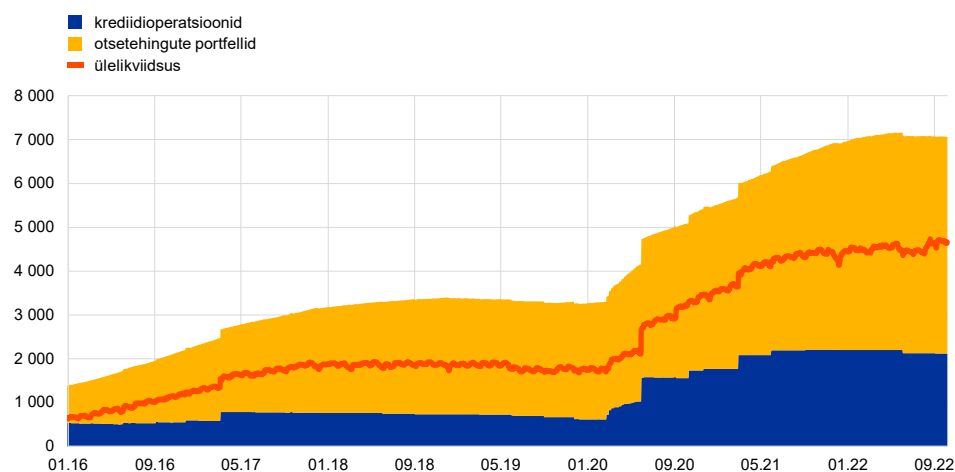
Likviidsuse vähenemise tingis peamiselt krediidioperatsioonide kahanemine

TLTRO-III vahendite vabatahtlike tagasimaksete tõttu. EKP pandeemia majandusmõju ohjeldamise erakorralise varaostukava alusel tehtavad netovaraostud peatati märtsi lõpus ning varaostukava alusel tehtavad ostud 1. juulil 2022. See tähendab, et otsetehingute portfellid ei paku enam täiendavat likviidsust.²

Joonis A.

Avaturuoperatsioonide kaudu tagatud likviidsuse ja ülelikviidsuse muutused

(miljardites eurodes)



Allikas: EKP.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 1. novembrist 2022.

Keskmine krediidioperatsioonide kaudu pakutud likviidsus vähenes

vaatlusperioodil 53,7 miljardi euro võrra. Vähenemine kajastab peamiselt juuni lõpus ja septembris TLTRO-III raames tehtud vabatahtlikke tagasimakseid vastavalt 74,0 miljardi ja 6,5 miljardi euro ulatuses koos 1,9 miljardi euroga, mis tulenes TLTRO-III pakkumisoperatsioonide tähtaegade saabumisest septembris. Ehkki TLTRO-III tagasimaksed 74,0 miljardi euro ulatuses tehti neljandal arvestusperioodil, ilmnis täielik mõju perioodi keskmistele näitajatele viiendal arvestusperioodil. Pandeemia majandusmõju ohjeldamiseks mõeldud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide tähtaegade saabumisest tulenev summa ulatus juuni lõpus 0,5 miljardi euroni ja septembris 1,3 miljardi euroni, mis avaldas vaatlusperioodil aset leidnud vähenemisele vaid vähest mõju. Kuna põhilised refinantseerimisoperatsioonid kasvasid keskmiselt 2,1 miljardi euro ja kolmekuulised pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid 0,9 miljardi euro võrra, korvasid need vaid väikese osa likviidsuse vähenemisest, mille tingisid TLTRO-III tagasimaksed ja pandeemia majandusmõju ohjeldamiseks mõeldud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide tähtaegade saabumine.

² Ehkki netoostud lõppesid eelmisel vaatlusperioodil, on täielik mõju perioodi keskmistele näitajatele nähtav ka käesoleval vaatlusperioodil. Peale selle kajastatakse portfellis hoitavaid väärtpabereid amortiseeritud maksumuses ning need hinnatakse iga kvartali lõpus ümber, mis avaldab samuti mõju keskmistele koondnäitajatele ja otsetehingute portfellide muutustele.

Ülelikviidsus

Keskmine ülelikviidsus kasvas 46,5 miljardi euro võrra, jõudes uue rekordtasemeni ehk 4569,7 miljardi euroni (vt joonis A). Ülelikviidsuse moodustab pankade kohustuslikku reservi ületavate reserve ja hoiustamise püsivõimaluse hoiuste summa, millest on maha arvatud laenamise püsivõimaluse kasutus. See kajastab pangandussüsteemile pakutava kogulikviidsuse ja pankade likviidsusvajaduse vahet.

Kui EKP hakkas baasintressimäärasid tõstma, hakkasid pangad ülelikviidsust tekitavaid varasid oma eurosüsteemi arvelduskontode ja hoiustamise püsivõimaluse vahel üle kandma. Enne kui EKP tõstis hoiustamise püsivõimaluse intressimäära nullist kõrgemale, oli hoiustamise püsivõimaluse hoiustelt saadav intress kaheastmelise süsteemi alusel sama mis vabastatud ülereserve ületavatelt arvelduskontodele paigutatud varadelt saadav intress. Kui EKP tõstis hoiustamise püsivõimaluse intressimäära alates 2022. aasta 14. septembrist 0,75%ni, oli kohustuslikku reservi ületavate arvelduskontodel hoitavate reserve intressimäär endiselt 0%.³ Et saada positiivsest hoiustamise püsivõimaluse intressimäärast kasu, pidid pangad oma ülereservid arvelduskontodelt hoiustamise püsivõimalusse üle viima. Selle tulemusena vähenesid kuuendal arvestusperioodil arvelduskontodel hoitavad keskmised varad 3607,1 miljardi euro võrra, samal ajal kui hoiustamise püsivõimaluse keskmine kasutamine suurenes 3783 miljardi euro võrra. Kahe näitaja vahelist erinevust selgitab keskmine ülelikviidsuse kasv, mis on tingitud väiksematest likviidsust vähendavatest autonoomsetest teguritest. Kohustuslikku reservi ületavate arvelduskontodel hoitavate varade keskmine maht oli kuuendal arvestusperioodil 167,6 miljardit eurot, mis on ligikaudu kaks korda suurem kui likviidsus, mida on kindlalt vaja, et täita kohustusliku reservi nõue 164,4 miljardit eurot. See võib tuleneda ajutistest tegevuses esinevatest tõrgetest, mis eeldatavasti aja jooksul kõrvaldatakse, et vähendada 0% intressimääraga tasustatavat ülereservi.

EKP peatas ülereservidelt makstavate intresside kaheastmelise süsteemi.

See süsteem, mille alusel olid keskmised ülereservid kuni kuuekordse kohustusliku reservi ulatuses negatiivsest hoiustamise püsivõimaluse intressimäärast vabastatud, oli pärast negatiivsete intressimäärade perioodi lõppu juulis muutunud sisuliselt tarbetuks. Pärast hoiustamise püsivõimaluse intressimäära tõstmist septembris üle nulli otsustas EKP peatada kaheastmelise süsteemi, kehtestades kordajaks nulli.

Intressimäärade muutused

Keskmine €STR suurenes vaatlusperioodi jooksul 87 baaspunkti kuni 0,29%ni aastas. EKP baasintressimäärade tõstmise mõju ülekandumine juulis ja septembris tagamata rahaturule oli üldiselt täielik ja kiire. €STR oli viiendal ja kuuendal

³ Vaatlusperioodi jooksul maksti kohustuslikult reservilt intressi EKP põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimääraga. 27. oktoobril teatas EKP, et pärast praegust vaatlusperioodi alandatakse kohustusliku reservi intressimäära hoiustamise püsivõimaluse intressimäärani, mis jõustub kohustusliku reservi arvestusperioodi alguses ehk 21. detsembril 2022.

arvestusperioodil keskmiselt 8,5 ja 9,3 baaspunkti allpool vastavat hoiustamise püsivõimaluse intressimäära.

Keskmine euroala repotehingute intressimäär, mida mõõdetakse RepoFunds Rate Euro indeksiga, tõusis vaatlusperioodil ligikaudu 79,4 baaspunkti võrra 0,148%ni. Mõju ülekandumine tagatud rahaturule oli sujuvam kui tagamata rahaturu puhul, eeskätt septembris toimunud baasintressimäära tõstmise korral. Suur ebakindlus turuosaliste käitumise muutuste suhtes intressimäärade normaliseerumise ajal koos sellega kaasneva investeerimisvoogude üleviimisega avaldasid raha hoiustamiseks tehtud tehingute repomääradele langussurvet. Repoturul esinevad pinged osutusid samas ajutiseks ning esinesid peamiselt Saksamaa ja Prantsusmaa väljastatud tagatiste puhul. 21. septembriks, s.o ligikaudu nädal pärast seda, kui septembris otsustatud baasintressimäärade tõus oli jõustunud, olid tagatud rahaturu intressimäärad üldiselt normaliseerunud, kohandudes baasintressimäärade uue tasemega, ent olid €STRist ja hoiustamise püsivõimaluse intressimäärast võrreldes eelmise vaatlusperioodiga mõnevõrra kõrgemad.

Millist teavet annab euroala pankade laenutegevuse küsitlus laenude edasise arengu kohta?

Koostanud Franziska Huennekes ja Petra Köhler-Ulbrich

Euroala pankade laenutegevuse küsitlus annab väärtuslikku teavet pankade laenuõuete ja -tingimuste ning laenuõudluse kohta euroalal. Kogutud andmete põhjal analüüsitakse rahapoliitika ülekandumist euroalal pangalaenude kanali kaudu. Küsitlus põhineb umbes 150 euroala pangast koosneval esinduslikul valimil. Kuigi küsitlusest saadav teave on kvalitatiivne, on pankade vastused tihedalt seotud tegeliku laenukasvu ja laenuintresside arenguga. Pankade laenutegevuse küsitlus on eriti kasulik rahapoliitika seisukohast, kuna annab pankade laenukriteeriumide ja -tingimuste ning laenuõudluse muutuste kohta teavet aegsasti enne seda, kui need ilmnevad tegelikus laenude arengus.¹ Selles infokastis kirjeldatakse, kuidas pankade laenutegevuse küsitlus võib kajastada juba varakult ettevõtetele antavate laenude ja kodumajapidamiste eluasemelaenude arengut euroalal.

Pankade laenutegevuse küsitluse andmed annavad ajakohast teavet pankade laenuingimuste ja laenuõudluse kohta. Euroala pangad vastavad küsimustikule iga kvartali lõpu paiku. EKP avaldab küsitluse koondandmed kolm nädalat pärast küsitlajatelt pankadelt vastuste saamist. Kuna küsitlusandmete avaldamise viitaeg on muude statistiliste andmetega võrreldes lühike, annavad pankade laenutegevuse küsitluse andmed varakult teavet euroala oluliste muutuste kohta laenuandmisel. See on olnud eriti kasulik laenuingimuste pöördepunktide tuvastamisel ja laenude arengu hindamisel erandlikel perioodidel. Näiteks koroonapandeemia alguses 2020. aastal saadi pankade laenutegevuse küsitlusest aegsasti teada laenuõudluse järsust suurenemisest, mille põhjuseks oli ettevõtete lühiajaliste rahastamisvajaduste kasv (joonis A), ning kodumajapidamiste eluasemelaenude nõudluse märgatavast kahanemisest, mille taga oli peamiselt tarbijate kindlustunde vähenemine.² Samuti laekus pankade laenutegevuse küsitluse kaudu kiiresti teave Ukrainas alustatud Venemaa sõjategevuse ja energiakulude järsu tõusu mõju kohta pankade laenuingimustele 2022. aastal. See mõju ilmnes laenuõuete karmistumises, mis tulenes peamiselt asjaolust, et majandusväljavaate suure ebakindluse ja laenuvõtjate krediitdivõimega seotud kartuste tõttu oli pankade riskitaju süvenenud. Kuigi pankade laenutegevuse küsitlus on enamjaolt tagasisivaatav, sisaldab see ka mõningaid tulevikku suunatud küsimusi, mis puudutavad pankade ootusi laenuõuete ja -nõudluse suhtes järgmise kolme kuu jooksul. See võimaldab hinnata edaspidiseid laenuingimusi otseselt pankade ootuste põhjal.

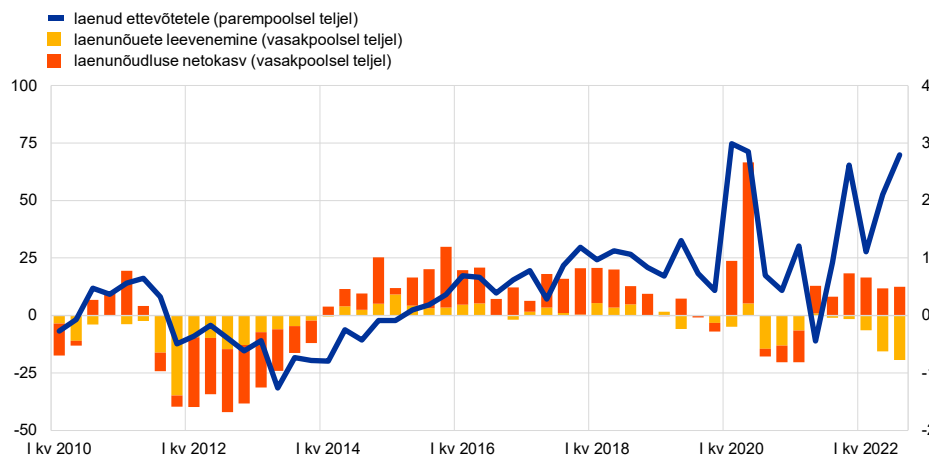
¹ Vt EKP majandusülevaate 8/2019 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „[What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?](#)“. Vt ka G. De Bondt, A. Maddaloni, J.-L. Peydró ja S. Scopel, „[The euro area bank lending survey matters – empirical evidence for credit and output growth](#)“, EKP teadustoimetis nr 1160, veebruar 2010.

² Vt EKP majandusülevaate 5/2020 täispika ingliskeelse versiooni infokast „[Drivers of firms' loan demand in the euro area – what has changed during the COVID-19 pandemic?](#)“.

Joonis A.

Laenukasv ja pankade laenutegevuse küsitluse näitajad euroala ettevõtete kohta

(vasakpoolsel teljel: pankade netoosakaal viimase kolme kuu jooksul; parempoolsel teljel: kvartaalne kasvumäär protsentides)



Allikas: EKP (pankade laenutegevuse küsitlus ja bilansikirjete statistika).

Märkus. „Laenukasv ettevõtetele“ viitab mittefinantsettevõtetele antud laenuandmise kvartaalsele netokasvule. Laenuandmise puhul on netoosakaal leitud leevenemisest teatanud pankade osakaalu ja karmistamisest teatanud pankade osakaalu vahena. Laenuandmise puhul on netoosakaal leitud suurenemisest teatanud pankade osakaalu ja vähenemisest teatanud pankade osakaalu vahena.

Lisaks aitab pankade laenutegevuse küsitlus eristada laenuandmise arengu hindamisel laenuandmist ja -nõudlust.

Laenuandmise ja -nõudluse ning laenuandmise võimaliku kriisiga seotud analüüs oli eriti oluline laenuandmise mõistmiseks ülemaailmse finantskriisi ja riigivõlakriisi ajal.³ Pankade laenuandmise küsitlus on suurel määral aidanud hinnata ka EKP rahapoliitiliste meetmete, näiteks varaostude ja suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide mõju laenuandmisele ja -nõudlusele.⁴ Kokkuvõttes on küsitlus osutunud väga kasulikuks vahendiks euroala pankade laenuandmise mõistmiseks ja analüüsimiseks. Selles infokastis keskendutakse pankade laenuandmise küsitluse ühele erijoonele kui põhinäitajale laenukasvu prognoosimiseks.

Pankade laenuandmise küsitluse kohased laenuandmise ja -nõudluse muutused on ettevõtetele antavate laenuandmise mahu tulevase kasvu põhinäitaja.

Pankade laenuandmise küsitluse andmete puhul laenuandmise mahu tulevase kasvu kohta tuleb esmalt vaadelda ristkorrelatsiooni küsitluse näitajate ja tegeliku laenukasvu andmete ajalise erinevuse vahel. Ettevõtetele antavate laenuandmise puhul on laenuandmise ja aastase laenukasvu vaheline ristkorrelatsioon kõige suurem siis, kui pankade laenuandmise küsitluse ja tegeliku laenukasvu vahele jääb viis kuni kuus kvartalit (joonise B osa a). Teisisõnu järgneb laenuandmise karmistumisele

³ Vt nt C. Altavilla, M. Darracq Pariès ja G. Nicoletti, „Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis“, *Journal of Banking and Finance*, kd 109, 2019, milles autorid konstrueerivad pankade laenuandmise küsitluse põhjal laenuandmise näitaja ja kasutavad seda selleks, et teha kindlaks laenuandmise šokkide mõju euroala reaalmajandusele. Laenuandmist analüüsitakse pankade laenuandmise küsitluse põhjal veel näiteks ka järgmistes väljaannetes: H. Hemptel ja C. Kok Sorensen, „The impact of supply constraints on bank lending in the euro area – crisis induced crunching?“, EKP teadustoimetis nr 1262, november 2010, ning A. Maddaloni ja J.-L. Peydró, „Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. lending standards“, *The Review of Financial Studies*, kd 24, nr 6, 2011, lk 2121–2165.

⁴ Vt nt C. Altavilla, M. Boucinha, S. Holton ja S. Ongena, „Credit Supply and Demand in Unconventional Times“, *Journal of Money, Credit and Banking*, kd 53, nr 8, 2021, ning D. C. Andreeva ja M. Garcia-Posada, „The impact of the ECB’s targeted long-term refinancing operations on banks’ lending policies: The role of competition“, *Journal of Banking and Finance*, kd 122, 2021.

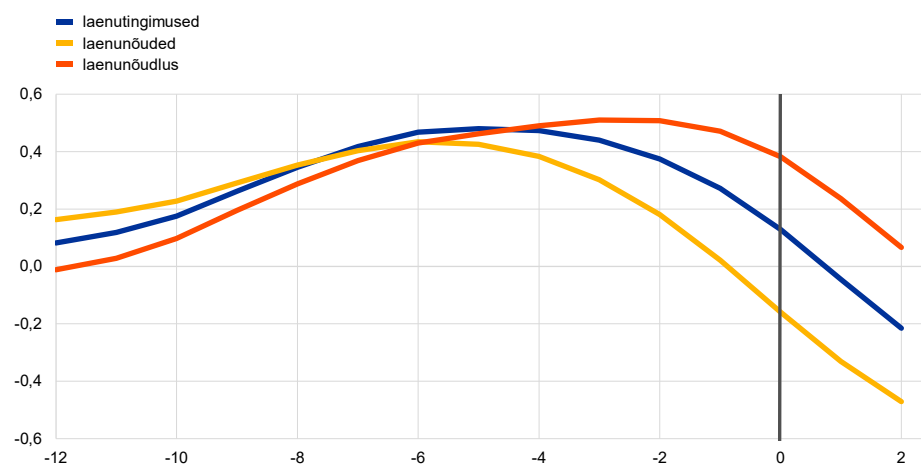
enamasti laenukasvu aeglustumine viis kuni kuus kvartalit hiljem. Laenuõudluse puhul on maksimaalne korrelatsioon suurem ja see on täheldatav lühema, umbes kolme kvartali pikkuse viitajaga. Pikem ajavahemik laenuõuete muutumise ja tegeliku laenugevuse vahel on kooskõlas asjaoluga, et pangad kehtestavad laenuõuded enne laenulepingute läbirääkimisi. Seevastu ettevõtete rahastamisvajadused, millele osutab laenuõudlus, kajastuvad tegelikus laenukasvus kiiremini.

Joonis B.

Euroala ettevõtetele ja kodumajapidamistele antavate laenu kasvu ja pankade laenugevuse küsitluse näitajate vaheline ristkorrelatsioon

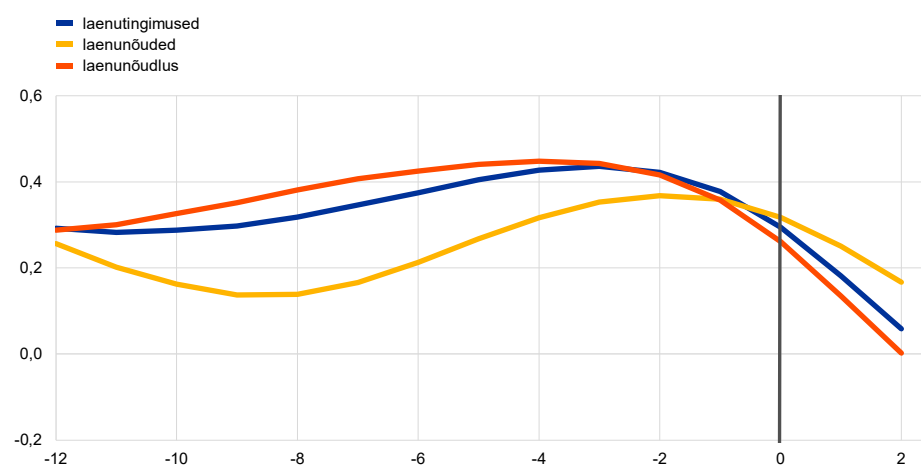
a) Laenud ettevõtetele

(y-teljel: korrelatsioonikordaja; x-teljel: pankade laenugevuse küsitluse näitajate ja laenukasvu vaheline viitaeg kvartalites)



b) Kodumajapidamiste eluasemelaenu

(y-teljel: korrelatsioonikordaja; x-teljel: pankade laenugevuse küsitluse näitajate ja laenukasvu vaheline viitaeg kvartalites)



Allikas: EKP (pankade laenugevuse küsitlus ja bilansikirjete statistika).

Märkus. Joonisel on esitatud pankade laenugevuse küsitluse koondnäitajate (mis põhinevad umbes 150 pangast koosneval valimil) ning mitteinantsettevõtetele antavate laenu (osa a) ja kodumajapidamiste eluasemelaenu (osa b) aastakasvu (netolaenukasv) vaheline korrelatsioon. Pankade laenugevuse küsitluse näitajad kas eelnevad laenukasvule (negatiivne väärtus y-teljel) või jäävad laenukasvust maha (positiivne väärtus). „Laenuingimused“ viitab laenuõudluse netokasvule, millest on maha arvatud laenuõuete karmistumine. „Laenuõuded“ on ümberpööratud, st netosakaal on määratletud leevendamise teatanud pankade osakaalu ja karmistamisest teatanud pankade osakaalu vahena. Laenude aastakasvu arvutamiseks jagatakse viimase 12 kuu laenuvoogude summa 12 kuu taguse tagasimaksmata laenude summaga. Pankade laenugevuse küsitluse näitajad on nelja kvartali libisevad keskmised. Ettevõtetele antavaid laenu on kohandatud müügi, väärtpaperistamise ja likviidsuse koondamisega.

**Lisaks eespool nimetatud lihtsale korrelatsioonile saab pankade laenu-
tegevuse küsitluse näitajate kaudu tulevase laenukasvu kohta saada teavet
hinnata selle põhjal, milline on nende näitajate väärtus tegeliku laenukasvu
prognoosimisel.** Võrreldes autoregressiivse mudeliga, mille puhul laenukasvu
prognoositakse omaenda viitaja põhjal, parandab pankade laenugevuse küsitluse
näitajaid sisaldav mudel euroala ettevõtetele antavate laenude kasvu prognoosi
(joonise C osa a). Kui nii laenuõuete kui ka laenuõudluse näitaja eraldi võetuna
parandavad laenuprognoose, siis mõlema ühendamise laenugevuste näitajas
parandab prognooside õigsust aja jooksul veelgi, st prognoosiviga väheneb
keskmiselt rohkem. Üldjoontes on samasuguseid andmeid, mida pankade
laenugevuse küsitlus annab euroala tulevase laenukasvu kohta, leitud ka üksikute
euroala riikide kaupa.⁵

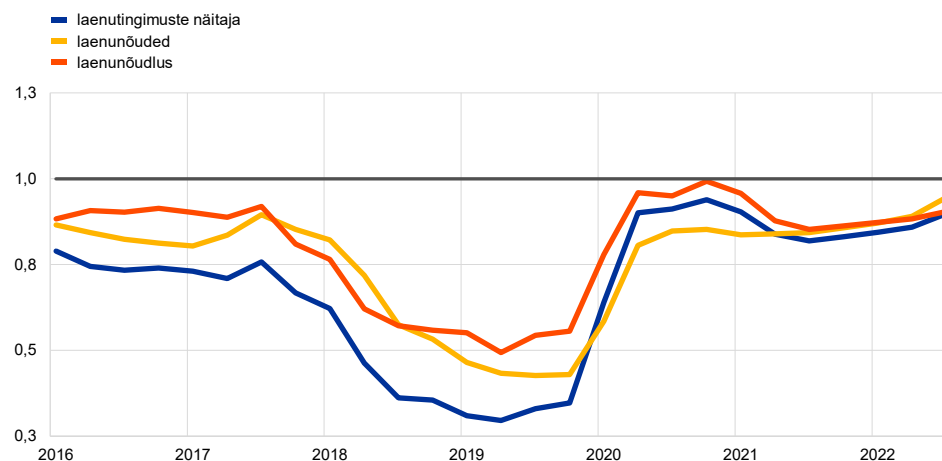
⁵ Vt „Negative interest rate policy period and pandemic as reflected in the Bank Lending Survey“, Deutsche Bundesbank, kuuaruanne, september 2022, ja G. Levieuge, „On the coherence and the predictive content of the French Bank Lending Survey’s indicators“, Banque de France, teadustoimetis nr 567, august 2015.

Joonis C.

Pankade laenugevuse küsitlus kui ettevõtetele antavate laenude tulevase kasvu põhinäitaja

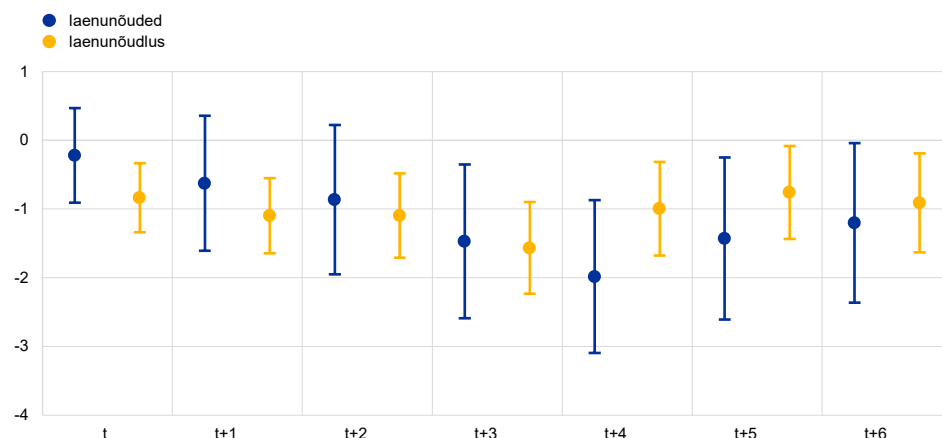
a) Pankade laenugevuse küsitluse näitajad laenude kogukasvu prognoosimisel

Pankade laenugevuse küsitluse näitajatega ja ilma nende näitajateta mudelitel põhinevate valimiväliste laenukasvu prognooside ruutkeskmise vea suhe



b) Laenuõuete ja -õudluse muutuste mõju laenukasvule üksikute pankade tasandil

(mõju aastasele laenukasvule protsendipunktes)



Allikas: EKP (osa a puhul pankade laenugevuse küsitlus ja bilansikirjete statistika; osa b puhul pankade laenugevuse küsitluse individuaalsed näitajad ja bilansikirjete individuaalne statistika) ning EKP arvutused.
Märkus. Osa a kajastab pankade laenugevuse küsitluse näitajaid laenude kogukasvu prognoosimisel, kui ajavahemik on kaks kvartalit. Väärtused alla 1 näitavad, et puhta autoregressiivse mudeli täiendamine pankade laenugevuse küsitluse näitajatega parandab prognoosi täpsust. Aastase laenukasvu arvutamiseks jagatakse viimase 12 kuu laenuvoogude summa 12 kuu taguse tagasimaksmata laenude summaga, mida on kohandatud müügi, väärtpaperistamise ja likviidsuse koondamisega. Mudelite arvutused tehakse libisevate kümneaastaste ajavahemike kohta. Ruutkeskmised vead arvutatakse libisevate nelja-aastaste ajavahemike kohta. Osa b näitab mõju aastasele laenukasvule perioodidel $t + i$, kusjuures pankade laenugevuse küsitluse näitajad on mõõdetud perioodil t . Mõju on seotud laenuõuete leevendamisest või muutumatusest / laenuõudluse suurenemisest või muutumatusest teatanud pankadega. Kordajad tulenevad regressioonist, kus sõltuvaks muutujaks on ettevõtetele antud netolaenude aastakasv ning seletavateks muutujateks on pankade teatatud laenuõuete ja laenuõudluse vastav viitaeg, sõltuva muutuja kolm viitaega ning ajas fikseeritud efektid panga ja riigi puhul. Valimisse kuulub 149 panka ja see hõlmab ajavahemikku 2009. aasta kolmandast kvartalist kuni 2022. aasta teise kvartalini.

Koondtasandi kõrval annab pankade laenugevuse küsitlus teavet tulevase laenukasvu kohta ka üksikute pankade tasandil.

Pankade tasandi hinnangud näitavad, et leebematest või muutumatutest laenuõuetest teatanud pankadega võrreldes väheneb rangematest laenuõuetest teatanud pankade puhul ettevõtetele antavate laenude tegelik kasv märkimisväärselt kolm kuni kuus kvartalit pärast laenuõuete karmistamist (joonis C, osa b). Pankade laenugevuse küsitluses muutumatust või suurenenud laenuõudlusest teatanud pankadega võrreldes on

laenuõudluse vähenemisest teatanud pankade puhul ettevõtetele antavate laenude tegelik kasv samas kvartalis ja järgmistes kvartalites väiksem.⁶ See näitab, et koondaegrea ristkorrelatsioonis esinev laenuõudluse ja tegeliku laenukasvu suurem ajaline kokkulangevus kehtib ka üksikute pankade tasandil.

Pankade laenugevuse küsitluse näitajad annavad väärtuslikku teavet ka eluasemelaenu tulevase kasvu kohta, kuigi viitaeg on lühem ja korrelatsioon on mõnevõrra nõrgem kui ettevõtetele antavate laenu puhul.

Eelkõige näitab laenuõuete ja eluasemelaenu kasvu vaheline ristkorrelatsioon, et pankade laenugevuse küsitluse näitaja edestab eluasemelaenu tegelikku kasvu vaid veidi (korrelatsiooni tipp-punkt on ligikaudu kahe kvartalijuures; joonise B osa b). Eluasemelaenu nõudluse näitaja puhul on ristkorrelatsioon eluasemelaenu kasvuga üldiselt suurem kui laenuõuete näitaja puhul ja saavutab oma tipptaseme mõnevõrra varem, kolme kuni nelja kvartalit juures. Lisaks on pankade laenugevuse küsitluse näitajate koosliikumine netolaenukasvuga eluasemelaenu puhul üldiselt tagasihoidlikum kui ettevõtetele antavate laenu puhul. See erinevus on siiski tõenäoliselt seotud eluasemelaenu netokasvu pidurdumisega, mis tuleneb eluasemelaenu suurtest tagasimaksetest ligikaudu alates kümne aasta möödumisest ülemaailmsele finantskriisile eelnenud eluasemeturubuumist.⁷ Korrelatsioon on nii laenuõuete kui ka eluasemelaenu nõudluse näitaja puhul suurem, kui võtta arvesse uusi eluasemelaenu (see tipneb mõlemal juhul 0,6 juures, kusjuures viitaeg on neli kvartalit), mis on kooskõlas ka asjaoluga, et pankade laenugevuse küsitluses palutakse pankadel esitada teave kogu laenuportfelli kohta.

Pankade laenugevuse küsitluses esitatav teave aitab parandada eluasemelaenu kasvu prognoose.

Erinevalt ettevõtetele antavate laenu prognoosidest parandab laenuõudluse näitaja kaasamine eluasemelaenu kasvu prognoose rohkem kui laenuõuete näitaja kaasamine (joonise D osa a). See on kooskõlas eespool kirjeldatud asjaoluga, et eluasemelaenu netokasvu ristkorrelatsioon on laenuõuete näitaja puhul väiksem kui laenuõudluse näitaja puhul. Laenuõudlus aitab prognoosida ka tulevast eluasemelaenu kasvu pankade tasandil: võrreldes muutumatust või suurenenud laenuõudlusest teatanud pankadega on nõudluse vähenemisest teatanud pankade puhul laenukasv järgmistes kvartalites väiksem (joonise D osa b). Seevastu laenuõuete näitaja on eluasemelaenu kasvu prognoosimisel vähem oluline nii koonddasandil kui ka üksikute pankade tasandil.

⁶ Nende tulemuste kohaselt ei aita pankade vastused laenuõuete ja ettevõtete laenuõudluse kohta mitte üksnes parandada laenukasvu prognoose koonddasandil, vaid sisaldavad ka väärtuslikku teavet üksikute pankade laenumahu muutuste kohta. Oluline on märkida, et see kehtib isegi siis, kui võtta arvesse varasemaid muutusi, pangaspetsiifilisi tegureid ja riigi makromajanduslikke muutusi, mis võivad mõjutada laenuõuete, kus pangad tegutsevad.

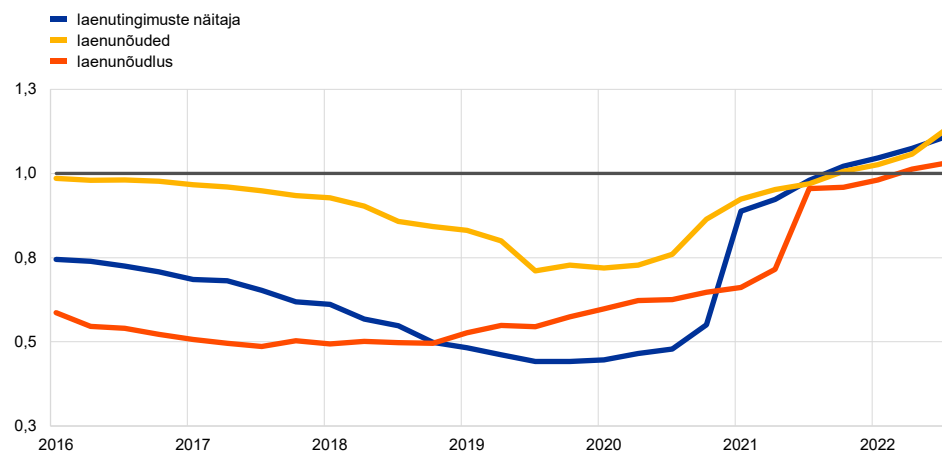
⁷ Vt EKP majandusülevaate 5/2018 täispika ingliskeelse versiooni infokast „Developments in mortgage loan origination in the euro area”.

Joonis D.

Pankade laenugevuse küsitlus kui kodumajapidamiste eluasemelaenu tulevase kasvu põhinäitaja

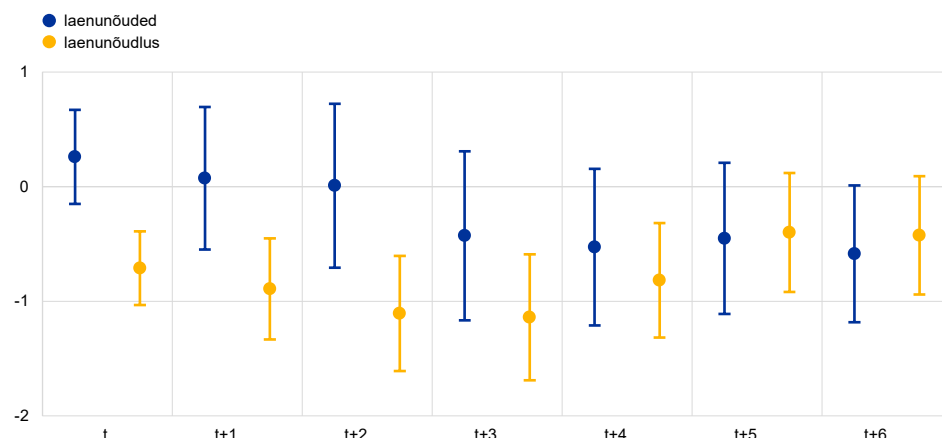
a) Pankade laenugevuse küsitluse näitajad laenu kogukasvu prognoosimisel

Pankade laenugevuse küsitluse näitajatega ja ilma nende näitajateta mudelitel põhinevate valimiväliste laenukasvu prognooside ruutkeskmise vea suhe



b) Laenuõuete ja -õudluse muutuste mõju laenukasvule üksikute pankade tasandil

(mõju aastasele laenukasvule protsendipunktes)



Allikad: EKP (osa a puhul pankade laenugevuse küsitlus ja bilansikirjete statistika; osa b puhul pankade laenugevuse küsitluse individuaalsed näitajad ja bilansikirjete individuaalne statistika) ning EKP arvutused.

Märkus. Osa a näitab pankade laenugevuse küsitluse näitajaid laenu kogukasvu prognoosimisel ajavahemikus, mille puhul ruutkeskmise viga on keskmiselt kõige väiksem (laenuõuete puhul kaks kvartalit, laenuõudluse puhul viis kvartalit ja laenuingimuste näitajatega parandab prognoosi täpsust. Aastase laenukasvu arvutamiseks jagatakse viimase 12 kuu laenuvoogude summa 12 kuu taguse tagasimaksmata laenu summaga. Mudelite arvutused tehakse libisevate kümneaastaste ajavahemike kohta. Ruutkeskmised vead arvutatakse libisevate nelja-aastaste ajavahemike kohta. Osa b näitab mõju aastasele laenukasvule perioodidel $t + i$, kusjuures pankade laenugevuse küsitluse näitajad on mõõdetud perioodil t . Mõju on seotud laenuõuete leevendamise või muutumatusest / laenuõudluse suurenemisest või muutumatusest teatanud pankadega. Kordajad tulenevad regressioonist, kus sõltuvaks muutujaks on kodumajapidamiste eluaseme ostmiseks antud netolaenu aastakasv ning seletavateks muutujateks on pankade teatatud laenuõuete ja -õudluse vastav viitaeg, sõltuva muutuja kolm viitaega ning ajas fikseeritud efektid panga ja riigi puhul. Valimisse kuulub 140 panka ja see hõlmab ajavahemikku 2009. aasta kolmandast kvartalist kuni 2022. aasta teise kvartalini.

Nende järelduste valguses osutab pankade laenugevuse küsitlus praegu sellele, et euroala ettevõtetele antavate laenu ja kodumajapidamiste eluasemelaenu kasv hakkab eelseisvate kvartalite jooksul aeglustuma. 2022. aasta esimeses kolmes kvartalis teatasid pangad ettevõtetele antavate

laenude nõuete karmistumisest.⁸ Nimelt ületas laenuõuete karmistumine teises ja kolmandas kvartalis koroonaviiruse pandeemia ajal täheldatud karmistumist (mida leevendas avaliku sektori sekkumine laenu tagatiste ja muude eelarvetoetusmeetmete ning rahapoliitika- ja järelevalveasutuste meetmete abil), jäädes samas allapoole ülemaailmse finantskriisi ja riigivõlakriisi ajal täheldatud karmistumisest.⁹ Peamisteks põhjusteks olid pankade suurenenud riskitaju ja väiksem riskitaluvus, mis tulenesid kartustest üldise majandusväljavaate ja laenuvõtjate krediitdivõime suhtes. Euroala ettevõtetele antavate laenude ja kodumajapidamiste eluasemelaenudega seotud laenuõuete karmistumist mõjutasid ka pankade rahastamiskulud ja bilansiseis. See mõju suurenes 2022. aasta esimese kolme kvartali jooksul rahapoliitika jätkuva normaliseerumise taustal. Eelnimetatud asjaolu näitab, kui kasulik on küsitlus selle hindamisel, kuidas kandub EKP rahapoliitika pangalaenude kaudu üle euroala ettevõtetele ja kodumajapidamistele. Samal ajal teatasid pangad, et kokkuvõttes jätkas ettevõtete laenuõudlus 2022. aasta esimeses kolmes kvartalis kasvumist. See tulenes peamiselt ettevõtete käibekapitali ja varude rahastamise vajadustest. Pankade laenu tegevuse küsitluses, mis korraldati 2022. aasta oktoobris, teatasid pangad, et nad eeldavad 2022. aasta neljandas kvartalis laenuõuete edasist märkimisväärset karmistumist ja ettevõtete laenuõudluse vähenemist. Kokkuvõttes osutavad küsitluse tulemused ettevõtetele antavate laenude aeglasemale kasvule 2023. aastal.¹⁰ Eluasemelaenude puhul teatasid pangad 2022. aasta kolmandas kvartalis eluasemelaenu nõudluse märgatavast vähenemisest, mis järgnes mõõdukamale langusele 2022. aasta teises kvartalis. Koos eluasemelaenu laenuõuete märkimisväärse karmistumisega 2022. aasta teises ja kolmandas kvartalis viitab see asjaolu eluasemelaenude tegeliku kasvu märgatavale vähenemisele järgmiste kvartalite jooksul. Märke kasvu pöördumisest on juba praegu näha.

⁸ Pankade laenu tegevuse küsitluses pankade esitatud teave on kooskõlas värskema küsitlusega ettevõtete juurdepääsu kohta rahastamisele (SAFE), kus ettevõtted teatasid, et nende rahastamislohe on 2022. aasta aprillist septembrini kasvanud ning et nad eeldavad pangalaenu kättesaadavuse vähenemist 2022. oktoobrist 2023. aasta märtsini. Vt selle majandusülevaate infokast „[Ettevõtete juurdepääs rahastamisele ja majandusüksikel küsitlusandmete põhjal](#)“.

⁹ Vt pankade laenu tegevuse küsitluse aruanded nende kvartalite kohta [EKP veebisaidil](#).

¹⁰ Vaatamata pankade laenu tegevuse küsitluse tulemustele ettevõtetele antavate laenude ja kodumajapidamiste eluasemelaenude tegeliku kasvu kohta tuleb meele pidada, et need arengusuundumused on tingimusteta prognoosid, mis põhinevad ainult pankade laenu tegevuse küsitlusel, ning et majanduskeskkonna ja -väljavaate edasine areng võib neid suundumusi muuta.

Euroala riikide 2023. aasta eelarvekavade mõju eelarvepoliitikale

Koostanud Johannes Simeon Bischl, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier ja Steffen Osterloh

22. novembril 2022 avaldas Euroopa Komisjon oma arvamused euroala riikide 2023. aasta eelarvekavade kohta.¹ Kuna 2023. aastal kohaldatakse jätkuvalt stabiilsuse ja kasvu pakti üldist vabastusklauslit, järgis komisjon hindamisel kahe eelneva aasta praktikad, keskendudes eelarvekavade kooskõlale eelarvepoliitiliste soovitustega, mis on oma olemuselt pigem kvalitatiivsed kui kvantitatiivsed.² Nõukogu võttis need soovitused vastu 12. juulil 2022 ja pooldas toona seda, et euroala riikide eelarvepoliitika oleks 2023. aastal diferentseeritud, soovitades kõrge valitsemissektori võlatasemega riikidel rakendada konservatiivset eelarvepoliitikat. See tähendab, et riiklikult rahastatavate esmaste jooksvate kulude (v.a kaalutusõiguse alusel võetavad tulumeetmed) kasv ei tohi ületada keskmise aja potentsiaalset SKP kasvu. Madala või keskmise valitsemissektori võlatasemega euroala riikidel soovitati tagada, et riiklikult rahastatavate jooksvate kulude kasv oleks kooskõlas üldise neutraalse eelarvepoliitikaga. Mõlemal juhul tõdeti, et valitsuste kavandatud kuludes tuleb arvesse võtta kodumajapidamistele ja ettevõtetele energiaga seotud hüvitismeetmete kaudu parajasti pakutavat ajutist ja sihipärast toetust ning Ukrainas peetava Venemaa agressioonisõja eest põgenevatele inimestele antavat toetust. Samuti soovitati euroala riikidel suurendada avaliku sektori investeeringuid rohe- ja digipöördesse ning energiajulgeolekusse.³

Hinnates 2023. aasta eelarvekavade kooskõla nõukogu soovitustega, keskendus komisjon sellele, kas riigid järgivad Covid-19 kriisiga seoses välja töötatud näitajat, millega kohandatakse stabiilsuse ja kasvu pakti kohast

¹ Vt „Euroopa Komisjoni teatis Euroopa Parlamendile, nõukogule ja Euroopa Keskpangale 2023. aasta eelarvekavade kohta: üldhinnang“, Euroopa Komisjon, 22. november 2022; ja „Soovitus: nõukogu soovitus euroala majanduspoliitika kohta“, Euroopa Komisjon, 22. november 2022. Itaalia ja Läti eelarvekavad, mille esitasid ametist lahkuvad valitsused, ei näinud ette poliitika muutumist, mistõttu komisjon neid oma sügisese paketi koostamise ajal ei hinnanud. Itaalia esitas 21. novembril 2022 ajakohastatud eelarvekava ja komisjon avaldas oma arvamuse selle kohta 14. detsembril 2022.

² Üldine vabastusklausel võeti kasutusele stabiilsuse ja kasvu pakti reformi (majanduse juhtimise paketi) raames 2011. aastal. Seda saab kohaldada ebatavalise sündmuse korral, mis on väljaspool liikmesriigi kontrolli ja mis avaldab tõsist mõju valitsemissektori finantsseisundile, või euroala või liitu tervikuna mõjutava tõsise majanduslanguse perioodidel. Klausli kohaldamisel võivad liikmesriigid ajutiselt kõrvale kalduda eelarve kohandamise nõuetest, mis on ette nähtud pakti ennetuslikus ja korrigeerivas osas, tingimusel et kõrvalekaldumine ei ohusta riigi rahanduse jätkusuutlikkust keskmise aja jooksul.

³ Lisaks nõukogu soovitustele leidis eurorühm 11. juuli 2022. aasta avalduses eelarvepoliitika suundade kohta 2023. aastaks, et kui pidada silmas valitsevat majandusolukorda, eelkõige inflatsiooni-dünaamikat, siis ei ole üldise nõudluse toetamine eelarvepoliitika kaudu 2023. aastal euroalal õigustatud.

kulude kasvu eesmärki.⁴ Selle näitaja puhul võetakse arvesse kulusid, mida rahastatakse ELi taaste- ja vastupidavusraha raames antud ELi toetustest või muudest ELi vahenditest. Need rahastamisallikad annavad majandusele rahalise impulsi, kuid ei kajastu euroala riikide eelarvepositsioonis, kuna need kirjendatakse nii tulude kui ka kuludena. Näitaja ei hõlma Covid-19 pandeemia tõttu võetud ajutisi erakorralisi meetmeid. Oluline on, et näitaja aluseks olevad kulud hõlmavad nii energiakriisile reageerimiseks võetavaid kulumeetmeid kui ka riiklikult rahastatavaid valitsemissektori investeeringuid. Nõukogu 12. juuli 2022. aasta soovitude järgimise hindamisel lähtus komisjon hinnangust nende kuluartiklite arengule.

Komisjoni hinnangul on euroala riikide 2023. aasta eelarvekavad üldjoontes kooskõlas nõukogu eelarvepoliitiliste soovitustega, välja arvatud mõned erandid. Kõrge valitsemissektori võlatasemega riikidest on Belgia eelarvepuudujäägi vähendamise kava komisjoni hinnangul soovitusega vaid osaliselt kooskõlas, kuna riiklikult rahastatavate jooksvate kulude kasv ületab potentsiaalset SKP kasvu. Portugali puhul andis komisjon üldiselt küll positiivse hinnangu, kuid osutas siiski osalise kooskõla ohule juhul, kui energiaga seotud hüvitismeetmeid ei lõpetata plaanipäraselt.⁵ Madala või keskmise valitsemissektori võlatasemega riikide rühmas olid Saksamaa, Eesti, Leedu, Luksemburgi, Madalmaade, Austria, Sloveenia ja Slovakkia eelarvekavad hinnangu kohaselt soovitusega osaliselt kooskõlas, kuna neis riikides on riiklikult rahastatavate jooksvate netokulude osakaal eelarvepoliitika üldise kursi järgi 2023. aastal pigem ekspansiivne kui neutraalne.⁶ Kõik euroala riigid kavatsevad rahastada avaliku sektori investeeringuid rohe- ja digipöördesse ning energiajulgeolekusse, kasutades nõukogu soovituse alusel muu hulgas taaste- ja vastupidavusraha ning muid ELi vahendeid.

Komisjoni hinnangul rõhutati, et alates 2018. aastast on valitsemissektori investeeringud kogu euroalal suurenenud ning vaatamata Covid-19 pandeemiast ja Ukrainas toimuvast sõjast tulenevatele šokkidele jätkus investeeringute kasv ka aastatel 2020–2022. Kuigi valitsemissektori investeeringute osakaal SKPs on mõõdukas, näitab nende kasv pandeemiast alates lahknevat trendist, mida täheldati pärast ülemaailmset finantskriisi, kui valitsemissektori koguinvesteeringud vähenesid enam kui protsendipunkti võrra SKPst ja netoinvesteeringud (mille puhul võetakse arvesse kapitalivarude väärtuse langust) muutusid aastatel 2014–2017 negatiivseks (joonis A).

⁴ Selle eelarvepoliitika suunitlust kajastava näitaja arvutamiseks võrdleb komisjon netokulude aastakasvu kümne aasta potentsiaalse kasvuga ja SKP deflaatori kasvumääruga. Kooskõlas nõukogu soovitustega 2021. aasta stabiilsusprogrammide kohta kohandati netokulude koondnäitajat, kaasates taaste- ja vastupidavusraha toetustest ja muudest ELi vahenditest rahastatavad kulud ning arvates välja Covid-19 kriisiga seotud ajutised erakorralised meetmed. Lisaks ELi rahastatavate kulude osakaalule hõlmab komisjoni hinnang mõju, mida avaldavad eelarvepoliitilisele hoiakule riiklikult rahastatavad erinevad koondkulud: 1) investeeringud, 2) muud kapitalimahutused ja 3) esmased jooksvad kulud (millest on maha arvatud kaalutusõigusel põhinevad tulumeetmed). See näitaja erineb Euroopa Keskpankade Süsteemis (EKPS) tavapäraselt kasutatavast mõõdikust, mille aluseks on tsükliiselt kohandatud esmane eelarvepositsioon (vt selle majandusülevaate 6. peatükk).

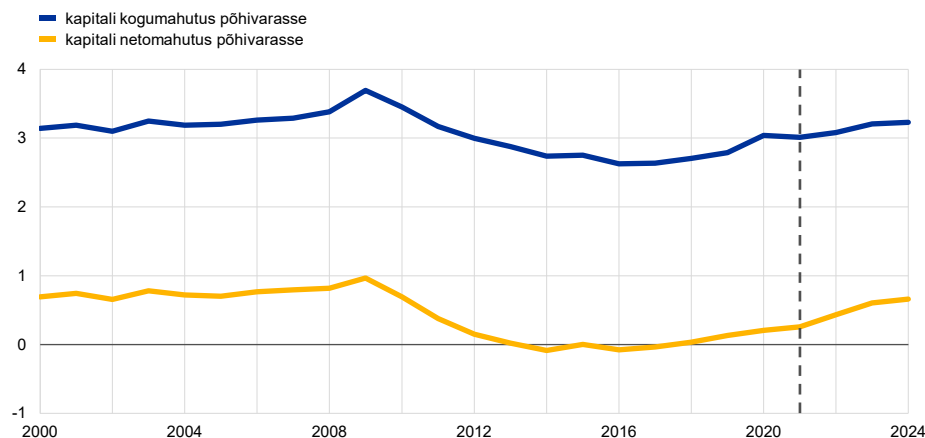
⁵ Arvestades komisjoni üldhinnangut Portugali eelarvekavale, toodi [eurorühma 5. detsembri 2022. aasta avalduses 2023. aasta eelarvekavade kohta](#) esile Portugali edusammud eelarvepuudujäägi ja võla vähendamisel.

⁶ Madalmaade eelarvepoliitika üldine kurss on komisjoni analüüsi kohaselt ekspansiivne, kuigi riiklikult rahastatavate esmaste jooksvate kulude osakaal eelarvepoliitikas on üldjoontes neutraalne.

Joonis A.

Avaliku sektori investeeringud euroalal aastatel 2000–2024

(protsendina SKPst)



Allikas: Euroopa Komisjon (AMECO andmebaas).

Märkus. Aastate 2022–2024 andmed pärinevad Euroopa Komisjoni 2022. aasta sügisprognosisist. Vertikaalne katkendjoon tähistab prognoosiperioodi algust.

Komisjoni hinnangul võib eelarvepoliitika 2023. aastal endiselt kiire inflatsiooni taustal muutuda ekspansiivseks. Komisjoni 2022. aasta

sügisprognosis kohaselt, mis hõlmab 2023. aasta eelarvekavasid, ulatub eespool kirjeldatud kohandatud näitajal põhinev ekspansiivne eelarvepoliitika 2022. aastal ligikaudu 2,2%ni SKPst, 2023. aastaks aga prognoositakse üldjoontes neutraalset eelarvepoliitikat.⁷ Komisjoni ettevaate järgi moodustab kõrgetest energiahindadest euroala kodumajapidamistele ja ettevõtetele tuleneva mõju leevendamiseks võetavate meetmete netomõju eelarvele 2022. aastal 1,3% SKPst, 2023. aastal aga 0,9% SKPst. Lisaks leiab komisjon, et seniste meetmete pikendamise korral kogu 2023. aastaks võivad nende meetmete kulud suureneda veel 1% võrra SKPst, küündides 2023. aastal peaaegu 2%ni SKPst, mis muudab eelarvepoliitika ekspansiivsemaks.

Eurosüsteemi viimased prognoosid hõlmavad komisjoni põhiprognoosiga võrreldes märksa suuremat energiaga seotud toetusmeetmete mahtu, mis viitab ekspansiivsele eelarvepoliitikale 2023. aastal. 2022. aasta detsembri

makromajandusliku ettevaate kohases makromajanduslikus väljavaates kajastuv euroala energiatoetuste kogusumma moodustab hinnanguliselt ligikaudu 2% SKPst.⁸ See on palju suurem, kui eeldati komisjoni 2022. aasta sügisprognosisis, ja kajastab muu hulgas prognooside koostamise hilisemat tähtaega, mil rohkem toetusmeetmeid

⁷ Vt „Euroopa Komisjoni teatis Euroopa Parlamendile, nõukogule ja Euroopa Kesk pangale 2023. aasta eelarvekavade kohta: üldhinnang“, *op. cit.*

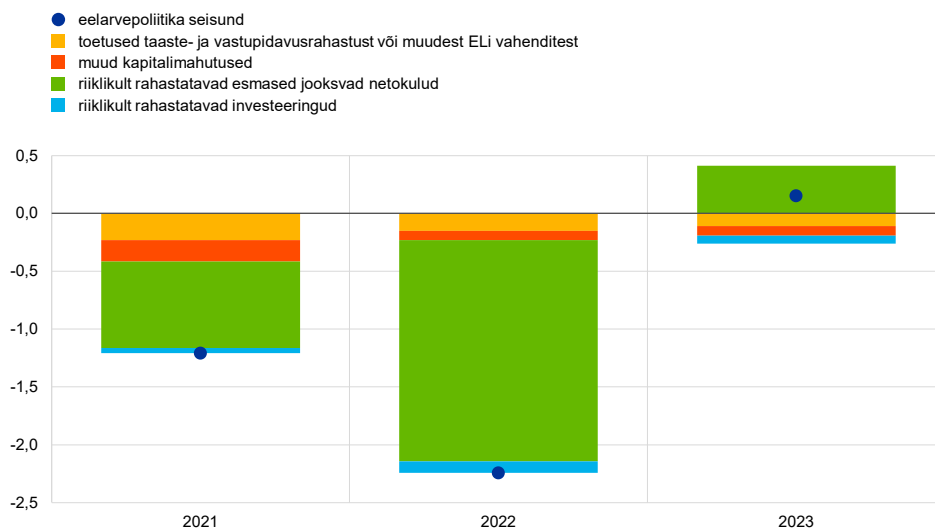
⁸ Vt eurosüsteemi ekspertide 2022. aasta detsembri makromajanduslik ettevaade euroala kohta, 2. peatükk „Eelarveväljavaade“.

on piisavalt täpsustatud, et vastata detsembrikaise makromajandusliku ettevaate eelarve-eeldustes arvesse võtmiseks vajalikele kriteeriumidele.⁹

Joonis B.

Komisjoni hinnang eelarvepoliitika kursile aastatel 2021–2023

(protsendina SKPst)



Allikas: Euroopa Komisjon (AMECO andmebaas).

Märkus. Euroala eelarvepoliitika seisundi hindamisel lähtus komisjon kulude kasvu kohandatud eesmärgist, mida selgitati eespool. Negatiivne (positiivne) väärtus viitab ekspansioonile (piiravale) eelarvepoliitikale.

Et eelarvepoliitika ei suurendaks inflatsioonisurvet, vaid tagaks võla jätkusuutlikkuse ja majanduskasvu soodustamise riigirahanduse kaudu, peavad poliitikameetmed olema sihitud, kohandatud ja ajutised. Rahapoliitilisest vaatepunktist lähtudes tuleb energiaga seotud toetusmeetmeid veelgi kohandada. Sealjuures tuleb pidada silmas kolme põhimõtet: toetusmeetmed peaksid olema 1) täpsemalt *sihitud* ja keskenduma kõige haavatavamatele, et eelarvepoliitiliste meetmete mõju ulatus oleks piiratud ja sellest saaksid kasu need, kes seda kõige rohkem vajavad; 2) *kohandatud* nii, et need ei nõrgendaks stiimulit vähendada energianõudlust, ja 3) *ajutised*, et meetmete mõju ei kehtaks kauem kui hädavajalik. Võttes arvesse stabiilsuse ja kasvu pakti üldise vabastusklausli kohaldamise eeldatavat lõpetamist alates 2024. aastast, on oluline jõuda ELi majandusjuhtimise raamistiku reformis õigel ajal kokkuleppele, sest see aitab eelarvepoliitika kurssi edaspidi suunata.¹⁰ Üldiselt peaksid riigivõla järkjärgulise, realistliku ja püsiva vähendamisega seal, kus see on vajalik, kaasnema valitsemissektori eelarve kvaliteedi paranemine ja avaliku sektori edasised investeeringud potentsiaalse majanduskasvu toetamise ning rohe- ja digipöördesse.

⁹ Makromajandusliku ettevaate eelarvemutujate prognoosid koostatakse riigi rahanduse töörühma vastutusel. Eelarveprognoosid on täielikult kooskõlas makromajandusprognoosidega ja neis võetakse arvesse kõige värskemad teavet, näiteks viimaseid andmeid, eelarvedokumente, lisaelarveid ning stabiilsus- ja lähenemisprogramme. Eelarveprognoosid hõlmavad ainult neid meetmeid, mis on riikide parlamentides heaks kiidetud või juba piisavalt üksikasjalikult välja töötatud ja läbivad tõenäoliselt edukalt seadusandliku protsessi. Lisateavet leiab EKP juhendist „A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises“, juuli 2016.

¹⁰ Vt „Teatis ELi majandusjuhtimise raamistiku reformimise suuniste kohta“, Euroopa Komisjon, 9. november 2022.

Statistika

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/ecb.eb_annex202208~d314a88895.en.pdf

© Euroopa Keskpank, 2023

Postiaadress 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefon +49 691 3440
Koduleht www.ecb.europa.eu

Kõik õigused on kaitstud. Taasesitus õppe- ja mitteäriühistel eesmärkidel on lubatud, kui viidatakse algallikale.

Käesolev ülevaade on valminud EKP juhatuse vastutusel. Tõlked koostatakse ja avaldatakse liikmesriikide keskpankade poolt.

Käesolevas väljaandes sisalduvad statistilised andmed on esitatud seisuga 14. detsember 2022.

Erialaterminid ja lühendid on avaldatud [EKP sõnastikus](#) (ainult inglise keeles).

ISSN 2363-3476
ELi kataloogi nr QB-BQ-22-004-ET-N