



EUROOPA KESKPANK

EUROSÜSTEEM

# Majandusülevaade

6 / 2023



# Sisukord

<b>Majandusareng</b>	<b>2</b>
Ülevaade	2
1    Väliskeskond	7
2    Majandusaktiivsus	13
3    Hinnad ja kulud	22
4    Finantsturu areng	29
5    Rahastamistingimused ja laenupakkumise areng	35
6    Eelarve areng	43
<b>Infokastid</b>	<b>47</b>
1    El Niño ja üleilmsete toidutoormehindade riskid	47
2    Milline on majanduse taasavamise mõju eri riikides ja sektorites?	52
3    Euroala töajõud: hiljutised muutused ja nende põhjused	58
4    Mis on tarbijate arvates hiljutise inflatsiooni peapõhjus?	63
5    Kliimamuutused ning euroala ettevõtete rohelised investeeringud ja roheline rahastamine – SAFE küsitluse tulemused	69
6    Likviidsuskeskkond ja rahapoliitilised operatsioonid 10. maist 1. augustini 2023	79
7    Pankade kapitali jaotamine ja selle mõju rahapoliitikale	85
8    Finantssektori toetamise meetmete mõju eelarvele 15 aastat pärast suurt finantskriisi	92
<b>Statistika</b>	<b>96</b>

# Majandusareng

## Ülevaade

Inflatsiooni aeglustumine jätkub, kuid see püsib eeldatavalt siiski liiga kiire liialt pika aja jooksul. EKP nõukogu on kindlalt otsustanud tagada, et inflatsioon naaseb aegsasti oma keskpika aja eesmärgi ehk 2% juurde. Selleks et hoogustada edusamme seatud eesmärgile lähenemisel, otsustas EKP nõukogu 14. septembril 2023 tõsta kolme EKP baasintressimäära 25 baaspunkti võrra.

Intressimäärade tõstmine kajastab EKP nõukogu hinnangut inflatsiooniväljavaatele, pidades silmas laekuvaid majandus- ja finantsandmeid, alusinflatsiooni dünaamikat ja rahapoliitika mõju ülekandumise tõhusust. EKP ekspertide 2023. aasta septembri makromajanduslikus ettevaates euroala kohta prognoositakse, et keskmine inflatsioon on 2023. aastal 5,6%, 2024. aastal 3,2% ja 2025. aastal 2,1%. 2023. ja 2024. aasta prognoose on korrigeeritud ülespoole ning 2025. aasta oma allapoole. 2023. ja 2024. aasta näitajate ülespoole korrigeerimine kajastab valdavalt kõrgemaid energiahindu. Hinnasurve on endiselt suur, ehkki enamik näitajaid on hakanud leevenema. EKP eksperdid on veidi allapoole korrigeerinud inflatsiooniprognosi ilma energia ja toiduainete komponendita. See peaks olema 2023. aastal keskmiselt 5,1%, 2024. aastal 2,9% ja 2025. aastal 2,2%. EKP nõukogu varasemate baasintressimäära tõusude mõju avaldub jätkuvalt jõuliselt. Rahastamistingimused on veelgi karmistunud ja pärsivad üha rohkem nõudlust. See on oluline tegur inflatsiooni suunamisel sihttasemele. Arvestades selle karmistumise kasvavat mõju sisenõudlusele ja rahvusvahelise kaubanduskeskkonna nõrgenemist, on EKP eksperdid oma majanduskasvu prognoose märkimisväärselt kärpinud. Nende prognooside kohaselt peaks euroala majandus kasvama 2023. aastal 0,7%, 2024. aastal 1,0% ja 2025. aastal 1,5%.

Praegusele hinnangule tuginedes leiab EKP nõukogu, et EKP baasintressimäärad on jõudnud tasemele, mis piisavalt pikalt püsides toetab märkimisväärselt ja aegsasti inflatsiooni naasmist sihteesmärgi juurde. Nõukogu edasised otsused tagavad, et EKP baasintressimäärad on piisavalt piiraval tasemel seni, kuni see on vajalik. Nõukogu otsused selle kohta, kui piiraval tasemel ja kui kaua on asjakohane seda lähenemisviisi rakendada, on jätkuvalt andmepõhised. Eelkõige sõltuvad nõukogu intressimääraotsused tema hinnangust inflatsiooniväljavaatele, pidades silmas laekuvaid majandus- ja finantsandmeid, alusinflatsiooni dünaamikat ning rahapoliitika mõju ülekandumise tõhusust.

## Majandusaktiivsus

Majandus jääb lähikuudel tõenäoliselt vaoshoituks. Majanduse hoog esimesel poolaastal üldiselt rauges ning hiljutised näitajad viitavad, et see on olnud nõrk ka kolmandas kvartalis. Väiksem nõudlus euroala ekspordi järele ning rangete rahastamistingimuste mõju pärsivad kasvu, sealhulgas väiksemate eluaseme- ja

äriinvesteeringute kaudu. Teenuste sektor, mis oli seni olnud vastupidav, on samuti nüüd nõrgenemas. Aja jooksul peaks majanduse kasvutempo kiirenema, kuna eeldatakse reaaltulu kasvu, mida toetavad taanduv inflatsioon, tõusvad palgad ja tugev tööturg. See toetab tarbijate kulutusi.

Tööturg on siiani püsinud majanduse aeglustumisest hoolimata kindel. Tööpuudus püsis juulis ajalooliselt madalal tasemel ehk 6,4% juures. Ehkki tööhõive kasvas teises kvartalis 0,2%, on tempo raugemas. Teenuste sektoris, mis oli olnud peamine tööhõive kasvu tekitaja alates 2022. aasta keskpaigast, luuakse nüüd samuti vähem töökohti.

Euroala lühiajaline kasvuväljavaade on halvenenud, samal ajal kui keskpikas perspektiivis peaks mõõdukas kasv järk-järgult naasma sedamööda, kuidas taastuvad nii sise- kui ka välisnõudlus. Euroala majandusaktiivsus kasvas 2023. aasta esimesel poolel rahulikus tempos hoolimata suuremast töötleva tööstuse tellimuste kuhjumisest ning kõrgete energiahindade mõju avaldumisest. Pealegi on see mõju enamjaolt taandunud ning lühiajalised näitajad viitavad lähiajal seisakule, kuna rahastamistingimused karmistuvad, ettevõtete ja tarbijate kindlustunne on nõrk ning välisnõudlus euro tugevnemise tõttu väike. Kasv peaks elavnema alates 2024. aastast, kui välisnõudlus jõuab oma pandeemiaeelse suundumuseni ja reaaltulu suureneb. Seda toetavad aeglustuv inflatsioon, tugev nominaalpalga kasv ning endiselt vähene, ehkki veidi suurenev tööpuudus. Samas on kasv jätkuvalt pärssitud, kuna EKP rahapoliitika karmistub ja kehvad laenupakkumise tingimused kanduvad üle reaalmajandusse ning kuna eelarvepoliitilist tuge vähendatakse järk-järgult. Kokkuvõttes peaks SKP aastane keskmine reaalkasv aeglustuma 2023. aastal 0,7%ni (2022. aasta 3,4% tasemelt) ning seejärel taastuma 2024. aastal 1,0%ni ja 2025. aastal 1,5%ni. Võrreldes eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni ettevaatega on SKP kasvu väljavaadet korrigeeritud 2023. aastal 0,2 protsendipunkti, 2024. aastal 0,5 protsendipunkti ja 2025. aastal 0,1 protsendipunkti allapoole. See kajastab lühiajalise väljavaate märkimisväärset allapoole korrigeerimist halvenevate küsitlusandmete, rangemate rahastamistingimuste (sh negatiivsema laenupakkumise mõju) ja tugevama euro vahetuskursi tõttu.

Energiakriisi taandudes peaksid valitsused sellega seotud toetusmeetmeid edasi vähendama. See on oluline, et vältida keskpikas perspektiivis inflatsioonisurve suurenemist, mis muidu nõuaks veel jõulisemat rahapoliitilist reaktsiooni. Eelarvepoliitika peaks olema suunatud sellele, et muuta euroala majandus tootlikumaks ja järk-järgult alandada valitsemissektori kõrget võlataset. Euroala tarnevõime parandamise poliitika – mida toetaks programmi „Next Generation EU“ täielik kasutuselevõtt – võib aidata hinnasurvet keskmise aja jooksul vähendada, toetades samal ajal rohepöoret. Enne 2023. aasta lõppu tuleks viia lõpule ELi majanduse juhtimise raamistiku reform ning liikumist kapitaliturgude liidu suunas tuleks kiirendada.

## Inflatsioon

Eurostati kiirhinnangu kohaselt pidurdus inflatsioon juulis 5,3%ni ja püsis samal tasemel ka augustis.<sup>1</sup> Pidurdumine katkes, kuna energiahinnad tõusid juuliga võrreldes kõrgemaks. Toiduainehindade inflatsioon on võrreldes märtsi tippasemega aeglustunud, ent oli augustis ikkagi ligikaudu 10%. Eelolevatel kuudel kaovad aastasest võrdlusest 2022. aasta sügisel täheldatud järsud hinnatõusud ja see aeglustab inflatsiooni.

Inflatsioon (v.a energia ja toiduained) alanes juulikuisele 5,5%-lt augustis 5,3%-le. Kaupade inflatsioon aeglustus augustis 4,8%ni (juulis 5,0% ja juunis 5,5%) tulenevalt parematest tarnetingimustest, varasemast energiahindade langusest, hinnasurve leevenemisest tootmisahela varasemates etappides ja nõrgemast nõudlusest. Teenuste inflatsioon vähenes 5,5%-le, ent oli endiselt kiire, kuna puhkustele ja reisidele kulutati palju ja palgakasv oli kiire. Töötaja kohta makstava hüvitise aastakasv püsis teises kvartalis 5,5% juures. Tööjõukulude panus euroala aastainflatsiooni suurenemisele teises kvartalis, osaliselt tingituna nõrgemast tootlikkusest, samal ajal kui kasumite osakaal vähenes esimest korda alates 2022. aasta algusest.

Enamik alusinflatsiooni näitajaid hakkavad vähenema, kuna nõudlus ja pakkumine on rohkem ühtlustunud ning hiljutise energiahindade tõusu mõju taandub. Samal ajal püsib euroala hinnasurve tugev.

Enamik pikemaajaliste inflatsiooniootuste näitajaid on praegu 2% juures, ent mõned on tõusnud ja neid tuleb hoolikalt jälgida.

Euroala koguinflatsioon peaks ettevaateperioodil edasi vähenema tänu kulusurve ja tarneraskuste leevenemisele, samuti rahapoliitika karmistumise mõjule. ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) peaks samuti vähehaaval aeglustuma. Samas peaks see püsima kuni 2024. aasta alguseni kiirem kui koguinflatsioon. Eeldatav disinflatsioon tuleneb hiljutiste energiahinnašokkide ja muu tarneahelasise hinnasurve mõju taandumisest, samal ajal kui tugev tööjõukulude kasv muutub vähehaaval peamiseks ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) tekitajaks. Palgakasv kahaneb eelduste kohaselt 2023. aasta keskpaigast järk-järgult ning seda tõukab tagant miinimumpalga ja inflatsiooniootuste kasv jäiga, ehkki jahtuva tööturu tingimustes. Kasumimarginaalid, mis kasvasid eelmisel aastal märgatavalt, peaksid pakkuma keskpika perioodi jooksul puhvrit tööjõukulude ülekandumisele lõpphindadesse. Lisaks peaks rangem rahapoliitika üha enam alusinflatsiooni pärssima. Kokkuvõttes peaks kesepika aja inflatsiooniootused jääma EKP inflatsioonieesmärgi juurde, koguinflatsioon peaks aeglustuma 2022. aasta keskmiselt 8,4%-lt 2023. aastal 5,6%-le, 2024. aastal 3,2%-le ja 2025. aastal 2,1%-le, jõudes 2025. aasta kolmandas kvartalis eesmärgini. Võrreldes 2023. aasta juuni ettevaatega on ÜTHI-inflatsiooni 2023. ja 2024. aastal korrigeeritud ülespoole, tingituna kõrgematest energiasuurtõuude hindadest, ning 2025. aastal allapoole, kuna

<sup>1</sup> Käesolevas väljaandes sisalduvad statistilised andmed on esitatud seisuga 13. september 2023. 19. septembril 2023 avaldatud lõplike andmete kohaselt pidurdus ÜTHI-inflatsioon 2023. aasta juulikuisele 5,3%-lt augustis 5,2%-le; see tulemus oli 0,1 protsendipunkti allpool kiirhinnangu andmeid.

euro kallinemise, rangemate rahastamistingimuste ja halvemate tsükliliste tingimuste mõju kahandab ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained).

## Riskihinnang

Majanduskasvu ohustavad endiselt pigem langusriskid. Kasv võib olla väiksem, kui rahapoliitika mõju on oodatust tugevam või kui maailmamajandus nõrgeneb, näiteks kui Hiina kasv edaspidigi aeglustub. Ent kasv võib olla prognoositust suurem, kui tugev tööturg, suurenev reaaltulu ja taanduv ebakindlus annavad inimestele ja ettevõtetele kindlustunnet juurde, pannes nad rohkem kulutama.

Inflatsiooni kiirendavad riskid hõlmavad muu hulgas võimalikku uut energia ja toiduainete hindade tõusurivet. Kehvad ilmastikuolud ja kliimakriisi süvenemine üldiselt võivad kergitada toiduainete hindu prognoositust rohkem. Püsiv inflatsiooniootuste tõus üle EKP nõukogu eesmärgi või prognoositust kiirem palkade või kasumimarginaalide kasv võivad samuti inflatsiooni kiirendada, sealhulgas keskpikas perspektiivis. Seevastu nõrgem nõudlus, tingituna näiteks rahapoliitika tugevamast ülekandumisest või majanduskeskkonna halvenemisest väljaspool euroala, leevendaks hinnasurvet rohkem, eriti keskpikas perspektiivis.

## Finants- ja rahapoliitilised tingimused

Rahapoliitika karmistumine kandub jätkuvalt tugevalt üle laiematesse rahastamistingimustesse. Rahastamine on muutunud pankade jaoks taas kallimaks, kuna hoiustajad asendavad üleõhoiuseid tähtajaliste hoiustega, millelt makstakse rohkem intressi, ning EKP suunatud pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid lõpetatakse järk-järgult. Ettevõtlus- ja hüpoteeklaenu keskmesid intressid tõusid juulis edasi, vastavalt 4,9% ja 3,8%ni.

Laenukasv on veelgi vähenenud. Ettevõtetele antud laenu aastakasv oli juunis 3,0% ja juulis 2,2%. Kodumajapidamistele antud laenu kasvasid juulis samuti aeglasemalt: 1,3% pärast juuni 1,7% taset. Aasta arvestuses vähenesid viimase kolme kuu andmete järgi kodumajapidamiste laenu 0,8%, mis on suurim langus alates euro kasutuselevõtust. Arvestades nõrka laenuandmist ja eurosüsteemi bilansi vähenemist, langes M3 aastakasv juuni 0,6%-lt juulis kõigi aegade madalaimale tasemele, -0,4%-le. Aasta arvestuses vähenes M3 viimase kolme kuu jooksul 1,5%.

## Rahapoliitilised otsused

EKP nõukogu otsustas 14. septembri 2023. aasta istungil tõsta kolme EKP baasintressimäära 25 baaspunkti võrra. Nõukogu otsustas kehtestada alates 20. septembrist 2023 põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäärana 4,50%, laenamise püsivõimaluse intressimäärana 4,75% ning hoiustamise püsivõimaluse intressimäärana 4,00%.

Varaostukava portfelli maht väheneb mõõdukas ja prognoositavas tempos, kuna eurosüsteem ei reinvesteeri enam aegumistähtajani jõudnud väärtpaperitelt laekuvaid põhiosa tagasimakseid.

Pandeemia majandusmõju ohjeldamise erakorralise varaostukava raames ostetud aegumistähtajani jõudnud väärtpaperitelt laekuvaid põhiosa tagasimakseid kavatses EKP nõukogu reinvesteeri 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 tagasimaksede reinvesteermisel, et ohjeldada pandeemiast tulenevaid rahapoliitika ülekandemehhanismi ähvardavaid riske.

Samal ajal kui pangad maksavad tagasi suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide kaudu laenatud vahendeid, hindab EKP nõukogu korrapäraselt, kuidas suunatud laenuhingud ja nende tagasimaksed toetavad tema rahapoliitika kurssi.

## Kokkuvõte

Inflatsiooni aeglustumine jätkub, kuid see püsib eeldatavalt siiski liiga kiire liialt pika aja jooksul. EKP nõukogu on kindlalt otsustanud tagada, et inflatsioon naaseb aegsasti oma keskpika aja eesmärgi ehk 2% juurde. Selleks et hoogustada edusamme seatud eesmärgile lähenemisel, otsustas EKP nõukogu 14. septembril 2023 tõsta kolme EKP baasintressimäära 25 baaspunkti võrra. Praegusele hinnangule tuginedes leiab EKP nõukogu, et EKP baasintressimäärad on jõudnud tasemele, mis piisavalt pikka aega püsides toetab märkimisväärselt ja aegsasti inflatsiooni naasmist sihteesmärgi juurde. Nõukogu edasised otsused tagavad, et EKP baasintressimäärad on piisavalt piiraval tasemel seni, kuni see on vajalik. Nõukogu otsused selle kohta, kui piiraval tasemel ja kui kaua on asjakohane seda lähenemisviisi rakendada, on jätkuvalt andmepõhised.

Igal juhul on EKP nõukogu valmis kõiki oma rahapoliitilisi instrumente oma volituste piires kohandama, et tagada inflatsiooni naasmine selle keskpika aja eesmärgi juurde ja säilitada rahapoliitika ülekandemehhanismi sujuv toimimine.

*Pärast jõulist taastumist 2023. aasta alguses peaks maailmamajandus kasvama ülejäänud aasta vältel mõõdukama hooga – esmajoones seetõttu, et aeglustub Hiina majanduse elavnemine. Siiski on üleilmse kasvu väljavaade EKP ekspertide septembri makromajanduslikus ettevaates euroala kohta jäänud enam-vähem selliseks, nagu prognoositi eurosüsteemi ekspertide juuni makromajanduslikus ettevaates. Maailmamajanduse kasv püsib ettevaateperioodil kokkuvõttes küll stabiilne, kuid muutunud on riikide panus sellesse, sest Hiina kasvuväljavaadet korrigeeriti tuntavalt allapoole, USA SKP reaalkasvu aga ülespoole tänu sealse majanduse senisele vastupanuvõimele. Maailmakaubanduse nigel kasv 2023. aastal peegeldab üleilmse majandusaktiivsuse komponente. Majandusaktiivsust tõukavad tagant vähem kaubandusmahukad piirkonnad (tähtsaim turumajandusega riigid), nõudluskomponendid (tarbimine) ja tooted (teenused). Maailmakaubanduse kasv peaks ülejäänud ettevaateperioodil taas hoogustuma ja olema üldjoontes üleilmse majandusaktiivsusega kooskõlas. Võrreldes juuni ettevaatega on 2023. aastaks allapoole korrigeeritud nii üleilmset impordikasvu kui ka euroala välisnõudluse kasvu. Selle põhjuseks on eelkõige varasemate andmete edasine allapoole korrigeerimine ning teise kvartali prognoositust kehvemad tulemused ettevaate andmete esitamise tähtsajal. Välisnõudluse kasv ülejäänud ettevaateperioodil on siiski endiselt võrreldav juuni ettevaates hinnatuga. Üleilmse tarbijahinnaindeksi (THI) koguinflatsioon on vähehaaval raugemas, kuid inflatsioonisurve püsib tugev, eriti arenenud majandusega riikides. Euroala konkurentide ekspordihinnad peaks aga järsult kukkuma toormehindade arengu tõttu.*

**Pärast tugevat tulemust 2023. aasta alguses on üleilmne majandusaktiivsus nüüd tagasihoidlikum, kajastades eeskätt Hiina majanduse aeglasemat elavnemist.** Ettevaate järgi peaks üleilmne majanduskasv aasta teises pooles pidurduma. Hoolimata sellest, et kasvuväljavaade on üldjoontes kooskõlas juuni ettevaatega, on muutunud riikide osa selles.<sup>2</sup> Peamistes arenenud majandusega riikides, sealhulgas USAs ja Ühendkuningriigis, osutus majandustegevus oodatust vastupidavamaks. Seevastu Hiinas aeglustus see varasemate hinnangutega võrreldes järsemalt, kuna uuesti tõusid esile elamukinnisvara sektori probleemid, mis pärssisid tarbimisest tuge saavat taastumist. Üleilmse majandusaktiivsuse oodatavat pidurdumist kinnitavad ka suure sagedusega avaldatavad näitajad. Üleilmne toodangut kajastav ostujuhtide liitindeks püsib kahanemiskursil, olles siiski endiselt tõusuteel nii arenenud majandusega kui ka tähtsaim turumajandusega riikides. Sama kehtib teenindussektori ostujuhtide toodanguindeksi kohta, kuid töötleva tööstuse ostujuhtide toodanguindeks on arenenud majandusega riikides kukkunud sügavamale miinuspoolele. Tähtsaim turumajandusega riikides nihkus see pisut ülespoole, kitsendades vahet võrreldes teenuste sektoriga (joonis 1).

<sup>2</sup> Kuna selles peatükis keskendutakse üleilmse majanduskeskkonna arengule, ei ole siin esitatud viidetes maailmamajanduse koondnäitajatele arvestatud euroalaga.

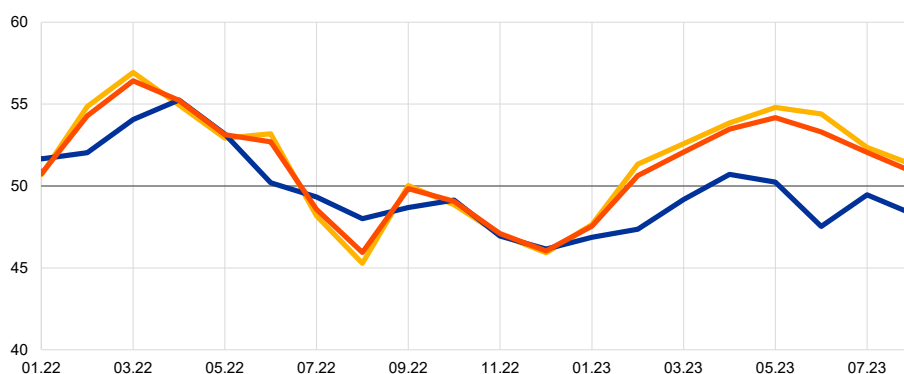
## Joonis 1.

Ostujuhtide toodanguindeks sektorite kaupa arenenud majandusega ja tärkava turumajandusega riikides

### a) Arenenud majandusega riigid (v.a euroala)

(hajuvusindeksid)

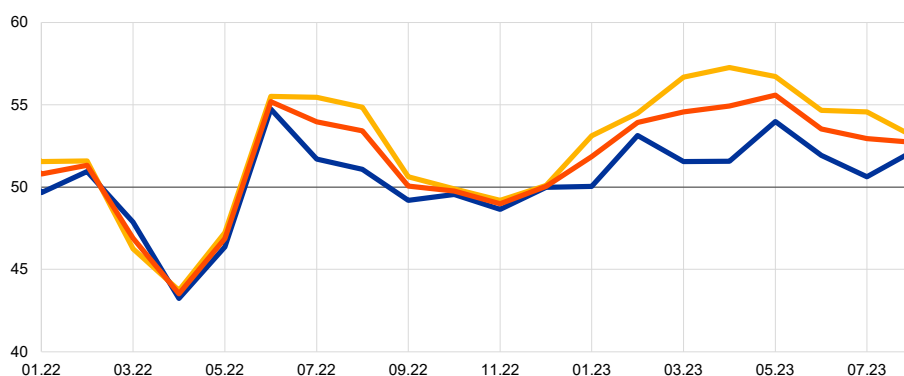
— teenused  
— töötlev tööstus  
— liitindeks



### b) Tärkava turumajandusega riigid

(hajuvusindeksid)

— teenused  
— töötlev tööstus  
— liitindeks



Allikad: S&P Global Market Intelligence ja EKP ekspertide arvutused.  
Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta augustist.

### Üldine üleilmne kasvuväljavaade on septembri ettevaates peaaegu sama, mis juuni ettevaates, kuid suuremate riikide perspektiive on ümber hinnatud.

Üleilmne reaalne SKP kasvab nüüdsete hinnangute kohaselt 2023. aastal 3,2%, 2024. aastal 3,0% ja 2025. aastal 3,2%. Võrreldes juuni ettevaatega on seda näitajat vaid pisut korrigeeritud (+0,1 protsendipunkti 2023. aasta ning -0,1 protsendipunkti 2024. ja 2025. aasta kohta). Hiina kasvuväljavaadet on aga riigi elamukinnisvara sektoris eespool nimetatud muutuste tõttu märkimisväärselt allapoole korrigeeritud.<sup>3</sup> Suurtes arenenud majandusega riikides on seevastu majandusaktiivsust 2023. aastaks ülespoole korrigeeritud, kuna nende tööturud on osutunud

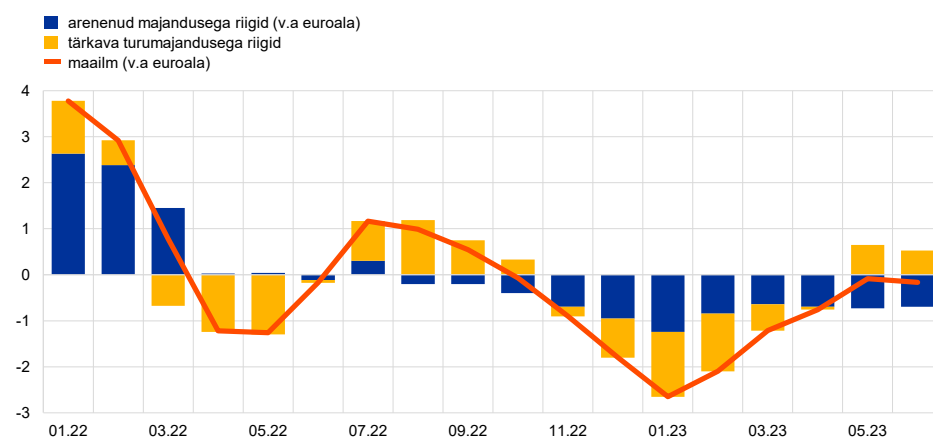
<sup>3</sup> Septembri alguses teatasid Hiina võimud täiendavatest kinnisvaraturu toetusmeetmetest, mis hõlmavad juba võetud hüpoteeklaenu intressimäärade kärpimist ja sissemaksete vähendamist. Kuigi neist abinõudest anti teada pärast ettevaate andmete esitamise tähtaega, on siiski liiga vara teha järeldusi selle kohta, kas neist piisab, et peatada kinnisvarasektori langus, mis peaks prognooside kohaselt jätkuma kogu ülejäänud 2023. aasta jooksul.

vastupidavamaks. Kasvuväljavaade peaks aga ettevaateperioodi edenedes kahanema. Maailmamajanduse kasvu peamised taganttõukajad on endiselt tärkava turumajandusega riigid, ehkki nende kasv on hinnangute järgi veidi aeglasem kui juuni ettevaates arvati.

**Maailmakaubanduse kasv jääb sel aastal ootuste kohaselt kehvaks. Edaspidi peaks see järk-järgult taastuma.** Käesoleva aasta loid maailmakaubandus eristub suhteliselt vastupidavast üleilmsest majandusaktiivsusest. Üleilmne import kasvab ettevaate järgi sel aastal marginaalselt (+0,2%), sest arenenud majandusega riikide import peaks väikese nõudluse tõttu kahanema. Viimase põhjuseks on karmimad rahastamistingimused ja osalt pandeemiajärgse elavnemisega seotud komponentide mõju. 2023. aasta nigelat kaubandust selgitab endiselt kolme komponendi üheaegne mõju: majandusaktiivsust toetavad vähem kaubandusmahukad piirkonnad (tärkava turumajandusega riigid), nõudluskomponendid (tarbimine) ja tooted (teenused). Maailmakaubandus on siiski jõudnud oma madalpunkti ja selle kasvuhoo peaks järelejäänud aasta jooksul vähehaaval paranema. Seda näitavad värskemad andmed üleilmse kaubavahetuse kohta (joonis 2) ning see nähtub ka teenuste kaubanduse (nt turismi) pandeemiajärgsest jõulisest elavnemisest. 2024. ja 2025. aastal peaks maailmakaubandus veelgi hoogustuma ning kasvama kooskõlas reaalse SKPga – 2024. aastal 3,2% ja 2025. aastal 3,3%. Euroala välisnõudluse kasv sel aastal ootuste kohaselt ei muutu ning aastatel 2024–2025 on see 3% aastas. Võrreldes 2023. aasta juuni ettevaatega on 2023. aastaks allapoole korrigeeritud nii üleilmset impordikasvu (1,1 protsendipunkti) kui ka euroala välisnõudluse kasvu (0,4 protsendipunkti). Selle põhjuseks on eelkõige varasemate andmete edasine allapoole korrigeerimine aastavahetusel ning teise kvartali prognoositust kehvem import ettevaate andmete esitamise tähtajal. 2024. ja 2025. aastaks on allapoole korrigeerimine väiksem, ligikaudu 0,1 protsendipunkti aastas.

## Joonis 2. Üleilmse kaubanduse kasv

(reaalimport, kolme kuu muutus protsentides)



Allikad: Madalmaade majanduspoliitika analüüsi büroo ja EKP ekspertide arvutused.  
Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta juunist.

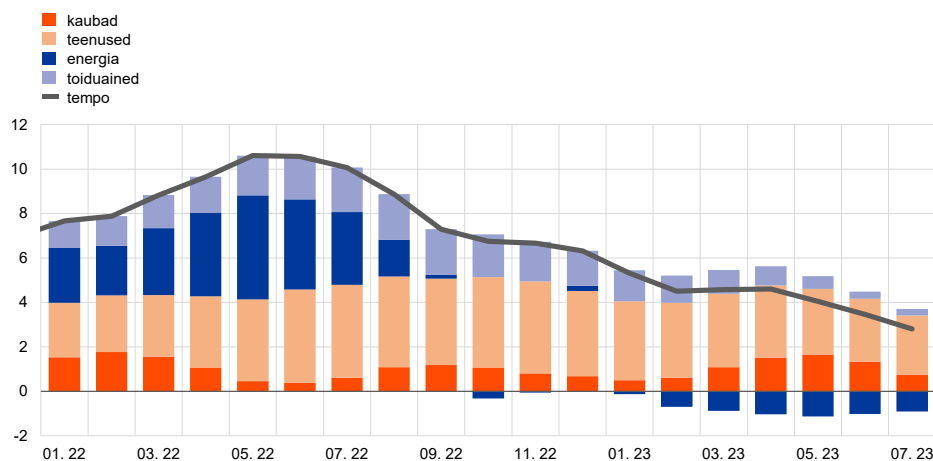
### Madalamate energia- ja toiduainehindade toel on THI-koguinflatsioon aeglustunud kogu maailmas, kuid põhiinflatsioon püsib kiire.

Aastane THI-koguinflatsioon ja THI-põhiinflatsioon (v.a toiduained ja energia) Majanduskoostöö ja Arengu Organisatsiooni (OECD) kuuluvates riikides kerkisid juulis vastavalt 5,9%-le (juunis 5,7%) ja 6,7%-le (6,6%-lt). Esmajoones tingis selle Türgi aastane inflatsioon, mis hüppas juulis kümme protsendipunkti üles 48%ni. Kui Türgit mitte arvestada, siis püsis koguinflatsioon juulis peaaegu stabiilne (4,4%, kukkudes veidi juunikuiselt 4,5%-lt) ja põhiinflatsioon aeglustus pisut (5,0%-le juunikuiselt 5,2%-lt). Püsivalt kiire põhiinflatsiooni võib suuresti kirjutada teenusehindade arengu arvele. Kaubahindade inflatsioon pidurdus järsult tänu nõudluse ja pakkumise vahelise tasakaalustamatuse lahenemisele kaubaturul. Koguinflatsiooni hoog, arvatud kui kolme kuu annualiseeritud muutus protsentides, andis juulis järele ning kahanes eelneva kuu 3,5%-lt 2,8%-le (joonis 3). Põhiinflatsioon aga aeglustus 5,3%-lt 4,3%-le. Euroala konkurentide ekspordihinnad on alates 2022. aasta keskpaigast liikunud languskursil, mis kajastab alanenud toormehindu ning sise- ja välismaise hinnatõusurve järkjärgulist vähenemist. Euroala konkurentide ekspordihindu on juuni ettevaatega võrreldes selleks aastaks allapoole korrigeeritud, kajastades peamiste kaubanduspartnerite ekspordihindade inflatsiooni aeglustumist. 2024. aastaks aga on neid veidi ülespoole korrigeeritud kõrgemate toormehindade tõttu.

### Joonis 3.

#### OECD koguinflatsiooni tempo

(kolme kuu aastamuutus protsentides)



Allikad: OECD ja EKP arvutused.

Märkus. Joonis ei hõlma Türgit. Joonisel esitatud OECD koguinflatsiooni vastavate komponentide osakaalud on konstrueeritud nn alt üles meetodil, kasutades riikide olemasolevaid andmeid, mis kokku moodustavad 84% OECD koondnäitajast. Kaupade inflatsiooni saamiseks lahutatakse kõikide kaupade inflatsioonist energia- ja toiduainehindade inflatsioon. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta juulist.

### Pärast Saudi Araabia ja Venemaa kokkulepet pikendada tootmiskärpeid on toornafta hind ületanud juuni ettevaates prognoositu.

Septembri alguses pikendasid Saudi Araabia ja Venemaa oma ühekuulist tootmiskärpet 2023. aasta lõpuni. See vastab ligikaudu 1,3%-le üleilmsest pakkumisest ja lisandub varem OPEC+ riikide poolt kokkulepitud tootmiskärbetele, pingestades veelgi naftaturgu, kus nüüd on Rahvusvahelise Energiaagentuuri sõnul tekkinud pakkumispuudujääk. Pakkumiskärbete mõju tasakaalustas Hiina vähenenud nõudlust. Gaasihind Euroopas on näidanud mõningast volatiilsust, sest tööseisakud Norras ja viimase aja

streigid Austraalia veeldatud maagaasi terminalides tingisid pakkumisnappuse. Pärast juuni ettevaadet on hind alanenud, kuna Euroopa Liit saavutas laovaru 90% eesmärgi kolm kuud enne tähtaega. Ehkki see tähendab, et lühiajalised pakkumiskid on piiratud, ei saa pakkumiskid siiski täielikult välistada, kuna tekkida võivad pikemaajalised töökatkestused. Kokkuvõttes on Euroopa gaasiturgr tarneraskuste suhtes endiselt väga tundlik, nagu võis näha tööseisakute ja streikide tõttu äsja tekkinud volatiilsusest.

### **Üleilmsed rahastamistingimused on nii arenenud majandusega kui ka tärkava turumajandusega riikides veidi karmistunud.** USAs kajastas

rahastamistingimuste tagasihoidlik karmistumine peamiselt pikaajaliste riigivõlakirjade tulususe kasvu ja USA dollari nominaalse efektiivse vahetuskursi tõusu, mida osalt tasakaalustas USA ettevõtete võlakirjaturgudel valitsenud soodne riskivalmidus. Niisugused muutused toimusid olukorras, kus makromajanduslikud näitajad üllatasid positiivselt ja inflatsioonisurve vähenes veelgi.

Rahastamistingimused karmistusi veidi ka teistes arenenud majandusega ja tärkava turumajandusega riikides, peegeldades peamiselt kõrgemaid pikaajalisi intressimäärasid. Tärkava turumajandusega riikides andsid mõningase panuse rahastamistingimuste karmistumisse ka USA dollari suhtes nõrgemad vääringud, kuna varajane ja järsk intressimäär tõus mõnes riigis võimaldas nende keskpankadel peatada baasintressimäärade tõstmise ja teinekord ka baasintresse kärpida, samal ajal kui riigivõlakirjade tulususe vahed ja aktsiahinnad jäid stabiilseks.

### **USAs püsis majandusaktiivsus vastupidav, kuid aasta lõpu poole peaks selle hoog karmima rahapoliitika tõttu pidurduma.** Värskemad andmed

kodumajapidamiste kulutuste ja teenuste sektori aktiivsuse kohta näitavad, et SKP kasv püsib tugev ka kolmandas kvartalis. Sellegipoolest peaks kodumajapidamiste tarbimise kasv tööturu olukorra leevenemise tingimustes mõnevõrra aeglustuma. Rangemad laenuitingimused ilmselt pärssivad investeerimist, mille tulemusena on SKP kasv aastatel 2024–2025 küll positiivne, kuid jääb oma potentsiaalsele kasvule alla. SKP reaalkasv peaks 2025. aastal veidi elavnema. THl-koguinflatsioon kiirenes juulis mõnevõrra ja ulatus 3,2%ni (juunis oli see 3,0%), kuna energiakomponendi inflatsiooni pärssiv mõju oli napim. Põhiinflatsioon aeglustus kaupade hinnatõusu edasise leevenemise toel juulis vaid pisut ja oli 4,7% (juunis 4,8%). Teenuste sektoris aga nullib transpordi- ja vabaajateenuste inflatsiooni taastumine osaliselt eluasemeteenuste hindade inflatsiooni aeglase vähenemise. Koguinflatsiooni raugemine peaks jätkuma hoolimata sellest, et endiselt tugev, ehkki aeglustuv, palgakasv avaldab kestvat tõususurvet eluasemega mitteseotud teenuste inflatsioonile.

**Hiinas pidurdus kasv teises kvartalis järsult.** Pärast 2023. aasta esimeses kvartalis toimunud jõulist elavnemist, mis järgnes Covid-19 tõttu kehtestatud piirangute leevendamisele, aeglustus kasvutempo teises kvartalis tunduvalt, kuna eluasemeturgu tabas uus langus, mis kahandas ka tarbijate kindlustunnet. Ehkki tarbimine (eelkõige teenuste valdkonnas) on jätkuvalt normaliseerumise teel, kujunesid eksport ja erainvesteeringud viletsamaks kui juuni ettevaates oodati. Kuni augustini olemasolevad suure sagedusega avaldatavad näitajad osutavad eluasemeturu edasisele nõrkusele ja teenuste sektori raugemale kasvutempole.

Seevastu töötleva tööstuse aktiivsus peaks mõnevõrra stabiliseeruma. Aastane THI-koguinflatsioon kukkus juulis miinuspoolele (aasta arvestuses  $-0,3\%$ ), THI-põhiinflatsioon aga kiirenes veelgi (aasta arvestuses  $+0,8\%$ ), saades suurima tõuke teenuste hindadest. Kuises arvestuses on pärast viimaste kuude aeglustumist nii kogu- kui ka põhiinflatsioon veidi hoogustunud. See näitab, et aastainflatsioon võib hakata kiirenema, kuigi vähene sise- ja välisõudlus suudavad inflatsioonisurvet ilmselt ohjeldada.

**Jaapanis kasvas majandus 2023. aasta esimeses pooles märgatavalt, aga selle dünaamika muutus.** Kui aasta alguses andis kasvule suurima tõuke sisenõudlus, siis teise kvartali üllatavalt tugeva tulemuse taga seisab peaaegu ainsana netoeksport, sest sisenõudluse kasv seiskus. Edaspidi peaks majandusaktiivsus püsima tagasihoidlikul tõusuteel. Ehkki kolmandas kvartalis on oodata sisenõudluse mõningast taastumist, siis kasv tõenäoliselt aeglustub võrreldes esimese poolaastaga, kuna import elavneb. Aastane koguinflatsioon püsis juulis muutumatult  $3,3\%$ , sest energiahindade aeglustuvat inflatsiooni korvasid kiirenev toiduainehindade inflatsioon ning kõrgemad majutus- ja mobiilsidetasad. Samal kuul kiirenes natuke põhiinflatsioon, kerkides  $2,6\%$ -lt  $2,7\%$ -le. Selle põhjuseks oli ettevõtete hindade kasvutempo. Koguinflatsioon peaks aasta teises pooles aeglustuma, sest kulurive leeveneb, arvestades tootjahindade inflatsiooni hiljutist aeglustumist ja kukkuvaid impordihindu.

**Ühendkuningriigis on kasvutempo viimasel aastal olnud aeglane, seda kiire inflatsiooni ja karmistuvate rahastamistingimuste tõttu. Siiski on see osutunud üsna vastupidavaks.** Majandusaktiivsuse kasv peaks jääma tagasihoidlikuks ka eelolevates kvartalites, kuna inflatsioonisurve on kestvam kui juuni ettevaates hinnati. Samuti peavad kodumajapidamised ja ettevõtted rahapoliitika edasise karmistamise oludes tulema toime kõrgemate intressimääradega. Värskeimad küsitlusandmed on lähiaja väljavaatele lisanud langusriske, sest toodangut kajastav ostujuhtide liitindeks on viimase nelja kuu jooksul kukkunud kuus punkti. Aktiivsus peaks järgmisel aastal hoogustuma, saades tuge reaalpalka taastumisest tänu inflatsiooni kestvale aeglustumisele. THI-koguinflatsioon vähenes juulis tunduvalt ja oli  $6,8\%$  (juunis  $7,9\%$ ). Selle taga olid peamiselt energiahindade järsk langus ja toiduainehindade inflatsiooni pidurdumine. Samas püsis põhiinflatsioon muutumatult  $6,9\%$ , kuna teenuste hinna inflatsioon on endiselt kiire. Ootuste kohaselt aeglustub koguinflatsioon aja jooksul ja peaks jõudma Inglise keskpanga eesmärgi ehk  $2\%$ ni 2025. aastal.

## 2 Majandusaktiivsus

*Euroala majanduse hoog esimesel poolaastal üldiselt rauges. 2023. aasta teises kvartalis oli SKP reaalkasv 0,1%, nagu ka esimeses kvartalis. Hiljutised näitajad viitavad, et see on olnud nõrk ka kolmandas kvartalis. Väiksem nõudlus euroala ekspordi järele ning rangete rahastamistingimuste mõju pärsivad kasvu, sealhulgas väiksemate eluaseme- ja äriinvesteeringute kaudu. Aktiivsuse vähenemine levib kõigisse majandussektoritesse. Töötleva tööstuse toodang on alates 2022. aasta neljandast kvartalist vähenenud ning püsib eeldatavasti nõrk, kuna täitmata tellimuste hiljutine mõju tootmisele kahaneb ja uute tellimuste maht püsib tagasihoidlik. Teenuste sektori aktiivsuse puhul, mis on siimaaani olnud vastupidavam, esines kolmanda kvartali alguses selgeid raugemismärke, viidates sellele, et pandeemiajärgne tugi nõudlusele võib olla taandumas. Aja jooksul peaks majanduse kasvutempo kiirenema, kuna eeldatakse reaaltulu kasvu, mida toetavad taanduv inflatsioon, tõusvad palgad ja tugev tööturg. See peaks toetama tarbijate kulutusi.*

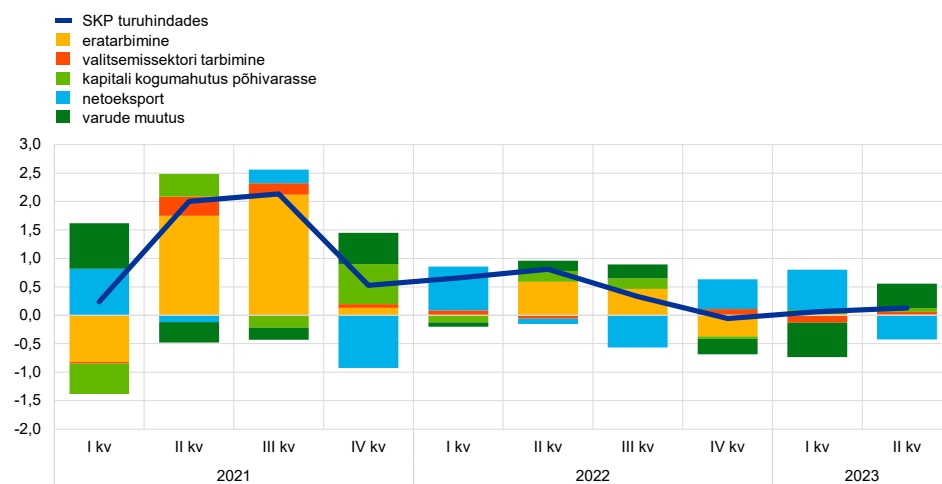
*Seda väljavaadet kajastab üldjoontes ka EKP ekspertide 2023. aasta septembri makromajanduslik ettevaade euroala kohta, mille järgi on SKP aastane reaalkasv 2023. aastal 0,7%, 2024. aastal 1,0% ja 2025. aastal 1,5%. Võrreldes eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajandusliku ettevaatega on SKP kasvu väljavaadet kogu prognoosiperioodil allapoole korrigeeritud: 2023. aastal 0,2 protsendipunkti, 2024. aastal 0,5 protsendipunkti ja 2025. aastal 0,1 protsendipunkti. Majanduskasvu ohustavad langusriskid.*

**Euroala majandus kasvas 2023. aasta teises kvartalis 0,1%, kuid riigiti esines suuri erinevusi.** Varude kuhjumise ja vähemal määral sisenõudluse soodsat mõju kahandas osaliselt netoekspordi negatiivne panus (joonis 4). See tagasihoidlik aktiivsuse kasv kajastab eri sektorite eri arengut: teenustega seotud aktiivsus suurenes, samal ajal kui töötleva tööstuse ja ehitussektori aktiivsus kahanes. Samuti peituvad selle taga märkimisväärsed erinevused euroala suurimate riikide vahel, kajastades seda, et üleilmse kaubanduse aeglustumine ja vahetut kontakti eeldavate teenuste taastumine mõjutas neid erinevalt. SKP suurenes kvartali arvestuses Prantsusmaal 0,5% ja Hispaanias 0,4%, Saksamaal jäi see samaks. Itaalias vähenes SKP 0,4% ja Madalmaades 0,3%.

## Joonis 4.

### Euroala reaalne SKP ja selle komponendid

(kvartalimuutus protsentides, osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta teisest kvartalist.

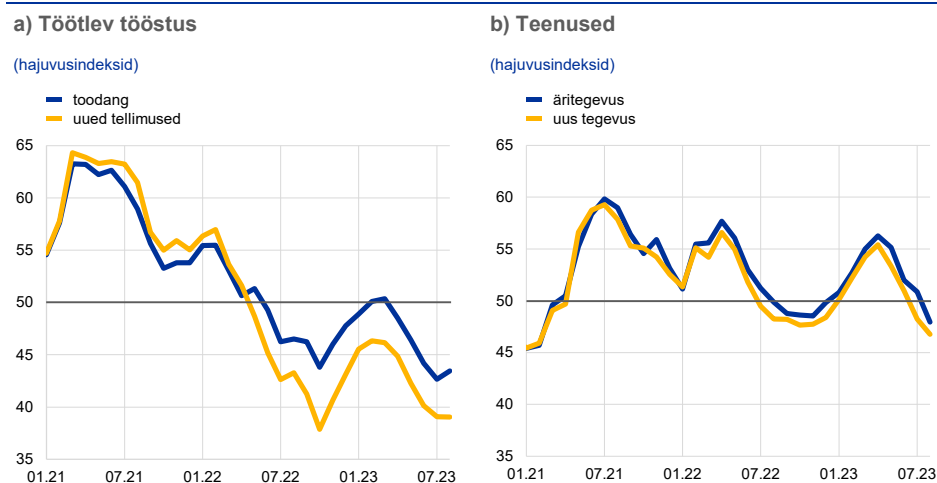
### 2023. aasta kolmandas kvartalis püsib majandusaktiivsus ootuste kohaselt

**nõrk.** Värskeimad küsitlusandmed viitavad majanduse kasvutempo aeglustumisele 2023. aasta kolmandas kvartalis, mille tingivad nii töötleva tööstuse jätkuv nõrkus kui ka selliste teenuste vähenemine, mis olid varem osutunud vastupidavaks. Euroala toodangut kajastav ostujuhtide liitindeks langes juulis ja augustis veelgi allapoole 50punktist kasvu läviväärtust. Töötleva tööstuse ostujuhtide indeks langes jätkuvalt, kuna tarneahela tingimuste parandamisest tulenev tugi on arenenud loomulikku rada pidi ja kadunud, töödega seotud pudelikaelad avanevad ja uute tellimuste maht väheneb (joonise 5 osa a). Samas levis nõrkus viimastel kuudel ka teenuste sektorisse ning teenustega seotud aktiivsuse ostujuhtide indeks langes augustis alla nullkasvu läviväärtuse (joonise 5 osa b). See tulemus kajastab seda, et pandeemiajärgse majanduse taasavamise mõju teenuste nõudlusele taandub. Kuni viimase ajani on see mõju tekitanud märkimisväärse vahe töötleva tööstuse ja vahetatud kontakti eeldavate teenuste sektori kasvus.<sup>4</sup> Euroopa Komisjoni majandusosaldu näitaja kahanes augustis eri sektorites veelgi, viidates kasvudünaamika selgele nõrgenemisele kolmandas kvartalis. Tarbijate kindlustunne augustis veidi vähenes, katkestades 2022. aasta lõpus alanud taastumise, ning on olulisel määral allpool pikaajalist keskmist. See viitab sisenõudluse nõrgale väljavaatele. Kokkuvõttes tähendavad hiljutised näitajad, et SKP kasv püsib kolmandas kvartalis nõrk, kuna tagasihoidlik välisnõudlus ja rangemad rahastamistingimused mõjutavad eeldatavasti euroala majanduskasvu.

<sup>4</sup> Majanduse taasavamise mõju ning majandusaktiivsuse erinevusi eri riikide ja sektorite arvestuses on analüüsitud käesoleva majandusülevaate infokastis „Milline on majanduse taasavamise mõju eri riikides ja sektorites?“.

## Joonis 5.

### Ostujuhtide indeksi näitajad majandussektorite kaupa



Allikas: S&P Global Market Intelligence.  
Märkus: Viimased andmed pärinevad 2023. aasta augustist.

### Tööturg püsis teises kvartalis vastupidav, aga tööhõive kasv aeglustus koos nõrgenenud majandusaktiivsusega.

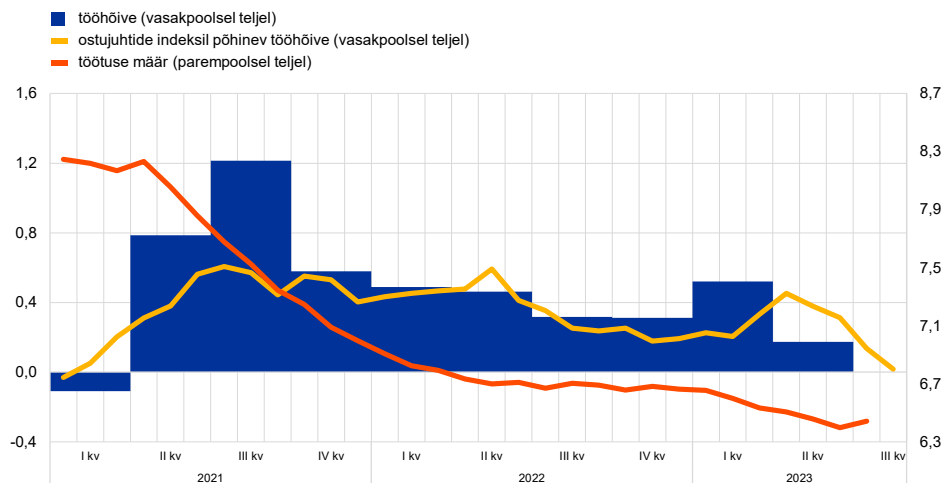
Tööhõive ja töötundide koguarv kasvasid 2023. aasta teises kvartalis 0,2%. Alates 2019. aasta neljandast kvartalist on tööhõive suurenenud 3,3% ja töötundide koguarv 1,9% (joonis 6). See tähendab töötundide keskmise arvu 1,4%-list vähenemist, mis on seotud jätkuva töötajate hoidmisega töökohal (osa tööjõusisendist, mida ettevõtte ei kasuta ühelgi ajahetkel oma tootmisprotsessis täielikult ära) ja muudest teguritest. Eeldatav tööjõud on hinnangute kohaselt jaanuarist juulini kasvanud ligikaudu 600 000 inimese võrra, ent alates aprillist on kasv aeglustunud.<sup>5</sup> Töötuse määr oli juulis 6,4%, mis on võrreldes juuniga peaaegu sama, ning püsib madalaimal tasemel alates euro kasutuselevõtust. Tööjõunõudlus püsib suur ning vabade töökohtade määr on üldiselt stabiilselt 3,0%, mis on 0,2 protsendipunkti madalam kui selle kõrgeim punkt alates aegrea algusest.

<sup>5</sup> Tööjõu hiljutisi muutuseid ja nende põhjuseid on analüüsitud käesoleva majandusülevaate infokastis „Euroala tööjõud: hiljutised muutused ja nende põhjused“.

## Joonis 6.

### Euroala tööhõive, ostujuhtide indeksil põhinev tööhõive hinnang ja töötuse määr

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



Allikad: Eurostat, S&P Global Market Intelligence ja EKP arvutused.

Märkus. Kaks joont kajastavad kuuandmeid ja tulbad kvartaliandmeid. Ostujuhtide indeksi puhul on esitatud kõrvalekaldeid 50st jagatuna 10ga. Viimased andmed tööhõive kohta pärinevad 2023. aasta teisest kvartalist, ostujuhtide indeksi kohta 2023. aasta augustist ja ostujuhtide indeksil põhineva hinnangulise tööhõive kohta 2023. aasta juulist.

### Lühiajalised tööturunäitajad viitavad tööhõive kasvu edasisele aeglustumisele 2023. aasta kolmandas kvartalis. Tööhõivet kajastav ostujuhtide kuine liitindeks langes juulikuisse 51,4 tasemega võrreldes augustis 50,2-le; allapoole 50punktist

läviväärtust jääv väärtus näitab tööhõive vähenemist. See näitaja on alates aprillist, mil see jõudis 54,5 tasemele, märkimisväärselt vähenenud. Hiljutine langus on olnud järesem teenuste sektoris, samal ajal kui töötlevas tööstuses ja ehitussektoris on see alla 50punktise läviväärtuse, kuid ostujuhtide indeksil põhinev tööhõive püsib kasvatrendil. Teenuste sektoris esines suurem langus nende teenuste puhul, mis on tihedalt seotud töötleva tööstusega, nagu transport ja kutseteenused.

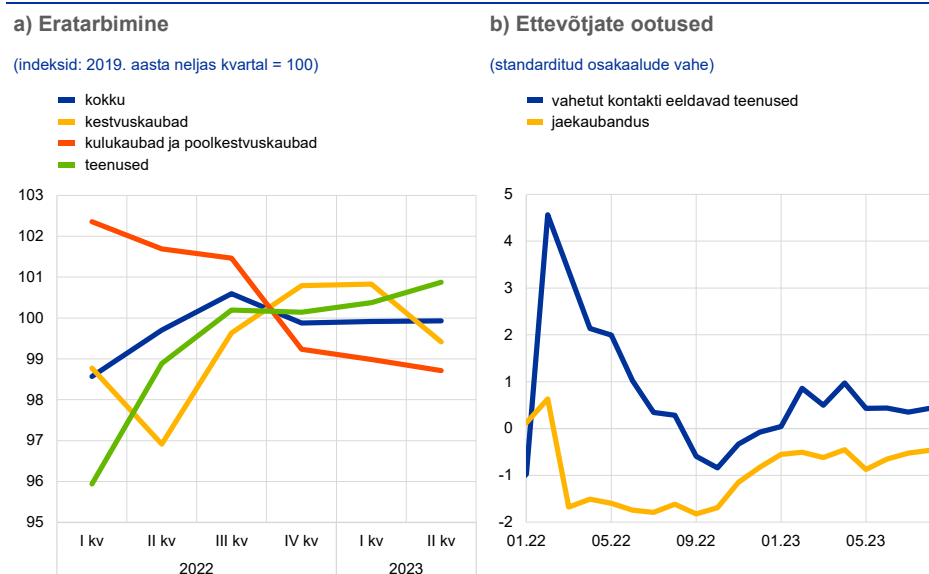
### Eratarbimine 2023. aasta teises kvartalis rauges, kuna kaupadele tehtavate kulutuste jätkuv vähenemine kahandas endiselt positiivset nõudlust teenuste järele (joonise 7 osa a). Kvartali arvestuses suurenes jaemüük 2023. aasta teises kvartalis vaid 0,1%, enne kui see juulis 0,2% langes. Uute sõiduautode registreerimine vähenes 2023. aasta teises kvartalis 0,5%, aga elavnes juulis 3,7%.

Vastukaaluks kaupadele ning eelkõige kestvuskaupeadele ja toidule tehtavate kulutuste vähenemisele suurenes teenuste tarbimine kodmajapidamiste poolt teises kvartalis 0,5%. Sellele tuli endiselt kasuks majanduse taasavamise jätkuv mõju.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Vt ka käesoleva majandusülevaate infokast „Milline on majanduse taasavamise mõju eri riikides ja sektorites?“.

## Joonis 7.

### Reaalse eratarbimise näitajad



Allikas: Eurostat, Euroopa Komisjoni majandus- ja rahandusküsimuste peadirektoraat ning EKP arvutused.  
Märkus. Joonise osas a on tarbimiskomponentide (omamaine tarbimine) tasemed skaleeritud, et need oleks vastavuses kogu eratarbimise (riigi tarbimine) tasemega. Joonise osas b on kontakti eeldavate teenuste oodatav nõudlus järgmisel kolmel kuul standarditud perioodil 2005–2019 ning jaekaubandussektori eeldatav olukord järgmisel kolmel kuul on standarditud perioodil 1985–2019. Viimased andmed pärinevad osa a puhul 2023. aasta teisest kvartalist ja osa b puhul 2023. aasta augustist.

**Kuigi küsitlused viitavad kaupadele tehtavate kulutuste jätkuvale nõrkusele, ei ole vahetut kontakti eeldavate teenuste nõudluse ootuseid veel allapoole korrigeeritud.** Euroopa Komisjoni tarbijate kindlustunde mõõdik vähenes augustis, katkestades selle taastumise alates 2022. aasta lõpust, ning jäi pikaajalisest keskmisest allapoole. See kajastab halvenevaid ootuseid üldise majandusväljavaate ja kodumajapidamiste enda finantsolukorra suhtes. Samal ajal jäid tagasihoidlikuks komisjoni näitajad, mis kajastavad tarbijate tehtavate suuremate ostude ootust ning jaekaubandussektori äritegevuse ootust. Seevastu vahetut kontakti eeldavate teenuste eeldatavat nõudlust ei olnud alates 2023. aasta maist veel tugevalt allapoole korrigeeritud ning see oli augustis jätkuvalt üle ajaloolise keskmise (joonise 7 osa b). Samamoodi näitas EKP tarbijaootuste uuring juulis kodumasinade ja muude suuremate kaupade eeldatavate ostude vähenemist, osutades seega, et kestvuskaupadele tehakse jätkuvalt vähe kulutusi, ent eeldatav puhkusereiside nõudlus on endiselt vastupidav. Rangemate rahastamistingimuste ülekandumine reaalmajandusse tõenäoliselt kärbib kodumajapidamiste laene, säilitab suured stiimulid säästa ja hoiab tarbijate kulutuste kasvu lähiajal vähese.

**Äriinvesteeringute kasv aeglustus märgatavalt 2023. aasta teises kvartalis ja peaks vähenema ka kolmandas kvartalis.** Kui lirimaa intellektuaalomandiõigusega toodete volatiilsed andmed välja jätta, siis vähenesid euroala muude sektorite (v.a ehitus) investeeringud teises kvartalis tugevalt ehk aeglustusid kvartali

arvestuses 0,4%ni (esimeses kvartalis oli see näitaja 1,2%).<sup>7</sup> Aeglustumine oli eri riikide puhul võrdlemisi ulatuslik, ent varaklasside arvestuses suurema varieeruvusega. Investeeringud transpordikaupadesse suurenesid, intellektuaalomandiõigusega tooted kasvasid pikaajalisele keskmisele vastavalt ning investeeringud masinatesse ja seadmetesse (v.a transporti) vähenesid veidi (joonis 8).<sup>8</sup> Ostujuhtide kapitalikaupade toodangu näitaja langes augustis suurel määral, arvestades nii uute tellimuste kui ka täitmata tellimuste jätkuvat vähenemist. Kindlustunne kahaneb endiselt ning Euroopa Komisjoni värskeimad küsitlusandmed näitavad, et veerand kapitalikaupade ettevõtetest teatab praegu vähesest nõudlusest, mis piirab tootmist. Väljavaade püsib väga ebakindel. Augusti kasumikõned viitavad kasumikkusega seotud kindlustunde jätkuval taastumisele alates möödunud sügisest (mis vastab üsna hästi ettevõtete tegevuse koguülejäägile, ehkki kummagi näitaja puhul ei kajastu kõige hiljutisem areng), samal ajal kui jätkuv vajadus rohe- ja digiinvesteeringute järele, mida rahastatakse Euroopa Liidu taasterahastu vahenditest, ning suurem tööjõupuudus mõnes sektoris pakuvad investeerimiseks lisastiimuleid.<sup>9</sup> Samas on investeerimist pärssivad tegurid endiselt ulatuslikud, arvestades üleilmset aeglustumist ja halvenevaid laenuitingimusi.<sup>10</sup> Kasumikõned näitavad, et finantsriski võtmise valmidus jääb enneolematule tasemele, samal ajal kui S&P üleilmse äritegevuse väljavaate küsitluses, mida tehakse igal aastal kolm korda, eeldatakse väiksemaid investeeringuid järgmise 12 kuu jooksul, kajastades aktiivsuse ja kasumikkuse ootuste edaspidist halvenemist.

<sup>7</sup> Koondnäitaja kasvas teises kvartalis kvartali arvestuses 0,7% pärast 0,2% kahanemist esimeses kvartalis, kajastades tugevat kvartalisest volatiilsust liiri intellektuaalomandiõigusega toodete andmetes. Rohkem teavet selle volatiilsuse pikemaajalise mõju kohta leiab EKP majandusülevaate 3/2023 infokastist „Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP“.

<sup>8</sup> Majandus kasvas teises kvartalis kuues euroala riigis, kuid peamiselt võrdluses eelneva kvartali langusega. Ilma eelneva languseta kasvas majandus vaid Prantsusmaal.

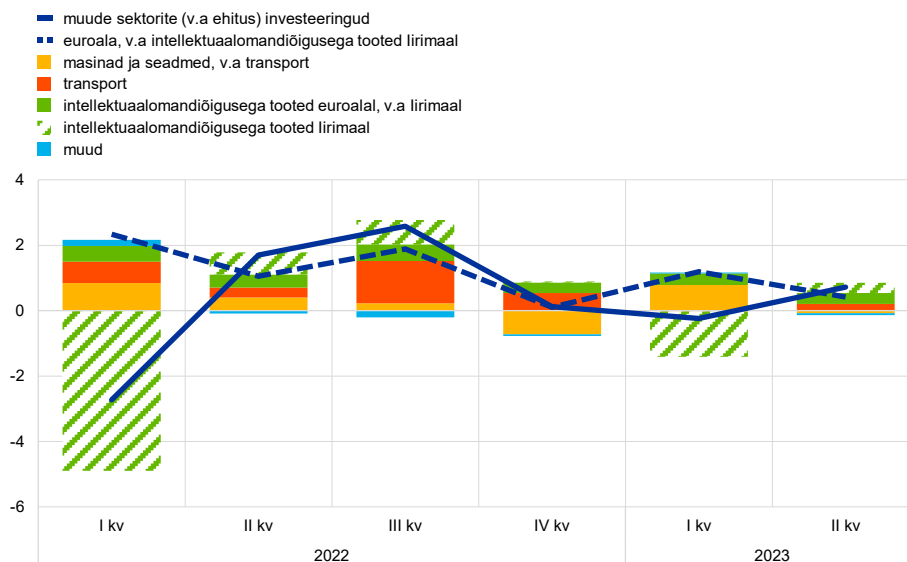
<sup>9</sup> Rohkem teavet tulude kasumikõnede meetodika kohta leiab EKP majandusülevaate 4/2023 infokastist „Kasumikõned – ülevaade ettevõtte kasumist, investeeringutest ja rahastamistingimustest“. Kliimamuutuste mõju investeeringutele on kirjeldatud käesoleva majandusülevaate infokastis „Kliimamuutused ning euroala ettevõtete rohelised investeeringud ja roheline rahastamine – euroalal tehtud küsitluse tulemused“.

<sup>10</sup> Juulikuises pankade laenuetegevuse uuringus eeldati, et ettevõtete põhivarainvesteeringute jaoks vajalike pikaajaliste laenude nõudlus väheneb ka 2023. aasta kolmandas ja neljandas kvartalis, ent viimased euroala prognoosid eeldavad tugevamat pärssivat mõju ettevõtete investeeringutele kõrgemate intressimäärade ja seonduvate laenupakkumise piirangute tõttu (vt EKP veebisaidil 14. septembril 2023 avaldatud EKP ekspertide makromajanduslik ettevaade euroala kohta).

## Joonis 8.

### Muude sektorite (v.a ehitus) investeeringud ja varaklasside mõju

(kvartaalne muutus protsentides ja osakaalud protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Intellektuaalomandiõigusega tooted viitavad (peamiselt immateriaalsetele) intellektuaalomandiõigusega toodetele. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta teisest kvartalist.

### Pärast eluasemeinvesteeringute vähenemist 2023. aasta teises kvartalis kahanevad need lähiajal tõenäoliselt veel.

Eluasemeinvesteeringud vähenesid kvartali arvestuses 2023. aasta teises kvartalis 1,0% pärast 0,8% kasvu esimeses kvartalis. Lühiajalised näitajad osutavad uuele langusele eelolevates kvartalites. Ehitussektori toodang vähenes juunis märkimisväärselt, tuues kaasa negatiivse mõju suurema ülekandumise kolmandas kvartalis. Peale selle langes Euroopa Komisjoni viimase kolme kuu ehitustegevuse arengu näitaja juulis ja augustis juba teist kvartalit järjest tugevalt allapoole selle keskmist, samal ajal kui ostujuhtide indeks elamuehituse kohta langes augustis veel rohkem allapoole kasvu 35,7punktilist läviväärtust, mis on sel aastal siiani selle madalaim tase. Eluasemeinvesteeringute nõrk väljavaade vastab eluasemete ehituslubade märkimisväärsel langussuundumusele, mis kajastub aina rohkem ka ettevõtete kehvas hinnangus tellimuste mahule Euroopa Komisjoni küsitluses. Eluasemega seotud kindlustunne, mida mõõdetakse komisjoni kvartaliküsitlusega kodumajapidamiste lühiajaliste kavatsuste kohta elamut renoveerida, osta või ehitada, vähenes mõnevõrra 2023. aasta kolmandas kvartalis. Negatiivne meeleolu tuleneb peamiselt intressimäärade märkimisväärselt tõusust ja selle negatiivsest mõjust eluasemete taskukohasusele, ehkki langevad eluasemehinnad tasakaalustavad seda mõnel määral. See eluasemete taskukohasuse vähenemine koos pankade eluasemelaenude kriteeriumide karmistumisega pidurdab eluasemeinvesteeringute kasvutempot.

### Ekspordikasv jäi teises kvartalis tagasihoidlikuks, kajastades nõrka üleilmset nõudlust, euro varasemat kallinemist ja kõrgeid energiahindu.

Ekspordikasv oli teises kvartalis negatiivne, kuna nõrk üleilmne kaubandus kahandas välisnõudlust euroala kaupade järele. Lisaks on euro kallinemine, mis algas

2022. aasta septembris, nõrgendanud euroala konkurentsivõimet ning 2022. aasta energiahindade tõus põhjustas samuti ekspordi nõrkust, eriti energiamahukates sektorites. Samal ajal tundub eelmistes kvartalites täheldatud täitmata tellimuste vähenemine taanduvat, mis on peamine ekspordi toetav tegur, kuna eksporditellimused on taas saavutanud pandeemiaeelse taseme. Impordikasv muutus teises kvartalis veidi positiivseks, mis suuresti kajastab taastumist esimeses kvartalis toimunud järsust vähenemisest. Aasta arvestuses import aga vähenes, kuna sisenõudlus oli nõrk. Kokkuvõttes mõjutab netokaubandus SKP kasvu teises kvartalis negatiivselt. Ettevaatavad näitajad osutavad, et euroala ekspordimaht on lähiajal endiselt tagasihoidlik. Seni täheldatud teenuste ekspordi suhteline tugevus tundub taanduvat, kuna selles sektoris tegutsevad eksportijad teatasid oma tellimuste mahu vähenemisest. See tundub kajastavat nii teenuste kuhjunud nõudluse vähenemist pärast vahetut kontakti eeldavate teenuste pandeemiajärgset taasavamist ning mõningat tootmise nõrkuse mõju ülekandumist, kui eksportijad teatasid täiendavast uute tellimuste vähenemisest.

**Kui vaadata kaugemasse tulevikku, peaks euroala aktiivsus taastuma ja seda peaks toetama reaaltulu suurenemine.** SKP kasv peaks tugevnema. Seda toetavad taanduv inflatsioonisurve ja kindel palgatulu suurenemine, mis teevad võimalikuks tegeliku kasutatava tulu ja eratarbimise taastumise. Samas peaks nende positiivsete tegurite mõju pärssima kõrgemad intressimäärad ja rangemad laenuitingimused, mis aina enam reaalmajanduses ilmnevad.

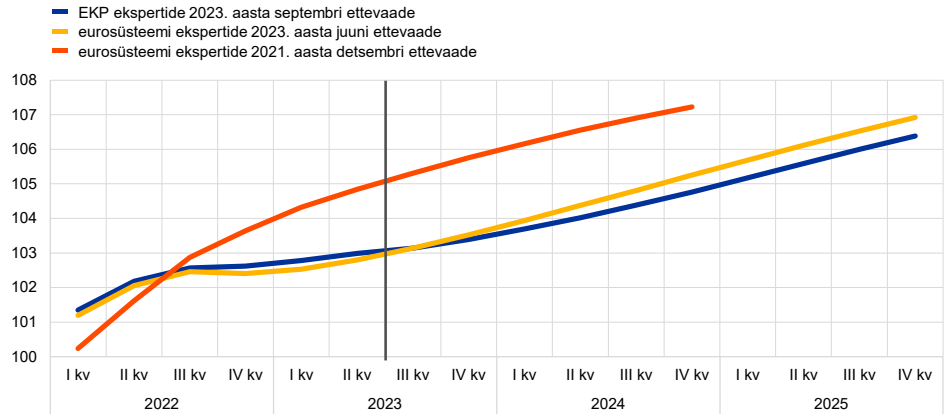
**EKP ekspertide 2023. aasta septembri makromajanduslikus ettevaates euroala kohta prognoositakse SKP aastaseks reaalkasvuks 2023. aastal 0,7%, 2024. aastal 1,0% ja 2025. aastal 1,5% (joonis 9).** Võrreldes eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni ettevaatega on SKP kasvu väljavaadet korrigeeritud 2023. aastal 0,2 protsendipunkti, 2024. aastal 0,5 protsendipunkti ja 2025. aastal 0,1 protsendipunkti allapoole. See kajastab lühiajalise väljavaate märkimisväärset allapoole korrigeerimist halvenevate küsitlusandmete, rangemate rahastamistingimuste (sh negatiivsema laenupakkumise mõju) ja tugevama euro tõttu.

Majanduskasvu ohustavad langusriskid. Kasv võib olla aeglasem, kui rahapoliitika mõju on oodatust suurem või kui maailmamajandus nõrgeneb, näiteks kui Hiina majanduse seis muutub veel kehvemaks. Teisalt võib kasv olla prognoositust kiirem, kui tugev tööturg, kasvav reaaltulu ja vähenev ebakindlus annavad eraisikutele ja ettevõtetele kindlustunnet juurde ja panevad nad rohkem kulutama.

## Joonis 9.

### Euroala reaalne SKP (sh prognoosid)

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



Allikad: Eurostat ja EKP ekspertide 2023. aasta septembri makromajanduslik ettevaade euroala kohta.  
Märkus. Vertikaalne joon näitab ettevaateperioodi algust.

Eurostati kiirhinnangu kohaselt oli inflatsioon 2023. aasta augustis 5,3% ehk samal tasemel nagu juulis.<sup>11</sup> Augustis muutumatuna püsinud koguinflatsioonimäära taga peitusid kõigi peamiste alamkomponentide madalamad määrad, välja arvatud energiainflatsioon, mis oli vähem negatiivne kui eelmisel kuul. Inflatsiooni tõusuriskide hulka kuulub ka võimalik uus energia- ja toiduainehindade tõususurve. Kehvad ilmaolud ja süvenev kliimakriis üldiselt võivad toiduainehindu kergitada oodatust rohkem. Alusinflatsiooni näitajad langesid edasi, kuid jäid kõrgele tasemele, mis peegeldab muu hulgas suurt palgasurvet. Inflatsiooniootuste püsiv tõus tasemele, mis ületab meie sihttasest, või oodatust suurem palkade või kasumimarginaali kasv võib kiirendada ka inflatsiooni, sealhulgas keskpikas perspektiivis. EKP ekspertide 2023. aasta septembri makromajanduslikus ettevaates euroala kohta prognoositakse, et koguinflatsiooni langustrend jätkub ning see jääb 2023. aastal keskmiselt 5,6%, 2024. aastal 3,2% ja 2025. aastal 2,1% juurde.

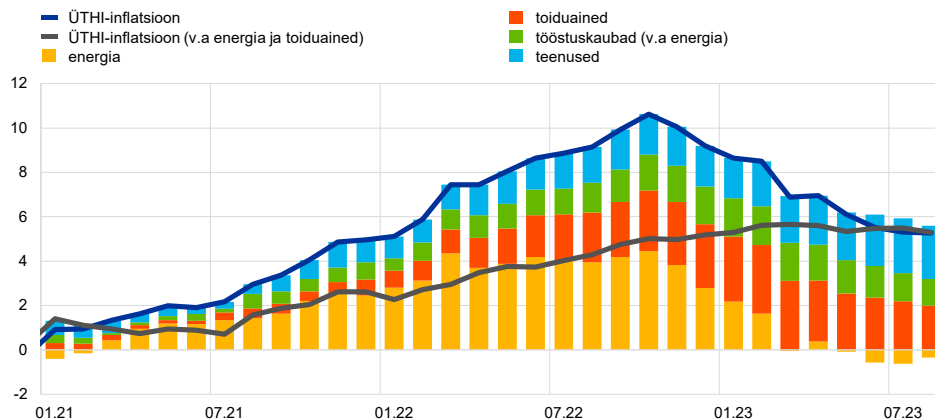
**Ühtlustatud tarbijahinnaindeksi (ÜTHI) inflatsioon püsis augustis muutumatuna, olles pärast 2022. aasta oktoobri haripunkti üheksa kuud järjest langenud (joonis 10).** Muutumatuks 5,3% juurde jäänud koguinflatsioonimäära põhjuseks oli asjaolu, et toiduainete, tööstuskaupade (v.a energia) ja teenuste madalamaid määrasid tasakaalustas vähem negatiivne energiainflatsioonimäär. Energiainflatsiooni kasv juulikuisele -6,1%-lt augustikuisele -3,3%-le kajastab tugevat kuist tõusu, mis on tingitud kõrgematest nafta- ja seega ka kütusehindadest. Toiduainete inflatsioon aeglustus veelgi, langes juulikuisele 10,8%-lt augustis 9,8%-le, mis tulenes nii töötlemata kui ka töödeldud toiduainete komponentide madalamatest inflatsioonimääradest. Töödeldud toiduainete inflatsioon jäi augustis siiski kahekohaliseks ehk 10,4% juurde, sest hindade tõususurve hiljutise leevenemise mõju ei ole veel jaehindades näha. ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) alanes mõlema peamise komponendi – tööstuskaupade (v.a energia) ja teenused – mõningase languse tõttu juulikuisele 5,5%-lt augustis 5,3%-le. Tööstuskaupade (v.a energia) hindade inflatsioon aeglustus juulikuisele 5,0%-lt augustis 4,8%-le, mis peegeldab tarneraskustest ja energiahindadest tuleneva varasema tõususurve leevenemist, aga ka väiksemat nõudlust. Teenuste inflatsioon oli suuresti püsivam, jäädes juunis 5,4%, juulis 5,6% ja augustis 5,5% juurde. Seda toetasid tõenäoliselt reisimise ja majutusega seotud komponendid ning suur palgakasv.

<sup>11</sup> Eurostati viimaste andmete kohaselt korrigeeriti augusti koguinflatsioonimäära pärast andmete esitamise kuupäeva allapoole ja see oli 5,2%.

## Joonis 10.

### Koguinflatsioon ja selle põhikomponendid

(aastamuutus protsentides; osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.  
Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta augustist (kiirhinnang).

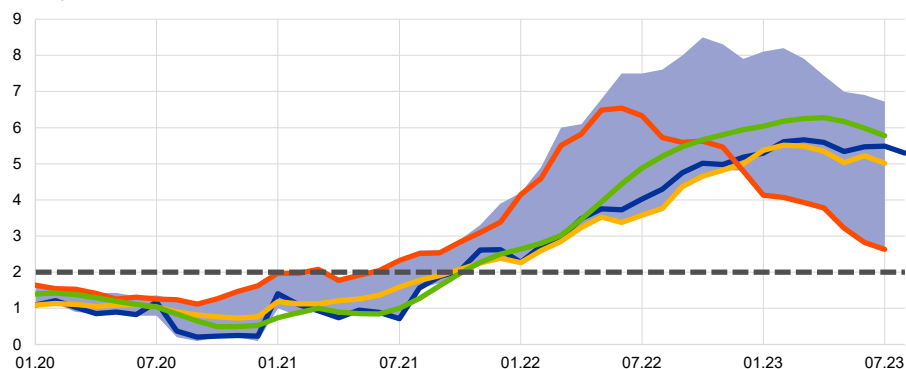
**Kuigi enamik alusinflatsiooni näitajaid jäid üldiselt kõrgele tasemele, langesid need jätkuvalt. See kajastab varasemate energiakulude ja tarneahelate šokkide hääbuvat mõju ning nõudluse ja pakkumise ebakõla (joonis 11).** ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) kohta on augustikuised andmed olemas, kuid teiste alusinflatsiooni näitajate viimased kättesaadavad andmed pärinevad juulist. Juulis vähenesid enamiku näitajate aastased kasvumäärad. Piiratud alusinflatsioon (Supercore), mis hõlmab majandustsükli suhtes tundlikke ÜTHI komponente, kahanes juunikuiselt 6,0%-lt juulis 5,8%-le, samal ajal kui mudelipõhise inflatsiooni ühise püsikomponendi (PCCI) näitaja alanes 2,8%-lt 2,6%-le. Kuigi näitajad enamasti kahanevad, ümbritseb alusinflatsiooni dünaamikat endiselt suur ebakindlus, nagu võib näha näitajate laia väärtusvahemiku ja kõrge taseme põhjal.

## Joonis 11.

### Alusinflatsiooni näitajad

(aastamuutus protsentides)

- näitajate väärtusvahemik
- ÜTHI (v.a energia ja toiduained)
- ÜTHI (v.a energia, toiduained, reisimisega seotud teenused ning rõivad ja jalanõud)
- inflatsiooni ühine püsikomponent
- piiratud alusinflatsioon



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 keskvaartus, inflatsiooni ühine püsikomponent ning kaalutud keskvaartus. Hall katkendjoon tähistab EKP keskpika perioodi 2% inflatsiooniaesmärki. ÜTHI (v.a energia ja toiduained) viimased andmed pärinevad 2023. aasta augustist (kiirhinnang) ja kõigi teiste komponentide omad 2023. aasta juulist.

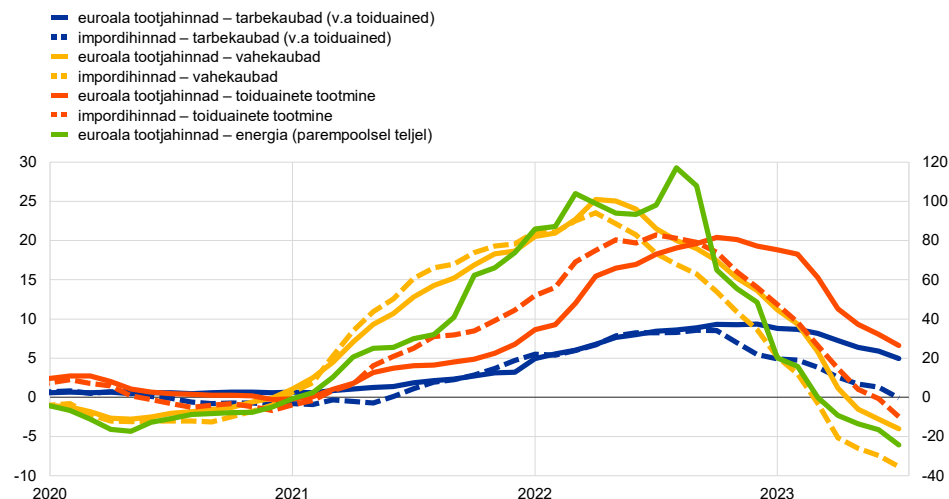
**Hindade tõususurve leevenemine jätkus sedamööda, kuidas varasemate hinnašokkide kumulatiivne mõju veelgi taandus (joonis 12).** Hinnakujundusahela varastes etappides jätkus juulis hinnasurve märkimisväärne vähenemine.

Vahekaupade euroala tootjahindade inflatsioon on olnud alates maist negatiivne ning aeglustus juunikuiselt  $-2,8\%$ -lt juulis  $-4,0\%$ -le. Nende samade kaupade impordihindade inflatsioon kahanes  $-8,9\%$ -le. Energia tootjahindade inflatsioon, mis on olnud aprillist saadik negatiivne, langes märkimisväärselt, jõudes juunikuiselt  $-16,5\%$ -lt juulis  $-24,3\%$ -le. See peegeldas varasemate energiahinnašokkide hääbuvat mõju. Hinnakujundusahela hilisemates etappides aeglustus tarbekaupade (v.a toiduained) euroala tootjahindade inflatsioon juulis  $5,0\%$ ni, mis kinnitas tarbekaupade kogunenud hinnatõususurve järkjärgulist leevenemist. Sama kehtib toiduainete tarbijahindade segmenti tõususurve puhul: toiduainete tootjahindade inflatsioon langes juulis veelgi, kuigi jäi  $6,6\%$  juures kõrgele tasemele. Nende kategooriate impordihindade aastane kasvumäär kahanes edasi, kuni muutus juulis negatiivseks. Euro vahetuskursi muutused viimastel kuudel mõjutavad jätkuvalt impordihindade dünaamika ulatust ja muutusi, kusjuures selle hiljutine tugevnemine on aidanud kaasa hinnatõususurve leevenemisele.

## Joonis 12.

### Hinnatõususe näitajad

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta juulist.

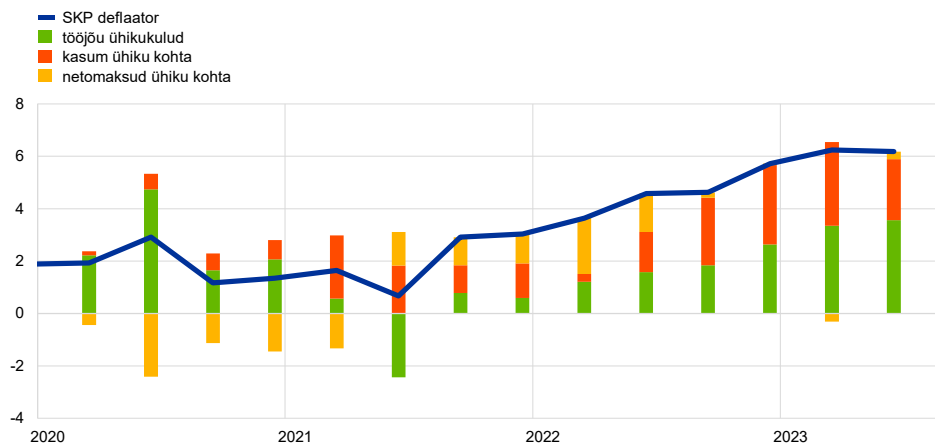
**Euroala kulusurve, mõõdetuna SKP deflaatori kasvuga, püsis 2023. aasta teises kvartalis muutumatuna, sest kasumi väiksem osakaal tasakaalustas tööjõukulude suurenevat osakaalu (joonis 13).** SKP deflaatori aastane

kasvumäär oli 2023. aasta teises kvartalis 6,2% ehk jäi võrreldes eelmise kvartaliga muutumatuks. Ühiku kohta arvestatava kasumi osakaal SKP deflaatoris langes eelmise kvartali 3,2 protsendipunktilt 2,3 protsendipunktile, tasakaalustades tööjõu ühikukulude (mis tõusid eelmise kvartali 3,3 protsendipunktilt 3,6 protsendipunktile) ja ühiku kohta arvestatavate maksude (ilma subsidiumiteta) suuremat osakaalu. Tööjõu ühikukulude kasv tulenes tööviljakuse negatiivsemast aastakasvust, samas kui töötaja kohta makstava hüvitise aastane kasv jäi samaks ehk 5,5% juurde. Ka kollektiivlepinguga määratud palgakasv oli suuresti muutumatu: 2023. aasta esimeses kvartalis 4,4% ja teises kvartalis 4,3%. Hiljuti lõppenud palgaläbirääkimistest saadud ettevaatavas teabes ei leidu veel selgeid märke selle kohta, et palgakasvus oleks oodata pöördepunkti.

### Joonis 13.

#### SKP deflaatori jaotus

(aastamuutus protsentides; osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta teisest kvartalist. Hüvitis töötaja kohta ja töövõljalikus mõjutavad mõlemad tööjõu ühikukulude muutusi.

#### Pikemaajaliste inflatsiooniootuste küsitluspõhised näitajad ning inflatsiooniootuste turupõhised näitajad, mida on kohandatud riskipreemiatega, jäid 2% ligi.

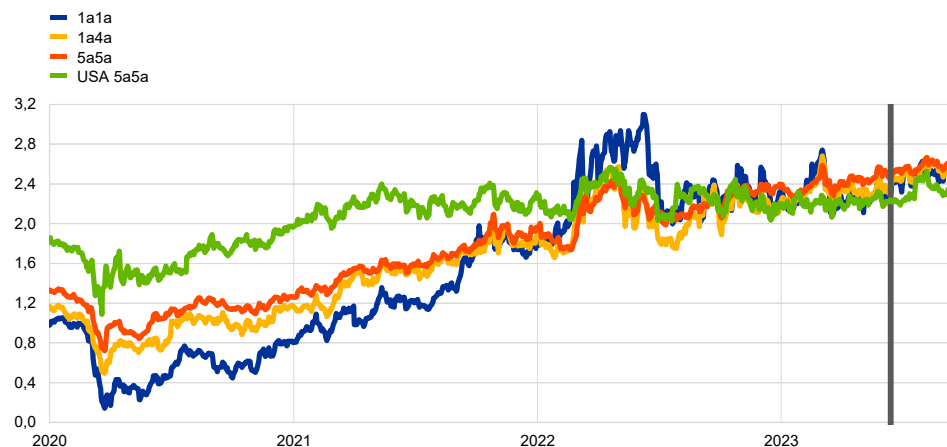
Nii EKP kutseliste prognoosijate 2023. aasta kolmanda kvartali küsitluse kohaselt kui ka EKP rahandusanalüütikute 2023. aasta septembri küsitluse järgi olid keskmised pikemaajalised ootused 2,0%.

Inflatsiooniootuste turupõhised näitajad (mis põhinevad ÜTHI-I (v.a tubakas)) kasvasid vaatlusperioodil kõikide tähtaegade puhul, sest kõrgemad energiahinnad ja püsiv alusinflatsioon sundisid turuosalisi oma inflatsiooniväljavaadet ülespoole korrigeerima (joonis 14). Neid tegureid tasakaalustas aga osaliselt euroala oodatust halvem majanduskasvu väljavaade vaatlusperioodi viimases osas. Inflatsiooniga seotud üheaastaste vahetustehingute intressimäär üheks aastaks kasvas kokkuvõttes 20 baaspunkti ehk 2,6%ni. Inflatsiooniga seotud viieaastaste vahetustehingute intressimäär viieks aastaks tõusis pikemas perspektiivis 15 baaspunkti võrra umbes 2,6%ni, mis jäi veidi alla augusti alguses saavutatud mitme aasta kõrgeima taseme. Olenemata sellest, et euroala pikemaajalised inflatsiooniga seotud vahetustehingute intressimäärad järgisid USA võlakirjaturupõhiste määradega sarnast tendentsi, jäid need ajalooliste standardite kohaselt kõrgele tasemele. Siiski tuleb märkida, et need inflatsiooniootuste turupõhised näitajad ei väljenda otseselt turuosaliste tegelikke inflatsiooniootusi, kuna need hõlmavad riskipreemiaid, et korvata inflatsiooniga seotud ebakindlust. Mudelipõhised hinnangud osutavad sellele, et inflatsiooni riskipreemiad moodustavad olulise osa turupõhiste inflatsiooniootuste tõusust lühemate tähtaegade puhul ning suurema osa nende tõusust pikemate tähtaegade puhul. EKP 2023. aasta juuli tarbijaootuste küsitluse kohaselt püsisid tarbijate järgmise aasta keskmised koguinflatsiooniootused muutumatult 3,4% tasemel, samal ajal kui kolme aasta ootused kasvasid 2,3%-lt 2,4%-le. Kuigi tarbijaootuste küsitlusel põhinevad inflatsiooniga seotud ebakindluse näitajad on oma kõrgeimalt tasemelt veidi langenud, jäävad need suhteliselt kõrgeks.

## Joonis 14.

### Inflatsiooniootuste turupõhised näitajad

(protsentides aasta kohta)



Allikad: Refinitiv, Bloomberg ja EKP arvutused.

Märkus. Joonisel on euroala inflatsiooniga seotud vahetustehingute intressimäärad eri ajaperioodide arvestuses ja Ameerika Ühendriikide viieaastaste forvardvõlakirjade põhine inflatsiooniootus viieks aastaks. Viimased andmed pärinevad 13. septembrist 2023.

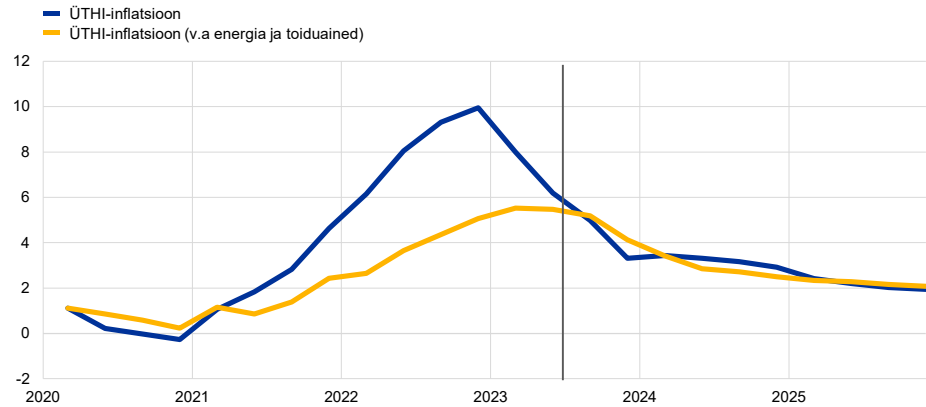
**EKP ekspertide 2023. aasta septembri makromajanduslikus ettevaates prognoositakse, et koguinflatsiooni langustrend jätkub ning see on 2023. aastal keskmiselt 5,6%, 2024. aastal 3,2% ja 2025. aastal 2,1% (joonis 15).**

Selline inflatsioonitempo aeglustumine seotud 2% eesmärgi suunas peegeldab varasemate energiašokkide ja muu hinnatõusurve hääbuvat mõju ja fakti, et pikemaajalised inflatsiooniootused püsivad muutumatuna. Esialgu mõjutab seda profiili ka energia- ja toiduainehindade inflatsiooniga seotud tugev negatiivne baasefekt. Palgakasv kahaneb eelduste kohaselt 2023. aasta keskpaigast järkjärgult edasi, kuid jääb ettevaateperioodil kõrgele tasemele ning sellest saab peamine ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) mõjutav tegur. Seda tükab tagant miinimumpalga ja inflatsiooniootuste kasv jäiga, ehkki jahtuva tööturu tingimustes. Kasumimarginaalid, mis kasvasid eelmisel aastal märgatavalt, peaksid pakkuma keskpika perioodi jooksul puhvrit tööjõukulude ülekandumisele lõpphindadesse. Lisaks peaks rangem rahapoliitika üha enam alusinflatsiooni pärssima. Võrreldes 2023. aasta juuni ettevaatega on 2023. ja 2024. aasta koguinflatsiooni ettevaadet 0,2 protsendipunkti võrra ülespoole korrigeeritud, mis peegeldab energiahindade kasvu. 2025. aastaks on koguinflatsiooni korrigeeritud 0,1 protsendipunkti võrra allapoole, kajastades euro kallinemise pärssivat mõju, rangemaid rahastamistingimusi ja halvemaid tsüklilisi tingimusi.

### Joonis 15.

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

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Eurostat ja EKP ekspertide 2023. aasta septembri makromajanduslik ettevaade euroala kohta.

Märkus. Vertikaalne joon tähistab ettevaateperioodi algust. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta teisest kvartalist ja ettevaade on 2025. aasta neljanda kvartali kohta. EKP ekspertide 2023. aasta septembri makromajanduslik ettevaade valmis augusti lõpus ning selles sisalduvate tehniliste eelduste aluseks olevate andmete esitamise tähtaeg oli 22. august 2023. ÜTHI-inflatsiooni ja ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) varasemad ja tegelikud andmed on esitatud kvartali kohta.

## 4 Finantsturu areng

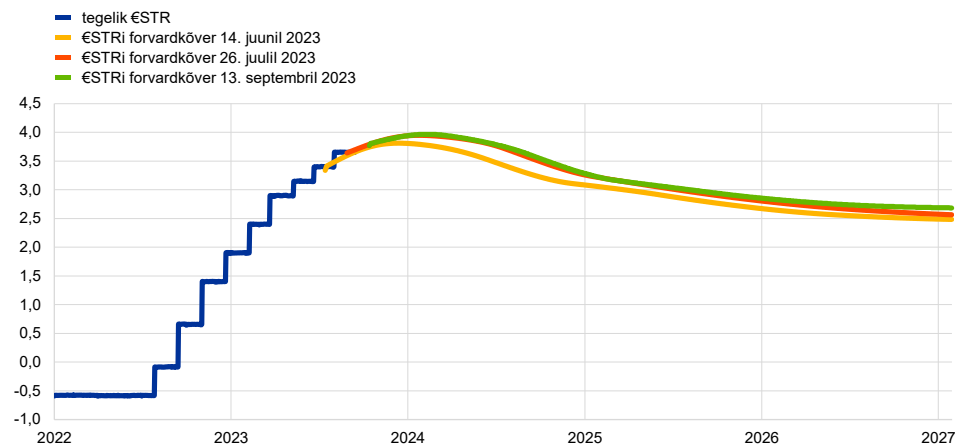
*Euroala finantsturg oli vaatlusperioodi (15. juuni – 13. september 2023) lõpuks muutunud vähe; sealjuures toimusid mõned perioodisisesed liikumised. Euroala lühiajalised intressimäärad tõusid, sest poliitika karmistamise ootused kindlustusid inflatsiooniväljavaatele avaldunud teatava tõususuurve tõttu. Neid baasintressimäära ootusi piirasid nõrgemad riigisisesed andmed reaalmajanduse kohta ja üleilmse majanduskasvu tempo mõningane aeglustumine. Selle tulemusena saavutas euro lühiajalise intressimäära (€STR) forvardkõver vaatlusperioodi lõpus 2024. aasta esimeses kvartalis umbes 4,0% juures tipptaseme, arvestades nii rahapoliitika edaspidise mõõduka karmistamisega. Euroala pikaajalised intressimäärad kerkisid koos inflatsiooniootuste turupõhiste näitajatega, kuid vähemal määral, kuna mure majanduskasvu pärast mõjutas riigivõlakirjade tulusust. Riigivõlakirjade tulususe vahed suutsid halbadele makromajanduslikele üllatustele üldjoontes vastu panna. Lisaks tasakaalustati sujuvalt mõju, mis oli tingitud teadaandest, et varaostukava raames tehtavad reinvesteeringud lõpetatakse alates 2023. aasta juulist. Mittefinantsettevõtete suure tootlusega võlakirjade tulususe vahed laienesid pisut kooskõlas tugeva mõjuga, mida majandustsükkel nendele emitentidele avaldab. Euroala laiapõhjalised aktsiaturuindeksid langesid, kuna kehvemad tuluväljavaated kahjustasid pankade aktsiahindade taastumisest hoolimata mittefinantsettevõtete turuväärtust (joonis 19). Valuutaturgudel kallines euro kaalutuna väliskaubanduse osatähtsusega.*

**Vaatlusperioodi lõpus oli €STRi forvardkõvera 2024. aasta esimese kvartali umbes 4,0% tipptase mõnevõrra kõrgemal kui vaatlusperioodi alguses ehk juuni keskpaigas (joonis 16).** Võrdlusintressimäärana kasutusele võetud €STR oli vaatlusperioodil keskmiselt 3,5% ja järgis kiiresti muutusi hoiustamise püsivõimaluse intressimääras, mida EKP nõukogu tõstis 15. juunil 2023 toimunud rahapoliitikaistungil 25 baaspunkti võrra (3,25%-lt 3,5%-le) ja 27. juulil toimunud istungil veel 25 baaspunkti võrra (3,5%-lt 3,75%-le). Ülelikviidsus vähenes 463 miljardi euro võrra 3681 miljardi euroni, mis kajastas peamiselt kolmanda seeria suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide (TLTRO-III) tagasimakseid. Lühiajaliste ja keskmise tähtajaga üleöintressimäära vahetustehingute forvardmäärad, mis põhinevad €STRil, kerkisid pärast juunikuist istungit, kuna turuosalised korrigeerisid oma baasmäära ootusi ülespoole. Seejärel tabas forvardmäärasid mõningane langus riigisese ja üleilmse makromajandusväljavaate halvenemise tõttu, kuid vaatlusperioodi lõpu poole hakkasid need taas kerkima, kuna poliitika karmistamise ootused kinnistusid veelgi. Nõukogu juulikuine otsus tõsta baasintressimäärasid ja kehtestada kohustuslikelt reservidelt makstavaks intressimääraks 0% ei avaldanud forvardmääradele märkimisväärset mõju. Vaatlusperioodi lõpus saabus €STRi forvardkõvera 2024. aasta esimese kvartali umbes 4,0% tipptase mõnevõrra hiljem, kui juuni keskpaigas kehtinud forvardmäärad osutasid. Forvardkõverast tuletatud baasintressimäära ootused on laias laastus kooskõlas küsitlustes esile toodud ootusega.

## Joonis 16.

### €STRi forvardmäärad

(protsentides aasta kohta)



Allikad: Thomson Reuters ja EKP arvutused.

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

### Euroala pikaajalised riskivabad intressimäärad tõusid pisut, mis kajastas USA sarnaste intressimäärade tõusu vaid osaliselt (joonis 17).

Euroala pikaajalised riskivabad intressimäärad tõusid mõõdukalt ja sealjuures kerkis euroala kümneaastase tähtajaga üleöintressimäära vahetustehingute intressimäär vaatlusperioodil 14 baaspunkti võrra umbes 3,0%ni. Euroala kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade SKPga kaalutud tulusus kerkis umbes sama palju ehk 3,3%ni. Pikaajalised intressimäärad liikusid tervel euroalal käsikäes inflatsiooniootuste turupõhiste näitajate arenguga, mis tõusid enamasti kõrgema inflatsiooniriski preemia tõttu (3. peatükk). Pikaajaliste riigivõlakirjade tulusus kasvas tänu soodsamale makromajandusväljavaatele USAs rohkem kui euroalal. Makromajandusväljavaadete lahknevus avaldas survet euroala pikaajalistele intressimääradele, eriti vaatlusperioodi viimasel poolel, kuna halvad makromajanduslikud üllatused panid varasema kasvu osaliselt ümber pöörduma. Riskivaba tulukõvera ümberpöördumine vaatlusperioodil pisut taandus, kuid see püsib rekordiliselt kõrgel tasemel.

## Joonis 17.

### Kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade tulusus ja €STRil põhinev kümneaastase tähtajaga üleöointressimäär vahetustehingute intressimäär

(protsentides aasta kohta)



Allikad: Refinitiv ja EKP arvutused.

Märkus. Hall vertikaaljoon tähistab vaatlusperioodi algust 15. juunil 2023. Viimased andmed pärinevad 13. septembrist 2023.

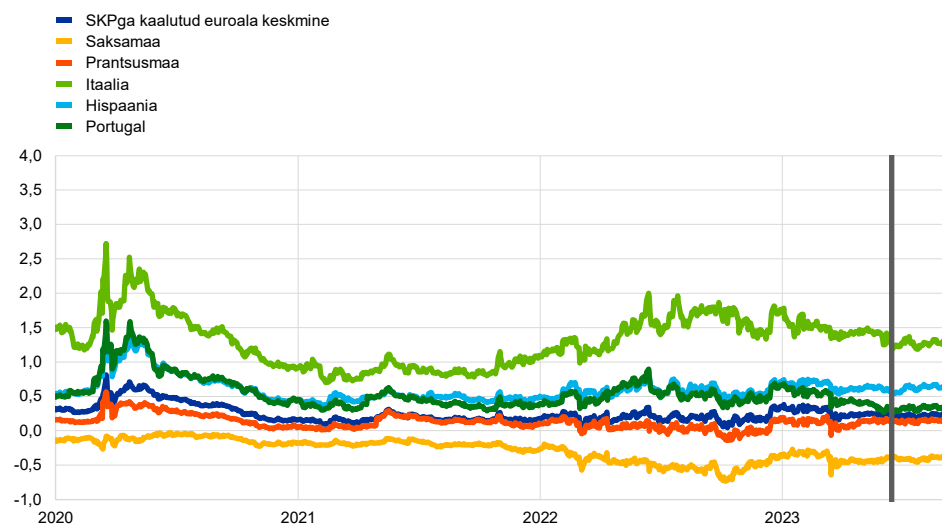
### Euroala riigivõlakirjade tulususe vahed suurenesid halvnevast makromajandusväljavaatest ja varaostukava raames tehtavate reinvesteeringute lõpetamisest hoolimata vaid tagasihoidlikult (joonis 18).

SKPga kaalutud euroala riigivõlakirjade tulususe ja €STRil põhineva üleöointressimäär vahetustehingu intressimäär vahe kasvas vaatlusperioodil kuue baaspunkti võrra tasemeni, mis on EKP rahapoliitika normaliseerimisele eelnenud tasemest vaid pisut kõrgemal. Eri riikide riigivõlakirjade tulususe vahed kasvasid ebaühtlaselt. Laienemine oli kõige suurem Itaalias ja Hispaanias, vastavalt 20 ja 15 baaspunkti. Riigivõlakirjaturud olid vastupidavad mitte ainult makromajandusväljavaate halvenemisele, vaid ka eurosüsteemi vähenenud kohalolule turul. Tulususe vahedele avalduva märkimisväärse tõusurve puudumine hoolimata sellest, et varaostukava raames tehtavad reinvesteeringud lõpetati alates juulist, ja likviidsustingimuste tavaline suvine madalseis osutavad, et erainvestorid tulevad eurosüsteemi võlakirjaostude lõpetamisega toime ilma suuremate raskusteta.

## Joonis 18.

Euroala kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade tulususe ja €STRil põhineva üleöointressimäära vahetustehingute intressimäära vahe

(protsendipunktides)



Allikad: Refinitiv ja EKP arvutused.

Märkus. Hall vertikaaljoon tähistab vaatlusperioodi algust 15. juunil 2023. Viimased andmed pärinevad 13. septembrist 2023.

### Mittefinantsettevõtete võlakirjade tulususe vahed suurenesid veidi sisemajanduse olukorra halvenemise tõttu.

Mittefinantsettevõtete emiteeritud võlakirjade intressimäärade vahe suurenes suure tootlusega segmendis viie baaspunkti võrra. Seevastu finantsettevõtete võlakirjade tulususe vahe vähenes. See lahknevus kajastab halvenenud majandusväljavaate mõju, mis on riskantsemate mittefinantsettevõtete puhul suurem, kuna finantsettevõtted saavad kõrgematest intressimääradest endiselt kasu. Mittefinantsettevõtete emiteeritud suure tulususega võlakirjade brutoemissioon püsis tagasihoidlikuna, samal ajal kui investeerimisjärgu mittefinantsettevõtted emiteerisid võlakirju samas tempos, mis varasematel aastatel, kajastades võlakirjade tulususe vahede arengut terve reitinguspektri ulatuses.

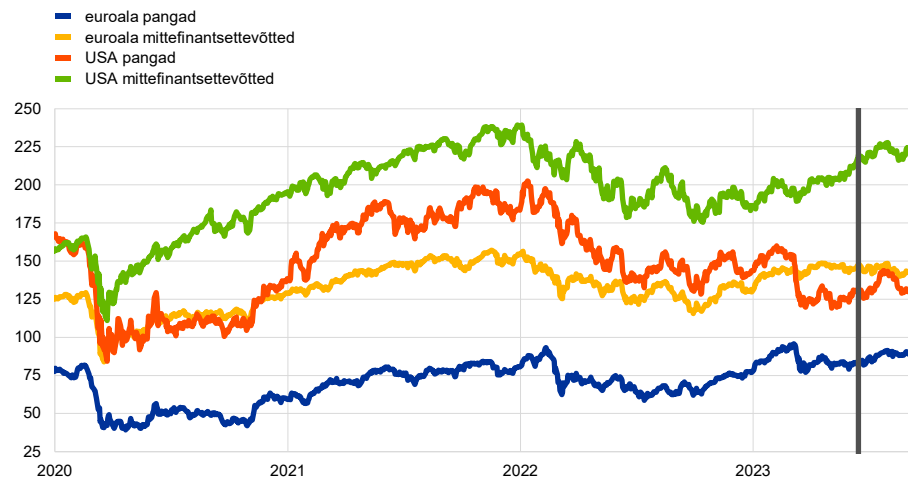
### Euroala aktsiahindu tabas vaatlusperioodil langus, kuna halvemad tuleväljavaated kahjustasid mittefinantsettevõtete turuväärtust (joonis 19).

Euroala laiapõhjalised aktsiaturuindeksid kukkusid vaatlusperioodil 2,9%, kuid USA omad kerkisid 1,1%. Euroala kehvemad tulemused kajastavad mittefinantsettevõtete aktsiahindade langust, mis on tingitud tuluga seotud halvadest üllatustest ja tuluoote allapoole korrigeerimisest. Mittefinantssektoris kukkusid aktsiahinnad kõige hoogsamini mitteesmatarbekaupade, tööstus- ja tehnoloogia-sektoris, mis oli suuresti tingitud riigisisese ja üleilmse makromajandusväljavaate halvenemisest. Seevastu euroala pankade aktsiahinnad kosusid 3,9% ja saavutasid USA omadega võrreldes paremaid tulemusi.

## Joonis 19.

### Euroala ja USA aktsiahindade indeksid

(indeks: 1. jaanuar 2016 = 100)



Allikad: Refinitiv ja EKP arvutused.

Märkus. Hall vertikaaljoon tähistab vaatlusperioodi algust 15. juunil 2023. Viimased andmed pärinevad 13. septembrist 2023.

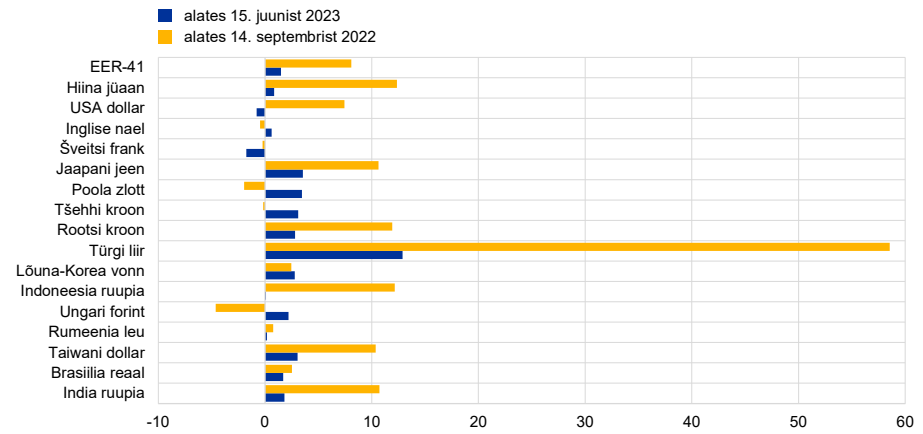
### Valuutaturgudel kallines euro kaalutuna väliskaubanduse osatähtsusega, kuigi see odavnes veidi USA dollari suhtes (joonis 20).

Euro nominaalne efektiivne vahetuskurss, mõõdetuna euroala 41 kõige olulisema kaubanduspartneri vääringu suhtes, tõusis vaatlusperioodil tagasihoidlikult (1,5%). Kui vaadata kahepoolsete vahetuskursside muutusi suuremate vääringute suhtes, siis odavnes euro pisut USA dollari suhtes (0,8%), kuna viimased majandusuudised on olnud USAs paremad kui euroalal. Seega põhines euro nominaalse efektiivse vahetuskursi tõus tugevnemisel enamiku teiste vääringute suhtes. Euro kallines ka Jaapani jeeni (3,5%) ja Hiina jüaani (0,8%) suhtes. Viimane oli tingitud Hiina ametiasutuste sekkumisest, et vöidelda oma vääringule avalduva langussurvega, mida põhjustas kasvuväljavaate halvenemine. Samuti kallines euro vaatlusperioodil Türgi liiri suhtes (12,9%), kuid stabiliseerus viimastel nädalatel Türgi keskpanga intressimäärade tõstmiste taustal.

## Joonis 20.

### Euro ja valitud vääringute vahetuskursi muutused

(muutus protsentides)



Allikas: EKP.

Märkus. EER-41 on nominaalne tegelik vahetuskurs, mis kehtib euroala 41 kõige olulisema kaubanduspartneri vääringu suhtes. Positiivne (negatiivne) muutus vastab euro kallinemisele (odavnemisele). Kõikide muudatuste arvutamiseks on kasutatud 13. septembril 2023 kehtinud vahetuskursse.

## 5 Rahastamistingimused ja laenupakkumise areng

*EKP rahapoliitika karmistamise ülekandumine laiematesse rahastamistingimustesse on olnud endiselt tugev. Pankade rahastamiskulud jätkasid suurenemist, kajastades hoiuste intressimäärade edasist tõusu ja ülelikviidsuse jätkuvat vähenemist. 2023. aasta juulis tõusid ka pankade laenuintressimäärad veelgi, jõudes ettevõtetele antavate laenude puhul kõrgeimale tasemele alates 2008. aastast ja kodumajapidamistele antavate laenude puhul alates 2012. aastast. Ajavahemikul 15. juunist kuni 13. septembrini 2023 suurenesid mittefinantsettevõtete jaoks turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulud, veel märgatavamalt aga omakapitali kaudu rahastamise kulud. Kõrgemate laenuintressimäärade, kulukavade kärpete ja rangemate laenutingimuste tõttu vähenenud laenuõudluse ning piisava jaotamata kasumi taustal oli ettevõtetele ja kodumajapidamistele antud pangalaenude maht juulis jätkuvalt väike. Laenumahu tagasihoidliku kasvu ja eurosüsteemi bilansi vähenemise tõttu saavutas rahaagregaatide aastane kahanemine juuliks ajaloo kiireima tempo.*

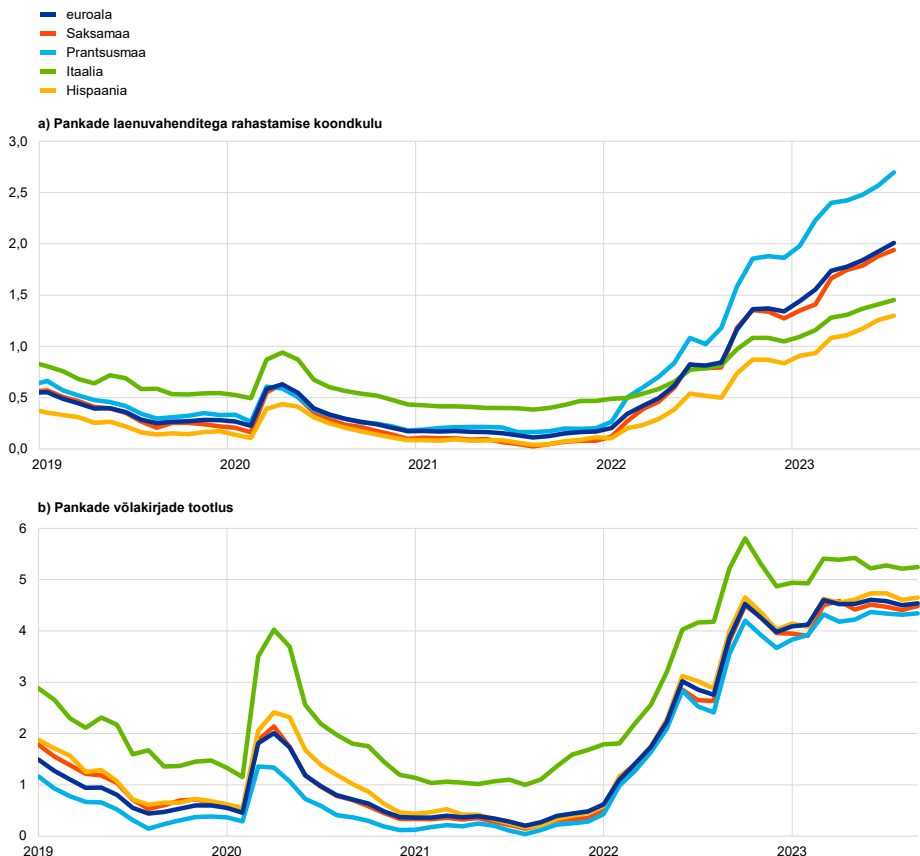
**Euroala pankade rahastamiskulud jätkasid kasvamist, kajastades hoiuseintressimäärade edasist tõusu.** Euroala pankade laenuvahenditega rahastamise koondkulu suurenes 2023. aasta juulis veelgi ja jõudis enam kui kümne aasta kõrgeimale tasemele (joonise 21 osa a). See areng kajastab peamiselt hoiuseintressimäärade tõusu, arvestades, et pangavõlakirjade tootlus jäi üldjoontes samaks ja arenes vastavalt riskivabade intressimäärade muutumisele pikemate tähtaegade puhul (joonise 21 osa b).<sup>12</sup> Hoiuseintressimäärad kasvasid stabiilselt edasi, kuid instrumentide ja sektorite vahel esines erinevusi (ettevõtete hoiuste intressimäärad olid kõrgemad kui kodumajapidamiste hoiuste omad). Hoiustajad on reageerinud tähtajaliste hoiuste intressimäärade ja üleõhoiuste intressimäärade vahe suurenemisele, paigutades oma raha üleõhoiustelt ümber tähtajalistele hoiustele ja asendades üleõhoiuseid muude instrumentidega, mis pakuvad suuremat intressitulu. EKP baasintressimäärade tõusu ülekandumine hoiuseintressimääradesse on olnud pankade arvestuses väga erinev. Sellega on omakorda kaasnenud hoiuste mahu ümberjaotumine pankade vahel. Hoiustajad on viinud hoiuseid väiksemat intressitulu pakuvatest pankadest üle pankadesse, kus hoiuseintressimäärad on kiiremini kasvanud. Suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide järkjärgulise lõpetamise ja üleõhoiuste vähenemise taustal on pangad alates 2022. aasta septembrist suurendanud hoiuseintressimääradeid ja EKP baasintressimääradeid kõrgemate intressimääradega võlakirjade emiteerimist. Suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide järkjärguline lõpetamine, mis jätkuvalt rohke likviidsuse keskkonnas aitas vähendada ka ülelikviidsust, on viinud selleni, et pangad on hakanud rohkem tuginema võlaväärtpaberitele ja rahaturuinstrumentidele ning aktiivsemalt hoiuste pärast konkureerima.

<sup>12</sup> Kui pankade koondrahastamiskulude arutamisel oleks arvesse võetud ka pankadevaheliste laenude kulude kasvu, oleks koondrahastamiskulude suurenemine alates intressimäärade tõstmise tsükli algusest veel järsem, ehkki algaks madalamalt tasemelt.

## Joonis 21.

### Pankade rahastamise koondintressimäärad euroala valitud riikides

(protsentides aasta kohta)



Allikad: EKP, S&P Dow Jones Indices LLC ja/või selle sidusettevõtjad ning EKP arvutused.

Märkus. Pankade rahastamise koondintressimäärad on hoiusepõhise rahastamise ja tagamata turupõhise laenuvahenditega rahastamise koondkulu 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 laenuvahenditega rahastamise koondkulu kohta 2023. aasta juulist ja pankade võlakirjade tootluse kohta 13. septembrist 2023.

### Halvenevale majanduskeskkonnale vaatamata on pankade bilansid olnud üldiselt tugevad.

Hoolimata suurematest väljamaksekohustustest (7. infokast) jätkasid pangad 2023. aasta esimestel kuudel oma kapitaliseerituse suurendamist ning viimane stressitest kinnitas, et ebasoodsa stsenaariumi korral suudavad euroala pangad finants- ja majandusšokkidega toime tulla. Hästi kapitaliseeritud pangandussüsteem on võtmetähtsusega tegur, tagamaks reaalmajandusele jätkusuutliku laenu andmise adekvaatsetel tingimustel. Kuigi pankade rahastamiskulud on kasvanud ja laenumaht on vähenenud, toetasid pankade kasumlikkust 2023. aasta alguses kõrgemad netointressimarginaalid. Samal ajal suurenesid pankade viivislaenu suhtarvud kehvamate majandusväljavaadete taustal väga vähe ja eraldiste moodustamise kulud olid endiselt piiratud.

### Laenuintressimäärad on kerkinud kiiremini kui eelmistes tõusutsüklites, peegeldades peamiselt EKP baasintressimäärade kiiremat tõstmist.

EKP baasintressimäärad on lühikese aja jooksul märgatavalt tõusnud: 2022. aasta juulist kuni 2023. aasta 13. septembrini kokku 425 baaspunkti võrra. EKP kõrgemad baasintressimäärad kanduvad üle pankade laenuitingimustesse –

laenuintressimäärad tõusevad ja laenuitingimused muutuvad palju rangemaks. Ettevõtetele antavate laenude puhul on laenuintressimäärade tõus olnud tuntavam kui kodumajapidamistele antavate laenude puhul, seda nii riikide (joonis 22) kui ka intressimäärade fikseerimise perioodide arvestuses. Mittefinantsettevõtetele antud uute laenude intressimäärad kerkisid juulis 4,93%ni, mis on kõrgeim tase alates 2008. aasta lõpust. 2023. aasta juunis oli see näitaja 4,78% ja 2022. aasta juunis, st enne, kui EKP hakkas oma baasintressimäärasid tõstma, 1,83%.

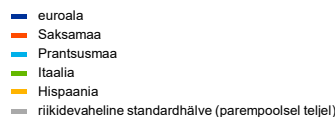
Laenuintressimäärade tõus oli laiaulatuslik, suurim aga laenude puhul, mille intressimäär fikseeritakse ühest aastast pikemaks perioodiks, kuid riikide vahel esines mõningaid erinevusi. Euroala ettevõtetele antud väikeste ja suurte laenude intressimäärade vahe suurenes juulis mõnevõrra (48 baaspunkti), kuid pikemas tagasivaates on see püsinud stabiilselt madalal tasemel ja on euroala riikide arvestuses veidi erinev. Juulis tõusid ka kodumajapidamistele antud uute eluasemelaenude intressimäärad, moodustades 3,75%, mis on kõrgeim tase alates 2012. aasta jaanuarist, kusjuures 2022. aasta juunis oli see näitaja 1,97% ja 2023. aasta juunis 3,70%. Juulikuine tõus oli tingitud fikseeritud intressimääraga hüpoteeklaenude ja eelkõige paindliku intressimääraga hüpoteeklaenude kõrgematest intressimääradest, kuid riikide vahel on mõningaid erinevusi.

2023. aasta juulis tehtud [tarbijaootuste küsitluse](#) tulemuste kohaselt eeldavad tarbijad, et järgmise 12 kuu jooksul stabiliseeruvad hüpoteeklaenude intressimäärad praegusega võrreldes mõnevõrra kõrgemal tasemel, mis võib peegeldada karmistamistsükli kaugele jõudnud faasi. Suur osa (netoosakaaluna) küsitlusele vastanutest pidas laenuitingimusi karmiks ja eeldas, et eluasemelaenude saamine muutub sama ajavahemiku jooksul raskemaks.

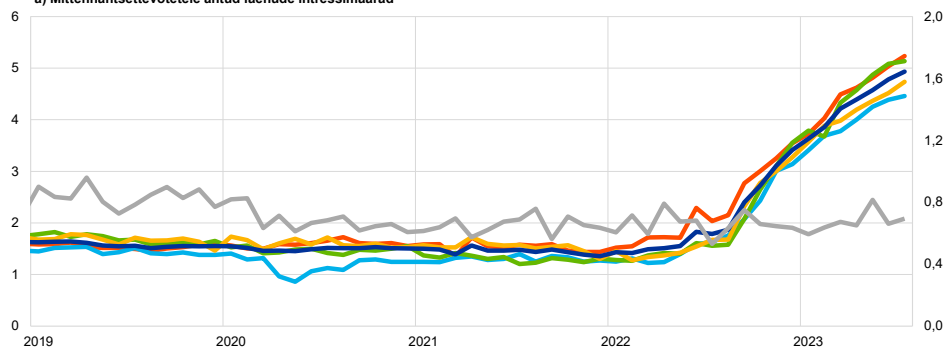
## Joonis 22.

### Mittefinantsettevõtetele ja kodumajapidamistele antud pangalaenude koondintressimäärad valitud riikides

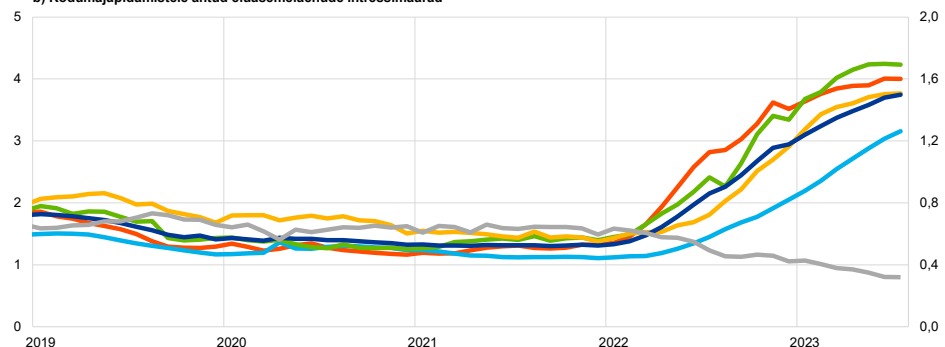
(protsentides aasta kohta, standardhälve)



a) Mittefinantsettevõtetele antud laenude intressimäärad



b) Kodumajapidamistele antud eluasemelaenude intressimäärad



Allikas: EKP.

Märkus. Mittefinantsettevõtete laenude koondintressimäärad on leitud lühi- ja pikaajaliste intressimäärade liitmisel, kasutades uute laenude mahu 24 kuu libisevat keskmist. Riikidevahelise standardhälbe leidmisel on lähtutud euroala 12 riigist koosnevast püsivalimist. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta juulist.

### Ajavahemikul 15. juunist kuni 13. septembrini 2023 suurenesid mittefinantsettevõtete jaoks turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulud, veel märgatavamalt aga omakapitali kaudu rahastamise kulud.

Mittefinantsettevõtete kogu rahastamiskulu – st pangalaenude, turupõhiste laenuvahenditega rahastamise ja omakapitali kaudu rahastamise koondkulu – oli 2023. aasta juuli seisuga 6,2% ehk eelmise kuuga võrreldes peaaegu muutumatu (joonis 23).<sup>13</sup> Põhjuseks oli asjaolu, et juuni lõpust kuni juuli lõpuni tasakaalustas nii lühi- kui ka pikaajaliste pangalaenude kulude kasvu omakapitali kaudu ja turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulude vähenemine. Selle tulemusel jäi rahastamise kogukulu juulis 2022. aasta septembri kõrge taseme lähedale, mida viimati täheldati 2011. aasta lõpus.<sup>14</sup> Vaatlusperioodi jooksul (st kuni 13. septembrini 2023) kasvas

<sup>13</sup> Kuna pangalaenude kulu andmete esitamisel esineb viivitusi, on mittefinantsettevõtete kogu rahastamiskulu andmed kättesaadavad ainult kuni 2023. aasta juulini.

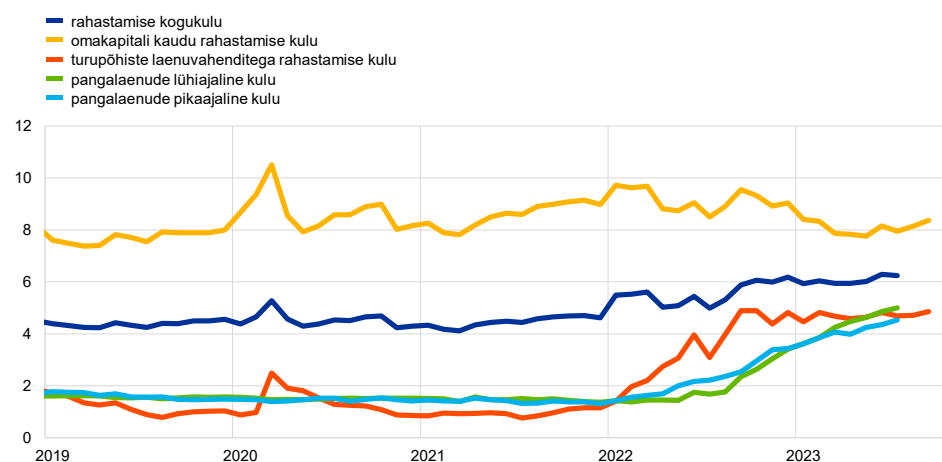
<sup>14</sup> Käesoleva majandusülevaate 5. infokastis käsitletakse rahastamiskulude mõju euroala ettevõtete investeringutele, mis tehakse loodusohutude riskide vähendamise või rangemate kliimanõuete järgimise heaks.

nii turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kui ka omakapitali kaudu rahastamise kulu. Turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulu suurenemine oli tingitud riskivabade intressimäärade tõusust ja mittefinantsettevõtete poolt suure tootlusega võlakirjade segmentis emiteeritud võlakirjade tootluse vahe mõningasest suurenemisest (4. peatükk). Riskivaba intressimäära (kümneaastase tähtajaga üleööintressimäära vahetustehingute intressimäär) tõus ja aktsiahinna riskipremia kasv põhjustasid omakapitali kaudu rahastamise kulu märgatava suurenemise vaatlusperioodil.

### Joonis 23.

#### 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 põhineb kuistel andmetel ning arvutatakse pangalaenude kulu (kuised keskmised andmed), turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulu ja omakapitali kaudu rahastamise kulu (kuu lõpu andmed) kaalutud keskmisena, võttes aluseks nende vastavad jäägid. Viimased andmed turupõhiste laenuvahenditega rahastamise ja omakapitali kaudu rahastamise kulu kohta pärinevad 13. septembrist 2023 (päevased andmed) ning rahastamise kogukulu ja pangalaenude kulu kohta 2023. aasta juulist (kuised andmed).

### Kõrgemate laenuintressimäärade, väiksema laenuõudluse ja rangemate laenuõuete tõttu oli ettevõtetele ja kodumajapidamistele antud pangalaenude maht juulis endiselt väike.

Mittefinantsettevõtetele antud laenude aastakasv aeglustus juunikuisest 3,0%ga võrreldes juulis 2,2%-le ning seda toetasid endiselt baasefektid (joonise 24 osa a). Aeglustumine on toimunud kõigis euroala suuremates riikides (ehkki riikide vahel esineb erinevusi) ja kajastab laenuõudluse märgatavat vähenemist, mis on osaliselt tingitud laenuintressimäärade tõusust ning sellega seotud kulukavade kärbetest, aga ka laenuitingimuste edasisest karmistumisest. Mittefinantsettevõtetele antavate laenude kuine voog on alates 2022. aasta novembrist olnud nullilähedane ja kodumajapidamistele antavate laenude kuine voog on alates 2023. aasta maist olnud negatiivne.

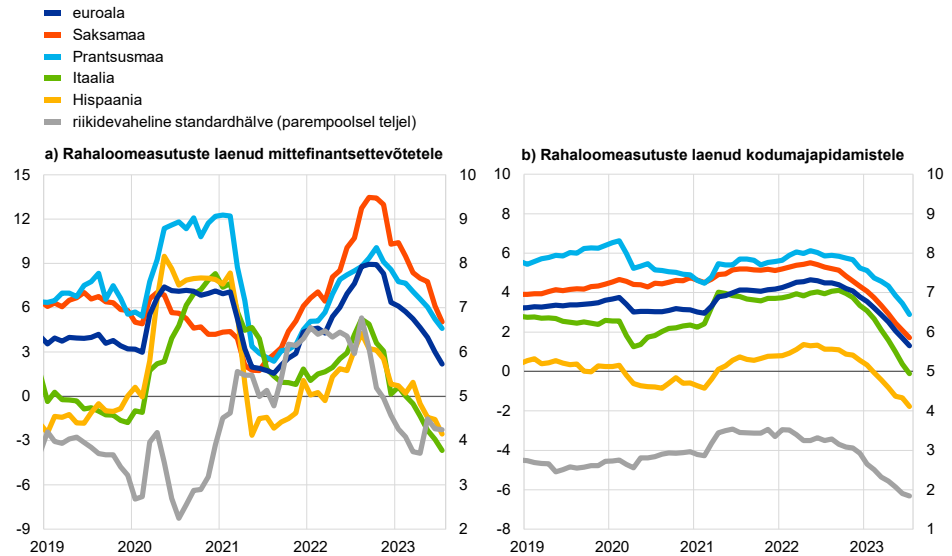
Kodumajapidamistele antud laenude aastakasv aeglustus juuni 1,7%-lt juulis 1,3%-le (joonise 24 osa b), kajastades eluasemeturu negatiivseid väljavaateid, pankade laenuitingimuste edasist karmistumist ja kõrgemaid laenuintressimäärasid. Langust mõjutasid kõik komponendid, st eluasemelaenud, tarbimislaenud ja laenud füüsilisest isikust ettevõtjatele (st juriidilise isiku staatusega väikeettevõtjatele). Kodumajapidamistele antud laenude kuine netovoog oli juba kolmandat kuud järjest

negatiivne, mistõttu ka lühiajaline kolme kuu aastapõhine kasvumäär on langenud ja moodustab nüüd  $-0,8\%$ , mis on madalaim tase alates euroala sünnist.

### Joonis 24.

#### Rahaloomeasutuste laenud euroala valitud riikides

(aastamuutus protsentides, standardhälve)



Allikas: EKP.

Märkus. Rahaloomeasutuste antud laene on kohandatud laenude müügi ja väärtpaperistamisega. Mittefinantsettevõtete puhul on laene kohandatud ka tingliku likviidsuse koondamisega. Riikidevahelise standardhälbe leidmisel on lähtutud euroala 12 riigist koosnevast püsivalimisest. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta juulist.

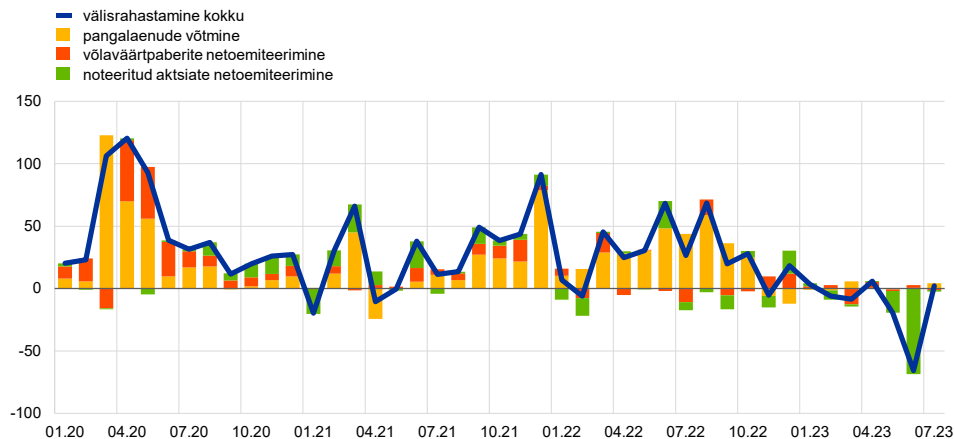
#### Euroala ettevõtete netovälisrahastamise kasv aeglustus 2023. aasta teises kvartalis veelgi ja juulis see peaaegu peatus, mis muu hulgas kajastab ettevõtete väiksemat rahastamisvajadust.

Netovälisrahastamise aastane kasvumäär langes 2023. aasta aprilli  $1,8\%$ -lt juulis  $0,3\%$ -le (joonis 25). Sel perioodil olid laenuvood nullilähedased, mis peegeldab ettevõtete väiksemat rahastamisvajadust majandusaktiivsuse nõrgenemise, piisava jaotamata kasumi, laenuintressimäärade jätkuva tõusu ja pankade laenuitingimuste karmistumise kontekstis. Ka võlaväärtpaperite netoemiteerimine jäi samale tasemele, kuna brutoemiteerimise ja lunastamissummade maht oli püsivalt sama suur. Börsil noteeritud aktsiate netoemiteerimine oli tagasihoidlik ning pöördus mais ja juunis negatiivseks, mis kajastas ühekordseid tegureid (nt üks rahvusvaheline ettevõtte ostis aktsiaid tagasi ja veel üks suurettevõtte riigistati). Aktsiate esmaemissioone ning ettevõtete ühinemisi ja ülevõtmisi on alates 2022. aastast olnud üldiselt vähe.

## Joonis 25.

### Euroala mittefinantsettevõtete netovälisrahastamisvood

(kuised vood miljardites eurodes)



Allikad: EKP, Eurostat, Dealogic ja EKP arvutused.

Märkus. Mittefinantsettevõtete netovälisrahastamine on pankade (rahaloomeasutuste) laenude, võlaväärtpaberite netoemiteerimise ja noteeritud aktsiate netoemiteerimise summa. Rahaloomeasutuste väljastatud laene on kohandatud laenu müügi, väärtpaperistamise ja likviidsuse koondamisega. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta juulist.

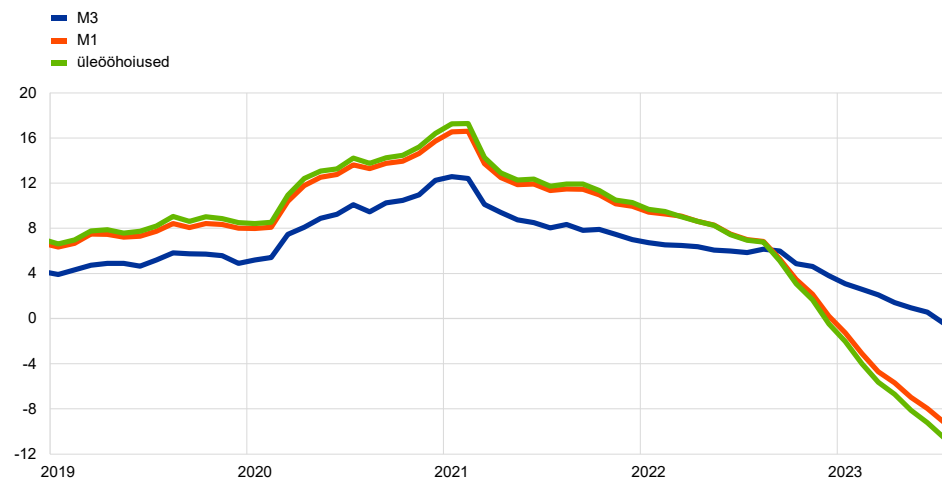
### Üleõhoiuste maht vähenes juulis veelgi, kuna vahendeid paigutati ümber suuremat tulu pakkuvatesse instrumentidesse.

Kui juunis langes aastakasv 9,2%, siis juulis vähenes üleõhoiuste kasvumäär veelgi, mistõttu aastane kasvumäär kahanes –10,5%ni, mis on suurim langus alates majandus- ja rahaliidu (EMU) loomisest 1999. aastal (joonis 26). Samal ajal kui intressimäärad tõusevad, on tähtjaliste ja üleõhoiuste intressimäärade vahe pidevalt kasvanud, mis suurendab likviidsete varade hoidmise alternatiivkulu ja soodustab jätkuvat vahendite ümberpaigutamist üleõhoiustelt tähtjalistele hoiustele. See kajastab asjaolu, et üleõhoiuste intressimäärad on baasintressimäärade muutustega kohandunud aeglasemalt kui tähtjaliste hoiuste intressimäärad. Intressimäärade suur vahe on kodumajapidamiste ja ettevõtete jaoks tugev ajend asendada oma üleõhoiused ja lõpetatavad hoiused tähtjaliste hoiustega. Erakordselt suur ümberpaigutatav maht on seletatav sellega, et EKP karmistab oma poliitikat kiiremini kui varasemates karmistamistsüklites.

## Joonis 26.

### M3, M1 ja üleõhoiused

(aastakasvumäär, kohandatud sesoonse ja kalendrilise mõjuga)



Allikas: EKP.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta juulist.

### Laenumahu tagasihoidliku kasvu ja eurosüsteemi bilansi vähenemise tõttu saavutas rahaagregaatide aastane kahanemine 2023. aasta juuliks ajaloo kiireima tempo.

Pärast juunikuist 8%list langust kahanes euroala kitsa rahapakkumise (M1) kasv juulis veel 9,2%. See on kaugelt suurim langus kitsa rahapakkumise ajaloos. Euroala laia rahapakkumise (M3) aastakasv pöördus alates 2010. aasta veebruarist esimest korda negatiivseks, langedes juunikuist 0,6%-lt juulis -0,4%-le (joonis 26), mis on madalaim tase alates majandus- ja rahaliidu loomisest. M3 aastase kasvutempo märgatav langus tulenes suurest igakuisest väljavoolust ja baasefektidest. Püsiv igakuine väljavool peegeldas mitut tegurit. Esiteks on kodumajapidamistele ja ettevõtetele laenamise osatähtsus rahapoliitika arengus viimastel kuudel langenud nullini. Teiseks on eurosüsteemi varade portfelli vähenenud, kuna 2023. aasta juulis lõpetati varaostukava raames soetatud ja aegumistähtajani jõudnud väärtpaberitelt laekuvate põhiosa tagasimaksete reinvesteering, ja see vähendab likviidsust finantssüsteemis. M3 negatiivses kasvus on oma osa ka asjaolul, et pankade rahastamisel on pikaajalised võlakirjad asendunud hoiustega. Raha sissevool mujalt maailmast on aga seni mõningal määral pehmenanud teiste komponentide negatiivset mõju. See sissevool peegeldab välisinvestorite eelistust euroala väärtpaberite suhtes, mis on tingitud nende suhteliselt atraktiivsest tootlusest ja praegusest stabiilsest usalduse tasemest. Ilma välisinvestorite impulsita oleks euroala rahapakkumise dünaamika libisenud veel kaugemale miinuspoolele.

## 6 Eelarve areng

*EKP ekspertide 2023. aasta septembri makromajandusliku ettevaate kohaselt paraneb euroala valitsemissektori eelarvepositsioon 2023. ja 2024. aastal mõõdukalt, kuid halveneb veidi 2025. aastal. Euroala eelarvepoliitika on 2023. aastal eelduste kohaselt üldjoontes neutraalne, 2024. aastal märkimisväärselt piiravam ja 2025. aastal taas üldjoontes neutraalne. Vaadeldes ettevaateperioodi tervikuna, võib prognoosida eelarvepoliitika mõningast karmistumist. Euroala valitsemissektori võla suhe SKPsse peaks prognoosi kohaselt vähenema 2022. aasta 91%-lt 2025. aastaks ligikaudu 88%-le, kuid jääma pandeemiaeelsest tasemest siiski tunduvalt kõrgemale. Energiašoki taandudes peaksid valitsused sellega seotud toetusmeetmed kiiresti ja kooskõlastatud viisil lõpetama, et vältida keskmise aja inflatsioonisurve suurendamist, mis nõuaks veelgi jõulisemat rahapoliitilist reageerimist. Eelarvepoliitika peaks olema suunatud sellele, et muuta euroala majandus tootlikumaks ja järk-järgult alandada valitsemissektori kõrget võlataset. Oma 5. juulil 2023 avaldatud arvamuses kutsus EKP Euroopa Liidu (EL) seadusandjaid üles jõudma ELi majanduse juhtimise raamistiku reformi suhtes kokkuleppele nii kiiresti kui võimalik ja hiljemalt 2023. aasta lõpuks.*

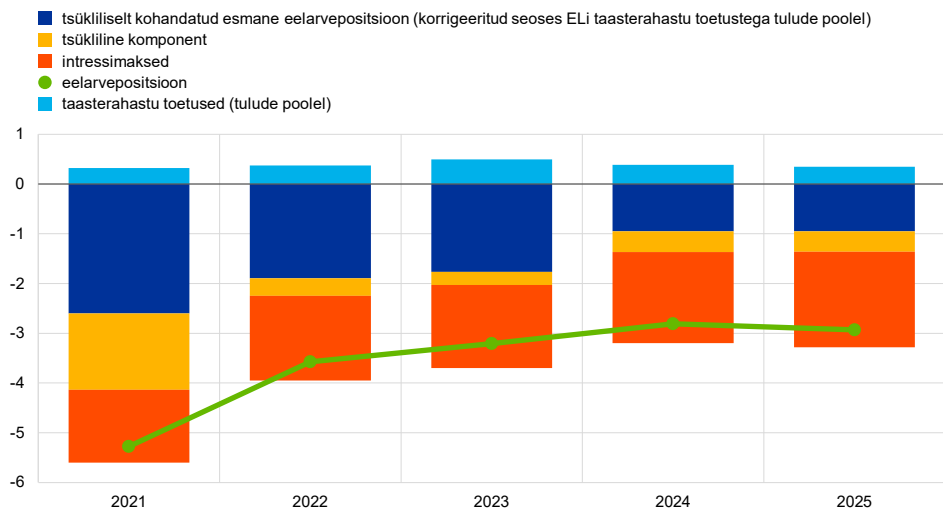
**EKP ekspertide 2023. aasta septembri makromajandusliku ettevaate kohaselt paraneb euroala valitsemissektori eelarvepositsioon 2023. ja 2024. aastal mõõdukalt, kuid halveneb veidi 2025. aastal.**<sup>15</sup> Nimelt prognoositakse, et euroala eelarvepuudujääk väheneb 2023. aastal 3,2%ni SKPst ja 2024. aastal 2,8%ni SKPst, kuid kasvab 2025. aastal 2,9%ni SKPst (joonis 27). Ettevaateperioodi esimeses osas on langus tingitud eeldatavalt väiksemast tsükliliselt kohandatud esmasest eelarvepuudujäägist, samas kui tsükliline komponent peaks jääma üldjoontes samaks. Intressimaksud peaksid ettevaateperioodil mõnevõrra kasvama. Tsükliliselt kohandatud esmase eelarvepuudujäägi vähenemine on suurel määral tingitud sellest, et väheneb valitsuste poolt energiašoki ja kiire inflatsiooni tõttu rakendatud eelarveliste toetusmeetmete maht. Euroala tasandil moodustavad need meetmed praeguse hinnangu kohaselt 2023. aastal 1,4% SKPst ning vähenevad 2024. aastal 0,4%ni SKPst ja 2025. aastal ligikaudu 0,2%ni SKPst.

<sup>15</sup> Vt EKP ekspertide 2023. aasta septembri makromajanduslik ettevaade euroala kohta, avaldatud EKP veebisaidil 14. septembril 2023.

## Joonis 27.

### Eelarvepositsioon ja selle komponendid

(protsendina SKPst)



Allikad: EKP arvutused ja EKP ekspertide makromajanduslik ettevaade euroala kohta, september 2023.

Märkus. Taasterahastu tähendab Euroopa Liidu taasterahastut „Next Generation EU“. Tegu on kõigi 20 euroala riigi (sh Horvaatia) valitsemissektori koondandmetega.

### Euroala eelarvepoliitika on 2023. aastal eelduste kohaselt üldjoontes

### neutraalne, 2024. aastal oluliselt piiravam ja 2025. aastal taas üldjoontes

**neutraalne.**<sup>16</sup> Eelarveliste toetusmeetmete aastamuutus, mida on korrigeeritud taasterahastu „Next Generation EU“ programmi raames riikidele antavate toetustega, osutab, et prognoosiperioodi jooksul toimub euroalal eelarvepoliitika kumulatiivne karmistumine. Karmistumine toimub eeldatavasti peamiselt 2024. aastal, mil tõenäoliselt lõpetatakse järk-järgult ligikaudu 75% eelarvelistest toetusmeetmetest, mis euroala valitsused energia ja inflatsiooniga seoses kehtestasid. 2025. aastal on eelarvepoliitika eelduste kohaselt neutraalne, kuna energiametmete edasist vähendamist tasakaalustavad osaliselt taasterahastu programmi toel tehtavad suuremad investeeringud ja kaitsekulutused. Samal ajal ei ole eelarvepoliitika kumulatiivne karmistumine ettevaateperioodi jooksul tingitud keskmistest riiklikest palkadest ja pensionidest, mis prognooside kohaselt kasvavad 2024. ja 2025. aastal inflatsioonist kiiremini, samal ajal kui nendega seotud kulutuste üldine kasv on nominaalse potentsiaalse kasvumäära tasemel või ületab seda.

### Euroala valitsemissektori võla suhe SKPsse jääb prognooside kohaselt üle pandemiaeelse taseme, väheneb 2023. aastal 89%ni SKPst ning üldjoontes stabiliseerub 2024. ja 2025. aastal.

2020. aastal suurenes valitsemissektori võla suhe SKPsse ligikaudu 13 protsendipunkti võrra, umbes 97%ni, 2023. aastal peaks see vähenema ligikaudu 89%ni SKPst ning 2024. ja 2025. aastal veel õige pisut

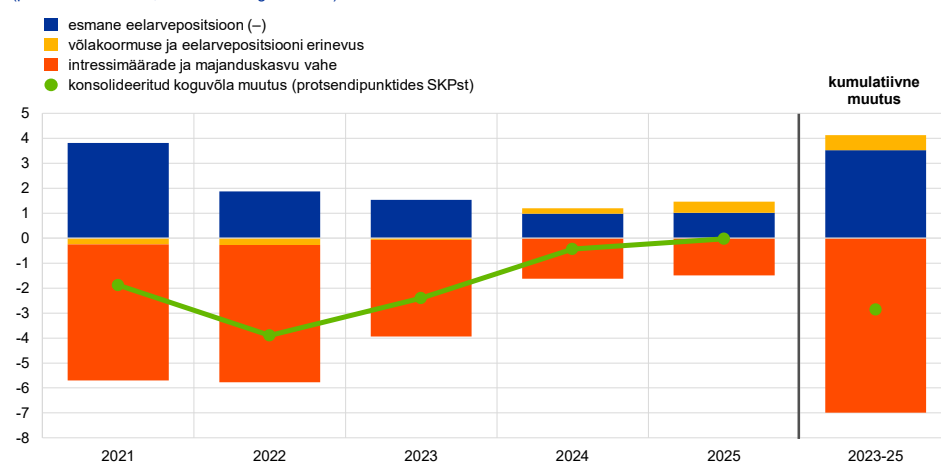
<sup>16</sup> Eelarvepoliitika kursis näitab, millises suunas ja mahus mõjutavad eelarvepoliitilised meetmed majandust, kui jätta kõrvale riigi rahanduse automaatne reaktsioon majandusüklile. Seda hinnatakse siin muutusena tsükliliselt kohandatud esmase eelarvepositsiooni suhtarvuse, millest on maha arvatud valitsuse toetus finantssektorile. Kuna taasterahastu „Next Generation EU“ kaudu ELi eelarvest antavate vahenditega seotud suurematel eelarvetuludel puudub nõudlust piirav mõju, korrigeeritakse tsükliliselt kohandatud esmast eelarvepositsiooni nõnda, et need tulud jäetakse välja. Täpsema ülevaate saamiseks euroala eelarvepoliitika kursist vt EKP majandusülevaate 4/2016 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „The euro area fiscal stance“.

kahanema. Kahe viimati nimetatud aasta puhul peegeldab prognoos ka ootusi, et negatiivsed vahed intressimäärade ja SKP nominaalkasvu vahel peaksid aastatel 2021–2023 täheldatutega võrreldes märkimisväärselt vähenema (joonis 28). Lisaks peaksid nii esmane eelarvepuudujääk kui ka võlakoormuse ja eelarvepositsiooni positiivne erinevus avaldama võlatasemele tõusurvet. Seetõttu eeldatakse, et vaatamata enam kui kolmeprotsendipunktilisele vähenemisele aastatel 2023–2025 jääb euroala valitsemissektori võla suhe SKPsse ettevaateperioodi lõpus peaaegu viie protsendipunkti võrra kõrgemaks kui enne pandeemiat.

### Joonis 28.

#### Euroala valitsemissektori võla muutuse põhjused

(protsentides SKPst, kui ei ole märgitud teisiti)



Allikad: EKP arvutused ja EKP ekspertide makromajanduslik ettevaade euroala kohta, september 2023. Märkus. Tegem on kõigi 20 euroala riigi (sh Horvaatia) valitsemissektori koondandmetega.

#### Võrreldes eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajandusliku ettevaatega jääb euroala eelarvepositsioon 2023. aasta puhul samaks, kuid nii 2024. kui ka 2025. aastal paraneb see varem eeldatust mõnevõrra vähem.

2024. ja 2025. aasta puhul allapoole korrigeerimise peamine põhjus on esmase eelarvepositsiooni eeldatavad muutused, mis tulenevad algselt prognoosituga võrreldes suurematest esmastest kulutustest, sealhulgas majandusaktiivsuse eeldatava nõrgenemise tõttu kasvavatest kulutustest töötushüvitistele. Tsükliliselt korrigeerituna on kogu ettevaateperioodi arvestuses tehtavad korrektsioonid eeldatavasti ebaolulise suurusega.

#### Energiašoki taandudes peaksid valitsused sellega seotud toetusmeetmed kiiresti ja kooskõlastatud viisil lõpetama.

Nii välditakse keskpikas perspektiivis inflatsioonisurve suurenemist, mis nõuaks veelgi jõulisemat rahapoliitilist reageerimist. Eelarvepoliitika peaks olema suunatud sellele, et muuta euroala majandus tootlikumaks ja järk-järgult alandada valitsemissektori kõrget võlataset. Seda on kõige parem saavutada ELi majandus- ja eelarvepoliitika koordineerimise ja järelevalve tugeva raamistiku abil. Nagu EKP märkis oma 5. juulil 2023 avaldatud arvamuses, tervitab EKP komisjoni ettepanekuid ELi majanduse juhtimise raamistiku reformi kohta ning esitab mõned konkreetset tehnilised tähelepanekud ja soovitusel, et uut raamistikku veelgi tõhustada ning tagada selle läbipaistvus ja prognoositavus. Eelkõige kutsus EKP ELi seadusandjaid üles jõudma majanduse

juhtimise raamistiku reformi suhtes kokkuleppele nii kiiresti kui võimalik ja hiljemalt 2023. aasta lõpuks. Kuna ELi stabiilsuse ja kasvu paktis sisalduv üldine vabastusklausel on selleks ajaks kehtivuse kaotanud, on see kokkulepe ülioluline selleks, et kinnistada ootused võla jätkusuutlikkuse ning kestliku ja kaasava majanduskasvu suhtes. Kui ei suudeta kiiresti kokku leppida ja rakendada usaldusväärset, läbipaistvat ja prognoositavat eelarveraamistikku, võib see tekitada ebakindlust ja põhjendamatult edasi lükata vajalikke eelarvekohandusi ning pärssida reforme ja investeringuid.

# Infokastid

## 1 El Niño ja üleilmsete toidutoormehindade riskid

Koostanud Jakob Feveile Adolfsen ja Marie-Sophie Lappe

**On peaaegu kindel, et 2023. aasta lõpus tekib El Niñoks nimetatav ilmastikunähtus, ja see ohustab üleilmseid toidutoormehindu.** Juunis teatas USA riiklik ookeani ja atmosfääri administratsioon (NOAA), et El Niñoks vajalikud tingimused on täidetud ja tõenäoliselt tekib see ilmastikunähtus käesoleva aasta lõpus. El Niño loetakse toimunuks, kui ookeani pinnavee kolme kuu libisev keskmine temperatuur Vaikse ookeani ida- ja keskosa troopilises piirkonnas on viie järjestikuse ja kattuva kolmekuulise perioodi vältel püsinud 0,5 °C kõrgemal 30 aasta keskmisest temperatuurist.<sup>17</sup> Värskeima ilmaprognoosi kohaselt saabub El Niño 2023. aasta neljandas kvartalis 99% tõenäosusega ja 66% tõenäosusega on seekordne episood tugev, kuna temperatuurihälve ületab vähemalt 1,0 °C võrra El Niño nähtust määratleva 0,5kraadise läve (joonis A).<sup>18</sup> Selleaastane El Niño on möödunud kolme aastaga võrreldes kannapööre – siis domineeris El Niño külmem vastasfaas La Niña.<sup>19</sup> El Niño jätab ilmselt jälje toiduainete pakkumisele ja hindadele nii ekvatoriaalpiirkonnas kui ka mujal, sest see mõjutab ilma kogu maailmas. Selles infokastis käsitletakse El Niño tõenäolist mõju üleilmsele toidutoormeale ning uuritakse, millised riskid ähvardavad toidutoormehindu juhul, kui nähtus peaks osutama tugevaks. Ehkki siin keskendutakse esmajoonelise tugeva El Niño tagajärgedele, mis võivad võimendada toidutoormehindadele järgmisel aastal avalduvat mõju, osutavad uuringud sellele, et igasugused El Niño tingimused avaldavad üleilmsele toidutoormeale mõju hoolimata sellest, kui tugevad nad täpselt on.<sup>20</sup>

<sup>17</sup> NOAA määratluse järgi on El Niño Vaikse ookeani ekvatoriaalosa sooja ja külma faasi vaheldumise (nimetatakse ka El Niño lõunaostsillatsiooniks) soe faas. Ostsillatsiooni neutraalses faasis suruvad passaattuuled (ekvaatori lähistel alaliselt idast läände puhuvad tuuled) sooja vett Lõuna-Ameerikast Aiasse, kus see lihtsamini aurustub. Selle tulemusena tekib tõusuhoovus, mis tähendab, et külm vesi liigub ookeanisügavusest pinnale ja asendab sealse sooja vee. El Niño ajal passaattuuled rauguvad ja soe vesi surutakse tagasi Lõuna-Ameerika poole, mistõttu tõusuhoovus nõrgeneb või peatub sootuks.

<sup>18</sup> Ajalooliselt on alates 1950. aastast aset leidnud 23st El Niño episoodist kaheksa osutunud võimsaks.

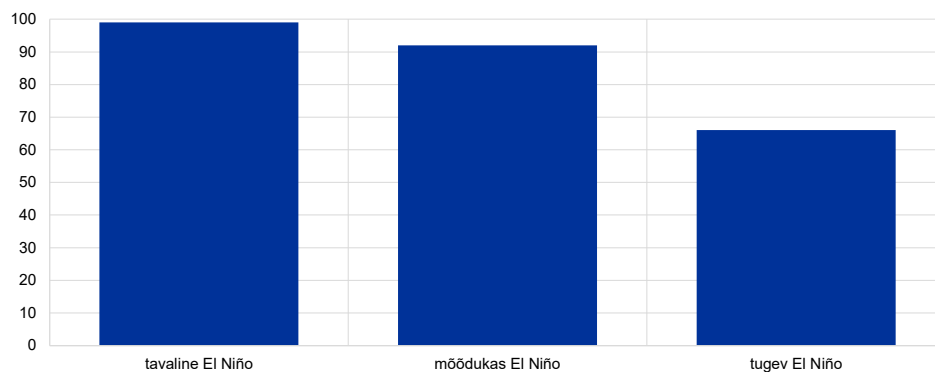
<sup>19</sup> La Niñat saab määratleda peaaegu samamoodi kui El Niñot, kuid ookeani pinnavee temperatuurid valitseb siis vastupidine anomaalia. La Niña põhjustavad tavapärasest tugevamad passaattuuled, mis tõusuhoovust võimendavad.

<sup>20</sup> Selles infokastis keskendutakse rahvusvahelistele toidutoormehindadele, mitte euroala toiduainete tarbijahindadele. Mõju viimastele peaks olema väiksem. Peersman (2022) näitab, et muutused rahvusvahelistes toidutoormehindades selgitavad peaaegu 30% euroala keskpika aja inflatsiooni volatiilsusest. Vt G. Peersman „International Food Commodity Prices and Missing (Dis)Inflation in the Euro Area“, The Review of Economics and Statistics, kd 104, nr 1, 2022, lk 85–100. Euroopa Liidu ühise põllumajanduspoliitika raames kohalikele tootjatele antavad toetused leevendavad osaliselt rahvusvaheliste toidutoormehindade muutuste mõju euroala toiduainete tarbijahindadele. Vt näiteks G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez ja L. Onorante „Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-linearities and the Role of the Common Agricultural Policy“, International Journal of Central Banking, kd 8, nr 1, 2012, lk 179–217.

## Joonis A.

### El Niño esinemise tõenäosus 2023. aasta IV kvartalis

(protsentides)



Allikas: USA NOAA.

Märkus. NOAA järgi on El Niño tavaline, kui ookeani pinnavee temperatuur kerkib vähemalt 0,5 °C üle pikaajase keskmise. Mõõdukaks loetakse El Niñot, mille korral tõuseb temperatuur vähemalt 1,0 °C, ja tugevaks, kui tõus on vähemalt 1,5 °C üle pikaajase keskmise. Viimased andmed pärinevad 10. augustist 2023.

### El Niñost tingitud keerulised ilmastikuolud mõjutavad tõenäoliselt

**toidukultuuride saaki kõikjal maailmas, eelkõige aga ekvaatori lähedal.** El Niñot

seostatakse äärmuslike ilmastikusündmuste suurema sagedusega. Niisugused ilmastikusündmused erinevad paljuski olenevalt piirkonnast, kus need esinevad. Näiteks Lõuna-Ameerikas ja USA lõunaosariikides põhjustab El Niño tavaliselt kuimalaineid koos tugevate vihmasadudega, USA põhjaosariikides aga põuda. Mitmesugused kliimamuustrid tähendavad, et El Niño mõju saagile on erinev – see oleneb põllukultuurist ja kasvuperioodist ning asjaomasest piirkonnast. Samuti varieeruvad tagajärjed saagikusele tõenäoliselt ka El Niño erinevate tsüklite korral. El Niño hinnanguline ajalooline mõju saagile näitab, kui erinev on see isegi ühe riigi piires sõltuvalt põllukultuurist. Kui pärast El Niñot näib sojaoosaak USAs suurenevat, siis USA nisu- ja maisisaagile on sellel tavaliselt halb mõju.<sup>21</sup> Ehkki ajalooliselt on El Niño USA ja Lõuna-Ameerika sojaoosaagile positiivselt mõjunud, siis Aasias sama põllukultuuri saagikus väheneb.<sup>22</sup> Kuna selle mõju erineb, on ka keeruline ennustada, milline on El Niño tagajärg üleilmsetele toidutoormehindadele. Hinnamõju prognoosi raskendab veelgi toidutoormete asendamine. Teatud ulatuses asendavad sojaoad ja mais talunike silmis teineteist, mistõttu kasvatavad nad neid kultuure aeg-ajalt vaheldumisi olenevalt futuuride hetkehindadest. See tähendab, et maisisaagi võimalik vähenemine võib üle kanduda sojaoa hindadesse, samas kui maisi hinna mõju võiks sellest asendusest mõnevõrra pärsitud saada. 1982.–1983. aasta El Niño episoodid kahandasid ka Aasia ja Austraalia kalavarusid. See tõi kaasa sojaubade nõudluse kasvu, kuna kala asemel kasutati siis loomasöödana sojaube.<sup>23</sup> Nende keerukate seoste tõttu ja seepärast, et põllukultuuride saak on

<sup>21</sup> USA sojaoosaagile tulid suuresti kasuks suvised soodsad kasvutingimused kesklaäne osariikides, Aasias aga kahjustasid saaki kuimalained ja põud. USA maisisaagile mõjus ebasoodsalt kaguapiirkonna osariikides valitsenud kuivus, mis tavapäraselt El Niñole järgneb.

<sup>22</sup> Andmed pärinevad T. Iizumi, J. J. Luo, A. J. Challinori, G. Sakurai, M. Yokozawa, H. Sakuma, M. E. Browni ja T. Yamagata artiklist „Impacts of El Niño Southern Oscillation on the global yields of major crops“, Nature Communications, 5, nr 3712, 2014.

<sup>23</sup> Vt A. D. Brenner „El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?“, The Review of Economics and Statistics, kd 84, nr 1, 2002, lk 176–183.

vaid üks paljudest teguritest, mis mõjutavad üleilmseid toidutoormehindu, oleks eksitav põllukultuuride saagikuse mõju vahetult hindadele laiendada.

**Ajaloolised analüüsid näitavad, et tavaline El Niño kergitab üleilmseid toidutoormehindu.** Mitme uuringu raames on analüüsitud El Niño mõju üleilmsetele toidutoormehindadele. Brenneri (2002) järgi on El Niño ostsillatsioon põhjustanud alates 1963. aastast peaaegu 20% üleilmsete toormehindade inflatsioonist ning tavaline El Niño kiirendab 6–12 kuuks pärast selle ilmnenemist tegelike toormehindade inflatsiooni ligikaudu 3%, kusjuures suurima panuse inflatsiooni kasvu annavad toidutoormed.<sup>24</sup> Cashin jt (2017) on dokumenteerinud El Niño šokkide mõju eri riikide majandusaktiivsusele ja selle mõju muutumist alates 1972. aastast ning leidnud, et suurem osa riike on seisnud silmitsi muu toorme (v.a energia) hindade tõusuga.<sup>25</sup> Kokkuvõttes järeldavad nad, et El Niño kergitab 6–16 kuuks muu toorme (v.a energia) üleilmseid hindu umbes 5%.<sup>26</sup> Samuti on leitud, et inflatsioon reageerib El Niñole tugevamalt riikides, kus toiduained moodustavad inflatsiooniindeksist suurema osa. Nendest uuringutest nähtub, et mis tahes võimsusega El Niño episood mõjutab toidutoormehindu märkimisväärselt ja üldjuhul just neid kergitades.

**Üleilmsed toidutoormehinnad võivad tõusta kuni 9%, kui praegused El Niño tingimused arenevad tugevaks El Niñoks.** El Niño tingimused on juba täidetud ja on peaaegu kindel, et 2023. aasta tunnistatakse El Niño aastaks, kuid El Niño tugevus on endiselt küsimärgi all.<sup>27</sup> Varasemad hinnangud, mille raames on kontrollitud üleilmse majandustsükli, samuti väetise- ja energiahindade muutusi, näitavad, et ookeani pinnavee temperatuuri tõus ulatuses, mis osutab üleminekule tavaliselt El Niñolt tugevale El Niñole, kergitaks üleilmseid toidutoormehindu kuni kaheks aastaks, kusjuures hinnatõusu tipp saabuks 9% juures 16 kuud pärast tugeva El Niño episoodi algust (joonise B osa a). See järeldub tugeva El Niño tekitatud suurematest riskidest ja äärmuslike ilmaolude võimalikust võimendumisest võrreldes tavalise El Niñoga. Tugeva El Niño tekkest tulenevad toidutoormehindade tõusuriskid on eriti suured sojaoa, maisi ja riisi puhul. Väiksemas ulatuses mõjutab tõusurisk ka nisu, kuid kohvi ja kakao puhul on see risk nullilähedane (joonise B osa b).

<sup>24</sup> A. D. Brenner, *op. cit.*

<sup>25</sup> P. Cashin, K. Mohaddes ja M. Raissi „Fair weather or foul? The macroeconomic effects of El Niño“, *Journal of International Economics*, kd 106, 2017, lk 37–54.

<sup>26</sup> Cashin jt (*ibid.*) kasutavad näitajat, mis ei põhine temperatuuril ega võimalda liigitada El Niño episoodi tavaliseks või tugevaks. Peale toidutoormehindade kergitavad muu toorme (v.a energia) hindu ka metallihinnad. Peamiselt seetõttu, et äärmuslikud ilmastikuolud mõjutavad Tšiili kogemuse põhjal ka kaevandamist. Vt P. Cashin, K. Mohaddes ja M. Raissi „El Niño: Good Boy or Bad?“, *Finance and Development*, kd 53, nr 1, 2016, lk 30–33.

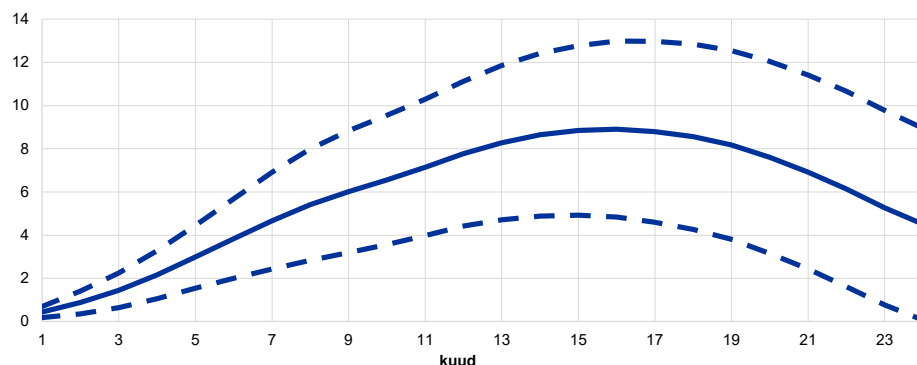
<sup>27</sup> Tavalise El Niño (normist kõrvalekaldumine 0,5 °C) ja tugeva El Niño (normist kõrvalekaldumine 1,5 °C) vahe on 1,0 °C. El Niño praeguse tõenäosuse kohta vt joonis A.

## Joonis B.

Tavalise El Niño tugevaks El Niñoks muutumise hinnanguline mõju üleilmsetele toidutoormehindadele

### a) Hinnamõju pärast tugeva El Niño perioodi algust

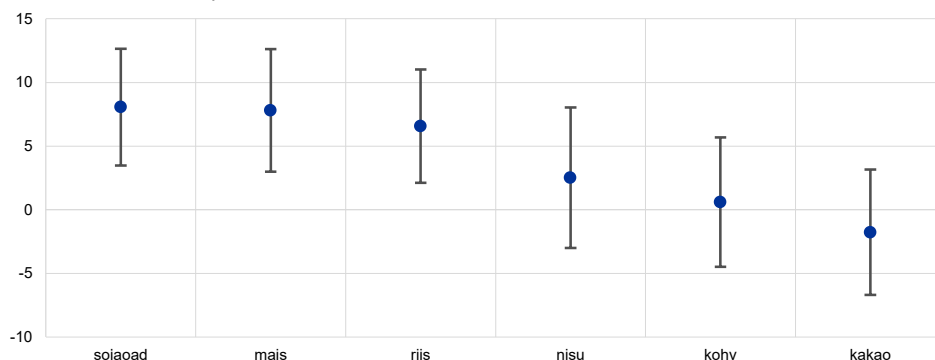
(muutus protsentides)



### b) Mõju valitud toidutoorme hindadele

(muutus protsentides)

● arvestuslik hinnamõju



Allikad: Haver Analytics, USA NOAA ja EKP ekspertide arvutused.

Märkus. Arvestuslik hinnamõju näitab, milline on El Niñost tingitud ookeani pinnavee temperatuuri 1,0 °C tõusu tagajärg, võttes kontrollnäitajateks toidutootmise sisendkuludena väetise ja naftahinnad ning maailma majandustsükli näitajana üleilmse tööstustegevuse. Impulsireaktsiooni funktsioonid on arvatatud kohalike ettevaadete alusel, lähtudes O. Jordà artiklist „[Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections](#)“, The American Economic Review, kd 95, nr 1, 2005, lk 161–182. Joonised näitavad 68% usaldusvahemikku. Osas b on näidatud arvestuslik hinnamõju pärast 16 kuu möödumist, lähtudes osas a esitatud toidutoorme koondhinna tippasemest. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta aprillist.

## Finantsturud võtavad arvesse tulevasi hinnatõuse, aga ka suuremat hinnaga seotud ebakindlust.

El Niño muutuste arvesse võtmine parandab toidutoormehindade tulevase volatiilsuse prognooside täpsust.<sup>28</sup> See tähendab, et toorme derivatiividega kauplejad võivad futuuride turul kaubeldes El Niño väljavaate hinna sisse arvestada. Kui vaadelda kolme peamist põllukultuuri (sojauuba, mais ja nisu), siis futuuride hinnad liikusid ülespoole selle nädala jooksul, mis järgnes NOAA 8. juunil avaldatud teatele, et El Niño tingimused on täidetud ja ligikaudu 50% tõenäosusega eeldatakse, et aasta lõpupoole areneb kõnealune nähtus tugevaks El Niñoks (joonis C).<sup>29</sup> Märkimisväärselt kerkis nii sojauba ja maisi 2024. aasta suviste

<sup>28</sup> Su jt näitavad, et El Niño muutustega arvestamine parandab USA teraviljaturu futuuride hinna volatiilsuse prognoose. Vt Y. Su, C. Liang, L. Zhang ja Q. Zeng „[Uncover the response of the U.S grain commodity market on El Niño–Southern Oscillation](#)“, International Review of Economics & Finance, kd 81, 2022, lk 98–112.

<sup>29</sup> Sojauubade, maisi ja nisu vastavad osakaalud Hamburgi Rahvusvahelise Majanduse Instituudi (HWWA) toiduainete ja jookide indeksis (majandus- ja rahaliidu riikide impordi põhjal): 14%, 14% ja 8%.

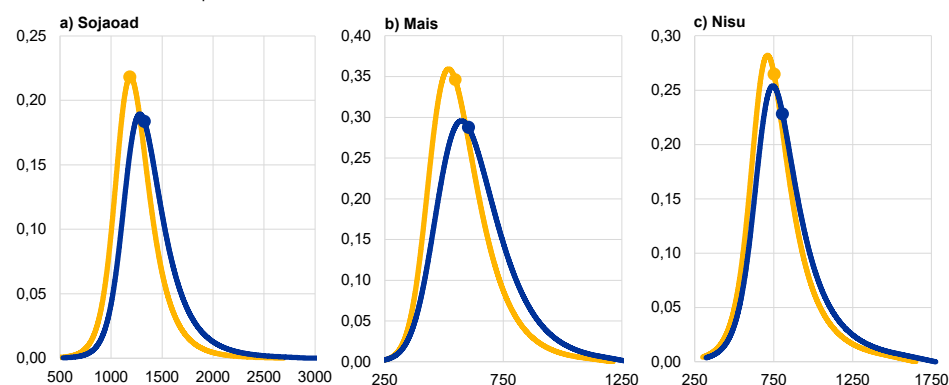
hindade tase kui ka hinnaga seotud ebakindlus. Sojaoa hind tõusis 12% ja maisi hind 10% ning hinnajaotuse standardhälve suurenes vastavalt 24% ja 23%. Turuanalüütikute arvates kajastasid need muutused peamiselt juuni alguse ebasoodsaid ilmastikuolusid põhjapoolkeral ja El Niño kujunemisest tulenevat täiendavat ebakindlust saagikuse suhtes. Mõju nisule, mis ei ole ajalooliselt tugeva El Niño suhtes nõnda tundlik olnud, oli väiksem ning selle hind kasvas 7% ja standardhälve 13%. Kokkuvõttes kajastavad optsioonidest tuletatud hinnajaotuse muutused toidutoormehindade tõususurvet ja hinnaalase ebakindluse kasvu seoses El Niño praeguse kujunemisega.

### Joonis C.

#### Opsioonidest tuletatud hinnajaotus enne ja pärast El Niño teadet

(x-teljed: USA dollarit buššeli kohta; y-teljed: protsendid)

- hinnajaotus enne El Niño teadet
- futuuride hinnad enne El Niño teadet
- hinnajaotus pärast El Niño teadet
- futuuride hinnad pärast El Niño teadet



Märkus. Opsioonidest tuletatud riskineutraalne jaotus on arvatud F. Blacki ja M. Scholesi artikli „The Pricing of Options and Corporate Liabilities“ järgi (Journal of Political Economy, kd 81, nr 3, 1973, lk 637–654), lähtudes Chicago kaubabörsi 2024. aasta juuli sojaoade, maisi ja hariliku nisu futuuridest. Riskivaba intressimäära sisendina kasutatakse üleoointressimäära vahetustehingute määrasid. Hinnaalast ebakindlust mõõdetakse optsioonidest tuletatud jaotuse ulatusena. El Niño teate eelsed andmed on võetud seisuga 7. juuni 2023 ja selle järgsed seisuga 16. juuni 2023.

## 2 Milline on majanduse taasavamise mõju eri riikides ja sektorites?

Koostanud Niccolò Battistini ja Johannes Gareis

**Infokastis analüüsitakse majandusaktiivsuse hiljutisi erinevusi eri riikides ja sektorites ning hinnatakse mõju, mida on avaldanud majanduse taasavamine pärast koroonaviirusega seotud piirangute leevendamist möödunud aastal.**

Toodangu kasv euroalal on alates 2022. aasta algusest märkimisväärselt pidurdunud. Sellega on kaasnenud vähenev, ehkki püsiv kasvuerinevus eri riikides ja sektorites. See püsiv kasvuerinevus on kajastanud kahel kiirusel arenevat majandust: suhteliselt väike kasv töötleva tööstuse sektoris, mille on osaliselt tinginud nõrgem üleilmne nõudlus ja karmimad euroala rahastamistingimused, ning suhteliselt suur teenuste kasv, mida toetab majanduse taasavamise mõju. Hiljutised küsitlusandmed näitavad samas, et see vahe võib lähitulevikus kitseneda – sedamööda, kuidas majanduse taasavamisest tulenev hoog raugneb, tugevneb muude tegurite areng eri sektorites.

**2023. aasta alguses oli kasvuerinevus euroala riikides endiselt suhteliselt suur, samal ajal aga vastas eri sektorite kasvuerinevus pandeemiaeelsele tasemele.** Et võtta arvesse riikide ja sektorite majanduslikku suurust, lähtutakse kasvuerinevuse mõõtmisel aasta arvestuses (reaalse bruto)lisandväärtuse kasvu kaalutud standardhälbest kõigis euroala riikides (välja arvatud lirimaal) ja kõigis sektorites.<sup>30</sup> Mõlemad näitajad jõudsid pärast Covid-19 vallandumist enneolematule tasemele, ent langesid märkimisväärselt 2022. aastal, ehkki mitte samal määral (joonise A osa a). 2023. aasta esimeses kvartalis püsisid riikidevahelised kasvuerinevused suuremad kui enne pandeemiat, samal ajal kui sektoritevahelised kasvuerinevused liikusid tagasi pandeemiaeelsele tasemele. Suuremad kasvuerinevused eri riikide vahel tunduvad olevat seotud jätkuvate suurte kasvuerinevustega vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul, mis vähenesid pandeemia ajal täheldatud tiptasemega võrreldes, aga jäid ajalooliselt kõrgele tasemele (joonise A osa b).<sup>31</sup> Seevastu riikidevahelised kasvuerinevused töötleva tööstuse sektoris jõudsid tagasi pandeemiaeelsele tasemele.

<sup>30</sup> Vt EKP majandusülevaate 1/2017 infokast „Economic growth in the euro area is broadening“.

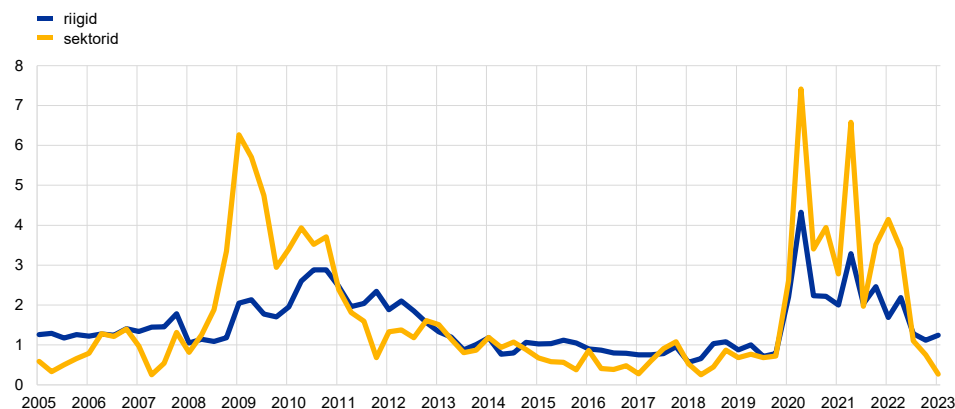
<sup>31</sup> Väljendit „vahetut kontakti eeldavad teenused“ kasutatakse nii hulgi- kui ka jaemüügi, samuti transpordi-, majutus- ja toitlustusteenuste puhul (kooskõlas NACE Rev. 2 liigitusega).

## Joonis A.

### Lisandväärtuse kasvu erinevused

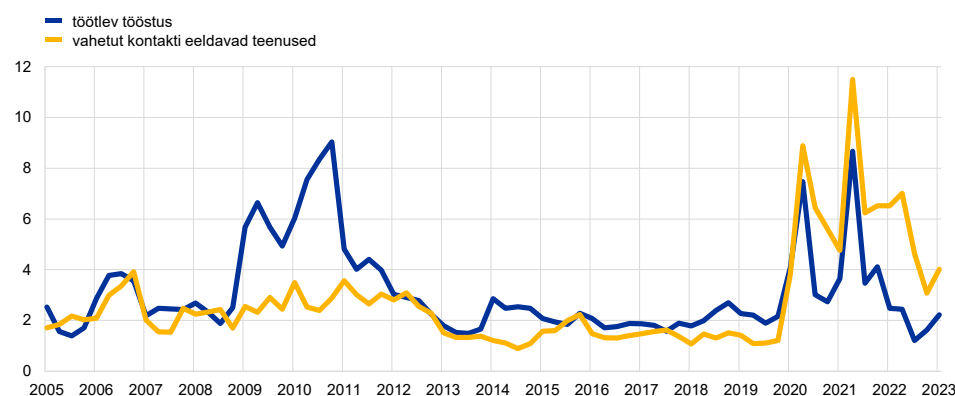
#### a) Lisandväärtuse kasvu erinevused euroala eri riikides ja sektorites

(protsendipunktides)



#### b) Lisandväärtuse erinevused töötlevas tööstuses ja vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul euroala eri riikides

(protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP ekspertide arvutused.

Märkus. Riikidevahelise kasvuerinevuse mõõtmisel lähtutakse aasta arvestuses lisandväärtuse kasvu kaalutud standardhälbest kõigis euroala riikides, välja arvatud Iirimaa. Sektoritevahelise kasvuerinevuse mõõtmisel lähtutakse aasta arvestuses lisandväärtuse kasvu kaalutud standardhälbest töötleva tööstuse sektoris, ehitussektoris, vahetut kontakti eeldavate teenuste sektoris ja muude sektorite kombinatsioonis. Riikidevahelise kasvuerinevuse mõõtmisel töötleva tööstuse ja vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul lähtutakse aasta arvestuses sektoriomase lisandväärtuse kasvu kaalutud standardhälbest kõigis euroala riikides, välja arvatud Iirimaa. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta esimesest kvartalist.

#### 2023. aasta esimeses kvartalis püsis kasv suurem riikides, kus vahetut kontakti eeldavad teenused on kogumajanduse jaoks olulisemad.

2022. aastal kasvas vahetut kontakti eeldavate teenuste maht kiiremini riikides, kus need teenused on majanduses suurema osakaaluga (joonise B osa a). See kajastab osaliselt kasvumustrit, mis järgnes pandeemia puhkemisele: neis riikides esines siis vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul suhteliselt järsk majanduslangus. Üsna tugev kasv vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul riikides, kus need teenused on olulisemad, jätkus 2023. aasta esimeses kvartalis ning vahetut kontakti eeldavate teenuste tase nendes riikides ületab pandeemiaeelse taseme suhteliselt rohkem kui riikides, kus vahetut kontakti eeldavad teenused on vähem olulised. See näitab, et riigid, mis sõltuvad vahetut kontakti eeldavatest teenustest rohkem, said selle sektori kasvuhoo jätkuvalt suuremat kasu, mis tõi kaasa ka suhteliselt suurema lisandväärtuse kogukasvu (joonise B osa b). Seevastu riikides, mis tuginevad

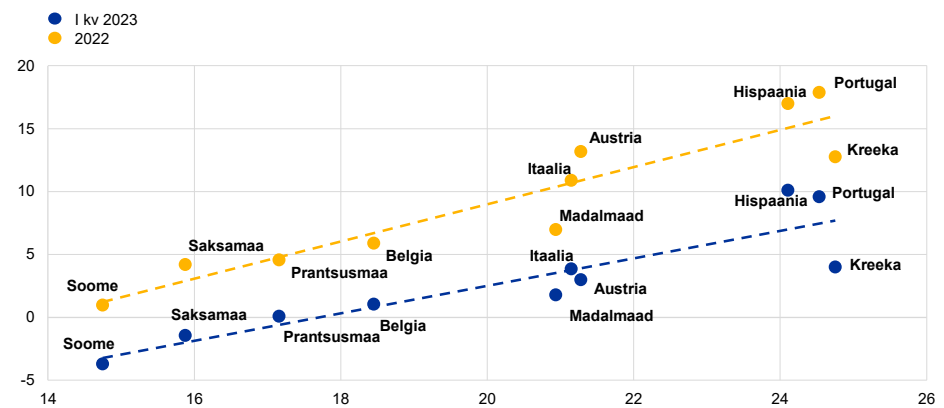
rohkem töötlevale tööstusele, esines 2023. aasta esimeses kvartalis enamasti väiksem kogulisandväärtuse kasv, kajastades töötleva tööstuse mõnevõrra nõrgemat kasvu võrreldes vahetut kontakti eeldavate teenustega. Samas oli töötleva tööstuse kasv euroala riikides palju ühtlasemalt jaotunud, viidates sellele, et praegused töötlevat tööstust edendavad tegurid avalduvad kogu euroalal ühtlasemalt võrreldes teguritega, mis edendavad vahetut kontakti eeldavaid teenuseid.

### Joonis B.

Vahetut kontakti eeldavate teenuste sektori suuruse ja vahetut kontakti eeldavate teenuste kasvu ning kogulisandväärtuse vaheline suhe euroala riikides

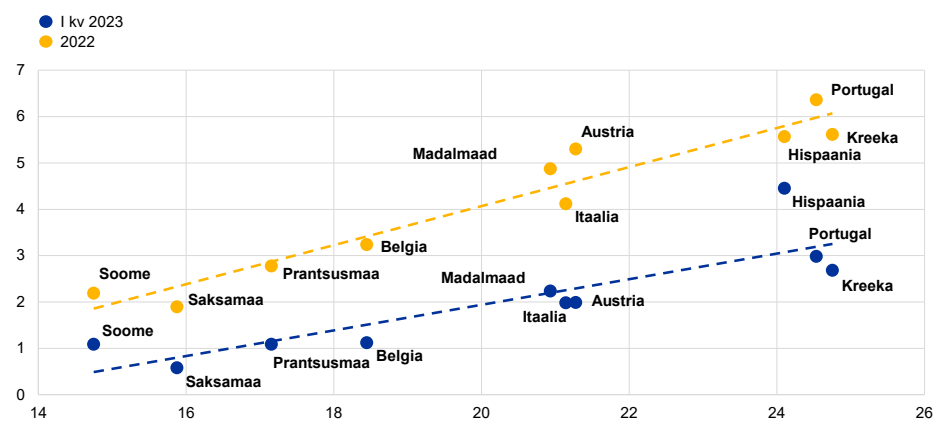
#### a) Vahetut kontakti eeldavate teenuste sektori maht ja vahetut kontakti eeldavate teenuste lisandväärtuse kasv

(horisontaaltelg: vahetut kontakti eeldavate teenuste lisandväärtuse keskmine osakaal kogulisandväärtuses 2022. aastal; vertikaaltelg: vahetut kontakti eeldavate teenuste lisandväärtuse kasv aasta arvestuses)



#### b) Vahetut kontakti eeldavate teenuste sektori maht ja kogulisandväärtuse kasv

(horisontaaltelg: vahetut kontakti eeldavate teenuste lisandväärtuse keskmine osakaal kogulisandväärtuses 2022. aastal; vertikaaltelg: lisandväärtuse kasv aasta arvestuses)



Allikad: Eurostat ja EKP ekspertide arvutused.

Märkus. Joonisel on näidatud kümme suurimat euroala riiki (välja arvatud Lirimaa) – mis on olulised kontrollid, sest nende tulemused on euroala jaoks tervikuna olulised – kooskõlas lisandväärtuse kasvuerinevuste arvutusega (joonis A). Lineaartrendi jooned on katkendjooned. 2022. aasta aastased kasvumäärad viitavad kvartaalsete aastaste kasvumäärade aastastele keskmistele 2022. aastal.

### Empiiriline mudel näitab, et ootamatud liikumispiirangute muutused mõjutavad vahetut kontakti eeldavaid teenuseid võrreldes töötleva tööstusega ebaproportsionaalselt palju.

Hinnanguline Bayesi vektorautoregressiooni mudel kvantifitseerib majanduse taasavamise mõju lisandväärtuse kasvule töötleva tööstuse ja vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul, tuginedes euroala andmetele

1999. aasta esimesest kvartalist 2023. aasta esimese kvartalini. Mudel kasutab liitindeksit Google Mobility Index (liikuvusindeks), et mõõta pandeemiaga seotud sulgemiste ja majanduse järgneva taasavamise mõju inimeste liikuvuse vabatahtlike ja mittevabatahtlike muudatuste kaudu. Mudelis võetakse seda indeksit arvesse koos föderaalreservi New Yorgi panga üleilmse tarneahela surve indeksiga (Global Supply Chain Pressure Index) (välisnõudluse näitaja euroalal), energiahindadega, töötleva tööstuse lisandväärtusega, vahetut kontakti eeldavate teenustega ja muude sektorite kombinatsiooniga, eratarbimise deflaatoriga, intressimääraga ja vahetuskursiga. Mudel teeb kindlaks pandeemiaga seotud piirangud ja järgnevad majanduse taasavamisest tingitud šokid (st pandeemiaga seotud šokid), eeldusel, et liikuvusindeksi ootamatu muutus avaldab vahetut mõju töötlevale tööstusele ja vahetut kontakti eeldavatele teenustele.<sup>32</sup> Tulemused näitavad, et liikuvusindeksi (st pandeemiaga seotud piirangutest tingitud šoki) ootamatu vähenemine toob kaasa aktiivsuse märgatava vähenemise nii töötlevas tööstuses kui ka vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul. Vahetut kontakti eeldavate teenuste aktiivsus väheneb seejuures rohkem. Sümmetriliselt tekitab liikuvusindeksi ootamatu tõus (st majanduse taasavamisest tingitud šokk) vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul suurema kasvu kui töötleva tööstuse puhul (joonise C osa a).

---

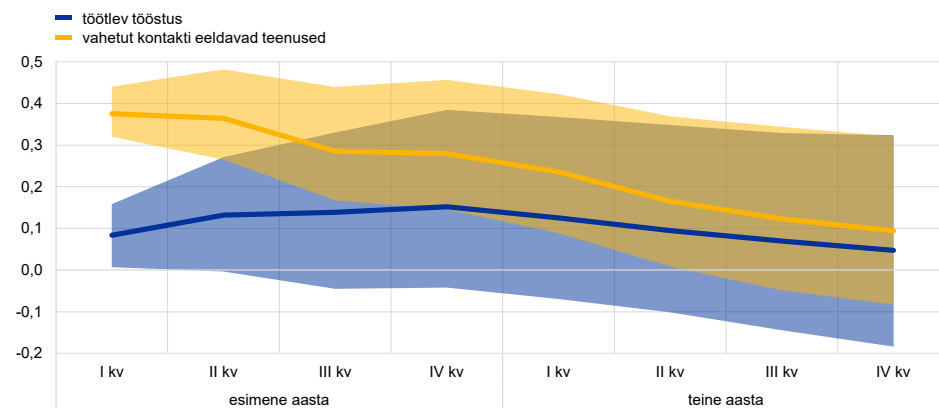
<sup>32</sup> See saavutatakse Cholesky dekompositsiooni abil, milles liikuvusindeks asetatakse üleilmsetest muutujatest tahapoole ja euroalale omastest muutujatest ettepoole. Mudel hõlmab iga muutuja puhul nelja viitaega, kusjuures kõik muutujad on logaritmid (välja arvatud liikuvusindeks ja intressimäärad), ning kontrolle andmete erakordselt suure volatiilsuse kohta alates 2020. aasta esimesest kvartalist kuni 2020. aasta kolmanda kvartalini. Vt M. Lenza ja G. Primiceri, „[How to estimate a vector autoregression after March 2020](#)“, Journal of Applied Econometrics, kd 37, väljaanne 4, juuni/juuli 2022, lk 688–699. Üleilmse tarneahela surve indeksi kohta vt G. Benigno, J. di Giovanni, J. Groen ja A. Noble „[A New Barometer of Global Supply Chain Pressures](#)“, Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, jaanuar 2022. Liikuvusindeks on kättesaadav ajavahemiku kohta alates 2020. aasta jaanuarist kuni 2022. aasta oktoobrini; eeldatakse, et teistel valimis olevatel perioodidel on see null, viidates eelkõige sellele, et pärast 2022. aasta oktoobrit liikumispiiranguid enam ei olnud.

### Joonis C.

#### Töötleva tööstuse sektori ja vahetut kontakti eeldavate teenuste lisandväärtus

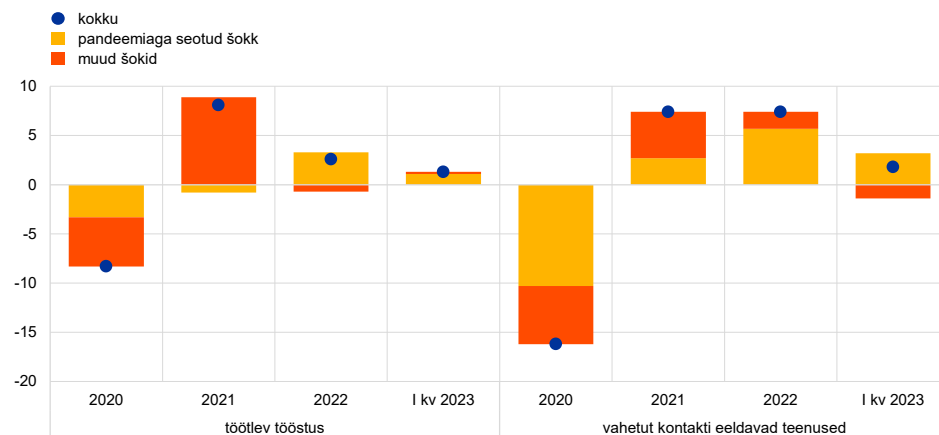
##### a) Liikuvusindeksi ootamatu tõusu mõju töötlevale tööstusele ja vahetut kontakti eeldavatele teenustele

(protsentides)



##### b) Lisandväärtuse kasvu hinnangulised mõjutajad töötlevas tööstuses ja vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul

(aastane muutus protsentides ja osakaalud protsendipunktides)



Allikad: Eurostat, Google, föderaalreservi New Yorgi pank ja EKP ekspertide arvutused.

Märkus. Tulemused põhinevad Bayesi vektorautoregressiooni mudelil euroala kohta. Pandeemiaga seotud šokid on kindlaks tehtud Cholesky dekompositsiooniga eeldusel, et liikuvusindeksi ootamatu muutus avaldab otsest mõju töötlevale tööstusele ja vahetut kontakti eeldavatele teenustele. Osa a näitab liikuvusindeksi ootamatu tõusu mõju (st majanduse taasavamisest tingitud šokk). Liikuvusindeksi ootamatu languse mõju (st pandeemiaga seotud piirangutest tingitud šokk) on sellega sümmeetriline. Varjutatud alad osal a tähistavad 90% usaldusvahemikke. Osas b ei ole püsiva tingimuse (st trendi kasv) hinnangulist mõju näidatud. 2020., 2021. ja 2022. aasta aastased kasvumäärad viitavad lisaks kvartaalsete aastakasvumäärade aastastele keskmistele. Kõik kasvumäärad on arvatud logaritmides.

**Majanduse taasavamise mõju oli 2023. aasta esimeses kvartalis jätkuvalt märkimisväärne kasvuerinevuste tekitaja töötleva tööstuse ja vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul, ent võrreldes 2022. aastaga see mõju kokkuvõttes nõrgenes.** Lisandväärtuse kasvu mudelipõhine dekomponeerimine töötleva tööstuse ja vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul viitab sellele, et sektoritevahelised erinevused pandeemiaga seotud šokkide mõju puhul on mänginud suurt rolli eri sektorite tulemuslikkuse erinevustes alates 2020. aastast, arvestades seda, et majanduse sulgemisel ja järgneval taasavamisel on suurem mõju vahetut kontakti eeldavatele teenustele (joonise C osa b). 2023. aasta alguses oli taasavamise mõju endiselt tunda, ehkki see mõjutas kasvu nii töötleva tööstuse kui ka vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul võrreldes 2022. aastaga vähem. Samal ajal on vahetut

kontakti eeldavaid teenuseid hakanud mõjutama muud šokid ning neil on töötleva tööstuse kasvule väiksem mõju. Viimane on kooskõlas leevenevate piirangutega pakkumise poolel; samas võivad neid vähendada ka väiksem üleilmne ja sisenõudlus, samuti euroala karmimad rahastamistingimused.<sup>33</sup>

**2023. aasta jooksul peaks majanduse taasavamise mõju jätkuvalt taanduma ning muud tegurid nähtavamaks muutuma.** Tulenevalt majanduse taasavamise mõju järkjärgulisest taandumisest, samuti muude tegurite levikust kogu majanduses, nagu rangemad rahastamistingimused, nõrgeneb nii töötleva tööstuse kui ka vahetut kontakti eeldavate teenuste sektori kasvutempo lähitulevikus tõenäoliselt veelgi, mis toob kaasa kasvuerinevuste vähenemise eri sektorites. Taanduv kasvutempo vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul peaks samuti tekitama kasvuerinevuste vähenemise vahetut kontakti eeldavate teenuste lisandväärtuses, samuti kogu majandusaktiivsuse puhul eri riikides. Kokkuvõttes näitab see kasvuerinevuste vähenemine eri sektorites ja riikides majandusaktiivsuse nõrgemat lähiaja väljavaadet, mida kajastab 2023. aasta septembri EKP ekspertide makromajanduslik ettevaade euroala kohta.

---

<sup>33</sup> Seevastu muud šokid selgitavad töötleva tööstuse tuntavamast vastupanuvõimetest ja kiiremat taastumist pärast pandeemia puhkemist, mis on kooskõlas üleilmse nõudluse varajase ja tugeva taastumisega töötleva tööstuse kaupade järele. See ei avaldunud aga töötleva tööstuse sektoris täielikult, seda tarneahelate katkestuste ja hiljem energiakriisi tõttu. Ehkki üleilmse nõudluse nihe teenustelt kaupadele on tingitud pandeemiast, ei kajasta seda pandeemiaga seotud tuvastatud šokid kui sellised, kuna need šokid mõeldavad ootamatuid muutuseid inimeste liikuvuses ega pruugi kajastada ootamatuid muutuseid nende tarbimiseelistustes. Võib siiski olla, et töötleva tööstuse nõrgem reaktsioon võrreldes vahetut kontakti eeldavate teenustega seoses liikuvuse ootamatu muutusega on mõningal määral tingitud sellest, et inimesed hakkasid teenuste asemel tarbima rohkem kaupu. See selgitaks osaliselt liikuvusšokkide nõrgemat mõju töötlevale tööstusele võrreldes vahetut kontakti eeldavate teenuste lisaväärtusega.

Koostanud Agostino Consolo, António Dias da Silva, Catalina Martínez Hernández ja Marco Weißler

**Üks märkimisväärne hiljutine areng euroala tööturul on olnud töajõu tugev taastumine.** Eelkõige viimase pooleteise aasta jooksul on peamine tööhõive kasvu allikas olnud pigem suur töajõuga liitunud inimeste juurdevool kui töötute arvu järsk langus. Infokastis esitatakse ülevaade euroala töajõu hiljutisest arengust, kasutades Eurostatilt ja EKP tarbijatõotuste küsitlusest saadud andmeid. Lisaks analüüsitakse selles euroala töajõudu mõjutavaid asjaolusid, kasutades eri sagedustega Bayesi vektorautoregressiooni (MF-BVAR), et eristada töajõudunaamikat üles- ja allapoole mõjutavaid tegureid.<sup>34</sup>

**Töajõud on nüüd kõrgemal kui selle pandeemiaeelne tase, mis saavutati 2022. aasta lõpus.** Viimasel ajal on see lähenenud taas oma pikaajalisele pandeemiaeelsetele trendidele (joonis A), eelkõige tänu võõrtöajõule.<sup>35</sup> Erinevus lühi- ja pikaajaliste pandeemiaeelsete trendide vahel kajastab elanike arvu kasvu muutust. Kasv on alates 2008. aastast märkimisväärselt aeglustunud. 2023. aasta juunis oli töajõud kuistest tööpuuduse andmetest tuletatuna ligikaudu 3,8 miljonit üle 2020. aasta jaanuari taseme. Üksikasjalikud kvartaliandmed ELi töajõu-uuringust näitavad, et sisserännanud töötajatel, eelkõige väljastpoolt ELi, oli koroonapandeemia ajal töajõu dünaamikas tähtis roll. Pandeemia esimeses etapis, alates 2019. aasta neljandast kvartalist kuni 2020. aasta neljanda kvartalini, vähenes võõrtöajõud proportsionaalselt rohkem (2,0%) kui kogutöajõud (1,2%). Seevastu alates 2021. aasta esimesest kvartalist kuni 2023. aasta esimese kvartalini tulenes 41% töajõu kogukasvust võõrtöajõudest ning nende osakaal kasvas sel perioodil 10,3%-lt 11,4%-le.

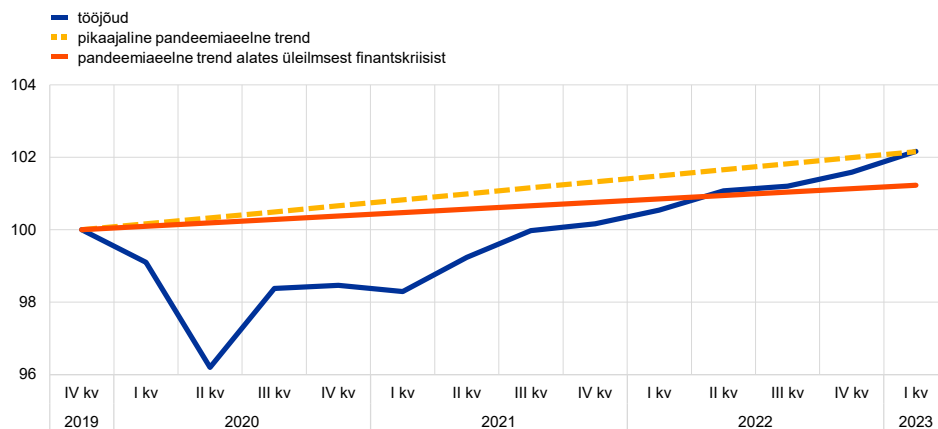
<sup>34</sup> Lisaks töajõu arengu analüüsile peab tööhõive kasvu poolt tööturu tugevusele ja palgakasvule avaldatava mõju põhjalikus analüüsis arvesse võtma tööturu sektoripõhiseid mõõtmekuid ning töötundide keskmise arvu mõju (intensiivne marginaal). Vt näiteks EKP 7. juuni 2023. aasta blogipostitus „[More jobs but fewer working hours](#)“, mis käsitleb tööhõive ja töötundide koguarvu vahelisi erinevusi ning olulist rolli, mida keskmine töötundide arv pandeemia ja energiakriisi ajal mängis. Vt ka EKP majandusülevaate 6/2022 infokast „[Avaliku sektori tööhõive roll koroonakriisi ajal](#)“.

<sup>35</sup> Euroala töajõu kasv ei olnud sotsiaaldemograafiliste rühmade arvestuses ühtlane. Näiteks madala kvalifikatsiooniga ja parimas tööeas töötajate osalusmäärad on alates pandeemia algusest taastunud vähem (vt joonis 9 EKP majandusülevaate 8/2020 artiklis „[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)“).

## Joonis A.

### Euroala tööjõud ja lineaarsed pandeemiaeelsed trendid

(indeks: IV kv 2019 = 100)



Allikad: Eurostat, EKP piirkonnaülese mudeli andmebaas ja autorite arvutused.

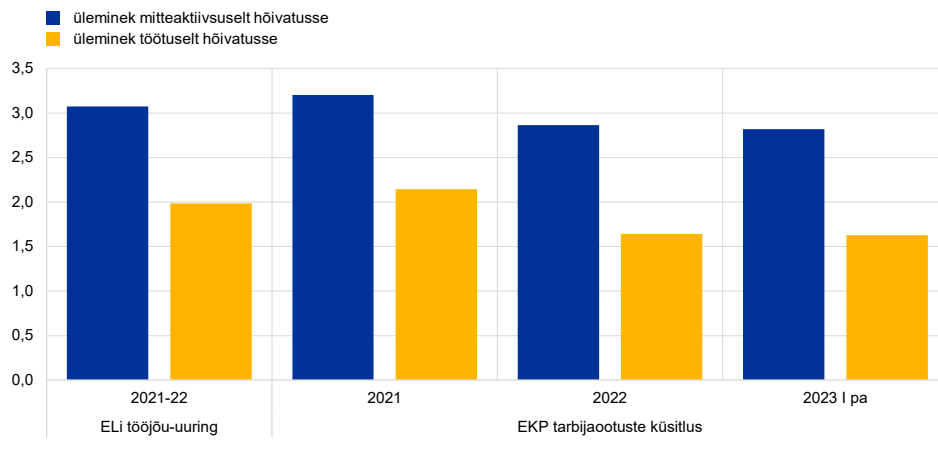
Märkus. Pikaajaline pandeemiaeelne trend hõlmab aastaid 1995–2019 ning pandeemiaeelne trend alates üleilmsest finantskriisist hõlmab aastaid 2009–2019. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta esimesest kvartalist.

**Viimastel aastatel oli üha suurem osa esimest korda tööle asunud inimestest euroalal varem mitteaktiivsed.** Üleminek mitteaktiivsusest hõivatusse oli peamine tööhõive kasvataja. Tarbijajootuste küsitluse andmete järgi moodustas üleminek töötuselt hõivatusse 1,6% kogutööhõivest, samal ajal kui mitteaktiivsusest hõivatusse üleminek moodustas 2,8% (joonis B). See näitab, et vaid ligikaudu 37% uutest tööle asunutest 2023. aasta esimesel poolel olid olnud eelmises kvartalis töötud. Need tõendid on kooskõlas Eurostati andmetega, mis näitavad, et mitteaktiivsusest hõivatusse üleminek puudutas 60% esimest korda tööle asunutest 2022. aastal. See erineb ajavahemikust 2011–2019, mil töötuselt hõivatusse üleminek puudutas 51% esimest korda tööle asunutest.<sup>36</sup>

<sup>36</sup> Võttes arvesse riikide jaotust tööjõu-uuringu tööturu üleminekute puhul, kasvas mitteaktiivsusest hõivatusse üleminek aastatel 2011–2019 täheldatud 49%-lt 55%-le aastatel 2021–2022. Mitteaktiivsusest hõivatusse ülemineku kasv töötuselt hõivatusse ülemineku suhtes võib kajastada ka madalamat töötuse määra viimasel perioodil. Aastatel 2011–2019 oli keskmine töötuse määr 10,2%; aastatel 2021–2022 oli see 7,3%.

## Joonis B. Üleminek hõivatusse

(osakaal protsendina tööhõivest)

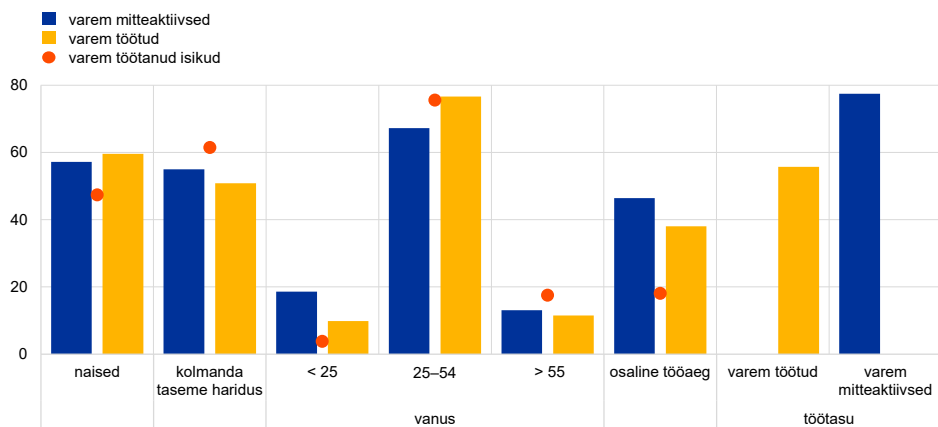


Allikad: ELi tööjõu-uuring ja EKP tarbijaootuste küsitlus.  
Märkus: Viimased andmed pärinevad 2023. aasta aprillist.

**EKP tarbijaootuste küsitluse kohaselt erinevad esimest korda tööle asunud ja varem töötanud isikud mõne näitaja, sealhulgas töötasu poolest.** Esimest korda tööle asunud on keskmiselt nooremad ja neil on madalam haridustase kui varem töötanud isikutel (hõivatud töötajad enne uusi üleminekuid). Samuti on suurem tõenäosus, et nad on naised, töötavad osaajaga ja teenivad väiksemat töötasu (joonis C). Töötuseisundist palgatud isikud teenivad ligikaudu 55% varem töötanud isikute töötasust. Kui vaatame isikuid, kes lähevad mitteaktiivsusest otse üle hõivesse, siis nende keskmine töötasu on samaväärne ligikaudu 80%ga varem töötanud isikute teenitud tasust. Individuaalsed ja tööst tingitud omadused selgitavad töötasu erinevusi üksnes osaliselt. Samas on töötasu erinevuste struktuurne mõju palkade kogukasvule tõenäoliselt väike nii esimest korda tööle asunute puhul, kes olid varem mitteaktiivsed, kui ka nende puhul, kes olid varem töötud.

## Joonis C. Esimest korda tööle asunud iseloomustavad näitajad

(osakaal protsendina tööhõivest, protsentides)



Allikas: EKP tarbijaootuste küsitlus.  
Märkus: Parempoolsed tulbad näitavad esimest korda tööle asunute töötasu võrreldes varem töötanud isikute töötasuga. Varskeimad andmed pärinevad 2023. aasta aprillist.

### **Varem mitteaktiivsete töötajate suurem osalus võib leevendada tööturu**

**jäikust.** See võib aidata kaasa ka palgakasvu aeglustumisele olenevalt eri teguritest, mis tööjõudu suurendavad. Kui sisenemismäärade nihkeid tekitab positiivne nõudlusšokk (nt suurem nõudlus kõrge kvalifikatsiooniga töötajate järele), siis peaksime täheldama ka varem töötanud isikute jaoks palga tõususuurve, ent kui need nihked põhjustab positiivne pakkumisšokk (nt rändajate sissevool), siis võivad uued hõivesse asuvad isikud aidata varem töötanud isikute palganõudmisi piirata.

### **Kasutame hinnangulist mudelit euroala kohta, et kvantifitseerida peamised tööjõudu mõjutavad tegurid ja nende suhtelise olulisuse tsükli jooksul.**<sup>37</sup>

Mudeli eesmärk on teha kindlaks mõju, mida avaldavad tehnoloogia ja kogunõudluse tingimused, samuti muud tegurid, nagu demograafia, tööotsinguteks tehtud jõupingutused või töötundide arv (tööjõupakkumine), tööjõunõudluse ja -pakkumise mitteühitamine, töötajate läbirääkimispositsioonid, mis kajastavad näiteks miinimumpalga muudatusi.

### **Mudel näitab, et kogunõudlus ja tarnetingimused on mõlemad alates**

**pandeemiast olnud peamised mõjutajad.** Iga tulp joonisel D esindab struktuursete šokkide individuaalset mõju kõrvalekalletes deterministlikest komponentidest, hinnatuna alates 1998. aasta esimesest kvartalist kuni 2023. aasta esimese kvartalini. Kogupakkumise tingimused (sinised tulbad) ja nõudluse tingimused (kollased tulbad) moodustavad suurema osa tööjõu kahanemisest pandeemia ajal ja kasvust pandeemiajärgse taastumise ajal. Need tegurid tähendavad ka tehnoloogilisi muudatusi, pandeemiaga seotud liikumispäänguid, kogunõudluse muudatusi ja asümmeetrilisi sektoripõhiseid muutuseid.

### **Lisaks sellele tekitasid tööturule omased šokid täiendavat tööjõukasvu.**

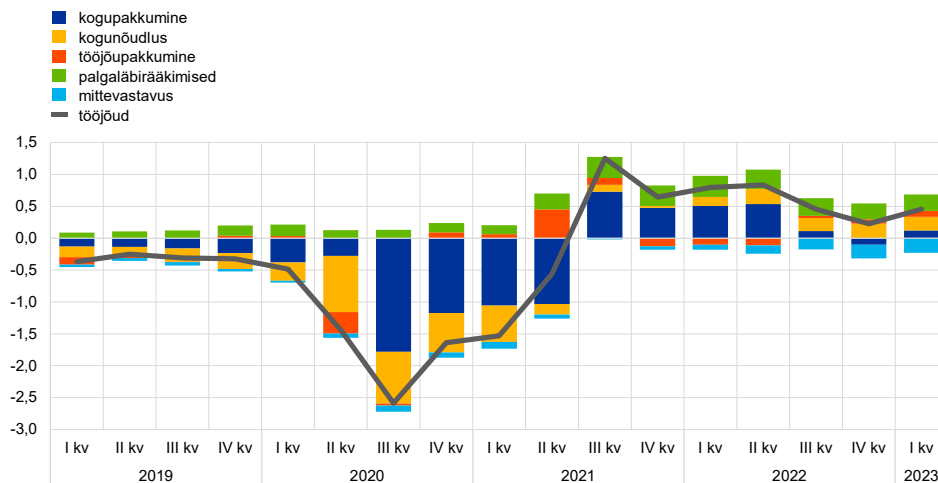
Töötajate läbirääkimispositsioonide (rohelised tulbad) suurenemine on tõenäoliselt seotud 1) miinimumpalga laialatusliku tõusuga, mis on aidanud julgustada marginaalseid töötajaid tulema tagasi tööjõu hulka, 2) rände vähenemisega Covid-19 aastatel ning 3) kasvava tööjõupuudusega. Paranenud tööjõupakkumine (punased tulbad) on omakorda tõenäoliselt seotud hiljutisema rändevoogude järelejäudmisega. Sektorile omaste oskuste nõudluse ja pakkumise mittevastavus on sellegipoolest jätkuvalt takistus tööjõule, mida kajastab mittevastavuse šokist (türkiissinised tulbad) tingitud kasvav negatiivne mõju.

<sup>37</sup> Tuginedes väljaandele A. Consolo, C. Foroni ja C. Martínez Hernández „A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market“, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, kd 85, nr 5, oktoober 2023, lk 1048–1082. Empiiriline mudel on MF-BVAR, mille hindamiseks kasutatakse andmeid inflatsiooni, tööstustoodangu, palkade, töötuse, vabade töökohtade ja tööjõu kohta. Mudel on üldise tasakaalumudeli empiiriline variant, kus nii üldised kui ka tööjõuturule omased šokid määravad tööjõu dünaamika.

## Joonis D.

### Tööjõu mudelipõhised tegurid

(protsentides; osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja autorite arvutused.

Märkus. Rohkem teavet mudeli kohta saab joonealusest märkusest 4. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta esimesest kvartalist.

**Kokkuvõtteks võib öelda, et tööjõu tugev kasv avaldab olulist mõju sellele, kuidas mõista tööturu dünaamikat ja tööturu tsüklilist positsiooni.** Esiteks, kuna lisaks töötutele soovib tööle asuda rohkem inimesi, tuleb tööturu loiduse tsüklilise näitaja puhul võtta arvesse mitteaktiivsusest hõivesse ülemineku kasvavat osakaalu. Teiseks, kui kõik muud tegurid on võrdsed, avaldab tööjõupakkumise kasv tõenäoliselt palgasurvele leevendavat mõju.

## Mis on tarbijate arvates hiljutise inflatsiooni peapõhjus?

Koostanud Dimitris Georgarakos, Omiros Kouvavas, Aidan Meyler ja Pedro Neves

**See, kuidas tarbijad tajuvad inflatsiooni põhjuseid, võib märkimisväärselt mõjutada nende majanduskäitumist ja inflatsiooniootusi.** Üldiselt võib levinud narratiividest tingitud individuaalne taju mõjutada nii tegusid kui ka ootusi.<sup>38</sup> Majanduskäitumist võib muu hulgas mõjutada see, kuidas tarbija tajub inflatsiooni põhjustajaid. Viimasel ajal on teravnenud küsimus hinnatõusu peamiste põhjuste kohta.<sup>39</sup> See on oluline, sest võib mõjutada tarbijate ootusi seoses tulevase inflatsiooniga ja nende tegelikku käitumist.<sup>40</sup> Seetõttu uuriti 2023. aasta juunis EKP tarbijaootuste küsitluse raames tarbijatelt, mis on nende arvates nende riigis viimase 12 kuu jooksul toimunud kaupade ja teenuste üldise hinnataseme muutuste peapõhjus.<sup>41</sup> Neile pakuti välja kolm võimalikku vastusevarianti, mis kajastasid kolme peamist tegurit, mis võivad hinnakujundust ettevõtete poolelt mõjutada (kasum, palgad ja muud sisendkulud).<sup>42</sup>

**Enamik tarbijatest usub, et hinnamuutuste taga olid peamiselt sisendkuludega seotud tegurid, teisel kohal olid ettevõtete kasumid ja kolmandal palgad.**

Joonise A osas on kujutatud vastuste jaotust. Selge enamik vastajatest (u 65%) valis vastuseks muud sisendkulud (v.a palgad), mis hõlmasid energia- ja vahesisendite kulusid. Valitud vastusevariantidest teisel kohal olid ettevõtete kasumid (25% vastajatest) ja kolmandal palgad (8% vastajatest). Vastusevariantide

<sup>38</sup> Lisateavet selle kohta, kuidas narratiivid mõjutavad sündmusi ja käitumist, vt nt R. J. Shilleri raamatust „Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events“, Princeton University Press, 2019.

<sup>39</sup> Vt C. Lagarde „Breaking the persistence of inflation“, kõne EKP 2023. aasta keskpanganduse foorumil „Macroeconomic stabilisation in a volatile inflation environment“, Sintra, Portugal, 27. juuni 2023; B. Bernanke ja C. Blanchard „What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?“, Hutchins Institutioni eelarve- ja rahapoliitika keskuses toimunud konverentsiks „The Fed: Lessons learned from the past three years“ valminud ettekanne, 23. mai 2023; N.-J. Hansen, F. Toscani ja J. Zhou „Europe’s Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains“, Rahvusvahelise Valuutafondi blogi, Rahvusvaheline Valuutafond, 26. juuni 2023.

<sup>40</sup> Näiteks kui tarbijad usuvad, et inflatsiooni põhjustavad suuremad sisendkulud (nt energia- ja toorainehinnad), peavad nad inflatsiooni pigem mööduvaks nähtuseks. See võib panna inflatsiooniootused kiiremini sihttasemele lähenema. Kui nad aga usuvad, et inflatsiooni põhjustavad peamiselt palgad või kasumid, võib see osutada püsivamatele ja kinnistumata ootustele edaspidise inflatsiooni kohta. Lisaks, kui tarbijad arvavad, et hinnad on kõrged ettevõtete sisendkulude tõttu, võivad nad olla rohkem nõus kõrgemat hinda maksma. Tõrksamad on nad siis, kui leiavad, et inflatsiooni peapõhjuseks on ettevõtete kasumid.

<sup>41</sup> Küsiti järgmist: „Mis on teie arvates teie riigis viimase 12 kuu jooksul toimunud kaupade ja teenuste üldise hinnataseme muutuse peapõhjus?“ Vastusevariandid olid: „1. Peapõhjuseks on ettevõtete kasumid“, „2. Peapõhjuseks on ettevõtete palgakulud“, „3. Peapõhjuseks on ettevõtete muud sisendkulud (nt energia-, toorainete või muud tegevuskulud)“. Valim hõlmas kuut euroala suurima majandusega riiki (Belgia, Saksamaa, Hispaania, Prantsusmaa, Itaalia ja Madalmaad) ning 10 308 vastust, mis saadi kõikidest riikidest (Belgia: 845, Saksamaa: 1797, Hispaania: 2268, Prantsusmaa: 2264, Itaalia: 2267, Madalmaad: 867).

<sup>42</sup> Järjestusest tingitud võimaliku mõju tõttu, mis võib panna vastajaid eelistama esimest või viimast vastusevarianti, randomiseeriti valikuvariandid rohkem kui 10 000 vastaja jaoks. Kuigi vastusevariantide järjestusel oli vastustele statistiliselt oluline mõju, oli see majanduslikult väike ega avaldanud märgatavat mõju kolme vastusevariandi kogukeskmisele ega kohale pingereas.

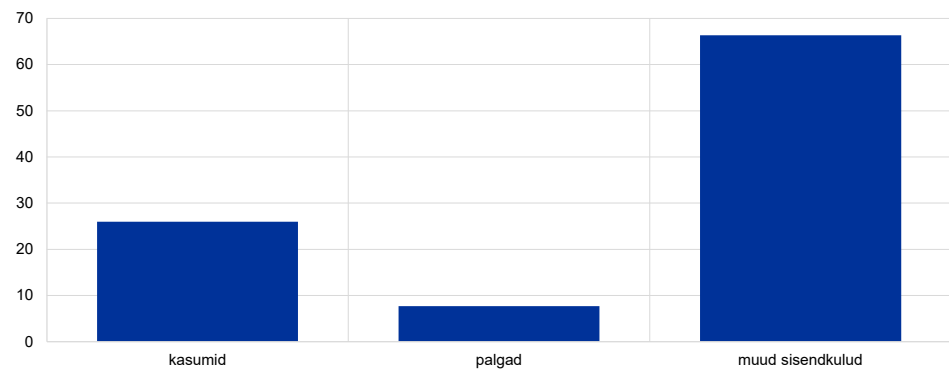
suhteline järjestus oli sama kõigi riikide ja kõigi võimalike demograafiliste jaotuste puhul.<sup>43</sup>

## Joonis A.

### Inflatsiooni tajutavad peapõhjused

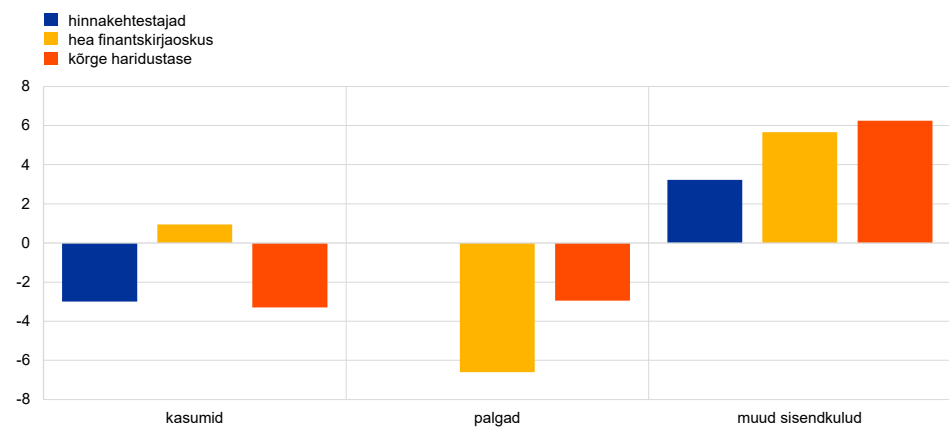
#### a) Üldine

(protsenti tarbijatest)



#### b) Jaotus valitud vastajate rühma kaupa

(protsendipunktides, vastuste osakaalu vahe)



Allikas: EKP (tarbijatootuste küsitlus).

Märkus. Osa a: kaalutud hinnangud. Iga vastusevariandi valinud vastajate osakaal. Osa b: kaalutud hinnangud. Iga vastusevariandi osakaalu erinevused rühmade kaupa. Hea finantskirjaoskus on seatud vastamisi kehvaga finantskirjaoskusega (st punktid, mis jäävad 1–5 skaalal 4st allapoole). Kõrghariduseks peetakse bakalaureusekraadi või sellest kõrgemat teaduskraadi ja vastuseid kõrvutati kõigi teistega. Hinnakehtestajad on niisuguste vastajate alamrühm, kes märkisid, et neil on konkreetsed juhtimiskohustused ennekoike seoses hinna kehtestamise ja lepingute alaste küsimustega.

### Teadmisi ettevõtete hinnakujundusstrateegiate kohta ning paremat

### finantskirjaoskust ja kõrgemat haridust seostatakse sellega, et peapõhjuseks

### valiti sagedamini muud sisendkulud.

Joonise A osas b on näidatud, kuidas tulemused muutuvad lähtuvalt vastajate omadustest. Juhtivatel kohtadel töötavad vastajad, kellel on konkreetsed kohustused hindu kehtestada ja lepingutega tegeleda (mis tähendab, et neil on teadmised hinnakujundusstrateegiate kohta), kipuvad

<sup>43</sup> Vastusevariantide suhteline järjestus oli kõigi võimalike jaotuste puhul sama. Kuigi demograafiliste rühmade seas esineb suurusjärkude erinevusi, ei mõjuta need järjestust.

teistest sagedamini valima peapõhjuseks muid sisendkulusid.<sup>44</sup> Sama ilmneb nende vastajate puhul, kellel on hea finantskirjaoskus või kõrge haridustase.

**Kuigi palgad olid kõikides riikides kolmandal (st madalaimal) kohal, esineb riigipõhiste tajude ja asjaomase riigi palkade arengu vahel korrelatsioon.** Kuigi palgad olid kõigis riikides madalaimal kohal, esineb riikide arvestuses mõningaid erinevusi. Vähem kui 6% Hispaaniast ja Itaaliast pärit vastajatest valisid peapõhjuseks palgad, samas kui Belgias ja Madalmaades oli see näitaja üle 10%. Joonise B osas a on kujutatud vastused riikide kaupa koos kollektiivlepinguga määratud palkade kasvu tegelike näitajatega. Belgias ja Madalmaades, kus tegelike palkade kasvuprotsent on suurem, on ka rohkem vastajaid, kes valisid inflatsiooni peapõhjuseks palgad.

**Palkade kehtestamisega seotud kohustustega vastajad valisid tõenäolisemalt põhiteguriks palgad.** Joonise B osas b on esitatud vastusevariandi „palgad“ järjestus rühmade kaupa. Seda vastusevarianti kalduvad tõepoolest tõenäolisemalt valima isikud, kellel on palkade kehtestamisel aktiivne roll. See võib kajastada suuremat teadlikkust palkade tähtsusest ettevõtete kulustruktuurides võrreldes tarbijatega, kes lähtuvad üksnes oma isiklikust sissetulekust. Täpsemalt valivad palgad peapõhjuseks tõenäolisemalt juhid, kellel on palkade kehtestamisega seotud kohustused, ning vastajad, kes on klassifitseeritud kui töötajatega füüsilisest isikust ettevõtjad. Seevastu töövõtjad ja töötajateta füüsilisest isikust ettevõtjad valivad palku peapõhjuseks harvem.

---

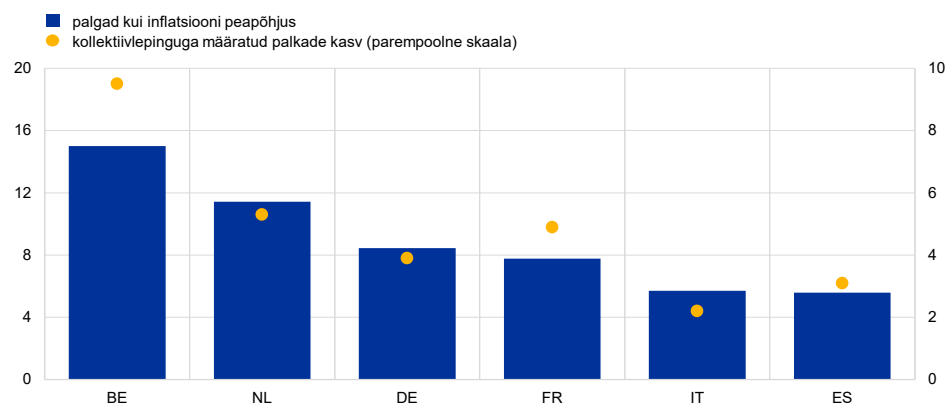
<sup>44</sup> (Hinna või palkade kehtestamisega seotud) juhtimiskohustusega vastajad moodustavad sobitatud valimist umbes 14,5%. Täpsemalt moodustavad juhtival kohal töötavad vastajad, kel on lepingutega tegelemise ja hindade kehtestamise kohustusi, kogu sobitatud valimist 11,7% (N = 1065), samas kui palkade kehtestamise kohustustega vastajad moodustavad sobitatud valimist 6,4% (N = 582).

## Joonis B.

### Palkade tajumine inflatsiooni peapõhjusena

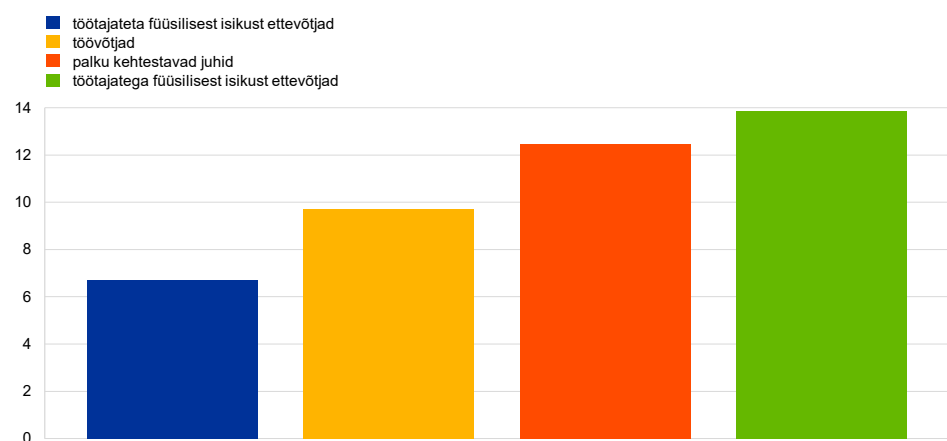
#### a) Jaotus riikide kaupa

(vastajate protsent, aastamuutus protsentides)



#### b) Jaotus valitud vastajate rühma kaupa

(vastajate protsent)



Allikas: EKP (tarbijaootuste küsitlus).

Märkus. Osa a: kaalutud hinnangud. „Kollektiivlepinguga määratud palgad“ osutab 2023. aasta esimese kvartali kollektiivlepinguga määratud palkade, sealhulgas ühekordsete maksete aastasele kasvumäärale. Osa b: kaalutud hinnangud. Nende vastajate osakaal igas rühmas, kes valisid inflatsiooni peapõhjuseks palgad. Füüsilisest isikust ettevõtjad on jagatud töötajatega ja töötajateta ettevõtjateks. Palku kehtestavad juhid on nende vastajate alamrühm, kes märkisid konkreetselt, et nad vastutavad palkade kehtestamise eest.

#### Vastajad, kes märkisid peapõhjuseks muud sisendkulud, eeldavad, et

**inflatsioon on vähem püsiv.** Täpsemalt on nende keskpika aja inflatsiooniootused

madalamad ning nende lühiajalised ootused mõjutavad keskpika aja ootusi vähem.

Tabelis A on arvuliselt väljendatud vastuste ja keskpika aja inflatsiooniootuste korrelatsioon (kontrollides hariduse, finantskirjaoskuse, riigi ja aja efekte).<sup>45</sup>

Tulemused osutavad, et sisendkulude variandi eelistamist seostatakse madalamate,

keskmiselt 0,46 protsendipunktiste keskpika aja inflatsiooniootustega võrreldes

nende vastajate baasrühmaga, kes valisid peapõhjuseks kasumid. Lisaks, kui

vaadata lühiajaliste ootuste mõju ülekandumist keskpika aja ootustele, kajastab

vastusevariandi „muud sisendkulud“ valinud vastajate tingimuslik 32% mõju

<sup>45</sup> Kontrollime muude muutujate mõju, mis võivad mõjutada inflatsiooniootusi, et tuvastada inflatsiooni peapõhjuse tajumise puhas mõju, mitte võimalikke segavaid tegureid, nagu haridus või finantskirjaoskus.

ülekanumise määra võrreldes 60% mittetingimuslik mõju ülekanumise määraga.<sup>46</sup> Viimasena on eeldatav tõenäosus, et EKP säilitab hinnastabiilsust, 3,5–3,6 protsendipunkti kõrgem pigem vastajate puhul, kes valisid vastuseks „muud sisendkulud“, kui teist kaht varianti eelistanud vastajate puhul. See positiivne seos on tugevam kui seos hariduse, finantskirjaoskuse või sissetulekuga.

**Tabel A.**  
Inflatsiooniootused ja inflatsioonitegurid

Mudel	Inflatsiooni peapõhjused		Finantskirjaoskus		Haridustase		Inflatsiooniootused järgmiseks üheks aastaks	Ühe aasta koosmõju palkadega	Ühe aasta koosmõju muude sisendkuludega	Riigi kontrollid	Aja-põhine efekt
	Palgad	Muud sisendkulud	Keskmine	Suur	Keskmine	Suur					
<b>Sõltuv muutuja:</b>											
Inflatsiooniootused järgmiseks kolmeks aastaks	-0,2	-0,46**	0,82***	1,87**	-0,69**	1,13**				Jah	Jah
	-0,156	-0,09	-0,122	(-0,112)	-0,134	-0,125					
Inflatsiooniootused järgmiseks kolmeks aastaks	0,45	-0,31**	-0,43**	0,91**	-0,59*	0,89**	-0,60**	0	0,03**	Jah	Jah
	-0,142	-0,086	-0,096	0,088	-0,106	-0,099	-0,005	-0,01	-0,006		
Tõenäosus, et sihttase saavutatakse kolme aasta jooksul		3,60**	1,51**	3,60**	-0,71	1,27**				Jah	Jah
		-0,42	-0,63	-0,58	-0,69	-0,66					
Tõenäosus, et sihttase saavutatakse kolme aasta jooksul		3,48**	1,52**	3,33**	-0,78	1,13**	-0,37**			Jah	Jah
		-0,42	-0,68	-0,58	-0,68	-0,65	-0,02				

Allikas: EKP (tarbijaootuste küsitlus).

Märkus. Kaalutud hinnangud. Valimis on kajastatud enamik vastajaid, kes vastasid inflatsioonitegureid käsitlevale küsimusele (umbes 9500), välja arvatud vaid mõni vaatlus, mida ei sobitatud andmetele. Kategooriad on esitatud põhikategooria suhtes, mis on vastuste puhul „kasumid“ ning finantskirjaoskuse ja hariduse puhul „madal“. Finantskirjaoskus on määratletud järgmiselt: väike = skoorid 1–2, keskmine = 3, suur = 4–5. Haridus on määratletud järgmiselt: madal = põhi- ja madalam haridus, keskmine = keskkooli- või ülikooliharidus, kõrge = kolmanda taseme haridus.

\* tähistab olulisust 10% juures. \*\* tähistab olulisust 5% juures. \*\*\* tähistab olulisust 1% juures.

**Vastusevariandi „muud sisendkulud“ valimine inflatsiooni peapõhjuseks on korrelatsioonis tarbijatega, kes usuvad, et EKP suudab järgmise kolme aasta jooksul hinnastabiilsust säilitada.** Arusaam, et peapõhjus on muud sisendkulud (ja seega tõenäosus, et vastajad tajuvad inflatsiooni põhjuseid pigem mööduvatena) on suures korrelatsioonis tarbijate uskumusega, et EKP suudab tagada kolme aasta

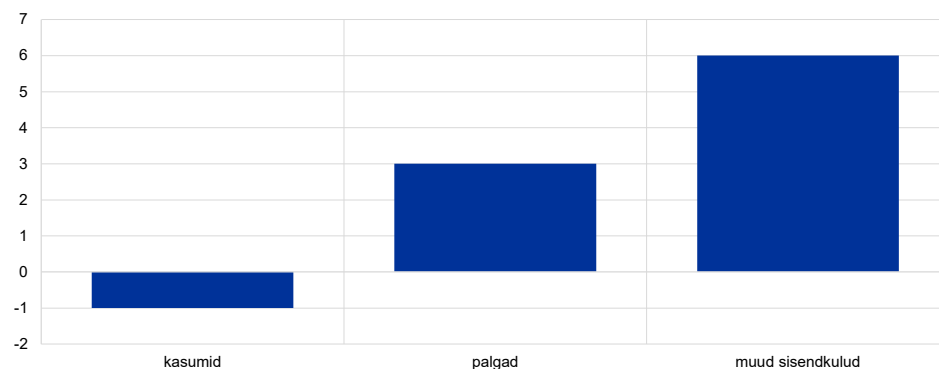
<sup>46</sup> Tingimusliku mõju arvutamiseks liidame ühe aasta ootuste mõju ülekanumise kolme aasta ootustele (0,60) kolmanda vastuse fiktiivse muutuja (-0,31) ja koosmõjuteguriga (0,03). Ühe aasta ootuste kasvades suureneb marginaalne mõju (0,03), kuid vastajate puhul, kes valisid peapõhjuseks muud sisendkulud, algab see kasv palju madalamalt tasemelt (-0,31).

jooksul hinnastabiilsuse.<sup>47</sup> Jooniselt C nähtub, et keskmine tajutud tõenäosus, et EKP säilitab hinnastabiilsust järgmise kolme aasta jooksul, on suurim, kui vastusevariandiks valitakse „muud sisendkulud“. See on väiksem siis, kui inflatsiooni peapõhjuseks valitakse palgad, ja kõige väiksem siis, kui valitakse kasum.

### Joonis C.

Tajutud tõenäosus, et EKP säilitab hinnastabiilsust järgmise kolme aasta jooksul, ja uskumused inflatsiooniallikate kohta

(protsendipunktides)



Allikas: EKP (tarbijootuste küsitlus).

Märkus. Kaalutud hinnangud. Tulbad kujutavad keskmist tõenäosust tegurite kaupa, millest on maha arvatud üldine keskmine tõenäosus. Võimalikkus või tõenäosus, et EKP säilitab hinnastabiilsust, arvatati välja nende vastuste põhjal, mis anti küsimusele „Kui tõenäoline on teie arvates see, et Euroopa Keskpank (EKP) säilitab järgmise kolme aasta jooksul euroala majanduse hinnastabiilsuse?“ Võimalik vastusevahemik oli 1–100.

**Kokkuvõttes osutab see tarbijootuste küsimustiku kaudu saadud uus tõendusmaterjal, et praeguse inflatsiooni peapõhjuse tajumine on seotud sellega, kuidas tarbijad kujundavad oma keskpika aja inflatsiooniootusi.** Kuigi enamik vastajatest nägid 2023. aasta juunile eelnenud 12 kuu inflatsiooni peapõhjuseks muud sisendkulusid, on edaspidi vaja hoolikamalt jälgida, kas peapõhjuseks töstetakse rohkem esile kasumeid või palku. Samuti on kasulik jälgida, kas seda saab seostada võimaliku ülespoole suunatud mõjuga keskpika aja inflatsiooniootustele ning vähenenud tajutud tõenäosusega, et EKP suudab keskpika aja jooksul hinnastabiilsust säilitada.

<sup>47</sup> Keskmine mittetingimuslik tõenäosus on praegu 42%. Seda näitajat on aga raske pikema aegreata tõlgendada. Seega keskendutakse analüüsis ristingimuste erinevustele. Aluseks olev näitaja töötati välja uurimisprojekti raames, mille eesmärk oli uurida EKP teabevahetuse tõhusust seoses selle 2021. aasta strateegia läbivaatamisega; vt M. Ehrmann, D. Georganakos ja G. Kenny „Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB’s new monetary policy strategy“, EKP teadustoimetis nr 2785, 2023.

## 5 Kliimamuutused ning euroala ettevõtete rohelised investeeringud ja roheline rahastamine – SAFE küsitluse tulemused

Koostanud Annalisa Ferrando, Johannes Groß ja Judit Rariga

**Selles infokastis käsitletakse kliimamuutustest tulenevate riskide tähtsust euroala ettevõtete jaoks ning nende investeerimisplaane ja rahastamisvajadusi seoses kliimamuutuste mõju leevendamise**ga. Ajavahemikul 25. maist kuni 26. juunini 2023 korraldas Euroopa Keskpank (EKP) **ettevõtete rahastamise kättesaadavuse küsitluse (SAFE)** katsevooru, mis sisaldas esimest korda konkreetseid küsimusi selle kohta, kuidas mõjutavad kliimamuutused euroala ettevõtteid.<sup>48</sup> Täpsemalt küsiti ettevõtetelt, 1) kui oluliseks peavad nad füüsiliste ja üleminekuriskide tagajärgi, 2) milliseid investeeringuid nad teevad riskide vähendamiseks või oma majandustegevuse negatiivse keskkonnamõju vähendamiseks, 3) millised rahastamisallikad nad on valinud kliimamuutustega seotud investeeringute rahastamiseks ja 4) millised on vajalikule rahastamisele juurdepääsu võimalikud takistused.

**Olemasolevas erialakirjanduses liigitatakse kliimarisikid vastavalt nende mõjuritele tavaliselt füüsilisteks riskideks ja üleminekuriskideks.** Füüsilised riskid tulenevad kliimamuutuste, sealhulgas äärmuslike ilmastikunähtuste ja muutuvate kliimamudelite füüsilisest mõjust majandusele. Üleminekuriskid tulenevad rangemate kliimanõuete rakendamisest, reguleerimisest ja CO<sub>2</sub> heite maksustamisest eesmärgiga soodustada üleminekut vähese CO<sub>2</sub> heitega majandusele. Füüsilised riskid võib omakorda jagada akuutseteks füüsilisteks riskideks, mis on seotud loodusohutudega, nagu metsatulekahjud, tormid ja üleujutused, ning kroonilisteks riskideks, mis on seotud kliimamudelite pikemaajaliste muutustega, mille tulemuseks on looduskeskkonna halvenemine ja loodusvarade ammendumine.<sup>49</sup>

**Mure kliimamuutuste tagajärgede pärast järgmise viie aasta jooksul on euroala ettevõtete seas üsna laialdane (joonis A).** Küsitluses vastas 60% euroala ettevõtetest, et rangemate kliimanõuetega seotud üleminekuriskid on nende jaoks

<sup>48</sup> Küsitluse selle vooru eesmärk oli hinnata mitut kavandatut muudatust, nimelt 1) küsitluse sageduse suurendamist nii, et poolaasta asemel tehtaks see kord kvartalis, et saada ajakohasemat teavet ettevõtete rahastamistingimuste kohta, 2) uute kvantitatiivsete tulevikku suunatud küsimuste lisamist peamiste majandusnäitajate kohta ja 3) uute vajaduspõhiste küsimuste lisamist. Katsevooru tulemusi ei ole veel EKP veebisaidil avaldatud. Avaldamine on kavas pärast seda, kui vastuste kvaliteedi hindamine on lõpetatud. Võrreldes tavapärase küsitlusega osales katsevoorus väiksem valim euroala ettevõtteid. Et valim oleks euroala ettevõtete üldkogumi suhtes representatiivne, moodustati see riikide, suurusklasside ja tegevusalade kaupa kihitatud juhuvalimina. Valimimaht oli 5733 ettevõtet, millest 5233 (91%) olid VKEd (alla 250 töötajaga). Katsevoorus osalesid Austrias, Belgias, Hispaanias, Iirimaa, Itaalias, Kreekas, Madalmaades, Portugalis, Prantsusmaal, Saksamaal, Slovakkias ja Soomes tegutsevad ettevõtted.

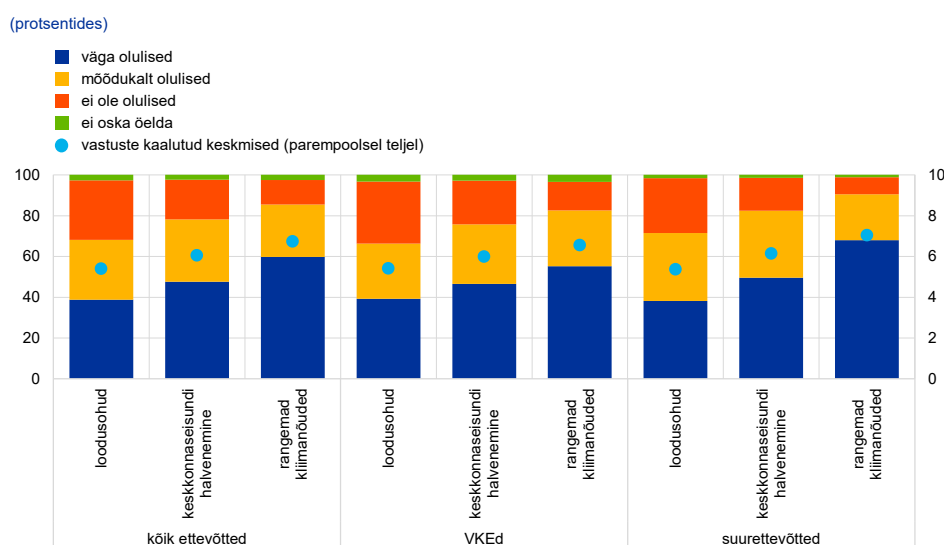
<sup>49</sup> Vt Rahvusvaheliste Arvelduste Panga aruanne „Climate-related risk drivers and their transmission channels“, aprill 2021, ja keskpankade rohevõrgustiku (Network for Greening the Financial System, NGFS) aruanne „Macroeconomic and financial stability: implications of climate change“, juuli 2019. Vt ka Frank Eldersoni blogipostitus „The economy and banks need nature to survive“ EKP veebisaidil, juuni 2023.

„väga olulised“.<sup>50</sup> Suurettevõtted olid rangematest kliimanõuetest, reguleerimisest ja CO<sub>2</sub> heite maksustamisest tulenevate üleminekuriskide pärast rohkem mures kui väikesed ja keskmise suurusega ettevõtted (VKEd).

Lisaks sellele oli 39% vastanutest väga mures loodusohude pärast (7 ja enam punkti skaalal 1–10) ja 48% vastanutest ütlesid, et tunnevad samal määral muret keskkonnaseisundi halvenemise pärast. See näitab, et keskkonnaseisundi halvenemise tagajärgede pärast on mures rohkem ettevõtteid, isegi kui nad ei arva, et vahetud loodusohud nende enda tegevust võiksid haavata.

### Joonis A.

Kliimamuutuste tagajärgede olulisus euroala ettevõtete jaoks järgmise viie aasta jooksul



Allikad: EKP ja Euroopa Komisjoni küsitlus SAFE.

Märkus. Ettevõtetele paluti märkida, kui olulised on kliimamuutuste tagajärjed nende senise ärimudeli seisukohast järgmise viie aasta jooksul skaalal ühest (ei ole üldse olulised) kümneni (väga olulised). Joonisel on skaala jagatud kolmeks kategooriaks: vähene (1–3), mõõdukas (4–6) ja suur tähtsus (7–10). Keskmisi punktisummasid on kaalutud suurusklassi, majandustegevuse ja riigi järgi, et kajastada aluseks oleva ettevõtete üldkogumi majanduslikku struktuuri.

**Ettevõtted on kliimamuutustest tulenevate füüsiliste riskide pärast mures eelkõige rannikualadel ja piirkondades, kus metsatulekahjude esinemissagedus on olnud suurem, kuid üleminekuriskidega seotud kartused on euroala piirkondades ühtlasemalt jaotunud (joonis B).** Piirkondlik analüüs selle kohta, kui tähtsaks peavad ettevõtted kliimamuutuste tagajärge, näitab, et loodusohudega seotud kartused on suuremad rannikualadel või piirkondades, mis on ajalooliselt olnud põua, metsatulekahjude või üleujutuste suhtes haavatavad, eriti Lõuna-Euroopas ja Põhjamaades (joonise B osa a, vasakul). Seevastu keskkonnaseisundi halvenemise pärast tuntakse muret peamiselt piirkondades, mida mõjutab turism või rasketööstus (joonise B osa a, paremal). Võrreldes füüsiliste riskidega teevad üleminekuriskid muret suuremale hulgale ettevõtetele (joonis A) ja

<sup>50</sup> Sarnased tulemused saadi ka küsitluses kliimamuutuste mõju kohta majandustegevusele ja hindadele, mille EKP korraldas 2022. aasta alguses juhtivate ettevõtete seas. Vastuseks küsimusele kliimamuutuste peamise mõju kohta äritegevusele nimetas ligikaudu kaks kolmandikku vastanutest kliimaneutraalsele majandusele üleminekuga seotud riske. Pooled vastajatest viitasid ka muutuvast kliimast tulenevatele füüsilistele riskidele. [Majandustegevust ja hindu mõjutavad kliimamuutused – pilguheit juhtivate ettevõtete küsitlusele](#), EKP majandusülevaade 4/2022.

nendega seotud kartused on euroala piirkondades ka ühtlasemalt jaotunud (joonise B osa b). Kuna kliimaeeskirju kehtestatakse peamiselt riiklikul või Euroopa tasandil, on tähtsus, mida ettevõtted üleminekuriskidele omistavad, igas riigis homogeensem võrreldes füüsilistest riskidest tulenevate kartustega, mis jaotuvad pigem piirkonna alusel.

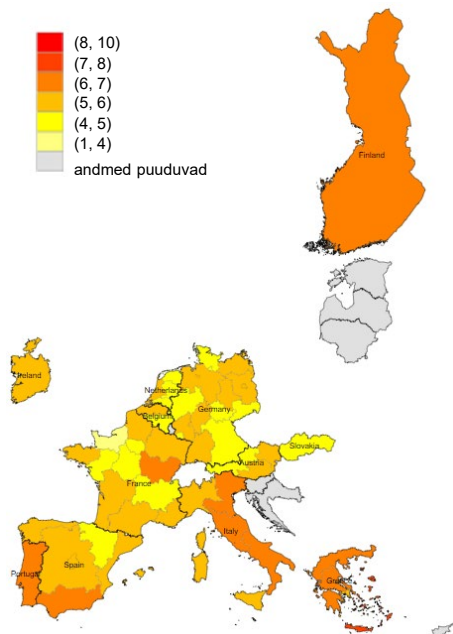
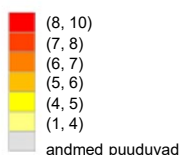
## Joonis B.

### Kliimamuutuste tagajärgede olulisus järgmise viie aasta jooksul – geografiline jaotus

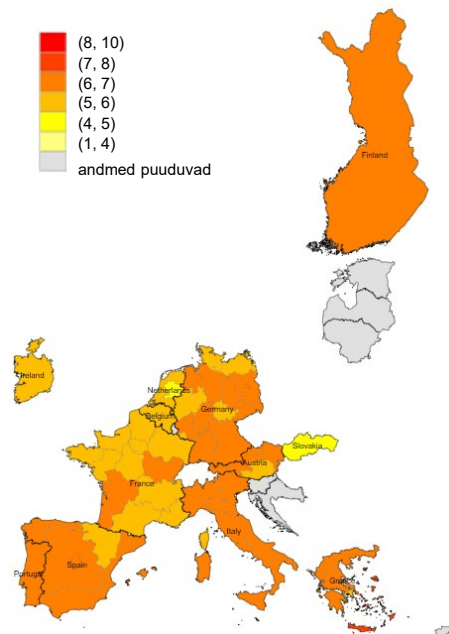
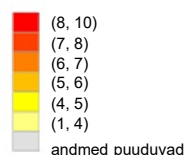
#### a) Füüsilised riskid

(kaalutud keskmised punktisummad)

##### loodusohutude risk

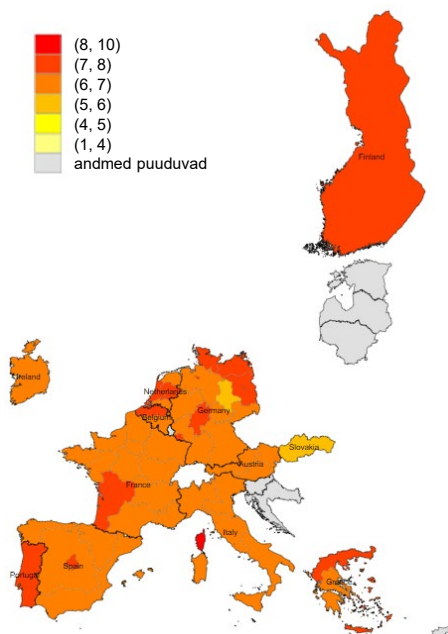
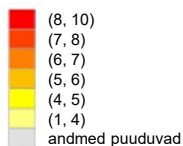


##### keskkonnaseisundi halvenemise risk



#### b) Üleminekuriskid

(kaalutud keskmised punktisummad)



Allikad: EKP ja Euroopa Komisjoni küsitlus SAFE.

Märkus. Kaartidel on esitatud kaalutud keskmised tulemused kliimamuutuste tagajärgede olulisuse kohta ettevõtete jaoks järgmise viie aasta jooksul euroala peamiste sotsiaalmajanduslike piirkondade kaupa NUTS1 (2016. aasta klassifikatsioon) alusel. Ettevõtetele paluti märkida, kui olulised on kliimamuutuste tagajärjed (loodusohud, keskkonnaseisundi halvenemine ja rangemad kliimanõuded) nende senise ärimudeli seisukohast järgmise viie aasta jooksul skaalal ühest (ei ole üldse olulised) kümneni (väga olulised). NUTS1 tasandi kaalutud keskmised punktisummad on iga kategooria vastuste keskmised, mida on kaalutud suurusklassi, majandustegevuse ja riigiga, et kajastada küsitluse aluseks oleva ettevõtete üldkogumi majanduslikku struktuuri.

**Ettevõtete mure loodusohtude riskide pärast riigi tasandil peegeldab varasemaid kahjusid ja on korrelatsioonis eeldatavate tulevaste riskidega (joonis C).** Joonise C ülemine osa näitab selget positiivset seost ühelt poolt küsitluse kaalutud keskmise tulemuse (mis näitab loodusohtude riski olulisust ettevõtete äritegevuse seisukohast) ja teiselt poolt riigi tasandil viimase 40 aasta jooksul erinevate katastroofide tagajärjel tekkinud varasemate kumulatiivsete kahjude vahel.<sup>51</sup> Korrelatsioon on aga nõrgem, kui võrrelda küsitluse riigipõhiseid tulemusi (mis on rühmitatud väikese, keskmise ja suure riski kategooriateks) tulevikku suunatud näitajaga, mille kindlakstegemiseks hinnati seda, kui suur on kliimamuutuste lähtestsenaariumi korral pankade aastane kahju juhul, kui ettevõtteid ei suuda loodusohtude tõttu laenu tagasi maksta (joonise C alumine osa).<sup>52</sup> Ettevõtete hinnangud suuremale riskile on vaid nõrgas korrelatsioonis kliimamuutustest tulenevate märksa suuremate eeldatavate tulevaste kahjudega. Lisaks on eeldatavate kahjude jaotumine ulatuslikum nendes rühmades, kus ettevõtteid omistavad loodusohtude riskile suurt tähtsust. See võib viidata sellele, et kliimamuutuste edaspidist arengut ei ole ettevõtete riskihinnangutes veel täielikult arvesse võetud, kuna tulevased kliimastsenaariumid on väga ebakindlad.

---

<sup>51</sup> Rohkem teavet kliimamuutustest tingitud varasemate kahjude andmete kohta leiab [looduskatastroofide andmebaasist \(CATDAT\)](#).

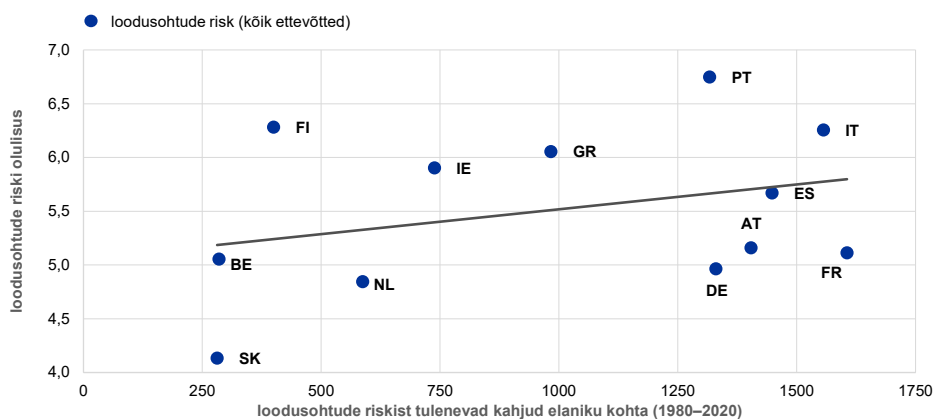
<sup>52</sup> Tuginedes Euroopa Komisjoni Teadusuuringute Ühiskeskuse (JRC) lähtestsenaariumile (JRC 2017), loetakse riigi tasandil loodusohtudest (rannikute üleujutused, jõgede üleujutused ja tormid) tingitud eeldatavad aastased kahjud võrdseks ettevõtte tasandi riskihinnangute summaga; riskihinnanguid on kaalutud ettevõtete laenude, võlakohustuste ja omakapitali selle osaga, mis on avatud riskile suhetes finantsasutustega. Ettevõtte tasandi riskihinnangud näitavad igal aastal riskist mõjutatud osa varade koguportfellis, mida on hinnatud JRC kahjufunktsioonide abil (Huizinga, De Moel ja Szewczyk 2017). Täiendavaid üksikasju füüsiliste riskide analüütiliste näitajate ja meetoodika kohta vt EKP publikatsioonist „[Climate-Related Indicators – Analytical indicators on physical risks](#)“.

## Joonis C.

Loodusohutude riski tähtsus järgmise viie aasta jooksul seoses loodusohtude riskist tingitud varasemate ja eeldatavate kahjudega

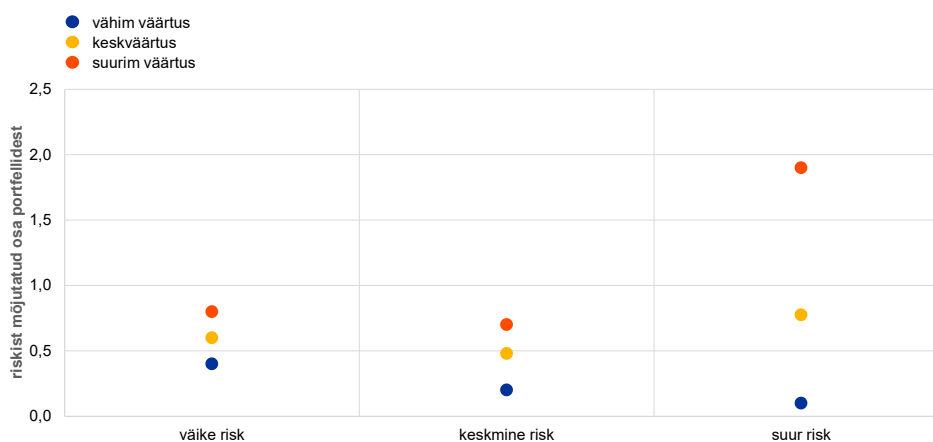
### a) Varasemad loodusohtude riskist tingitud kahjud

(y-telg: küsitlusele antud vastuste kaalutud keskmised tulemused; x-telg: miljonid eurod)



### b) Eeldatavad tulevased riskid

(y-telg: protsendid; x-telg: küsitlusele antud vastuste riskikategooriad)



Allikad: EKP ja Euroopa Komisjoni küsitlus SAFE, looduskatastroofide integreeritud andmebaas (CATDAT), EKP füüsiliste riskide analüütilised näitajad ja EKP arvutused.

Märkus. SAFE küsitluses paluti ettevõtetal märkida, kui olulised on loodusohtudega seotud riskide tagajärjed nende senise ärimudeli seisukohast järgmise viie aasta jooksul skaalal ühest (ei ole üldse olulised) kümneni (väga olulised). Joonise osa a y-teljel esitatud kaalutud keskmised hinnangud on riikide tasandil antud vastuste keskmised; kasutatud on vastajate kaalutud arvu. Osa a x-telg näitab ilmastiku ja kliimaga seotud äärmuslikest nähtustest tingitud majandusliku kahju väärtust aastatel 1980–2020. Joonise osa b y-telg näitab normaliseeritud riskipositsiooni (pankade portfelli osa, mis on avatud mittefinantsettevõtete laenu, võlakohustuste ja omakapitaliga seotud riskile riigi tasandil) jaotust. Osa b x-teljel on riigid, mille keskmine riskihinnang on alla 5, liigitatud väikese riskiga riikide kategooriasse; riigid, mille keskmine riskihinnang jääb vahemikku 5–6, on liigitatud keskmise riskiga riikide kategooriasse; ja riigid, mille keskmine riskihinnang on üle 6, on liigitatud suure riskiga riikide kategooriasse. Osa b ei kajasta Madalmaid, kuna eeldatavate aastaste kahjude näitaja ei võta arvesse seniseid ja tulevase leevendusmeetmeid, mistõttu Madalmaade näitaja liigitub väärtuseks.

### Enamik ettevõtteid hindab kliimamuutustega seoses tehtud või kavandatavaid investeeringuid piisavaks.

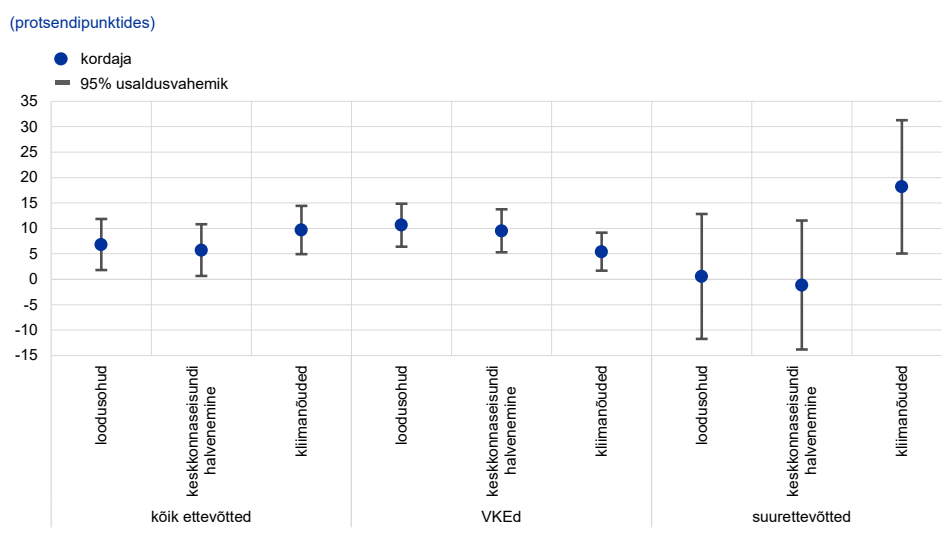
Pooled euroala ettevõtetest leiavad, et on omaenda negatiivse keskkonnamõju vähendamiseks piisavalt investeerinud, ja 24% ettevõtetest kavatseb teha investeeringuid järgmise viie aasta jooksul. Samal ajal on vastuste kohaselt 32% ettevõtetest juba teinud ja 23% kavatseb järgmise viie aasta jooksul teha investeeringuid loodusohtude riski mõju vähendamiseks. Näib, et oma tegevuse negatiivset keskkonnamõju vähendavad aktiivsemalt suurettevõtteid.

**Rangemad kliimanõuded motiveerivad ettevõtteid investeerima kliimamuutuste leevendamisse rohkem kui loodusohud või keskkonnaseisundi halvenemine (joonis D).** Taandatud kujul regressioonianalüüsid, milles uuriti kolme

peamise kliimamuutustega seotud riski ühist mõju ettevõtete kliimainvesteeringutele, osutavad, et rangemad kliimanõuded võivad ajendada ettevõtteid investeerima suhteliselt rohkem (10 protsendipunkti) kui loodusohudega seotud riskid (7 protsendipunkti) või keskkonnaseisundi halvenemine (6 protsendipunkti).<sup>53</sup> Kui aga vaadata ainult VKEsid, siis nende puhul ei mõjuta rangemad kliimanõuded investeeringuid oluliselt tõenäolisemalt kui loodusohude või looduskeskkonna halvenemise tekitatud kartused. Seevastu suurettevõtete investeerimisplaanide jaoks on rangemad kliimanõuded tähtsamad. Üldiselt võib olla, et ettevõtetel on lihtsam hinnata rangemate nõuetega (nt CO<sub>2</sub>-maksuga) seotud kulused kui looduskatastroofide tõenäosust ja tagajärgi. Seetõttu võivad rangemad nõuded kujutada ettevõtetele suuremat stiimulit investeerimaks kliimamuutuste leevendamisse. Lisaks peaksid suurettevõtted olema teadlikumad oma kliimamõjust, arvestades kasvavat survet esitada kestlikkusaruandeid.<sup>54</sup>

**Joonis D.**

**Kliimamuutuste tagajärjed ja nende leevendamiseks tehtavad investeeringud**



Allikad: EKP, Euroopa Komisjoni küsitlus SAFE ja EKP arvutused.  
Märkus. Joonis kajastab regressioonikordajaid, mis näitavad kliimamuutuste tagajärgede mõju kliimainvesteeringutele, mida euroala ettevõtted järgmise viie aasta jooksul teevad või kavandavad. Fiktivsete muutujate – loodusohud, keskkonnaseisundi halvenemine ja rangemad kliimanõuded – väärtus on 1, kui ettevõtte märkis, et need probleemid on väga olulised, st skaalal ühest (ei ole üldse olulised) kümneni (väga olulised) on nende väärtus vähemalt 7. Tulemusmuutuja on 1, kui ettevõtteid on investeeritud või kavatsesid järgmise viie aasta jooksul investeerida loodusohude riski või omaenda negatiivse keskkonnamõju vähendamisse. Analüüsis on arvesse võetud ettevõtete käivet, tööjõukulusid, tööjõuga mitteseotud sisendikulused ja intressikulused ning regressioonianalüüs hõlmab ettevõtte suuruse (töötajate arvu), aja, majandussektori ja asukoha (NUTS1 tasandil) efekte. „Vurrud“ tähistavad 95% usaldusvahemikke.

<sup>53</sup> Ka olemasolevas kirjanduses rõhutatakse CO<sub>2</sub>-maksude rolli keskkonnanahoidlike tehnoloogiliste lahenduste tootmise ja innovatsiooni soodustamisel. Vt D. Acemoglu, P. Aghion, L. Bursztyn ja D. Hemous „The Environment and Directed Technical Change“, American Economic Review, kd 102, nr 1, veebruar 2012, ja D. Acemoglu, U. Acigit, D. Hanley ja W. Kerr „Transition to Clean Technology“, Journal of Political Economy, kd 124, nr 1, veebruar 2016. Kuigi enamik ELi ettevõtteid on mures füüsiliste riskide pärast, investeerivad vaid vähesed ettevõtted vastupanuvõime suurendamiseks; vt Euroopa Investeerimispank „What drives firms’ investment in climate action? Evidence from the 2022-2023 EIB Investment Survey“, 14. juuni 2023.

<sup>54</sup> Lisateave ettevõtete kestlikkusaruandlust käsitlevate Euroopa Liidu õigusaktide kohta, mida kohaldatakse suurte ja börsil noteeritud ettevõtete (sh börsil noteeritud VKEde) suhtes: [Corporate Sustainability Reporting](#).

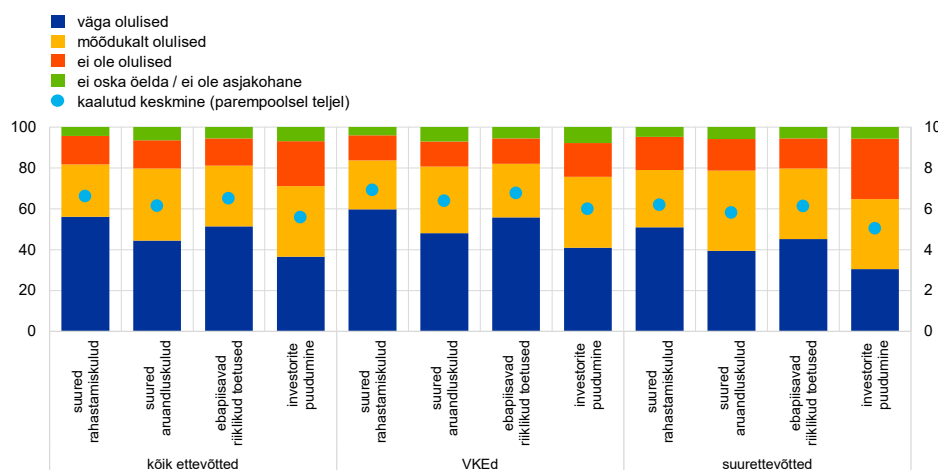
## Loodusohutude riskide vähendamise või rangemate kliimanõuete täitmise investeerimiseks vajalikule rahastamisele juurdepääsu takistavad mitmesugused tegurid (joonis E).

Rohkem kui pooled ettevõtetest märkisid, et kliimaga seotud investeeringute tegemisel on väga oluline takistus liiga kõrged intressimäärad või liiga suured rahastamiskulud ja ebapiisavad riiklikud toetused.<sup>55</sup> Ettevõtted võivad pidada kulusid suureks, kuna nad ei pruugi piisavalt arvesse võtta kasu, mida nad saavad kliimamuutustest tulenevate riskide vähendamisest. Väga olulise takistusena nimetas 45% ettevõtetest ka liiga suuri keskkonnaaruandluse kulusid, samas kui 37% ettevõtetest pidas väga oluliseks probleemiks investorite vähest valmisolekut rahastada rohelisi investeeringuid. VKEde jaoks on kõik investeeringute rahastamise takistused suuremad kui suurettevõtete jaoks.

### Joonis E.

#### Loodusohutude riskide vähendamise või rangemate kliimanõuete täitmise investeerimiseks vajalikule rahastamisele juurdepääsu takistused

(protsentides)



Allikad: EKP ja Euroopa Komisjoni küsitlus SAFE.

Märkus. Ettevõtetele paluti märkida, kui olulised on loodusohutude riskide vähendamise või rangemate kliimanõuete täitmise investeerimiseks vajalikule rahastamisele juurdepääsu takistused skaalal ühest (ei ole üldse olulised) kümneni (väga olulised). Joonisel on skaala jagatud kolmeks kategooriaks: vähene (1–3), mõõdukas (4–6) ja suur tähtsus (7–10). Valimisse kuuluvad ettevõtted, kes on juba investeerinud või kavatsevad investeerida rohepõhimõtete rakendamiseks.

## Küsitluse tulemused rõhutavad riiklike laenuatagatiste ja erasektori vahendite tähtsat rolli ressursside suunamisel majanduse keskkonnahoidlikumaks muutumise (joonis F).

Subsideerimata laenude ja jaotamata kasumi kõrval on ettevõtete jaoks oluliseks rahastamisallikaks subsideeritud laenu, seda rohkem VKEde kui suurettevõtete puhul. SAFE küsitluse andmetel kasutas 2023. aasta esimesel poolel 19% ettevõtetest oma tegevuse rahastamiseks subsideerimata laene, samas kui subsideeritud laene kasutas vaid 9% ettevõtetest. Samal ajal plaanib 24% ettevõtetest kasutada kliimaga seotud investeeringuteks subsideerimata laene ja 34% ettevõtetest kavatseb kasutada subsideeritud laene. Euroala pankade laenu tegevuse uuring, mille EKP hiljuti korraldas, osutab, et pangad on hakanud pöörama kliimarisikidele suuremat tähelepanu ja et rangemad

<sup>55</sup> R. De Haas, R. Martin, M. Muùls ja H. Schweiger leiavad oma publikatsioonis „Managerial and financial barriers to the green transition“, milles tuginetakse ettevõtete küsitluse andmetele, et ettevõtete investeeringuid keskkonnahoidlikku tehnoloogiasse pärsivad nii laenupiirangud kui ka keskkonnahoidlike juhtimistavade puudulikkus.

aruandlusnõuded koos eelarveliste toetusmeetmetega avaldavad keskkonnahoidlikele ettevõtetele laenude andmisele soodsat mõju.<sup>56</sup> Näiteks teatasid pangad keskkonnahoidlikele ettevõtetele antavate uute laenude puhul laenutingimuste leevendamisest, ent muudele kui keskkonnahoidlikele ettevõtetele antavate laenude puhul on laenutingimusi üldiselt karmistatud. Ilmselt peavad pangad muudele kui keskkonnahoidlikele ettevõtetele laenamist endiselt riskantsemaks.<sup>57</sup> Riiklike tagatiste kasutamine võib seda riski vähendada, hõlbustades seega kliimaga seotud üleminekuprotsessi ka nende ettevõtete puhul, kellel on küll üleminekukava olemas, kuid keda pangad ei pea keskkonnahoidlikuks.

Ettevõtete poolel kinnitavad taandatud kujul regressioonianalüüsid, milles uuriti rahastamisallikate ühist mõju kliimainvesteeringutele, et subsideeritud laenude ja jaotamata kasumi kasutamine suurendab investeerimise tõenäosust vastavalt 7 protsendipunkti ja 8 protsendipunkti võrra (joonise F osa b). Lisaks toovad tulemused esile omakapitali tähtsuse – see soodustab loodusohutude riski ja ettevõtete negatiivse keskkonnamõju vähendamisse investeerimist.<sup>58</sup>

---

<sup>56</sup> Vt [euroala pankade laenutegevuse küsitlus 2023. aasta teise kvartali kohta](#), EKP, 25. juuli 2023. Olenevalt andmete kättesaadavusest kasutasid pankade laenutegevuse uuringu raames küsitletud pangad keskkonnahoidlike ja muude ettevõtete eristamiseks mitmesuguseid allikaid, näiteks ettevõtete finantsaruannetest saadud teavet, heiteandmeid sisaldavaid kestlikkusaruandeid ja olemasolu korral üleminekukavasid, eriti suuremate ettevõtete puhul, ning laenuvõtjatele uute laenude andmiseks küsimustike abil kogutud teavet (enamasti keskkonnaalaste, sotsiaalsete ja äriühingu üldjuhtimisega seotud kriteeriumide kohta). VKEdele antavate laenudega seotud kliimarisiki hindamiseks kasutati pankade sõnul sageli hoopis sektori keskmistatud teavet ja hinnanguid.

<sup>57</sup> Vt B. Buchetti, I. Miquel-Flores, S. Perdichizzi ja A. Reghezza „[Greening the Economy: How Public-Guaranteed Loans Influence Firm-Level Resource Allocation](#)“, juuni 2023; F. Lamperti, V. Bosetti, A. Roventini, M. Tavoni ja T. Treibich „[Three green financial policies to address climate risks](#)“, Journal of Financial Stability, kd 54, juuni 2021.

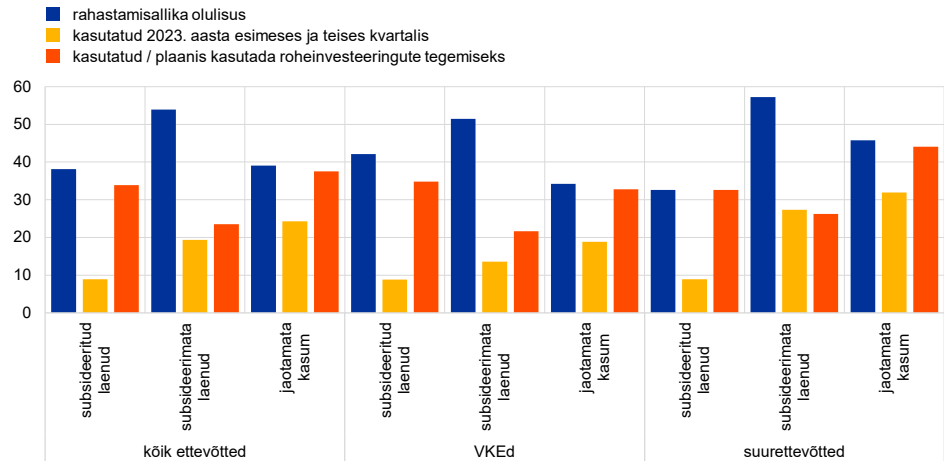
<sup>58</sup> Vt R. De Haas ja A. Popov „[Finance and Green Growth](#)“, The Economic Journal, kd 133, nr 650, veebruar 2023, lk 637–668.

## Joonis F.

Rahastamisallikate kasutamine, investeerimaks loodusohutudele ja kliimapolitiilistele riskidele avatuse vähendamise

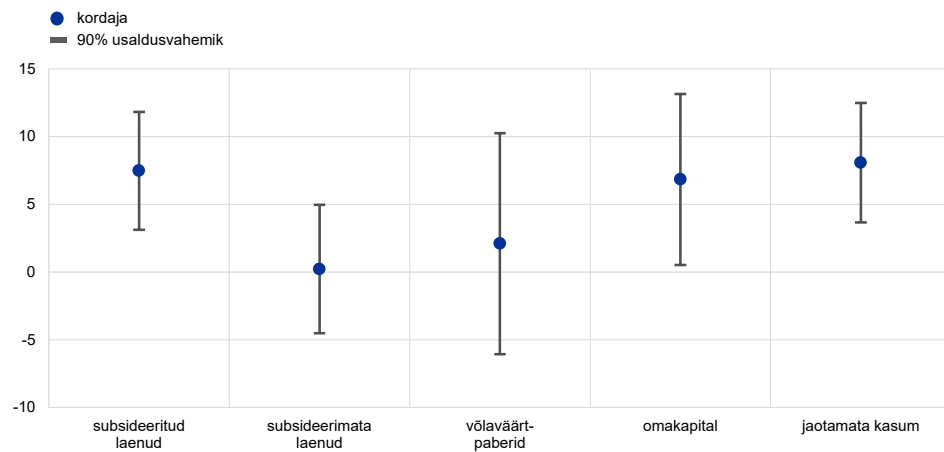
### a) Rahastamisallikate kasutamine

(protsentides)



### b) Rahastamisallikate mõju kliimainvesteeringutele

(protsendipunktides)



Allikad: EKP, Euroopa Komisjoni küsitlus SAFE ja EKP arvutused.

Märkus. Andmed viitavad ettevõtetele, kes on juba investeerinud või kavatsevad investeerida rohepõhimõtete rakendamise. Joonise osas a näitavad sinised tulbad nende ettevõtete osakaalu, kes peavad konkreetset rahastamisallikat oma ettevõtte jaoks oluliseks (on seda varem kasutanud või kaaluvad selle kasutamist tulevikus), ning kollased tulbad näitavad nende ettevõtete osakaalu, kes on konkreetset rahastamisallikat kasutanud 2023. aasta esimeses kvartalis või kahes esimeses kvartalis. Punased tulbad näitavad nende ettevõtete osakaalu, kes on kasutanud või kavatsevad kasutada konkreetset rahastamisallikat, et investeerida loodusohutudele ja kliimapolitiilistele riskidele avatuse vähendamise. Joonise osas b on esitatud euroala ettevõtete rahastamisallikate ja tehtud või kavandatavate kliimainvesteeringute vahelise regressiooni kordajad. Fiktiivsete muutujate – subsidieritud laenud, subsidieerimata laenud, võlaväärt-paberid, omakapital ja jaotamata kasum – väärtus on 1, kui ettevõtte märkis, et ta kasutab või kavatseb kasutada neid rahastamisallikaid roheinvesteeringute rahastamiseks. Sõltuv muutuja on fiktiivne muutuja, mille väärtus on 1, kui ettevõtte on investeerinud või kavatseb järgmise viie aasta jooksul investeerida loodusohutude riski või omaenda negatiivse keskkonnamõju vähendamise, ja 0, kui ettevõtte ei ole selliseid investeeringuid teinud. Regressioonanalüüs hõlmab ettevõtete suuruse, aja, majandussektori ja asukoha (NUTS1 tasandil) efekte. „Vurrud“ tähistavad 90% usaldusvahemikke.

## Likviidsuskeskkond ja rahapoliitilised operatsioonid 10. maist 1. augustini 2023

Koostanud Jens Budde ja Petra Fricke

**Selles infokastis kirjeldatakse likviidsuskeskkonda ja eurosüsteemi rahapoliitilisi operatsioone 2023. aasta kolmandal ja neljandal arvestusperioodil.** Need kestsid 2023. aasta 10. maist kuni 1. augustini (edaspidi vaatlusperiood).

**EKP nõukogu tõstis kolme baasintressimäära 25 baaspunkti võrra nii 4. mail 2023 kui ka 15. juunil 2023 toimunud istungil.** Need tõusud jõustusid vastavalt 2023. aasta kolmandal ja neljandal arvestusperioodil.

**Euroala pangandussüsteemi ülelikviidsus vähenes vaatlusperioodi jooksul märkimisväärselt.** See tulenes kolmanda seeria suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide (TLTRO-III) neljanda operatsiooni tähtaja saabumisest ning pankade muude TLTRO vahendite ennetähtaegsetest tagasimaksetest 28. juunil 2023. Oluline, kuid väiksem osa oli ka varaostukava portfelli järkjärgulisel vähendamisel pärast seda, kui eurosüsteem oli 1. juulil lõpetanud varaostukava raames tehtavad reinvesteeringud. Seda ülelikviidsuse vähenemist tasakaalustas aga osaliselt autonoomsete netotegurite jätkuv kahanemine, mis lisas süsteemile likviidsust. Autonoomsed netotegurid on vähenenud alates negatiivsete intressimäärade keskkonna lõppemisest 2022. aasta juulis peamiselt tänu valitsemissektori hoiuste vähenemisele.

### Likviidsusvajadus

**Vaatlusperioodil vähenes pangandussüsteemi keskmine päevane likviidsusvajadus, mida määratakse autonoomsete netotegurite ja kohustusliku reservi summana, 189,8 miljardi euro võrra 1836,9 miljardi euroni.**

Võrreldes 2023. aasta esimese ja teise arvestusperioodiga oli see peaaegu täielikult seostatav autonoomsete netotegurite kahanemisega 189,4 miljardi euro võrra 1671,9 miljardi euroni, mis tulenes likviidsust vähendavate autonoomsete tegurite vähenemisest (tabeli A osa „Likviidsusega seotud muu teave“) ja likviidsust suurendavate autonoomsete tegurite suurenemisest. Kohustuslik reserv kahanes seevastu vaid pisut: 0,3 miljardi euro võrra 165 miljardi euroni.

**Likviidsust vähendavad autonoomsed tegurid kahanesid vaatlusperioodil 127,6 miljardi euro võrra 2804,4 miljardi euroni. Selle peamine põhjus oli valitsemissektori hoiuste ja muude autonoomsete tegurite vähenemine.**

Valitsemissektori hoiused vähenesid vaatlusperioodil keskmiselt 113,9 miljardi euro võrra 255,8 miljardi euroni, kusjuures suurem osa vähenemisest toimus kolmandal arvestusperioodil (tabeli A osa „Kohustused“). See vähenemine kajastab riigikassade hoitavate puhvrite jätkuvat normaliseerimist ja likviidsuse juhtimise strateegiate kohandamist pärast valitsemissektori hoiuste intressimäärade ülemmäära

langetamist riikide keskpankade poolt, mis jõustus 1. mail 2023. Ringluses olevate pangatähtede keskmine maht kasvas vaatlusperioodil 8,2 miljardi euro võrra 1565,3 miljardi euroni.

**Likviidsust suurendavad autonoomsed tegurid kasvasid 62 miljardi euro võrra 1133 miljardi euroni.** Eurodes nomineeritud netovarad suurenesid vaatlusperioodil 55,7 miljardi euro võrra. See tulenes peamiselt eurodes nomineeritud kohustuste vähenemisest euroalaväliste residentide ees kolmandal arvestusperioodil. See omakorda kajastab eurosüsteemi reservihaldusteenuste (ERMS) klientide likviidsuse juhtimise strateegiate kohandamist, kuna 1. maist 2023 kohandati ka ERMSi raames hoitavate hoiuste intressimäärasid. Netovälisvarade maht suurenes 6,2 miljardi euro võrra.

Tabelis A on esitatud ülevaade eelkirjeldatud autonoomsetest teguritest ja nende muutustest.<sup>59</sup>

**Tabel A.**  
Eurosüsteemi likviidsuskeskkond

**Kohustused**

(keskmine näitaja, miljardites eurodes)

	Jooksev vaatlusperiood: 10. mai 2023 – 1. august 2023						Eelmine vaatlusperiood: 8. veebruar 2023 – 9. mai 2023	
	Kolmas ja neljas arvestusperiood		Kolmas arvestusperiood: 10. mai – 20. juuni		Neljas arvestusperiood: 21. juuni – 1. august		Esimene ja teine arvestusperiood	
<b>Likviidsust vähendavad autonoomsed tegurid</b>	2804,4	(-127,6)	2823,8	(-104,1)	2784,5	(-39,3)	2932,0	(-136,5)
Ringluses olevad pangatähed	1565,3	(+8,2)	1563,7	(+3,8)	1567,0	(+3,3)	1557,1	(-6,1)
Valitsemissektori hoiused	255,8	(-113,9)	256,4	(-104,3)	255,2	(-1,2)	369,7	(-62,9)
Muud autonoomsed tegurid (neto) <sup>1)</sup>	983,3	(-21,9)	1003,7	(-3,7)	962,3	(-41,4)	1005,2	(-67,5)
<b>Kohustuslikku reservi ületavad arvelduskontod</b>	14,4	(-6,9)	16,8	(-0,1)	11,8	(-5,0)	21,3	(-16,1)
<b>Kohustuslik reserv<sup>2)</sup></b>	165,0	(-0,3)	164,8	(-1,0)	165,1	(+0,3)	165,3	(-2,0)
<b>Hoiustamise püsivõimalus</b>	3919,0	(-126,4)	4126,4	(+130,3)	3706,6	(-419,8)	4045,4	(-241,1)
<b>Likviidsust vähendavad peenhäälestusoperatsioonid</b>	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) Arvutatud ümberhindluskontode, euroala residentide muude nõuete ja kohustuste ning kapitali ja reservide summana.

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

<sup>59</sup> Lisateavet autonoomsete tegurite kohta vt EKP 2002. aasta mai kuubülletääni artiklist „The liquidity management of the ECB“.

## Varad

(keskmine näitaja, miljardites eurodes)

	Jooksev vaatlusperiood: 10. mai 2023 – 1. august 2023						Eelmine vaatlusperiood: 8. veebruar 2023 – 9. mai 2023	
	Kolmas ja neljas arvestusperiood		Kolmas arvestusperiood: 10. mai – 20. juuni		Neljas arvestusperiood: 21. juuni – 1. august		Esimene ja teine arvestusperiood	
<b>Likviidsust suurendavad autonoomsed tegurid</b>	1133,0	(+62,0)	1145,8	(+63,4)	1119,9	(–25,9)	1071,0	(+81,8)
Netovälisvarad	938,2	(+6,2)	948,2	(+3,3)	927,9	(–20,4)	932,0	(–18,5)
Netovarad eurodes	194,8	(+55,7)	197,5	(+60,1)	192,0	(–5,5)	139,0	(+100,3)
<b>Rahapoliitika instrumendid</b>	5766,7	(–326,6)	5986,4	(–38,5)	5546,8	(–439,6)	6093,4	(–477,6)
Avaturuoperatsioonid	5766,6	(–326,7)	5986,3	(–38,5)	5546,7	(–439,6)	6093,3	(–477,6)
Krediidioperatsioonid	897,5	(–274,7)	1102,2	(–17,0)	692,9	(–409,3)	1172,3	(–454,5)
Põhilised refinantseerimisoperatsioonid	6,3	(+5,0)	1,6	(+0,2)	10,9	(+9,2)	1,2	(–0,4)
Kolmekuulised pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid	3,8	(+1,4)	2,1	(–0,0)	5,5	(+3,4)	2,5	(+0,1)
TLTRO-III operatsioonid	887,5	(–281,1)	1098,4	(–17,1)	676,5	(–421,9)	1168,6	(–453,3)
Otsetehingute portfellid <sup>1)</sup>	4869,1	(–51,9)	4884,1	(–21,5)	4853,8	(–30,4)	4921,0	(–23,1)
Laenamise püsivõimalus	0,1	(+0,1)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(+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 portfellide jaotust.

## Likviidsusega seotud muu teave

(keskmine näitaja, miljardites eurodes)

	Jooksev vaatlusperiood: 10. mai 2023 – 1. august 2023						Eelmine vaatlusperiood: 8. veebruar 2023 – 9. mai 2023	
	Kolmas ja neljas arvestusperiood		Kolmas arvestusperiood: 10. mai – 20. juuni		Neljas arvestusperiood: 21. juuni – 1. august		Esimene ja teine arvestusperiood	
Kogu likviidsusvajadus <sup>1)</sup>	1836,9	(–189,8)	1843,2	(–168,6)	1830,3	(–12,9)	2026,6	(–220,4)
Autonoomsed netotegurid <sup>2)</sup>	1671,9	(–189,4)	1678,4	(–167,6)	1665,2	(–13,2)	1861,3	(–218,3)
Ülelikviidsus <sup>3)</sup>	3933,3	(–133,4)	4143,1	(+130,2)	3718,3	(–424,8)	4066,7	(–257,2)

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 arveldamisel 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: 10. mai 2023 – 1. august 2023				Eelmine vaatlusperiood: 8. veebruar 2023 – 9. mai 2023			
	Kolmas arvestusperiood: 10. mai – 20. juuni		Neljas arvestusperiood: 21. juuni – 1. august		Esimene arvestusperiood		Teine arvestusperiood	
Põhilised refinantseerimisoperatsioonid	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)
Laenamise püsivõimalus	4,00	(+0,25)	4,25	(+0,25)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)
Hoiustamise püsivõimalus	3,25	(+0,25)	3,50	(+0,25)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)
€STR	3,148	(+0,250)	3,401	(+0,253)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)
RepoFunds Rate Euro indeks	3,134	(+0,253)	3,400	(+0,266)	2,402	(+0,774)	2,881	(+0,480)

Allikad: EKP, CME Group ja Bloomberg.

Märkus. Sulgudes esitatud näitajad tähistavad muutust protsendipunktides võrreldes eelmise vaatlus- või arvestusperioodiga. €STR on euro lühiajaline intressimäär.

## Rahapoliitika instrumentidega pakutud likviidsus

### Keskmine rahapoliitika instrumentide kaudu pakutud likviidsus kahanes vaatlusperioodil 326,6 miljardi euro võrra 5766,7 miljardi euroni (joonis A).

Likviidsuse vähenemine oli peamiselt tingitud krediidioperatsioonide kahanemisest.

### Keskmine krediidioperatsioonide kaudu pakutud likviidsus vähenes

**vaatlusperioodil 274,7 miljardi euro võrra.** See vähenemine kajastab suures osas TLTRO-III laenujäägi vähenemist TLTRO-III neljanda operatsiooni (476,8 miljardit eurot) tähtaja saabumise ja pankade muude TLTRO vahendite ennetähtaegsete tagasimaksete (29,5 miljardit eurot) tõttu 28. juunil neljandal arvestusperioodil. Samal ajal näitasid aga eurosüsteemi standardsete refinantseerimisoperatsioonide (põhilised ja kolmekuulised pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid) jäägid neljandal arvestusperioodil mõningast kasvu.

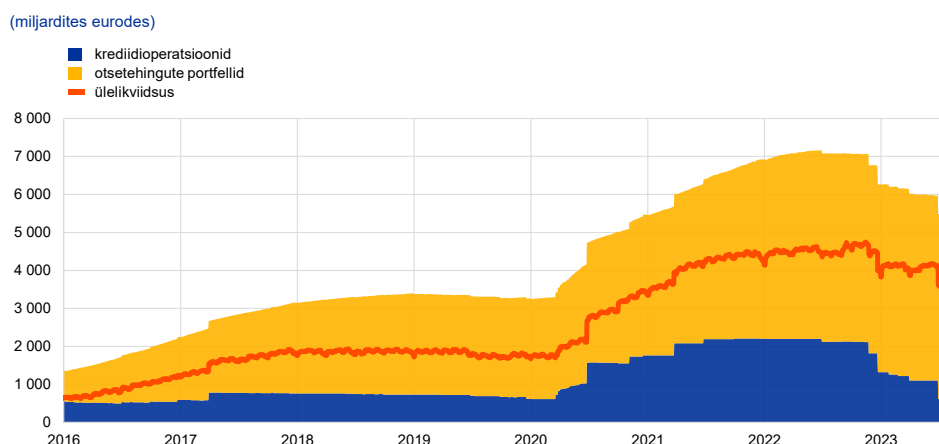
### Keskmine otsetehingute portfelliide pakutud likviidsus vähenes

**vaatlusperioodil 51,9 miljardi euro võrra.** EKP pandeemia majandusmõju ohjeldamise erakorralise varaostukava raames lõpetati netovaraostud 2022. aasta märtsi lõpus ja alates sellest ajast on eurosüsteem täielikult reinvesteerinud selle kava raames ostetud aegumistähtajani jõudnud väärtpaberitelt laekuvad maksed. Mis puudutab varaostukava, siis kooskõlas EKP nõukogu otsusega vähendati saabunud tähtajaga väärtpaberite põhisummamaksete reinvesteerimist keskmiselt 15 miljardi euro võrra kuus kuni juuni lõpuni ja 1. juulil lõpetati need täielikult.<sup>60</sup>

<sup>60</sup> Otsetehingute portfelliides hoitavaid väärtpabereid kajastatakse amortiseeritud soetusmaksumuses ning need hinnatakse iga kvartali lõpus ümber, mis avaldab samuti mõju keskmistele koondnäitajatele ja otsetehingute portfelliide muutustele.

## Joonis A.

### Avaturuoperatsioonide kaudu pakutud likviidsuse ja ülelikviidsuse muutused



Allikas: EKP.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 1. augustist 2023.

## Ülelikviidsus

**Ülelikviidsus vähenes eelmise vaatlusperioodi viimase päeva 4114 miljardilt eurolt 467,8 miljardi euro võrra ja jõudis selle vaatlusperioodi viimaseks päevaks ehk 1. augustiks 3646,1 miljardile eurole.** Keskmine ülelikviidsus kahanes vaatlusperioodil 133,4 miljardi euro võrra 3933,3 miljardi euroni.

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. Saavutanud 2022. aasta novembris haripunkti (4748 miljardit eurot), on ülelikviidsus aina vähenenud, ennekõike TLTRO-III operatsioonide tähtaegade saabumise ja vahendite ennetähtaegsete tagasimaksete tulemusel, arvestamata autonoomsete tegurite mõju.

## Intressimäärade muutused

**Euro lühiajaline intressimäär (€STR) tõusis vaatlusperioodil 51 baaspunkti võrra, eelmise vaatlusperioodi viimase päeva 9. mai 2,894%-lt käesoleva vaatlusperioodi viimaseks päevaks ehk 1. augustiks<sup>61</sup> 3,404%-le, kajastades EKP baasintressimäärade tõstmisi.** EKP baasintressimäärade 2023. aasta mai- ja juunikuise tõusu mõju ülekandumine tagamata rahaturu üleöintressimääradele oli täielik ja kohene. Sarnaselt 2023. aasta esimese kahe arvestusperioodiga oli €STR käesoleval vaatlusperioodil keskmiselt 10,1 baaspunkti allpool hoiustamise püsivõimaluse intressimäära.

<sup>61</sup> 1. augusti intressimäär kajastab ka juuli lõpu mõju.

**Euroala repotehingute intressimäär, mida mõõdetakse RepoFunds Rate Euro indeksiga, tõusis 55,7 baaspunkti võrra: 9. mai 2,881%-lt 1. augustiks 3,438%-le (vt joonealune märkus 3).** Baasintressimäärade tõstmise mõju ülekandumine tagatud rahaturule oli kohene ja täielik. Repoturu toimimine jäi korrapäraseks tänu mitmele tegurile, sealhulgas suurematele netoemissioonidele alates aasta algusest ja kaasatud tagatiste vabastamisele seoses aegumistähtajani jõudnud suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonidega, aga ka varaostukava raames hoitavate varade vähenemisele.

## Pankade kapitali jaotamine ja selle mõju rahapoliitikale

Koostanud Cyril Couaillier, Maria Dimou ja Conor Parle

**Pangad jaotavad kapitali aktsiainvestoritele kas dividendide maksmisega või aktsiate tagasiostmisega. Selle mõju rahapoliitika ülekandumisele pankade kaudu on ebaselge.** Ühest küljest võib kapitali jaotamine olla rahapoliitika ülekandumise seisukohast pikemas perspektiivis kasulik, sest see teeb pangad investorite jaoks atraktiivseks. Esiteks annab kapitali jaotamine märku juhtide kindlustundest panga oodatava kasumivoo suhtes või hinnangust, et panga senine aktsiahind on alahinnatud. Teiseks annab dividendide jaotamine investoritele suurema kontrolli panga teenitud rahavoo üle ja võimaldab saada kasu väljamaksetest, selle asemel et hoida seda raha täielikult juhtkonna käsutuses. Nende kahe kanali kaudu võib kapitali jaotamine aktsiainvestoritele näidata, et pank on stabiilne. See omakorda tähendab pangale väiksemat omakapitali kaudu rahastamise kulu ja teeb lihtsamaks rahastamise leidmise finantsturgudel. Lõppkokkuvõttes võib väiksem omakapitali kaudu rahastamise kulu toetada pankade head finantsseisundit, säilitades nende võime rahapoliitikat sujuvalt üle kanda. Teisest küljest vähendab kapitali jaotamine panga omavahendite suhtarve, kui kõik muud tegurid on võrdsed. Kapitali jaotamine võib kujutada endast varasemate või tulevaste majanduslike nõrkuste ilmingut, sest pank võib jaotada kapitali, mida tal varem ei olnud võimalik ja mida tal edaspidi eeldatavasti ei ole vaja kasutada, et rahuldada investeringutega seotud laenuõudlust. Sel juhul oleks kapitali jaotamine kooskõlas rahapoliitika karmistamise ülekandumisega. Peale selle mõjutaks vähenenud vahendusvõime ka rahapoliitika karmistamise pangapõhist ülekandumist, sest väiksemad kapitalipuhvrid tingiksid laenuitingimuste karmistumise. Samas võivad ülemäärased või halvasti ajastatud väljamaksed võimendada stressi, eriti ebakindlatel aegadel, ja takistada rahapoliitika sujuvat ülekandumist olukorras, kus finantssüsteemi on tabanud šokk.<sup>62</sup> Mõnel juhul võib see seada finantssüsteemi stabiilsuse suuremasse ohtu. Seepärast peaksid pangad väljamakseid tegema kaalutletult.

**Pärast seda, kui pandeemia kõige ägedam faas lõppes ja kehtivuse kaotas ka EKP pangandusjärelevalve soovitus väljamakseid piirata, on euroala pangad kapitali kiires tempos jaotanud, eelkõige mahukate tagasiostuprogrammide kaudu (joonis A). Nõnda korvasid nad eelmistel aastatel tegemata jäänud väljamakseid.** Kapitali jaotamise dünaamikale heidab valgust uus euroala pankade dividendide ja tagasiostude andmebaas, mis on loodud aastaaruannete põhjal. Need andmed võimaldavad uurida väljamakseid, mis eeldatavasti tehakse 2022. majandusaasta eest (2023. aastal), ning hinnata väljamaksete dünaamikat nii mikro- kui ka makrotasandil. EKP pangandusjärelevalve 2020. aasta märtsi soovitus peatada pandeemia ajal kapitali väljamaksed tõi kaasa kapitali jaotamise järsu languse sel aastal, kuna paljud pangad jätsid tegemata väljamaksed, mida nad olid plaaninud 2019. aasta kasumist teha (joonis A). 2020. aasta detsembris seda

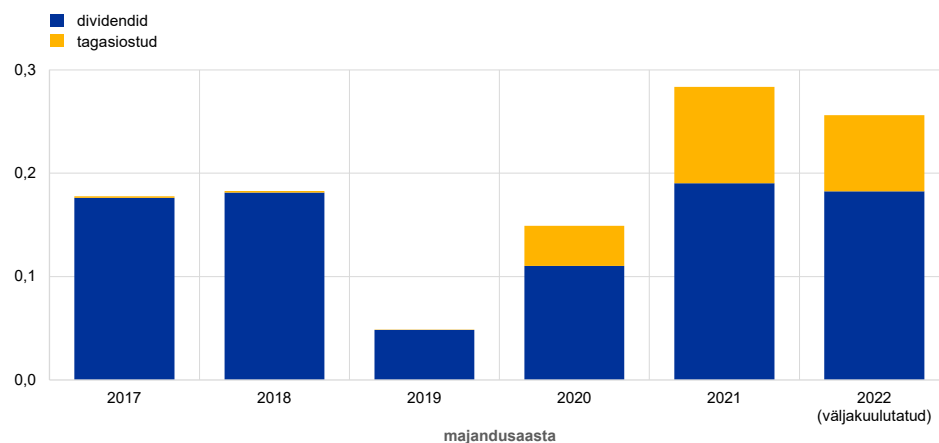
<sup>62</sup> Näiteks võivad aktsiate tagasiostud olla tingitud sellest, et tegevjuhtide tasu on seotud aktsia hinnaga. Kapitali jaotamine, mis ei põhine fundamentaalnäitajatel, võib kahandada pankade vahendusvõimet.

soovitust muudeti: pankadel paluti väljamaksete tegemisest hoiduda või nende mahtu piirata. Pärast selle soovituskehtivuse lõppemist 2021. aasta septembris hakkasid euroala pangad taas väljamakseid tegema. Väljamaksete maht on pandeemia eelnenud aastatega võrreldes kasvanud, ent see on siiski 2020. ja 2021. aastaks kavandatud väljamaksete mahust väiksem. Kuigi dividendide maht on veidi suurem kui enne pandeemiat, tuleneb peamine osa kapitali väljamaksete suurenemisest aktsiate tagasiostudest. Need moodustavad 2021. aasta kasumil põhinevatest väljamaksetest 33% ja 2022. aasta kasumil põhinevatest väljamaksetest 29% (joonise A kollased tulbad), samas kui aastatel 2017–2019 tagasiostud peaaegu puudusid.

### Joonis A.

#### Dividendide jaotamine ja aktsiate tagasiostud protsendina koguvaradest

(protsentides koguvaradest)

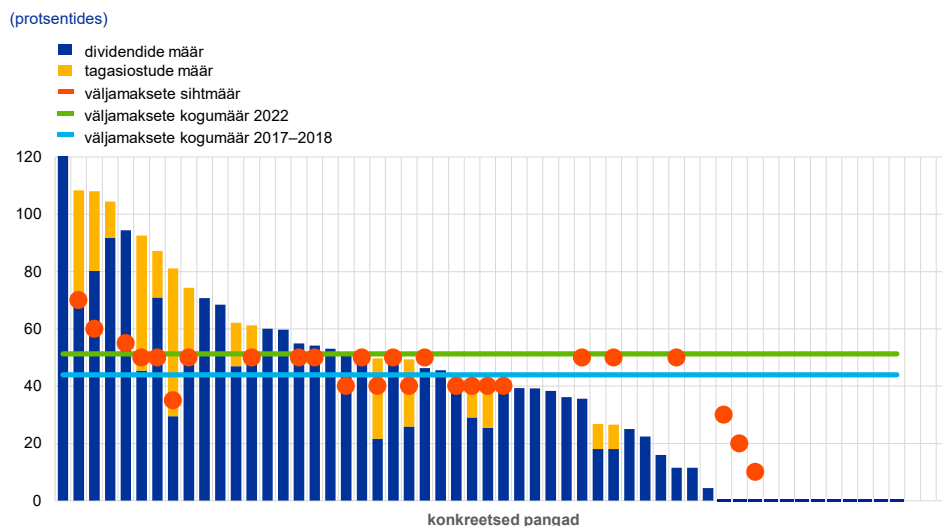


Allikad: pankade finantsaruanded ja EKP arvutused.

Märkus. Joonisel on näidatud euroala 57 pangast koosneva valimi dividendimaksete ja tühistamise eesmärgil aktsiate tagasiostude aastane koguväärtus, mis on skaleeritud pankade aasta keskmiste koguvarade summa alusel. Kui mõne majandusaasta kohta ei olnud andmed kättesaadavad, kasutati järgmise majandusaasta koguvarade näitajat. Väärtused on võetud pankade aastaaruannetest ning kujutavad endast enne vaatlusaasta lõppu tehtud vahemaksete ja pärast aasta lõppu tehtud lõppmaksete summat, kusjuures mõlemad makseliigid on seotud vaatlusaasta kasumiga. Viimased andmed puudutavad 2022. aasta kasumi jaotamist (väljamaksete tehakse 2023. aastal).

## Joonis B.

2022. aasta kasumist tehtud väljamaksete määrad ja minimaalsete väljamaksete sihtmäärad konkreetsete pankade tasandil



Allikad: pankade finantsaruanded, EKP järelevalveline aruandlus ja EKP arvutused.

Märkus. Joonisel on kajastatud 2022. majandusaasta kasumist tehtud tagasiostude ja dividendimaksete kogusummad osakaaluna konkreetsete pankade selle aasta puhaskasumist. Vasakpoolne äärmine tulp kujutab 350% suurust kogumäära panga puhul, kes tegi 2023. aastal erakorralise makse, mis oli seotud 2022. majandusaastaga. Punktid kajastavad minimaalsete väljamaksete sihtmäärasid pankade alamvalimi puhul, kes sellised sihtmäärad avaldasid. Roheline ja helesinine pidevjoon kajastavad väljamaksete kogumäära (väljamaksete kogusumma jagatud kõigi valimisse kuuluvate pankade puhaskasumite summaga) vastavalt 2022. ja 2017.–2018. aasta kohta. Ajavahemik 2019–2021 on välja jäetud, kuna seda mõjutas vähemalt osaliselt pandeemia. Nulliga võrdsed väikesed tulbad paremal pool vastavad pankadele, kellel analüüsi tegemise ajal ei olnud kavandatud dividendimakseid ega tagasioste seoses 2022. majandusaastaga. Kõik määrad on seotud 2022. aasta kasumi jaotamisega (väljamaksete tehakse 2023. aastal).

**Väljamaksete maht on pankade arvestuses märkimisväärselt erinev nii väljamaksete kogusumma kui ka erakorraliste tagasiostude olulisuse poolest (joonis B), samas kui pankade avaldatud plaanid viitavad sellele, et dividendimaksed suurenevad edaspidi tõenäoliselt veelgi.** Koguarvestuses on

börsil noteeritud euroala pankade valimisse kuuluvad pangad dividendidena ja tagasiostudena välja maksnud või kavatsevad välja maksta ligikaudu 50% oma 2022. aasta kogukasumist (roheline pidevjoon joonisel B). See on palju suurem näitaja kui 2017. ja 2018. aasta eest (kaks viimast pandeemiast mõjutamata aastat, helesinine pidevjoon joonisel B) tehtud väljamaksete kogumäär, mis oli 44%, kuid üldjoontes on tegemist vahepealsetel aastatel tegemata jäänud väljamaksete korvamisega.<sup>63</sup> Kogumahust ei ilmne siiski märkimisväärsed pankadevahelised erinevused, eeskätt aktsiate tagasiostude puhul (kollased tulbad joonisel B). Tagasiostude põhjused on erinevad. Mõnel juhul on tegemist struktuurse komponendiga, enamasti aga erakorraliste tagasiostudega.<sup>64</sup> Sellele viitab näiteks asjaolu, et enamikul juhtudel vastab pankade avalike aruannete kohase tegeliku väljamaksemäära ja väljamaksete sihtmäära vaheline erinevus aktsiate tagasiostudele. Enamiku pankade väljamaksete sihtmäär on vahemikus 40–60%, samas kui osade pankade puhul on see märksa madalam, kui nad taastavad

<sup>63</sup> EKP soovitus oli 2019. aasta kasumi põhjal tehtud väljamaksete määr madal, kuid 2020. aasta kasumi puhul oli see määr palju kõrgem, kuna väljamaksete taastusid pisut. 2019. ja 2020. aasta koguarvestuses oli väljamaksete määr üldjoontes kooskõlas pandeemiaeelsete näitajatega, mis viitab väljamaksete mõningasele tasatsemisele.

<sup>64</sup> Mõne panga aastaaruandes seostatakse erakorralisi tagasioste tütarettevõtete müügiga. Teised pangad nimetavad otsese eesmärgina lisakapitali vähendamist, et säilitada tõhus kapitalistruktuur, või kirjeldavad tagasioste osana tavapärasest väljamaksepoliitikast.

parajasti kapitali pärast stressiperioode, nagu ülemaailmne finantskriis ja riigivõlakriis (oranžid punktid joonisel B). Lisaks, kuigi dividendimaksete maht on pandeemiaeelse perioodiga võrreldes kasvanud, jäävad paljude pankade dividendimaksed endiselt alla sihtmäära või ei maksta dividende üldse. On võimalik, et pangad, kellel on vähem vaba kapitali või keda mõjutavad muud eeskirjadest tulenevad piirangud, suurendavad dividendimakseid siis, kui nende olukord normaliseerub ja konkurentsiturve tugevneb, mille tulemusel kasvab dividendimaksete kogumaht edaspidi veelgi.

**Enamasti jaotavad pangad rohkem kapitali siis, kui nad on kasumlikumad, kui nende varade kvaliteet (möödetuna viivislaenude suhtarvuga) on parem ja kui nad on likviidsemad. Samuti püüavad nad kapitali jaotamist ajas ühtlasena hoida, millele osutavad viitajaga maksed (joonis C).** Neid korrelatsioone kinnitab mitut aastat hõlmav ökonomeetiline analüüs, mis näitab, et pankade väljamaksete suhtarvud (väljamaksete protsent panga omakapitalist) sõltuvad väljamaksete endi viitaegadest ning pankade omakapitali tootlusest (*return on equity*, ROE) ja viivislaenude (*non-performing loan*, NPL) suhtarvudest (joonis D), mis on kooskõlas erialakirjanduse andmetega.<sup>65</sup> Hinnangute kohaselt suurendab kogu pangandussektori omakapitali tootluse iga täiendav protsendipunkt väljamakseid 2 miljardi euro võrra. Pankade netointressimarginaalide kasv rahapoliitika karmistamise taustal, mis sai alguse 2022. aasta keskpaigas, on pankade kapitali jaotamist seni tõenäoliselt toetanud. Samal ajal võib rahapoliitika karmistamise mõju kasumlikkust aja jooksul kahandada, kuna laenukasv aeglustub, krediidirisk suureneb ja hoiuste intressimäärad tõusevad, piirates lisaväljamaksete tegemise võimalusi. Samuti näitab analüüs, et suuremaid väljamakseid teevad pangad, kelle likviidsuspositsioon on parem. Viimast kajastab likviidsuskattekindluse (*liquidity coverage ratio*, LCR). Üldiselt näib, et viimaste aastate jooksul on kõige rohkem dividende jaotanud pangad, mille olukord oli selleks kõige kindlam.<sup>66</sup>

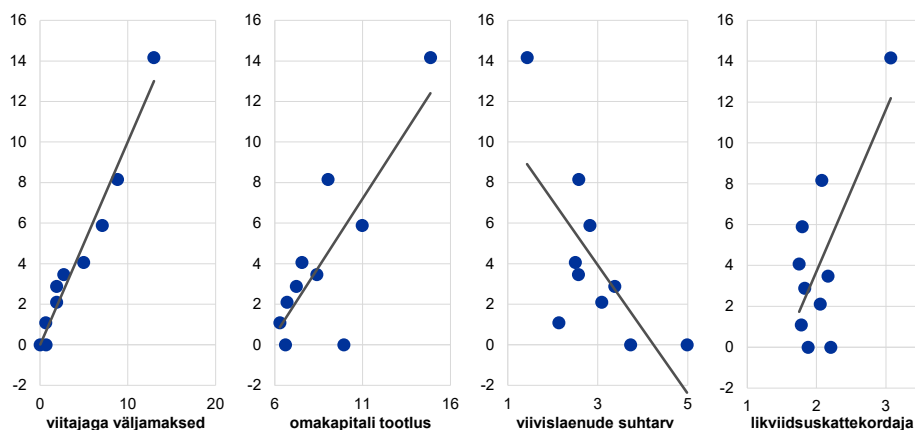
<sup>65</sup> Vt muu hulgas M. Belloni, M. Grodzicki ja M. Jarmuzek „Why European banks adjust their dividend payouts?“, EKP teadustoimetis nr 2765, jaanuar 2023; J. Theis ja A. S. Dutta „Explanatory factors of bank dividend policy: revisited“, *Managerial Finance*, kd 35, nr 6, 2009, ning R. N. Dickens, K. M. Casey ja J. A. Newman „Bank Dividend Policy: Explanatory Factors“, *Quarterly Journal of Business and Economics*, kd 41, nr 1/2, 2002, lk 3–12.

<sup>66</sup> Samuti kinnitavad täiendavad arvutused, et väljamaksete ja vaba kapitali vaheline seos tuleneb ka asjaolust, et investoritele oma kapitali jaotamise sihtmäärast teatanud pankade valimis teevad suurema lisakapitaliga pangad rohkem väljamakseid.

### Joonis C.

2022. aasta kasumil põhinevad väljamaksed vs. väljamaksete viitaeg, omakapitali tootlus, viivislaenude suhtarv ja likviidsuskattekindajaja

(x-telg: osakaal omakapitalist protsentides (esimene ja teine osa), osakaal laenudest protsentides (kolmas osa) ja likviidsuskattekindajaja (neljas osa); y-telg: osakaal omakapitalist protsentides)



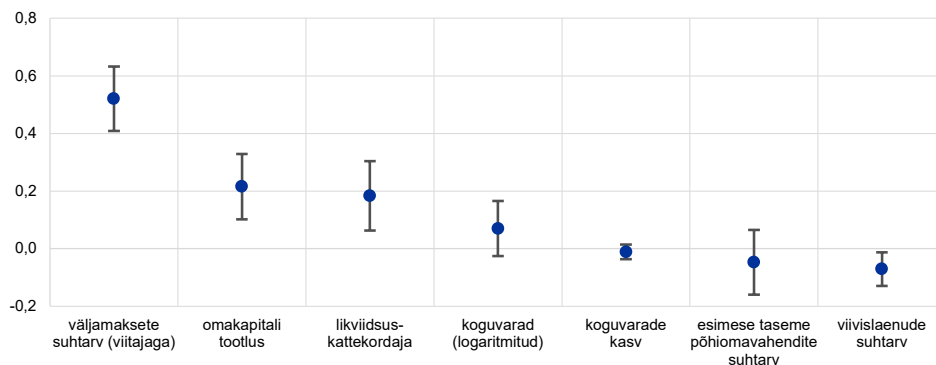
Allikad: pankade finantsaruanded, EKP järelevalveline aruandlus ja EKP arvutused.

Märkus. Joonisel on kajastatud pankade 2022. aasta kasumil põhinevate väljamaksete suhtarvude (dividendimaksete ja aktsiate tagasiostude osakaal omakapitali bilansilisest väärtusest protsentides) jaotuse detaileid väljamaksete endi viitaja suhtes (esimene osa) ning omakapitali tootluse (teine osa), viivislaenude suhtarvu (kolmas osa) ja likviidsuskattekindajaja (neljas osa) viitajaga väärtuste suhtes. Omakapitali tootluse, likviidsuskattekindajaja ja viivislaenude suhtarvu viitaeg on üks aasta.

### Joonis D.

Regressioonikordajad, mis selgitavad 2016.–2022. aasta kasumil põhinevate väljamaksete suhtarvu

(regressioonikordajad, mis näitavad viitajaga väljamaksete suhtarvu, omakapitali tootluse, likviidsuskattekindajaja, koguvarade kasvu, esimese taseme põhiomavahendite suhtarvu ja viivislaenude suhtarvu 1 protsendipunkti ning logaritmitud koguvarade 1 ühiku mõju väljamaksete suhtarvule protsendipunktes)



Allikad: pankade finantsaruanded, EKP järelevalveline aruandlus ja EKP arvutused.

Märkus. Joonisel on kajastatud ühelt poolt pankade väljamaksete aastaste suhtarvude (dividendimaksete ja aktsiate tagasiostude protsent omakapitali bilansilisest väärtusest) ning teiselt poolt väljamaksete viitaja ning omakapitali tootluse, likviidsuskattekindajaja, panga suuruse (logaritmitud koguvarade), koguvarade aastase kasvumäära, esimese taseme põhiomavahendite suhtarvu ja viivislaenude suhtarvu viitajaga väärtuste vahelise regressiooni kordajad. Regressioonid sisaldavad ka aasta fikseeritud efekte. Seletavate muutujate viitaeg on üks aasta. Muutujad on skaleeritud (keskväärtusega null ja standarddiga 1). Vearibad kajastavad 90% usaldusvahemikku. Standardvead on klasterdatud panga tasandil. Valimiperiood hõlmab majandusaastaid 2016–2022, välja arvatud 2019. aasta, mida mõjutas EKP pangandusjärelevalve soovitus dividendimaksete ja aktsiate tagasiostude kohta. Viimased andmed puudutavad 2022. aasta kasumi jaotamist (väljamaksed tehakse 2023. aastal). Tulemused on seotud euroala 57 pangast koosneva valimiga.

**Kuigi viimasel ajal tehtud väljamaksed on saatnud finantsturgudele positiivseid signaale, on suuremaid väljamaksekohustusi seostatud pankade väiksema laenupakkumisega ja kõrgemate laenuintressimääradega, mistõttu need on seni tõenäoliselt aidanud kaasa rahapoliitika karmistamise impulsi ülekandumisele. 2022. aasta kasumil põhinevate väljamaksete suurematest**

suhtarvudest teatanud pankade omakapitali kaudu rahastamise kulu kasvas finantsturgude ebastabiilsuse episoodi ajal 2023. aasta märtsis vähem (joonis E). See võis olla tingitud asjaolust, et suuremaid väljamakseid tegid paremate finantstulemustega pangad, ent teataval määral ka positiivse signaali mõjust. See mõju on kooskõlas teiste hiljutiste analüüside järeldustega ja viitab sellele, et viimastel aastatel väljakuulutatud suuremad väljamaksed võisid stressiolukorras toetada pankade vahendusvõimet.<sup>67</sup> Samal ajal esineb mõningaid esialgseid tõendeid negatiivsest seosest varem väljakuulutatud väljamaksete ja laenupakkumise vahel alates rahapoliitika normaliseerimise algusest. Euroala ettevõtetele antud laenude andmebaasi (AnaCredit) üksikasjalikest andmetest (mida on kohandatud laenuõudlusega ja muude kombineeruvate teguritega) nähtub, et 2021. aasta kasumil põhinevatel dividendidel (mis maksti välja 2022. aastal) on negatiivne seos laenumahu kasvuga ja positiivne seos pankade laenuintressimääradega 2022. aastal, mis viitab sellele, et suurema dividendimaksete määraga pankade laenupakkumine oli 2022. aastal väiksem (joonis F). Samamoodi osutavad ka 2022. majandusaastaga seoses väljakuulutatud väljamaksed negatiivsele seosele pankade 2022. aasta laenupakkumisega, mis viitab sellele, et pangad tegid oma kapitali jaotamise plaanid aasta jooksul seni teenitud tulu ja aasta lõpuks teenitava kasumi prognooside põhjal ning kalibreerisid oma laenuandmise otsuseid ning üldisemalt oma varade ja kohustuste juhtimise otsuseid 2022. aasta jooksul, võttes arvesse oma plaane maksta järgmisel aastal dividende 2022. aasta tulude põhjal.<sup>68</sup> Asjaolu, et 2022. aasta kasumil põhinevate väljamaksete suhtarv oli umbes 1 protsendipunkti võrra suurem kui enne pandeemiat, on hinnangute kohaselt seostatav laenumahu vähenemisega ligikaudu 1% võrra, kuigi see korrelatsioon võib kajastada ka tegureid, mis on seotud laenukasvu üldise aeglustumisega rahapoliitika karmistamise kontekstis. 2022. majandusaasta langes kokku rahapoliitika karmistamise tsükli esimese etapiga, mis võis ajendada panku piirama laenupakkumist, et jaotada kapitali, kui see oli kasumlikkuse seisukohast otstarbekas. Seetõttu on eelseisvatel aastatel oluline jälgida väljamakseid kapitali jaotamise ja rahapoliitika ülekandemehhanismi vastastikuse mõju kontekstis.

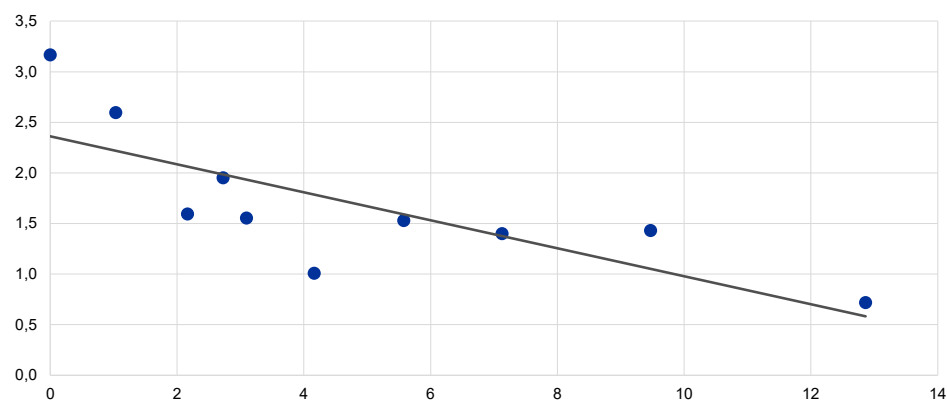
<sup>67</sup> Vt EKP 2020. aasta mai finantsstabiilsuse ülevaate infokast „Dividend payouts and share buybacks of global banks“.

<sup>68</sup> See on kooskõlas pankade püüdlustega hoida dividendide maksmist ajas ühtlasena, nagu eespool mainitud. Mõned pangad kuulutavad välja mitmeaastased dividendimakseplaanid, mis tähendab, et uude aastasse astudes on nad selleks aastaks planeeritud dividendide mahust teadlikud, isegi arvestades aasta lõpu tulemustega seotud ebakindlust. 2022. aasta laenupakkumise ning 2022. aasta kasumite põhjal tehtavate dividendimaksete ja muude väljamaksete regressioonanalüüs võib osutada vastupidisele põhjuslikkusele. Nihe oleks siiski konservatiivne, sest suuremast laenumahust tulenevad kopsakamad kasumid peaksid kaasa tooma suuremad dividendimaksed. Sel viisil hinnatud regressioonikordajad on seega tõenäoliselt alumiseks usalduspiiriks. See konservatiivne nihe võimendub, kuna 2021. aasta kasumeid on tõenäoliselt rohkem mõjutanud väljamaksete taastumine pärast pandeemiat, mis peaks selles spetsifikatsioonis kordajat veel rohkem nulli poole nihutama.

## Joonis E.

Pankade omakapitali kaudu rahastamise kulu muutumine 2023. aasta veebruarist märtsini ja 2022. aasta kasumil põhinevate väljamaksete suhtarvud

(x-telg: väljamaksete suhtarv protsendipunktides; y-telg: omakapitali kaudu rahastamise kulu muutus protsentides)



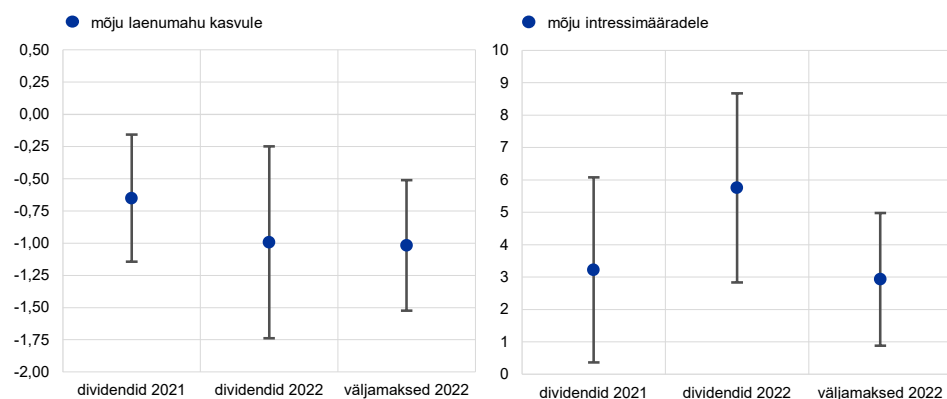
Allikad: pankade finantsaruanded, Bloomberg, Refinitiv ja EKP arvutused.

Märkus. X-teljel on kajastatud pankade 2022. aasta kasumil põhinevate väljamaksete suhtarvude (dividendimaksete ja aktsiate tagasiostude osakaal protsentides omakapitali bilansilisest väärtusest) jaotuse detiilid ning y-teljel pankade omakapitali kaudu rahastamise kulu muutumine 2023. aasta veebruarist märtsini. Omakapitali kaudu rahastamise kulu on kümne mudelipõhise hinnangu (mis on pankade tasandil kättesaadavad) keskmine; aluseks on võetud C. Altavilla jt „Measuring the cost of equity of euro area banks“, EKP üldtoimetis nr 254, jaanuar 2021. Pidevjoon kajastab hajuvussuhte regressioonikõverat.

## Joonis F.

2021. ja 2022. aasta kasumil põhinevate väljamaksete mõju laenumahu kasvule ja intressimääradele 2022. aastal

(regressioonikordajad, mis näitavad dividendide või väljamaksete suhtarvu 1 protsendipunkti mõju laenumahu kasvule protsendipunktides ja intressimääradele baaspunktides)



Allikad: pankade finantsaruanded, EKP järelevalveline aruandlus ja EKP arvutused.

Märkus. Joonisel on kajastatud ühelt poolt pankade tasandi 2022. aasta laenumahu kasvu ja intressimäärade muutuse ning teiselt poolt pankade 2021. ja 2022. aasta kasumil põhinevate dividendide suhtarvu (dividendimaksete protsent omakapitali bilansilisest väärtusest) ja 2022. aasta kasumil põhinevate väljamaksete suhtarvu (dividendimaksete ja aktsiate tagasiostude protsent omakapitali bilansilisest väärtusest) vahelise regressiooni kordajad. Kontrollmuutujad on omakapitali tootlus, likviidsuskattekorja, esimese taseme põhiomavahendite kapitalinõudeid ületav manööverdamisruum, koguvarade aastane kasvumäär, panga suurus (logaritmitud koguvarad), viivislaenu suhtarv ja kindlalt fikseeritud mõju. Seletavate muutujate viitaeg on üks aasta. Veeribad kajastavad 90% usaldusvahemikku. Viimased andmed puudutavad 2022. aasta kasumi jaotamist (väljamaksed tehakse 2023. aastal).

## Finantssektori toetamise meetmete mõju eelarvele 15 aastat pärast suurt finantskriisi

Koostanud Marien Ferdinandusse ja Benoit Lichtenauer

### Üleilmse finantskriisi ajal ja järel toetas enamik euroala valitsusi finantsasutusi, et tagada finantsstabiilsus.<sup>69</sup> Võetud meetmed olid näiteks

kapitalisüstid, pankade riigistamine, probleemsete varade ülevõtmine riiklike vara valitsemise ettevõtjate (ehk nn rämpspankade) kaudu ja laenude andmine. Käesolevas infokastis käsitletakse sellise abi otsest mõju euroala riikide rahandusele, mis on tuntav 15 aastat hiljemgi. Mõju riikide rahandusele võib kokku võtta järgmiselt.

- Kui nende sekkumistega kaasnes valitsemissektori jaoks selge kahjum, liigitatakse nad kapitalisiireteks, mis suurendavad eelarvepuudujääki.
- Kui valitsus sai vastu panga aktsiaid või võlaväärtpabereid, mille väärtus on võrdne tehtud kapitalisüstiga, loetakse toetusmeede finantstehinguks, mis mõjutab valitsemissektori koguvõlga, kuid mitte eelarvepuudujääki.
- Kui valitsus andis finantssektori toetamiseks ka garantiisid, on nende puhul tegemist tingimuslike kohustustega, mis mõjutavad riigi rahandust ainult juhul, kui need sisse nõutakse.

### Suure finantskriisi ajal rakendatud rahaliste toetusmeetmete mõju on märkimisväärselt vähenenud, kuid nende tagajärjed on riikide rahanduses endiselt tuntavad.

Alates 2007. aastast rakendatud rahalised toetusmeetmed suurendasid euroala kui terviku valitsemissektori võlga kuni 2012. aastani, mil nende mõju saavutas haripunkti, moodustades üle 6 protsendipunkti SKPst (joonis A). Sellest ajast peale on võlale avalduv mõju vähenenud, kuna valitsustel on õnnestunud kriisi ajal pankades omandatud osalused müüa ja rämpspankade varadest (peamiselt viivislaenudest) vabaneda. Sellest hoolimata oli euroala valitsemissektori võlg finantssektori toetamise tõttu 2022. aastal endiselt üle 3% SKPst kõrgem ja kehtivad garantiid moodustasid ligikaudu 0,5% SKPst (joonis A). Finantssektori toetuse rahastamine hõlmas võlaväärtpabereid (veidi üle poole),

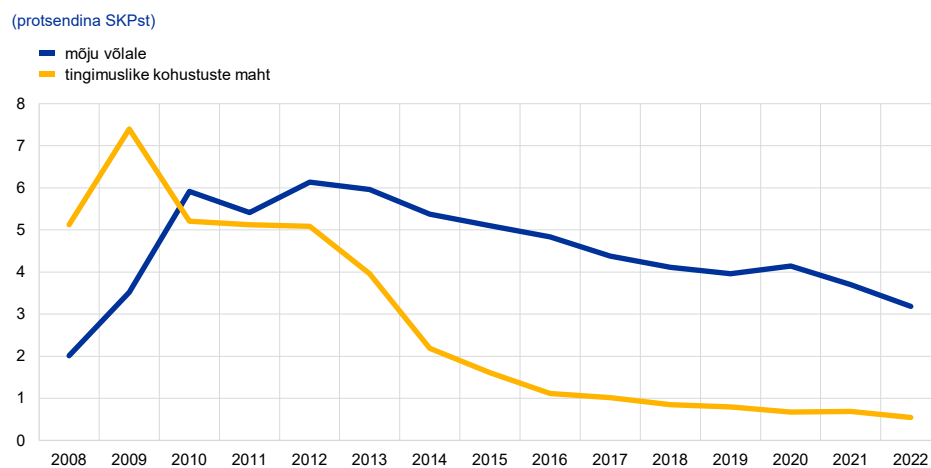
<sup>69</sup> Finantskriisi ning võetud eelarve- ja finantsmeetmete kirjeldust vt „Euro area fiscal policies and the crisis”, EKP üldtoimetis nr 109, aprill 2010, Frankfurt, ja „Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States”, EKP üldtoimetis nr 117, juuli 2010, Frankfurt.

Lisateavet toetusmeetmete statistilise liigituse ja riigi rahandusele avaldatava mõju kohta vt EKP majandusülevaate 6/2015 täispika ingliskeelse versiooni artiklist „The fiscal impact of financial sector support during the crisis”, EKP statistikaväljaande nr 7 artiklist „Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact” (aprill 2015, Frankfurt) ja EKP majandusülevaate 6/2018 infokastist „Finantssektori toetusmeetmete mõju eelarvele: missugune on olukord kümme aastat pärast finantskriisi?”. Finantsasutustele antavate toetuste statistilise kirjendamise suhtes kohaldatavaid rahvamajanduse arvepidamise eeskirju on aja jooksul muudetud. Selle tulemusena on riiklike sekkumiste ajalooline mõju võrreldes eeskirjade varasemate väljaannetega kohati märkimisväärselt muutunud. Alates Eurostati esimesest 2009. aasta otsusest finantsasutuste toetamisele suunatud riiklike sekkumiste statistilise kirjendamise kohta on eeskirju kuni viimase ajani veelgi muudetud (vt valitsemissektori eelarvepuudujäägi ja võla kajastamise käsiraamatu hiljuti avaldatud 2022. aasta väljaande ajakohastatud peatükk 4.5 „Government intervention to support financial institutions: financial bailouts and defeasance structures”).

laene (17,7%) ja muid valitsemissektori üksuste kohustusi (28,8%).<sup>70</sup> Viimane kategooria koosneb peamiselt 1) riigistatud ja valitsemissektori alla ümber liigitatud pankade ning 2) rämps pankade võlgadest.

### Joonis A.

Finantssektori toetamise meetmete mõju euroala võlale ja kehtivatest tingimuslikest kohustustest tulenev potentsiaalne mõju võlale, 2008–2022



Allikas: Eurostat.

Märkus. Finantssektori toetamise meetmetest tulenevad valitsemissektori kohustused mõjutavad vaadeldavat võlataset. Tingimuslikud kohustused on sõnaselgete garantiide kujul võetud kohustused, mis ei mõjuta valitsemissektori arvepidamist (peale garantiitasudest saadava tulu) enne, kui tulevikus toimub teatav konkreetne sündmus.

**Toetusmeetmed on suurendanud euroala valitsemissektori eelarvepuudujääki alates finantskriisist igal aastal, kuigi viimastel aastatel on nende mõju jäänud väga väikeseks** (joonis B). Mõnel varasemal aastal domineerisid

eelarvepuudujäägile avalduvas mõjus kapitalisiirded. Hilisematel aastatel on toetustega seotud kulud, mis hõlmavad peamiselt intressimakseid ja vähemal määral kapitalisiirdeid, olnud suuremad kui toetustega seotud tulud, mis hõlmavad peamiselt saadud intresse ja dividende.<sup>71</sup>

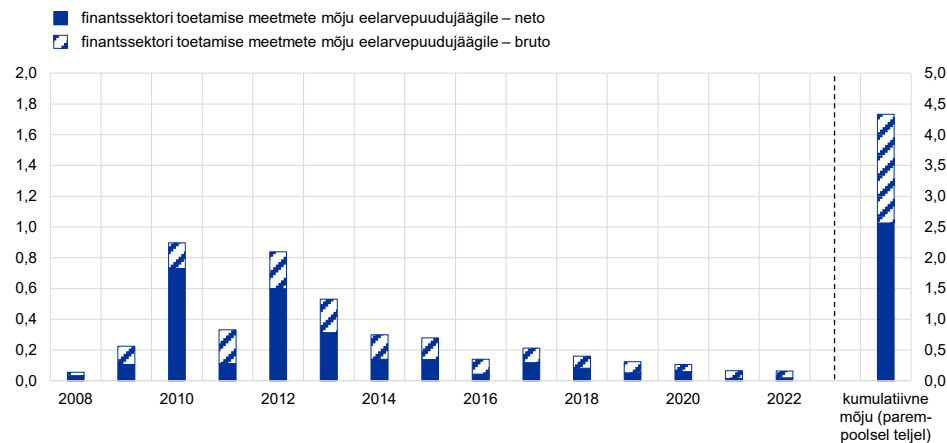
<sup>70</sup> Lisateavet vt Eurostati 2023. aasta aprilli [taustteabest](#) riiklike sekkumiste kohta finantsasutuste toetamiseks.

<sup>71</sup> Selles osas pakub informatiivset võrdlust euroala energiatoetusmeetmete eelarvemõju energiakriisi esimesel kahel aastal. Finantssektori toetamise kumulatiivne netomõju euroala eelarvepuudujäägile aastatel 2008–2022 moodustas ligikaudu 2,6% 2022. aasta SKPst, samas kui energiakriisi esimese kahe aasta (2021–2022) energiatoetusmeetmete netomõju moodustas ligikaudu 1,9% SKPst. Vt ka EKP majandusülevaate 2/2023 infokast „Ajakohastatud teave energiakriisi ja kiire inflatsiooni leevendamiseks võetud eelarvepoliitiliste toetusmeetmete kohta euroalal“.

## Joonis B.

### Finantssektori toetamise meetmete mõju euroala eelarvepuudujäägile

(protsendina SKPst)



Allikas: Eurostat.

**Finantssektori toetamise meetmete mõju eelarvele on euroala riikide arvestuses väga erinev.** Mõned riigid ei võtnud üldse meetmeid või võtsid minimaalselt meetmeid, samas kui toetusmeetmete suurim mõju võla ja SKP suhtele ulatus ligi 10%ni või üle selle kümnes euroala riigis, sealhulgas Saksamaal, Madalmaades, Lätis, Austrias, Sloveenias, neljas euroala riigis, kus oli vaja rakendada ELi ja Rahvusvahelise Valuutafondi (IMF) kohandamisprogrammi (Iirimaa, Kreeka, Küpros ja Portugal), ning Hispaanias,<sup>72</sup> kes taotles 2012. aastal finantsabi Euroopa finantsstabiilsusvahendi / Euroopa stabiilsusmehhanismi kaudu. ELi/IMFi kohandamisprogrammide abisaajate puhul moodustas mõju võlale 2022. aastal ikka veel üle 10 protsendipunkti ja mõnel juhul tunduvalt rohkemgi (joonis C).<sup>73</sup>

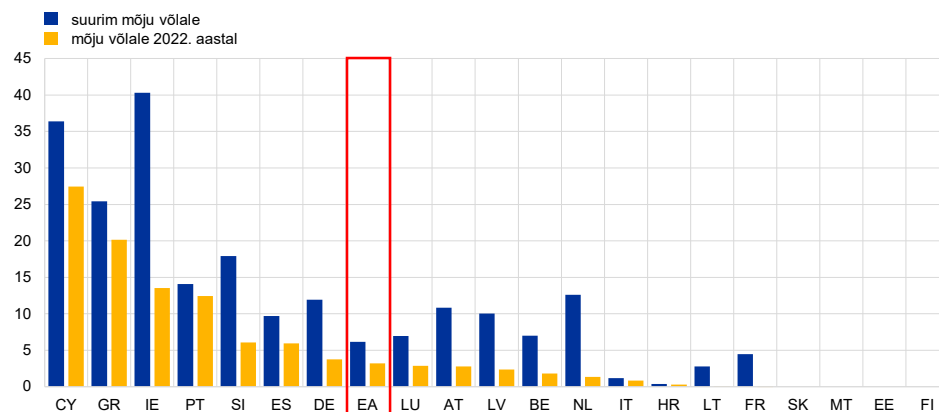
<sup>72</sup> Hispaanias korrigeeriti 2021. aastal märkimisväärselt avaliku sektori poolt finantssektorile antud toetuse mõju valitsemissektorile (sh varasemaid andmeid), kui varahaldusettevõtja Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) liigitati tagasiulatuvalt (alates selle loomisest 2012. aastal) ümber valitsemissektorisse kuuluvaks. Lisateavet vt Eurostati 16. veebruari 2021. aasta kirjast Instituto Nacional de Estadística'le SAREBi liigitamise kohta.

<sup>73</sup> Iirimaa puhul on võlale avalduvat mõju parem mõõta protsendina korrigeeritud kogurahvatulust, mitte SKPst, arvestades rahvusvaheliste ettevõtete maksuoperatsioonide mõju SKP-le. Finantssektori toetamise mõju võlale oli 2013. aastal suurim ehk 53% korrigeeritud kogurahvatulust ja 2022. aastal moodustas see 25% korrigeeritud kogurahvatulust.

### Joonis C.

#### Finantssektori toetamise meetmete mõju valitsemissektori koguvõlale

(protsendina SKPst)



Allikas: Eurostat.

Märkus. Joonisel on esitatud valitsemissektori maksimaalsed kohustused protsendina SKPst 2007.–2022. ja 2022. aastal. Riigid on järjestatud 2022. aasta näitajate põhjal.

#### Finantssektori toetamise meetmete pikaajaline otsene mõju riikide

#### rahandusele, mida käsitletakse selles infokastis, moodustab vaid osa

#### finantskriisi majanduslikest kogukuludest. Need kulud on avaldunud ka SKP

vähendamise ja suurema tööpuuduse kujul. Lisaks tugevdasid mõnes riigis finantssektori ja riigi rahanduse ebasoodsad arengusuundumused üksteist, suurendades riigi rahastamiskulusid ning süvendades finants- ja majanduskriisi. See põhjustas võla ja SKP suhte suurenemise, mida ei ole käesolevas infokastis esitatud hinnangutes arvesse võetud. Kõik need tegurid näitavad, kui oluline on luua vajalik institutsiooniline raamistik, et hoida ära makromajandusliku ja finantsstabiilsuse kadumist ning leevendada selle maksumust, kui see peaks siiski juhtuma. Pärast suurt finantskriisi on ELis tehtud reforme, et parandada finantssektori järelevalvet, raskustes olevate finantsasutuste korrakohaseid kriisilahendusi, riigi rahanduse jätkusuutlikkust ja riikidest laenuvõtjate vastupanuvõimet, näiteks ühtse järelevalvemehhanismi, ühtse kriisilahenduskorra ja Euroopa Eelarvenõukogu loomisega.<sup>74</sup>

<sup>74</sup> Lisateavet [ühtse järelevalvemehhanismi](#), [ühtse kriisilahenduskorra](#) ja [Euroopa Eelarvenõukogu](#) kohta leiab siinsete linkide alt.

# Statistika

[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/ecb.eb\\_annex202306~3327012e3e.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/ecb.eb_annex202306~3327012e3e.en.pdf)

© Euroopa Keskpank, 2023

Postiaadress 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefon +49 691 3440  
Koduleht [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Kõik õigused on kaitstud. Taasesitus õppe- ja mitteäriülistel 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 13. september 2023.

ISSN 2363-3476  
ELi kataloogi nr QB-BQ-23-006-ET-N