

Eesti Pank

RAHAPOLIITIKA
JA MAJANDUS
Hetkeseis ja ettevaade

2/2015

Rahapoliitika ja Majandus on Eesti Panga ülevaade, mis sisaldab maailma ja Eesti majanduse viimase aja olulisemate sündmuste kokkuvõtet ning Eesti majanduse prognoosi jooksva ja järgneva kahe kalendriaasta kohta.

Rahapoliitika ja Majanduse numbreid saab lugeda Eesti suuremates avalikes raamatukogudes ja Eesti Panga veebilehel <http://www.eestipank.ee>.

Tellimisinfo telefonil 668 0998, tellimused faksil 668 0954 või e-posti aadressil trykis@eestipank.ee.

ISSN 1736-7859

Toimetaja: Elina Allikalt

Küljendus ja kaas: Urmas Raidma

Trükikoda Folger Art

SISUKORD

KOKKUVÕTE	4
VÄLISKESKKOND	6
MAAILMAMAJANDUS	6
Taustinfo 1. Olulised poliitikasündmused: IMFi eelarvepoliitilised sõnumid euroala riikidele.....	9
EUROALA	10
Taustinfo 2. Euroala rahapoliitiline keskkond.....	10
EESTI PEAMISED KAUBANDUSPARTNERID	13
EESTI MAJANDUSKONJUNKTUUR	15
MAJANDUSAKTIIVSUS	15
Taustinfo 3. Nafta hinna languse mõju Eesti majandusele	16
SISENÕUDLUS	18
Taustinfo 4. Eesti ettevõtlussektori investeeringumahukus	20
VÄLISTASAKAAL JA KONKURENTSIVÕIME.....	22
TÖÖTURG.....	24
Taustinfo 5. Töökohale sobitumine Eestis	26
HINNAD	27
VALITSEMISSEKTORI RAHANDUS	29
PROGNOOS AASTATEKS 2015–2017	30
RAHVUSVAHELINE MAJANDUSKESKKOND	30
REAALNE MAJANDUSKASV	31
HINNAD	35
Taustinfo 6. Eesti alusinflatsiooni näitajad	37
VALITSEMISSEKTORI RAHANDUS	38
PROGNOOSIGA SEOTUD RISKID	39

KOKKUVÕTE

Nii nagu mitmel varasemalgi korral tõdetud, pole ka seekord maailmamajanduse kasv taastunud oodatud tempos. Prognoositust aeglasem on olnud nii arenenud kui ka arenevate riikide majanduskasv, seejuures on arenevate riikide majandusolukord osutunud isegi kesisemaks. Arenevate riikide käekäik sõltub suuresti toormete ekspordist, aga toormete hinnad pole tõusma hakanud ja püsivad endiselt väga madalad. Toormeid importivatele, peamiselt arenenud riikidele, on madalatel toormehindadel olnud aga enamasti positiivne mõju.

Eesti majanduskasv pole sel aastal kiirenud ja kujuneb aeglasemaks kui eelmisel aastal. Ettevõtlussektori tootmisvõimaluste põhjal oleks Eesti majandus suuteline sel aastal kasvama ligikaudu 3%, kuid prognoosi kohaselt küündib majanduskasv vaid 1,2%ni. Kasvu takistab peamiselt kaubanduspartnerite kesine nõudlus ja ettevõtete ahtad ekspordivõimalused. Selle tõttu investeeritakse ka vähem põhikapitali, sest tootmisvõimsust ei soovita suurendada. Järgmisel kahel aastal majanduskasv kiireneb, kuid üksnes tagasihoidlikult: 2016. aastal 2,2%ni ja 2017. aastal 3,1%ni. Järgmiste aastate kasvuväljavaade on seega pessimistlikum kui pool aastat tagasi.

Viimaste aastate majanduskasv on paljuski saavutatud tänu hõive suurenemisele, aga edaspidi pole see enam võimalik. Tööpuuduse vähenemine ja hõive suurenemine on mõjunud Eesti majandusele pärast kriisi hästi: ettevõtetel on olnud suhteliselt lihtne leida uusi töötajaid ning majapidamiste sissetulek ja tarbimine on märgatavalt kasvanud. Majapidamiste reaalne kasutatav tulu on suurenenud ka tänu tulumaksuvaba miinimumi tõstmisele, sotsiaaltoetuste suurendamisele, tulumaksu määra alanamisele ja hinnalangusele. Tööaliste arvu vähenemise tõttu hakkab hõive kahanema ning see takistab edaspidi majanduskasvu, nii tootmise kui ka tarbimise vaates.

Töötajate sobivus vabadele ametikohtadele on seni olnud üle ootuste hea, kuid tööturu olukord muutub lähiajal

piiravamaks. Töötuse määr on langenud juba 5,2%ni ning tööturul aktiivsete inimeste osakaal on kerkinud tööealiste hulgas selle sajandi suurimaks. See tähendab, et kumbki neist näitajatest ei suuda enam edaspidi endisel määral kompenseerida tööealiste elanike arvu kahanemist. Osalist leevendust pakub 2016. aastal jõustuv töövoimereform, ent paljud reformi tulemusel tööturule sisenejad ei leia tõenäoliselt esialgu tööd, sest neil pole sobivaid oskusi ega teadmisi. Töötuse määr seetõttu tõuseb. Tööjõu nappuse tõttu keskmise brutopalgatõus kahel järgmisel aastal eriti ei aeglustu.

Eksporditava sektori konkurentsivõime ja seeläbi majanduse kasvupotentsiaal on varasemast suurema surve all. Eesti ekspordituruosa välisurgudel on sel aastal kahanenud, mis võib olla juhtunud tööjõukulude suurenemise ja hinnapõhise konkurentsivõime halvenemise tõttu. Kaubanduspartnerite nõudlus järgmistel aastatel suureneb, kuid nõudluse taastumine on habras. Kui välisurgude seis kujuneb oodatust nõrgemaks, siis väheneks eksport eksportijate konkurentsivõime kahjustumise korral senisest veelgi ulatuslikumalt.

Eesti majanduskasvu kiirenemine sõltub eelkõige kasvupotentsiaali suurendamisest. Tööjõu tootlikkus on sel aastal pidevalt vähenenud: kuigi loodava lisandväärtuse maht pole aastataguse ajaga võrreldes praktiliselt muutunud, on hõive kasvanud enam kui 4%. Tootlikkuse vähenemine ja samaaegne kiire palgatõus ei ole jätkusuutlik, järgmistel aastatel saab majanduskasv kiirenedagi vaid töövõime suurenemise kaudu.

Töövõime kiirem kasv ülejäänud Euroopa riikidega võrreldes on raugenud, kuid Eestil on palju eeliseid, mille abil saab kasvu soodustada. Kasvupotentsiaali toetavad muu hulgas korras riigi rahandus ja väike riigivõlg, paindlik tööturg, varasemast väiksem erasektori laenukoormus ja soodsad laenuitingimused. Kuigi laenuintressimäärad püsivad terve prognoosiperioodi jooksul madalad, kätkeb ohtu Rootsi varahindade võimalik langus, mille tulemusel võib pankade rahastamisvõime halveneda.

Inflatsioon muutub järgmise aasta alguses positiivseks ning kiireneb kogu prognoosiperioodi jooksul. Inflatsiooni hoogustumine on laiapõhjaline, sest enamiku toorainete hinnad on praegu madalad. Oodatav kallinemine jõuab siinsetesse tarbijahindadesse ühes muu importtoodangu kallinemisega, sest kaubanduspartnerite hinnatõus hakkab samuti kiirenema. Lisaks teenuste hinna tõusule, mida veab tööjõukulude suurenemine, tuleb ligikaudu kolmandik eelseisvast kallinemisest tarbimismaksude tõusudest: kerkivad nii kütuse-, alkoholi- kui ka tubakaaktsiis. Inflatsiooni kiirenemise tulemusel tarbimise kasv aeglustub.

Eesti eelarvepoliitika on olnud praegusele majandusolukorrale kohane ehk on arvestatud sellega, et tööjõu- ja tarbimismaksude

laekumine on märkimisväärselt lahkenud üldisest majanduskasvust. Kuigi kaudsete ja otsete maksude tulubaas on kõrgem kui selle pikaajaline tasakaalutase, peab valitsemis-sektor piirama kulude kasvu. Eelarvepoliitika, mis ergutab majanduskasvu sisenõudluse kaudu, viiks majanduse veelgi enam tasakaalust välja. Kulude suurenemine peaks põhinema majanduse pikaajalisel kasvuvõimel ning lisakulude jaoks peaks olema konkreetne katteallikas. Valitsus kinnitas viimases eelarvestrateegias pühendumust hoida eelarve keskpikas vaates tasakaalus ning Eesti Panga prognoosi kohaselt on seda võimalik saavutada. Konservatiivse eelarvepoliitikaga on vaja jätkata selleks, et säiliks võimalus tasandada vajaduse korral eelarvepoliitika abil majandustsüklit.

VÄLISKESKKOND

MAAILMAMAJANDUS

Maailmamajanduse kasv on 2015. aastal kujunenud mõnevõrra väiksemaks, kui aasta alguses oodati. Arenevate riikide majanduskasv on aeglustunud veelgi ning arenenud riikide kasv on olnud oodatust kesisem. Maailmamajanduse kasv on seetõttu olnud sel aastal tagasihoidlikum kui eelmisel aastal. Rahvusvahelise Valuutafondi (IMF) viimase hinnangu kohaselt jääb kasv 2015. aastal 3,1% lähedale ehk 0,3 protsendipunkti võrra aeglasemaks kui 2014. aastal (vt tabel 1).

Enamiku arenevate riikide jaoks on väliskeskond muutunud ebasoodsamaks. Finantsturgude volatiilsus on suurenenud ning Ameerika Ühendriigid asuvad ootuste järgi peatselt kergitama rahapoliitika intressimäärasid. Kapitali sissevool arenevatesse riikidesse on seetõttu vähenenud ning nende vääringud on odavnenud nii USA dollari, jeeni, kui ka väiksemas ulatuses euro suhtes. Arenevate riikide majanduskasvu aeglustumisel on olnud oluline roll Hiinal: sealsed kiire kasvu mootorid on hakanud mõnevõrra järgi andma ning riik liigub tasapisi jätkusuutlikuma majandusmudeli suunas. Kui eelmisel aastal kasvas Hiina majandus 7,3%, siis sel aastal jääb kasv alla 7%. Aktiivsusindeksid näitavad samuti, et Hiina majandus on hakanud selgelt jahanema. Majanduskasvu aeglustumise tõttu on vähenenud ka Hiina nõudlus teiste riikide kaupade ja toormete järele. See on omakorda mõjutanud tervet maailmamajandust, eriti toor-

meekspordist sõltuvate riikide majanduskasvu väljavaadet. Kasvu aeglustumisest hoolimata annab Hiina majandus siiski enam kui kolmandiku kogu maailmamajanduse kasvust.

Üleilmne inflatsioon on püsinud majanduskasvu aeglustumise ja madalate toormehindade, eeskätt odava nafta toel tagasihoidlik. Arenenud riikide inflatsioon on jäänud nulli lähedale, allapoole keskpankade eesmärgistatud taset. Arenenud riikide rahapoliitika on seetõttu püsinud toetav ja intressikeskkond soodne. Kui aasta alguses oodati finantsturgudel, et Ameerika Ühendriikide föderaalreserv asub intressimäärasid tõstma juba selle aasta sügisel, siis nüüd on need ootused nihkunud aasta lõppu¹. Tagasihoidlikuma inflatsioonisurve toel on enamiku arenevate riikide, sealhulgas Hiina ja India keskpangad saanud rahapoliitikat leevendada, et ergutada majandust. Tempokast inflatsioonist hoolimata langetas Venemaa keskpank suvekuudel rahapoliitika intressimäärade veelgi. Keskpangad, kes võitlevad kiire inflatsiooni või valuutakursi langusega, on aga olnud sunnitud intressimäärasid tõstma. Kuigi Brasiilias on majandussurutis, on sealne keskpank intressimäärasid tõstnud. Sellega on antud selge sõnum, et nende peamine eesmärk on saavutada hinnastabiilsus.

Madalate intressimäärade tõttu on finants-turgudel varade hinnad kerkinud. Ameerika Ühendriikide aktsiaturuindeks S&P 500 on sel aastal püsinud kõigi aegade kõrgtaseme lähedal,

Tabel 1. SKP kasv eri majanduspiirkondades (muutus, %)*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Maailmamajandus	4,9	5,5	5,7	3,1	0,0	5,4	4,2	3,4	3,3	3,4	3,1
Arenenud riigid	2,7	3,1	2,8	0,2	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,1	1,8	2,0
Arenavad riigid ja arengumaad	7,3	8,2	8,7	5,8	3,1	7,5	6,3	5,2	5,0	4,6	4,0
Euroala	1,7	3,2	3,0	0,5	-4,6	2,0	1,6	-0,8	-0,3	0,9	1,5
Ameerika Ühendriigid	3,3	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,6
Hiina	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,6	9,5	7,7	7,7	7,3	6,8
Jaapan	1,3	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,6	-0,1	0,6
Ühendkuningriik	2,8	3,0	2,6	-0,3	-4,3	1,9	1,6	0,7	1,7	3,0	2,5

* SKP on esitatud püsivhindades, 2015 on prognoos
Allikas: IMF World Economic Outlook, oktoober 2015

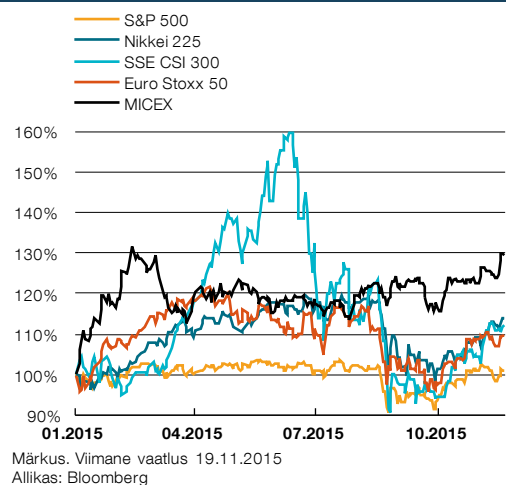
¹ Bloombergi andmetel oli 26. novembri 2015 seisuga intressifutuuridelt tuletatud tõenäosus, et föderaalreserv kergitab intressimäärade detsembris, üle 70%.

Jaapani aktsiahinnaindeks Nikkei kerkis novembri keskpaigaks aasta algusega võrreldes peaaegu 14% ning euroala aktsiahinnaindeks Euro Stoxx on tänavu tõusnud 10% (vt joonis 1). Optimismi on aidanud säilitada Ameerika Ühendriikide intressitõusu edasilükkumine ning Euroopa Keskpanga märguanded, et rahapoliitikat võidakse veelgi leevendada. Ebakindlus Ameerika Ühendriikide intressitõusu täpsema aja suhtes on aga suurendanud märgatavalt finantsturgude volatiilsust (vt joonis 2). Turgude muutlikkust võimendas suve lõpus ärevus Hiina aktsiaturul: pärast peaaegu aasta kestnud kiiret aktsiahindade rallit kukkus aktsiaindeks pooleteise kuu jooksul ligikaudu 40%. Hiina mõjul langesid ka teised aktsiaturud üle maailma. Hiina keskpanga ja valitsuse meetmete toel suudeti aktsiaturu langus septembris pidurdada. Oktoobris hakkasid suurte turgude aktsiahinnad taas tõusma.

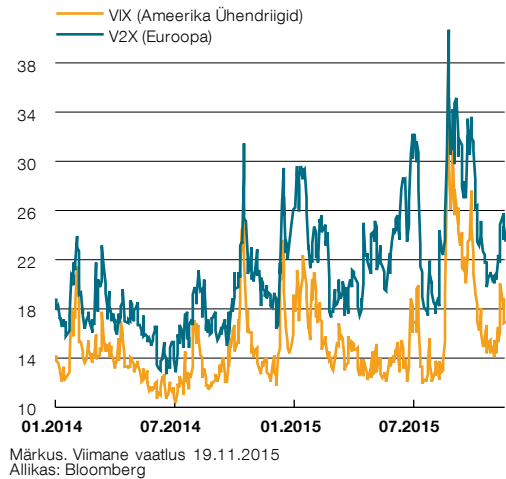
Tootlust võlakirjaturgudel on mõjutanud see, et suured arenenud majanduspiirkonnad arvatavasti tõstavad intressimäärasid eri ajal. Ootused, et Ameerika Ühendriigid võivad peatselt intressimäärasid tõsta, samas kui teised suured majanduspiirkonnad intressitõusu lähiajal veel ei plaani, on mõjutanud võlakirjade tootlusi eri suunas. Ameerika Ühendriikide ja Jaapani kaheaastase tähtajaga riigivõlakirjade intressimäära vahe on aasta algusest suurenenud ligikaudu 20 baaspunkti võrra ning Ameerika Ühendriikide ja Saksamaa oma üle 40 baaspunkti võrra. Intressimäärade erinevus on kaasa toonud dollari tugevnemise: novembri keskpaigaks oli dollar kallinenud aasta võrdluses Jaapani jeeni suhtes üle 7% ja euro suhtes peaaegu 14%. Euroalal ei ole riigivõlakirjade intressivahed Saksamaa suhtes aasta algusega võrreldes olulisel määral muutunud. Pärast Kreeka kolmanda abiprogrammi kokkuleppimist suve lõpus on Kreeka kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade tootlus vähenenud, novembri keskpaigaks peaaegu 19%lt 7%ni.

Toormeturgudel on hinnad viimase poolaasta jooksul enamasti langenud. Naftabarreli hind alanes augusti lõpus väga madalale, 40 dollarini, kuid kerkis seejärel 50 dollari lähedusse ja on püsinud alates oktoobrist alla 50 dollari. Viimase 12 kuu jooksul on nafta hind langenud enam kui 40% (vt joonis 3). Hinnalangust

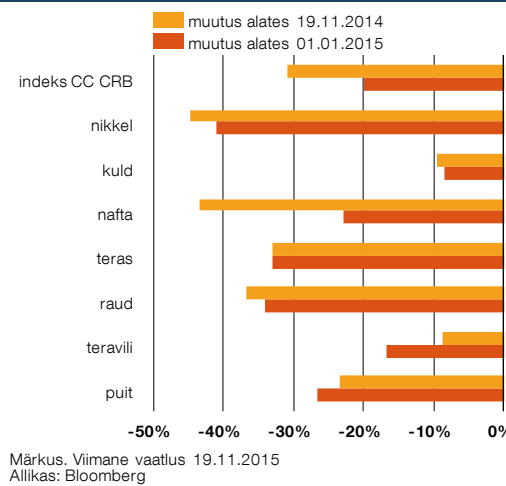
Joonis 1. Suuremad aktsiaindeksid (01.01.2015=100%)



Joonis 2. Ameerika Ühendriikide ja Euroopa aktsiaturgude volatiilsusindeksid



Joonis 3. Toormehindade muutus



on ühelt poolt mõjutanud endiselt suur pakkumine ning teiselt poolt arenevate riikide väiksem nõudlus, sest nende majandusaktiivsus on tagasihoidlikum. Hiina majanduskasvu aeglustumine on olulisel määral mõjutanud metalltoormete hindasid, kuna Hiina kasutab peaaegu poole kõigist metalltoormetest. Metalltoormete hinna koondindeks on sel aastal langenud enam kui 20%. Toidutoormed on samal ajal odavnenud enam kui 10%.

Ameerika Ühendriikide majanduskasvu taastumine on jätkunud. IMFi hinnangul peaks majanduskasv sel aastal kiirenema, 2,6%ni. Kolmanda kvartali kasv oli siiski oodatust kehvem ja viimase pooleteise aasta aeglaseim, aasta võrdluses 2,1%. Seda mõjutas märkimisväärselt varude vähenemine, mis võib näidata, et ettevõtted on tulevase müügi suhtes ebakindlad. Kuigi dollar on tugevnenud ja Hiina majanduskasv on tagasihoidlikum, ei ole netoekspordi panus Ameerika Ühendriikide majanduskasvu eriti aeglustanud. Majanduskasvu on vedanud endiselt suuresti eratarbimine, mida toetab tööturu olukorra paranemine ja majapidamiste ostujõu suurenemine. Inflatsioon on püsinud terve selle aasta vältel nulli ümbruses, peamiselt madalate toormehindade tõttu. Jättes kõrvale inflatsiooni volatiilsed komponendid, energia ja toidu-ainete hinnad, on alusinflatsioon aasta jooksul järk-järgult kiirenenud, jaanuari 1,6%lt 1,9%ni septembris.

Hiina majandus on hakanud jahtuma. Kuigi aktiivsusindeksid viitavad kasvu selgele aeglustumisele, oli Hiina kolmanda kvartali majanduskasv ametliku statistika kohaselt aasta võrdluses 6,9%. Hiina selle aasta kasvueesmärk on 7%, mis on viimase viieteist aasta aeglaseim kasv. Hiina on asunud aktiivselt majandust reformima ning liigub järk-järgult suurema turupõhisuse suunas. 11. augustil teatas Hiina keskpang vahetuskursipoliitika muutmisest. Uue poliitika kohaselt jääb jüaani päevane kõikumisvahemik dollari suhtes endiselt +/-2%le, kuid keskkurss määratakse eelmise päeva turu sulgemishinna järgi. Varem oli keskkursi määranud ette keskpang ise. Jüaan on sel aastal nõrgenenud USA dollari suhtes 3,3%. Aeglustuva majandusaktiivsuse tõttu on Hiina keskpang tänavu rahapoliitikat mitmel korral

leevendanud, langetades nii intressimäärasid kui ka pankade kohustusliku reservi nõuet.

Jaapani majanduskasv on jäänud oodatust tagasihoidlikumaks. Teises kvartalis vähenes majandus kvartali võrdluses 0,3% ning kolmandas kvartalis veelgi, esialgse hinnangu põhjal 0,2%. Naaberriikide nõudluse vähenemise tõttu kahanes Jaapani eksport teises kvartalis 0,8%. See andis olulise negatiivse panuse majanduskasvu. Kuigi majapidamiste sissetulekud kasvasid, jäi eratarbimine oodatust tagasihoidlikumaks: eratarbimise panus majanduskasvu oli samuti negatiivne. Jaapani inflatsioon on püsinud nulli juures, nii nagu teisteski arenenud riikides. Aasta esimestel kuudel ulatus inflatsioon 2,3%ni, kuid seda mõjutas käibemaksumäära tõstmise eelmise aasta aprillis. Jaapani alusinflatsioon on aga järk-järgult kiirenenud, septembris 0,9%ni. Tagasihoidliku majandusaktiivsuse ja aeglase inflatsiooni tõttu oodatakse, et Jaapani keskpang võtab lisameetmeid rahapoliitika leevendamiseks. Septembris tutvustas Jaapani peaminister uut majanduskasvu elavdamise meetmete paketti. Plaani eesmärk on suurendada Jaapani sisemajanduse kogutoodangut järgmise viie aasta jooksul umbes 20%.

Ühendkuningriigi majanduskasv on püsinud tempokas. Kolmanda kvartali majanduskasv aeglustus 2,3%ni. Kui eratarbimine oli endiselt tugev, siis eksport jäi oodatust mõnevõrra väiksemaks. Töötleva tööstuse toodang on kvartali võrdluses kahanenud viimased kolm kvartalit järjest, sellest hoolimata püsib töötleva tööstuse kindlustunne kõrge. Tööturu olukord on hakanud selgelt paranema: töötuse määr langes septembris 5,3%ni, viimase seitsme aasta madalaimaks, ning palgatõus kogub hoogu. Ühendkuningriigi inflatsioon on sel aastal jäänud nulli juurde ning alusinflatsioon on aasta jooksul aeglustunud, jaanuari 1,4%lt 1%ni septembris. Maailmamajanduse kesisema kasvuväljavaate ja tagasihoidliku inflatsioonisurve tõttu on turuootused Inglise keskpanga rahapoliitika karmistamise aja suhtes edasi nihkunud, sama moodi nagu Ameerika Ühendriikide föderaalreservi puhulgi. Intressitõusu oodatakse nüüd Ühendkuningriigis alles 2016. aasta lõpus.

Taustinfo 1. Olulised poliitikasündmused: IMFi eelarvepoliitilised sõnumid euroala riikidele

Rahvusvahelise Valuutafondi ehk IMFi ülesanne on aidata kaasa üleilmse majanduskasvu kestlikkusele, andes liikmesriikidele majanduspoliitilisi soovitusi raha-, eelarve- ja finantspoliitika ning struktuurireformide valdkonnas. Kuna maailmamajandus ei ole veel üleilmsest finantskriisist taastunud, on IMF soovitanud liikmesriikidel luua rahapoliitika abil kasvu toetav majanduskeskkond. See aitab teha struktuurireforme, mis suurendavad potentsiaalset SKPd. Liikmesriikide eelarvepoliitika peaks IMFi hinnangul võimaluse korral majanduskasvu samuti toetama. Avatud majandusega riikidele on aga eelarvepoliitika oluline vahend, mille abil tagada majanduskasvu stabiilsus.

Euroala riikidel on IMF pärast üleilmset finantskriisi soovitanud järgida majanduskasvu soodustavat eelarvepoliitikat: keskenduda nii tööjõu- ja kapitalimaksumäärade langetamisele kui ka jätkusuutliku eelarvepositsiooni hoidmisele. Maksutulu kahanemist on IMF soovitanud kompenseerida maksubaasi laiendamise või avaliku sektori mittetootlike kulutuste vähendamisega. IMFi soovitused ei ole siiski universaalsed. Riikidel, kelle rahandus on heas seisus, on IMF soovitanud kasutada eelarvevahendeid taristuinvesteeringuteks ja struktuurireformideks. Nende riikide eelarve puudujääk ei tohi samal ajal kasvada SKP suhtes suuremaks kui 3%, mis on Euroopa Liidu stabiilsuse ja kasvu paktis sätestatud eelarve puudujäägi ülempiir. IMF on eeskätt pidanud silmas suure jooksevkonto ülejäägiga Saksamaad ja Hollandit, kes saaks avaliku sektori investeeringute kaudu suurendada lähiaastatel nõudlust ja kaugemas tulevikus ka riigi potentsiaalset SKPd. Selline stiimul aitaks tasakaalustada terve euroala majandust. IMFi analüüsi kohaselt võivad aeglase majanduskasvu keskkonnas tehtud suure tootlikkusega taristuprojektid elavdada majandust juba lühikese aja jooksul, ilma et riigi võla suhe SKPsse märgatavalt tõuseks. Selliste mahukate projektide positiivse mõju suurus ja avaldumise kiirus sõltub siiski olulisel määral nii riigi taristuinvesteeringute vajadusest kui ka konkreetsete projektide tasuvusest.

Suure võlakoormusega riikide puhul peab IMF esmatähtsaks eelarve puudujäägi vähendamist ja eelarve-eesmärkide täitmist. Näiteks Hispaanial on IMF soovitanud riigi võlakoormuse kasvu pidurdamiseks ja kestlikule tasemele langetamiseks vähendada eelarve puudujääki 0,5 protsendipunkti võrra aastas. Eelarvedistsipliin on aga oluline mitte ainult avaliku sektori võla jätkusuutlikkuse tagamiseks, vaid ka majanduse stabiilsuse kindlustamiseks, eriti väikeriikide puhul. Näiteks Iirimaa kui avatud majandusega väikeriigil on IMF soovitanud hoida eelarve üle majandustsükli tasakaalus, et lisaks võlakoormuse vähendamisele seista paremini vastu võimalikele välisšokkidele. IMF on liigitanud Rootsi samuti väikse ja avatud majandusega riigiks, kus tuleks vananeva rahvastiku ja mahuka finantssektori tõttu eelarve puudujääki vähendada. Väikse, kuid kasvava võlakoormusega Luksemburgil on IMF soovitanud keskpikas vaates hoida riigieelarve koguni ülejäägis.

IMF oli 2015. aasta sügisel Eestis ametlikul visiidil, et pidada põhikirja artikkel IV alusel konsultatsioone. Visiidi lõpus tehtud hinnangu põhjal toetavad Eesti majanduskasvu keskpikka väljavaadet head põhinäitajad, näiteks avaliku sektori laitmatu finantsolukord ja suured riigi investeeringud. Pikemas vaates võiks Eesti IMFi hinnangul muuta eelarve struktuurse tasakaalu nõuet mõnevõrra paindlikumaks, kuid hoida siiski konservatiivset eelarvepoliitikat.

Eesti Panga hinnangul aitavad tootlikud avaliku sektori investeeringud soodustada majanduskasvu, kuid samal ajal peab jätkama senise konservatiivse eelarvepoliitikaga ehk säilitama keskpikas vaates eelarve tasakaalu. Eesti on sama moodi nagu Luksemburg ja Rootsi väike avatud majandusega riik, mis on tundlik väliskeskkonnast tulenevatele riskidele. Kuna majanduskeskkond ja eelarvetulud on muutlikud, on valitsusel otstarbekas säilitada koos eelarve struktuurse tasakaaluga ka eelarvepoliitiline paindlikkus: majanduskasvu ajal koguda puhvreid ning riskide realiseerumise korral getutseda vastutsükliliselt.

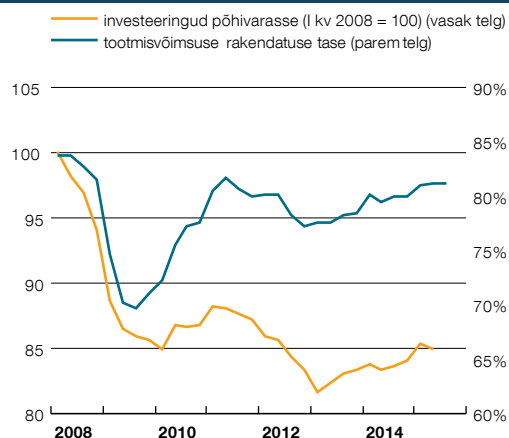
EUROALA

Euroala majanduse taastumine on aegamisi jätkunud. Euroala majandus kasvas teises kvartalis eelneva kvartali suhtes 0,4% ja aasta võrdluses 1,5%. Kasvu toetas eratarbimine, mis suurenes tänu madalatele energia hindadele, reaalpalga tõusule ja madalatele intressimääradele. Euro odavnemine on aidanud parandada euroala ekspordi konkurentsivõimet ning netoekspordi panus majanduskasvu oli teises kvartalis positiivne. Kuigi üleilmne nõudlus on üldiselt olnud ebakindel, paranes euroala kindlustunne nii septembris kui ka oktoobris. Euroopa Komisjoni avaldatav majandusosalusindeks kerkis märgatavalt, sest nii jaemüügi-, tööstus- kui ka teenindustevõtete lähikuude nõudluse ootus on paranenud. Kiirhinnangu põhjal kasvas euroala majandus kolmandas kvartalis aasta võrdluses 1,6% ja kvartali võrdluses 0,3%. Aktiivsusindeksite alusel ennustati kolmanda kvartali kasvuks 0,4%, tegelik hinnang jäi seega ootustest pisut väiksemaks.

Kuigi intressikeskkond on soodne, on euroala investeeringud põhivarasse olnud tagasihoidlikud. Tootmisvõimsuse rakendus on tööstuses kasvanud, teises ja kolmandas kvartalis 81%ni, ajaloolise keskmise taseme juurde (vt joonis 4). Sellest hoolimata kahanesid investeeringud teises kvartalis 0,5%. Euroala investeeringud on praegu 15% väiksemad, kui olid enne majanduskriisi.

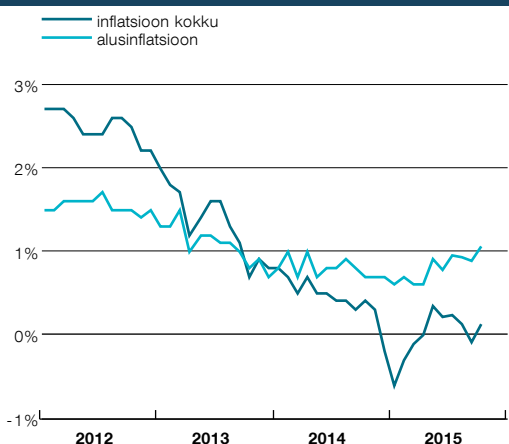
Euroala tööturu olukord on tasapisi paranenud. Hõive on viimased kuus kuud aasta võrdluses kasvanud, teises kvartalis 0,9%. Hõivatute arv on siiski väiksem, kui oli enne kriisi: tänavu teises kvartalis 2,2% väiksem kui 2008. aasta esimeses kvartalis. Töötuse määr on aasta jooksul järk-järgult langenud, oktoobris 10,7%ni. Tööturu olukord on siiski riigiti väga erinev: töötuse määr on kõrgeim Kreekas ja Hispaanias, üle 20%, aga euroala suurima majandusega riigis Saksamaal langes suve lõpus 4,5%ni. Kuna tööpuudus on suur, on palgasurve püsinud euroalal tagasihoidlik, kuigi riigiti samuti väga erinev.

Joonis 4. Euroala investeeringud



Allikad: Eurostat, Euroopa Komisjon

Joonis 5. Euroala inflatsioon



Allikas: Eurostat

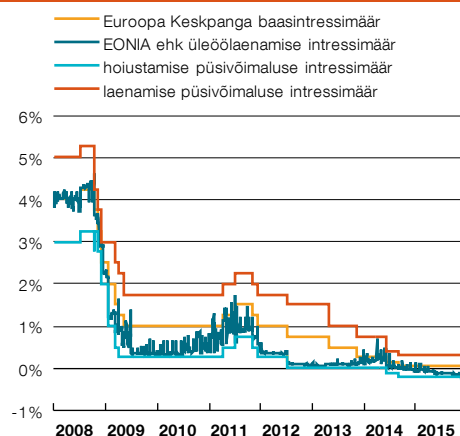
Euroala inflatsioon ei ole kiirenenud, sest toormehinnad on olnud madalad. Energia odavnes tarbijakorvis septembris ja oktoobris aasta võrdluses peaaegu 9%. Euro kursi nõrgenemise tõttu on euroala impordi- ja toormehindade langus olnud väiksem, kuid ilma vahetuskursi alanemiseta oleks hinnalanguse surve olnud veelgi suurem. Euroala alusinflatsioon on püsinud 1% lähedal (vt joonis 5). Aeglase inflatsiooni tõttu on aasta teisel poolel mõnevõrra langenud finantsinstrumentide põhjal tuletatud inflatsiooniootus, nii lühi- kui ka pikaajalises vaates. Turuosaliste prognoos euroala pikaajalise inflatsiooni kohta püsib aga endiselt 1,8–1,9% juures.

Taustinfo 2. Euroala rahapoliitiline keskkond

Euroala rahapoliitiline keskkond on 2015. aasta teisel poolel olnud endiselt soodne. Euroopa Keskpanga nõukogu hoidis rahapoliitilised intressimäärad majandus- ja rahaliidu kõigi aegade madalaimal tasemel: põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäär on 0,05%, laenamise püsivõimaluse intressimäär 0,30% ja hoiustamise püsivõimaluse intressi-

määratatakse 3. detsembril veel 10 baaspunkti võrra, -0,30%ni (vt joonis T2.1). Euroopa Keskpanka nõukogu on valmis ja suuteline tegutsema, võttes asjakohaselt toetava rahapoliitilise kursi säilitamiseks vajaduse korral kasutusele kõik nõukogu pädevusse kuuluvad instrumendid. Rahapoliitika peab seejuures olema kooskõlas hinnastabiilsuse eesmärgiga hoida inflatsioonimäär keskmise aja jooksul alla 2%, kuid selle lähedal. Eurosüsteemi ekspertide detsembri majandusprognoosi kohaselt jääb hinnatõus euroalal lähiajal veel aeglaseks, kuid kerkib 2017. aastal 1,6%ni². Euroopa Keskpanka nõukogu jälgib hinnastabiilsust mõjutavaid riske: rahapoliitiliste meetmete mõju ülekandumist majandusse ning valuutakursi ja energia hindade arengut (sh geopoliitiliste pingete mõju).

Joonis T2.1. Eurosüsteemi rahapoliitilised intressimäärad ja EONIA



Märkus. Viimane vaatlus 03.12.2015
Allikas: Euroopa Keskpank

Euroala rahapakkumise aastakasv on 2015. aastal märgatavalt kiirenenud, eelkõige Euroopa Keskpanka laiaulatusliku leevendusmeetmete paketi tõttu. Laiema rahaagregaadi (M3) kasv on olnud teisel poolaastal 5% lähistel. Majapidamiste hoiuste jäägi aastakasv on jäänud samaks ning ettevõtete oma on veidi hoogustunud. Suvekuude ärevate sündmuste tõttu Kreekas suurenes ajutiselt sealsetest pankadest hoiuste väljavool, kuid see ei mõjutanud märgatavalt kogu euroala hoiuste seisuga. Realsektori tähtsajaliste hoiuste intressimäärad püsivad madalad, 0,5% lähedal, ja on langenud 2012. aastaga võrreldes enam kui 150 baaspunkti võrra. Realsektori laenujäägi aastakasv on 2015. aasta suvel ja sügisel kiirenenud. Eluasemelaenude jäägi kasv on kerkinud üle 1% ning ettevõtete laenujäägi on hakanud esimest korda pärast 2012. aasta algust taas vähehaaval suurenema. See viitab, et rahapoliitika meetmed on mõjunud positiivselt ka erasektori laenukanalile. Euroala pankade laenutegevuse viimane küsitlus näitab, et realsektori laenuitingimused on leevenenud³ ja laenuõudlus on hakanud kasvama. Sellele on kaasa aidanud pankade rahastamiskulude vähenemine. Kuigi liikmesriikide võrdluses on hinnangud erinevad, ootavad euroala krediitiasutused üldiselt lähikvartalites seniste suundumuste jätkumist ning on märkinud, et laenuolukord paraneb märgatavalt eriti ettevõtete jaoks. Euroala rahapoliitiliste meetmete positiivne mõju on järk-järgult kandunud ka realsektori laenuintressimääradesse: nii eluaseme- kui ka ettevõtete laenu intressimäärad on alanenud 2012. aastaga võrreldes enam kui 140 baaspunkti võrra.

Euroopa Keskpanka rahapoliitiliste meetmete pakett on endiselt suuremahuline. Selle oodatav positiivne kogumõju euroala majandusele avaldub rahapoliitika ülekande viitaja tõttu keskpika aja jooksul⁴. Eurosüsteem pakub euroala krediitiasutustele septembrist 2014 kuni juunini 2016 pikaajalist suunatud laenu⁵, eelkõige edasilaenamiseks realsektori ettevõtetele. Viiel seni toimunud pakkumisel on antud laenu 400 miljardit eurot. Sügisel 2014 kehtestatud varaostukavade raames soetatud kaetud võlakirjade⁶ portfelli maht oli 27. novembri seisuga 138 miljardit eurot ja

2 Euroopa Keskpanka pressikonverents 3. detsembril 2015

3 Vt <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>. Küsitluses tõlgendatakse laenuitingimuste muutust erinevusena nende pankade osatähtsuse (netomäär) vahel, kes märkisid, et on laenuitingimusi (nt marginaale, tagatis) kas karmistanud või leevendanud. Negatiivse netomäär korral on suurem osa pankadest tingimusi leevendanud.

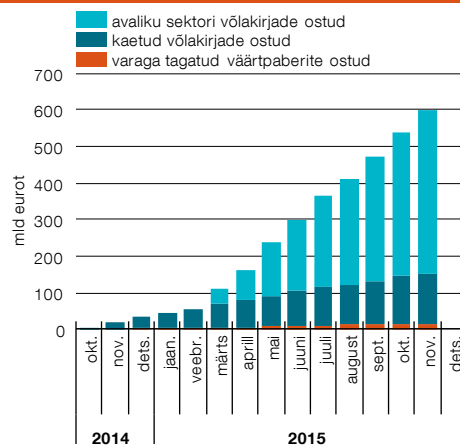
4 Euroopa Keskpanka mittestandardsete rahapoliitika meetmete ülekandemehhanismi kohta on kirjutatud EKP majandusülevaates 7/2015 (ingl k), lk 32–51.

5 Ingl *targeted longer-term refinancing operation*, TLTRO

6 Ingl *third covered bond purchase programme*, CBPP3

varaga tagatud väärtpaberite⁷ ostude maht 15 miljardit eurot. Märtsis 2015 alustatud avaliku sektori võlakirjade ostude⁸ portfelli maht oli novembri lõpu seisuga 445 miljardit eurot (vt joonis T2.2), millest moodustasid Eesti Panga ostud 48 miljonit eurot. Kolme varaostukava plaanitud ostude kogumaht on 60 miljardit eurot kuus. Euroopa Keskpanka bilansi-maht oli novembris 2,7 triljonit eurot, mis on 2014. aasta sügisega võrreldes suurenenud meetmete paketi toel enam kui 30%. 2015. aasta juulis avaldas Euroopa Keskpank põhimõtted eelistatavate kõlblike väärtpaberite kohta, mida tuleb järgida varaga tagatud väärtpaberite ostukava raames. Lisaks suurendati septembris avaliku sektori väärtpaberite ostukava emissioonipõhist piirangut, 25%lt 33%ni, neis tehingutes, kus Euroopa Keskpangal ei ole blokeerivat vähemust. 3. detsembril toimunud Euroopa Keskpanka nõukogu koosolekul otsustati pikendada varaostukavasid veel kuu võrra ning need kestavad vähemalt 2017. aasta märtsini, kuid ostudega jätkatakse kindlasti seni, kuni euroala inflatsioon on näha püsivat korrigeerimist, mis on kooskõlas eurosüsteemi hinnastabiilsuse eesmärgiga. Samal koosolekul kuulutati välja ka varaostukavade raames soetatud võlakirjade reinvesteeringupoliitika, pärast seda, kui instrumentide lõpptähtaeg on saabunud, ning täiendati ka avaliku sektori võlakirjade ostude põhinimekirja euroala piirkondlike või kohalike omavalitsuste emiteeritud eurodes nomineeritud turukõlblike võlainstrumentidega. Lisaks sellele pikendati pankadele eurosüsteemist fikseeritud intressimääraga laenamist vähemalt kuni 2017. aasta lõpuni, kuid kindlasti seni, kuni selleks püsib vajadus.

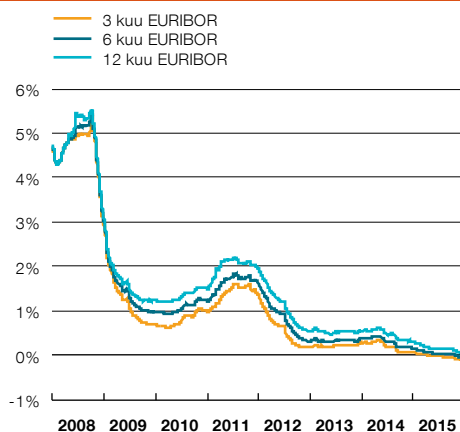
Joonis T2.2. Eurosüsteemi laiendatud varaostukava portfelli maht



Märkus. Viimane vaatlus 27.11.2015
Allikas: Euroopa Keskpank

Lühiajalised rahaturu intressimäärad on euroala leebe rahapoliitika toel alanenud 2015. aastal kõigi aegade madalaimale tasemele. Ootused lühiajaliste intressimäärade suhtes on püsinud madalad, mis mõjutab ka pikaajalisi intressimäärasid. EONIA⁹ oli maist novembrini stabiilsem kui aasta esimesel poolel, muu hulgas suurenenud ülelikviidsuse tõttu, ja kõikus vahemikus -0,14% kuni -0,11% (v.a kuude lõpus, mil intressimäär oli tehnilistel põhjustel kõrgem). 3 kuu, 6 kuu ja 12 kuu EURIBOR¹⁰ olid novembri lõpus vastavalt -0,11%, -0,04% ja 0,05% ning langesid maiga võrreldes vastavalt 10, 9 ja 11 baaspunkti võrra (vt joonis T2.3). Rahaturu tulukõvera kuju iseloomustav 1 kuu ja 12 kuu EURIBORI vahe püsis sama suur kui mais, 20 baaspunkti. EURIBORide stabiilne liikumine asendus oktoobri teisel poolel järsu langusega. Seda mõjutas osaliselt ka Euroopa Keskpanka rahapoliitika koosoleku pressikonverents, kus keskpanga president sõnas, et rahapoliitika toetav kurss tuleb EKP nõukogu detsembri istungil eurosüsteemi ekspertide uue majandusprognoosi alusel läbi vaadata.

Joonis T2.3. Euroala rahaturu intressimäärad



Märkus. Viimane vaatlus 30.11.2015
Allikas: Bloomberg

7 Ingl *asset-backed securities purchase programme*, ABSPP

8 Ingl *public sector purchase programme*, PSPP

9 Euroala pankadevahelise üleöölaenamise intressimäär, ingl *Euro OverNight Index Average*

10 Üleeuroopaline pankadevaheline intressimäär, ingl *Euro Interbank Offered Rate*

EESTI PEAMISED KAUBANDUSPARTNERID

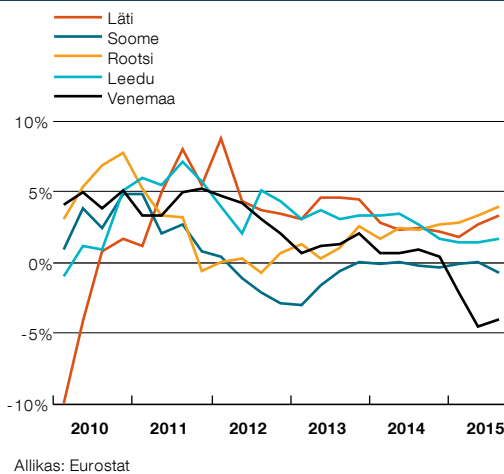
Eesti kaubanduspartnerite majandusolukord on üldiselt olnud rahuldav, Soome ja Venemaa majandusaktiivsus on endiselt kesine. Eestit on enim mõjutanud Venemaa majandusraskused: rubla odavnemise ja sisenõudluse vähenemise tõttu on sealne impordinõudlus järsult kahanenud. Venemaa vähene majandusaktiivsus ja Hiina taanduv majanduskasv mõjutavad omakorda negatiivselt teiste kaubanduspartnerite väliskaubandust. Eesti peamiste kaubanduspartnerite majanduskasvu veab suurel määral majapidamiste tarbimine, mida toetab stabiilne tööturu olukord ja tarbijahindade langus. Soome majapidamiste ostujõudu piirab suur tööpuudus ja jõuetu reaalpalka tõus. Rootsi majandusolukord on keskpanga toetava rahapoliitika ja krooni nõrgema vahetuskursi toel hea.

Balti naaberriikide hiljutine majandusareng on püsinud üldjoontes samasugune.

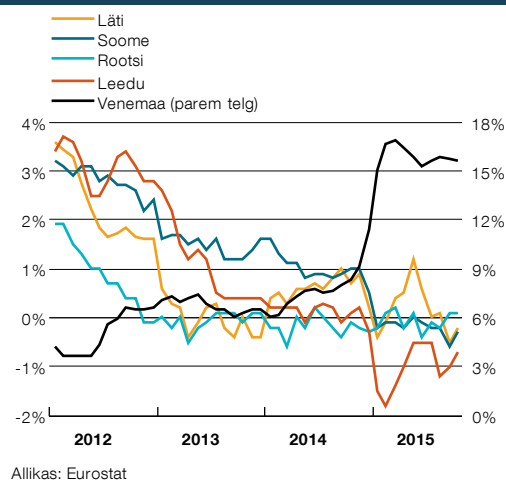
Läti aastane majanduskasv kiirenes kolmandas kvartalis 3,3%ni ja Leedu oma 1,7%ni (vt joonis 6). Mõlema riigi majandus kasvas kolmandas kvartalis ka kvartali võrdluses. Majanduskasv on viimastes kvartalites põhinenud peamiselt majapidamiste sissetuleku kasvul ja eratarbimisel. Majandusarengut on pidurdanud eksport, sest Venemaa impordinõudlus on olnud kesine. Leedu kaupade väljavedu on endiselt vähenenud. Läti on aga suutnud Venemaa-suunalise kaupade väljaveo suurt kahanemist mõnel määral kompenseerida: eksport Ameerika Ühendriikidesse ning Euroopa Liidu ja Aasia riikidesse on kasvanud. Läti ja Leedu investeerimisaktiivsus on nii ehitussektori kui ka masinate ja seadmete investeeringute toel suurenenud. Tööturu suundumused on olnud positiivsed: hõive esimesel poolaastal kasvas ning tööpuudus on eelmise aastaga võrreldes vähenenud. Kuigi teenused on stabiilselt kallinenud, on tänu madalatele toormehindadele olnud Läti hinnasurve endiselt nõrk ning Leedu hinnad on terve aasta jooksul alanenud (vt joonis 7).

Soome majandus on taas languses: statistikaameti kiirhinnangu põhjal vähenes SKP kolmandas kvartalis aasta võrdluses 0,2% ja kahanes ka kvartali võrdluses. Lisaks nõrgale väliskeskkonnale on majandust piiranud nii struktuursed kui ka tsüklilised probleemid.

Joonis 6. Kaubanduspartnerite SKP aastane muutus



Joonis 7. Kaubanduspartnerite inflatsioon



Väliskaubandus on Venemaa majandusraskuste tõttu vähenenud. Soome ekspordis on suur osa investeerimiskaupadel, aga üleilmne nõudlus nende järele on olnud juba pikka aega kesine. Lisaks on töötleva tööstuse ja ehitussektori panus majanduskasvu negatiivne. Töötleva tööstuse uued tellimused selle aasta esimese üheksa kuu jooksul siiski kasvasid. Majapidamiste tarbimist piirab suur tööpuudus ja aeglane reaalpalka tõus. Soome valitsus on olnud sunnitud võtma vastu laiapõhjalise eelarve kärpekava, mis survestab niigi tagasihoidlikku majapidamiste ostujõudu. Hõive on kahanenud juba alates 2013. aasta algusest. Madalate toormehindade ja kesise kodumaise nõudluse tõttu on tarbijahinnad tänava langenu.

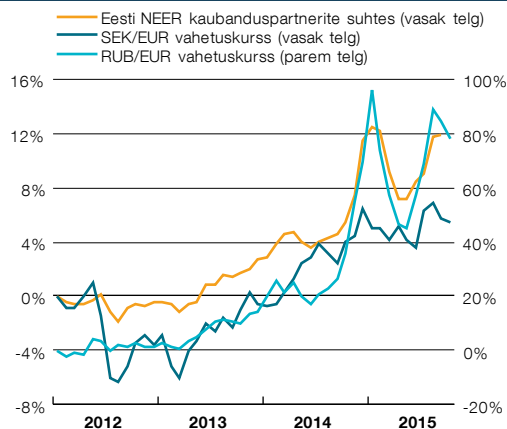
Rootsi majandusaktiivsus on püsinud hoogne.

Majanduskasv kolmandas kvartalis aasta võrdluses kiirenes, 3,9%ni, ning oli tempokas ka kvartali võrdluses. Lisaks jõulisele kodumaisele tarbimisele on tänu odavamale Rootsi kroonile elavdanud majanduskasvu märgatavalt ka väliskaubandus. Selle aasta esimeses kolmes kvartalis suurenes märkimisväärselt kaupade väljavedu Ameerika Ühendriikidesse ja Saksamaale. Tänu autotööstusele on kasvanud ka töötleva tööstuse toodangu maht. Majandusaktiivsust on muu hulgas toetanud Rootsi keskpanga leebe rahapoliitika, mis soodustab majapidamiste tarbimist ning investeeringuid. Kuigi madalate toormehindade tõttu on inflatsioon kõikunud endiselt nulli juures, on alusinflatsioon, mis ei võta arvesse energia hindu, viimastel kuudel kiirenenud. Hoogsama alusinflatsiooni tõttu jättis Rootsi keskpank oktoobris baasintressimäära $-0,35\%$ le, kuid teavitas, et pikendab võlakirjade ostukava 2016. aasta kesksaigani. Keskpank hoiatas ühtlasi, et majapidamiste suure võlakoormuse ja madalate intressimäärade tõttu tuleb leida tasakaal eluase-melaenude nõudluse ja pakkumise vahel.

Venemaa majandusaktiivsus on märgatavalt vähenenud.

Kiirhinnangu põhjal majanduslangus kolmandas kvartalis pisut aeglustus, kuid ulatus aasta võrdluses siiski sügava 4,1%ni. Eksport vähenes endiselt märkimisväärselt ning väliskaubanduse ülejääk kahanes. Ehitussektori ja töötleva tööstuse tootmismahd jätkas septembris samuti vähenemist. Eratarbimist piirab reaalse sissetuleku kahanemine. Geopoliitilised pinged ei ole leevenenud ning lisaks sanktsioonidele Venemaa ja Euroopa Liidu vahel survestavad majandust madal nafta hind ja Vene rubla kursi volatiilsus. Rubla nõrgenes augustis USA dollari suhtes kõigi aegade madalaimale tasemele, kuid nafta hinna tõusu toel on rubla vahetus-

Joonis 8. Euro vahetuskursi ja NEERi muutus 2012. aasta algusega võrreldes



Allikad: Reuters, Eesti Pank

kursi viimasel kolmel kuul siiski tugevnenud. Inflatsioonisurve ei ole leevenenud: tarbijahindade aastane tõus püsis oktoobris 15,6% juures. Venemaa keskpanga hinnangul ei ole tasakaal kiire inflatsiooni ja aeglase majanduskasvu vahel muutunud ning rahapoliitika baasintressimäär jäeti oktoobris 11%le.

Eesti nominaalne efektiivne vahetuskurs (NEER) on tänava peamise kaubanduspartnerite valuutade suhtes rohkelt kõikunud.

Seda on peamiselt mõjutanud Vene rubla kursi suur volatiilsus. Rubla odavnes eelmise aasta detsembris euro suhtes kõigi aegade madalaimale tasemele, mille mõjul Eesti NEER kaubanduspartnerite valuutakorvi suhtes tõusis. 2015. aasta alguses alanud rubla kursi tugevnemine tõi kaasa NEERi languse, kuid augustiks oli rubla taas euro vastu odavnendunud ning Eesti NEER seega järjekordselt tõusis. Eesti NEERi tugevnemist on mõnel määral mõjutanud ka Rootsi krooni odavnemine (vt joonis 8).

EESTI MAJANDUSKONJUNKTUUR

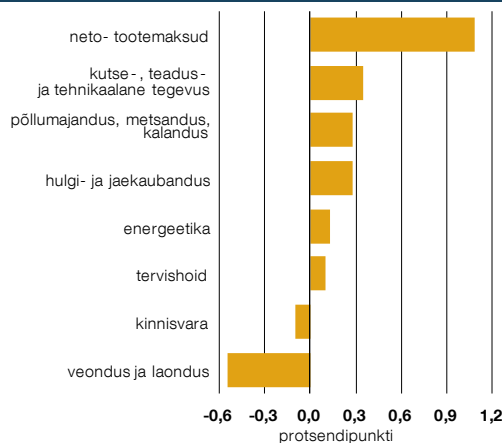
MAJANDUSAKTIIVSUS

Majanduskasv oli 2015. aasta esimeses kolmes kvartalis tagasihoidlik. Esimeses kvartalis kasvas majandus aasta võrdluses 1%, teises 2% ja kolmandas statistikaameti kiirhinnangu kohaselt 0,5%. Kolmanda kvartali kasv oli märkimisväärselt aeglasem, kui juunikuus avaldatud prognoosis ootasime. Tegemist on aga siiski kiirhinnanguga, mida on viimaste aastate jooksul korrigeeritud hiljem keskeltläbi 1,3 protsendipunkti võrra suuremaks. Selle aasta esimese kolme kvartali majanduskasvust andsid märkimisväärse osa neto-tootemaksud (vt joonis 9). Nende laekumist on soodustanud nii jaemüügi kiire kasv kui ka tõhusam maksukogumine.

2015. aasta majanduskasv on olnud kesine osaliselt Vene rubla odavnemise tõttu, mille tulemusel on kaupade ja teenuste eksport Venemaale vähenenud. Kuna Venemaa-suunalises ekspordis on suur roll välismaise päritoluga kaupadel, on Venemaa nõudluse vähenemise mõju Eesti majandusele piiratud. See mõju on avaldunud peamiselt vahendusega tegelevate harude, nagu veonduse ja laonduse ning hulgi-kaubanduse lisandväärtuses. Lisaks Venemaa-suunalisele ekspordile, mille lisandväärtusmahukus on vähenenud, on kahanenud ka transiit. 2015. aasta teises kvartalis vähenes transiitkauba lossimine sadamates aastataguse ajaga võrreldes enam kui poole võrra. Teistes majandusharudes, sealhulgas tööstussektoris, leidub aga samuti ettevõtteid, kelle ekspordis oli Venemaa roll oluline. Venemaa ostujõu kahanemine on mõjutanud ka turismisektorit: Vene turistide ööbimiste arv Eesti majutusasutustes vähenes 2015. aasta esimese üheksa kuuga aasta võrdluses kolmandiku võrra.

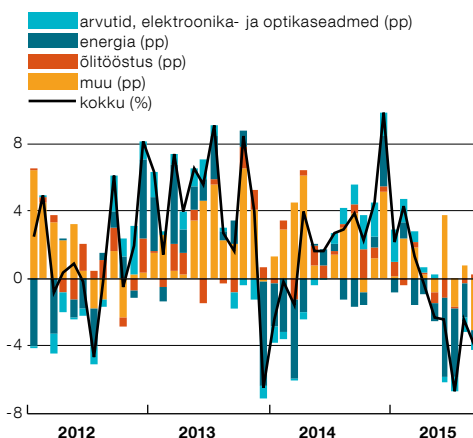
Tööstussektorit mõjutas 2015. aasta esimeses kolmes kvartalis toormehindade langus, mis raskendas eeskätt energiasektori ning põlevkiviõli- ja keemiatööstuse tegevust. Keemiatööstuse toodang vähenes sel perioodil aastataguse ajaga võrreldes 13%, elektrienergia, auru- ja kuumaveearustuse oma 12% ning õlitööstuse oma 3% (vt joonis 10). Toodangu mahu kahanemine ei anna samas täit pilti, kui

Joonis 9. Tegevusalade panused 2015. aasta esimese poole SKP kasvu



Allikas: statistikaamet

Joonis 10. Tööstustoodangu aastane muutus



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

keeruline nende sektorite olukord on: hinnalanguse tõttu vähenes käive märksa rohkem ning kasumid kukkusid seetõttu ulatuslikumalt kui toodangu maht. Samasugune olukord on ka näiteks põllumajanduses, mille tootmismahd pole eriti vähenenud, kuid põllumajandussaaduste hinna languse tõttu on ettevõtete tulu kahanenud märkimisväärselt. Nafta hinna mõjust Eesti majandusele annab ülevaate taustinfo 3.

Tööstussektori toodangu vähenemine on olnud küllaltki laiapõhjaline ka nendes harudes, mida ei ole toormehinnad otseselt mõjutanud. Peaaegu kahe kolmandiku tööstusharude toodang oli esimeses kolmes kvartalis

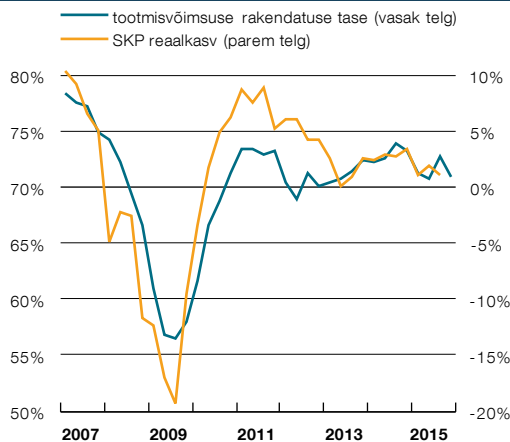
väiksem kui aasta varem. See viitab, et töäjõu ja tootmise kallinemisest tingitud konkurentsivõime halvenemise risk võib olla realiseerunud. Olukord on aga vastupidine näiteks puidutööstuses, mille toodang ja eksport on viimastel aastatel pidevalt suurenenud.

Eesti majanduse potentsiaalne kasv on olnud väiksem kui pikaajalise kasvu ootus.

SKP kasv on olnud kesine struktuursete tegurite tõttu, mis lähiajal arvatavasti ei muutu ja on lisaks majanduskasvule mõjutanud ka potentsiaalset kasvu. Sellise arengu üheks näiteks on Venemaa-suunalise kaubavahetuse vähenemine, mis lähiaastatel tõenäoliselt ei taastu. Lisaks on Venemaale suunduvat kaupa keeruline ümber suunata teistele turgudele. Teiste riikide päritolu kaupade eksport Eestist Venemaale vähenes 2015. aasta esimeses kolmes kvartalis peaaegu 40%. Potentsiaalse SKP kasvu aeglustumine on seotud ka sellega, et investeerimismäär on madalam kui varem.

Majanduse tsüklilise seisu halvenemisele kolmandas kvartalis viitab tootmisvõimsuse rakendatuse vähenemine, sest tööstustoodang kahanes. Tootmisvõimsuse rakendatuse tase oli 2015. aasta neljanda kvartali alguses 71% (vt joonis 11). See on veidi madalam kui tase, mis oleks tööstussektori struktuuri põhjal Eesti majandusele kohane stabiilse kasvu ajal. Hõive määr on aga pikaajalises vaates väga kõrge ja palgatõus kiire. See viitab positiivsele tööturu

Joonis 11. Tootmisvõimsuse rakendatuse tase



Allikad: Euroopa Komisjon, statistikaamet

lõhele ehk tegelik tööpuudus on langenud alla-poolse tasakaalutaset.

Juunikuus avaldatud prognoosiga võrreldes on Eesti Panga hinnang viimaste aastate SKP lõhe kohta muutunud positiivsemaks.

Selle taga on statistikaameti SKP revisjonid, mille tulemusel on SKP väärtus suurenenud. Lisaks oleme korrigeerinud tootmisvõimsuse rakendatuse taset tasakaalu seisundis nõudluse struktuursete muutustega. Mitme tööstusharu toodangu maht on juba pikka aega olnud väiksem kui enne kriisi, 2008. aastal. Nende hulka kuulub näiteks ehitusmaterjalitööstus, mis kasvas ehitusbuumi ajal kiiresti, kuid nüüd on nõudlus nende toodangu järele kahanenud.

Taustinfo 3. Nafta hinna languse mõju Eesti majandusele

Kui 2014. aasta kolmandas kvartalis maksis Brenti naftabarrel keskmiselt 102 dollarit, siis 2015. aasta kolmandas kvartalis peaaegu poole vähem, 53 dollarit. Sellel hinnalangusel oli suur mõju nii tarbijahindadele kui ka majanduse mahunäitajatele. Nafta hinna languse mõju on aga mõnevõrra tasakaalustanud euro kursi nõrgenemine dollari suhtes, mistõttu ei ole nafta odavnenud eurodes sama palju kui dollarites.

Nafta hinna mõju kandub majandusse kolme olulisema kanali kaudu.

- Esiteks mõjutab nafta hind ostujõudu. Nafta hinna langus vähendab kulutusi küttele ja kütustele. Nii majapidamistele kui ka ettevõtetele jääb seeläbi rohkem raha kätte, mis tähendab, et nõudlus siseturule müüvate ettevõtete toodete ja teenuste järele suureneb.
- Teiseks mõjutab nafta hind SKPd majanduse pakkumise kaudu. Eestis tunnetavad selle kanali mõju kõige enam energeetika ja õlitööstus, mille toodangu hind sõltub nafta maailmaturu hinna arengust. Kui nafta hind langeb, siis ei pruugi nende harude tootmismahud vähe-

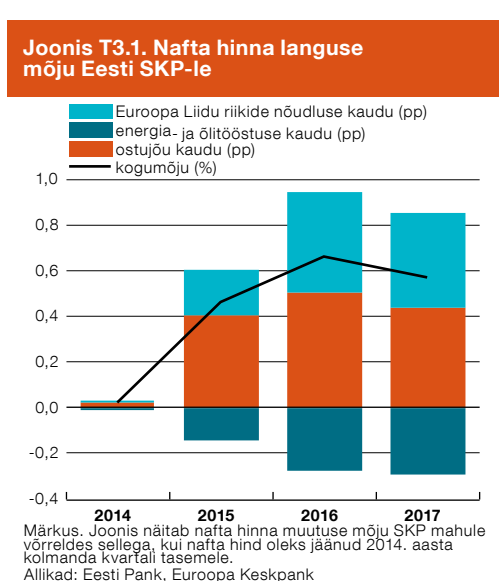
neda. Nende tegevusalade otsene panus majanduskasvu ei ole seega nafta hinna languse korral tingimata negatiivne. Nafta hinna langus mõjutab aga kasumlikkust, mis toob kaasa energiaspektori investeeringute kahanemise ning muude tingimuste samaks jäädes vähenevad energiaettevõtete omanike ja töötajate ostud teistelt harudelt. Nafta hinna kõikumised võivad muuta kogu majanduse ettevõtjate riskihinnanguid ning mõjutada seeläbi investeeringuid ja töötajate värbamist. See mõju on aga ilmselt väiksem kui mõju Eesti energia- ja õlitööstusele.

- Kolmandaks mõjutab nafta hinna muutus välisnõudlust ja seeläbi Eesti eksporti. See, kas nafta hinna langus suurendab eksporti mõnesse riiki või mitte, sõltub suuresti sellest, kas see riik on nafta netoeksportija või -importija. Netoimportijate puhul domineerib üldiselt eespool kirjeldatud esimese kanali mõju: nafta hinna langus suurendab elanike ostujõudu, mille tulemusel kiireneb lühiajaliselt majanduskasv ja suureneb nõudlus teiste riikide kaupade järele. Naftat eksportivate riikide ostujõud aga väheneb ja eksport nendes riikidesse kahaneb. Nafta hinna languse mõjul peaks seega Eesti eksport suurenema enamikku Euroopa riikidesse, aga vähenema näiteks Venemaale.

Teiste majandusnäitajate tundlikkus nafta hinna muutuste suhtes sõltub nafta hinna tasemest. Selle taga on energiatoodete maksud: energiakandjate puhul on sageli maksustatud kogus. Näiteks kütuseaktsiisi makstakse liitri kohta, mitte osakaaluna kütuse hinnast. Madala nafta hinna korral moodustavad seetõttu maksud hinnast suhteliselt suurema osa ning teised majandusnäitajad sõltuvad nafta hinnast suhteliselt vähem.

Nafta hinna languse mõju mõõtmiseks on kasutatud Eesti Panga makromodeli EMMA stsenaariumianalüüsi, mis võtab arvesse kõik eeltoodud mõjukanalid. Arvutamaks nafta odavnemise mõju Euroopa Liitu suunduvale ekspordile, on kasutatud teiste Euroopa Liidu riikide hinnangut, kuivõrd nende import sõltub nafta hinnast. Eksport Euroopa Liidu riikidesse moodustas 2014. aastal ligikaudu 70% Eesti kogu kaubaekspordist. Ainus Eesti suur kaubanduspartner, mis ei kuulu Euroopa Liitu, on Venemaa. Venemaa on aga nafta eksportija ning sealne nõudlus on madala nafta hinna tõttu peamiselt vähenenud. Analüüsi tulemuste tõlgendamisel tuleb sellega arvestada. Stsenaariumis on kasutatud nafta hinna langust eurodes, seega on arvesse võetud ka euro kursi nõrgenemine USA dollari suhtes, mis kahandab nafta hinna languse mõju.

Nafta hinna languse tulemusel on Eesti SKP 2015. aastal ligikaudu 0,5% suurem, kui oleks olnud siis, kui nafta hind eurodes oleks jäänud 2014. aasta kolmanda kvartali tasemele (vt joonis T3.1). Nafta hinna languse positiivses mõjus domineerib ostujõu kanal: tänu nafta odavnemisele on vähenenud tarbijate kulutused energiale ja neil jääb seetõttu rohkem raha muude kaupade ostmiseks. See kajastub hästi eratarbimises, mis on viimase aasta jooksul kiiresti kasvanud. Nafta hinna languse positiivne mõju majandusele väheneb 2017. aastal, sest stsenaariumis on arvestatud nafta futuuridega, mis näevad ette mõningast nafta kallinemist. Lisaks kohaneb majandus mõningal määral madalama nafta hinnaga ning see vähendab samuti nafta hinna languse mõju.



Nafta hinna muutuse kogumõju Eesti majandusele on Venemaa tõttu tõenäoliselt väiksem, kuid seda on raske üheselt mõõta. Kuna Venemaa on nafta eksportija, vähendab nafta hinna langus sealset ostujõudu ja seeläbi Eesti ekspordi Venemaale. Venemaa-suunalise ekspordi lisandväärtusmahukus on aga väike ning selle ekspordi vähenemise mõju Eesti majandusele on seetõttu napim, kui sageli arvatakse. Kuigi nafta hinna alanemise ajal on Eesti ekspord Venemaale vähenenud, on ekspordi kahanemist põhjustanud ilmselt ka muud tegurid kui nafta hind. Lisaks odavale naftale on Venemaa majandust mõjutanud sanktsioonid ning sealne majandusolukord on olnud kehv juba pikka aega.

Kokkuvõttes mõjub nafta hinna langus positiivselt majapidamiste tarbimisele ja Euroopa Liidu suunalisele ekspordile. Nafta odavnemisel on aga negatiivne mõju energia- ja õlitööstuse kasumlikkusele, mis avaldab omakorda mõju teistele ettevõtetele. Nende kanalite koosmõjul on senise nafta hinna languse tulemusel 2015. aasta SKP ligikaudu 0,5% suurem, kui see oleks olnud juhul, kui nafta hind ei oleks muutunud. See hinnang ei sisalda aga negatiivset mõju, mis võib olla kaasnenud Venemaa ostujõu vähenemisega.

SISENÕUDLUS

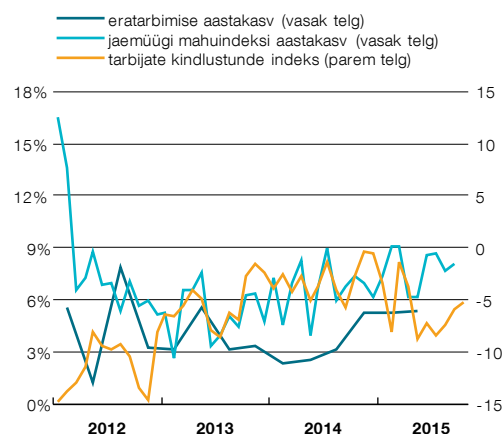
Eratarbimine on 2015. aastal olnud peamine

majanduskasvu vedaja. Tarbijate jaoks on tänavune aasta olnud soodne, sest reaalne kasutatav tulu on suurenenud jõuliselt. Eratarbimine kasvas esimesel poolaastal veidi üle 5% (vt joonis 12). Maksu- ja tolliameti andmetel palgatõus kolmandas kvartalis hoogustus ning tänu tarbijahindade langusele kerkis reaalpalk veelgi kiiremini. Lisaks on tarbijate kindlustunne püsinud kõrge. Tarbimise kasv oli seega ilmselt tempokas ka kolmandas kvartalis. Sellele viitab muu hulgas jaemüügi mahuindeks, mis tõusis kolmandas kvartalis aasta võrdluses 8%.

Majapidamised on kogunud sääste, kuid laenamisaktiivsus on samuti suurenenud.

Hoiuste aastakasv oli 2015. aasta esimesel kümnel kuul kiire, 7–8% juures. Ühest küljest on hoiuste maht suurenenud tänu reaalse sissetuleku kiirele kasvule. Baromeeteruuringu andmetel on tarbijate arvates praegu säästmiseks soodne aeg: säästmishinnangu väärtus on selle pikaajalisest keskmisest märksa kõrgem. Teisalt viitab hoiuste kasv säästmiskäitumise muutusele: kuigi kindlustunne on kõrge, tööpuudus väike ja reaalpalka tõus kiire, on säästumäär praegu märgatavalt kõrgem kui 2000. aastatel. Koos suurenenud tarbimisega on hakanud kasvama ka tarbimise rahastamiseks võetavad laenud (vt joonis 13).

Joonis 12. Eratarbimine



Allikad: statistikaamet, konjunktuuriinstituut

Need laenud on osaliselt kasvanud ka ettevõtete sõidukite käibemaksu muudatuse tõttu¹¹.

Investeeringud vähenesid teises kvartalis juba neljandat kvartalit järjest, peamiselt ettevõtete investeeringute kahane-mise tõttu. Lisaks vähenesid teises kvartalis investeeringud eluruumidesse (vt joonis 14). Valitsemissektori investeeringud on kahanenud alates 2014. aasta teisest kvartalist, kuna

11 1. detsembril 2014 jõustus käibemaksuseaduse muudatus, millega piirati käibemaksu mahaarvamist ettevõtetele, kes ei osta sõiduautoid vaid tööalaseks tarbeks. Ettevõtete ostetud sõiduautoide arv muudatuse tagajärjel vähenes ja eraisikute ostetud sõidukite oma suurenes.

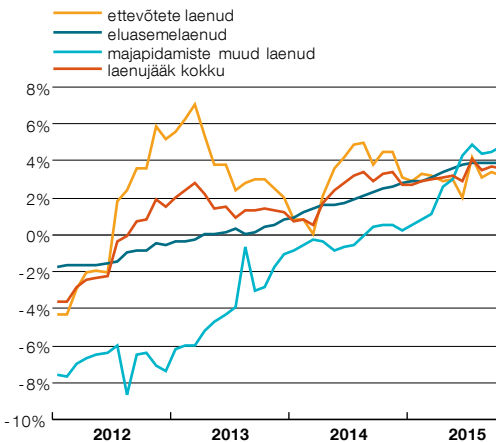
Euroopa Liidu eelarveperiood vahetus. Tänavu teises kvartalis valitsemissektori investeeringud aga suurenesid, aasta võrdluses 8%. Investeeringute vähenemise tõttu on alanenud investeeringute suhe SKPsse, esimesel poolaastal 24,1%ni, kuid teiste Euroopa Liidu riikidega võrreldes on see näitaja siiski üks kõrgemaid. Sama kehtib ka ettevõtlussektori puhul: kuigi investeeringud on kahanenud, on nende osakaal SKPs üks Euroopa Liidu suurimaid. Ettevõtlussektori investeeringuid käsitleb täpsemalt taustinfo 4.

Nõudlus uute eluruumide järele on olnud mõõdukas ning koos suurenenud pakkumisega on kinnisvara hinna tõus aeglustunud. Tänu väiksele tööpuudusele, kasvavale sissetulekule ja madalatele intressimääradele on majapidamiste finantsolukord paranenud. Samal ajal kui baasintressimäärad on olnud erakordselt madalad, on pankade muud laenuitingimused olnud konservatiivsed ning intressimarginaalid teises ja kolmandas kvartalis veidi kasvasid (vt joonis 15). Ehitisregistri ja maa-ameti andmed viitavad, et tänavu teises ja kolmandas kvartalis võeti kasutusele ja osteti rohkem uusi eluruumi kui aasta varem. Väljastatud eluasemelaenude maht kasvas samal ajal ligikaudu 4%. Kasutuslubade statistika andmetel on siiski mõnevõrra vähenenud investeeringud juba kasutuses olevate eluruumide rekonstrueerimiseks¹². Eluasemeinvesteeringud tervikuna seetõttu teises kvartalis vähenesid. Korterite keskmine ruutmeetrihind tõusis kolmandas kvartalis aasta võrdluses nii Tallinnas kui ka mujal Eestis, ligikaudu 6%¹³. Maa-ameti andmetel aga hinnatõus novembris Tallinnas aeglustus, ligikaudu 2%ni. Kinnisvara hindade tõusuga samas tempos on kasvanud ka sissetulekud ning kinnisvara taskukohasus pole seega 2015. aasta jooksul eriti muutunud (vt joonis 16).

12 Rekonstrueerimiseks tehtud investeeringute vähenemine võib olla mõjutatud uue ehitusseadustiku vastuvõtmisest. Uus seadus näeb ette, et alates 1. juulist 2015 ei ole eluruumi rekonstrueerimiseks enam vaja taotleda ehitus- ega kasutusluba. Ehitus- ja kasutuslubade statistika on aga oluline abivahend koostamiseks remondiga seotud eluasemeinvesteeringute statistikat.

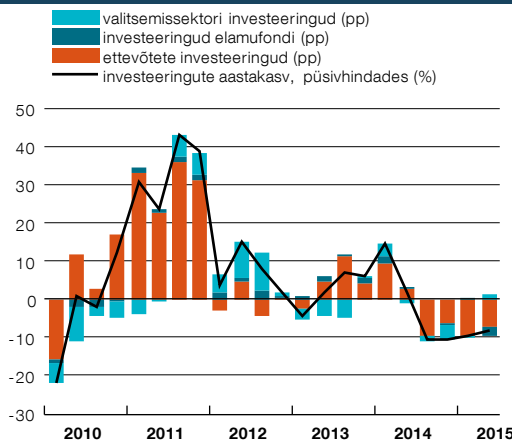
13 Kinnisvara hind tõusis kolmandas kvartalis kogu Eestis ligikaudu 9%. Keskmine hinnatõus oli aga kiire seetõttu, et nii Tallinnas kui ka uute ja kallite korterite osakaal kõikides tehingutes suurenes.

Joonis 13. Laenujäägi aastakasv



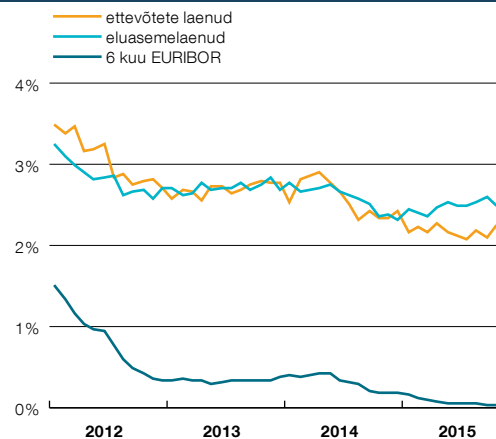
Allikas: Eesti Pank

Joonis 14. Kapitali kogumahutus põhivarasse



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Joonis 15. Pangalaenude intressimäär



Allikad: Eesti Pank, Euroopa Keskpang

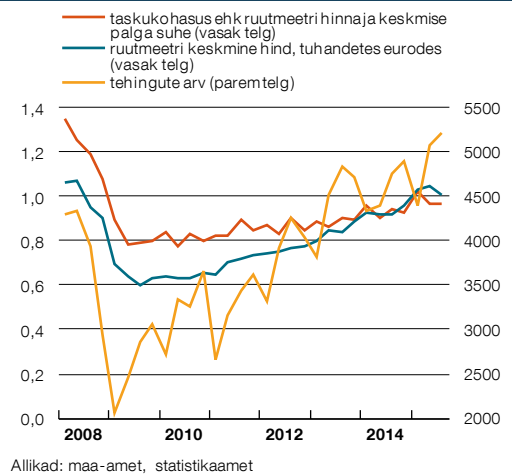
Ettevõtete võime oma äritegevust ja investee- ringuid rahastada on hea.

Rahastamisvõimalusi on toetanud nii varem kogutud kasumid kui ka pankade tugev konkurents ettevõtete laenuturul. Ettevõtete ligipääs pangalaenudele on seetõttu küllaltki hea ja intressimarginaalid on vähenenud. 2015. aasta esimesel poolel ettevõtete kasum vähenes ja dividendimaksud suurenesid, mis tõi kaasa omakapitali kahanemise. Sellest hoolimata on ettevõtete kasumlikkus rahvusvahelises võrdluses hea ning üldine finantsseis ja laenuvõtmisvõime pole märgatavalt halvenenud. Eelkõige suurtel ja välisomanduses olevatel ettevõtetel on endiselt hea ligipääs ka välismaisele rahastamisele. Rahastamisvõimalused ei ole seega investeerimisaktiivsust olulisel määral piiranud.

Ettevõtete investeeringud on kahanenud kapitalimahukate sektorite investeeringute vähenemise tõttu.

Ettevõtete investeeringud vähenesid 2015. aasta esimesel poolel veidi üle 10%. Nii nagu 2014. aasta teisel poolel kahanesid energeetikasektori investeeringud ka selle aasta esimesel poolel, kuna suuremahulised projektid on lõppenud. Investeeringud vähenesid endiselt ka põllumajanduses, tõenäoliselt nii Euroopa Liidu rahastusperioodi vahetuse kui ka tegevusala mõjutanud raskuste tõttu. Kuna kaubavedu on kahanenud, on veonduse ja laonduse ettevõtete investeeringud märkimisväärselt väiksemad. Maksu- ja tolliameti andmetel jätkus nende kapitalimahukate sektorite investeeringute vähenemine

Joonis 16. Korteritehingud



Allikad: maa-amet, statistikaamet

ka kolmandas kvartalis. Need andmed viitavad samas, et kogu ettevõtlussektori investeeringud kahanesid aeglasemalt kui eelneva nelja kvartali jooksul.

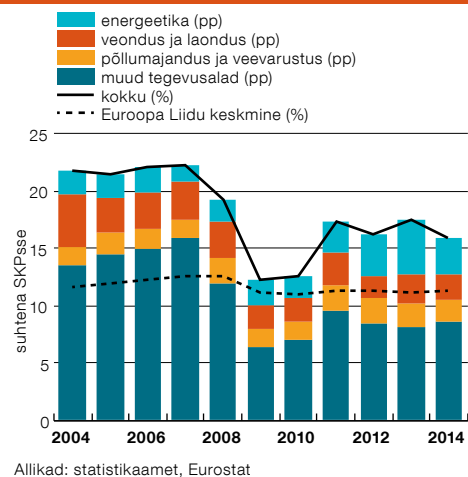
Varude muutuse panus SKP kasvu oli 2015. aasta esimeses kahes kvartalis negatiivne.

Varude osakaal müügitulus esimese kvartali lõpuks suurenes, sest nii sisemajanduse kui ka välisnõudluse kasv aeglustus järsult. Teises kvartalis aga varusid vähendati märkimisväärselt, et korrigeerida eelnevas kvartalis kogunenud võrdlemisi suurt laojääki. Varude seis oli niivõrd muutlik peamiselt töötleva tööstuse varude tsükli tõttu.

Taustinfo 4. Eesti ettevõtlussektori investeeringumahukus

Kuigi ettevõtete investeeringud on viimases neljas kvartalis vähenenud, on nii Eesti ettevõtete kui ka kogu majanduse investeeringute suhe SKPsse olnud endiselt üks Euroopa Liidu kõrgemaid. Ettevõtete investeeringute suhe SKPsse on aga praegu madalam kui 2000. aastatel (vt joonis T4.1). Majanduse suurt investeeringumahukust on vaja selleks, et saavutada suuremat tootmispotentsiaali ja kiiremat majanduskasvu. Iga investeeritud kapitaliühik ei ole siiski majanduskasvu loomisel samaväärse kaaluga. Lisaks investeeringute ja SKP suhtarvule on seega oluline ka investeeringute struktuur.

Joonis T4.1. Mittefinantsettevõtete investeeringud



Allikad: statistikaamet, Eurostat

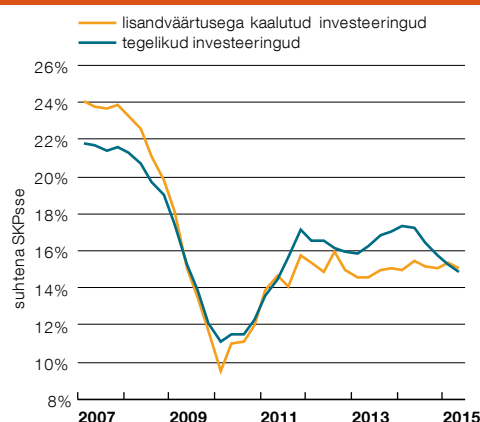
Investeeringute suhe SKPsse on viimase nelja kvartali jooksul langenud kapitalimahukates sektorites. Kuigi nende tegevusalade investeeringud on moodustanud ettevõtete investeeringutest suure osa, on nende osakaal lisandväärtuses märksa väiksem. Pärast majanduskriisi on ettevõtete investeeringud märgatavalt suurenenud energeetikasektori tõttu: projektide maht oli energeetikas suurim 2013. aastal ning pärast nende projektide lõppemist on selle tegevusala investeeringute maht alates 2014. aasta keskpaigast kahanenud. Kapitalimahukatest harudest on vähenenud ka veevarustuse, põllumajanduse ning veonduse ja laonduse investeeringud. Ülejäänud tegevusalade investeeringute osakaal SKPs aga 2014. aastal kasvas ning jäi 2015. aasta esimesel poolel eelmise aasta tasemele. Investeeritud kapitaliühikutel on olnud siiski erinev kaal lisandväärtuse loomises ja seeläbi kõrgema tulutaseme saavutamises. Lisandväärtusega kaalutud investeeringud¹⁴ on kasvanud viimastel aastatel ligikaudu sama kiiresti kui SKP ning investeeringumahukus ei ole seega eriti muutunud (vt joonis T4.2). Lisandväärtusega kaalutud investeerimismäär on siiski olnud samuti märksa madalam kui 2000. aastatel.

Investeerimismäär langus koos kõrgema tulutaseme saavutamise ootuspärane. Euroopa Liidu andmete põhjal¹⁵ on näha, et madalama sissetulekuse riikide investeeringute osakaal SKPs on olnud suurem. Rikkamad riigid, mis on ühtlasi jõudnud aeglasema kasvu faasi, investeerivad suhteliselt väiksema osa SKPst (vt joonis T4.3). Kõrgema sissetulekuse saavutamise käigus väheneb investeeringute osakaal SKPs, kuna majanduses toimub kapitalisüvenemine ja majandusstruktuur muutub teenuste- ja teadmispõhisemaks. Kui aastatel 2000–2007 oli Eesti sissetulekuse keskmiselt 54% Euroopa Liidu omast, siis 2014. aastaks oli see kerkinud 74%ni. Investeerimismäär alanemine 2000. aastatega võrreldes on koos sissetulekuse tõusuga ootuspärane, kuid sissetulekuse konvergenstsi eeldusel peaks Eesti investeerimismäär olema siiski kõrgem kui kõrgema sissetulekuse riikides.

14 Lisandväärtusega kaalutud investeeringute leidmiseks on koostatud indeks, milles on iga sektori investeeringud kaalutud selle sektori keskmise osakaaluga lisandväärtuses. Referentsväärtusena on kasutatud vaadeldava perioodi keskmist investeeringut. Keskmised väärtused on arvatud aastate 2004–2014 põhjal. Indeksi leidmisel on kõrvale jäetud hariduse, tervishoiu, kunsti ja meelelahutuse tegevusala ning muud teenindavad tegevused. Kuna nende sektorite osakaal mittefinantsete investeeringutes oli aastatel 2004–2014 keskmiselt 2%, ei mõjuta nende väljajätmine olulisel määral indeksi väärtust.

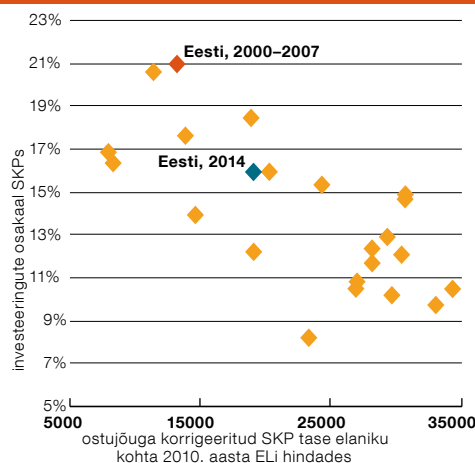
15 Vaadeldud on aastaid 2000–2007. Vaatluse alt on välja jäetud nii kriisiaeg kui ka sellele järgnenud aastad. Andmete vähesuse või puudulikkuse tõttu on välja jäetud Horvaatia, Kreeka, Leedu, Luksemburg, Malta ja Poola.

Joonis T4.2. Mittefinantsete investeeringud



Märkus. Nelja kvartali libisev keskmine
Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

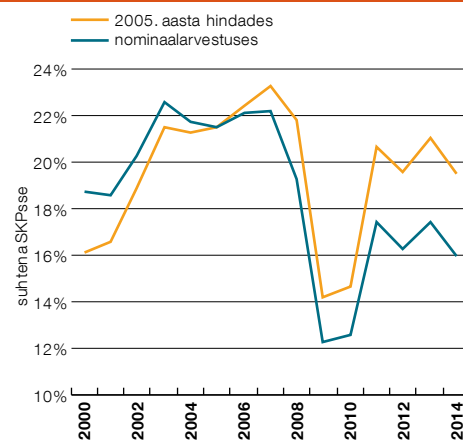
Joonis T4.3. Mittefinantsete investeeringud ja sissetulekuse ELi riikides, 2000.–2007. aasta keskmine



Allikad: Eurostat, Eesti Pank

Investeeringute osakaal SKPs on 2000. aastaga võrreldes kahanenud püsivhindade arvestuses siiski vähem kui jooksevhindade omas (vt joonis T4.4). Selle taga on asjaolu, et tehnoloogia arenedes on kapitalikaupade pikaajaline hinnatõus olnud aeglasem kui ülejäänud majanduse oma. Suure impordimahukuse tõttu on kapitalikaupade hinnad tõenäoliselt juba valdavas osas Euroopa keskmise hinnatasega konvergeerunud. Investeeringutele on seega viimaste aastate jooksul kulutatud märkimisväärselt väiksem osa tuludest kui kümme aastat tagasi, kuid püsivhindades ehk reaaluühiku põhjal ei ole investeeringuteks suunatud osa niivõrd palju vähenenud.

Joonis T4.4. Mittefinantsettevõtete investeeringud



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

VÄLISTASAKAAL JA KONKURENTSIVÕIME

Eesti välisnõudlus on 2015. aastal olnud heitlik ning nii turgude kui ka kaubarühmade võrdluses väga erinev. Kuigi riike, kus nõudlus on tänava olnud väiksem kui eelmisel aastal, on olnud vähe, kuulusid need Eesti peamiste kaubanduspartnerite hulka. Euroopa Liidu keskmisega võrreldes ekspordivad mõned Eesti peamised kaubanduspartnerid rohkem Hiinasse ja mõned Eesti tootjad emaettevõtte kaudu ka teistesse arenevatesse riikidesse. Investeeringuaktiivsuse vähenemine Aasias ja Lõuna-Ameerikas võib olla seega kaudselt mõjutanud negatiivselt ka Eesti eksportivat sektorit.

Eesti kaupade ja teenuste väljavedu vähenes tänava esimese üheksa kuu jooksul aasta võrdluses esialgsel hinnangul umbes 3%. Kahanemist on mõjutanud enim kaupade eksport, sest majanduskasv Eesti ümberkaudsetes riikides on olnud aeglane ning Venemaa vähenenud nõudlust on õnnestunud korvata Euroopa Liidu riikide omaga vaid osaliselt. Eesti kaubaeksport vähenes esimese üheksa kuu jooksul üle 3,5% ehk rohkem kui kaubanduspartnerite keskmine impordinõudlus. Kuna nii kaubaeksporti impordimahukus kui ka investeeringuaktiivsus samal ajal kahanesisid, vähenes kaupade sissevedu veelgi rohkem ja kaubabilanss paranes. Kaupade sissevedu oli tänava esimese üheksa kuu jooksul üle 4,5% väiksem kui aasta varem.

Ehkki teenuste ekspordi peamised sihtriigid on samad mis kaupade ekspordi puhulgi, on Venemaa nõudluse vähenemist õnnestunud paremini korvata teenuste ekspordi suurendamisega Euroopa riikidesse ja Ameerika Ühendriikidesse. Esimeses kahes kvartalis teenuste ekspordi aastakasv jooksevhindades kas seiskus või vähenes veidi. Ehkki välissektori statistika ja maksebilansi kiirhinnangu järgi teenuste ekspordi kahenemine suvekuudel veidi süvenes, oli see esimese üheksa kuu jooksul siiski märksa väiksem kui kaupade ekspordi vähenemine.

Konkurentsivõime näitajad on 2015. aastal olnud vastuolulised. Peamised kogu majandust haaravad ja hinnakonkurentsi väljendavad näitajad on enamikul kuudel viidanud konkurentsivõime halvenemisele. Suundumused on aga olnud sektorite vaates erinevad ja muutlikud. Tööjõu ühikukulu põhjal arvatud reaalne efektiivne vahetuskurs on aasta jooksul kõige enam tõusnud, samas kui tarbijahindade põhjal arvatud näitaja on enamasti langenud (vt joonis 17).

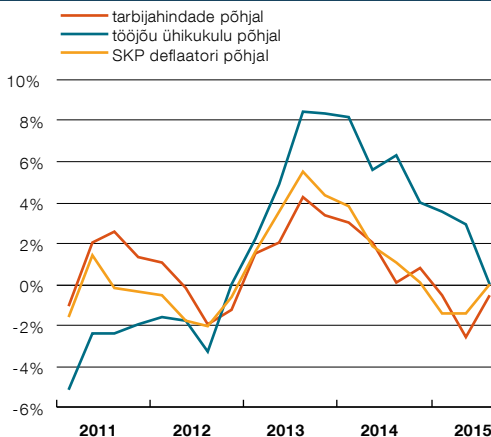
Tööjõukulud on Eestis kasvanud kiiremini kui ekspordi partnerriikides ning nominaalse vahetuskursi muutused ei ole suutnud seda erinevust tasandada. Tööjõu ühikukulu on 2015. aastal kasvanud tempokamalt kui viimastel aastatel keskmiselt, kuid kasv on olnud aasta jooksul ja tegevusalade kaupa ebaühtlane. Kuigi

ettevõtete kasumlikkus on vähenenud, on see rahvusvahelises võrdluses siiski endiselt hea. Ettevõtjate hinnangud annavad alust arvata, et hinnaväline konkurentsivõime on paranenud ning Eesti eelis tootjana ei seisne vaid odavas tööjõus. Maailma Majandusfoorum avaldas septembri lõpus rahvusvahelise konkurentsivõime edetabeli, kus Eesti asus 144 riigi seas 30. kohal, ühe koha võrra madalamal kui aasta varem.

Välistasakaal on paranenud tõenäoliselt enamasti tsükliliste tegurite tõttu. Jooksevkonto positsioon paranes 2014. aasta teisest kvartalist kuni 2015. aasta teise pooleni märgatavalt (vt joonis 18): jooksevkonto puudujääk oli igas kvartalis SKP suhtes väiksem või ülejääk suurem kui aasta varem. Jooksevkonto positsioon paranes nii tänu kaupade ja teenuste konto ülejäägi suurenemisele kui ka investeerimistulude väljavoolu vähenemisele SKP suhtes. See kajastab välisomanikele kuuluvate äriühingute kahanenud kasumlikkust. Investeeringute suhe SKP-sse on aga vähenenud veelgi kiiremini, mille tulemusel on jooksevkonto positsioon tugevnenud. Maksebilansi kiirhinnangu andmetel tänava kolmandas kvartalis jooksevkonto paranemine peatus: kesise kaubaeksporti tõttu oli jooksevkonto ülejääk väiksem kui aasta varem, kuid jooksevkonto saldo oli siiski endiselt positiivne. Jooksevkonto ülejääk oli esimeses üheksas kuus veidi üle 2% sama perioodi SKP suhtes ning Eesti majandus oli seejuures netolaenuandja.

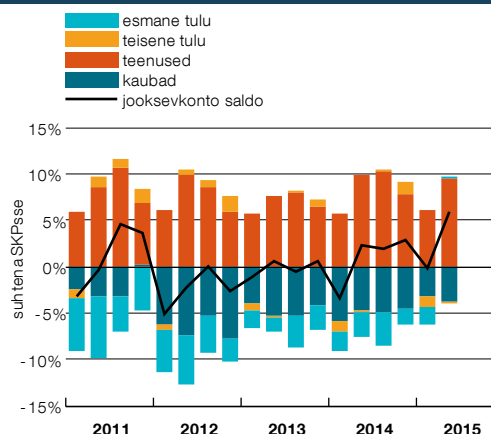
Tänu jooksevkonto ülejäägile on vähenenud neto arvestuses väliskohustused. Nõuded on viimase aasta-poolteise jooksul kasvanud kiiremini kui väliskohustused (vt joonis 19). Seejuures on vähenenud just võla iseloomuga kohustused. Nende puhul ei ole aga selge, kas (neto)kohustused on kahanenud strateegiliste otsuste või lühiajalise likviidsusjuhtimise tulemusel. Rahvusvaheline netoinvesteeringuspositsioon – välisnõuete ja -kohustuste vahe – vähenes juuni lõpuks 40%ni SKP suhtes. See näitaja on lähedane 35%le, mida peetakse Euroopa Liidu majanduse juhtimise raamistikus veel tasakaaluliseks.

Joonis 17. Reaalse efektiivse vahetuskursi aastane muutus



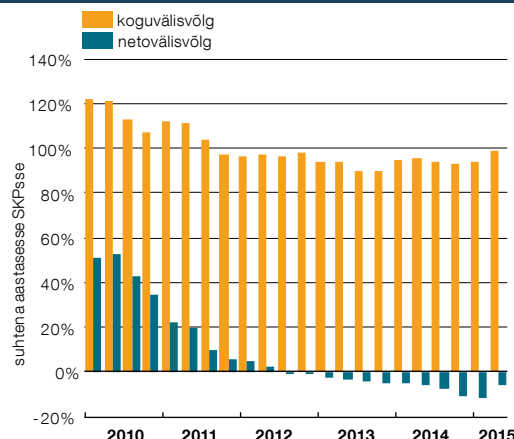
Allikas: Euroopa Keskpank

Joonis 18. Jooksevkonto



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Joonis 19. Kogu- ja netovälisvõlg



Allikas: Eesti Pank

TÖÖTURG

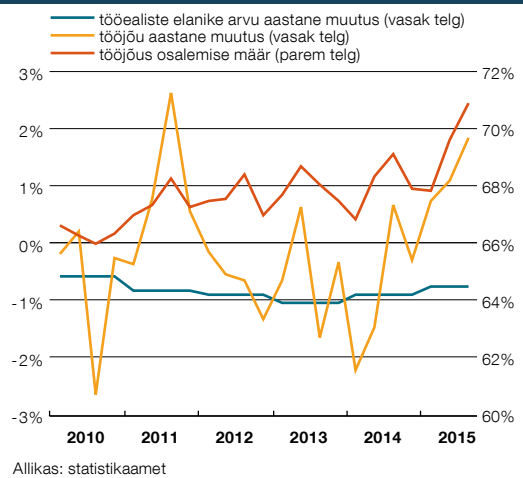
Tööealiste arv vähenes 2014. aastal 0,8%, enamjaolt loomulike rahvastikuprotsesside tõttu (vt joonis 20). Selleks et tööealiste arv rännet arvestamata ei muutuks, peaks tööikka jõudma piisavalt inimesi, et kompenseerida tööealiste arvu vähenemist suremuse ja tööeast väljumise tõttu. Aastatel 2013–2017 on tööikka jõudvaid 15aastaseid vaid ligikaudu 62–63% nende arvust, kes tööealiste hulgast lahkuvad. Välisrände saldo paranes 2014. aastal teist aastat järjest ning rände mõjul kahanes tööealiste arv kõigest 0,05%. Rändesaldo on paranenud mitmel põhjusel. Kõige suurema rändetöenäosusega vanusesse on jõudnud väiksearvulised sünnipõlvkonnad. Sellele lisanduvad majanduslikud mõjurid: Eesti palgad on tõusnud ja töö leidmise tõenäosus suurenenud, samas kui peamises rände sihtriigis Soomes on majandussurutise tõttu tõenäoliselt raskem tööd leida kui varem.

Kuigi tööealiste arv on kahanenud, on tänu suuremale tööjõus osalemisele tööjõu hulk kasvanud, 2015. aasta esimese kolme kvartali jooksul 1,2%. Tööjõus osalemise määr oli 2015. aasta esimeses kolmes kvartalis keskmiselt 69,5% ehk 1,4 protsendipunkti võrra kõrgem kui aasta varem. Tööjõus osalemine on kasvanud peamiselt üle 50aastaste osalemisaktiivsuse suurenemise tõttu, kuid noorte, alla 25aastaste aktiivsus tööturul on samuti suurenenud.

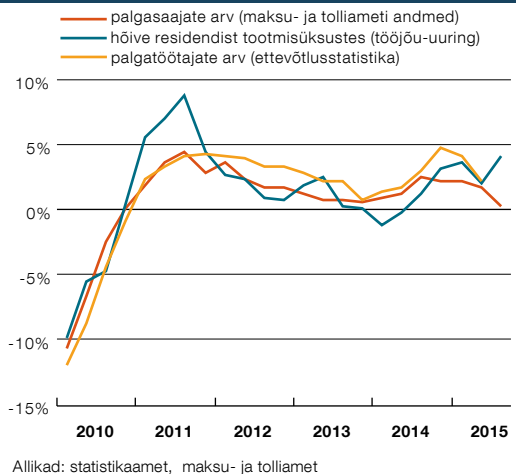
Tööjõu-uuringu andmetel kasvas hõive residendist tootmisüksustes 2015. aasta esimeses kolmes kvartalis keskmiselt 3,3% (vt joonis 21). Hõive kasvu hinnangut võis mõjutada töötajate registreerimise kohustuse jõustumine juulis 2014, mis on kaasa aidanud töötajate liikumisele varimajandusest ametlikku hõivesse. Tööjõu-uuringu andmete kohaselt hõive kvartalikasv kolmandas kvartalis kiirenes, mis oli vastulus majanduskasvu märgatava aeglustumisega. Maksu- ja tolliameti andmete järgi deklareeritud palgatulu saajate arv kolmandas kvartalis teise kvartaliga võrreldes kahanes. See annab alust arvata, et tööjõu-uuringul põhinev hõive kasvu hinnang võib olla liiga optimistlik.

Hooajalisi tegureid arvesse võttes tööpuudus 2015. aasta teises kvartalis suurenes, kuid

Joonis 20. Tööjõu pakkumine



Joonis 21. Hõive aastane muutus



kolmandas kvartalis tänu hõive kasvu kiirenemisele taas kahanes (vt joonis 22). Töötuse määr tõusis teises kvartalis suure tööjõus osalemise, mitte hõive vähenemise tõttu. Pikaajaliste töötute osakaal on kahanenud: 2015. aasta esimeses kolmes kvartalis keskmiselt 40,1%ni ehk 5 protsendipunkti võrra väiksemaks kui aasta varem. Nii nagu hõive puhul pole eri andmeallikate põhjal saadud töötuse määra hinnangud samuti omavahel kooskõlas. Registreeritud töötus on alates 2015. aasta maist kuu võrdluses kasvanud, sealjuures on vähenenud registreeritud töötusest väljumine ning suurenenud uute registreeritud töötute arv.

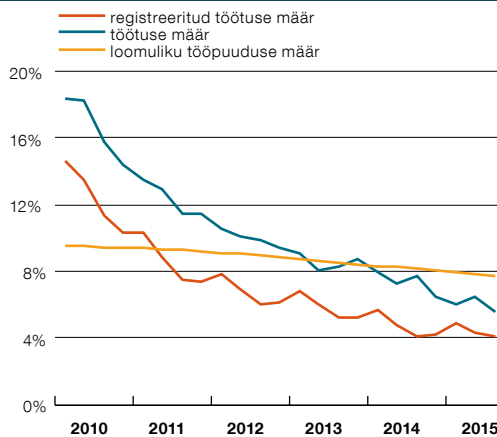
Töötuse määr oli 2015. aasta esimeses kolmes kvartalis Eesti Panga hinnangul allpool loomuliku tööpuuduse määra. Tööjõu

ühikukulu kasv 2015. aastal näitab, et töötajate positsioon palgaläbirääkimistel on jätkanud tugevnemist. Loomuliku tööpuuduse määr on siiski langenud koos üldise tööpuudusega. Esiteks on alanenud pikaajalise töötuse määr, mida võib pidada struktuurse tööpuuduse indikaatoriks. Teiseks ei ole vakantsi määr eriti muutunud, samal ajal kui tööpuudus on vähenenud. See viitab, et töökohtadele sobitumine on Eesti majanduses paranenud. Töökohale sobitumist on analüüsitud täpsemalt taustinfos 5.

Keskmise brutokuupalga aastane tõus 2014. aastal ja 2015. aasta alguses aeglustus, aga 2015. aasta teises kvartalis kiirenes, 5,8%ni. Maksu- ja tolliameti andmed viitavad, et palgatõus hoogustus ka kolmandas kvartalis, nii eraettevõtetes kui ka valitsemissektoris (vt joonis 23). Palgasurvet on hoidnud üleval vaba tööjõu hulga kahanemine: tööga hõivatute osakaal tööealiste hulgas on kõigi aegade suurim ning tööjõus osalemise määr on samuti enneolematult kõrge. Madalapalgaliste palgatõusu mõjutab miinimumpalk, mida on tõstetud märksa kiiremini kui on kerkinud keskmine palk. Selle mõju ei piirdu vaid miinimumpalka teenivate töötajatega, vaid kandub ka sellelähedast palka saavatele töötajatele.

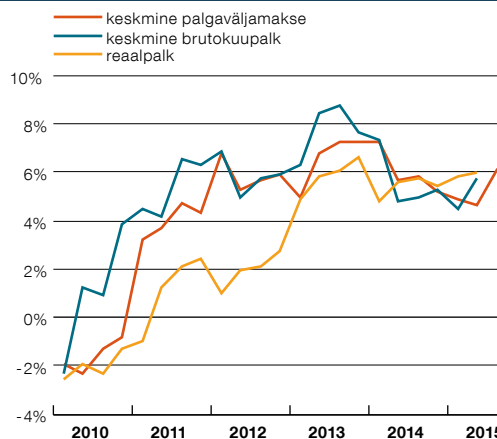
Valitsemissektori palgatõus oli maksu- ja tolliameti andmetel 2015. aasta esimeses kolmes kvartalis märksa kiirem kui erasektori oma, peamiselt tervishoiu ja hariduse palgatõusu tõttu. Mõlemas valdkonnas on palgakujunemisel oluline roll palga alammäära kollektiivsetel kokkulepetel. Näiteks tervishoiu tõusis 2015. aastal kokkuleppe kohaselt arsti tunnipalga alammäär 12,5%. Õpetajate palgatõusu on valitsus nimetanud prioriteetseks ning seadnud eesmärgiks, et õpetajate palk peab kerkima 120%ni keskmise palga suhtes. Äriregistri ettevõtete deklareeritud keskmise palga aastast tõusu mõjutas 2015. aasta esimesel poolel töötajate registreerimise kohustus. Selle tulemusel liikus varimajandusest ametlikku hõivesse hinnanguliselt 8–9 tuhat töötajat, kelle keskmine palgatulu oli lähedane miinimumpalgale. Lisandunud madalapalgaliste töötajate tõttu oli

Joonis 22. Tööpuudus



Allikad: statistikaamet, töötukassa, Eesti Pank

Joonis 23. Keskmise palga aastane muutus



Allikad: statistikaamet, maksu- ja tolliamet

keskmise palga tõus mõnevõrra aeglusam, kui see oleks olnud ilma töötamise registri mõjuta.

Palgatõus oli 2015. aasta esimeses kolmes kvartalis kiirem kui tööjõu tootlikkuse kasv, mistõttu tööjõu ühikukulu kasv 2014. aastaga võrreldes hoogustus. Reaalse tööjõu ühikukulu kasv oli 2015. aasta esimesel poolel laiapõhjaline ning kiirenes muu hulgas töötlevas tööstuses, mille ettevõtted konkureerivad välisurgudel teiste riikide tootjatega. Tööjõukulude osakaal oli siiski töötleva tööstuse lisandväärtuses vaid 6,4% suurem kui kümme aastat tagasi.

Taustinfo 5. Töökohale sobitumine Eestis

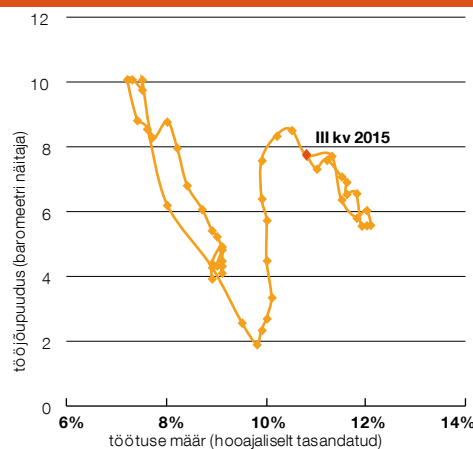
Eesti majanduse kasvupotentsiaali seisukohalt on oluline, et olemasolev tööjõud sobituks võimalikult hästi pakutavate töökohtadega. Töökohale sobitumise (ingl *matching*) mõiste pärineb töö-ökonoomika otsimisteooriast, kus on vakantse töökohta täitmist vaba tööjõuga kirjeldatud sobitumisfunktsiooni abil. Uusi töösuhteid tekib seda enam, mida rohkem on vaba tööjõudu ja vabu töökohti. Eri riikide tööturg ega ka sama riigi tööturg eri aegadel ei pruugi olla vakantside täitmisel vaba tööjõuga sama tõhusad. Näiteks kui nii vabade töökohtade arv kui ka tööpuudus suurenevad ühel ajal, siis saab öelda, et töökohtadele sobitumine on majanduses halvenenud. Seost mingi tööjõupuuduse näitaja ja töötuse vahel kirjeldab Beveridge'i kõver. Näitena toodud olukorras nihkub kõver graafikul paremale, nagu näha euroala puhul joonisel T5.1.

Euroopa Komisjoni hinnangul¹⁶ on tööjõu sobitumine euroalal halvenenud, kuna pärast finantskriisi ei ole mitmes riigis taastunud vähest kvalifikatsiooni nõudvate töökohtade loomine on olnud samuti aeglasem kui kõrgharidusega inimeste sisenemine tööturule. Need inimesed on seetõttu olnud sunnitud üha sagedamini vastu võtma madalamat kvalifikatsiooni nõudva töökohta.

Eesti tööpuudus on vähenenud ligikaudu 2006.–2007. aasta tasemele, kuid tööjõupuudus on nii baromeeteruuringu kui ka vakantsi määra järgi selle ajaga võrreldes märksa väiksem. Beveridge'i kõver on seega nihkunud vasakule (vt joonis T5.2) ehk töökohtadele sobitumine on paranenud. Vabade töökohtade ja vaba tööjõu vahetegur annab töökohale sobitumise muutustest aimu väga üldisel tasandil. Teoreetiliselt võib Beveridge'i kõver nihkuda soodsas suunas ehk vasakule ka siis, kui paraneb töövahenduse efektiivsus, samas kui vaba tööjõu vastavus vakantside nõuetele ei muutu. Töökohale sobitumist ja selle muutusi saab hinnata märksa otsesemalt siis, kui kasutada andmeid töötajate kvalifikatsiooni ja töökohta kohta.

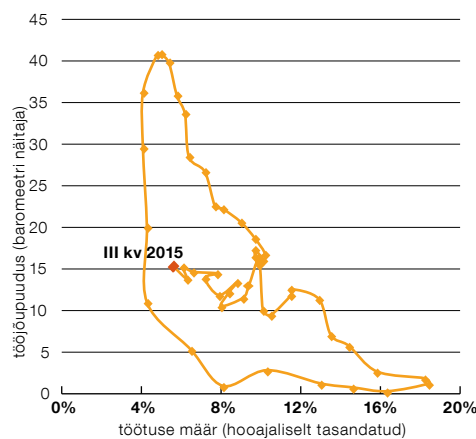
Joonisel T5.3 on toodud tööjõu-uuringu põhjal leitud üle- ja alakvalifikatsiooni indikaatorid. Kõige lihtsam neist kajastab töötaja enda hinnangut tehtava töö ja hariduse kooskõla kohta. Enesehinnangu peamine probleem on see, et inimesed ei pruugi olla objektiivsed. Enesehinnangu kohaselt on seetõttu tavaliselt alakvalifitseeritute osakaal väiksem kui muude indikaatorite põhjal. Teine võimalus on võrrelda töötaja haridustaset tema ametipositsioonil

Joonis T5.1. Beveridge'i kõver euroalal (III kv 2003 – III kv 2015)



Allikad: Euroopa Komisjon, Eurostat, Eesti Pank

Joonis T5.2. Beveridge'i kõver Eestis (III kv 2003 – III kv 2015)



Allikad: Euroopa Komisjon, Eurostat, Eesti Pank

16 http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/themes/27_skills_gaps_and_labour_mobility_02.pdf

nõutavaga. Küsitlusandmed ei sisalda paraku tavaliselt otsest teavet nõutava haridustaseme kohta. Selle kohta tehakse seetõttu kas eeldus või siis arvestatakse sellel ametipositsioonil kõige sagedamini esineva haridustasemega. Üks ülekvalifitseerituse indikaator on joonisel kõrgharitud hõivatute osakaal, kes töötavad keskmisel või madalal tasemel oskusi nõudval ametikohal (ISCO kategooriad¹⁷ 4–9).

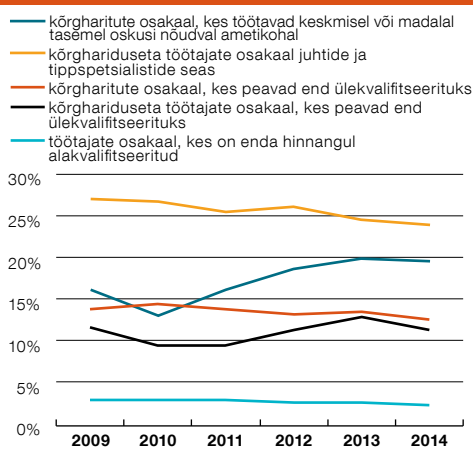
Enamik indikaatoreid näitab, et 2010. aastal, kui hõive määr oli pärast kriisi kõige madalam, oli ülekvalifitseeritud töötajate osakaal väiksem kui praegu. See võis tuleneda sellest, et töökoha kaotasid suurema tõenäosusega töötajad, kes olid töökohale halvemini sobitunud. Viimaste aastate jooksul ei ole koos hõive kasvuga ei üle- ega alakvalifikatsiooni näitajad märkimisväärselt muutunud.

Madalamat oskuste taset nõudvatel töökohtadel töötavatest kõrgharitudest olid 2009. aastast 2015. aasta esimese pooleni hõivatud ligikaudu pooled kaubanduses, töötlevas tööstuses, veanduses ja laanduses ning avalikus halduses. Nendel tegevusaladel pidas end ülekvalifitseeritaks ligikaudu viiendik kõrgharitud töötajatest – välja arvatud avalikus halduses, kus neid oli 5%. Kõrgharitud hõivatuid, kes töötavad nii madalamat kvalifikatsiooni nõudvatel töökohtadel kui ka on enda arvates ülekvalifitseeritud, on enam Kirde-Eestis, mitte-eestlaste hulgas, ning keskmisest vähem parimas tööeas töötajate seas. Kõrgharitud ülekvalifikatsioon oma töökohal on keskmisest suurem nii enda hinnangu kui ka ametikoha taseme järgi tehnika ja tootmise tegevusalal, põllumajanduses, metsanduses ja kalanduses ning teeninduses, aga keskmisest märksa väiksem matemaatika ja statistika ning arvutiteaduste puhul.

Kokkuvõttes võib öelda, et kuigi tööpuudus on viimastel aastatel vähenenud ja hõive määr tõusnud, ei ole töökohtadele sobitumine halvenenud. Suhteliselt kõrged ülekvalifitseerituse näitajad annavad aga märku sellest, et tööjõudu on võimalik rakendada tõhusamalt.

17 ISCO on rahvusvaheline ametite standardklassifikaator, mille kõige üldisemal tasandil jagunevad ametikohad üheksa kategooria vahel: 0 – sõjaväelased, 1 – juhid, 2 – tippspetsialistid, 3 – tehnikud ja keskastme spetsialistid, 4 – ametnikud, 5 – teenindus- ja müügitöötajad, 6 – põllumajanduse, metsanduse, jahinduse ja kalanduse oskustöötajad, 7 – käsitöölised ja oskustöötajad, 8 – seadme- ja masinaoperaatorid ja koostajad, 9 – lihttöölised.

Joonis T5.3. Üle- ja alakvalifikatsioon



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

HINNAD

Tarbijahindade langus kiirenes kolmandas kvartalis ning deflatsioon on nüüdseks kestnud juba rohkem kui poolteist aastat. Hinnalangus on süvenenud peamiselt energia odavnemise tõttu (vt joonis 24). Majandusaktiivsuse mõju inflatsioonile on viimastel aastatel olnud ligikaudu neutraalne, sest SKP kasv on olnud potentsiaalse kasvu lähedal. Tööturu tasakaalustamatusest tekkinud palgasurve tõttu on ettevõtete kasum vähenenud ka 2015. aastal, sest ettevõtetele

on olnud raskem katta tööjõukulude suurenemist hinnatõusuga (vt joonis 25).

Energia hinna langus oli kolmandas kvartalis laiapõhjaline, kõige rohkem odavnes aasta võrdluses mootorikütus. Nafta odavnemine maailmaturul on kandunud viitaja jooksul ka teiste kütteliikide hindadesse: nii imporditav maagaas kui ka soojusenergia on odavnemine. Elektri hind on samuti langenud, sest nõudlus ja tarbimine on vähenenud. Kolmandas kvartalis elektri hinna langus siiski aeglustus, sest

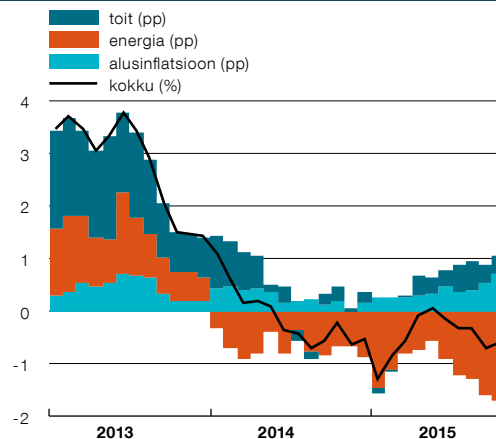
Põhjamaade elektriturul oli tootmine ja ülekandevõimsus katkestuste tõttu häiritud.

Kuigi toidutoormete hinnad on maailmaturul alanenud ja Venemaa turg on sanktsioonide tõttu ära langenud, jätkasid toiduainete tarbijahinnad kolmandas kvartalis aeglast tõusu. Toiduainete inflatsiooni on hoidnud üleval puu- ja köögiviljade kiire kallinemine, nagu ka enamikus Euroopa Liidu riikides. Toiduainete hindade hoajalisus võib olla eelmise aastaga võrreldes muutunud ning lisaks on olnud ilm ebasoodne. Lisaks aiasaadustele on kallinenud kiires tempos ka alkohoolsed joogid, sest aasta alguses tõsteti alkoholiaktsiisimäära. Piima- ja lihatoodete hinna langus on aga süvenenud, nii Euroopa turul kui ka Eestis. Tootmisraskuste mõju jõuab nendesse sektoritesse pika viitaja jooksul.

Tööstuskaupade inflatsioon on 2015. aastal olnud väiksem kui euroala riikides keskmiselt. Euro kurss langes aasta alguses dollari suhtes järsult, mis tõi kaasa väljastpoolt euroala riike imporditavate kaupade hinna tõusu. Vahetuskursi mõju kandumine tarbijahindadesse on aga Eestis jäänud küllaltki tagasihoidlikuks. Üks põhjus võib olla see, et nominaalse efektiivse vahetuskursi langus on samal ajal olnud väike, sest Vene rubla kurss nõrgenes omakorda nii euro kui ka dollari suhtes. Tööstuskaupade hulgas on odavnenud eelkõige püsikaubad (autod ja koduelektronika), kuid ka riiete ja jalatsite hinna tõus on olnud tava-pärasest aeglasem.

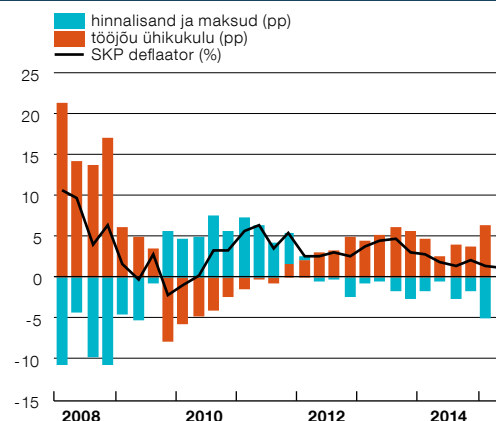
Teenuste inflatsioon kiirenes kogu esimese poolaasta vältel ning kerkis kolmandas kvartalis 2,1%ni. Teenuste kallinemine on praegu siiski veel aeglasem kui pikaajaline inflatsioon, sest hinnatõusu hoiab tagasi administratiivsete meetmete mõju. Tasuta ühistranspordi kehtestamise tõttu Tallinnas 2013. aastal ja tasuta kõrghariduse jõustumise tulemusel on teenuste inflatsioon olnud viimasel kolmel aastal ligikaudu protsendipunkti võrra aeglasem (vt joonis 26). Teenuste inflatsioon ilma nende teguriteta on järk-järgult kiirenenud, sest hoogne palgatõus on jätkunud. Teises kvartalis lõppes sideteenuste pikalt kestnud odavnemine, mis oli Eestis aastatel 2012–2014 euroala kõige järsem. Kuna Venemaa turistide arv on vähenenud, on majutusteenused odavnenud. Vabaajateenused kallinevad siiski endiselt kiires tempos.

Joonis 24. Tarbijahinnaindeksi aastane muutus



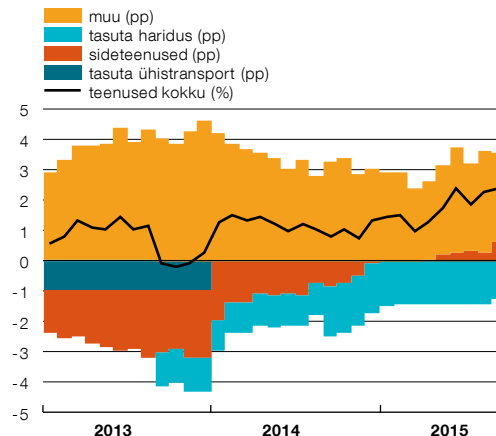
Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Joonis 25. SKP deflaatori kasvu struktuur



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Joonis 26. Teenuste inflatsioon



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

VALITSEMISSEKTORI RAHANDUS

Eesti valitsemissektori eelarve puudujääk oli 2015. aasta esimese poole lõpus 84 miljonit eurot. Puudujääk oli veidi suurem kui eelmise aasta esimese poole lõpus. Eelmise aasta kokkuvõttes jäi seejuures eelarve siiski 0,7% ülejääki SKP suhtes. Eelarvepositsioon on sel aastal halvenenud mitme riigieelarves kavandatud muudatuse tõttu: siirdeid majapidamistele on suurendatud ja tööjõu maksukoormust on vähendatud.

Valitsemissektori kulude kasv oli esimesel poolaastal laiapõhjaline ja ulatus 6,4%ni (vt joonis 27). Suurima panuse kulude kasvu andsid sotsiaaltoetused, mida mõjutas lastetoetuste suurendamine jaanuaris, ning valitsemissektori tööjõukulud, mille osakaal SKPs suurenes aasta võrdluses peaaegu poole protsendipunkti võrra. Tööjõukulude kasv teises kvartalis siiski aeglustus. Lisaks taastusid teises kvartalis valitsemissektori investeeringud. Möödunud aasta eelarve ülejääk oli osaliselt plaanitust niivõrd palju suurem just investeeringute vähenemise tõttu.

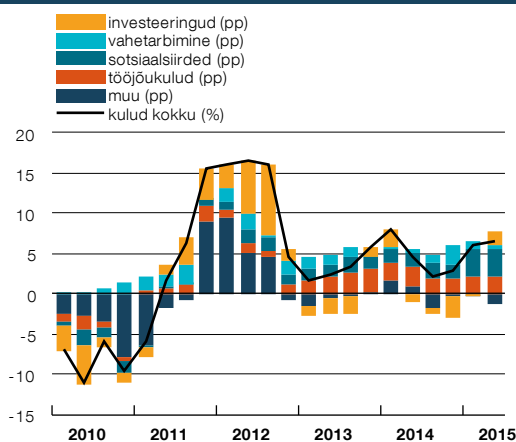
Hoolimata sellest, et tööjõumaksude määrasid on langetatud, Eesti maksukoormus esimesel poolaastal suurenes. Selle aasta alguses alandati tulumaksu- ja töötuskindlustusmaksude määrasid. Kuigi samal ajal tõsteti alkoholiaktsiisi, on selle mõju 2015. aasta maksutulule olnud väga väike, sest enne maksutõusu koguti varusid ning lisaks on alkoholi tarbimine vähenenud. Maksutulu, mis moodustab valitsemissektori tuludest ligikaudu 83%, kasvas 2015. aasta esimesel poolel 6,7% (vt joonis 28)¹⁸. Maksutulu kasv on endiselt kiire, sest käibemaksu- ja töötuskindlustusmaksudeid on jõuliselt vähendatud. Selle tulemusel on tõusnud käibemaksu efektiivne maksumäär¹⁹. Lisaks on tänu palgatõusu jätkumisele suurenenud valitsuse tulud tööjõumaksudest, hoolimata sellest, et tööjõu maksukoormust on vähendatud.

Maksutulu kiire kasv jätkus nii 2015. aasta kolmandas kvartalis kui ka neljanda kvartali alguses. Selle aasta esimese kümne kuu jooksul laekus riigikassasse 8,5% rohkem makse kui

¹⁸ Valitsemissektori rahanduses kajastatakse maksutulu tekkepõhiselt ja sotsiaalkindlustusmaksed netoväärtuses.

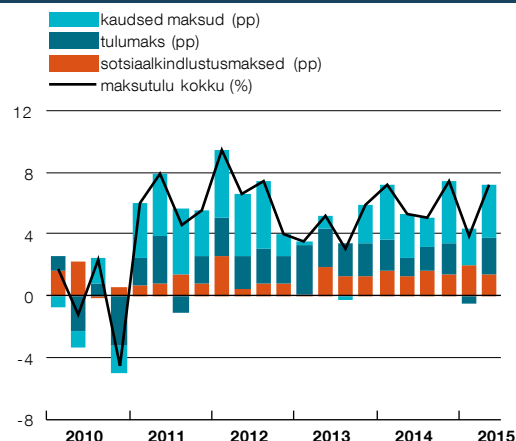
¹⁹ Maksutulu oli tänava esimesel poolaastal peamiste käibemaksubaasi komponentide suhtes ühe protsendipunkti võrra suurem kui aasta varem.

Joonis 27. Valitsemissektori kulude aastakasv



Allikas: statistikaamet

Joonis 28. Maksutulu aastakasv



Allikas: statistikaamet

aasta varem²⁰. Esimese poolaastaga võrreldes on vaid veidi aeglustunud käibemaksu laekumise aastakasv, mis on siiski ulatunud keskmiselt üle 10%. Finantssektori erakorralise dividendimakse tõttu suurenes oktoobris juriidilise isiku tulumaksu laekumine aasta võrdluses peaaegu viis korda. Selle aasta esimese kümne kuu jooksul kasvas juriidilise isiku tulumaks aasta võrdluses 39%. Tänu ootamatule ülelaekumisele on sel aastal valitsusel võimalik saavutada palju parem eelarvetulemus, kui riigieelarve koostamisel planeeriti.

²⁰ Arvutus põhineb kassapõhistel kuuandmetel, mille kasvu ei saa otseselt võrrelda valitsemissektori maksutulu omaga.

PROGNOOS AASTATEKS 2015–2017

Eesti Panga prognoos valmib rahapoliitika ja majandusuuringute ning finantsstabiilsuse osakonna ekspertide koostöös. Eesti Panga prognoos on osa euroala keskpankade ja Euroopa Keskpanga ühisest euroala prognoosist, mille tegemisel lähtutakse väliskeskonna edasise arengu puhul ühtsetest eeldustest. Väliskeskonna eeldused kätkevad euroala rahaturu intressimäärasid, euro vahetuskurssi ja toor-mehindasid. Teiste euroala keskpankade samal ajal valmivad majandusprognoosid on Eesti kaubandus-partnerite nõudluse ja hindade arengu eelduseks. Käesolevas prognoosis on kasutatud informatsiooni, mis oli väliseelduste puhul kättesaadav 18. novembri 2015 seisuga ja Eesti majandusnäitajate puhul 13. novembri 2015 seisuga. Eesti Panga prognoosi koostamisel on kasutatud Eesti Pangas välja töötatud Eesti majanduse makromudelit EMMA, mida uuendatakse ja täiendatakse regulaarselt.

RAHVUSVAHELINE MAJANDUSKESK-KOND

Maailmamajanduse kasv sellel aastal aeglustub, kuid rahvusvaheliste institutsioonide prognoosi²¹ põhjal järgmistel aastatel kiireneb. Arenenud riikide mõõdukas majanduskasvu taastumine jätkub, kuid sellest ei piisa, et kompenseerida arenevate riikide aeglustuvat kasvu. Arenenud riikide majandus peaks IMFi hinnangul kasvama tänavu 2%, kasvu veavad endiselt Ameerika Ühendriigid ja Ühendkuningriik. Arenevate riikidega seotud riskid on suurenenud ning IMFi hinnangul peaks nende majanduskasv sel aastal aeglustuma, eelmise aasta 4,6%lt 4%ni.

Ameerika Ühendriikide rahapoliitika intressimäärade tõstmise ootuses on kapitali sissevool arenevatesse riikidesse vähenenud. Rahastamistingimused on seetõttu karmistunud. Hiina majanduse jahenemine mõjutab olulisel määral selle peamisi kaubandus-partnereid Aasias. Hiina majanduskasvu aeglustumisel ja investeringute vähenemisel on samas ka märkimisväärne mõju toormeturgudele ja seeläbi toormeid eksportivate riikide majanduskasvule. Teiste suurte arenevate riikide – India, Brasiilia, Venemaa – majanduskasvu väljavaade on samuti kehvem, kui aasta alguses oodati.

Euroala majanduskasv jätkub tagasihoidlikus tempos. Kasvu toetavad madalad toor-mehinnad, soodne intressikeskkond ja leebe rahapoliitikaga kaasnev euro odavnemine. Tänu paranevale tööturule, aeglasele inflatsioonile ja madalatele intressimääradele majapidamiste ostujõud suureneb, mis aitab kaasa eratarbimise kasvule. Soodne intressikeskkond toetab

euroala investeringute kasvu, mis on seni püsinud tagasihoidlik, ning euro odavnemine aitab parandada euroala ettevõtete ekspordi kasvu väljavaadet.

Suur asüülitaotlejate sisseränne on hakanud mõjutama nii euroala kui ka teiste Euroopa Liidu riikide majandust. Alates 2014. aasta algusest on Euroopa Liidus taotlenud varjupaika enam kui 1,2 miljonit inimest. Pagulaste ulatusliku sisserände kogumõju majandusele on hetkel vara hinnata. Lühiajaline mõju avaldub aga avaliku sektori kulutuste suurenemise kaudu, mille panus majanduskasvu on positiivne. Euroopa Komisjoni viimase hinnangu kohaselt on sisserände mõju riikide eelarve tasakaalule erinev sõltuvalt sellest, kas riik on pagulaste jaoks transiit- või sihtriik. Pagulaste sisserändega enim seotud transiit-riikide 2015. aasta eelarvepositsioon halveneb avaliku sektori kulude suurenemise tõttu kuni 0,2% SKPst. Sihtriikide eelarvepositsioon halveneb tänavu 0,2% SKPst ning 2016. aastal on pagulaste sisserände mõju pisut suurem. Rändekriisi mõju majanduskasvule on eelarvepositsiooni muutusega võrreldes mõnevõrra väiksem²².

Euroala inflatsioon jääb lähiaastatel alla-pole Euroopa Keskpanga eesmärki, mistõttu püsib keskpanga rahapoliitika toetav ja intressimäärad madalad. Eelduste kohaselt jäävad euroala lühiajalised rahaturu intressimäärad kogu prognoosiperioodi ulatuses negatiivseks: 2017. aasta keskmine 3 kuu EURIBOR on -0,12%. Euro vahetuskurss USA dollari suhtes on ühtlasi hinnatud märksa madalamaks (vt tabel 2). Euro kurss taandub 2016. aastal dollari suhtes keskmiselt 1,086 juurde. Dollari ja euro kurssi mõjutab erinev intressipo-

21 IMF, Euroopa Komisjon ja OECD

22 [European Commission, Economic Forecast, Autumn 2015.](#)

Tabel 2. Prognosi välismajanduse eeldused

	2014	2015	2016	2017	2015. aasta juuniprognosis		
					2015	2016	2017
Välisnõudluse kasv (%)*	1,9	-1,5	2,6	3,8	1,1	3,7	4,6
Nafta hind (USD barreli kohta)	98,9	53,8	52,2	57,5	63,8	71,0	73,1
Intressimäär (3 kuu EURIBOR, %)	0,21	-0,02	-0,19	-0,12	0,01	0,05	0,21
USD/EUR vahetuskurss	1,33	1,11	1,09	1,09	1,12	1,12	1,12

* Eesti kaubanduspartnerite kaalutud impordi kasv
Allikas: Euroopa Keskpang

liitika: Ameerika Ühendriigid asuvad turuootuste kohaselt kergitama intressimäärasid juba selle aasta lõpus, kuid euroala leebe rahapoliitika lähiaastatel jätkub.

Väliskeskkonna ebakindluse tõttu on Eesti peamised kaubanduspartnerid korrigeerinud majanduskasvu prognoosi valdavalt allapoole. Venemaa majandus on vähese majandusaktiivsuse ja sanktsioonide tõttu sel aastal sügavas languses ning majanduskasv jääb suure tõenäosusega negatiivseks ka järgmisel aastal. Lisaks geopoliitilistele pingetele survestab Venemaa majandust nii madal nafta hind, kahanevad investeeringud kui ka reaalse sissetuleku vähenemine, mis omakorda piirab eratarbimist. Kui naftabarreli hind püsib 50 dollaril, siis väheneb Venemaa keskpanga hinnangul majandus 2016. aastal kuni 1%. Venemaa majandusrasekuste negatiivne mõju ja Hiina taanduv majanduskasv kandub ka Eesti peamiste kaubanduspartnerite impordinõudlusse. Rootsi keskpang tõstis oktoobri lõpus jõulise sisenõudluse toel 2015. aasta kasvu ootuse 3,3%ni, kuid korrigeeris 2016. aasta kasvu prognoosi väiksemaks. Soome majandus endiselt kiratseb ega pruugi sel aastal väljuda kolm aastat kestnud langusest. Soome majapidamiste ostujõudu piirab valitsuse kärpekava ning lähiettevaates jääb tööstus- ja ehitussektori kasvu taastumine tagasihoidlikuks. Läti ja Leedu majanduse väljavaadet pärsib sel aastal Venemaa kehv majandusolukord. Venemaa negatiivne mõju peaks siiski taanduma ning Euroopa Komisjoni hinnangul kiireneb Läti ja Leedu järgmise aasta majanduskasv kodumaise nõudluse ja taastuva ekspordi toel ligikaudu 3%ni. Kaubanduspartnerite majandusaktiivsus võib suurendada ka odav nafta ja toetava rahapoliitika jätkumine. Kooskõlas euroala majandus-usalduse suurenemisega on kaubanduspartnerite kindlustunne viimastel kuudel paranenud.

Toormete hinna tõusu surve püsib prognoosiperioodi jooksul nõrk. Nafta hinna turuootus on juuniprognosis võrreldes märgatavalt madalam, 2017. aastaks 57,5 dollarit barrelist. Nafta hind on madalam nii nõudlus- kui ka pakkumispoolsete tegurite tõttu. Naftaturul valitseb endiselt ülemäärane pakkumine, sest OPECi toodangu maht on kõrgem kui seatud sihttase ning Põhja-Ameerika põlevkiviõli tootmine on ületanud turuootusi. Lisaks on turud hakanud nafta hinna kujundusel vähehaaval arvesse võtma seda, et Iraani pakkumine võib kasvada. Arenevate riikide nõudlus on samal ajal vähenenud, eelkõige Hiina aeglustuva majanduskasvu tõttu. Toiduainete hinnad on alates 2012. aastast langenud, sest turul valitseb ülepakkumine, mille on põhjustanud järjepidevalt hea saak. Toidutoorme hindade väljavaade jääb lähiaastatel vaoshoituks, põhiline langusrisk on see, et arenevate riikide nõudluse kasv võib aeglustuda oodatust järsemalt.

REAALNE MAJANDUSKASV

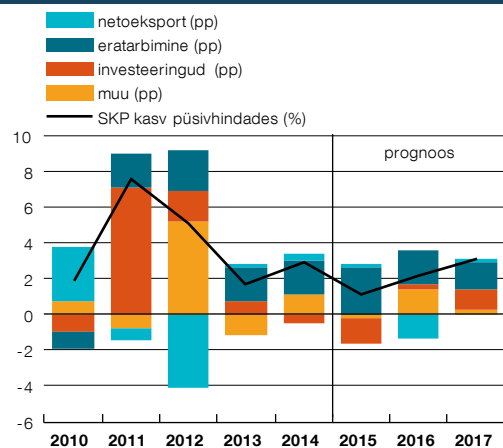
Eesti majanduskasv kiireneb selle aasta 1,2%lt 2016. aastal 2,2%ni ja 2017. aastal 3,1%ni (vt tabel 3 olulisemate prognoosinäitajatega). Majanduskasv hoogustub tänu ekspordi ja investeeringute kasvu taastumisele (vt joonis 29). Viimastel aastatel on suur osa majanduskasvust tulnud eratarbimisest, mis jääb kasvu toetama ka prognoosiperioodi jooksul, kuid selle panus väheneb. Kehvemate väliseelduste tõttu on majanduskasv juuniprognosis võrreldes aeglasem (vt joonis 30 ja tabel 2). Tehniliselt mõjutab prognoosi ka ootustest väiksem 2015. aasta kolmanda kvartali majanduskasv, mille mõju kandub ka 2016. aastasse.

Majanduskasvu kiirenemine sõltub järgmistel aastatel eeskätt potentsiaalsest

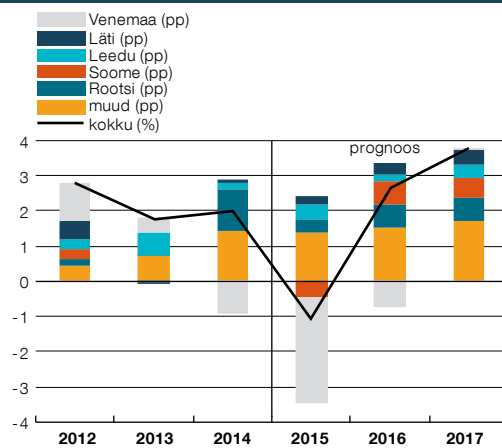
Tabel 3. Majandusprognosis põhinäitajate kaupa*

	2014	2015	2016	2017	Erinevus juuniprognosisist		
					2015	2016	2017
SKP jooksevhindades (mld eurot)	19,97	20,46	21,45	22,66	0,00	-0,29	-0,55
SKP püsivhindades**	2,9	1,2	2,2	3,1	-1,0	-0,9	-0,5
Eratarbimine***	3,5	5,2	3,5	2,8	0,6	0,3	-0,5
Valitsemissektori tarbimine	3,0	0,8	1,6	1,5	-2,2	0,1	-0,5
Kapitali kogumahutus põhivarasse	-1,8	-5,8	1,3	4,8	-8,2	-3,5	-1,0
Eksport	1,8	-2,5	1,0	4,9	-4,1	-3,8	-0,8
Import	1,4	-2,8	2,8	4,8	-3,2	-2,3	-1,2
SKP lõhe (% potentsiaalsest SKPst)	0,3	-1,1	-1,7	-1,3	0,1	-0,5	-0,6
Tarbijahinnaindeks	-0,1	-0,4	1,2	2,9	-0,4	-1,4	0,2
Alusinflatsioon	0,5	0,8	1,1	1,4	0,2	-0,1	-0,5
Teenused	1,1	2,0	2,0	2,6	1,1	0,5	-0,4
Tööstuskaubad	-0,1	-0,3	0,2	0,3	-0,5	-0,6	-0,5
Energia	-4,0	-6,7	-0,7	3,9	-1,8	-4,3	0,6
Toiduained, sh alkohol ja tubakas	1,1	1,0	2,4	4,8	-1,2	-2,3	1,1
Ühtlustatud tarbijahinnaindeks	0,5	0,1	1,5	3,1	-0,4	-1,3	0,1
SKP deflaator	2,1	1,3	2,5	2,4	-1,2	-0,6	-0,6
Töötuse määr (% tööjõust)	7,4	5,9	5,8	7,1	0,0	-0,2	-0,4
Hõive****	0,8	3,3	0,2	-0,8	2,3	1,2	0,1
Keskmine brutokuupalk	5,6	5,1	4,8	5,6	0,5	-0,7	-1,0
Tööjõu ühikukulu	3,7	4,6	1,4	1,2	0,4	0,1	-0,4
SKP töötaja kohta püsivhindades	2,1	-2,1	2,0	3,9	-3,2	-2,1	-0,6
Erasektori laenujääk aasta lõpus	2,7	4,5	4,3	4,9	1,1	-0,9	-1,2
Erasektori laenujääk aasta lõpus (% SKPst)	76,5	78,1	77,6	77,1	0,9	1,2	1,2
Jooksevkonto saldo (% SKPst)	1,0	1,8	-0,6	0,2	0,7	-0,3	0,5
Valitsemissektori eelarve tasakaal (% SKPst)	0,7	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
Valitsemissektori eelarve tsükliline komponent (% SKPst)	0,1	0,5	0,4	0,1	0,0	0,2	-0,1
Ajutised meetmed (% SKPst)	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Valitsemissektori eelarve struktuurne tasakaal (% SKPst)	0,9	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2

* Näitajad on esitatud aastase muutusena protsentides, juhul kui pole märgitud teisiti; ** SKP ja selle komponendid on esitatud aheldatud väärtustena; *** sisaldab kodumajapidamisi teenindavaid kasumitaotluseta institutsioone; **** hõlmab residentist tootmisüksusi
Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Joonis 29. SKP kasv tarbimismeetodil


Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Joonis 30. Kaubanduspartnerite nõudluse kasv


Allikad: Eurostat, Euroopa Keskpang, Eesti Pank

majanduskasvust. SKP jääb siiski allapoole potentsiaalset taset ning majanduses on vabu ressursse, mille taasrakendamise abil võib lühiajaline kasv kiireneeda suuremaks kui potentsiaalne kasv. Sellest hoolimata on SKP lõhe väike ning pelgalt sisenõudluse elavdamine ei aita kiirendada majanduskasvu pikas ettevaates. Potentsiaalne majanduskasv, mis on viimastel aastatel olnud kesine, kiireneb prognoosiperioodi jooksul 3% lähedusse. Potentsiaalset majanduskasvu veab peamiselt tootmistegurite kogutootlikkus (ingl *total factor productivity*, TFP), samas kui töäjõud väheneb ning kapitali panus on ettevõtete kahanenud investeeringute tõttu varasemast väiksem. Kui investeeringud kasvavad prognoositust kiiremini ning kapitali kasutatakse efektiivsemalt, siis võib potentsiaalne majanduskasv osutada siiski kiiremaks.

Potentsiaalse kasvu peamine alustala on tootmistegurite kogutootlikkus, mille kasv lähiaastatel ilmselt kiireneb. Tootmistegurite kogutootlikkuse kasvu on seni tagasi hoidnud kriisi armid: kuna tootmisvõimsust on üle ning turu kasv on olnud kesine, pole olnud mõtet muuta tootmist keerukamaks.

Pikka aega töötanud inimeste oskused võisid olla vahepeal halvenenud ning kui nad leidsid taas tööd, siis võis sellel olla tootmistegurite kogutootlikkusele lühiajaline negatiivne mõju. Need negatiivsed tegurid peaks taanduma. Eesti ettevõtted hakkavad järjest enam konkureerima Põhjamaade ettevõtetega valdkondades, kus tootmine on Eestis konkurentsivõimelisem kui Põhjamaades. Eesti ettevõtted liiguvad selle tulemusel tootmisahelas järk-järgult ülespoole. Kuna nõudluse kasv on aeglane, otsivad ettevõtted võimalusi laiendada tootmisahela sees: suurendada rolli vertikaalse lõimumise kaudu ning muuta tootmist keerukamaks. Seda soodustab ka odav laenu raha.

Eratarbimise kasv prognoosiperioodi jooksul aeglustub. Kuna reaalne kasutatav tulu kasvab kiiresti, hoogustub eratarbimise kasv 2015. aastal jõudsalt, 5,2%ni. Palgatõus järgmisel aastal aeglustub, kuid prognoosiperioodi teisel poolel taas kiireneb. Lisaks suurenevad taas sotsiaaltoetused, kuid nende kasv jääb aeglasemaks kui tänavu. Prognoosiperioodi teisel poolel on kasutatava tulu kasv piiratud ka hõive vähenemise

tõttu. Majapidamise kasutatav tulu kasvab seega 2016. ja 2017. aastal aeglasemalt kui sel aastal. Lisaks aeglustub prognoosiperioodi jooksul reaalse ostujõu kasv, sest hinnatõus kiireneb. Eratarbimise kasv aeglustub 2017. aastal 2,8%ni.

Majapidamised saavad säästude abil tarbimist siluda, kuid säästumäär jääb siiski kõrgeks. Reaalse kasutatava tulu kasv on sel aastal kiire, mille tulemusel tõuseb säästumäär ootuste järgi veidi üle 5%ni kasutatavast tulust. Baromeeteruuringu järgi on tõenäosus, et tarbijad järgneva 12 kuu jooksul säästavad, püsinud suur alates 2014. aasta keskpaigast. Säästude suurema tähtsustamise tõttu jääb säästumäär prognoosiperioodi jooksul selle pikaaegse keskmisega võrreldes kõrgeks. Säästumäär siiski mõnevõrra alaneb, sest reaalse kasutatava tulu kasv aeglustub ning majapidamised soovivad tarbimist siluda.

Eluasemeinvesteeringute kasvu soosivad lähiaastatel sissetulekute kasv ja väike tööpuudus. Lisaks püsivad laenuintressimäärad madalad. Viimaste kvartalite ehituslubade statistika ja pankade hinnangute põhjal on kinnisvaraarendus aktiveerunud. Lisaks kinnisvara pakku-mise suurenemisele piirab kinnisvara hinna tõusu märgatavat kiirenemist pankade suhteliselt väike konkurents eluasemelaeaturul ja mõnevõrra kasvanud intressimarginaalid.

Tänu kogutud kasumitele, heale ligipääsule pangalaenule ja alanenud intressimääradele on ettevõtete võime oma äritegevust ja investeeringuid rahastada prognoosiperioodi jooksul hea. Ettevõtetel on võimalik kasumlikkust taastada, mistõttu suurenevad nende sisemised vahendid. Lisaks saab ettevõtete rahastamine prognoosiperioodi jooksul tuge Euroopa Liidu kapitalisiiretest. Ettevõtete laenuõudluse kasv on lähiaastatel mõõdukas ning võlakohustused suurenevad ligikaudu sama kiiresti kui SKP.

Ettevõtete investeeringute kasv taastub järgmistel aastatel aegamisi. Veonduse ja laonduse ning põllumajanduse investeeringud, mille osa hiljutisest investeeringute kahanemisest oli märkimisväärne, vähenevad tõenäoliselt ka edaspidi: kaubavedu on vähenenud, kehtestatud

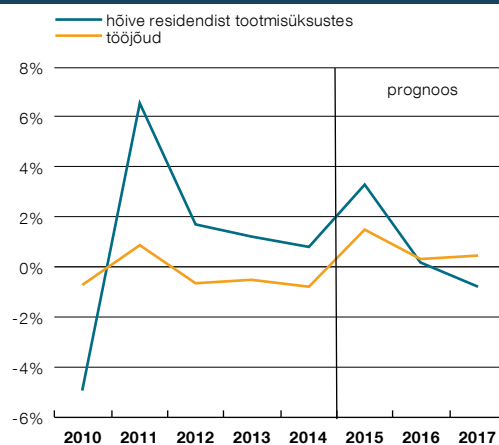
on kaubandustökeid ning põllumajanduses on muud vaid seda tegevusala mõjutavad probleemid. Lisaks jätkub 2016. aastal arvatavasti energeetikasektori investeeringute kahanemine, kuid märksa väiksemas tempos kui varem. Kiire palgatõusu ja väheneva tööjõu tõttu on ettevõtetel siiski üha rohkem põhjust muuta tootmist masinate-seadmete abil efektiivsemaks. Koos välisnõudluse taastumisega kindlustunne paraneb ja tootmisvõimsuse rakendatuse tase tõuseb. Selle toel toibub investeeringute kasv esialgu tagasihoidlikult, kuid 2017. aastal juba kiireneb, 5,6%ni. Ettevõtete investeeringute suhe SKPsse jääb seejuures 2000. aastatega võrreldes madalaks, kerkides 2017. aasta lõpuks 15,8%ni.

Investeeringud 2015. aastal kahanevad, kuid järgmisel aastal kasv taastub ja 2017. aastal kiireneb veelgi, 4,8%ni. Investeeringute suurenemine saab peamiselt tuge ettevõtlussektorist. Lisaks eluasemeinvesteeringute mõeldukale kasvule suurenevad ka valitsemissektori investeeringud. Valitsemissektori investeeringute kasv aeglustub 2016. aastal ajutiselt, sest vahetub Euroopa Liidu eelarveperiood.

Tööealiste elanike arvu kahanemine prognoosiperioodi jooksul jätkub, keskmiselt 0,8% aastas. Rändesaldo mõju tööealiste arvu muutusele on väike. Tööealise elanikkonna muutust määravad loomulikud rahvastikuprotsessid: sündimus 15 ja enama aasta eest, tööealiste suremus ja tööeast väljuvate elanike arv.

Tööjõus osalemise määr jääb prognoosiperioodi jooksul kõrgeks ja kerkib alates 2016. aasta teisest poolest töövõimereformi tõttu veelgi. See tasakaalustab prognoosiperioodi jooksul tööealiste arvu kahane-mist. 2016. aasta keskel jõustub töövõimereform, mille järgi peavad osalise töövõimega inimesed olema töövõimetoetuse saamiseks tööturul aktiivsed. Alates 2017. aastast kuni 2026. aastani tõuseb nii naiste kui ka meeste pensioniiga 63lt 65ni. Rahvastiku vanusestruktuuri mõju muutub tööjõus osalemise määrale alates 2016. aastast negatiivseks: 15–74aastaste hulgas hakkab suurenema keskmisest madalama tööjõus osalemise määraga vanuserühmade osakaal. Sellele vastukaaluks aga jätkub eelmise kümne aasta suundumus, et aktiivsus tööturul suureneb vane-

Joonis 31. Hõive ja tööjõu muutus



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

mates vanuserühmades, sest tervis paraneb ja töö iseloom muutub.

2015. aasta kolmanda kvartali kiire hõive kasv prognoosiperioodi jooksul ei jätku.

Kuna hõive kasv oli kolmandas kvartalis jõuline, kujuneb 2016. aasta hõive suuremaks kui 2015. aastal. Kvartali võrdluses hakkab aga hõive vähenema juba 2016. aasta algusest ja kahaneb 2017. aastal ligikaudu 0,8% (vt joonis 31). Tööjõu pakkumine prognoosiperioodi jooksul kasvab, kuid peamiselt tänu töövõimereformile. Reformi mõjul tööturule sisenejad hakkavad reaalselt töökohtadele konkureerima alles mõne aja möödudes, kui nad on osalenud täiendkoolitustel ja kasutanud muid aktiivseid tööturumeetmeid. Teisalt väheneb samal ajal tööjõu nõudlus, sest palgad on kerkinud kõrgele ning välisnõudluse paranemine on viibinud.

Töötuse määr jääb 2015. aastal 5,9% ja 2016. aastal 5,8% juurde ning tõuseb 2017. aastal töövõimereformi mõjul 7,1%ni.

Reform hakkab töötuse määra mõjutama alates 2016. aasta keskpaigast. Töövõimetoetuse saamiseks tööturule naasvad inimesed otsivad tööd tõenäoliselt keskmisest kauem ja on vähemalt esialgu struktuurselt töötud. Töövõimereformi mõju hinnang on käesolevas prognoosis sama mis juuniprognosis.

Palgatõusu kiirus ei ole 2015. aastal kooskõlas kesise majanduskasvu ja vähenenud tootlikkusega (vt joonis 32). Prognoosiperioodi

jooksul palgatõus veidi aeglustub, kuid kiireneb prognoosiperioodi lõpus taas, kuna tootlikkuse kasv taastub ja inflatsioon kiireneb. Keskmise palga tõusu hoogustavad prognoosiaastatel ligikaudu 10% miinimumpalga tõus nii 2016. kui ka 2017. aastal, järgmiseks aastaks kokku lepitud palgatõus tervishoius ja tõenäoliselt keskmisest kiirem palgatõus hariduses.

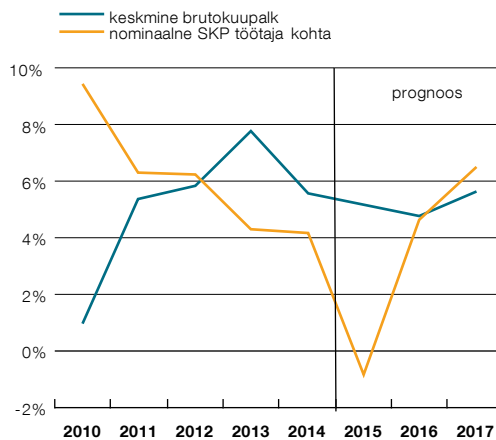
Majanduskasvu kiirenemise toel töäjõu ühikukulu kasv aeglustub, 2015. aasta 4,6%lt 1,4%ni 2016. aastal, ning aeglustumine jätkub ka 2017. aastal. Töäjõu tootlikkuse kasv elavneb, sest välisnõudluse taastumine võimaldab ettevõtetel rakendada tööjõudu suurema intensiivsusega ning lisaks investeeritakse tootmisprotsesside tõhustamisse. Hõive vähenemine viitab ka sellele, et ettevõtted koondivad töökohti, mis on vähem tootlikud.

Töäjõu ühikukulu kasvu aeglustumine on Eesti ekspordi hinnakonkurentsivõime jaoks soodne. See aitab kaasa ettevõtete kasumlikkuse paranemisele ja muudab Eesti ekspordi partnerriikide jaoks atraktiivsemaks. Viimase aasta-poolteise jooksul on Eesti eksportijad tegutsenud üldise hinnalanguse tingimustes, mis asendub aga ettevaates mõõduka hinnatõusuga. See soodustab samuti prognoosiperioodi lõpus eksportijate turuosa suurendamist.

Välisnõudluse kosumise toel ekspordi kasv kiireneb, ehkki aeglasemalt, kui juuniprognosis oodatud. Ekspordi kasvu pidurdab prognoosiperioodi jooksul Venemaa ja Soome majanduse endiselt pessimistlik olukord ning mõne Eesti juhtiva eksportija ümberpaiknemine rahvusvahelises tootmisahelas. Kuna välisnõudluse kasv on varasemaga võrreldes tagasihoidlik, ei taastu Eesti ekspordi aastakasv enne 2016. aasta keskpaika.

Välistasakaal ettevaates ei halvene. Jooksevkonto positsioon hakkab prognoosiperioodi alguses nõrgenema, kuid jääb tasakaalu lähedale. Jooksevkonto positsiooni muutus kajastab peamiselt investeerimisaktiivsuse ja tootmise impordimahukuse suurenemist. Tasakaalulähedane jooksevkonto võimaldab jätkata SKP suhtes mõõdetavate netoväliskohustuste vähendamist. Väga madalate intressimää-

Joonis 32. Palga ja tootlikkuse muutus



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

rade keskkonnas on rahavood paraku muutlikud ning rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon ei parane enam nii kiiresti kui viimastel aastatel.

HINNAD

Tarbijahindade langus jätkub 2015. aasta lõpuni, sest peamiste toorainete kallinemine on ligikaudu poole aasta võrra edasi lükkunud. 2016. aasta esimesel poolel energia hinnalangus siiski pidurdub, madala võrdlusbaasi tõttu. Kuna enamiku toorainete hinnad on maailmaturul praegu madalad, kujuneb hinnatõusu kiirenemine laiapõhjaliseks. Tarbijahindade tõusule paneb 2017. aastal püsivama aluse suurem välismajanduse aktiivsus, millega kaasneb kiirem hinnatõus Eesti kaubanduspartnerite juures ja impordi kallinemine.

Tarbijahinnad langevad 2015. aastal 0,4%, kuid 2016. aastal inflatsioon kiireneb, 1,2%ni (vt joonis 33). Deflatsioon lõpeb prognoosi järgi 2016. aasta alguses. Võrdlusbaasi mõju on suur nii energia kui ka toiduainete hindadele, sest nafta hinna langus oli kõige järsem just 2015. aasta alguses. Toiduainete hindades hakkas samal ajal tugevamalt avalduma Venemaa impordikeelu mõju. Alates veebruarist kerkib hinnatase maksutõusude tõttu, kuigi need jõustuvad varem kavandatud hiljem. 2017. aastal hinnatõusu kiirenemine jätkub, sest lisanduvad uued maksutõusud ja lõpeb tasuta kõrghariduse kehtestamise mõju. Praegu teada olevate maksutõusude mõju inflatsioonile on järgmisel kahel aastal hinnanguliselt 0,7 ja 0,9 protsendipunkti (vt joonis 34).

Toiduainete hinnad tõusevad prognoosiperioodi jooksul tarbijakorvis kõige rohkem.

Lühiajalises plaanis jätkub puu- ja köögiviljade kallinemine. Järgmistel aastatel veab hinnatõusu peamiselt kõrgem alkoholi- ja tubakaaktsiis, mis põhjustab prognoosiaastatel ligikaudu poole toiduainete kallinemisest. 2016. aasta teisel poolel hakkavad maailmaturul kallinema piima ja lihatooted, mille hind on olnud madal muu hulgas Venemaa impordisanktsioonide ja piima tootmiskvootide kadumise tõttu Euroopa Liidus. Toiduainete tarbijahinnad olid Eestis eelmiste tõusude ajal väga tundlikud toidutoormete hinnatõusu suhtes maailmaturul. 2017. aasta prognoositav hinnatõus on seetõttu samuti järsem kui euroala riikides keskmiselt.

Energia hindade prognoos on läbivalt madalam kui eelmises prognoosis.

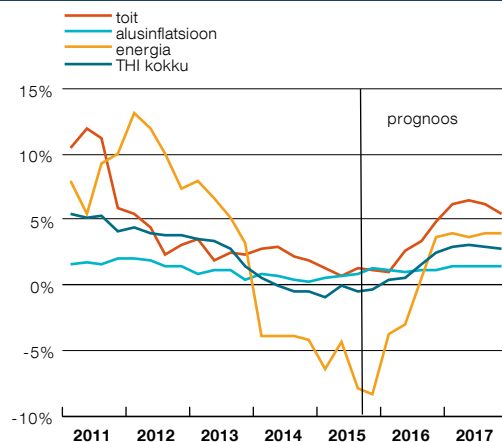
Aastane hinnalangus jätkub kuni 2016. aasta teise pooleni, kuid aeglustub madala võrdlusbaasi tõttu juba uue aasta alguses. Lisaks tõuseb energia hind mootorikütuste aktsiisitõusu tõttu, 1,6 protsendipunkti võrra.

Tööstuskaupade inflatsioon on prognoosiperioodi jooksul endiselt aeglane.

Tööstuskaupade hinnad on Eestis juba suhteliselt kõrged isegi põhjanaabritega võrreldes ning hinnatõusu pärsib konkurentsi tugevnemine siseturul. Inflatsioon kiireneb siiski prognoosiperioodi jooksul mõnel määral, sest impordikaubad kallinevad. Seda põhjustab osaliselt euro kursi hiljutise languse mõju, mis kandub tugevamalt tööstuskaupade tarbijahindadesse. Tööstuskaupade hindu mõjutab samuti madal võrdlusbaas ja suhteliselt kiire palgatõus.

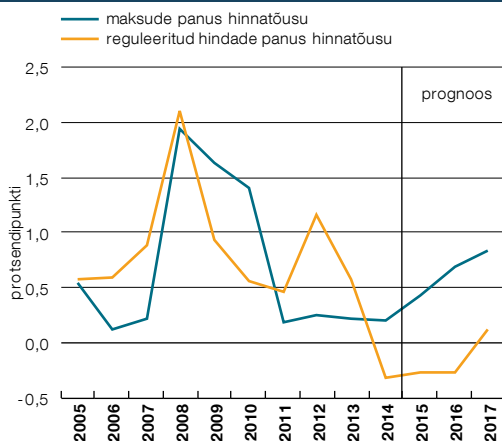
Teenuste inflatsioon on viimase kolme aasta vältel olnud madal administratiivsete meetmete ja sideteenuste odavnemise tõttu,

Joonis 33. Tarbijahinnaindeksi ja selle komponentide muutus



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

Joonis 34. Maksutõusud ja reguleeritud hinnad



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

kuid prognoosiperioodi jooksul teenuste kallinemine hoogustub.

Kõrgharidusreformi mõju lõpeb 2016. aasta septembris, misjärel kiireneb teenuste inflatsioon ligikaudu protsendipunkti võrra ja kerkib 2017. aastal 3% lähedusse. Teenuste kallinemine on järjepidev, sest hinna- ja palgakonvergens jätkub.

Taustinfo 6. Eesti alusinflatsiooni näitajad

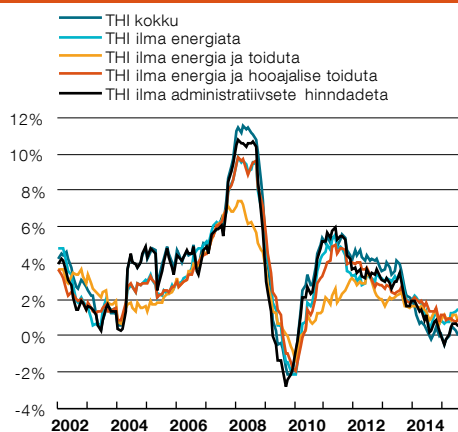
Nafta ja toiduainete hinnad on viimastel aastatel märkimisväärselt kõikunud. See on suurendanud tähelepanu alusinflatsiooni näitajatele, milles on eemaldatud koguinflatsioonist ajutine volatiilsus ja müra. Alusinflatsioon peaks kajastama püsivat osa inflatsioonist, mis on oluline rahapoliitika tegemiseks ja jätab kõrvale lühiajalised hinnakõikumised.

Alusinflatsiooni näitajaid koostatakse keskpankades kahel peamisel eesmärgil: rahapoliitika tegemiseks ja prognoosimiseks. Alusinflatsiooni mõõtmine on eriti oluline nendes riikides, kus rahapoliitika eesmärk on sihitada inflatsiooni. Rahapoliitika sihistamisel lähtutakse sageli alusinflatsiooni näitajast, mida võrreldakse hinnatõusu pikaajalise eesmärgiga. Paljudes keskpankades kasutatakse alusinflatsiooni näitajaid ka inflatsiooniprognooosi koostamisel, sellisel juhul peaks alusinflatsioon olema eelindikaatori omadustega.

Roger²³ on sõnastanud omadused, millele alusinflatsiooni näitajad peaks ideaalis vastama. Kvalitatiivsete tunnustena peaks alusinflatsioon olema usaldusväärne: lihtsasti arvutatav, avalikusele arusaadav ja majandusteoreetilise tagapõhjaga. Marques jt²⁴ on välja toonud ökonomeetriselised kriteeriumid, mille abil saaks kvantitatiivselt hinnata alusinflatsiooni näitajate sobivust. Kõige olulisem omadus on see, et alusinflatsiooni näitaja peaks olema nihketa²⁵. Lisanõudeid on esitatud kointegratsiooniseose pikaajalisele põhjuslikkusele: alusinflatsioon peaks põhjustama koguinflatsiooni, mitte vastupidi. Kuna kõikidele kvalitatiivsetele ja kvantitatiivsetele eeldustele vastavat näitajat pole praktikas sageli võimalik leida ning eelistused võivad aja jooksul muutuda, jälgitakse sageli rohkem kui ühte alusinflatsiooni näitajat või mitme näitaja kombinatsiooni.

Kõige levinum alusinflatsiooni näitaja on koguinflatsioon ilma toiduainete ja energiata. Toiduainete hinnad, näiteks puu- ja köögiviljad, on väga muutlikud ilma tõttu, aga energia hindu mõjutavad pakkumisšokid. Blinder²⁶ on toetanud toiduainete ja energia väljajätmist põhimõttel, et need hüvised sõltuvad välisteguritest, mida keskpank ei saa mõjutada. Rahapoliitika peaks keskendumise pigem ülejäänud hindadele ehk sisemaisele inflatsioonile. Eesti andmete põhjal ei ole tarbijahinnaindeks ilma energia ja toiduta alusinflatsiooni mõõdikuna eriti sobiv, sest on nihkega. Nihet põhjustab asjaolu, et Eesti toiduainete hinnakonvergens on olnud kiire. Kõiki toiduaineid pole seega põhjust alusinflatsiooni näitajast välja jätta. Mitmed teised testitud näitajad vastavad alusinflatsiooni nõuetele paremini: kui jätta välja üksnes hooajalised toiduained, energia hinnad või administratiivsed tegurid (vt joonis T6.1).

Joonis T6.1. Alusinflatsiooni näitajad



Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

23 Roger, S. (1998) Core inflation: Concepts Uses and Measurement. Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper No. G98/9 (July)

24 Marques, C. R.; Neves, P. D.; Sarmiento, L. M. (2000) Evaluating Core Inflation Indicators. Banco de Portugal WP 3-00

25 Koguinflatsiooni ja alusinflatsiooni keskmine pikaajaline erinevus on null.

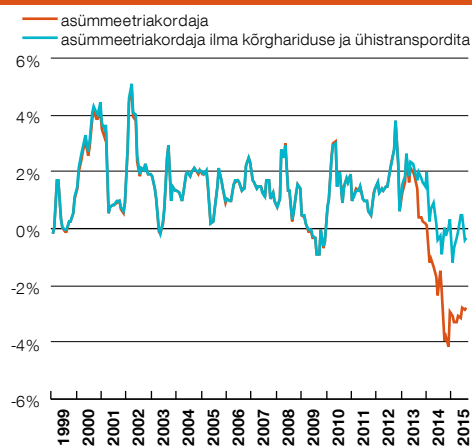
26 Blinder, A. S. (1997) Commentary on Measuring Short-Run Inflation for Central Bankers. Federal Reserve Bank of St. Louis Review

Teine levinud meetod alusinflatsiooni mõõtmiseks on analüüsida tarbijakorvi hinnajaootust. Ball ja Mankiw²⁷ on kasutanud alusinflatsiooni mõõtmisel hüviste hinnamuutuse asümmeetriat. Nende põhjal tegid nad järeldusi pakkumisšokkide mõjust tarbijahindadele. Nn menüükulude tõttu mõjutavad pakkumisšokid eeldatavalt vaid üksikuid sektoreid ning mõju on ajutine. Joonisel T6.2 on toodud Eesti inflatsiooni asümmeetriakordaja (ingl *skewness*). Hüviste hinnajaootuse asümmeetria oli kuni 2013. aastani tugevalt positiivne, kuid muutus seejärel negatiivseks. Asümmeetria näitab, et üksikute kaupade ja teenuste suured hinnatõusud ja -langused mõjutavad tugevalt inflatsiooni. Asümmeetriakordaja läks negatiivseks seetõttu, et hinnajaootust mõjutasid mitu järjestikust administratiivset tegurit: tasuta kõrgharidus ning tasuta ühistransport Tallinnas. Eesti andmete põhjal on hinnajaootuse asümmeetriat põhjustanud peamiselt administratiivsed hinnad ja hooajalised tegurid, mitte menüükuludest tulenev hinnajäikus.

Alusinflatsiooni mõõtmine aitab kaasa sellele, et eristada püsiv inflatsioon ajutistest mõjudest. Lisaks on alusinflatsioon oluline sisend inflatsiooni prognoosimisel. Eesti andmete põhjal peaks alusinflatsiooni näitaja olema suhteliselt laiapõhjaline: koguinflatsioonist tuleks välja jätta nii administratiivsete hinnatõusude kui ka hooajaliste tegurite mõju.

27 Ball, L.; Mankiw, N. G. (1995) Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks. Quarterly Journal of Economics, February 1995, p. 161–193

Joonis T6.2. Tarbijakorvi hinnajaootuse asümmeetriakordaja



Allikas: Eesti Pank

VALITSEMISSEKTORI RAHANDUS

Valitsemissektori eelarve ülejääk väheneb 2015. aastal 0,1%ni SKPst: kulude kasv kiireneb, sest valitsus suurendas laste- ja peretoetuseid ning tööjõukulude kasv on olnud laiaulatuslik. Lisaks kasvavad investeeringud aasta teisel poolel tõenäoliselt kiiremini kui varem, sest 2015. aasta lõpuks peavad kõik Euroopa Liidu 2007.–2013. aasta eelarveperioodi projektid olema lõpetatud. Septembri lõpu seisuga oli aga välja maksmata veel 7% ehk 231 miljonit eurot heaks kiidetud projektide väärtusest, mida rahastatakse eelmise perioodi vahenditega.

Maksukoormus kasvab 2015. aastal märkimisväärselt, protsendipunkti võrra ehk 33,5%ni SKPst. 2015. aasta teise poole maksu-

tulude suurenemist pärsib aga tööjõukulude kasvu aeglustumine. Lisaks pidurdub neljandas kvartalis võrdlusbaasi tõttu käibemaksu aastakasv: tuhande-euroste käivete deklareerimise tulemusel on maksupettused vähenenud, mis mõjutab laekumisi juba 2014. aasta neljandas kvartalis. **Ehkki maksupoliitiliste meetmete mõju eelarvele on aastatel 2016–2017 positiivne, kahaneb maksukoormus veidi prognoosiperioodi lõpuks.** Järgmistel aastatel jätkub maksukoormuse nihutamine tööjõult tarbimisele: valitsus plaanib suurendada tulumaksuvaba miinimumi ja langetada sotsiaalmaksu määra ning tõsta samal ajal jõuliselt aktsiise ja vähendada käibemaksuerisusi. Lisaks erakorralise dividendimakse mõju taandumisele väheneb maksukoormus ka seetõttu, et prognoosiaastatel aeglustub tööjõukulude kasv ning tööjõumaksude osakaal SKPs kahaneb.

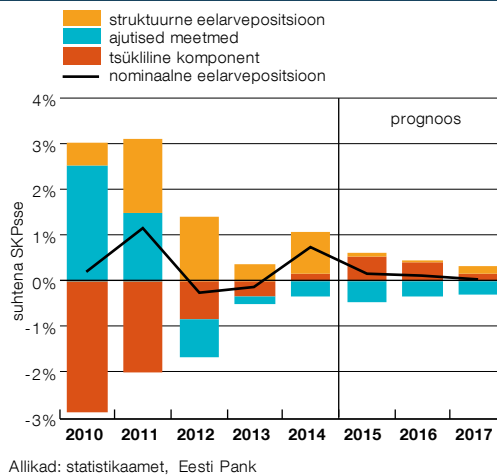
Eelarvepositsioon jääb prognoosiaastatel ülejääki, mis väheneb 2017. aastal tasakaalu lähedale (vt joonis 35). Kulude kasv prognoosiperioodi jooksul aeglustub: suuremat investeringute kasvu pärsib ajutiselt Euroopa Liidu eelarveperioodi vahetus, mistõttu on investeeringud 2016. aastal väiksed, ning valitsuse otsus piirata järgmise aasta eelarves töjõukulude kasvu. 2017. aastal suurenevad sotsiaalkulud, sest jõustub madalapalgaliste tulumaksutagastus. Seda mõju tasakaalustab aga pensionide indekseerimisest tulenev pensionikulude aeglasem kasv. Ajutiste tegurite koondmõju eelarvetasakaalule on prognoosiaastatel tagasihoidlik ning struktuurne eelarvepositsioon jääb samuti ülejääki. Ühelt poolt on majandustsükli mõju eelarvetuludele prognoosiaastatel endiselt positiivne, teisalt väheneb maksutulu ajutiste lisamaksete tõttu teise pensionisambasse.

PROGNOOSIGA SEOTUD RISKID

Eesti majanduses peitub võimalusi, mille arvel võib majanduskasv kujuneda prognoositust kiiremaks, kuid kasv võib jääda mitmel põhjusel ka prognoositust aeglasemaks. Lähiaastate suurim negatiivne oht on välisurgude ebakindlus ja nõudluse oodatust aeglasem taastumine Eesti ekspordi järele. Sel aastal lõppes aastaid kestnud Eesti ekspordi turuosa kasv senistes sihtriikides: mitme partnerriigi majandusolukord on olnud tavapärasest raskem, kuid lisaks võib olla Eesti konkurentsivõime halvenenud. Kiirest palgatõusust tulenev hinnakonkurentsivõime vähenemine võib mõju avaldada pika aja jooksul ja kahandada majanduse kasvupotentsiaali.

Reaalsektori kasvuvõimalusi võib hakata piirama Rootsi kinnisvaramulli lõhkemine. Sel juhul võib väheneda pankade laenuvõime, mis kitsendab investeringute rahastamise võimalusi. Lisaks võib varade hinna langus Rootsis kaasa tuua nõudluse vähenemise Eesti ekspordi järele. Sel oleks Eesti majandusele ulatuslik mõju, kuna Rootsi on üks peamine ekspordi sihtriik. Eesti majandusprognoosi ümbritseb ka Euroopa rändekriisiga seotud määramatus, sest hetkel on veel ebaselge rände majandusliku mõju ulatus.

Joonis 35. Valitsemissektori eelarvepositsioon



Tõjõukulude ülemäärase kasvuga seotud riskid on suurenenud. Hinnapõhise konkurentsivõime seisukohast on oluline, kuidas tulevad ettevõtted toime järjest ahtamate võimalustega leida uusi töötajaid. Eesti ettevõtted on seni hinnanud, et toodangu kasvu on kõige enam piiranud ebapiisav nõudlus ning töjõu puudus ei ole üldjuhul olnud nii oluline. Tööturg hakkab aga jõudma faasi, mil vaba töjõud väheneb senisest märksa kiiremini: tööealiste elanike arvu kahnemine kiireneb ja enamik töötajatest on juba töö leidnud. Surve töjõukulude kasvule seega ei raage ning määravaks saab ettevõtete võime olukorraga toime tulla ja jääda välisurgudel konkurentsivõimeliseks.

Töötajate vähene liikuvus tegevusalade vahel võib hakata suurendama tööpuudust. Palgasurve leevenemiseks ilma järsu palgatõusu aeglustumiseta on vaja teha varasemast suurem osa investeringutest efektiivsuse ja tootlikkuse suurendamiseks. Väiksema tootlikkusega ettevõtted tõrjutakse selle käigus paratamatult turult välja. Juhul kui ümberõpe on tõhus ja töötajad suudavad surnud ettevõtetest edasi liikuda elujõulistesse ettevõtetesse, siis majanduse kasvupotentsiaal suureneb. Töötajate vähene võime ümber paikneda kasvatab seevastu tööpuuduse suurenemise riski.

Inflatsiooni võib prognoosiperioodi jooksul kõige enam mõjutada oodatust erinev nafta

ja ülejäänud energiakandjate hinna tõus.

Energia hinnad on viimastel aastakümnetel olnud väga hüplikud, kuna on sõltunud paljudest pakkumist mõjutavatest teguritest ja üleilmsest nõudlusest. Kui energia hinnad hakkaks praegusest väga madalalt tasemelt kiiresti tõusma, siis oleks sel tarbijahindadele ulatuslik vahetu mõju. Tootmise kallinemise kaudu avalduks energia hinna tõus tarbijahindades ka pika aja pärast. Juhul kui maailmamajanduse taastumine lükkub edasi ja nõudlus jääb kesiseks, oleks importkaupade hinna tõus prognoositust väiksem. See piiraks kogu tarbijakorvi hinnatõusu, mille tulemusel võib inflatsioon kujuneda prognoosiga võrreldes aeglasemaks.

Teiste institutsioonide prognoosiga võrreldes on Eesti Panga 2015.–2016. aasta majanduskasvu prognoos pessimistlik. Kuna kolmanda kvartali majanduskasvu kiirhinnang oli oodatust kehvem, vähenes tänavune majanduskasvu väljavaade 1,2%ni. Teiste institutsioonide

keskmine prognoos on 0,6 protsendipunkti võrra suurem. Kiirhinnangu negatiivne mõju kandub ka järgmisse aastasse: Eesti Panga kasvuprognoos on teiste institutsioonide keskmise, 2,7%ga võrreldes poole protsendipunkti võrra väiksem. 2017. aasta väljavaade on peaaegu sama suur kui teiste institutsioonide keskmine, isegi 0,1 protsendipunkti võrra suurem. Eesti Panga tarbijahindade prognoos on aastateks 2015–2016 madalam kui enamikul teistel institutsioonidel. Valdavalt tänu uuele teabele energia hindade kohta on tänavune inflatsiooniprognosis 0,12 protsendipunkti võrra väiksem kui teistel institutsioonidel keskmiselt. Lähiaastate prognoos sõltub siiski samuti suurel määral nafta hinna eeldustest: järgmise aasta inflatsioon on Eesti Panga prognoosis tervelt 0,5 protsendipunkti võrra aeglasem kui teiste institutsioonide arvates keskmiselt. Nii nagu majanduskasvu väljavaade on ka inflatsiooniprognosis 2017. aastaks institutsiooniti ühtlasem, Eesti Panga prognoos on keskmisest vaid 0,2 protsendipunkti võrra suurem (vt tabel 4).

Tabel 4. Võrdlus teiste institutsioonide prognoosiga

	SKP reaalkasv, %				Tarbijahindade muutus, %			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Eesti Pank	2,9	1,2	2,2	3,1	-0,1 (0,5*)	-0,4 (0,1*)	1,2 (1,5*)	2,9 (3,1*)
Rahandusministeerium	2,9	1,7	2,6	3,4	-0,1 (0,5*)	-0,3 (0,2*)	2,0 (2,3*)	2,9 (3,1*)
Euroopa Komisjon	2,9	1,9	2,6	2,6	0,5*	0,1*	1,8*	2,9*
IMF	2,9	2,0	2,9	3,0	0,5*	0,2*	1,6*	2,0*
OECD	2,9	1,8	2,5	2,9	0,5*	0,1*	1,3*	2,4*
Consensus Economics	2,9	1,7	2,7		-0,1	-0,2	1,6	
SEB	2,9	1,9	2,7	3,4	0,5*	0,5*	2,3*	2,7*
Swedbank	2,9	1,6	2,6	2,8	-0,1	-0,4	1,6	2,5
Nordea	2,1	2,0	3,0	3,2	-0,1	-0,1	2,0	2,5

* Ühtlustatud tarbijahinnaindeks

Allikad: Eesti Panga detsembriprognoos, 9.12.2015; rahandusministeeriumi suvine majandusprognoos, 16.09.2015; European Commission, Economic Forecast, Autumn 2015, 6.11.2015; IMF, World Economic Outlook, October 2015, 6.10.2015; OECD, Economic Outlook, November 2015, 9.11.2015; Consensus Economics, Eastern Europe Consensus Forecasts, November 2015; SEB, Eastern European Outlook, October 2015, 7.10.2015; Swedbank Economic Outlook, 10.11.2015; Nordea majandusprognoos, 2.09.2015