



EUROOPA KESKPANK

EUROSÜSTEEM

Majandusülevaade

4 / 2023



Sisukord

Sisukord	1
Majandusareng	2
Ülevaade	2
1 Väliskeskkond	8
2 Majandusaktiivsus	15
3 Hinnad ja kulud	23
4 Finantsturu areng	30
5 Rahastamistingimused ja laenupakkumise areng	36
6 Eelarve areng	45
Infokastid	49
1 Pandeemiaaegsete säästude tarbimine – kas säästude struktuur on oluline?	49
2 Kasumikõned – ülevaade ettevõtte kasumist, investeringutest ja rahastamistingimustest	55
3 Kuidas on kasum ühiku kohta mõjutanud euroalasisese hinnasurve hiljutist tugevnemist?	61
4 Palgatulu osakaalu muutus euroalal alates pandeemia algusest	70
5 Ettevõtete müügihindade ootused küsitlusandmete põhjal	75
6 Euroala välisfinantsvoogude märkimisväärne vähenemine 2022. aastal – pilguheit üksikasjalikumale maksebilansi statistikale	80
7 Likviidsuskeskkond ja rahapoliitilised operatsioonid 8. veebruarist kuni 9. maini 2023	88
8 Inflatsiooni ja konkurentsivõime erisused euroala riikides	94
Statistika	99

Majandusareng

Ülevaade

Inflatsioon on aeglustunud, kuid püsib eeldatavalt siiski liiga kiire liialt pika aja jooksul. EKP nõukogu on kindlalt otsustanud tagada, et inflatsioon naaseb aegsasti oma keskpika aja eesmärgi ehk 2% juurde. Seetõttu otsustas EKP nõukogu oma 15. juuni 2023. aasta istungil tõsta kolme EKP baasintressimäära 25 baaspunkti võrra.

Intressimäärade tõstmise otsus kajastab EKP nõukogu ajakohastatud hinnangut inflatsiooniväljavaatele, alusinflatsiooni dünaamikale ja rahapoliitika mõju ülekandumise tõhususele. Eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajandusliku ettevaate kohaselt on koguinflatsioon 2023. aastal eeldatavasti keskmiselt 5,4%, 2024. aastal 3,0% ja 2025. aastal 2,2%. Hinnasurve näitajad püsivad kõrged, ehkki mõne näitaja puhul võib täheldada leevenemise märke. Ekspertid on oma inflatsiooniprognooosi (ilma toiduainete ja energia komponendita) ülespoole korrigeerinud, seda eelkõige käesolevaks ja järgmiseks aastaks. Selle põhjuseks on varasemad oodatust kõrgemad näitajad ning tugeva tööturu mõju inflatsioonitempo aeglustumisele. Ekspertide praeguse hinnangu kohaselt peaks inflatsioon olema 2023. aastal 5,1%, 2024. aastal 3,0% ja 2025. aastal 2,3%. Käesoleva ja järgmise aasta majanduskasvu prognoose on mõnevõrra allapoole korrigeeritud. Nende prognooside kohaselt peaks majandus kasvama 2023. aastal 0,9%, 2024. aastal 1,5% ja 2025. aastal 1,6%.

Samal ajal avaldub EKP nõukogu varasemate baasintressimääratõusude mõju jõuliselt rahastamistingimustes ja vähehaaval ka majanduses tervikuna. Laenukulud on järsult suurenenud ning laenuandmise kasv aeglustub. Kuna rangemad rahastamistingimused peaksid üha enam pärssima nõudlust, on see peamine põhjus, miks inflatsioon eeldatavalt edasi aeglustub ja läheneb seatud eesmärgile.

EKP nõukogu edasised otsused tagavad, et baasintressimäärad viiakse piisavalt piiravale tasemele selleks, et inflatsioon naaseks aegsasti keskpika aja eesmärgiks seatud 2% juurde, ning neid hoitakse sellel tasemel seni, kuni see on vajalik. Nõukogu rakendab ka edaspidi piirangu asjakohase taseme ja kestuse üle otsustamisel andmepõhist lähenemisviisi. Eelkõige sõltuvad intressimääraotsused jätkuvalt EKP nõukogu hinnangust inflatsiooniväljavaatele laekuvate majandus- ja finantsandmete kontekstis, alusinflatsiooni dünaamikale ning rahapoliitika mõju ülekandumise tõhususele.

EKP nõukogu kinnitas, et peatab varaostukava raames tehtavad reinvesteeringud alates 2023. aasta juulist.

Majandusaktiivsus

Üleilmse majanduse lähteasukoht oli tänu Hiina majanduse taasavamisele ja USA tööturu vastupidavusele selle aasta alguses parem kui 2022. aasta neljandas kvartalis. Üleilmset majandusaktiivsust tõukas esmajoones tagant teenuste sektor. Töötleva tööstuse toodang püsib suhteliselt kehv. USA pangandussektoris märtsi alguses ilmnunud raskustest tingitud langus tõi üleilmsetel finantsturgudel kaasa lühikese perioodi, mil valitsesid tugevad pinged. Pärast seda on enamik varahindu sel perioodil toimunud langusest taastunud ning finantsturgudel osalejad kärpinud oma ootusi seoses USA Föderaalreservi edasise rahapoliitika karmistamisega. Sellegipoolest püüakse üleilmset kasvu kiire inflatsiooni, üleilmsete rahastamistingimuste ja geopoliitiliste pingete kõrval ka kestev ebakindlus. Sellises olukorras ei ole 2023. aasta juuni ettevaates üleilmse kasvu ja inflatsiooni väljavaadet võrreldes EKP ekspertide 2023. aasta märtsi makromajandusliku ettevaatega euroala kohta üldiselt muudetud. 2023. aasta üleilmse kasvu napp korrigeerimine ülespoole on esmajoones tingitud sellest, et esimeses kvartalis taastus nõudlus Hiinas oodatust kiiremini. Osaliselt tasakaalustas seda küll USA ja teiste arenenud majandusega riikide rangemate rahastamis- ja laenuitingimuste ebasoodne mõju. Ülespoole on korrigeeritud ka 2024. aasta inflatsiooni väljavaadet, võttes arvesse jätku tööturget ja endiselt kiiret palgakasvu arenenud majandusega riikides. 2023. aastaks prognoositakse aga veidi tagasihoidlikumat üleilmset inflatsiooni, kuna toormehinnad on madalamad. Maailmakaubandus peaks sel aastal kasvama palju aeglasemalt kui reaalne SKP, sest üleilmne nõudlus ei ole enam nii kaubanduskeskne. 2023. aastaks on maailmakaubanduse väljavaadet allapoole korrigeeritud. Seda küll suuresti 2022. aasta neljanda kvartali ulatusliku negatiivse baasefekti ja suuremate riikide esimese kvartali nigelate tulemuste tõttu.

Euroala majandus ei ole viimastel kuudel kasvanud. Nagu ka möödunud aasta neljandas kvartalis, kahanes majandus 2023. aasta esimeses kvartalis 0,1% ning avaliku ja erasektori tarbimine vähenes. Majanduskasv peaks püsima lähiajal nõrk, ent aasta edenedes tugevnema sedamööda, kuidas inflatsioon aeglustub ja tarneraskused järjest vähenevad. Eri majandussektorite tingimused on ebaühtlased: töötleva tööstuse sektor nõrgeneb jätkuvalt, osaliselt vähese üleilmse nõudluse ja euroala rangemate rahastamistingimuste tõttu, samal ajal kui teenuste sektor püsib tugev.

Tööturg on endiselt tugev. Esimeses kvartalis lisandus peaaegu miljon uut töökohta ja tööpuudus püsis aprillis ajalooliselt madalal, 6,5% tasemel. Töötundide keskmine arv on samuti suurenenud, ehkki on ikka veel pandeemiaeelsest tasemest mõnevõrra väiksem.

2023. aasta juuni ettevaate kohaselt peaks majandus eelolevatel kvartalitel taastuma, kui energiahinnad alanevad, välisnõudlus tugevneb ja tarneraskused leevenevad, mis võimaldab ettevõtetel jätkata oma märkimisväärse arvu täitmata tellimuste täitmist ning ebakindlus (muu hulgas seoses pangandussektori hiljutiste probleemidega) jätkuvalt väheneb. Lisaks sellele peaks reaalne tulu suurenema. Seda toetavad kindel tööturg ning tööpuudus, mis jõuab ettevaateperioodil uue ajalooliselt madala tasemeni. EKP rahapoliitika karmistamine kandub aina enam üle

reaalmajandusse. Koos eelarvepoliitiliste toetusmeetmete järkjärgulise vähenemisega pidurdab see keskpikas perspektiivis majanduskasvu. Kokkuvõttes peaks SKP aastane keskmine reaalkasv aeglustuma 2023. aastal 0,9%ni (2022. aasta 3,5% tasemelt) ning seejärel taastuma 2024. aastal 1,5%ni ja 2025. aastal 1,6%ni. Võrreldes 2023. aasta märtsi ettevaatega on SKP kasvu prognoosi 2023. ja 2024. aastaks 0,1 protsendipunkti allapoole korrigeeritud, mis kajastab peamiselt rangemaid rahastamistingimusi. SKP kasv 2025. aastal püsib sama, kuna seda mõju peaks osaliselt tasandama suurema tegeliku kasutatava tulu ja väiksema ebakindluse mõju.

Euroala valitsemissektori eelarvepositsioon peaks ettevaateperioodi jooksul paranema. Pärast 2022. aasta märkimisväärset langust prognoositakse, et euroala eelarvepuudujääk väheneb 2023.–2024. aastal mõnevõrra aeglasemalt ning 2025. aastal vaid vähesel määral (2,5%ni SKPst). Eelarvetasakaalu vähenemist ettevaateperioodi lõpus võrreldes 2022. aastaga selgitab tsükliliselt kohandatud esmase eelarvepositsiooni paranemine ja väiksemal määral parem tsükliline eelarvekomponent, samal ajal kui intressimaksud suurenevad ettevaateperioodil järk-järgult osakaaluna SKPs. Euroala valitsemissektori võlg peaks prognooside kohaselt jätkuvalt vähenema, ehkki pärast 2022. aastat aeglasemalt, ja jõudma 2025. aastaks 87,3%ni SKPst. See tuleneb peamiselt negatiivsetest intressimäära ja kasvu vahedest, mis enam kui korvavad püsiva esmase puudujäägi. Sellegipoolest peaksid 2025. aastal nii eelarvepuudujääk kui ka valitsemissektori võlg ootuste kohaselt ületama pandeemiaeelset taset. Võrreldes 2023. aasta märtsi ettevaatega on eelarvepositsioon jäänud ettevaateperioodi lõpus laias laastus samaks ning võla suhtarvu on aastateks 2023–2025 veidi ülespoole korrigeeritud tulenevalt vähem soodsatest intressimäära ja SKP kasvumäära vahedest.

Energiakriisi taandudes peaksid valitsused sellega seotud abimeetmed kiiresti ja kooskõlastatud viisil lõpetama, et vältida keskpikas perspektiivis inflatsioonisurve suurendamist, mis nõuaks jõulisemat rahapoliitilist reaktsiooni. Eelarvepoliitika peaks olema suunatud sellele, et muuta euroala majandus tootlikumaks ja järk-järgult alandada valitsemissektori kõrget võlataset. Keskmise aja hinnasurvet võib samuti aidata vähendada euroala tarnevõime parandamise poliitika, eriti energiasektoris. Lähiajal tuleks lõpule viia ELi majanduse juhtimise raamistiku reform.

Inflatsioon

Eurostati kiirhinnangu kohaselt aeglustus inflatsioon aprilli 7,0%-lt mais 6,1%-le. Aeglustumine oli ulatuslik. Energiahindade inflatsioon, mis oli aprillis kiirenenud, jätkas uuesti langustrendil ja oli mais negatiivne. Toiduainete hindade inflatsioon aeglustus taas, aga oli endiselt kõrgel 12,5% tasemel.

Inflatsioon (v.a energia ja toiduained) aeglustus mais teist kuud järjest: aprilli 5,6%-lt 5,3%-le. Kaupade inflatsioon aeglustus veelgi ehk aprilli 6,2%-lt 5,8%-le. Teenuste inflatsioon aeglustus esimest korda mitme kuu jooksul – 5,2%-lt 5,0%-le. Hinnasurve näitajad püsivad kõrged, ehkki mõne puhul neist võib täheldada leevenemise märke.

Hiljutised energiahindade tõusud kergitavad endiselt hindu kogu majanduses. Inflatsiooni kiirendab ka majanduse taasavamisest tulenev kuhjunud nõudlus, eriti teenuste sektoris. Palgasurve, mis kajastab osaliselt küll ühekordseid makseid, muutub üha olulisemaks inflatsiooniallikaks. Hüvitis töötaja kohta tõusis esimeses kvartalis 5,2% ja kollektiivlepinguga määratud palgad 4,3%. Lisaks on mõne sektori ettevõtted suutnud hoida kasumi suhteliselt suurena, eriti kui nõudlus on kasvanud pakkumisest kiiremini. Ehkki enamik pikemaajaliste inflatsiooniootuste näitajaid on praegu ligikaudu 2% juures, püsivad mõned neist kõrgel tasemel ja neid tuleb hoolikalt jälgida.

2023. aasta juuni ettevaate kohaselt eeldatakse olukorras, kus energiahindade inflatsioon peaks olema kogu 2023. aastal üha negatiivsem ja toiduainete hindade inflatsioon peaks järsult aeglustuma, koguinflatsiooni jätkuvat langust. Aasta viimases kvartalis peaks see jõudma ligikaudu 3%ni. Samas muutub ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) prognooside põhjal lähiajal jätkuvalt kiiremaks kui koguinflatsioon ning jääb selliseks kuni 2024. aasta alguseni, ehkki aeglustub järk-järgult alates 2023. aasta teisest poolest. Kuna hiljutistest energiahinnašokkidest ja muust tarneahelasisesest hinnasurvest tingitud kaudne mõju vähehaaval taandub, mis toob kaasa oodatud languse, muutuvad töjökulud peamiseks ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) tekitajaks. Palgakasv peaks jääma enamiku ettevaateperioodi jooksul kiiremaks kui selle ajaloolise keskmise kahekordne näitaja. Selle põhjuseks on inflatsioonist tingitud hüvitsed ja pingeline tööturg, samuti miinimumpalga tõus. Sellegipoolest eeldatakse, et kasumimarginaalid, mis 2022. aastal märgatavalt tõusid, toimivad keskpika perioodi jooksul mõningase puhvrina nende kulude ülekandumise vastu. Ka rahapoliitika peaks eelolevatel aastatel alusinflatsiooni veelgi aeglustama. Kokkuvõttes peaks koguinflatsioon aeglustuma 2022. aasta 8,4%-lt 2023. aastal keskmiselt 5,4%-le, 2024. aastal 3,0%-le ja 2025. aastal 2,2%-le. 2023. aasta märtsi ettevaatega võrreldes on koguinflatsiooni väljavaadet kogu ettevaateperioodil veidi ülespoole korrigeeritud. See tuleneb peamiselt ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) märkimisväärsest ülespoole korrigeerimisest, mis kajastab eeldatust kõrgemate hiljutiste inflatsiooninäitajate ja mõnevõrra suuremate töjõu ühikukulude tõttu tehtud korrektsioone, mis korvasid madalamate energiahindade ja karmimate rahastamistingimuste mõju.

Riskihinnang

EKP nõukogu hinnangul on majanduskasvu ja inflatsiooni väljavaade endiselt väga ebakindel. Kasvu mõjutavad langusriskid hõlmavad Venemaa põhjendamatut sõda Ukraina vastu ning laiemate geopoliitiliste pingete süvenemist, mis võivad killustada maailmakaubandust ja avaldada seega euroala majandusele negatiivset mõju. Kasv võib olla aeglasem ka siis, kui rahapoliitika mõju on prognoositust tugevam. Uued pinged finantsturul võivad kaasa tuua oodatust karmimadki rahastamistingimused ja vähendada kindlustunnet. Ka maailmamajanduse nõrgem kasv võib euroala kasvu veelgi pärssida. Samas võib kasv olla prognoositust suurem, kui tugev tööturg ja taanduv ebakindlus annavad inimestele ja ettevõtetele kindlustunnet juurde, pannes nad rohkem kulutama.

Inflatsiooni süvendavad riskid hõlmavad muu hulgas võimalikku uut energia ja toiduainete hindade tõusurivet, mis on samuti seotud Venemaa sõjaga Ukraina vastu. Püsiv inflatsiooniootuste tõus üle EKP nõukogu eesmärgi või prognoositust kiirem palkade või kasumimarginaalide kasv võivad samuti inflatsiooni kiirendada, sealhulgas keskpikas perspektiivis. Hiljutised palgakokkulepped mitmes riigis on tekitanud täiendavaid inflatsiooni kiirenemise riske. Seevastu võivad uued finantsturu pinged aeglustada inflatsiooni prognoositust kiiremini. Nõrgem nõudlus, tingituna näiteks rahapoliitika tugevamast ülekandumisest, leevendaks samuti hinnasurvet rohkem, eriti keskpikas perspektiivis. Peale selle aeglustuks inflatsioon kiiremini, kui langevate energiahindade ja toiduainete hindade väiksema tõusu mõju kanduks muudele kaupadele ja teenustele üle kiiremini, kui seni eeldatud.

Finants- ja rahapoliitilised tingimused

Rahapoliitika karmistumine kajastub jätkuvalt riskivabades intressimäärades ja laiemates rahastamistingimustes. Pankade rahastamistingimused on rangemad ning laenu muutuvad ettevõtete ja kodumajapidamiste jaoks kallimaks. Aprillis olid laenuintressimäärad kümnendi kõrgeimal tasemel: 4,4% ettevõtelaenu ja 3,4% hüpoteeklaenu puhul.

Kõrgemad laenuintressimäärad koos rangemate laenutingimustega ja väiksema laenu nõudlusega on laenu pakumise kasvu veelgi nõrgestanud. Ettevõtetele väljastatud laenu aastakasv kahanes aprillis taas ja oli 4,6%. Keskmised kuised muutused on olnud alates 2022. aasta novembrist negatiivsed. Kodumajapidamistele antud laenu kasvasid aprillis 2,5% ja suurenesid kuises arvestuses vaid marginaalselt. Pangalaenu nõrk seis ja eurosüsteemi bilansimahu vähenemine tõid kaasa laia rahaagregandi aastakasvu jätkuva vähenemise – see jõudis aprillis 1,9%ni. Laina rahapakkumise kuised muutused on olnud alates detsembrist negatiivsed.

Kooskõlas rahapoliitika strateegiaga on EKP nõukogu põhjalikult hinnanud rahapoliitika ja finantsstabiilsuse vahelisi seoseid. Finantsstabiilsuse väljavaade on alates viimasest ülevaatest 2022. aasta detsembris püsinud keeruline. Rangemad rahastamistingimused suurendavad pankade rahastamiskulusid ja olemasolevate laenu krediidiriski. Koos USA pangandussüsteemi hiljutiste pingetega võivad need tekitab süsteemset stressi ja pärssida lühikese aja jooksul majanduskasvu. Teine finantssektori vastupidavust mõjutav tegur on kinnisvaraturgude langus, mida võivad süvendada suuremad laenukulud ja tööpuuduse kasv. Samal ajal on euroala pankadel tugev kapitali- ja likviidsuspositsioon, mis neid finantsstabiilsuse riske leevendab. Makrotasandi usaldatavusjärelevalve poliitika on endiselt esimene kaitseliin finantsturu haavatavuse tekke vastu.

Rahapoliitilised otsused

EKP nõukogu otsustas 15. juuni 2023. aasta istungil tõsta kolme EKP baasintressimäära 25 baaspunkti võrra. Nõukogu otsustas kehtestada alates

21. juunist 2023 põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäärana 4,00%, laenamise püsivõimaluse intressimäärana 4,25% ning hoiustamise püsivõimaluse intressimäärana 3,50%.

Varaostukava portfelli maht väheneb mõõdukas ja prognoositavas tempos, kuna eurosüsteem ei reinvesteeri enam kõiki aegumistähtajani jõudnud väärtpaberitelt laekuvaid põhiosa tagasimakseid. Portfell väheneb keskmiselt 15 miljardit eurot kuus kuni 2023. aasta juuni lõpuni. EKP nõukogu peatab varaostukava raames tehtavad reinvesteeringud alates 2023. aasta juulist.

Samuti kavatseb EKP nõukogu reinvesteeri pandeemia majandusmõju ohjeldamise erakorralise varaostukava raames ostetud, aegumistähtajani jõudnud väärtpaberitelt laekuvaid põhiosa tagasimakseid vähemalt kuni 2024. aasta lõpuni. Igal juhul kavatsetakse erakorralise varaostukava portfelli edaspidist likvideerimist juhtida, et vältida sekkumist asjakohasesse rahapoliitika kurssi.

EKP nõukogu säilitab paindlikkuse pandeemia majandusmõju ohjeldamise erakorralise varaostukava portfelli raames laekuvate tagasimaksete reinvesteermisel, et ohjeldada pandeemiast tulenevaid riske, mis ähvardavad rahapoliitika ülekandemehhanismi.

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

Kokkuvõte

Inflatsioon on aeglustunud, kuid püsib eeldatavalt siiski liiga kiire liialt pika aja jooksul. Seetõttu otsustas EKP nõukogu 15. juuni 2023. aasta istungil tõsta kolme EKP baasintressimäära 25 baaspunkti võrra, pidades silmas oma otsust tagada, et inflatsioon naaseb aegsasti keskpika aja eesmärgi ehk 2% juurde.

EKP nõukogu edasised otsused tagavad, et EKP baasintressimäärad viiakse piisavalt piiravale tasemele selleks, et inflatsioon naaseks aegsasti keskpika aja eesmärgiks seatud 2% juurde, ning neid hoitakse sellel tasemel seni, kuni see on vajalik. Nõukogu rakendab ka edaspidi piirangu asjakohase taseme ja kestuse üle otsustamisel andmepõhist lähenemisviisi. Ennekõike sõltuvad baasintressimääradega seotud otsused ka edaspidi nõukogu hinnangust inflatsiooniväljavaatele, pidades silmas laekuvaid majandus- ja finantsandmeid, alusinflatsiooni dünaamikat ning rahapoliitika mõju ülekandumise tõhusust.

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

Üleilmse majanduse lähteprintsioon oli tänu Hiina majanduse taasavamisele ja USA tööturu vastupidavusele selle aasta alguses parem kui 2022. aasta neljandas kvartalis. Üleilmset majandusaktiivsust tõukas esmajoones tagant teenuste sektor. Töötleva tööstuse toodang püsib suhteliselt kehv. USA pangandussektoris märtsi alguses ilmnenud raskustest tingitud langus tõi üleilmsetel finantsturgudel kaasa lühikese perioodi, mil valitsesid tugevad pinged. Pärast seda on enamik varahindu sel perioodil toimunud langusest taastunud ning finantsturgudel osalejad kärpinud oma ootusi seoses USA Föderaalreservi edasise rahapoliitika karmistamisega. Sellegipoolest pärssib üleilmset kasvu kiire inflatsiooni, üleilmsete rahastamistingimuste karmistamise ja geopoliitiliste pingete kõrval ka kestev ebakindlus. Sellises olukorras ei ole eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajanduslikus ettevaates üleilmse kasvu ja inflatsiooni väljavaadet võrreldes EKP ekspertide 2023. aasta märtsi prognoosiga üldiselt muudetud. 2023. aasta üleilmse kasvu napp korrigeerimine ülespoole tulenes esmajoones nõudluse oodatust kiiremast taastumisest, mis esimeses kvartalis Hiinas toimus. Osaliselt tasakaalustas seda küll USA ja teiste arenenud majandusega riikide rangemate rahastamis- ja laenuitingimuste ebasoodne mõju. Pisut ülespoole on korrigeeritud ka 2024. aasta inflatsiooni väljavaadet, võttes arvesse jätku tööturget ja endiselt kiiret palgakasvu arenenud majandusega riikides. 2023. aastaks prognoositakse aga veidi väiksemat üleilmset inflatsiooni, kuna toormehinnad on madalamad. Maailmakaubandus peaks 2023. aastal kasvama palju aeglasemalt kui reaalne SKP, sest üleilmne nõudlus ei ole enam nii kaubanduskeskne. Käesolevaks aastaks on maailmakaubanduse väljavaadet allapoole korrigeeritud. Seda küll suuresti 2022. aasta neljanda kvartali ulatusliku negatiivse baasefekti ja suuremate riikide esimese kvartali nigelate tulemuste tõttu.

Üleilmse majanduse lähteprintsioon oli tänu Hiina majanduse taasavamisele ja USA tööturu vastupidavusele selle aasta alguses parem kui 2022. aasta neljandas kvartalis. Nende riikide andmed on aasta algusest üllatanud tõusuga.

Üllatuslikud tulemused on seotud nõudluse oodatust varasema ja tugevama taastumisega Hiinas, kuna pandeemiaga seotud häired osutusid lühiajaliseks. USAs toetab tarbijanõudlust olukorras, kus rahapoliitikat on märkimisväärselt karmistatud, tööturu vastupidavus. Majandusaktiivsust tõukas esmajoones tagant teenuste sektor, kuid töötleva tööstuse toodang püsib suhteliselt kehv (joonis 1). Esimese kvartali üleilmne kasv on hinnangute kohaselt kerkinud eelmise kvartali 0,5%-lt 0,9%-le, ületades 0,2 protsendipunktiga märtsikuist prognoosi.¹

¹ Kuna selles peatükis keskendutakse üleilmse majanduskeskkonna arengule, ei hõlma siin esitatud viited maailmamajanduse koondnäitajatele euroala.

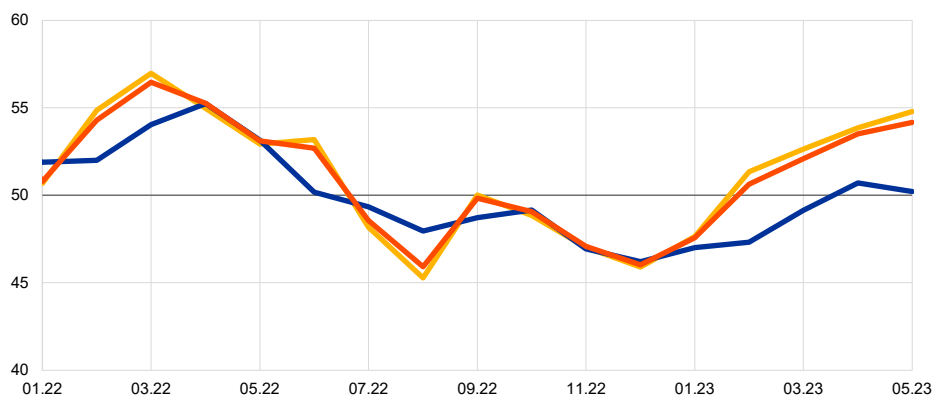
Joonis 1.

Ostujuhtide toodanguindeks sektorite kaupa arenenud majandusega ja tärkava turumajandusega riikides

a) Arenenud majandusega riigid (v.a euroala)

(hajuvusindeksid)

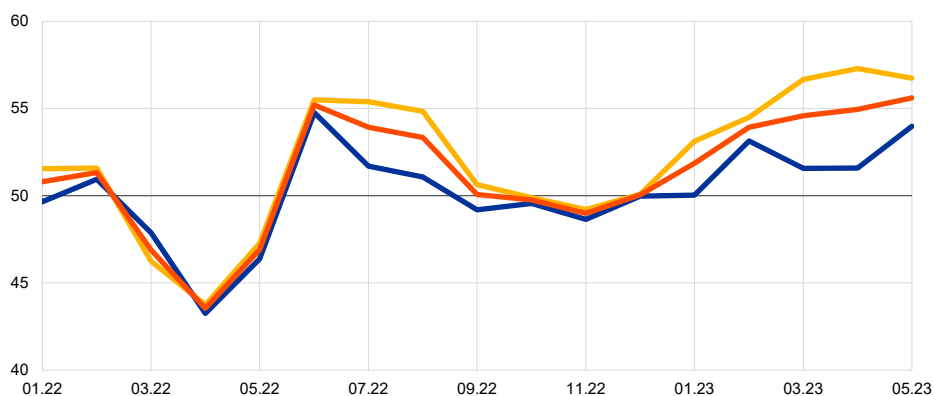
- teenused
- töötlev tööstus
- liitindeks



b) Tärkava turumajandusega riigid

(hajuvusindeksid)

- teenused
- töötlev tööstus
- liitindeks



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

Kuigi USA pangandussektori tugevatest pingetest tingitud suured raskused üleilmsetel finantsturgudel on leevenenud, on ebakindlus endiselt suur.

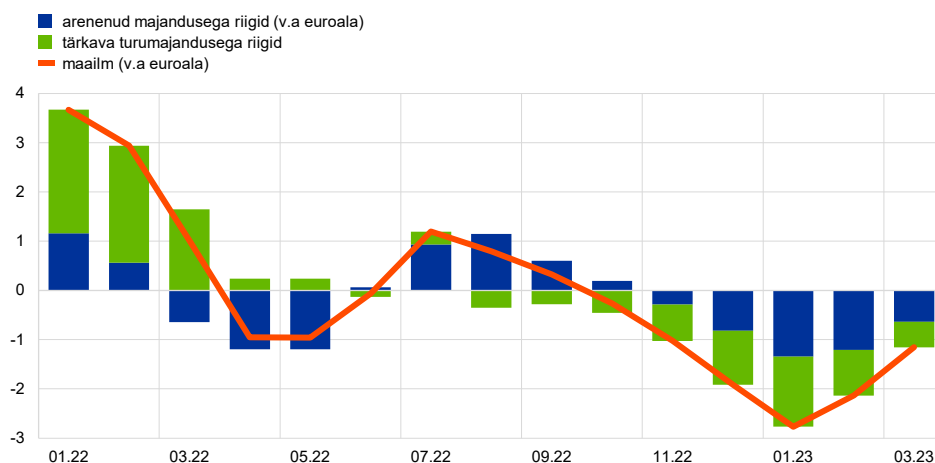
USA pangandussektoris ilmnenud probleemidest tingitud langus töi üleilmsetel finantsturgudel kaasa lühikese perioodi, mil valitsesid tugevad pinged. Pärast seda on enamik varaklasse peale finantssektori aktsiate sel perioodil kaotatu tasa teinud ning finantsturgudel osalejad vähendanud oma ootusi seoses USA Föderaalreservi edasise rahapoliitika karmistamisega. USA pangandussektori arenguga seotud suur ebakindlus püsib samuti üleilmset kasvu, nagu ka kiire inflatsioon, karmimad rahastamistingimused ja süvenenud geopoliitilised pinged. Värskeimad andmed näitavadki, et maailmamajanduse kasvutempo on viimasel ajal raugenud.

Üleilmse kasvu ja inflatsiooni väljavaade on jäänud üldjoontes samaks kui EKP ekspertide 2023. aasta märtsi prognoosis. Üleilmne majanduskasv peaks nii sel kui ka järgmisel aastal olema 3,1%, 2025. aastal aga pisut kerkima – 3,3%ni. Kasvu on 2023. aastaks korrigeeritud veidi ülespoole (0,1 protsendipunkti), 2024. aastaks aga sama palju (0,1 protsendipunkti) allapoole. 2025. aasta prognoosi ei muudetud. 2023. aasta üleilmse kasvu korrigeerimine ülespoole on esmajoones tingitud nõudluse oodatust tugevamast taastumisest, mis selle aasta esimeses kvartalis Hiinas toimus, kuid lähiajaks on üleilmse kasvu väljavaadet veidi allapoole korrigeeritud. Varem prognoositust pisut aeglasem üleilmne kasv 2024. aastaks on seotud USA ja teiste arenenud majandusega riikide rangemate rahastamis- ja laenuitingimuste mõjuga.

Kuna üleilmset majandusaktiivsust tõukab eelkõige tagant teenuste sektor, mis ei ole nii kaubandusmahukas kui tootmissektor, püsib maailmakaubandus nõrk. Majandusaktiivsuse ja kaubanduse lahutamise põhjuseks on kolme komponendi üheaegne mõju: majandusaktiivsust toetavad vähem kaubandusmahukad piirkonnad (tärkava turumajandusega riigid), nõudluskomponendid (tarbimine) ja tooted (teenused). Nende komponentide negatiivne mõju peaks maailmakaubandust küll lähiajal pärssima, aga seejärel peaks see mõju hakkama vähehaaval hajuma. Samas peaks maailmakaubandust toetama kasvav nõudlus kaubeldavate teenuste, näiteks turismi järele, mille pandeemiajärgne taastumine kestab veel; samuti tarneraskuste jätkuv leevenemine ja üleilmse varude tsükli normaliseerumine. Värskeimad andmed ja hinnangud osutavad sellele, et üleilmse kaubavahetuse kasvu negatiivne näitaja on hakanud vähenema ja peaks edaspidi üha paranema (joonis 2).

Joonis 2.
Üleilmse kaubanduse kasv

(reaalimport, kolme kuu muutus protsentides)



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

Maailmakaubandus peaks sel aastal kasvama palju aeglasemalt kui reaalne SKP, sest üleilmne nõudlus ei ole enam nii kaubanduskeskne. Üleilmne import kasvab 2023. aastal prognoosi järgi 1,3%. See kasv on pikaajalise keskmise (4,8%) ja üleilmse majanduskasvuga võrreldes väga aeglane. Nii 2024. kui ka 2025. aastal

peaks maailmakaubandus suurenema 3,4%. Kaubavahetuse elastsus – üleilmse impordi reaalkasvu ja üleilmse SKP reaalkasvu suhtarv – püsib ettevaateperioodi vältel eeldatavasti ühe lähedal. See vastab pandeemiaeelse kümnendi kaubavahetuse elastsusele, kuid jääb märkimisväärselt alla pandeemiaaegsele näitajale. Euroala välisõudluse trend on sarnane. Sel aastal kasvab see 0,5%, kuid 2024. ja 2025. aastal kiireneb kasv 3,1%ni. Käesolevaks aastaks on nii maailmakaubanduse kui ka euroala välisõudluse väljavaadet allapoole korrigeeritud. Seda suuresti 2022. aasta neljanda kvartali prognoositust viletsamate kaubandustulemuste ulatusliku negatiivse baasefekti tõttu, kuid ka seetõttu, et suuremate riikide tulemused selle aasta esimeses kvartalis olid nigelamad. Ülejäänud ettevaateperioodiks jääb kaubandusprognoos 2023. aasta märtsi ettevaatega võrreldes enam-vähem samaks.

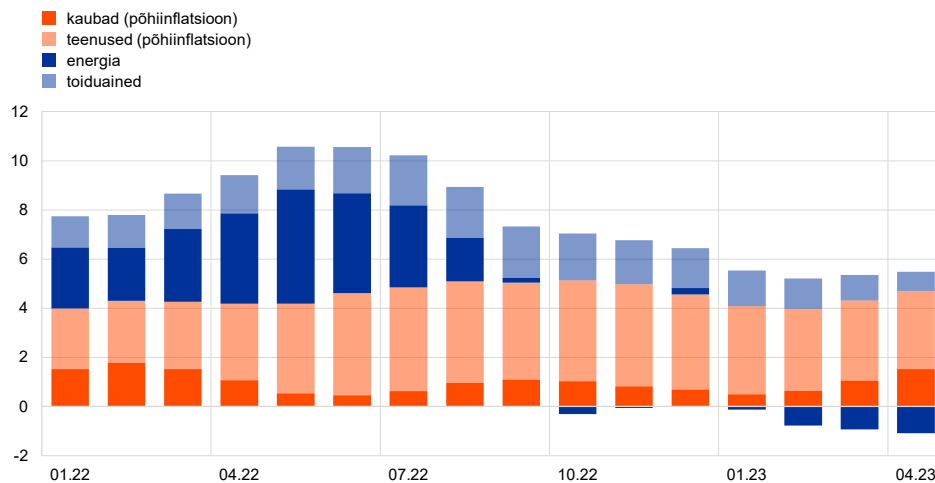
Inflatsioonisurve maailma majanduses püsib tugev, kuigi energia ja toiduainete komponendid aeglustavad jätkuvalt koguinflatsiooni.

Tarbijahinnaindeksi (THI) koguinflatsioon alanes OECD riikides aprillis eelneva kuu 7,7%-lt 7,4%-le. Ehkki tänu energia ja toiduainete aeglasemale hinnatõusule aeglustub koguinflatsioon veelgi, siis põhiinflatsioon püsib üldjoontes stabiilselt 7,1% ning kolme kuu protsentuaalne aastamuutus näitab, et selle hoog on kiirenenud (joonise 3 punased ja oranžid tulbad). See osutab, et maailmamajanduses on endiselt tugev hinnasurve. Isegi kui kaubeldavate toodete hind jätkab normaliseerumist, sest tarnehäired leevenevad ja transpordihind langeb, jääb inflatsioon tõenäoliselt ikka kiireks, kuna püsivam teenuste komponent kajastab pingelisi tööturutingimusi ja tugevat palgakasvu, eriti arenenud majandusega riikides. Euroala konkurentide ekspordihindade kasv (omavääringutes) on pärast 2022. aasta teises kvartalis saavutatud tippu toormehindade negatiivse baasefekti tõttu märgatavalt aeglustunud ning see trend peaks lähiajal jätkuma, arvestades tehniliste eelduste muutusi. Konkurentide hindade kasv peaks ülejäänud ettevaateperioodil jääma rohkem oma ajaloolise keskmise lähedale, kuna tugev sise- ja välismaine hinnatõusurve peaks leevenema.

Joonis 3.

OECD koguinflatsiooni tempo

(kolme kuu aastamuutus protsentides)



Allikad: OECD ja EKP arvutused.

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

Toornafta hind on märtsi ettevaates prognoositust madalam, sest mure üleilmse kasvu pärast kaalus üles OPEC+ tootmiskärpe mõju. Naftanõudlus OECD riikides osutus esimeses kvartalis väiksemaks kui Rahvusvaheline Energiaagentuur (IEA) aasta alguses prognoosis. Lisaks tootis Venemaa oodatust rohkem naftat. Kuigi suurem osa Venemaa toornaftast eksporditi Hiinasse, Indiasse ja Türgisse, aitas see siiski vähendada üleilmset hinnasurvet, mis tulenes Hiina kasvanud nõudlusest pärast sealse majanduse taasavamist. Naftahinda aitas alandada ka mure üleilmse kasvuväljavaate pärast, arvestades USA pangandussektoris toimunut. Gaasihind Euroopas kukkus veelgi ja jõudis oma pandeemiaeelse keskmise taseme lähedale. Kuna tarbimismaht püsis väike ja Venemaa gaasi asendati edukalt, algas gaasivarude taastamise hooaeg Euroopa Liidus erakordselt suure varude jäägiga, milleks oli 55%. EL pikendas ka oma gaasisäästukava kuni 2024. aasta märtsi lõpuni, nõudes liikmesriikidelt gaasitarbimise vähendamist 15% võrra aastate 2017–2021 keskmisest. See tähendab, et isegi ilma Venemaalt gaasi importimata pole ELil raske taastada 90% varudest, enne kui järgmine küttehooaeg novembris algab, ning teistelt gaasitarnijatelt ei ole vaja enam palju gaasi osta kui möödunud aastal.

Üleilmsed rahastamistingimused on nii arenenud majandusega kui ka tärkava turumajandusega riikides veidi karmistunud. Ehkki üleilmne riskivalmidus on viimasel ajal stabiliseerunud – pärast lühikest väga pingelist perioodi, mis järgnes märtsi alguses aset leidnud Silicon Valley Banki krahhile –, püsib ebakindlus suur. USAs peegeldab märtsikuisele ettevaatele järgnenud rahastamistingimuste karmistamine eelkõige ettevõtete võlakirjade tulususe suuremat vahet, kuigi oma väikese panuse andis ka lühiajalise tulususe kasv. Üldiselt näivad üleilmsed finantsturud kestvast ebakindlusest hoolimata ettevaatlikult optimistlikud. Kuna suured pinged USA pangandussektoris on leevenenud, on turuootused seoses USA

rahapoliitika karmistamisega mõnevõrra kasvanud, aga jäävad siiski märtsi alguse tasemele alla.

USAs peaks SKP reaalkasv selle aasta esimeses pooles aeglustuma ja seejärel veidi taastuma. Kodumajapidamiste tarbimise oodatav kasv jääb tänu vastupidavale tööturule positiivseks. Rahastamistingimuste karmistamine on kahandanud investeeringuid mitteamuehitusse ning selline olukord peaks nüüd kestma kogu 2023. aasta. Kestev ebakindlus aga tingib laenuandmistingimuste edasise karmistamise, pärssides kasvu veelgi. Ebakindlust finantsturgudel on vähendanud kokkulepe tõsta USA võlalage kuni 2025. aasta jaanuarini. Kokkuleppe kohaselt kärbitakse pisut mittesõjalisi kulusid, jättes kaitsekulud ning ettenähtud sotsiaaltoetused ja tervishoiukulud puutumata. THI-koguinflatsioon oli aprillis 4,9%, püsivalt kiire põhiinflatsioon aga 5,5%. Inflatsiooni hoogustavad peamiselt teenused, kuna eluasemeteenuste hinnad on jäigad ja kiire palgatõus on vaid veidi aeglustunud. Kaupade inflatsioon kiirenes juba teist kuud järjest, kuna uute sõidukite hinnad kerkisid taas märgatavalt ning kasutatud autode ja veokite negatiivne panus oli väiksem.

Tarbimine toetab Hiina taastumist, mis jätkub, kuid näib aeglustuvat.

Pärast majanduse taasavamist hakkasid tarbijate kulutused kiiresti taastuma, ent majanduse elavnemise hoog on teises kvartalis pidurdunud ning teenuste ja tarbimise toel toimunud taastumine ei ole töötlevasse tööstusesse edasi kandunud. Teenuste sektori ostujuhtide indeks osutab kiirele kasvule, seevastu kui töötleva tööstuse sektori oma on alanenud kergelt miinuspoolele. Jaemüük suurenes aprillis aastases arvestuses märkimisväärselt, aga kasv tuleneb peamiselt väikesest võrdlusbaasist, kuna möödunud aastal kehtisid Shanghais ulatuslikud liikumispriirangud. Jaemüügi kasvuhoo aeglustus ja suure sagedusega avaldatavate näitajate järgi on see trend ka mais jätkunud. Pärast algava taastumise märke on eluasemeturu aktiivsus siiski pidurdunud. Eelkõige on märkimisväärselt vähenenud eluasemeinvesteeringud ning taas vähenes eluasemete müük, mille kahanemine oli märtsiks aastases arvestuses peaaegu peatunud. Eluasemeturu jätkuv nõrkus pidurdab endiselt ka majandust. Eluasemehindade tõus aprillis aeglustus, pärssides tarbijate kindlustunnet. Aastane THI-koguinflatsioon pidurdus aprillis 0,1%ni, mis on ligi kahe aasta aeglaseim näitaja. Selle tingis toiduainete ja energia komponentide järsk kukkumine. Põhiinflatsioon (v.a toiduained ja energia) püsis muutumatu 0,7% juures.

Jaapanis peaks majandusaktiivsuse kasv tagasihoidlikus tempos jätkuma tänu kuhjunud nõudlusele ja kestvatele poliitilistele toetusmeetmetele.

Reaalne SKP 2023. aasta esimeses kvartalis kasvas, peegeldades majanduse taasavamise dünaamikat, ning peaks ka edaspidi vähehaaval suurenema. Teenuste sektori ostujuhtide indeks kerkis mais veelgi, jõudes väga kõrge tasemeni. Ettevõtted mainivad sektori kiire kasvutempo peamise põhjustena koroonakriisiga seotud probleemide kadumist ning sise- ja väliturismi taastumist. Töötleva tööstuse aktiivsus on endiselt vähenenud. Inflatsioon püsis aprillis suhteliselt kiire ja THI-koguinflatsioon kerkis 3,5%ni. Suurenes ka THI-põhiinflatsioon (v.a toiduained ja energia), mis oli 2,5%. Viimased iga-aastaste kevadiste palgaläbirääkimiste näitajad

osutavad endiselt palkade märkimisväärsele tõusule võrreldes ajalooliste keskmistega.

Kuigi Ühendkuningriigis püsivad majanduskasvu pärssivad tegurid, ei tohiks seal 2023. aastal majandussurutist tekkida. Need tegurid on seotud endiselt tarbijahindade tõusuga, mis kahandab kasutatavat tulu, kerkivate laenukuludega ja eluasemeturu korrigeerimisega. Ehkki lähiaja kasvuväljavaade on positiivsem kui varem prognoositi, jääb majandusaktiivsus ilmselt muutumatuks. THI-koguinflatsioon jõudis kõrgpunkti 2022. aasta neljandas kvartalis ning selleks aastaks on seda 2023. aasta märtsi ettevaatega võrreldes märgatavalt allapoole korrigeeritud, kuna kevadisse eelarvesse sisse kirjutatud energiahindade tagamise meetet pikendati. Sellegipoolest peaks koguinflatsioon jääma kiireks, sest jäik tööturg ja suur palgasurve tingivad inflatsiooni püsimise.

Euroala majandus pole viimastel kuudel kasvanud. Nagu ka möödunud aasta neljandas kvartalis, kahanes majandus 2023. aasta esimeses kvartalis 0,1% ning avaliku ja erasektori tarbimine vähenes. Majanduskasv peaks püsima lähiajal nõrk, ent aasta edenedes tugevnema sedamööda, kuidas inflatsioon aeglustub ja tarneraskused jätkuvalt vähenevad. Eri majandussektorite tingimused on ebaühtlased: töötleva tööstuse sektor nõrgeneb veelgi, osaliselt vähese üleilmse nõudluse ja euroala rangemate rahastamistingimuste tõttu, samal ajal kui teenuste sektor püsib tugev. Ka tööturg on endiselt tugev. Esimeses kvartalis lisandus peaaegu miljon uut töökohta ja tööpuudus püsis aprillis ajalooliselt madalal, 6,5% tasemel. Töötundide keskmine arv on samuti suurenenud, ehkki on ikka veel pandeemiaeelsest tasemest mõnevõrra väiksem.

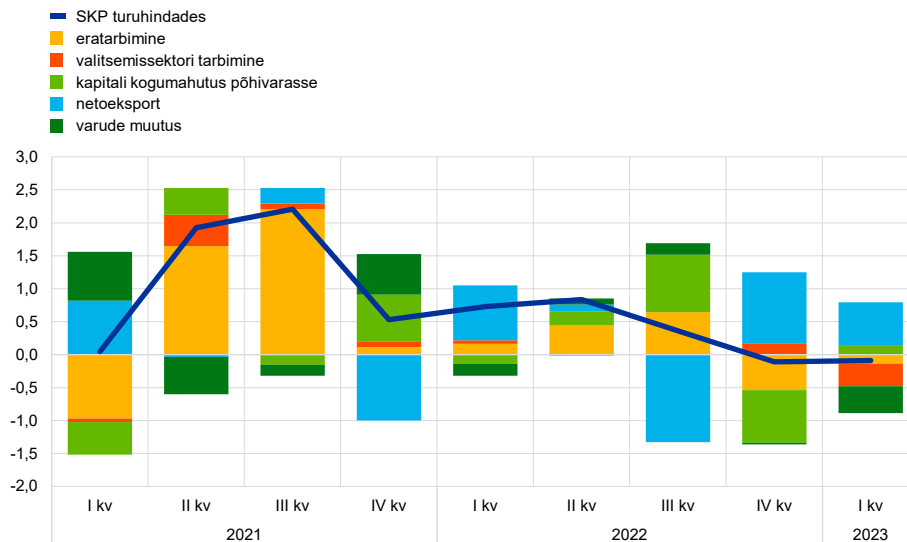
Seda väljavaadet kajastab üldiselt ka eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajanduslik ettevaade euroala kohta, mille kohaselt aeglustub aastane SKP reaalkasv tänavu 0,9%ni, hakkab siis taastuma ning jõuab 2024. aastal 1,5%ni ning 2025. aastal 1,6%ni. Võrreldes EKP ekspertide 2023. aasta märtsi makromajandusliku ettevaatega on kasvuproгноosi 2023. ja 2024. aastaks 0,1 protsendipunkti allapoole korrigeeritud, kuid 2025. aasta puhul on see jäetud samaks. Majanduskasvu väljavaade on endiselt väga ebakindel.

Euroala majandus kahanes 2023. aasta esimeses kvartalis veidi. Eurostati korrigeeritud andmete kohaselt vähenes euroala reaalne SKP 2023. aasta esimeses kvartalis 0,1% pärast sama suurt langust 2022. aasta viimases kvartalis. Seda hoolimata asjaolust, et reaalselt SKPd toetavad madalamad energiahinnad, tarneraskuste leevenemine ja eelarvepoliitika. Kulude jaotus näitab netokaubanduse ja investeringute positiivset panust (joonis 4). Samas vähendas selle mõju avaliku ja erasektori tarbimisest ning varude muutustest tingitud negatiivne panus. SKP suurenes kvartali arvestuses Itaalias 0,6%, Hispaanias 0,5% ja Prantsusmaal 0,2% ning vähenes Saksamaal 0,3% ja Madalmaades 0,7%. Euroala nõrka tulemust selgitab osaliselt ka Iirimaa SKP eriti suur langus (-4,6%), mis on taas seotud sektoritega, kus domineerivad rahvusvahelised ettevõtted. Kogulisandväärtus suurenes esimeses kvartalis 0,2%, kajastades ehitussektori, aga ka teenuste sektori toodangu järsku kasvu, samuti tööstuses tekkiva lisandväärtuse vähenemist. Suhteliselt suur erinevus SKP ja lisandväärtuse kasvu vahel tulenes toodete netomaksude järsust langusest, mis laias laastus on tingitud suurenevatest energiasektori toetustest.

Joonis 4.

Euroala reaalne SKP ja selle komponendid

(kvartalimuutus protsentides, osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta esimesest kvartalist.

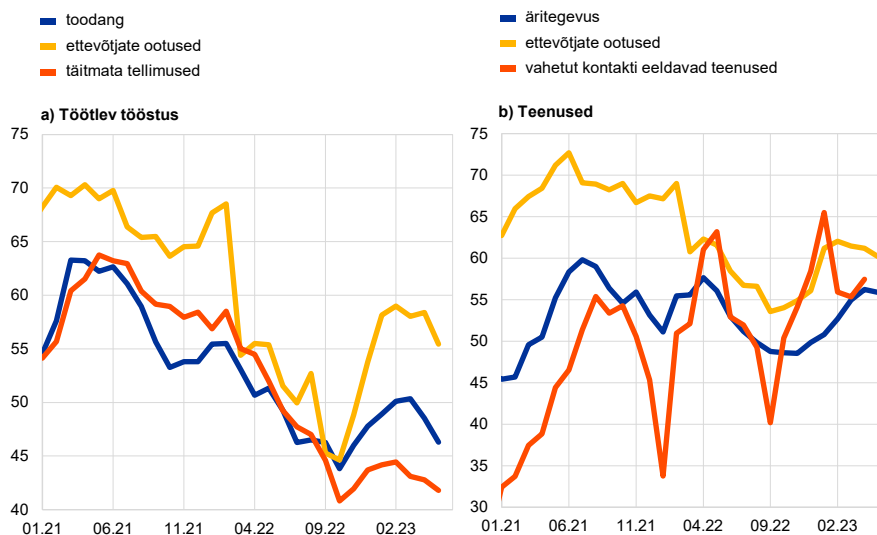
Euroala toodangumaht peaks 2023. aasta teises kvartalis veidi kasvama peamiselt tänu teenuste sektorile.

Värskemad küsitlusandmed näitavad, et euroala majandus võib olla aasta teises kvartalis veidi kasvanud. Euroala toodangut kajastav ostujuhtide liitindeks oli mais 52,8, mis on kõrgem kui selle esimese kvartali tulemus ja pikaajaline keskmine. Samas peitub selle kasvu taga asjaolu, et majandused taastuvad erinevatel kiirustel. Töötleva tööstuse sektori toodangu indeks, mis on kaks kuud järjest alanenud, oli mais 46,4, mis näitab, et toodang võib veelgi väheneda (joonise 5 osa a). Värskemad ostujuhtide indeksi tulemused viitavad samuti taanduvatele ootustele tulevase toodangu suhtes ja täitmata tellimuste mahu vähenemisele. Samal ajal oli teenuste sektori aktiivsuse indeks 55,1, mis on suurem kui esimese kvartali 52,8 ning viitab jätkuvale kasvule (joonise 5 osa b). Seda paranemist selgitab osaliselt nõudluse taastumine vahetut kontakti eeldavate teenuste järele pärast seda, kui koroonapandeemia tõttu kehtestatud piiranguid leevendati. Ka uute tellimuste maht sektoris suureneb, nagu ka ootused jätkuva kasvu suhtes, ehkki aeglustub tempos.

Joonis 5.

Ostujuhtide indeksi näitajad majandussektorite kaupa

(hajuvusindeksid)



Allikas: S&P Global.

Märkus. Viimased andmed pärinevad vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul 2023. aasta aprillist ning kõigi muude kirjete puhul 2023. aasta maist.

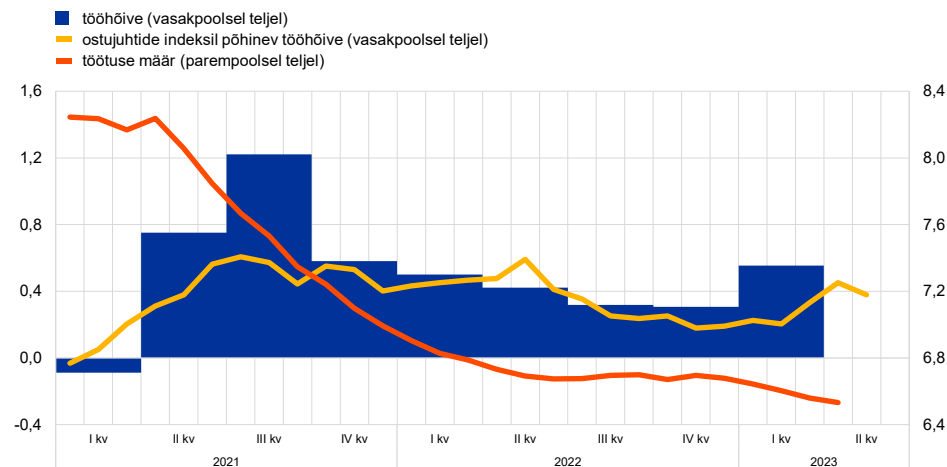
Tööturg jätkas 2023. aasta esimeses kvartalis kasvu ja püsis SKP

vähene misest hoolimata kindel. Tööhõive ja töötundide koguarv kasvas 2023. aasta esimeses kvartalis 0,6%. Alates 2019. aasta neljandast kvartalist on tööhõive suurenenud 2,9% ja töötundide koguarv 1,5% (joonis 6). See tähendab, et töötatud tundide keskmine arv on vähenenud 1,6%. See vähenemine on osaliselt seotud tööhõive kiire kasvuga avalikus sektoris, kus on üldiselt väiksem töötatud tundide keskmine arv võrreldes kogumajandusega, ning sellega, et inimesed on haiguse tõttu rohkem töölt eemal olnud. Töäjõud on jätkuvalt kasvanud, olles endiselt peamine tööhõive loomise allikas. Pärast mõningast langust viimastes kvartalites oli töötuse määr aprillis 6,5%, mis on 0,2 protsendipunkti väiksem kui 2022. aasta aprillis. Töäjõunõudlus püsib suur ning vabade töökohtade määr on üldiselt stabiilselt 3,0%, mis on kõrgeimale punktile lähim tase alates aegrea algusest.

Joonis 6.

Euroala tööhõive, ostujuhtide indeksil põhinev hõive ja töötuse määr

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



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

Märkus. Kaks joont kajastavad kuuandmeid ja tulbad kvartaliandmeid. Ostujuhtide indeksi puhul on esitatud kõrvalekaldeid 50st jagatuna 10ga. Viimased tööhõiveandmed pärinevad 2023. aasta esimesest kvartalist, tööhõivet kajastava ostujuhtide indeksi kohta 2023. aasta maist ja töötuse määra kohta 2023. aasta aprillist.

Lühiajalised tööturunäitajad osutavad, et tööhõive kasvab 2023. aasta teises kvartalis veelgi.

Tööhõivet kajastav ostujuhtide kuine liitindeks langes mais aprillikuisse 54,5 tasemega võrreldes 53,8-le, kuid jäi 50 punktist endiselt tublisti kõrgemaks, mis viitab hõive kasvule. See näitaja on alates 2021. aasta veebruarist tõusnud ja oli kõrgeim 2022. aasta mais. Üldine aeglustumine viitab tööhõive kasvu taandumisele. Kui vaadata arengut eri sektorites, siis osutab näitaja tööhõive jätkuvalle kasvule tööstussektoris ja eelkõige teenuste sektoris ning väikesele langusele ehitussektoris.

Eratarbimine vähenes 2023. aasta esimeses kvartalis, kui kulutused kaupadele kahanesid.

2023. aastal algul vähendasid endiselt kiire inflatsioon ning kestev ebakindlus kasutatavat tulu veelgi ja toetasid säästmist. Seda arvestades kahanes eratarbimine esimeses kvartalis 0,3%, mille tingis kaupadele tehtavate kulutuste kahanemine (joonise 7 osa a). Kvartali arvestuses vähenes jaemüük 2023. aasta esimeses kvartalis 0,2% ning peatus 2023. aasta aprillis, samal ajal kui sõiduaudote uute registreerimiste arv vähenes 2023. aasta esimese kolme kuu jooksul 3,8%, millele järgnes aprillis täiendav kuine langus 1,1%. Seevastu kodumajapidamised tarbisid teenuseid rohkem, kuna majanduse taasavamise mõju sellele sektorile veel kestab.

Laekuvad andmed viitavad tarbijate kulutuste tagasihoidlikule taastumisele.

Euroopa Komisjoni tarbijate kindlustunde näitaja tõusis aprillis, kuna kodumajapidamiste ootused üldise majandusväljavaate ja nende enda finantsolukorra suhtes on paranenud. Samas mais see langes, jäädes madalale tasemele. Tarbijateenuste sektori väljavaade püsib tugevam kui kaupade puhul ning komisjoni näitaja vahetut kontakti eeldavate teenuste oodatava nõudluse kohta püsis vähesest langusest hoolimata aprillis ja mais ajaloolisest tasemest kõrgemal. Seevastu suuremad tarbimisostud ja jaekaubanduse äritegevus jäid mais oodatust

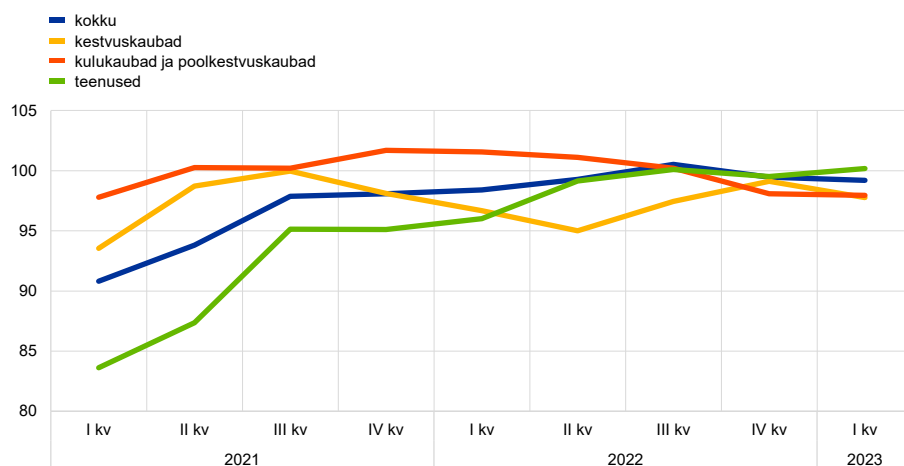
väiksemaks, alla ajalooliste keskmiste (joonise 7 osa b). Samamoodi viitab EKP aprillikuine tarbijaootuste küsitlus eeldatavate puhkusebroneeringute kasvule, ent ei tuvastanud muutusi kodumasinaostude väga madalas tasemes ning kinnitab jätkuvat erinevust teenuste ja kaupade järele valitseva nõudluse vahel. Rangemate rahastamistingimuste mõju ülekandumine reaalmajandusse tõenäoliselt kärbib kodumajapidamiste laene, suurendab sääste ja vähendab tarbijate kulutusi. Värskeimad tarbijaootuste küsitlusest saadud andmed viitavad sellele, et aina suurem osa kodumajapidamisi, kellel on muutuva määraga hüpoteeklaenu, hilinevad oma laenu tagasimaksetega.

Joonis 7.

Realse eratarbimise näitajad

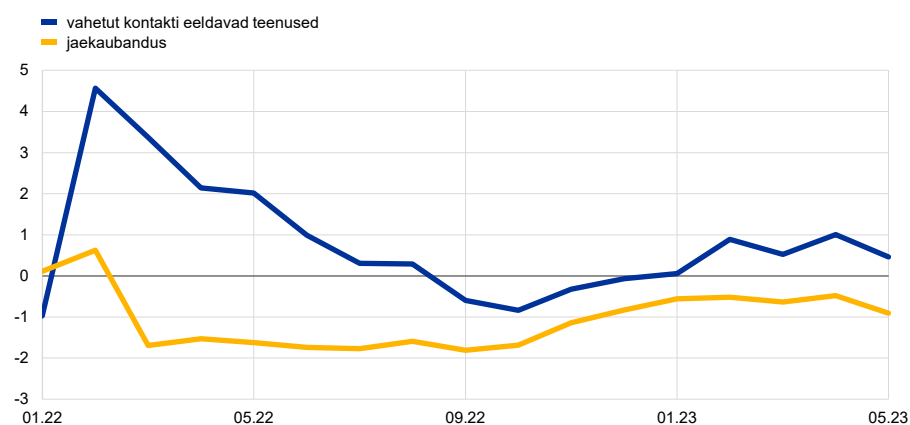
a) Realse eratarbimise komponendid

(indeksid: 2019. aasta neljas kvartal = 100)



b) Ettevõtete ootused nõudluse ja äritegevuse suhtes

(standarditud osakaalude vahe)



Allikas: Eurostat, Euroopa Komisjoni majanduse ja rahapoliitika peadirektoraat ning EKP arvutused.

Märkus: Joonise osas b on kontakti eeldavate teenuste oodatav nõudlus järgmisel kolmel kuul standarditud perioodil 2005–2019 ning jaekaubandussektori eeldatav olukord järgmisel kolmel kuul on standarditud perioodil 1985–2019. Viimased andmed pärinevad osa a puhul 2023. aasta esimesest kvartalist ja osa b puhul 2023. aasta maist.

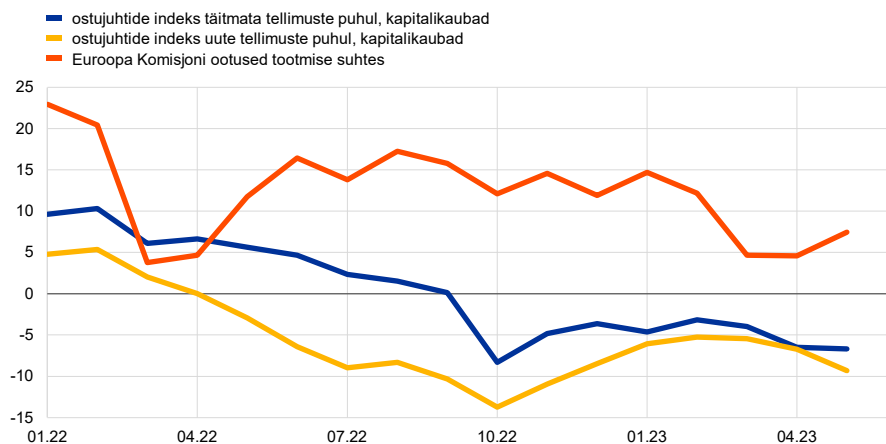
Äriinvesteeringud kasvasid 2023. aasta alguses pärast vähenemist 2022. aasta neljandas kvartalis. Peamised sektorite (v.a ehitussektor) investeeringud suurenesid kvartaalses arvestuses 2023. aasta esimeses kvartalis 0,1%. See näitaja oleks samas kõrgem, kui lirimaal immateriaalsetesse varadesse tehtavate

investeeringute volatiilne panus välja jätta. Ettevõtlusinvesteeringud peaksid olema käesolevas kvartalis vähenenud. Kapitalikaupade tootmine vähenes märtsis märgatavalt, viidates sellele, et negatiivne mõju kandub üle ka teise kvartalisse. Tellimuste maht, töötleva tööstuse sektori kindlustunne, täitmata tellimused ja ootused kapitalikaupade tootmise suhtes teises kvartalis kokkuvõttes vähenesid (joonis 8). Uus ettevõtete tuluootuste indeks, mis põhineb euroala suurte ettevõtete tuluootustel, näitab, et hoolimata viimaste aastate üsna kõrgelt tasemelt toimunud langusest on ettevõtete kasumid endiselt suhteliselt suurel.² See peaks vähendama kasvavate laenukulude ja rangemate laenuitingimuste süvenevat mõju ettevõtete investeeringutele. Euroopa Komisjoni kaks korda aastas läbi viidav investeerimisuuring, mille tulemused avaldati 27. aprillil 2023, viitab seisukohtade tasakaalu (positiivsed miinus negatiivsed vastused) paranemisele võrreldes 2022. aasta oktoobri uuringuga. Uuringu tulemused viitavad 2023. aasta investeerimiskavatsuste positiivsele kasvule nii töötleva tööstuse kui ka teenuste sektoris. Suurim tasakaal esineb teenuste valdkondades, nagu telekommunikatsioon ja taristu, mida iseloomustavad pikemaajalised digi- või energiaalase üleminekuga seotud investeerimisvajadused ning mida toetatakse taasterahastust „Next Generation EU“. Uuring viitab ka seadmete ja immateriaalsete varade investeeringute ulatuslikule kasvule, mis võib tänavu veel ilmneda.

Joonis 8.

Kapitalikaupade sektori lühiajalised näitajad

(kõrvalekalle keskmistest näitajatest)



Allikad: Markit, Euroopa Komisjon ja EKP arvutused.

Märkus. Ostujuhtide indeksi näitajad on esitatud kui kõrvalekaldeid ilma kasvuta 50punktisest läviväärtusest. Euroopa Komisjoni tootmisootuste näitaja arvutatakse kui kõrvalekalle selle pikaajalisest keskmisest. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta maist.

Eluasemeinvesteeringud suurenesid 2023. aasta esimeses kvartalis, aga peaksid lähiajal taas vähenema. Kvartali arvestuses suurenesid

eluasemeinvesteeringud 2023. aasta esimeses kvartalis 1,3% pärast 1,6% langust 2022. aasta neljandas kvartalis. See kasv tulenes tõenäoliselt soodsatest ilmastikuoludest ja ettevõtete täitmata tellimuste suurest mahust. Viimast kajastab asjaolu, et praeguste täitmata tellimuste jaoks nõutav aeg püsib jaanuarist aprillini ajaloolise kõrge taseme lähedal, nagu näitab Euroopa Komisjoni kvartaalne küsitlus.

² Vt käesoleva majandusülevaate infokast „Kasumikõned – ülevaade ettevõtte kasumist, investeeringutest ja rahastamistingimustest“.

Hooneehitussektori keskmine toodang suurenes märkimisväärselt esimeses kvartalis, ent vähenes järsult märtsis, viidates nõrgale lähtepunktile 2023. aasta teises kvartalis. Peale selle alanes Euroopa Komisjoni hooneehitussektori viimase kolme kuu aktiivsuse näitaja aprillis ja mais märkimisväärselt – võrreldes esimese kvartali keskmisega. Lisaks langes elamuehituse ostujuhtide indeks veelgi. Kuna nõudlus väheneb, on tarneraskused, nagu materjalipuudus ja pikemad tarneajad, vähehaaval taandumas, ning elamukinnisvara tehingute arv on vähenenud aasta võrdluses 2022. aasta neljandas kvartalis mitmes riigis kahekohalise näitaja võrra. Kindlustunne, mida mõõdetakse komisjoni läbi viidava kvartaalse uuringuga kodumajapidamiste kavatsuste kohta elamut renoveerida, osta või ehitada, paranes jaanuarist aprillini, ent on endiselt kehvavõitu. Nõudluse vähenemine tuleneb hüpoteeklaenu intressimäärade tõusust, mis koos väiksema reaaltulu ja kõrgemate eluasemehindadega mõjutab taskukohasust. See kajastub ka eluasemelaenu nõudluse märkimisväärses vähenemises.

Euroala ekspordimahu kasv oli esimeses kvartalis jätkuvalt vähene tingituna üleilmse nõudluse nõrgenemisest. Euroalaväline kaubaeksport vähenes tagasihoidlikult esimeses kvartalis, kui üleilmne välisnõudlus nõrgenes. Töötleva tööstuse sektori eksporditootas tarneraskuste leevenemine, samal ajal kui energiatarnete šoki kestav mõju ja euro kallinemine on eksporditõrjestanud. Teenuste eksport toetas euroala kogueksporti. Euroala import vähenes järsult esimeses kvartalis, kajastades sisenõudluse aeglustumist ja väiksemat energiamporti, mille põhjuseks olid soe talv ja täitunud varud. Kuna impordimaht vähenes, avaldas netokaubandus SKP kasvule esimeses kvartalis vähesest ekspordikasvust hoolimata positiivset mõju. Euroala kaubandustingimused paranesid jätkuvalt tänu energia impordihindade edasisele langusele, mis aitas jooksevkontol 2023. aasta esimeses kvartalis kiiresti taas ülejääki jõuda. Ettevaatavad näitajad osutavad, et euroala ekspordimaht on lähiajal endiselt väike. Tarnijate tarneajad lühenesid mais veelgi ning eksporditulemusi peaks lühiajalisel toetama väiksem tellimuste maht, mis on mõnes võtmesektoris endiselt suur. Samas töötleva tööstuse sektori uute eksporditellimuste maht vähenes veelgi, viidates jätkuvalt nõrgale nõudlusele euroala ekspordikaupade järele. Samal ajal osutab teenuste eksporditellimuste suurenemine positiivsele kasvule selles sektoris: aktiivsus on suur reisi- ja transpordisektoris, samuti muude kaubeldavate teenuste puhul, nagu info- ja kommunikatsioonitehnoloogias.

Pikemas perspektiivis peaks SKP kasv järk-järgult kiirenema. Majandus peaks eelolevatel kvartalitel taastuma, kui energiahinnad alanevad, välisnõudlus tugevneb, tarneraskused leevenevad ning ebakindlus (muu hulgas seoses pangandussektori hiljutiste probleemidega) jätkuvalt väheneb. Lisaks sellele peaks reaalne tulu paranema. Seda toetavad kindel tööturg ja tööpuudus, mis jõuab uue ajalooliselt madala tasemeni. Ehkki EKP rahapoliitika karmistamine kandub aina enam üle reaalmajandusse, on rangematest laenuingimustest tingitud pärssiv mõju eeldatavasti piiratud. Koos eelarvepoliitiliste toetusmeetmete järkjärgulise vähenemisega pidurdab see keskpikas perspektiivis majanduskasvu.

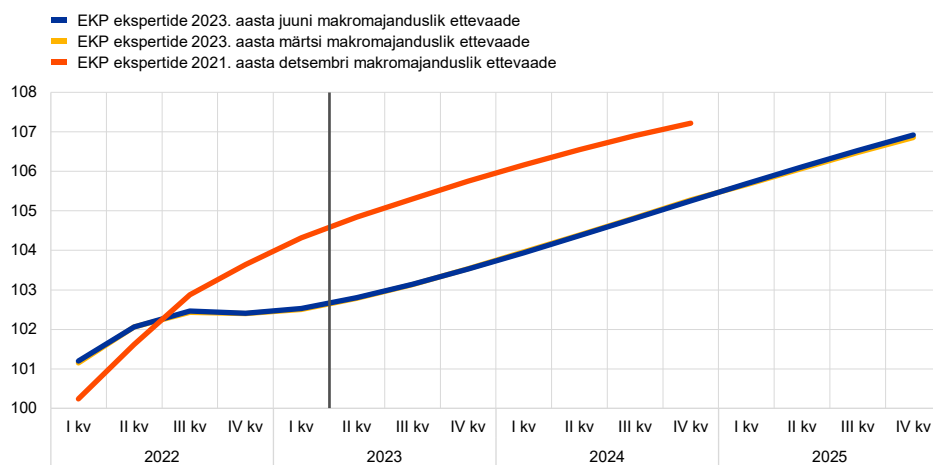
Eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajanduslikus ettevaates euroala kohta prognoositakse 2023. aastal SKP reaalkasvu aeglustumist

0,9%ni (võrreldes 3,5%ga 2022. aastal) enne selle taastumist 1,5%ni 2024. ja 1,6%ni 2025. aastal (joonis 9). Võrreldes EKP ekspertide 2023. aasta märtsi ettevaatega on SKP kasvu prognoosi 2023. ja 2024. aastaks 0,1 protsendipunkti allapoole korrigeeritud, mis kajastab peamiselt rangemaid rahastamistingimusi. Prognoosi kohane SKP kasv 2025. aastal püsib sama, kuna rangemate rahastamistingimuste mõju peaks osaliselt tasandama suurema tegeliku kasutatava tulu ja väiksema ebakindluse mõju.

Joonis 9.

Euroala reaalne SKP (sh prognoosid)

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



Allikad: Eurostat ja eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajanduslik ettevaade euroala kohta.
Märkus. Vertikaaljoon näitab eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajandusliku ettevaate algust.

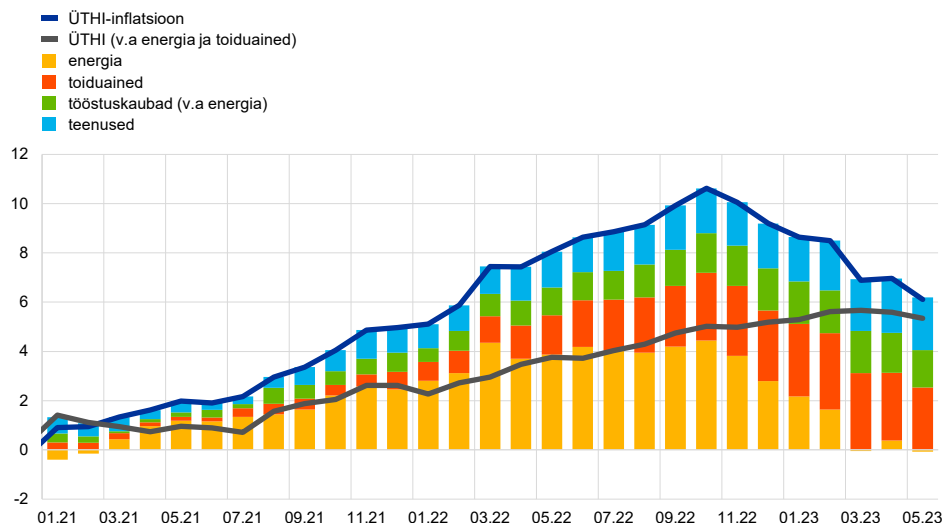
Eurostati kiirhinnangu kohaselt oli inflatsioonimäär 2023. aasta mais 6,1% ja 2022. aasta oktoobris alanud langus jätkus. Koguinflatsiooni aeglustumisele aitasid kaasa kõik peamised alamkomponendid: energia, toit, tööstuskaubad (v.a energia) ja teenused. Hinnasurve püsis tugev, kuid osaliselt leidis esialgseid märke selle leevenemisest, kuna suurte energiakulude, tarneraskuste ja majanduse taasavamise mõju hääbus vaikselt. Palgasurve on muutunud üha olulisemaks inflatsiooniallikaks, samal ajal kui kasum püsis suhteliselt suur sektorites, kus nõudlus ja pakkumine ei ole tasakaalus. Viimastes kättesaadavates alusinflatsiooni näitajate andmetes oli mõningaid tasakaalustumise märke, kuid näitajad on endiselt kõrgel tasemel. Ehkki enamik pikemaajaliste inflatsiooniootuste näitajaid oli jätkuvalt 2% juures, püsisid mõned neist kõrgel tasemel ning neid on vaja ka edaspidi jälgida. Eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajanduslikus ettevaates eeldatakse, et koguinflatsiooni aeglustumine jätkub ning see on 2023. aastal keskmiselt 5,4%, 2024. aastal 3,0% ja 2025. aastal 2,2%.

Eurostati kiirhinnangu kohaselt aeglustus ÜTHI-inflatsioon mais 6,1%ni, jätkates varasemat normaliseerumist pärast väikest tõusu 7,0%ni aprillis, mis peegeldas energiainflatsiooni kiirendavat baasefeki (joonis 10). Maikuu langus tulenes kõigi peamiste ÜTHI alamkomponentide (energia, toiduained, tööstuskaubad (v.a energia) ja teenused) madalamast inflatsioonimäärast. Energiainflatsioon vaibus mais –1,7%ni, jätkates seega pärast aprillikuist tõusu 2,4%-le (märtsikuiselt –0,9%-lt) langustrendis. Energiainflatsiooni üldine aeglustumine viimastel kuudel on seotud gaasi ja elektri hulгимüügihinna langusega. Toiduainete inflatsioon aeglustus veelgi, aprillikuiselt 13,5%-lt mais 12,5%-le, mis tulenes nii töötlemata kui ka töödeldud toiduainete madalamatest inflatsioonimääradest. See on kooskõlas hindade tõususurve vähenemisega, kuna energia- ja muude kulude šokkide kaudne mõju leeveneb. ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) alanes aprillikuiselt 5,6%-lt 5,3%-le, aeglustudes teist kuud järjest. Langus tulenes nii teenuste kui ka tööstuskaupade (v.a energia) madalamatest inflatsioonimääradest. Tööstuskaupade (v.a energia) inflatsioon aeglustus mais veelgi, 5,8%ni võrreldes 6,2%ga aprillis, mis tõenäoliselt peegeldab suuresti tarneraskustest ja energiakulude šokkidest tuleneva varasema tõususurve leevenemist. See võib kajastada ka nõudluse nihkumist kaupadelt tagasi teenustele pärast pandeemiat. Teenuste hindade inflatsioon aeglustus samuti veidi: aprillikuiselt 5,2%-lt mais 5,0%-le.

Joonis 10.

Koguinflatsioon ja selle põhikomponendid

(aastamuutus protsentides; osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

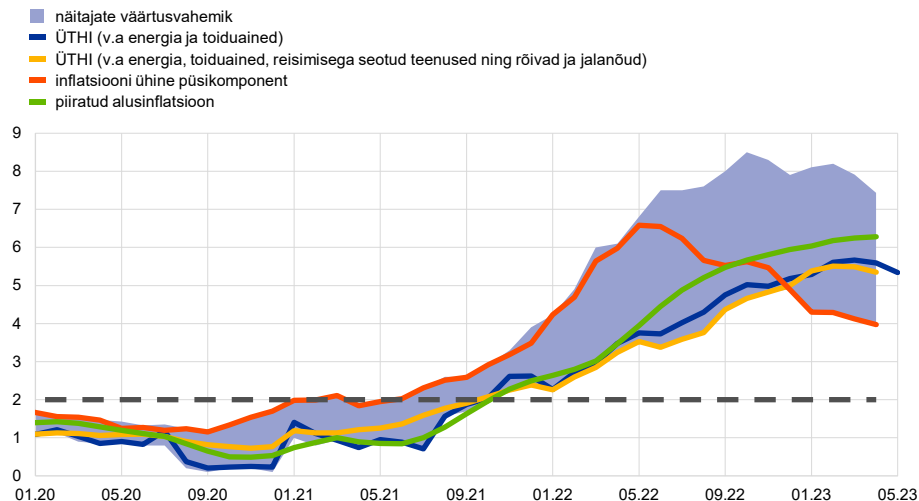
Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta maist (kiirhinnang).

Enamiku euroala alusinflatsiooni näitajate puhul on näha esialgseid märke tasakaalustumisest, kuigi näitajad on siiani kõrgel tasemel ja endiselt valitseb suur ebakindlus (joonis 11). Viimaste kättesaadavate andmete kohaselt vähenesid aprillis enamiku alusinflatsiooni näitajate aastased kasvumäärad veidi. Samuti aeglustus ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) mais veelgi – 5,3%ni (kiirhinnang). See toetab eeldust, et põhiinflatsioon hakkab aeglustuma. Eelmise kuuga võrreldes olid aprillis ainukesed alusinflatsiooni näitajad, mis endiselt kasvasid, piiratud alusinflatsiooni näitaja (mis hõlmab majandustsükli suhtes tundlikke ÜTHI komponente) ja euroala inflatsiooninäitaja (millest on välja jäetud suure impordisisaldusega komponendid). See viitab sellele, et mõningal määral esineb püsivam euroala hinnasurve. Koos energiakulude ja tarneaahelate varasemate šokkide osalise viitajaga ülekandumisega on alusinflatsioonimäärad seega püsinud kõrged. Jälgitavate näitajate valik kahanes aprillis, kuid jäi ajalooliste standardite kohaselt ulatuslikuks, mis osutas endiselt püsivale suurele ebakindlusele.

Joonis 11.

Alusinflatsiooni näitajad

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Alusinflatsiooni näitajad on ÜTHI (v.a energia), ÜTHI (v.a energia ja töötlemata toiduained), ÜTHI (v.a energia ja toiduained), ÜTHI (v.a energia, toiduained, reisimisega seotud teenused ning rõivad ja jalanõud), 10% ja 30% kohandatud keskväärts, inflatsiooni ühine püsikomponent ning kaalutud keskväärts. Hall katkendjoon tähistab EKP keskpika perioodi 2% inflatsiooniaesmärki. ÜTHI (v.a energia ja toiduained) viimased andmed pärinevad 2023. aasta maist (kiirhinnang) ja kõik teised näitajad 2023. aasta aprillist.

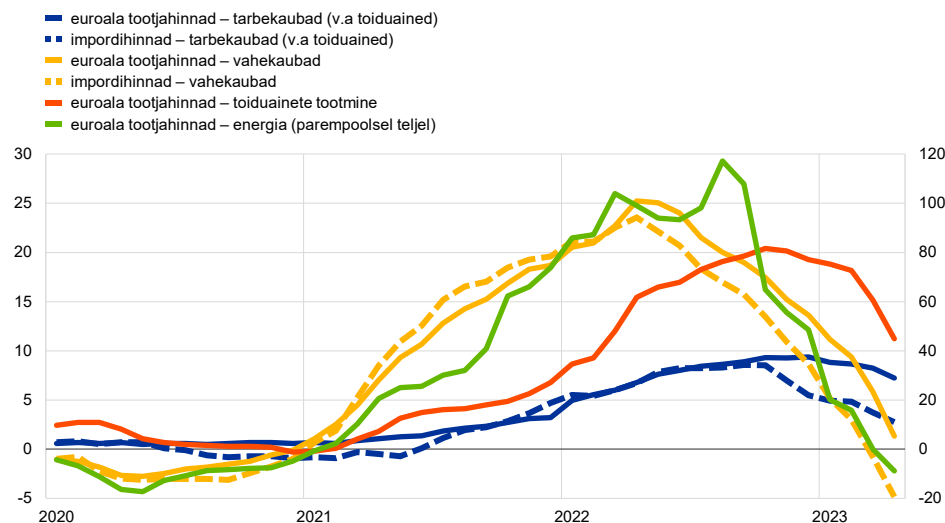
Hindade tõususurve leevenes jätkuvalt, kuid mõned näitajad püsivad rekordiliselt kõrgel tasemel, eelkõige hinnakujundusahela hilisemates etappides (joonis 12).

Hinnakujundusahela varasemates etappides jätkus aprillis hinnasurve märkimisväärne vähenemine, kusjuures vahekaupade euroala tootjahindade inflatsioon aeglustus märtsikuiselt 5,8%-lt 1,3%-le. Vahekaupade impordihindade aastane kasvumäär jäi negatiivseks, langes märtsikuiselt -0,8%-lt aprillis -4,8%-le, mis oli osaliselt tingitud euro vahetuskursi kallinemisest 2022. aasta sügisel. Energiahinnašokkide mõju vähenemine kajastub ka energia tootjahinna inflatsioonis, mis muutus aprillis negatiivseks. Kui vaadata hinnakujundusahela hilisemaid etappe, siis tarbekaupade (v.a toiduained) euroala tootjahindade inflatsioon aeglustus veidi: märtsikuiselt 8,2%-lt aprillis 7,2%-le. See on siiski jäänud märkimisväärselt kõrgele tasemele. Tarbekaupade (v.a toiduained) impordihindade aastane kasvumäär langes samal perioodil 3,7%-lt 2,8%-le. Hindade tõususurve jätkuv leevenemine viitab sellele, et varasemate hinnašokkide kumulatiivne mõju taandub. Toiduainete tootjahindade aastane kasvumäär alanes samuti, kusjuures euroala tootjahindade tõus oli aprillis 11,2% ja vastavate impordihindade tõus 3,5%.

Joonis 12.

Hinnatõususeurve näitajad

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta aprillist.

Euroala kulusurve, mõõdetuna SKP deflaatoriga, kasvas 2023. aasta esimeses kvartalis suurenevate tööjõu ühikukulude ja ühiku kohta arvestatava kasumi tõttu jätkuvalt (joonis 13).

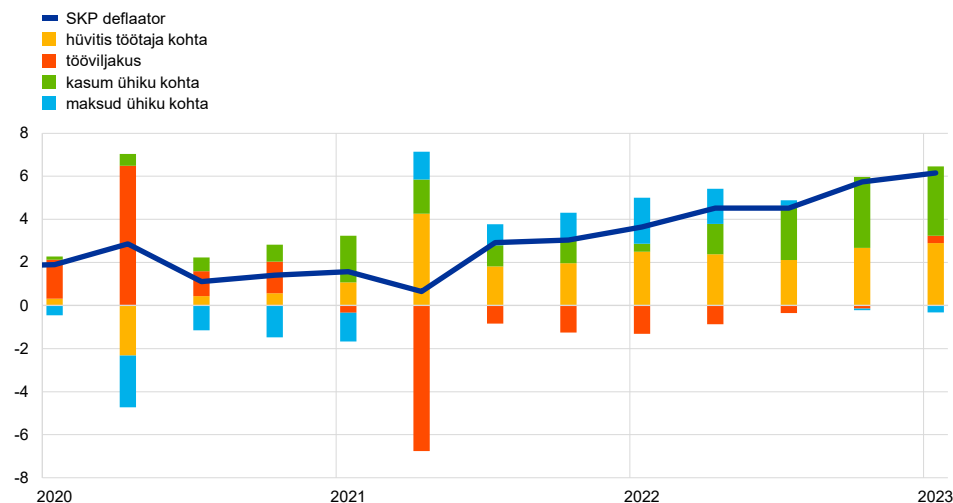
SKP deflaatori aastane kasvumäär tõusis 2023. aasta esimeses kvartalis 6,2%ni võrreldes 2022. aasta neljanda kvartali 5,8%ga, ületades seega ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained). Kasum ühiku kohta ja tööjõu ühikukulud moodustasid kumbki umbes poole SKP deflaatori kogukasvumäärast, samal ajal kui maksudel ühiku kohta oli ebaoluline pärssiv mõju. Ühiku kohta arvestatava kasumi osakaal SKP deflaatoris püsis ajaloolises plaanis suur.³ See näitab, et pakkumise ja nõudluse tasakaalustamatus ei ole mõnes sektoris veel täielikult kadunud ning ettevõtted on saanud kasu soodsast hinnakujunduskeskkonnast, kus sisendhindade tõusu on võimalik üle kanda müügihindadesse. Tööjõu ühikukulude kiirem kasv tulenes peamiselt töviljakuse vähenemisest 2022. aasta viimase kvartali 0,3%-lt –0,6%-le 2023. aasta esimeses kvartalis. Positiivse panuse andis ka töötaja kohta makstava hüvitise kiirem kasv samal perioodil, 4,8%-lt 5,2%-le. Palgasurve tugevnemist võib täheldada ka kollektiivlepinguga määratud palkade puhul, mis kasvasid 2023. aasta esimeses kvartalis 4,3% võrra võrreldes eelneva kvartali 3,1%ga. Lisaks viitavad hiljuti lõppenud palgaläbirääkimiste andmed sellele, et nominaalne palgasurve on jätkuvalt tugev, eriti kui võtta arvesse ka ühekordseid makseid, mis olid mõnes euroala riigis hiljutistes kokkulepetes valdavad.

³ Vt käesoleva majandusülevaate 3. infokast „Kuidas on kasum ühiku kohta mõjutanud euroalasisese hinnasurve hiljutist tugevnemist?“.

Joonis 13.

SKP deflaatori jaotus

(aastamuutus protsentides; osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

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

Enamik euroala pikemaajaliste inflatsiooniootuste küsitluspõhiseid näitajaid püsivad ligikaudu 2% juures, samal ajal kui turupõhised näitajad on tõusmas.

Kutseliste prognoosijate pikemaajaliste inflatsiooniootuste küsitluspõhised näitajad on endiselt EKP 2% eesmärgi juures. EKP kutseliste prognoosijate 2023. aasta teise kvartali küsitluse kohaselt jäid keskmised pikemaajalised inflatsiooniootused (2027. aasta kohta) muutumatuna 2,1% juurde. EKP rahandusanalüütikute 2023. aasta mai küsitluse järgi olid pikemaajalised ootused aga 2,0% ehk jäid märtsi tulemustega võrreldes samaks. Turupõhised inflatsiooniootuste näitajad, mis põhinevad ÜTHI-l (v.a tubakas), kasvasid juuni keskel lõppenud vaatlusperioodil veidi kõikide tähtaegade korral, kui turuosalised keskendusid rohkem sellele, kas leidub tõendeid põhiinflatsiooni püsimisest euroalal ja mujal. Mai lõpus avaldatud oodatust kehvemad euroala põhi- ja koguinflatsiooni andmed seda hinnangut forvardturgudel märkimisväärselt ei muutnud. Lühikeses perspektiivis oli inflatsiooniga seotud üheaastaste vahetustehingute intressimäär üheks aastaks juuni keskel 2,3% ehk 15 baaspunkti kõrgem kui vaatlusperioodi alguses märtsi keskel. Pikemas perspektiivis oli inflatsiooniga seotud viieaastaste vahetustehingute intressimäär viieks aastaks vaatlusperioodi lõpus samuti peaaegu 15 baaspunkti kõrgem ja kõigub 2,5% juures. Siiski tuleb märkida, et turupõhised inflatsiooniootuste näitajad ei väljenda otseselt turuosaliste tegelikke inflatsiooniootusi, kuna need hõlmavad ka riskipremiaid, et korvata inflatsiooniga seotud ebakindlust. EKP värskemata tarbijaootuste küsitluse (aprill 2023) andmeil vähenesid järgmise kolme aasta keskmised koguinflatsiooniootused 2,9%-lt 2,5%-le, samas kui keskmised ootused ühe aasta kohta langesid 5,0%-lt 4,1%-le.⁴ Selle tulemusena on märtsis täheldatud kolme aasta inflatsiooniootuste kasv suuresti ümber pöörduvad, mis

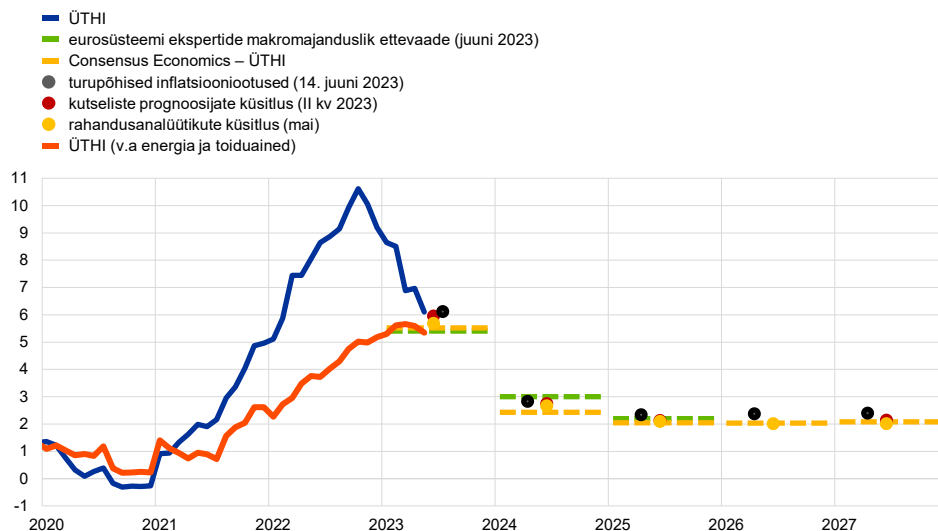
⁴ Vt „ECB Consumer Expectations Survey results – April 2023“, pressiteade, EKP, 6. juuni 2023.

osutab sellele, et ajutine tõus võib olla tingitud ebakindlusest ja murest finantsturgude ebastabiilsuse pärast Euroopas.

Joonis 14.

Küsitlus- ja turupõhised inflatsiooniootused

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, kutseliste prognoosijate küsitlus, euroüsteemi ekspertide makromajanduslik ettevaade euroala kohta (2023. aasta juuni) ja EKP arvutused.

Märkus. Turupõhiste inflatsiooniootuste aluseks on ühe aasta inflatsiooniga seotud hetkemäär ning ühe aasta forvardmäär üheks, kaheks ja kolmeks aastaks. Turupõhiste inflatsiooniootuste näitajate andmed on esitatud 14. juuni 2023. aasta seisuga. EKP kutseliste prognoosijate 2023. aasta teise kvartali küsitlus toimus 31. märtsist 5. aprillini 2023. Consensus Economicsi pikemaajaliste prognooside andmed on esitatud 2023. aasta aprilli seisuga ning lähiaja prognooside andmed (2023 ja 2024) 2023. aasta mai seisuga. Euroüsteemi ekspertide makromajanduslikus ettevaates sisalduvate andmete esitamise tähtaeg oli 31. mai 2023. Viimased ÜTHI andmed pärinevad 2023. aasta maist (kiirhinnang).

Euroüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajanduslikus ettevaates prognoositakse, et koguinflatsiooni aeglustumine jätkub ning see on 2023. aastal keskmiselt 5,4%, 2024. aastal 3,0% ja 2025. aastal 2,2% (joonis 15).

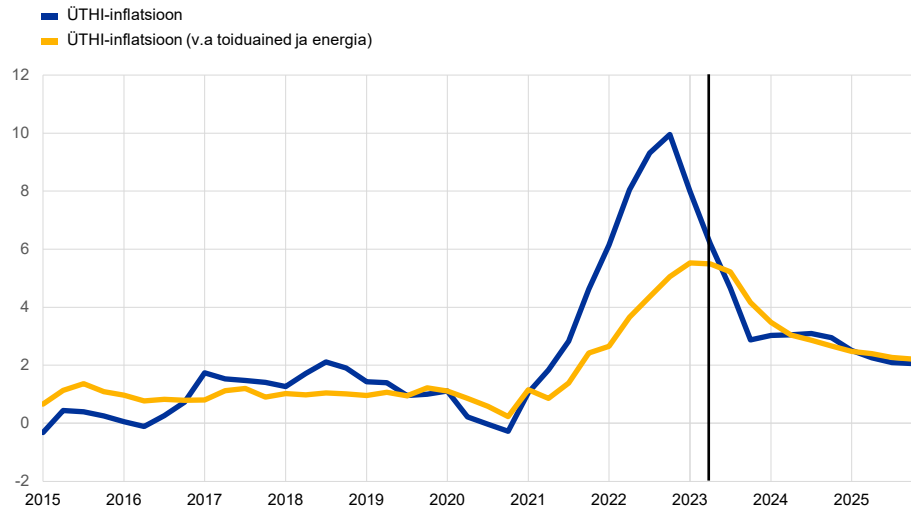
Koguinflatsioon on alates eelmise aasta oktoobrist aeglustunud, kuigi see on osutunud püsivamaks, kui varem oodati, hoolimata esialgsetest märkidest, et hinnasurve leeveneb. Energiainflatsioon muutub 2023. aastal eeldatavasti üha negatiivsemaks, sest energiatoorme hindade langus jätkub, ning toiduainete inflatsioon peaks vaibuma. Need tegurid aeglustavad koos leevenevate tarneraskustega koguinflatsiooni 2023. aasta viimases kvartalis eeldatavasti 3,0%ni. Inflatsioon peaks jääma 2024. aastal, kui eelarvemeetmed eeldatavasti kaotatakse, selle taseme lähedale, enne kui aeglustub 2025. aastal järk-järgult veelgi. ÜTHI (v.a toiduained ja energia) aeglustub 2023. aasta jooksul tasapisi, jõudes 2023. aastal keskmiselt 5,1%, 2024. aastal 3,0% ja 2025. aastal 2,3%ni. Hindade tõusurive vähenev mõju kaalub eeldatavasti üles tööjõukulude tugevneva surve, sest palgakasv püsib ostujõu vähenemise hüvitamise ja pingelise tööturu tõttu üle ajaloolise keskmise. Eeldatakse, et ühiku kohta arvestatava kasumi vähenemine tasakaalustab mõnevõrra tugevamat tööjõukulude dünaamikat. Energiahindade kaudse mõju kadumine, leevenevad tarneraskused ja rahapoliitika pärssiv mõju peaksid kõik aitama ettevaateperioodil kaasa inflatsiooni aeglustumisele. Võrreldes ekspertide 2023. aasta märtsi ettevaatega on koguinflatsioon jäänud suuresti samaks ning seda on igal aastal korrigeeritud 0,1 protsendipunkti võrra ülespoole.

ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) on korrigeeritud varasemate üllatuslike tõusude ja tööjõu ühikukulude kasvust tingitud surve tõttu ülespoole.

Joonis 15.

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

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Eurostat ja eurosüsteemi ekspertide makromajanduslik ettevaade euroala kohta (juuni 2023).

Märkus. Vertikaalne joon tähistab ettevaateperioodi algust. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta esimesest kvartalist ja ettevaade on 2025. aasta neljanda kvartali kohta. Eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajanduslik ettevaade euroala kohta valmis mai lõpus ning selles sisalduvate tehniliste eelduste aluseks olevate andmete esitamise tähtaeg oli 23. mai 2023. ÜTHI-inflatsiooni ja ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) varasemad andmed on esitatud kvartali kohta. ÜTHI-inflatsiooni prognoosandmed on esitatud kvartali kohta ja ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) omad aasta kohta.

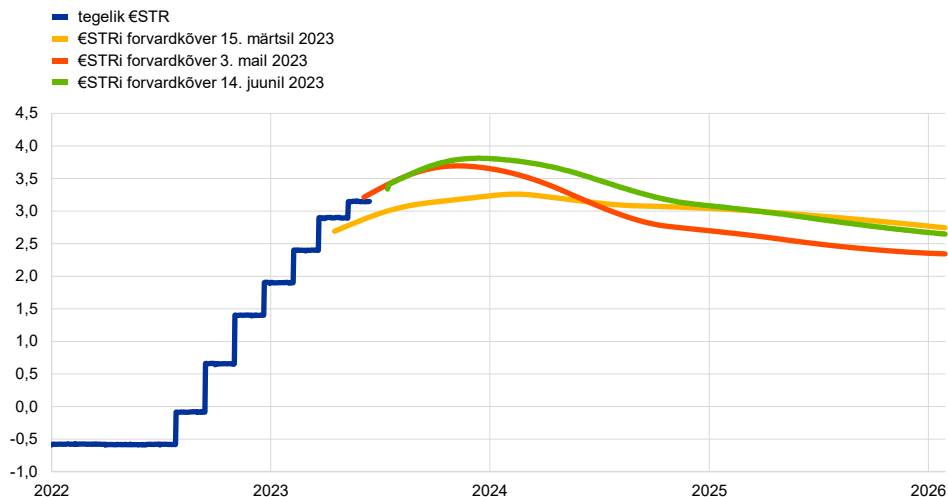
Pärast pangandussektori pingeid märtsi algul USAs ja Šveitsis muutus euroala finantsturu olukord vaatlusperioodil (16. märts – 14. juuni 2023) stabiilseks. Sedamööda, kuidas pingete majandusmõju tõttu tekkinud mured pisitasa taandusid, hindasid turuosalised kõrgemate baasintressimääradega seotud ootused ümber, volatiilsus vähenes, aktsiad taastusid ning ettevõtete võlakirjade tulususe vahe ahenes. Mai lõpus tabas riskivabu intressimäärasid kõikide tähtaegade puhul mõningane langus, mille tingis osaliselt euroala oodatust aeglasem põhi- ja koguinflatsioon. Üldiselt kerkis euro lühiajalise intressimäär (€STR) forvardkõver kõige lühemate tähtaegade puhul, saavutades vaatlusperioodi lõpus ehk juuni keskpaigas umbes 3,8% juures haripunkti, olgugi et see tase oli siiski madalam kui märtsi alguses enne pangandussektori pingeid. Euroala pikaajalised riskivabad intressimäärad kajastasid USA ja Ühendkuningriigi sarnaste intressimäärade tõusu vaid osaliselt ning stabiliseerusid pisut kõrgemal tasemel kui märtsi keskpaigas. Riigivõlakirjaturud olid pangandussektoris toimuva eest üldiselt kaitstud ja tulususe vahed ei reageerinud EKP nõukogu maikuu istungi teadaandele, et varaostukava alusel tehtavad reinvesteeringud lõpetatakse oodatavasti 2023. aasta juulis. Euroala aktsiahinna koondindeksid kerkisid vaatlusperioodil vähem kui USAs, samas kui euroala pangandussektor saavutas USA omast paremaid tulemusi. USA võlalaega seotud poliitiline ebakindlus tingis USA finantsturu kõikumise, mille ülekandumine euroalale oli üldjuhul piiratud. Valuutaturgudel euro pisut kallines, kaalutuna väliskaubanduse osatähtsusega.

Üleööintressimäär vahetustehingu intressimäär forvardkõver kerkis kõige lühemate tähtaegade puhul ja €STRi forvardkõver saavutas umbes 3,8% juures tiptaseme (joonis 16). Võrdlusintressimäär €STR järgis kiiresti muutusi hoiustamise püsivõimaluse intressimääras, mida EKP nõukogu tõstis 16. märtsil 2023 toimunud rahapoliitikaistungil 50 baaspunkti võrra (2,5%-lt 3%-le) ja 4. mail toimunud istungil 25 baaspunkti võrra (3%-lt 3,25%-le). Märtsi algul arvestati €STRil põhinevas üleööintressimäär vahetustehingu intressimääras 4% tiptaseme saavutamiseks 2023. aasta detsembriks. Seda aga vähendati 3,3%-le 2023. aasta oktoobriks, kuna turuosalised tundsid pangandussektori pingete pärast üha suuremat muret. Märtsi teises pooles tehtud EKP nõukogu otsus suurendada hoiustamise püsivõimaluse intressimäär ja kindlad andmed euroala pangandussektori vastupanuvõime kohta panid turuosalised oma rahapoliitikaga seotud ootusi ülespoole korrigeerima. EKP nõukogu maikuu intressimäär otsus ei mõjutanud eriti baasintressimäärade arengut, millega turuosalised olid üleööintressimäär vahetustehingu intressimäär forvardkõveras arvestanud. Mai lõpus aga avaldati oodatust kehvemad euroala põhi- ja koguinflatsiooni andmed, mis vähendas pisut baasintressimääradega seotud ootusi ning lükkas riskivaba tulukõvera kõikide tähtaegade puhul langusesse. Üleööintressimäär vahetustehingu intressimäär forvardkõver kerkis vaatlusperioodil kõige lühemate tähtaegade puhul ja selles arvestatakse, et 2023. aasta oktoobriks saavutatakse tiptase: 3,8%. Võrreldes üleööintressimäär vahetustehingu intressimäär forvardkõveraga enne EKP nõukogu maikuist istungit on juuni keskpaiga forvardkõvera haripunkt sarnane, kuid sellele järgneb forvardmäärade tagasihoidlikum langus.

Joonis 16.

€STRi forvardmäärad

(protsentides aasta kohta)



Allikad: Thomson Reuters ja EKP arvutused.

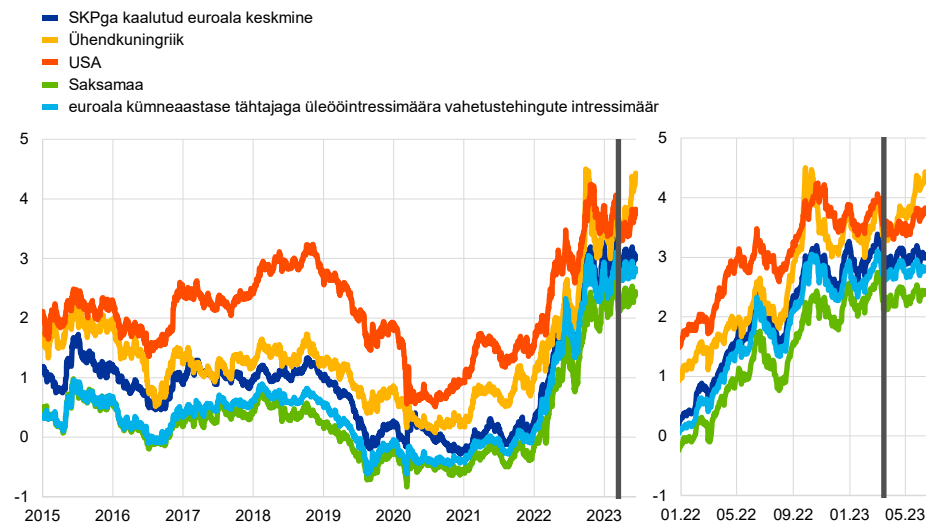
Märkus. Forvardkõverat hinnatakse üleöintressimäära vahetustehingu hetkeintressimäärade (€STR) abil.

Euroala pikaajalised riskivabad intressimäärad kajastasid USA ja Ühendkuningriigi sarnaste intressimäärade tõusu vaid osaliselt ning stabiliseerusid pisut kõrgemal tasemel kui vaatlusperioodi algul märtsi keskpaigas (joonis 17). Euroala pikaajalised riskivabad intressimäärad langesid vaatlusperioodi algul märkimisväärselt, kuna turuosajalised hindasid oma baasintressimääradega seotud ootused pärast pangandussektori pingeid ümber. Euroala kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade SKPga kaalutud tulusus püsis märtsi keskpaigas 3% juures. Seejärel kõikus see 40 baaspunkti ligidal, olles vaatlusperioodi lõpus ehk juuni keskpaigas 3,1% juures 10 baaspunkti võrra kõrgemal, mis loob ennekõike kontrasti Ühendkuningriigi pikaajaliste riskivabade intressimäärade märgatava tõusuga. USA ja Ühendkuningriigi kümneaastaste võlakirjade tulusust hoogustasid tagant peamiselt USA võlalage puudutatav debatt, milles esindajatekoda sõlmis kokkuleppe 31. mail, paranenud riskivalmidus ja Inglise keskpanga jätkuv poliitika karmistamise kurss. Need kergitasid kümneaastaste võlakirjade tulususe juuni keskpaigaks vastavalt 20 ja 100 baaspunkti võrra, 3,8% ja 4,4%ni.

Joonis 17.

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

(protsentides aasta kohta)



Allikad: Refinitiv ja EKP arvutused.

Märkus. Hall vertikaaljoon tähistab vaatlusperioodi algust 16. märtsil 2023. Viimased andmed pärinevad 14. juunist 2023.

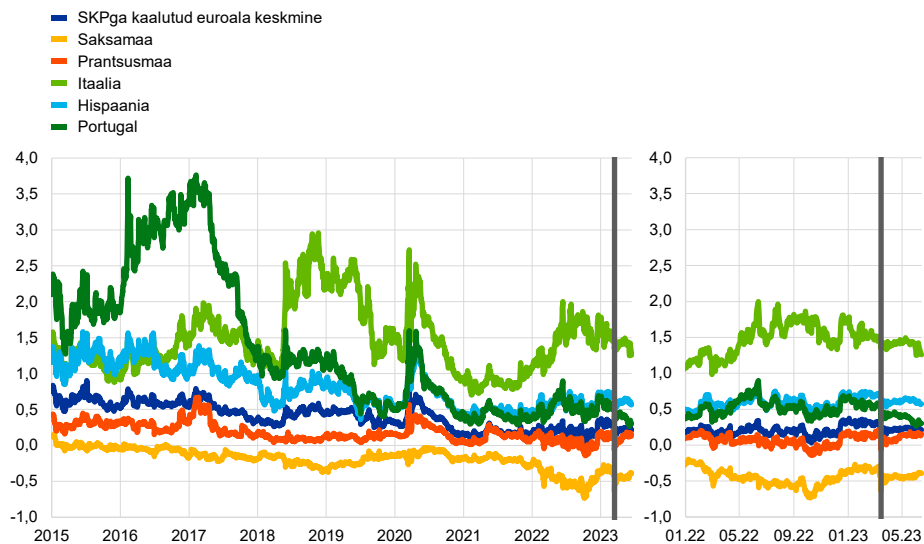
Euroala riigivõlakirjade tulususe muutused olid suuresti kooskõlas riskivabade intressimäärade arenguga ning mure pangandussektori pärast ei mõjutanud tulususe vahet (joonis 18).

SKPga kaalutud euroala riigivõlakirjade tulususe ja €STRil põhineva üleööintressimäär vahetustehingu intressimäär vahe suurenes vaatlusperioodil vaid pisut, mis tähendab, et riigivõlakirjade tulususe vahed püsisid enamikus riikides üldjoontes stabiilsena. Tõusu tingis peamiselt Saksamaa kümneaastaste riigivõlakirjade tulususe vahe, mis suurenes 12 baaspunkti võrra ja muutus vähem negatiivseks. See kajastas osaliselt pangandussektori pingetest tingitud turvalisemate varade eelistamise suundumuse ümberpöördumist. EKP nõukogu maikuine teadaanne, et varaostukava raames tehtavad reinvesteeringud peatatakse oodatavasti alates 2023. aasta juulist, ei pannud tulususe vahesid märgatavalt suurenema. Vaatlusperioodi üks märkimisväärne muutus oli Kreeka riigivõlakirjade tulususe vahe vähenemine pärast parlamendivalimiste esimest vooru 21. mail. See suurendas turuosaliste ootusi, et eelseisvatel kuudel võidakse neile anda investeerimisjärju reiting. Kreeka kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade tulususe vahe vähenes vaadeldaval perioodil 60 baaspunkti võrra.

Joonis 18.

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

(protsendipunktides)



Allikad: Refinitiv ja EKP arvutused.

Märkus. Hall vertikaaljoon tähistab vaatlusperioodi algust 16. märtsil 2023. Viimased andmed pärinevad 14. juunist 2023.

Ettevõtete võlakirjade tulususe vahe vähenes tänu paranenud

riskivalmidusele. Suure tulususega ja investeerimisjärgu ettevõtete võlakirjade tulususe vahed vähenesid vastavalt 77 ja 13 baaspunkti võrra, mis peaaegu korvas vaatlusperioodile eelnenud pangandussektori pingete ajal toimunud kasvu. Kuigi vahed olid pisut suuremad kui enne pangandussektori pingeid, oli mittefinantsettevõtete brutoemiteerimine kooskõlas varasemate suundumustega. Brutoemiteerimine oli 2023. aasta algul suurem kui viimase kümne aasta keskmine, kuid see pidurdus pangandussektori pingete vallandudes ning tulususe vahe märkimisväärse kasvu tingimustes peaaegu täielikult ning hakkas siis pärast vahede kitsenemist ja volatiilsuse vähenemist taas kerkima. Mittefinantsettevõtete võime valitsevate turutingimustega kohaneda ja emiteerida ettevõtete võlakirjade tulususe vahe kasvades vähem võlakirju tähendab, et see võis pidurdada pingete ajal tulususe vahe täiendavat suurenemist.

Kuna aktsiaturud harjusid väiksema volatiilsusega, olid euroala aktsiahinnad vaatlusperioodil tõusuteel (joonis 19).

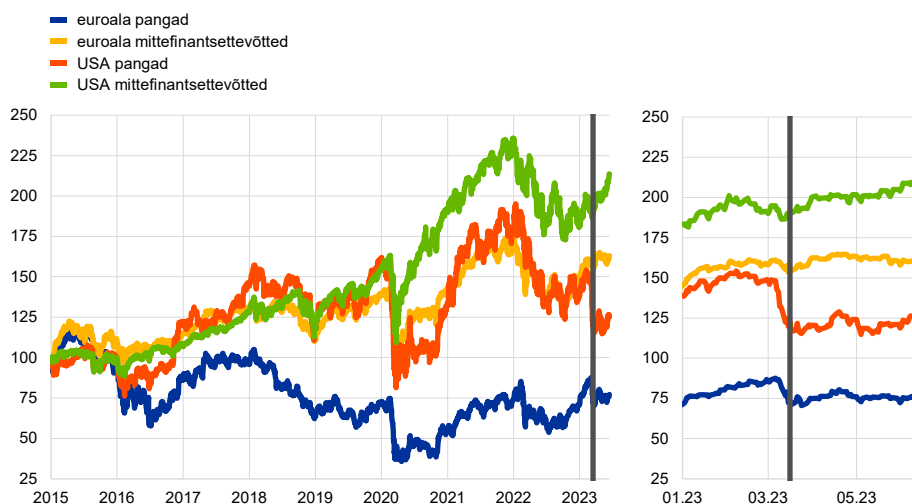
Vaatlusperioodil toimus euroala aktsiaturuindeksite laiapõhjaline, 5% tõus, mis korvas enamiku pangandussektori pingetest põhjustatud kahjust, olgugi et pankade aktsiahinnad pole veel täielikult taastunud. USA võlalaie tähtaja lähenedes oli aktsiaturgude olukord mõlemal pool Atlandi ookeani suhteliselt rahulik. Hoolimata USA pankade aktsiahindade kasvu püsivamast pidurdumisest olid aktsiate koondindeksite tulemused USAs paremad kui euroalal tänu mittefinantsettevõtete üldiselt parematele tulemustele (eriti tehnoloogiasektoris), mille osakaal USA indeksites on euroala omadega võrreldes suhteliselt suurem. Euroalal kerkisid mittefinantsettevõtete aktsiahinnad kogu vaatlusperioodi jooksul 4,5% tänu oodatust kopsakamatele dividendidele ja aktsiate tagasiostudele ning suurematele lühiajalistele tuluootustele, mida tasakaalustab

osaliselt pikaajalise tuluväljavaate halvenemine, ning USAs 11%. Pankade aktsiahinnad tõusid euroalal 5,7% ja USAs 1,9%.

Joonis 19.

Euroala ja USA aktsiahindade indeksid

(indeks: 1. jaanuar 2015 = 100)



Allikad: Refinitiv ja EKP arvutused.

Märkus. Hall vertikaaljoon tähistab vaatlusperioodi algust 16. märtsil 2023. Viimased andmed pärinevad 14. juunist 2023.

Valuutaturgudel euro kallines, kaalutuna väliskaubanduse osatähtsusega

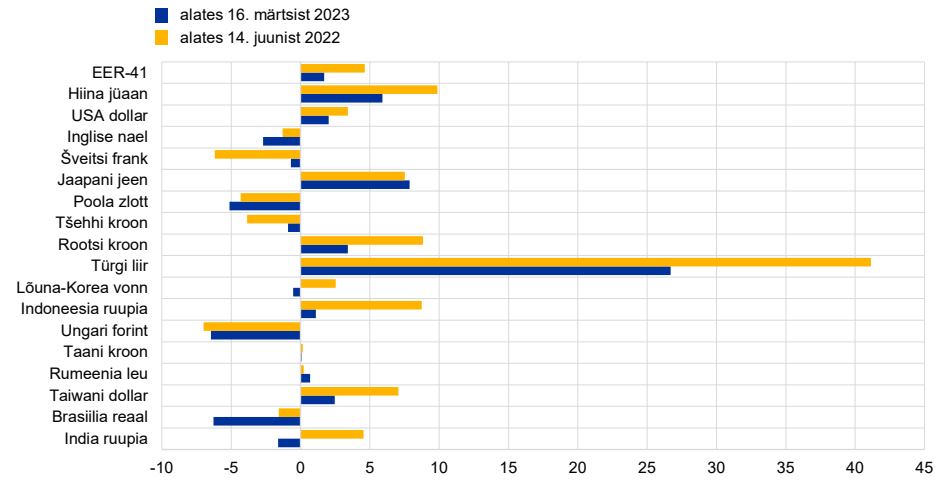
(joonis 20). Euro nominaalne efektiivne vahetuskursis tõusis vaatlusperioodil 1,7%,

mõõdetuna euroala 41 kõige olulisema kaubanduspartneri vääringu suhtes. Kui vaadata kahepoolsete vahetuskursside muutusi suuremate vääringute suhtes, kallines euro suurenenud intressimäärade erinevuste kiuste USA dollari (2,0%) suhtes, samuti Hiina jüaani (5,9%) ja Jaapani jeeni (7,9%) suhtes, ent odavnes Inglise naela (2,7%) ja Šveitsi frangi (0,7%) suhtes. Euro tugevnes ka enamiku suuremate arenevate Aasia riikide vääringute, samuti Türgi liiri (26,7%) suhtes, kuid nõrgenes Brasiilia reaali (6,3%) ning enamiku Kesk- ja Ida-Euroopa euroalaväliste ELi liikmesriikide vääringute suhtes.

Joonis 20.

Euro ja valitud väeringute vahetuskursi muutused

(muutus protsentides)



Allikas: EKP.

Märkus. EER-41 on nominaalne tegelik vahetuskurs, mis kehtib euroala 41 kõige olulisema kaubanduspartneri väeringu suhtes. Positiivne (negatiivne) muutus vastab euro kallinemisele (odavnemisele). Kõikide muudatuste arutamiseks on kasutatud 14. juunil 2023 kehtinud vahetuskurse.

5 Rahastamistingimused ja laenupakkumise areng

Pankade rahastamiskulud kasvasid 2023. aasta aprillis jätkuvalt, kajastades EKP baasintressimäärade edasist tõusu. Tõusid ka ettevõtetele ja kodumajapidamistele antud pangalaenu intressimäärad, ehkki aeglasemalt kui eelmistel kuudel. Ajavahemikul 16. märtsist kuni 14. juunini 2023 suurenesid nii omakapitali kaudu rahastamise kui ka turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulud vaid pisut. Kõrgemate laenuintressimäärade, väiksema laenuõudluse ja rangemate laenustandardite tõttu kahanes ettevõtetele ja kodumajapidamistele antud pangalaenu maht aprillis veelgi. Rahapakkumise dünaamika nõrgenemine jätkus. Selle põhjused olid raha hoidmise suured alternatiivkulud, laenudünaamika aeglustumine ja eurosüsteemi bilansimahu vähenemine.

Euroala pankade rahastamiskulud kasvasid aprillis jätkuvalt, kajastades EKP baasintressimäärade ja hoiuste intressimäärade edasist tõusu. Euroala pankade laenuvahenditega rahastamise koondkulu suurenes aprillis veel veidi, stabiliseerudes seega enam kui kümne aasta kõrgeimal tasemel (joonise 21 osa a). Hiljutine suurenemine kajastas peamiselt hoiuste intressimäärade tõusu, samas kui pangavõlakirjade tootlus jäi üldjoontes samaks (joonise 21 osa b). Hoiuste intressimäärad kasvasid stabiilselt edasi, kuid eri instrumentide vahel esines erinevusi. Hoiustajad reageerivad tähtajaliste hoiuste intressimäärade ja üleõohoiuste intressimäärade vahe suurenemisele, paigutades oma raha üleõohoiustelt ümber tähtajalistele hoiustele ja asendades üleõohoiuseid muude instrumentidega, mis pakuvad suuremat intressitulu. EKP baasintressimäärade tõusu ülekandumine hoiuste intressimääradesse on olnud pankade arvestuses väga ebaühtlane ja sellega on kaasnenud hoiuste mahu ümberjaotumine pankade vahel. Hoiustajad on viinud hoiuseid väiksemat intressitulu pakkuvatest pankadest üle pankadesse, kus hoiuste intressimäärad on kiiremini kasvanud.

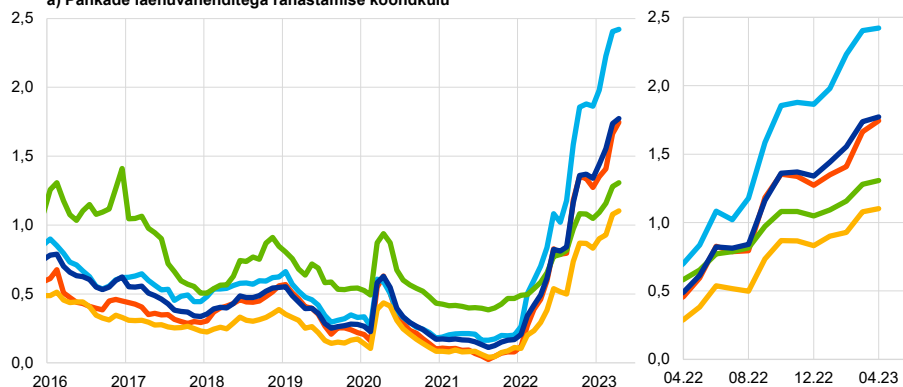
Joonis 21.

Pankade rahastamise koondintressimäärad euroala valitud riikides

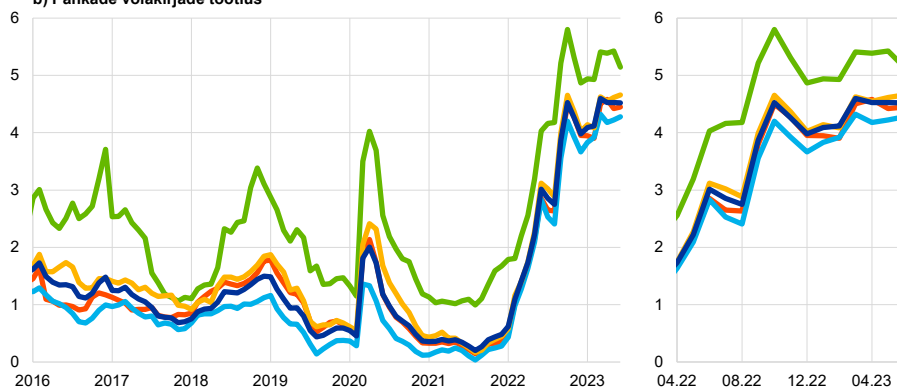
(protsentides aasta kohta)



a) Pankade laenuvahenditega rahastamise koondkulu



b) Pankade võlakirjade tootlus



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

Märkus. Pankade rahastamise koondintressimäärad on hoiusepõhise rahastamise ja tagamata turupõhise laenuvahenditega rahastamise koondkulude kaalutud keskmine. Hoiuste koondkulu arvutatakse üleõhioiuste, tähtajaliste hoiuste ja nõudmiseni hoiuste (mida on kaalutud nende vastavate jääkide summadega) uute intressimäärade keskmisena. Pankade võlakirjade tootlus on kõrgema nõudeõiguse järguga võlakirjade kuu keskmine tootlus. Viimased andmed pärinevad pankade rahastamise koondintressimäärade puhul 2023. aasta aprillist ja pankade võlakirjade tootluste puhul 14. juunist 2023.

Suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide kolmanda seeria (TLTRO-III) raames laenatud vahendite tagasimaksmine pankade poolt aitas kaasa ülelikviidsuse täiendavale vähenemisele ja pankade rahastamiskulude suurenemisele. Pärast TLTRO-III tingimuste muutmist, mis jõustus 23. novembril 2022, on pangad programmi raames laenatud vahendeid suures summas tagasi maksnud. Juunis tehtud tagasimaksed (nii kohustuslikud kui ka vabatahtlikud) moodustasid kokku 1,5 triljonit eurot ja vähendasid tagasimaksmata vahendite mahtu ligikaudu 72% (võrreldes tingimuste muutmisele eelnenud mahuga).⁵ Alates 2022. aasta septembrist on pangad suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide lõpetamise ja hoiuste vähenemise taustal

⁵ Vt EKP 27. oktoobri 2022. aasta pressiteade „ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term“.

suurendanud selliste võlakirjade emiteerimist, mille intressimäärad on kõrgemad kui hoiuste intressimäärad ja EKP baasintressimäärad.

Pangad on üldiselt endiselt hästi kapitaliseeritud, kuid rahastamistingimuste, intressiriski ja varade kvaliteedi arengul on nende laenuandmisvõimele tõenäoliselt üha pärssivam mõju. Pankade kasumlikkus kasvas 2023. aasta esimeses kvartalis jätkuvalt. Kasumlikkuse kasv tulenes peamiselt pankade intressivälistest tuluallikatest, samal ajal kui netointressitulu suurenemine, mis toimus kogu 2022. aasta jooksul, pidurdus laenumahu vähese kasvu ja üldjoontes stabiilsete netointressimarginaalide tingimustes. Pangandussektori märtsikuisse ebastabiilsuse tagajärjel on pankade aktsiahinnad langenud ja riskantsemate pangavõlakirjade, näiteks allutatud võlakirjade ja täiendavate esimese taseme omavahendite instrumentide hinnavahe kasvanud. Praegu mõjutab pankade kasumlikkust kasvanud rahastamissurve, mille põhjuseks on kõrgemad hoiuste intressimäärad ja suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide raames laenatud vahendite märkimisväärsed tagasimaksud. Mis puudutab pankade bilanssides olevate varade kvaliteeti, siis viivislaenude suhtarvud on jätkuvalt vähenenud, kuid ilmneb märke kasvanud krediidiriskist, kuna viivislaenude osakaal on suurenenud, eriti selliste sektorite puhul nagu ärikinnisvara, mida rahapoliitika karmistamise tsükkel rohkem mõjutab. Mis puudutab pankade avatust intressiriskile, siis praegu jälgitakse turul tähelepanelikult tähtjani hoitavate väärtpaberite realiseerimata kahjumaid, kuigi need on seni olnud suhteliselt väikesed.

Ettevõtetele ja kodumajapidamistele antud pangalaenude intressimäärad tõusid 2023. aasta aprillis veelgi, ehkki aeglasemalt kui eelmistel kuudel.

EKP rahapoliitika karmistumine kandub üle pankade laenuitingimustesse – laenuintressimäärad tõusevad ja laenustandardid muutuvad rangemaks. Mittefinantsettevõtetele antavate laenude intressimäärad kerkisid aprillis 4,38%ni, mis on kõrgeim tase alates 2008. aasta lõpust. 2023. aasta märtsis ja 2022. aasta juunis, enne karmistamistsükli algust, oli see näitaja vastavalt 4,22% ja 1,83%. Hiljutine tõus oli tingitud kuni üheks aastaks fikseeritud intressimääraga laenude kõrgematest intressimääradest, samas kui pikemaks ajaks fikseeritud intressimääraga laenude intressimäärad langesid. Aprillis tõusid veel ka kodumajapidamistele antavate eluasemelaenude intressimäärad 3,44%ni (märtsis 3,37% ja 2022. aasta juunis 1,97%). Aprillikuine tõus oli tingitud paindliku intressimääraga hüpoteeklaenude kõrgematest intressimääradest, samas kui fikseeritud intressimääraga hüpoteeklaenude intressimäärad langesid esimest korda pärast tõusutrendi algust 2021. aasta detsembris. Üldiselt on laenuintressimäärad kerkinud kiiremini kui eelmistes tõusutsüklites, peegeldades peamiselt EKP baasintressimäärade kiiremat tõstmist. 2023. aasta aprillis tehtud [tarbijaootuste küsitluse](#) tulemuste kohaselt eeldavad tarbijad, et hüpoteeklaenude intressimäärad hakkavad järgmise 12 kuu jooksul stabiliseeruma. Suur osa (netoosakaaluna) tarbijatest eeldas küsitluses siiski, et eluasemelaenu saamine muutub raskemaks. Väga väikeste pangalaenude ja suurte pangalaenude intressimäärade vahe püsis aprillis ajaloolises võrdluses stabiilselt madalal tasemel, kuid oli riigiti mõnevõrra erinev. Ettevõtete ja kodumajapidamiste laenuintressimäärade hajuvus riikide vahel oli endiselt väike (joonise 22 osad a ja b).

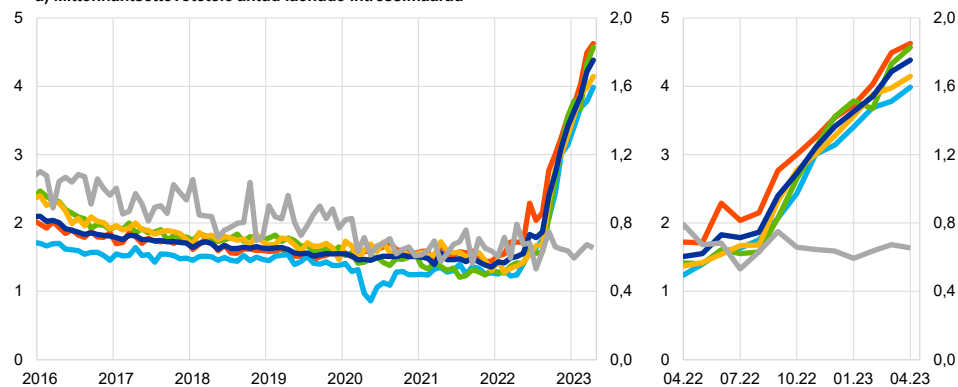
Joonis 22.

Mittefinantsettevõtetele ja kodumajapidamistele antud pangalaenude koondintressimäärad valitud riikides

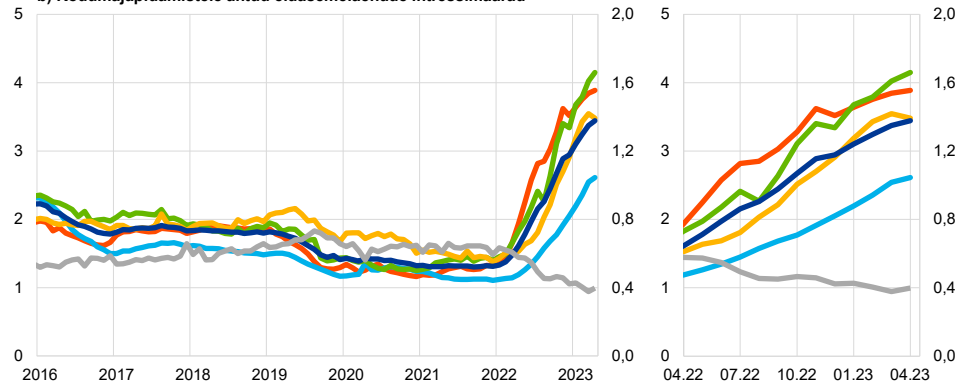
(protsentides aasta kohta; standardhälve)



a) Mittefinantsettevõtetele antud laenude intressimäärad



b) Kodumajapidamistele antud eluasemelaenude intressimäärad



Allikas: EKP.

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

16. märtsist kuni 14. juunini 2023 suurenesid nii mittefinantsettevõtete omakapitali kaudu rahastamise kui ka turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulud vaid pisut.

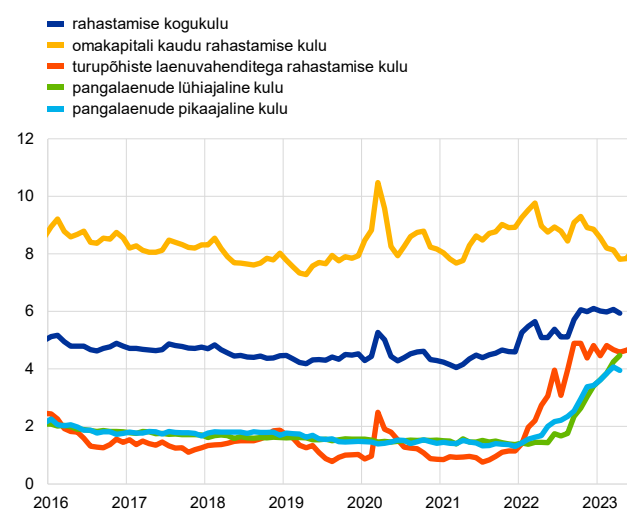
Kuna pangalaenude kulu andmete esitamisel esineb viivitusi, saab mittefinantsettevõtete kogu rahastamiskulu – st pangalaenude, turupõhiste laenuvahenditega rahastamise ja omakapitali kaudu rahastamise koondkulu – 14. juuni seisuga arvutada ainult kuni 2023. aasta aprillini, mil see moodustas 5,9%, olles vaid veidi madalam kui eelmisel kuul (joonis 23). Põhjuseks oli asjaolu, et aprillis vähenesid mittefinantsettevõtete rahastamise kõigi komponentide kulud, välja arvatud lühiajaliste pangalaenude kulud, mis kasvasid märkimisväärselt. Kuigi rahastamise kogukulu tuli 2022. aasta oktoobris saavutatud haripunkti veidi allapoole, jäi see 2023. aasta aprillis 2022. aasta septembri kõrge taseme lähedale, mida viimati täheldati 2011. aasta lõpus. Vaatlusperioodi jooksul, 16. märtsist 14. juunini, kasvasid veidi nii turupõhiste laenuvahenditega rahastamise

kui ka omakapitali kaudu rahastamise kulud. Turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulude suurenemine oli tingitud kõrgemate riskivabade intressimäärade mõjust, mida osaliselt tasakaalustas mittefinantsettevõtete poolt nii investeerimisjärgu võlakirjade kui ka (veel märgatavamalt) suure tulususega võlakirjade segmendis emiteeritud võlakirjade tulususe vahe vähenemine. Omakapitali kaudu rahastamise kulude mõningane kasv kajastas samuti riskivabade intressimäärade tõusu, kuivõrd aktsiahinna riskipreemia jäi vaatlusperioodi jooksul samaks.

Joonis 23.

Euroala mittefinantsettevõtete välisrahastamise nominaalkulu komponentide kaupa

(protsentides aasta kohta)



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

Märkus. Mittefinantsettevõtete rahastamise kogukulu on arvatud pangalaenude ja turupõhiste laenuvahenditega ning omakapitali kaudu rahastamise kulu kaalutud keskmisena, võttes aluseks nende vastavad jäägid. Viimased andmed pärinevad turupõhiste laenuvahenditega rahastamise kulu puhul 14. juunist 2023 (päevaste andmete kuu keskmine), omakapitali kaudu rahastamise kulu puhul 9. juunist 2023 (nädalased andmed) ning pankadelt laenamise ja rahastamise kogukulu puhul 2023. aasta aprillist (kuised andmed).

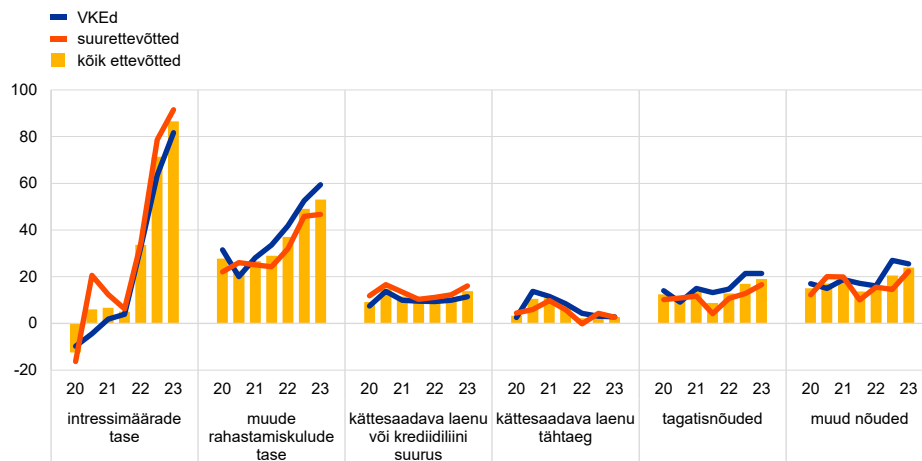
Küsitluses ettevõtete juurdepääsu kohta rahastamisele osutasid kõigi

suurklasside ettevõtted rahastamistingimuste edasisele karmistumisele ajavahemikul 2022. aasta oktoobrist 2023. aasta märtsini. Pangalaenude

kõrgemaid intressimäärasid maininud ettevõtete netoosakaal tõusis 87%ni (eelmises küsitlusvoorus 71%; joonis 24). See on suurim tõus alates nende küsitluste korraldamise algusest 2009. aastal ja kajastab rahapoliitika karmistamise järkjärgulist ülekandumist ettevõtete laenukuludesse. Lisaks mainis 53% ettevõtetest (eelmises küsitlusvoorus 49%) muude rahastamiskulude, näiteks teenus- ja vahendustasude suurenemist. Pangalaenude intressimäärade ja muude kulude üldine kasv näib olevat väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate (VKEd) ning suurettevõtete puhul sarnane. Netoarvestuses mainisid ettevõtted ka rangemaid tagatisnõudeid ning laenude tähtaja pikendamist ja suuruse kasvu. Vähesed ettevõtted mainisid takistusi pangalaenu saamisel (7%, nagu ka eelmises küsitlusvoorus).

Joonis 24.

Muutused euroala ettevõtete pangalaenuodega rahastamise tingimustes (vastajate netoosakaal)



Allikas: EKP küsitlus ettevõtete juurdepääsu kohta rahastamisele.

Märkus. Näitajad põhinevad ettevõtetel, kes olid taotlenud pangalaenu (sh subsideeritud pangalaenu), krediidiilini või pangalaenu arvelduskrediiti. Netoosakaal on konkreetse teguri suurenemist maininud ettevõtete osakaalu ja sama teguri vähenemist maininud ettevõtete osakaalu vahe. Näitajad pärinevad 22.–28. küsitlusvoorst (oktoober 2019 – märts 2020 kuni oktoober 2022 – märts 2023).

Ettevõtted mainisid rahastamispuudujäägi jätkuvat suurenemist ja eeldust, et enamiku välisrahastamisallikate kättesaadavus väheneb edaspidi.

Välisrahastamise puudujäägi (välisrahastamise nõudluse ja pakkumise muutuse vahe) suurenemist maininud euroala ettevõtete netoosakaal oli 6% (eelmisses küsitlusvoorus 9%). Kui eelmine küsitlusvoor välja arvata, oli see suurim rahastamispuudujäägi kasv alates 2013. aastast. Kasv kajastab ettevõtete mainitud rahastamisvajaduse suurenemist ning enamiku rahastamisallikate kättesaadavuse halvenemist. Tulevikku silmas pidades eeldab 17% ettevõtetest (netoosakaaluna), et pangalaenu kättesaadavus väheneb 2023. aasta aprillist septembrini veelgi. Samuti eeldavad ettevõtted, et järgmise kuue kuu jooksul halveneb krediidiilini ja kaubanduskrediidi kättesaadavus edasi, kuid turupõhiste rahastamisvahendite kättesaadavus peaks edaspidi jääma praegusega võrreldes üldjoontes samaks.

Kõrgemate intressimäärade, väiksema laenuõudluse ja rangemate laenustandardite tõttu kahanes ettevõtetele ja kodumajapidamistele antud pangalaenu maht aprillis veelgi.

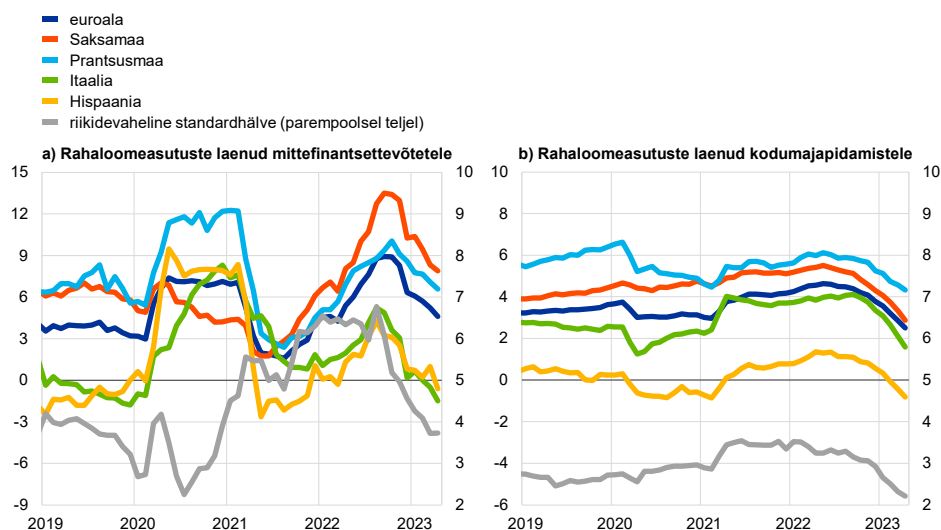
Mittefinantsettevõtetele antud laenu aastakasv aeglustus märtsikuisse 5,2%-ga võrreldes aprillis 4,6%-le (joonise 25 osa a). Mittefinantsettevõtetele antavate laenu keskmine igakuine voog on alates 2022. aasta novembrist olnud veidi negatiivne. Aeglustumine on toimunud kõigis suuremates riikides ja kajastab laenuõudluse märgatavat vähenemist, mis on osaliselt tingitud kõrgematest laenuintressimääradest, ning laenustandardite edasist märkimisväärset karmistumist. Kodumajapidamistele antud laenu aastakasv aeglustus märtsi 2,9%-lt aprillis 2,5%-le (joonise 25 osa b), kajastades eluasemeturu väljavaadete halvenemist, pankade laenustandardite edasist märkimisväärset karmistumist ja kõrgemaid laenuintressimäärasid. Langus tulenes peamiselt eluasemelaenu mahu kasvu jätkuvast aeglustumisest. Alates 2023. aasta algusest on kuust kuusse vähenenud ka muud kodumajapidamistele, eelkõige füüsilisest

isikust ettevõtjatele (st juriidilise isiku staatusega väikeettevõtetele) antud laenud, mis on samuti laenukasvu aeglustumisele kaasa aidanud.

Joonis 25.

Rahaloomeasutuste laenud euroala valitud riikides

(aastamuutus protsentides; standardhälve)



Allikas: EKP.

Märkus. Rahaloomeasutuste antud laene on kohandatud laenu müügi ja väärtpaperistamisega. Mittefinantsetevõtete puhul on laene kohandatud ka tingliku likviidsuse koondamisega. Riikidevahelise standardhälbe leidmisel on lähtutud euroala 12 riigist koosnevast püsivalimist. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta aprillist.

Euroala ettevõtete netovälisrahastamise kasv oli 2023. aasta esimeses kvartalis ja aprillis tagasihoidlik, kajastades laenuvahenditega rahastamise väikest mahtu.

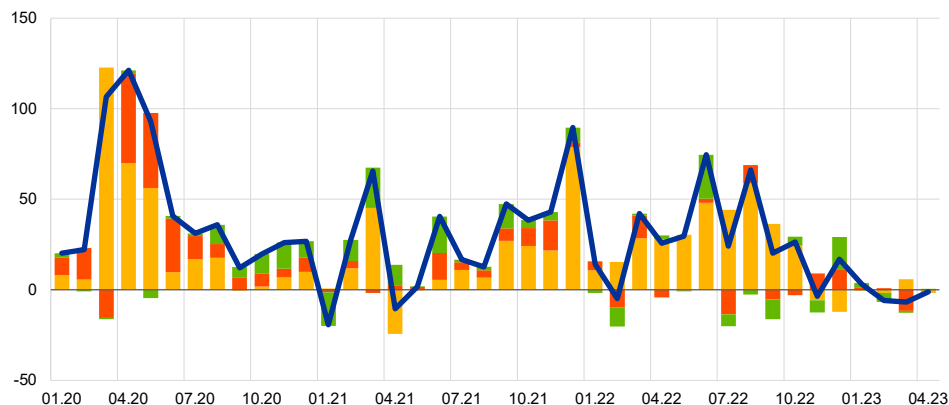
Netovälisrahastamise aastane kasvumäär langes 2023. aasta jaanuari 2,2%-lt aprillis 1,7%-le (joonis 26). Laenuvood olid nii absoluutväärtuses kui ka varasemate aastatega võrreldes väikesed. See peegeldab ettevõtete väiksemat rahastamisvajadust, kuna majandusaktiivsus on jäänud tagasihoidlikuks, samuti laenuintressimäärade tõusu ja pankade laenustandardite karmistumist. Võlaväärtpaperite netoemiteerimine on suuremate lunastamissummade ja väiksema brutoemiteerimise taustal vähenenud. Kuigi omakapitali kaudu rahastamise kulud olid ettevõtete jaoks väiksemad, oli noteeritud aktsiate emiteerimine üldiselt tagasihoidlik, kuna esmaseid avalikke pakkumisi ning ühinemisi ja ülevõtmisi oli vähe; samas ostsid mõned rahvusvahelised ettevõtted aktsiaid tagasi ja dividendide väljamaksed olid kopsakamad.

Joonis 26.

Euroala mittefinantsettevõtete netovälisrahastamisvood

(kuised vood miljardites eurodes)

- välisrahastamine kokku
- pangalaenude võtmine
- võlaväärtpaberite netoemiteerimine
- noteeritud aktsiate netoemiteerimine



Allikad: EKP, Eurostat, Dealogic ja EKP arvutused.

Märkus. Netovälisrahastamine on pankade (rahaloomeasutuste) laenude, võlaväärtpaberite netoemiteerimise ja noteeritud aktsiate netoemiteerimise summa. Rahaloomeasutuste väljastatud laene on kohandatud laenude müügi, väärtpaberistamise ja likviidsuse koondamisega. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta aprillist.

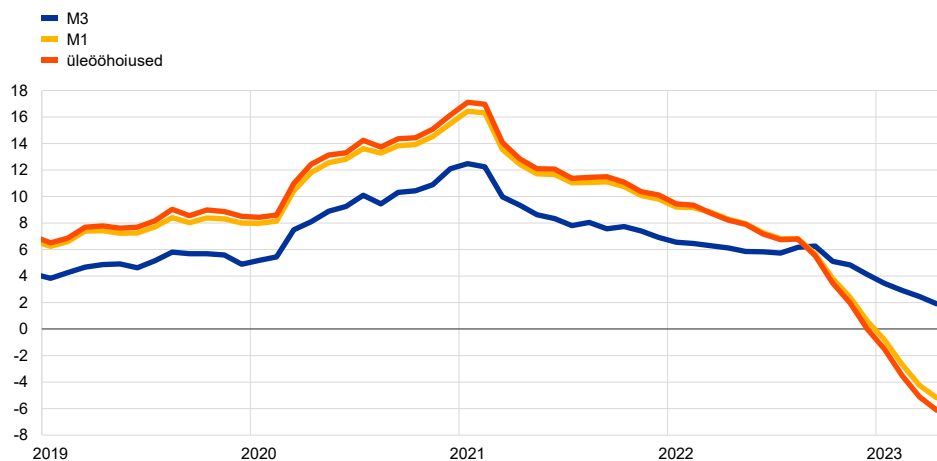
Üleõhoiuste maht vähenes aprillis veelgi, kuna vahendeid paigutati ümber suuremat tulu pakkuvatesse instrumentidesse.

Pärast märtsikuist 5,1% kahanemist (võrreldes eelmise aastaga) vähenesid üleõhoiused aprillis veel 6,1%, mis on suurim langus alates majandus- ja rahaliidu loomisest 1999. aastal (joonis 27). See tulenes eelkõige üleõhoiuste ulatuslikust asendamisest tähtajaliste hoiustega, aga ka muude suuremat tulu pakkuvate instrumentidega, nagu rahaturufondide osakud ja võlakirjad. See kajastab asjaolu, et üleõhoiuste intressimäärad kohanduvad baasintressimäärade muutustega aeglasemalt kui tähtajaliste hoiuste intressimäärad. Erakordselt suur vahendite ümberpaigutamine on seletatav sellega, et EKP karmistab oma rahapoliitikat kiiremini kui varasemates karmistamistsüklites.

Joonis 27.

M3, M1 ja üleöhoiused

(aastakasvumäär; kohandatud sesoonse ja kalendrilise mõjuga)



Allikas: EKP.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta aprillist.

Rahapakkumise dünaamika nõrgenemine jätkus. Selle põhjused olid raha hoidmise suured alternatiivkulud, laenudünaamika aeglustumine ja eurosüsteemi bilansimahu vähenemine.

Lai rahapakkumise (M3) aastakasv aeglustus märtsi 2,5%-lt aprillis 1,9%-le, mis on madalaim määr alates 2014. aasta juulist (joonis 27). Lai rahapakkumise kuised muutused on olnud negatiivsed alates 2022. aasta detsembrist. Kitsas rahapakkumine (M1) kahanes aprillis veel 5,2% (märtsis 4,2%). Rahapakkumise jätkuv vähenemine on seletatav raha hoidmise alternatiivkulude suurenemisega ja laenudünaamika aeglustumisega. Baasintressimäärade tõstmise ülekandumine rahastamistingimustesse sunnib rahaomanikke paigutama raha üleöhoiustelt ümber tähtajalistele hoiustele ning vähemal määral pangavõlakirjadesse, rahaturufondidesse ja valitsemissektori väärtpaberitesse. Peale selle on eurosüsteemi varade portfell vähenenud, kuna 2023. aasta märtsis lõppes varaostukava raames soetatud ja aegumistähtajani jõudnud väärtpaberitelt laekuvate põhiosa tagasimaksete täies mahus reinvesteering, ja see asjaolu vähendab mehaaniliselt likviidsust finantssüsteemis. Ühtlasi aitavad rahapakkumise dünaamika nõrgenemisele kaasa ka suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide raames laenatud vahendite tagasimaksed, motiveerides panku emiteerima pikema tähtajaga võlakirju, mis ei kuulu M3 hulka.

Eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajandusliku ettevaate kohaselt peaks euroala eelarveväljavaade eelarveliste toetusmeetmete järkjärgulise lõppemise kontekstis jätkuvalt paranema. Kuigi euroala rahanduse olukord paraneb, eeldatakse, et eelarvepuudujääk ja valitsemissektori võla suhe SKPsse ületavad kogu ettevaateperioodi jooksul pandeemiaeelset taset tunduvalt. Prognositakse, et euroala eelarvepuudujääk kahaneb 2023. aastal 3,2%ni ning stabiliseerub 2024. ja 2025. aastal ligikaudu 2,5% tasemel. Euroala eelarvepoliitika on 2023. aastal eelduste kohaselt üldjoontes neutraalne, 2024. aastal märkimisväärselt piiravam ja 2025. aastal taas üldjoontes neutraalne. Ettevaateperioodil tervikuna võib prognoosida eelarvepoliitika mõningast karmistumist, kuid pandeemia ja sellele järgnenud energiahinnašokiga seoses võetud ulatuslikke eelarvelisi toetusmeetmeid arvestades jääb see suhteliselt toetavaks. Euroala valitsemissektori võla suhe SKPsse peaks prognoosi kohaselt vähenema 2022. aasta 91%-lt 2025. aastaks ligikaudu 87%-le. Poliitika seisukohast peaksid valitsused energiašoki taandudes sellega seotud toetusmeetmed kiiresti ja kooskõlastatud viisil lõpetama, et vältida keskpikas perspektiivis inflatsioonisurve suurenemist, mis nõuaks jõulisemat rahapoliitilist reaktsiooni. Eelarvepoliitika peaks olema suunatud sellele, et muuta euroala majandus tootlikumaks ja järk-järgult alandada valitsemissektori kõrget võlataset. ELi majanduse juhtimise raamistiku reform tuleks kiiresti lõpule viia ning EKP koostab praegu oma pädevuste piires arvamust komisjoni 26. aprillil 2023. aastal esitatud [seadusandlike ettepanekute](#) kohta.

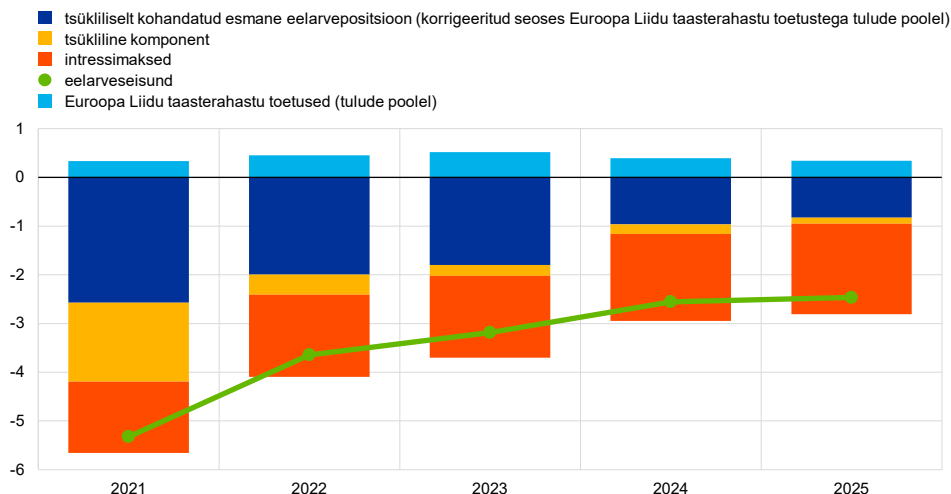
Eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajandusliku ettevaate kohaselt peaks euroala valitsemissektori eelarvepositsioon ettevaateperioodil mõõdukalt paranema.⁶ Prognositakse, et euroala eelarvepuudujääk väheneb 2023. aastal 3,2%ni SKPst ning 2024. ja 2025. aastal vastavalt 2,6% ja 2,5%ni SKPst (joonis 28). Vähenemine tuleneb peamiselt tsükliliselt kohandatud esmase puudujäägi kahanemisest ja vähemal määral tsüklilise komponendi paranemisest. Samal ajal peaks intressimaksete osakaal SKPs prognoosi kohaselt mõnevõrra suurenema. Euroala esmast eelarvepuudujääki mõjutab suurel määral nende eelarveliste toetusmeetmete jätkuv vähendamine, mida valitsused rakendasid energiašokile ja kiirele inflatsioonile reageerimiseks. Euroala tasandil moodustavad need meetmed praeguse hinnangu kohaselt 2023. aastal 1,6% SKPst, 2024. aastal 0,5% SKPst ja 2025. aastal veel vähem, ligikaudu 0,2% SKPst.

⁶ Vt [eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajanduslik ettevaade euroala kohta](#), avaldatud 15. juunil 2023 EKP veebilehel.

Joonis 28.

Eelarvepositsioon ja selle komponendid

(protsendina SKPst)



Allikad: EKP arvutused ja eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajanduslik ettevaade.
Märkus. Tegemine on euroala kõigi 20 riigi (sh Horvaatia) valitsemissektori koondandmetega.

Euroala eelarvepoliitika kurs⁷ on 2023. aastal eelduste kohaselt üldjoontes neutraalne, 2024. aastal märkimisväärselt piiravam ja 2025. aastal taas üldjoontes neutraalne.

Peaaegu neutraalne eelarvepoliitika 2023. aastal on seletatav sellega, et aastatel 2021–2022 tekkinud erakorraline eelarvetulu (mis tulenes peamiselt kiire inflatsiooni positiivsest mõjust euroala rahandusele) tühistub prognoosi järgi osaliselt, ning suures osas tasakaalustab seda kaalutusõiguse alusel võetavate üldiste eelarveliste meetmete mõningane vähenemine. Kõnealune vähenemine kajastab osalist loobumist valitsuste poolt pandeemiaga seoses rakendatud toetusmeetmetest, aga ka statistilist ümberliigitamist Itaalias. 2024. aastal peaks eelarvepoliitika olema prognoosi kohaselt märgatavalt piiravam peamiselt seoses asjaoluga, et lõpetatakse ligikaudu 70% energia ja inflatsiooniga seotud eelarvelistest toetusmeetmetest, mida euroala valitsused 2023. aastal rakendavad. Pärast 2023. aastat vähenevad ka Euroopa Liidu taasterahastu „Next Generation EU“ kaudu antavad toetused, samas kui erakorralise eelarvetulu mõningane edasine äralangemine peaks leevendama eelarvepoliitika karmistamist 2024.–2025. aastal.

Euroala valitsemissektori võla suhe SKPsse peaks prognoosi kohaselt jätkuvalt vähenema ja moodustama 2025. aastaks veidi üle 87% SKPst.

Kui 2020. aastal suurenes valitsemissektori võla suhe SKPsse ligikaudu 13 protsendipunkti võrra, umbes 97%ni seoses euroala valitsuste meetmetega koroonakriisi leevendamiseks, siis 2022. aastal langes see 91%ni SKPst ning peaks

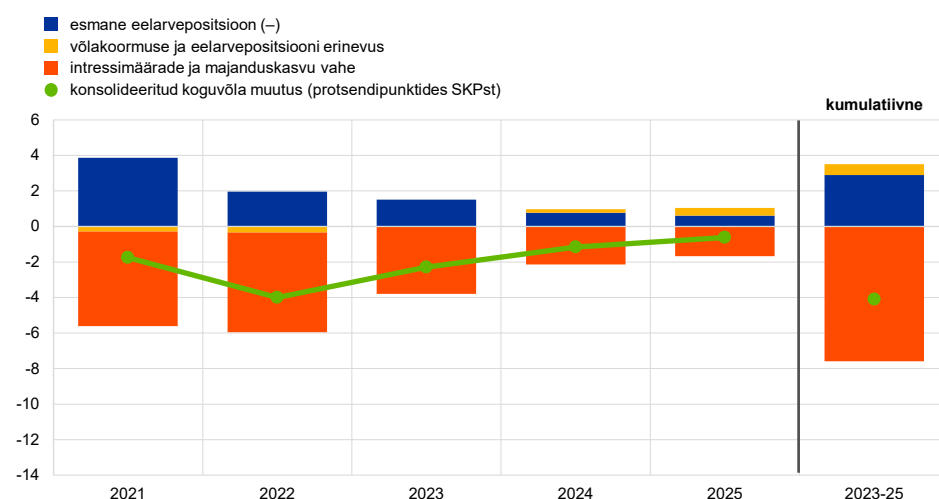
⁷ Eelarvepoliitika kurs näitab, millises suunas ja mahus mõjutavad eelarvepoliitilised meetmed majandust, kui jätta kõrvalle riigi rahanduse automaatne reaktsioon majandus tsüklile. Seda hinnatakse siin muutusena tsükliiliselt kohandatud esmase eelarvepositsiooni suhtarvuse, millest on maha arvatud valitsuse toetus finantssektorile. Kuna taasterahastu „Next Generation EU“ kaudu ELi eelarvest antavate vahenditega seotud suurematel eelarvetuludel puudub nõudlust piirav mõju, korregeeritakse tsükliiliselt kohandatud esmast eelarvepositsiooni, jättes need tulud välja. Täpsema ülevaate saamiseks euroala eelarvepoliitika kursist vt EKP majandusülevaate 4/2016 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „The euro area fiscal stance“.

2023. aastal vähenema ligikaudu 89%ni SKPst ja 2025. aastal ligi 87%ni SKPst. Vähenemise põhjuseks on peamiselt intressimäärade ja SKP nominaalkasvu negatiivsed vahed, mis pärast 2022. aastat küll kahanevad, kuid peaksid prognoosi kohaselt esmast eelarvepuudujääki jätkuvalt enam kui korvama (joonis 29). Võlakoormuse ja eelarvepositsiooni erinevuse panus peaks olema 2023. aastal neutraalne, kuid mõõdukalt suurendama koguvõla summat ettevaateperioodi kahel viimasel aastal. Järkjärgulisest vähenemisest hoolimata ületab euroala valitsemissektori võla suhe SKPsse kuni 2025. aastani eeldatavasti jätkuvalt pandeemiaeelset taset (peaaegu 3 protsendipunkti võrra).

Joonis 29.

Euroala valitsemissektori võla muutuse põhjused

(protsentides SKPst, kui ei ole märgitud teisiti)



Allikad: EKP arvutused ja eurosüsteemi ekspertide 2023. aasta juuni makromajanduslik ettevaade. Märkus. Tegu on euroala kõigi 20 riigi (sh Horvaatia) valitsemissektori koondandmetega.

EKP ekspertide 2023. aasta märtsi makromajandusliku ettevaatega võrreldes on euroala eelarvepositsiooni 2023. aasta puhul korrigeeritud veidi ülespoole, kuid 2024. aasta puhul samas ulatuses taas allapoole. Korrigeerimised tulenevad peamiselt esmase eelarvepositsiooni muutustest, kuigi 2023. aasta puhul ülespoole korrigeerimine põhineb ka ettevaatel, et intressikulud (osakaaluna SKPst) on varem eeldatust veidi väiksemad. Esmase eelarvepositsiooni väljavaated kajastavad üldjoontes kaalutusõiguse alusel võetavate eelarveliste toetusmeetmete mahu korrigeerimist.

Energiašoki taandudes peaksid valitsused sellega seotud toetusmeetmed kiiresti ja kooskõlastatud viisil lõpetama. Nii välditakse keskpikas perspektiivis inflatsioonisurve suurenemist, mis nõuaks jõulisemat rahapoliitilist reaktsiooni. Eelarvepoliitika peaks olema suunatud sellele, et muuta euroala majandus tootlikumaks ja järk-järgult alandada valitsemissektori kõrget võlataset. Ka Euroopa Komisjoni 24. mail 2023 avaldatud [Euroopa poolaasta kevadpakettis](#), mis kajastab [eelarvepoliitika suuniseid 2024. aastaks](#), soovitatakse valitsustel eelarvelised toetusmeetmed käesoleva aasta lõpuks lõpetada. Samuti märkis komisjon, et stabiilsuse ja kasvu pakti üldise vabastusklausli kohaldamine lõpetatakse 2023. aasta lõpus. Lisaks kinnitas komisjon, et teeb ettepaneku ülemäärase

eelarvepuudujäägi menetluse algatamiseks 2024. aasta kevadel, võttes aluseks 2023. aasta tulemused.

Seoses Euroopa Komisjoni 26. aprillil 2023 avaldatud [seadusandlike ettepanekutega](#) ELi majanduse juhtimise raamistiku reformimiseks koostab EKP praegu oma pädevuste piires arvamust.⁸

⁸ Euroopa Komisjon avaldas selleteemalise [teatise](#) 9. novembril 2022 ja Euroopa Liidu Nõukogu on avaldanud oma [järelkõlpsed ELi majanduse juhtimise raamistiku reformimise suuniste kohta](#).

Infokastid

1 Pandeemiaaegsete säästude tarbimine – kas säästude struktuur on oluline?

Koostanud Niccolò Battistini, Virginia Di Nino ja Johannes Gareis

Pärast pandeemia puhkemist kogusid euroala ja USA kodumajapidamised suures ulatuses sääste, mille maht ületas pandeemiaeelse trenditaseme.¹

Euroalal suurenes kuhjunud ülemääraste säästude maht 2020. aasta esimesest kvartalist 2022. aasta neljanda kvartalini pidevalt ja jõudis 11,3%ni kasutatava (kogu)tulu trendiväärtusest. USAs küündis kuhjunud ülemääraste säästude maht 2021. aasta kolmandas kvartalis 13,2%ni ja vähenes siis 2022. aasta neljandas kvartalis 7,9%ni.² Nominaalselt viitab ülemääraste säästude suur maht mõlemas majanduspiirkonnas võimalikule märkimisväärsele tarbimiskalduvusele ehk otsesele stiimulile tarbimiseks nende säästude kasutamisel. Samuti näitab see, et võrreldes euroalaga on tarbimiskalduvus suurem USAs, kus tarbimine on pandeemiajärgsel perioodil palju rohkem kasvanud. Peale säästude mahu mängib eeldatava tarbimiskalduvuse kindlaksmääramisel olulist rolli ka ülemääraste säästude struktuur. Infokastis analüüsitaksegi ülemääraste säästude struktuuri ning seejärel kalibreeritakse üldist tasakaalumudelit heterogeensete teguritega, tuginedes Auclerti jt kasutatud meetodile tarbimiskalduvuse mõõtmiseks nendes kahes majanduspiirkonnas.³

Lisaks pandeemiaaegsete säästude mahule on kahel põhjusel oluline ka nende ülemääraste säästude struktuur.

Esiteks jaotuvad ülemäärased säästud erineva likviidsusega varade vahel, mis on nende tarbimiskalduvuse esimene määrav tegur (osaline tasakaal). Teiseks sõltub ülemääraste säästude mõju tarbimiskalduvusele ka laiemast dünaamikast (üldine tasakaal): ühest küljest pikendab mõnede kodumajapidamiste kulutatud säästude dünaamiline ümberjaotumine teistele majapidamistele tarbimiskalduvuse kestust; teisest küljest vähendab

¹ Vt ka EKP majandusülevaate 6/2020 infokast „COVID-19 ja kodumajapidamiste säästude kasv: ettevaatlik või pealesunnitult käitumine?“, EKP majandusülevaate 5/2021 täispika ingliskeelse versiooni infokast „COVID-19 and the increase in household savings: an update“, EKP majandusülevaate 5/2021 täispika ingliskeelse versiooni infokast „The implications of savings accumulated during the pandemic for the global economic outlook“, EKP majandusülevaate 3/2022 täispika ingliskeelse versiooni infokast „The recent drivers of household savings across the wealth distribution“ ja EKP majandusülevaate 5/2022 täispika ingliskeelse versiooni infokast „Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption“. Nõudlusega seotud tarbimistegurite kohta vt käesoleva majandusülevaate täispika ingliskeelse versiooni artikkel „The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area“.

² Ülemääraste säästude mahtu võib hinnata kui kumuleerunud erinevust tegelike säästude vahel ja nende ekstrapoleeritud pandeemiaeelse (2015–2019) trendi vahel. Sama meetodit kasutati USA andmete suhtes A. Aladangady, D. Cho, L. Feivesoni ja E. Pinto artiklis „Excess Savings during the COVID-19 Pandemic“, FEDS Notes, 21. oktoober 2022. Ehkki ülemääraste säästude mahu hinnang varieerub olenevalt kasutatud meetodist, ei muutu infokastis esitatud ja euroala võrdlusel USAGA saadud kvalitatiivsed tulemused, kui kasutada alternatiivseid meetodeid (näiteks hinnates ülemääraste säästude mahtu kui kumuleerunud erinevust praeguse säästmismäära ja selle pandeemiaeelse taseme vahel).

³ Vt A. Auclert, M. Rognlie ja L. Straub „The Trickling Up of Excess Savings“, USA majandusuuringute büroo (NBER) teadustoimetis nr 30900, jaanuar 2023.

kodumajapidamiste ootus selle tulevase ümberjaotumise suhtes tarbimiskalduvuse suurus, kuna kodumajapidamised siluvad oma tarbimist aja jooksul. Empiirilised andmed näitavad, et see osalise ja üldise tasakaalu mõju võib väljenduda euroalal ja USAs erinevalt.

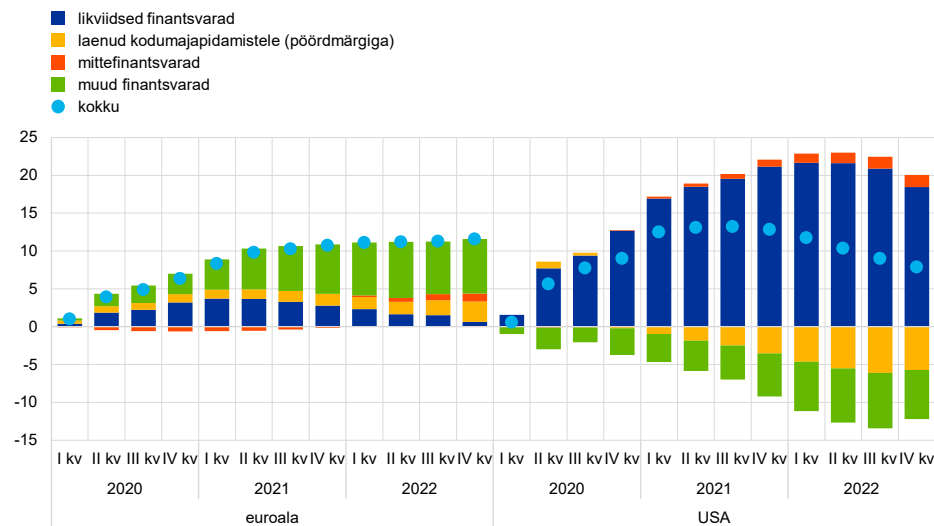
Aastatel 2020–2022 kuhjusid ülemäärased säästud euroalal peamiselt mittelikviidsete varadena ja USAs eelkõige likviidsete varadena. Euroalal investeeriti 2020. aasta esimese kvartali ja 2022. aasta neljanda kvartali vahel ülemäärased säästud mittefinantsvaradesse, nagu eluasemed, ja suhteliselt mittelikviidsetesse finantsvaradesse, nagu aktsiad ja võlakirjad, ning sääste kasutati ka pangalaenude tagasimaksmiseks. Kokku olid sellisel kujul kogutud ülemäärased säästud 2022. aasta neljandaks kvartaliks suurenenud 10,8%ni trendile vastavast kasutatavast tulust (joonis A). Seevastu (kõige) likviidsematesse finantsvaradesse, nagu valuuta ja hoiused, kogutud ülemäärased säästud olid suurimad ehk 3,7% juures trendile vastavast kasutatavast tulust 2021. aasta neljandas kvartalis ning seejärel vähenesid märkimisväärselt 0,6%ni 2022. aasta neljandas kvartalis. USAs oli ülemääraste kuhjunud säästude struktuur 2022. aasta lõpus märgatavalt erinev. Likviidsed finantsvarad moodustasid 18,5% trendile vastavast kasutatavast tulust, samal ajal kui mittelikviidsed varad kahanesid pandeemiaeelse tasemega võrreldes 10,6%, mis hõlmas ka uute laenude märkimisväärselt kuhjumist.⁴

⁴ USA kodumajapidamiste eelistust hoida oma pandeemiaaegseid ülemääraseid sääste likviidsetes varades kinnitatakse ka H. Abdelrahmani ja L. E. Oliveira artiklis „[The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings](#)“, FRBSF Economic Letter, föderaalreservi San Francisco pank, 8. mai 2023. Võrdlusperioodil võivad kodumajapidamistele antud laenude muutused kätkeda USA eelarvepoliitilise toetuspaketi (koroonaviirusaege abi, vabastuste ja majanduse turvalisuse seadus) mõju. Pakett hõlmas teatavat liiki laenude (õppelaenu ja teatavad hüpoteeklaenu) maksetähtaegade edasilükkamist, mida laenuandjad pakkusid oma äranägemisel ka muud liiki laenude puhul. Lisaks lükati osa viivislaenude maksetähtajad edasi, suurendades seega fiktiivselt kodumajapidamiste laenuvooge. Vt L. Dettling ja L. Lambie-Hanson „[Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic](#)“, FEDS Notes, 4. märts 2021.

Joonis A.

Ülemääraste kuhjunud säästude jaotus varade järgi

(kõrvalekaldeid pandeemiaeelsest trendist, protsentides trendile vastavast kasutatavast tulust)



Allikad: Eurostat, EKP, föderaalreservi nõukogu ja EKP arvutused.

Märkus. Iga kirje näitab kumuleerunud väärtust, mis ületab selle hinnangulise trendi ajavahemikul 2015–2019. Likviidsed finantsvarad on valuuta ja hoised. Mittefinantsvarad on kapitali kogumahutus. Muud finantsvarad arvutatakse jääkliikmena ning need hõlmavad peamiselt aktsiaid ja võlakirju.

Viimase kolme aasta jooksul on ülemäärased säästud mõlemal pool Atlandi ookeani koondunud aina rohkem jõukate kodumajapidamiste kätte.

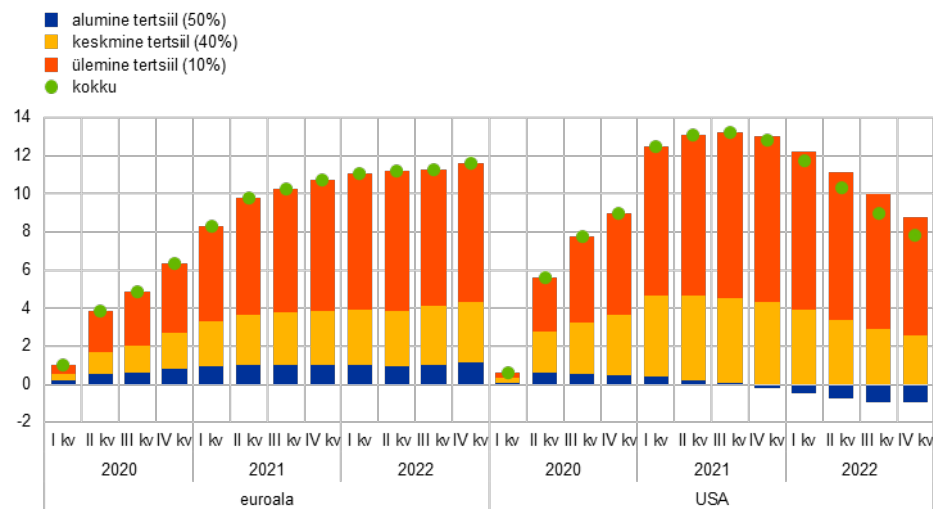
Ülemääraste säästude jaotuse analüüsil eri kodumajapidamiste arvestuses võetakse arvesse nii nende hinnangulist jaotust varade kaupa, mida on käsitletud eespool, kui ka küsitlustest saadud andmeid kodumajapidamiste portfelli struktuuri ja nende netovara jaotuse kohta.⁵ Ülemääraste säästude eeldatav jaotus näitab veelgi suuremat koondumist suhteliselt jõukate kodumajapidamiste kätte, eelkõige USAs (joonis B). Jaotuse ülemise 10% seas olevate kodumajapidamiste kogutud säästude osakaal suurenes vähem kui poolelt 2020. aasta esimeses kvartalis 2022. aasta neljandaks kvartaliks ligikaudu kahe kolmandikuni euroalal ja rohkem kui kolme neljandikuni USAs. Samas ei viita suhteliselt suurem ülemääraste säästude osakaal väikese sissetulekuga euroala kodumajapidamiste seas suuremale tarbimiskalduvusele võrreldes USAga. Põhjuseks on see, et euroalal koosnesid ülemäärased säästud peamiselt suhteliselt mittelikvidsetest varadest, sealhulgas eluasemest ja laenu tagasimaksetest, mis moodustavad olulise osa jaotuse alumises osas olevate kodumajapidamiste varaportfellidest.

⁵ Euroala puhul hinnatakse ülemääraseid sääste EKP eksperimentaalse euroala kodumajapidamiste jõukuse jaotuse arvestuse põhjal, mis hõlmab nii koguvara kvartaalseid muutusi kui ka kodumajapidamiste varade andmeid finantskäitumise ja tarbimisharjumuste uuringust (HFCS). USA puhul hinnatakse seda föderaalreservi nõukogu USA kodumajapidamiste jõukuse jaotuse arvestuse põhjal, mis järgib sarnast koguvare ja kodumajapidamiste varade arvutamise meetodit tarbijate finantsseisu uuringus (SFC). HFCSi ja SCFi värskemad kättesaadavad andmed on vastavalt 2017. ja 2019. aastast.

Joonis B.

Ülemääraste kuhjunud säästude jaotus kodumajapidamiste rühmade järgi

(kõrvalekaldeid pandeemiaeelsest trendist, protsentes trendile vastavast kasutatavast tulust)



Allikad: Eurostat, EKP (sh eksperimentaalne euroala kodumajapidamiste jõukuse jaotuse arvestus), USA majandusanalüüsi büroo, föderaalreservi nõukogu (sh USA kodumajapidamiste jõukuse jaotuse arvestus) ja EKP arvutused.
Märkus. Mudelis kasutatakse kolme kodumajapidamiste rühma, mis vastavad alumisele tertsiilile (50%), keskmisele tertsiilile (40%) ja ülemisele tertsiilile (10%) ülemääraste säästude jaotusest. Ülemääraste säästude jaotus kodumajapidamiste kaupa saadakse, korrutades varade osakaalu iga kodumajapidamiste rühma varaportfellis hinnangulise ülemääraste säästude mahuga igas varaklassis.

Heterogeense teguri mudeli abil seostatakse ülemääraste säästude hinnanguline jaotus varaklasside ja kodumajapidamiste vahel nende tarbimiskalduvusega, mis näitab osalise ja üldise tasakaalu mõju. Mudelis

kasutatakse kolme kodumajapidamiste rühma, mis vastavad alumisele tertsiilile (50%), keskmisele tertsiilile (40%) ja ülemisele tertsiilile (10%) ülemääraste säästude jaotusest. Osalise tasakaalu puhul otsustab iga rühm, millist osa ülemäärastest säästudest igal perioodil tarbida või säästa, tuginedes oma tarbimise piirkalduvusele, mis eeldatavasti sõltub varade struktuurist ülemäärastes säästudes. Üldise tasakaalu korral kajastavad tarbimisotsused kaht täiendavat mehhanismi. Esiteks muutuvad mõnede kodumajapidamiste kulutatud säästud tuluks, mis rahastab teiste kodumajapidamiste tarbimist. Selle tulemusena tarbimiskalduvus pikeneb ja taandub aeglaselt, kuna ülemäärased säästud liiguvad jõukamate, suurema sissetulekuga kodumajapidamisteni, kelle tarbimise piirkalduvus on väiksem. Teiseks eeldavad kodumajapidamised kogunõudluse edaspidist suurenemist ning siluvad selle ajal oma tarbimist, mis avaldab eeldatavat tasakaalustavat mõju proportsionaalselt iga kodumajapidamiste rühma tarbimise piirkalduvusega.⁶ See stimuleerib säästude kuhjumist ja piirab tulude ümberjaotumist, mis omakorda kiirendab ülemääraste säästude liikumist jõukamate kodumajapidamisteni ja ohjeldab tarbimiskalduvust.⁷ Kummagi stsenaariumi puhul ei reageeri keskpank nõudluse kasvule, hoides seega intressimäära fikseerituna. Kokkuvõttes sõltub potentsiaalne mudelis eeldatud ülemääraste säästude tarbimise kalduvus kahe parameetrite kogumi kalibreerimisest: 1) tarbimise piirkalduvus iga varaklassi puhul ja 2) kogutulu osakaal

⁶ Mudelis võrdub iga kodumajapidamiste rühma tarbimise summa kogunõudluse ja kogutuluga.

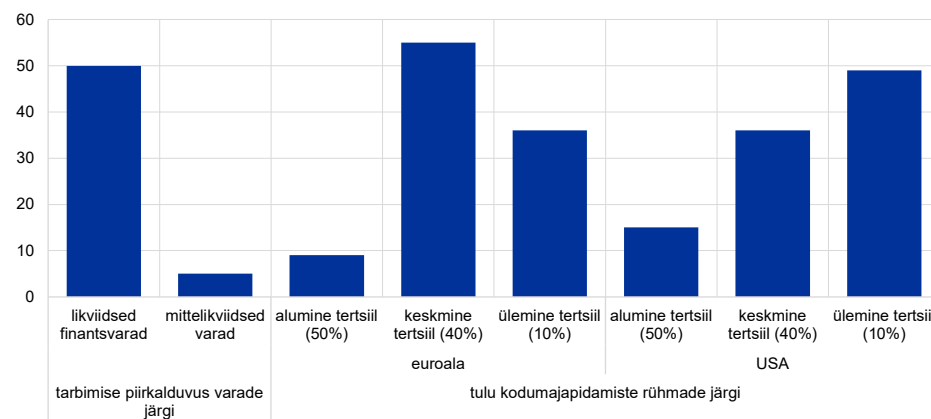
⁷ Üldise tasakaalu korral võtab infokastis esitatud mudel arvesse nii-öelda ratsionaalseid ootusi, mida on kirjeldanud eespool osutatud Auclert jt. Sellisel juhul eeldavad kodumajapidamised, et edaspidi kogutulu muutub.

iga kodumajapidamiste rühma puhul (joonis C). Tarbimise piirkalduvus on likviidsete finantsvarade puhul 50% ja mittelikviidsete varade puhul 5%.⁸ Tulu osakaal on euroalal kalibreeritud tasemel 9%, 55% ja 36% ning USAs tasemel 15%, 36% ja 49% vastavalt ülemääraste säästude jaotuse alumise 50% tertsiili, keskmise 40% tertsiili ja ülemise 10% tertsiili puhul.

Joonis C.

Tarbimise piirkalduvus varade ja tulude järgi eri kodumajapidamiste rühmades

(protsentides)



Allikad: finantskäitumise ja tarbimisharjumuste 2017. aasta uuring (HFCS), tarbijate finantsseisu 2019. aasta uuring (SFC), Slacalek jt ja EKP arvutused.

Märkus. Likviidsed finantsvarad on hoised ja valuuta, mittelikviidsed varad hõlmavad mittefinantsvarasid ja muid finantsvarasid, samuti laene kodumajapidamistele (pöördmargiga).

Pandeemiaaegsete säästude tarbimise kalduvus on mõlemas majanduspiirkonnas vähenenud, kusjuures euroalal on see olnud USAGA võrreldes väiksem.

Osalise tasakaalu korral eeldatakse mudelis, et kodumajapidamiste otsused ei mõjuta tulude ümberjaotumist ega intressimäärade reaktsiooni, nii et tarbimiskalduvuse määrab üksnes tarbimise piirkalduvus iga kodumajapidamiste rühma puhul. See arvutatakse varapõhiste tarbimise piirkalduvuste kaalutud keskmisena, määrates kaalud igal perioodil iga kodumajapidamiste rühma varaportfellide järgi. Selles stsenaariumis vähenes tarbimiskalduvus märkimisväärselt võrreldes 2021. aasta teises kvartalis mõlemas majanduspiirkonnas saavutatud tippasemega ning püsis kooskõlas vähenenud tarbimisdünaamikaga viimase kolme aasta jooksul euroalal võrreldes USAGA suhteliselt nõrk (joonis D).⁹ Üldise tasakaalu korral viitavad mudelipõhised simulatsioonid tarbimise silumisele, millel on USAs tugevam kahandav mõju, osutades sealsele suuremale keskmisele tarbimise piirkalduvusele võrreldes

⁸ Mis puutub tarbimise piirkalduvusse, siis on hiljutistes empiirilistes andmetes leitud, et: 1) keskmisel tarbimise piirkalduvusel on tavaliselt suured väärtused ning 2) likviidsete varade osakaal kodumajapidamiste varaportfellis on peamine tarbimise piirkalduvuse märkimisväärse läbilõikelise heterogeensuse mõjutegur. Infokastis eeldatud konkreetset väärtused on võetud J. Slacaleki, O. Tristani ja G. Violante artiklist „Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area“, Journal of Economics Dynamics and Controls, kd 115, nr 103879, juuni 2020. Mis puutub tulu osakaalu, siis on infokastis esitatud väärtused kalibreeritud euroala puhul 2017. aasta HFCSiga (kogujaotus) ja USA puhul 2019. aasta SCFIGa (mediaanväärtused).

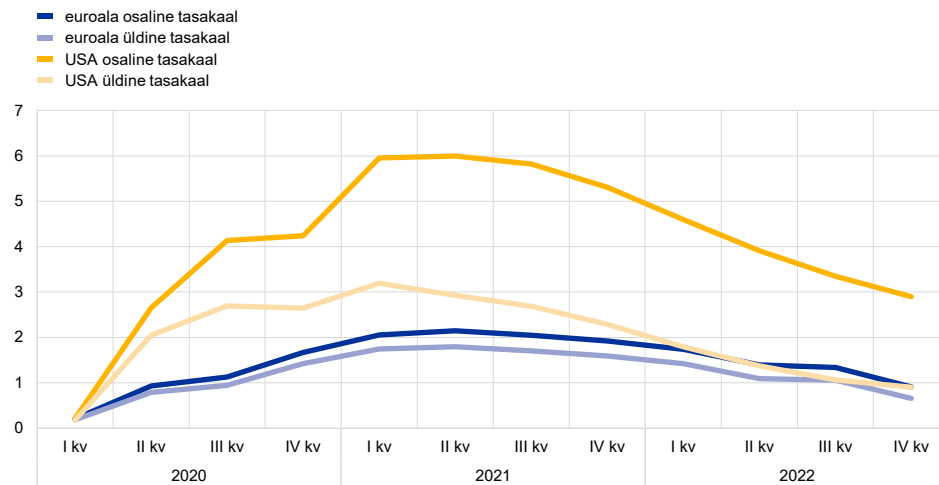
⁹ Vt Philip Lane'i kõne „Inflation and monetary policy“, 8. mai 2023, ja EKP majandusülevaate 8/2022 infokast „Inflatsioonimuutused euroalal ja USAs“, jaanuar 2023.

euroalaga. Selle stsenaariumi puhul oli tarbimiskalduvus mõlemas majanduspiirkonnas 2022. aasta lõpus tagasihoidlik.

Joonis D.

Pandeemiaaegsete säästude tarbimise kalduvus

(kõrvalekalded pandeemiaeelsest trendist, protsentides trendile vastavast kasutatavast tulust)



Allikas: EKP arvutused.

Märkus. Simulatsioonid põhinevad eespool osutatud Auclerti jt artiklil.

On ka muid kaalutlusi, mis kinnitavad mudeliga saadud tulemusi, et ülemäärased säästud hoogustavad eratarbimist mõnevõrra, eriti euroalal.

Esiteks aitab ülemääraste säästude erinev päritolu selgitada väiksemat tarbimiskalduvust euroalal võrreldes USAgaga. Euroalal kuhjusid ülemäärased säästud peamiselt liikumispiirangute ajal, mis piirasid tarbimist, eriti vahetut kontakti eeldavate teenuste puhul, millele jõukad (väikese tarbimise piirkalduvusega) kodumajapidamised kulutavad üldiselt suurema osa oma tulust. USAs kuhjusid ülemäärased säästud peamiselt mahuka eelarvepoliitilise toetuspaketi tõttu, mis eelkõige toetas (suure tarbimise piirkalduvusega) kodumajapidamiste sissetulekuid, kes on varade jaotuse alumises osas.¹⁰ Teiseks kinnitavad hiljutised hinnamuutused seisukohta mõõduka järelejäänud tarbimiskalduvuse osas, mis tuleneb ülemäärastest säästudest mõlemas majanduspiirkonnas. Viimastes kvartalites toimunud tarbijahindade tõus ja varahindade langus, mida süvendas jätkuv rahapoliitika karmistamine ja halvenevad rahastamistingimused, vähendavad järelejäänud tarbimiskalduvust veelgi.

¹⁰ USA valitsus maksis teatava summa kodanikele, kelle sissetulek on alla 75 000 USA dollari. See tähendab, et väikse sissetulekuga kodanikud said proportsionaalselt suuremat kasu. Vt nt „Unemployment Compensation“ ja „Economic Impact Payments“, USA välisministeerium.

Kasumikõned – ülevaade ettevõtte kasumist, investeringutest ja rahastamistingimustest

Koostanud Malin Andersson, Pedro Neves ja Carolina Nunes

Kasumikõned annavad vajalikku ja värsket infot ettevõtte kindlustunde kohta.

Kasumikõne on börsil noteeritud ettevõtte juhatuse, investorite, analüütikute ja ajakirjanike konverentskõne, kus arutatakse ettevõtte finantstulemusi. Sellised kõned toimuvad tavaliselt kord kvartalis.¹ NL Analytics on automatiseerinud teabe hankimise ingliskeelsete kasumikõnede ümberkirjutustest.² See infokast keskendub euroala ettevõtetele peamistes mittefinantssektorites ja põhineb tekstipõhisel vastete otsingul mitme sünonüümi abil. Eesmärk on saada värskemaid kvartaliandmeid ettevõtete kindlustunde ja riskinäitajate kohta, kuivõrd andmebaasi ajakohastatakse jooksva kvartali kohta iga kahe nädala tagant.

Tekstianalüüsi abil saab tuletada ettevõtete ootuste näitajaid. Kindlustunde indeks kajastab nende lausete arvu kasumikõnes, mis sisaldavad konkreetset teemale vastavat sõna, võrreldes lausete koguarvuga, ja seda väljendatakse netoarvestuses, st head uudised *versus* halvad uudised. Riskiindeks osutab sellele, mitu korda mainitakse teemat lauses koos märksõnadega, nagu näiteks „risk“ ja „ebakindlus“.³ Mahukad ümberkirjutused ja tekstipõhine otsing võimaldavad genereerida sagedasti uueneva andmekogumi ettevõtete kindlustunde ja riskinäitajate kohta. Selle põhjal arvutatakse keskmine ja teisendatakse see struktureeritud kvartaliandmeteks, mis hõlmavad ajavahemikku 2002. aasta esimesest kvartalist kuni 2023. aasta esimese kvartalini. Asjakohased indeksid on kinnitatud, kuna need on viimase kahe aastakümne jooksul liikunud koos majandustsükliga ja on korrelatsioonis vastavate muutujate standardnäitajatega. Samuti on võimalik leida kasumikõnedest tsitaate, mis kajastavad indekseid konkreetse ja olulise liikumisega seotud valitsevat narratiivi.

Euroala ettevõtete kasumikkusega seotud kindlustunne paranes ka 2023. aasta teises kvartalis, ületades ajaloolist keskmist. Kasumikõnede põhjal tuletatud kasumikkusega seotud kindlustunde indeks ja euroala mittefinantsettevõtete sektori ärikasumi andmed on olnud viimase kahe aastakümne jooksul tugevas korrelatsioonis (joonise A vasakpoolne osa). Kasumikkusega seotud kindlustunde indeksi puhul tõuseb korrelatsioonikordaja kuni neli kvartalit enne ärikasumit ja saavutab tippaseme ligikaudu 0,6 juures. Indeksi põhjal on näha selget majandustsükli mustrit, kus üleilmse finantskriisi, riigivõlakriisi ja Covid-19 pandeemia ajal valitseb madalseis, mis on kasumikkuse tsüklilisust arvestades

¹ Mõnel juhul toimub kasumikõne aga kord poole aasta jooksul või kord aastas. Kõne täpne ajastus kvartalis erineb kvartalite lõikes.

² NL Analyticsi andmebaasis on ligikaudu 14 000 börsil noteeritud ettevõtte kasumikõnede ümberkirjutusi 82 riigist, kusjuures enamik peakortereid asuvad Ameerika Ühendriikides, Ühendkuningriigis ja teistes ingliskeelsetes riikides. Keskmiselt esitab iga kvartalis aruande 600 euroala ettevõtet. Vaatluste arv kvartali kohta oli 2002. aastal alguse saanud valimi algusaastatel umbes veerandi võrra väiksem kui praegu.

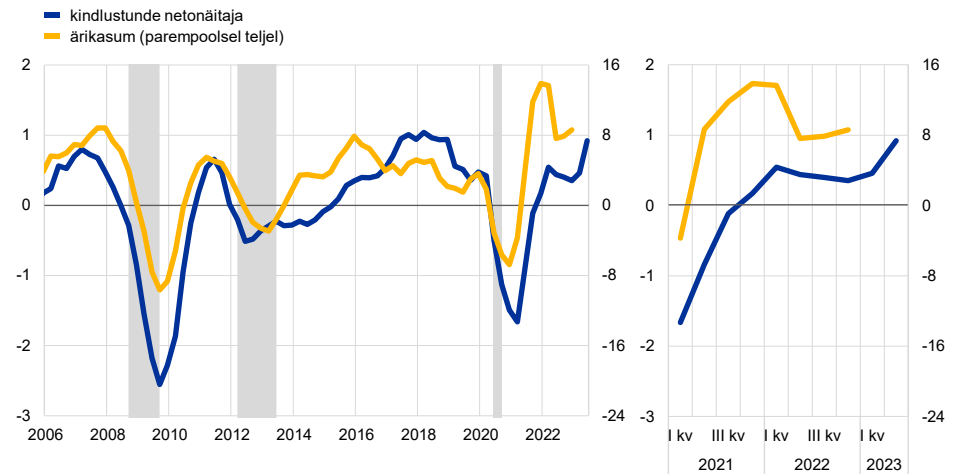
³ Kasumikõnede ümberkirjutuste tekstianalüüsi abil arvatud riskiindekseid kohta vt nt ka T. A. Hassan, J. Schreger, M. Schwedeler ja A. Tahoun „Sources and Transmission of Country Risk“, USA majandusuuringute büroo (NBER) teadustoimetis nr 29526, november 2021.

ootuspärane. Pärast jõulist taastumist 2021. aastal stabiliseerus kindlustunde netonäitaja mõnevõrra 2022. aastal ja kasvas 2023. aasta teises kvartalis veelgi. Mittefinantssektori ärikasumi kasvumäär alanes karmimate rahastamistingimuste ja nõrgeneva nõudluse tõttu mõnevõrra, kuid püsis 2022. aasta teisel poolel siiski kõrge (joonise A parempoolne osa). See on kooskõlas turu- ja küsitluspõhiste andmetega, mis viitavad sellele, et kasumi kasv aeglustus 2022. aasta jooksul, kuid ületas siiski varasemat keskmist. Euroala mittefinantsettevõtete ärikasum on ületanud 2019. aasta neljandas kvartalis täheldatud taseme ja kasvab nüüd pandeemiaeelsetest näitajatest kiiremini, mis tähendab, et sellest vaatenurgast vaadates ei ole tarvidust järele jõuda (joonis B). Kasumi jõuline kasv alates 2021. aasta algusest võis olla tingitud pandeemiajärgsest kuhjunud nõudlusest, tarneraskuste leevenemisest ja tootmissisendite mittetäielikust asendatavusest.

Joonis A.

Kasumliikkusega seotud kindlustunne ja mittefinantsettevõtete ärikasum euroalal

(z-skoor; aastamuutus protsentides)



Allikad: NL Analytics, EKP ja EKP ekspertide arvutused.

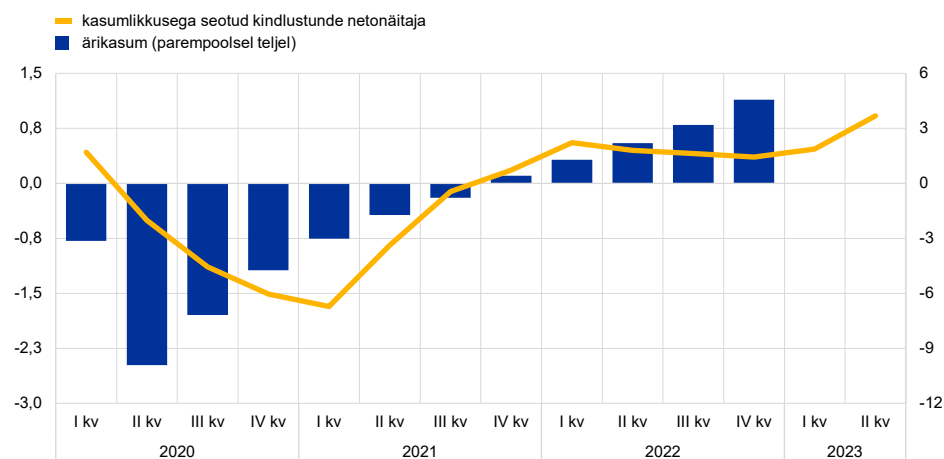
Märkus. Kindlustunde netonäitaja kajastab kasumi sünonüümide (tulu vms) kordumise sagedust ettevõtete kasumikõnedes. Z-skoori arvutamisel lahutatakse igast andmepunktist ajalooline keskmine ja see kohandatud aegrida jagatakse standardhälbega.

Majandussurutise perioodid on tähistatud halli värviga. Viimased andmed kindlustunde netonäitaja kohta pärinevad 2023. aasta teisest kvartalst (kuni 12. juunini tehtud kõned) ja ärikasumi kohta 2022. aasta neljandast kvartalst.

Joonis B.

Kasumlikkusega seotud kindlustunne ja mittefinantsettevõtete trendiga kohandatud ärikasum euroalal

(z-skoor; trendiga kohandatud kumulatiivsed kasvumäärad)



Allikad: NL Analytics, EKP ja EKP ekspertide arvutused.

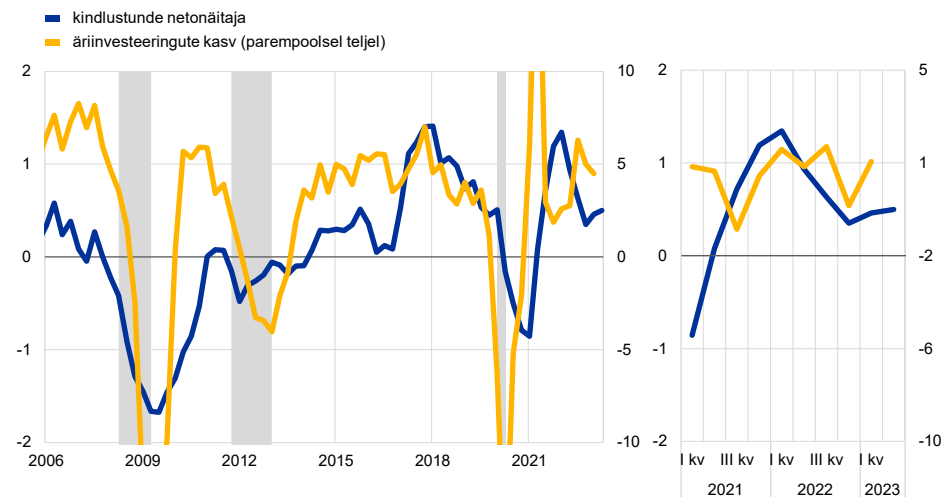
Märkus. Ärikasumi trendiga kohandatud kumulatiivsete kasvumäärade arvutamiseks kumuleeriti tegeliku aegrea ja selle pandeemiaeelse trendi (2002–2019) vahe ning seejärel jagati need kumuleeritud pandeemiaeelse trendiga. Viimased andmed kindlustunde netonäitaja kohta pärinevad 2023. aasta teisest kvartalist (kuni 12. juunini tehtud kõned) ja ärikasumi kohta 2022. aasta neljandast kvartalist.

Ettevõtete investeeringutega seotud kindlustunne paranes 2023. aasta teises kvartalis veel pisut. Viimase kahe aastakümne jooksul on investeeringutega seotud kindlustunde netonäitaja ja äriinvesteeringute kasvumäär (v.a intellektuaalomandi investeeringute volatiilne komponent Iirimaa ja Madalmaades) hästi korreleerunud (joonise C vasakpoolne osa). Korrelatsioon saavutab tipptaseme, kui kaks kvartalit varasem kindlustunde indeks on investeeringute kasvuga kõige tugevamalt korreleeritud, kusjuures korrelatsioonikordaja on 0,5. 2021. aastal ja 2022. aasta alguses paranes investeeringutega seotud kindlustunne veelgi, ületades ajaloolise keskmise, ning äriinvesteeringute üldine kvartali kasvumäär oli kõrge, kui majandus taasavati (joonise C parempoolne osa). Seejärel see halvenes mõnevõrra 2022. aastal, mis peegeldas nõudluse vähenemist, suuri energiakulusid ja kasvanud ebakindlust. 2023. aasta teises kvartalis kerkis see veelgi üle oma pikaajalise keskmise, mis on kooskõlas paranevate tarnetingimuste ja alanevate energiakuludega.

Joonis C.

Investeeringutega seotud kindlustunne euroalal

(z-skoor, vasakpoolse osa parempoolsel teljel: aastamuutus protsentides; parempoolse osa parempoolsel teljel: kvartalimuutus protsentides)



Allikad: NL Analytics, Eurostat ja EKP ekspertide arvutused.

Märkus. Investeeringutega seotud kindlustunde netonäitaja kajastab investeeringu sünonüümide (investeering, kapitaliinvesteering, investeerimiskavad jne) kordumise sagedust ettevõtete kasumikõnedes. Z-skoori arvutamisel lahutatakse igast andmepunkti ajalooline keskmine ja see kohandatud aegriidiga jagatakse standardhääbega. Majandussurutise perioodid on tähistatud halli värviga. Äriinvesteeringute kasv ei hõlma intellektuaalomandi investeeringuid Iirimaa ja Madalmaades. Viimased andmed kindlustunde netonäitaja kohta pärinevad 2023. aasta teisest kvartalist (kuni 12. juunini tehtud kõned) ja äriinvesteeringute kohta 2023. aasta esimesest kvartalist.

Kui vaadata üksikuid sektoreid, siis 2023. aastal on kasumlikkusega seotud kindlustunne olnud seni kõige tugevam teenuste sektoris, samas kui investeeringutega seotud kindlustunne on olnud tugevaim töötlevas tööstuses.

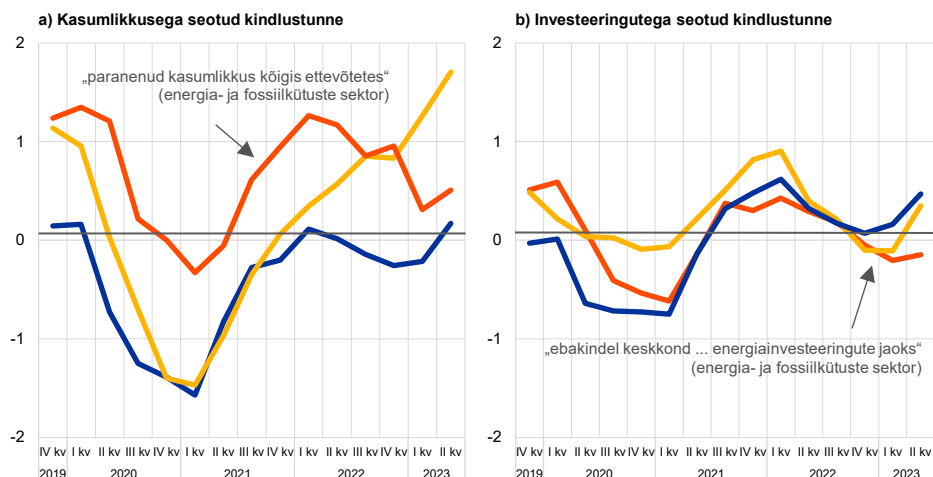
Pandeemia ajal halvenes kasumlikkusega seotud kindlustunne teenuste sektoris rohkem kui töötlevas tööstuses. Pandeemiajärgses taastumisfaasis ja 2023. aasta esimesel poolel paranes see aga teenuste sektoris tugevamalt kui töötlevas tööstuses (joonise D osa a). See on kooskõlas ka teiste kindlustunde näitajatega, nagu näiteks ostujuhtide indeks. Investeeringutega seotud kindlustunne seevastu on alates 2022. aasta algusest kõigis sektorites järsult vähenenud, kuigi 2023. aastal on see püsinud töötlevas tööstuses veidi parem kui teenuste sektoris. Energia- ja kommunaalteenuste sektoris on kasumlikkusega seotud kindlustunne olnud viimase kolme aasta jooksul positiivsem kui teistes sektorites, kuid on viimasel ajal nõrgenenud, arvestades energiahindade arengut. Investeeringutega seotud kindlustunne on olnud selles sektoris suhteliselt nõrk. See võib olla tingitud energiainvesteeringutega seotud ebakindlusest ja ühe ettevõtte sõnul ka rohepöördest (joonise D osa b).

Joonis D.

Kasumlikkuse ja investeeringutega seotud kindlustunne euroala valitud sektorites

(z-skoor)

- töötlev tööstus
- teenused kokku
- energia- ja kommunalteenused



Allikad: NL Analytics ja EKP ekspertide arvutused.

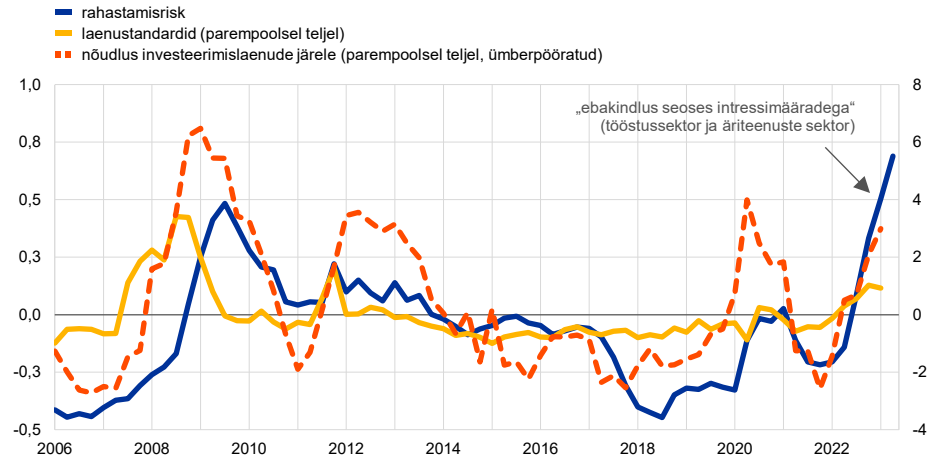
Märkus. Aegreas ei ole esitatud terve aegrea keskmist, sest mõned ettevõtted ei kuulu sektoripõhise klassifikatsiooni alla. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta teisest kvartalist (kuni 12. juunini tehtud kõned).

Ettevõtted peavad praegu rahastamistingimusi märkimisväärseks riskiks. Selle infokasti jaoks loodi ka rahastamisriski näitaja, otsides selliseid märksõnu nagu „intressimäär“, „rahastamistingimused“ ja „laenukulud“ koos sõnadega „ebakindlus“ ja „risk“. Rahastamistingimusi tajuti üleilmse finantskriisi ajal suurenenud riskina, mis oli kooskõlas rangemate laenustandardite ja investeerimislaenude väiksema mahuga, nagu ilmnis 2023. aasta aprilli euroala pankade laenutegevuse küsitlusest (joonis E). Näib, et valimisse kuuluvad ettevõtted pidasid ka riigivõlakriisi ajal rahastamistingimusi suurenenud riskiks. Taastumisetapis aastatel 2015–2019 langes üldine rahastamistingimusi puudutav riskitaju enne üleilmset finantskriisi täheldatud tasemele. Pärast riski mõningast suurenemist pandeemia ajal on ettevõtted 2023. aastal pidanud rahastamistingimusi suureks ja kasvavaks riskiks, arvestades intressimäärade kiiret tõusu ja hiljutisi pingeid finantsturgudel, kusjuures riskinäitajad on viimastes kvartalites jõudnud tasemele, mida ei ole nähtud alates üleilmsest finantskriisist. Kuigi näitajad ei ole otseselt võrreldavad, sest finantsriski näitaja on laiem, on muutused mõneti sarnased laenustandardite muutustega. Pankade laenutegevuse küsitluse kohaselt on suuremana tajutav rahastamisrisk kooskõlas ka investeerimislaenude nõudluse vähenemisega.

Joonis E.

Euroala rahastamisrisk, laenustandardid ja investeerimislaenu nõudlus

(z-skoor, osakaalude vahe)



Allikad: NL Analytics, euroala pankade laenugevuse küsitlus ja EKP ekspertide arvutused.

Märkus. Finantsriski näitaja tekstipõhine otsing hõlmab selliseid märksõnu nagu „intressimäärad“, „rahastamistingimused“ ja „laenukulud“. Viimased andmed laenustandardite ja -nõudluse kohta pärinevad 2023. aasta esimesest kvartalist ja rahastamisriski kohta teisest kvartalist (kuni 12. juunini tehtud kõned).

Kuidas on kasum ühiku kohta mõjutanud euroalasisese hinnasurve hiljutist tugevnemist?

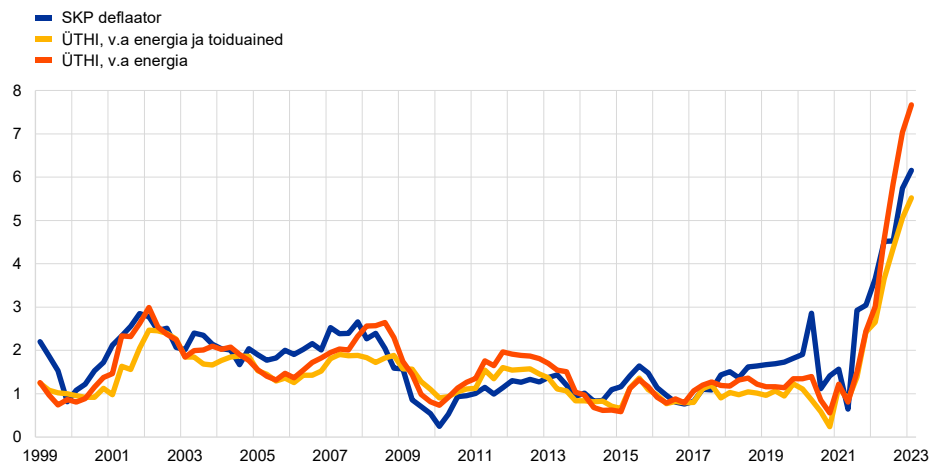
Koostanud Elke Hahn

Kasum on toodangu hinna lahutamatu komponent, nagu ka tootmiskulud, näiteks palgad või vahesisendite kulud. Ettevõtted määravad oma soovitud kasumi kindlaks, kehtestades hinnad teataval tasemel, mis ületab nende kulusid, et saada oma kapitalilt tulu. Kasumi- ja palgamuutused, mida mõõdetakse SKP deflaatoriga, on olulised alusinflatsiooni määravad tegurid, nagu osutavad SKP deflaatori ja alusinflatsiooni näitajate (ÜTHI (v.a energia ja toiduained) või ÜTHI (v.a energia)) väga sarnased muutused (joonis A).¹ Infokastis analüüsitakse kasumi mõju euroala inflatsioonile, tuginedes kasumile ühiku kohta, mille andmed saadakse rahvamajanduse arvepidamisest.^{2, 3} Samuti vaadeldakse infokastis, kuidas institutsionaalse sektori arvepidamisest tuletatud kasuminäitajad, mis on ettevõtete kasumitele lähemad, on aidanud kaasa euroala inflatsioonile ning kuidas praegused signaalid, mis tulenevad ühiku kohta arvestatavast kasumist rahvamajanduse arvepidamise põhjal, sobivad kokku signaalidega, mis tulenevad hinnalisade ja kasumimarginaali näitajatest ettevõtete arvepidamise põhjal.

Joonis A.

Euroala hinnasurve ja alusinflatsiooni valitud näitajad

(aastamuutus protsentides; kvartaliandmed)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta esimesest kvartalist.

- See kehtib hoolimata kontseptuaalsetest erinevustest kaht liiki näitajate vahel. Kontseptuaalsed erinevused puudutavad näiteks hinnasurve hõlmavust, kuna SKP deflaator hõlmab üksnes lisandväärtuse komponente, samal ajal kui alusinflatsiooni näitajad hõlmavad kõiki toodangu hinna komponente. Samamoodi kajastab SKP deflaator hinnasurvet sisemajanduses, samal ajal kui sellised näitajad nagu ÜTHI (v.a energia ja toiduained) on seotud hinnamuutustega kõnealustes tarbekaupade sektorites sellest olenemata, kas neid kaupu või teenuseid toodetakse euroalal või imporditakse.
- Tuleb märkida, et kasum ühiku kohta ja ettevõtete kasum on kontseptuaalselt erinevad, nagu infokastis allpool selgitatud.
- Vt ka Ó. Arce, E. Hahn ja G. Koester „How tit-for-tat inflation can make everyone poorer“, EKP blogipostitus, 30. märts 2023.

Kasuminäitajad erinevad oma ulatuselt ja eesmärkidelt. Rahvamajanduse arvepidamises analüüsitakse kasumi rolli euroala hinnasurve puhul, kasutades kasumit ühiku kohta, mis on määratletud kui tegevuse koguülejääk ja segatulu reaalse SKP ühiku kohta. EKP hinnangud võimaldavad tuletada selle näitaja ka mittefinantsettevõtete sektori kohta. Täiendav kasuminäitaja, mis saadakse rahvamajanduse arvepidamisest inflatsiooni analüüsimiseks, on nii-öelda kasumimarginaali näitaja, mis arvutatakse baashindade juures saadud SKP deflaatori ja tööjõu ühikukulu suhtarvuna. Sellega hinnatakse, kui palju on kasumite muutused suurendanud või vähendanud tööjõu ühikukulu muutusi euroala hinnasurve selgitamisel. Kaks kasuminäitajat, mille saab ettevõtete arvepidamisest tuletada, on hinnalisa ja kasumimarginaal. Hinnalisa määratletakse kui hindade suhe piirkuludesse, mille puhul viimane saadakse tavaliselt suhtarvuna, kasutades keskmisi kulusid. Seda näitajat võib kasutada ettevõtete hinnakujundusstrateegiate hindamiseks. Tavapäraselt kasutatav kasumimarginaali näitaja, mis tuletatakse ettevõtete kasumi- ja kahjumiaruande skeemidest müügikulu meetodi kontekstis, on brutokasumimarginaal. See arvutatakse kui brutokasum, mis jagatakse käibega ning mille puhul brutokasum määratletakse kui käive, millest arvatakse maha müüdüd kaupade maksumus (ning muu hulgas ka materjalide ja tööjõu kulu).

Kasumit ühiku kohta võivad mõjutada vahetarbimise muutused. SKP põhineb lisandväärtuse mõistel. See hõlmab kasumist tekkinud mõju (määratletud kui tegevuse koguülejääk ja segatulu) ning töötajatele makstavaid hüvitisi, samuti tootmisele kehtestatud makse (ilma subsidiiumiteta), ent ei hõlma erinevalt brutotoodangust vahetarbimist (nagu energia või materjalid).⁴ Kuna aga vahetarbimine on SKPst juba täielikult maha arvatud, võivad kasumite muutused anda märku sellest, kui palju kajastub vahetarbimise kulude muutus toodangu hinnas. Jättes kõrvale muud mõjud ühiku kohta arvestatavale kasumile, siis olukorras, kus esineb suur vahetarbimise kulude kasv (nagu on täheldatud viimase kahe aasta jooksul) ja vähenevad ka ühiku kohta arvestatava kasumi muutused, on see märk sellest, et kasum on (osaliselt või täielikult) olnud puhvriks kulude kasvule, nii et see ei kandu (täielikult) toodangu hinda üle. Kui aga ühiku kohta arvestatava kasumi muutused jäävad sellises olukorras üldjoontes samaks või isegi tugevnevad, viitab see sellele, et toodangu hinda on tõstetud kulude kasvuga sama palju või isegi rohkem.

Euroala hinnasurve SKP deflaatoriga mõõdetuna on alates 2021. aasta keskpaigast tugevasti tõusnud, kusjuures suur osakaal on olnud nii tööjõu ühikukuludel kui ka kasumil ühiku kohta. 2023. aasta esimeses kvartalis jõudis euroala SKP deflaatori aastane kasvumäär rekordiliselt kõrgele 6,2% tasemele võrreldes 5,7%ga eelmises kvartalis, olles 2021. aasta teises kvartalis olnud 0,6% (joonis B). Aastatel 1999–2019 (st enne koroonaviiruse kriisi) oli see keskmiselt 1,6%. Nagu jooniselt B näha, on nii tööjõu ühikukulu kui ka kasum ühiku kohta viimase pooleteise aasta jooksul SKP deflaatori kasvule kaasa aidanud. Ühiku kohta arvestatava kasumi panus on olnud eriti suur viimase kolme kvartali jooksul, moodustades ligikaudu 60% SKP deflaatori kogukasvust (mis on suurem kui

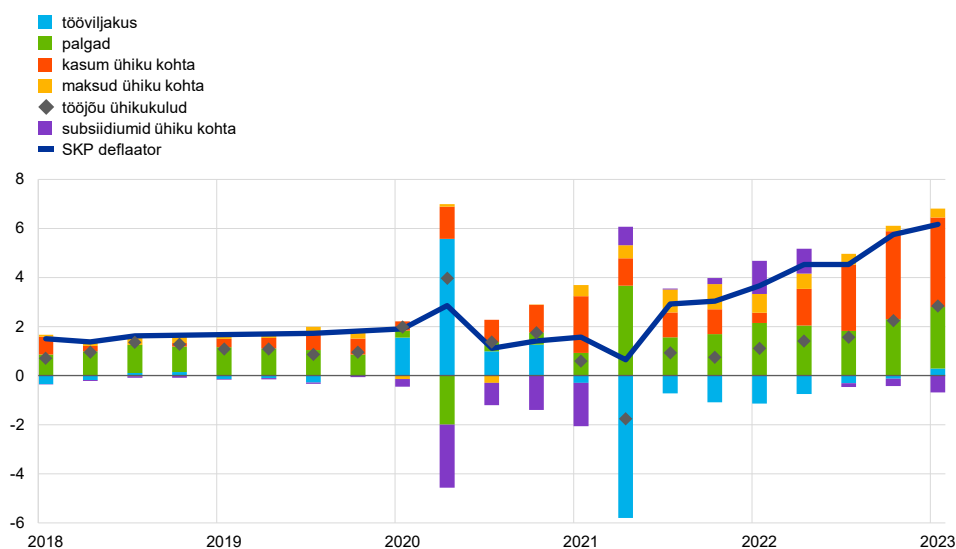
⁴ Kogutoodangu näitaja on saadaval sisendite ja väljundite statistikas. Samas piirab nende andmete hilisem avaldamine nende rakendamist poliitikaanalüüsis.

tegevuse koguülejäägi ja segatulu 42% suurune osakaal nominaalses SKPs).⁵ Subsiidiumide panus SKP deflaatorisse oli koroonakriisi ajal erakordselt suur tänu töökohtade säilitamise kavadega seotud riiklikele toetustele. Samas on ka viimasel ajal täheldatud tavalult suurt mõju tänu riiklikele toetustele energiakriisi ajal.

Joonis B.

SKP deflaator ja selle komponendid

(aastane muutus protsentides ja osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta esimesest kvartalist.

Tegevuse koguülejääk ja segatulu, mida kasutatakse ühiku kohta arvestatava kasumi näitajas, kajastavad kasumi laia mõistet. Tegevuse koguülejääk hõlmab kõiki institutsionaalseid sektoreid ja segatulu seondub kodumajapidamiste sektoriga (mis hõlmab ka juriidilise isiku õigusteta üksuseid). Segatulu võib määratleda kui füüsilisest isikust ettevõtjate või juriidilise isiku õigusteta üksuste kasumit, millest on maha arvestatud erinevad kulud. Samas hõlmab see kasum ikkagi ka füüsilisest isikust ettevõtjate tööhüvitist. Levinud viis segatulu alla kuuluva tööjõutulu korrigeerimiseks on eeldada, et füüsilisest isikust ettevõtjad teenivad sama keskmist tulu kui palgatöötajad, ning lahutada see kaudselt arvatud tööjõutulu tegevuse koguülejäägi ja segatulu komponentidest.⁶ Tegevuse koguülejääk ja segatulu hõlmavad ka tulu eluasemeteenustest (st üüre, mis mõjutavad kõiki majanduse institutsionaalseid sektoreid, ning omanike kasutuses oleva eluaseme arvestuslikke üüre, mis mõjutavad ainult kodumajapidamiste sektorit). Füüsilisest isikust ettevõtjana tegutsemisest ja eluasemest saadavat sissetulekut käsitatakse tavaliselt ettevõtete kasumi osana.⁷ Veel üks tegevuse koguülejäägi ja segatulu komponent,

⁵ Erinevalt joonisest B on eespool viidatud Arce jt artikli joonisel 1 esitatud SKP deflaatori jaotus koos füüsilisest isikust ettevõtjate korrigeeritud tuluga. Ühiku kohta arvestatava kasumi mõju erinevused on nende kahe näite puhul väikesed.

⁶ Seda füüsilisest isikust ettevõtjate sissetulekute korrigeerimist rakendatakse tavaliselt juhul, kui tuletatakse standardne panus, mille kasum annab euroala SKP deflaatorisse. Vt nt joonis 1 eespool viidatud Arce jt artiklis.

⁷ Hiljutise üksikasjaliku arutelu leiab J. Haskeli artiklist „What’s driving inflation: wages, profits, or energy prices?“, Washingtonis Petersoni Rahvusvahelise Majanduse Instituudis peetud kõne, 25. mai 2023.

mida tuleks selles kontekstis märkida, on põhivara kulum. See kujutab endast teenitud kapitalitulu, kuid seda võib vaadelda ka ettevõtete kuluna, sest seda vajatakse amortiseerunud kapitali asendamiseks. Ettevõtete kasumi parem suhtarv on seega sektoripõhises arvepidamises kajastuv mittefinantsettevõtete tegevuse kogu- või netoülejääk, mille puhul netonäitaja arvutatakse kui mittefinantsettevõtte tegevuse koguülejääk, millest on lahutatud põhivara kulum. Viimane punkt, mida võetakse arvesse selle üle otsustamisel, mis moodustab kasumi, on seotud subsiidiumide mõjuga (mis sisaldub SKP maksude (miinus subsiidiumid) komponendis). Olenevalt saajast arvatakse sellised subsiidiumid kasumi või tööjõutulu hulka ning tasaarveldatakse SKP deflaatori eri komponentideks jagamisel subsiidiumide komponendi kaudu. Covid-19 kriis ja energiakriis on viimastel aastatel kaasa toonud erakordselt suured subsiidiumid, kuna töökohtade säilitamise kavade ja energiakriisi leevendamise seotud riiklike toetusi on osaliselt antud subsiidiumide kaudu. Seetõttu on subsiidiumid avaldanud viimastel aastatel tööjõu- ja kasumikomponentidele nähtavat mõju.⁸ Selliseid ettevõtetele makstavaid subsiidiume tuleb selgelt eristada ettevõtete kasumist. Sellest hoolimata võib igasugune lisarahastamine subsiidiumide kaudu põhimõtteliselt mõjutada ettevõtete plaane oma hindu kohandada.

Sektoripõhised andmed viitavad sellele, et mittefinantsettevõtete tegevuse kogu- ja netoülejäägi areng on olnud oluline tõukejõud üldise ühiku kohta arvestatava kasumi hiljutise tugevnemise taga. Nagu eespool kirjeldatud, on mittefinantsettevõtete tegevuse kogu- ja netoülejääk ettevõtete kasumile lähemad kui kogu majandusega seonduv tegevuse koguülejäägi ja segatulu komponent. Joonisel C on kujutatud mittefinantsettevõtete tegevuse netoülejäägi, mittefinantsettevõtete põhivara kulumi ja muu tulu osakaalu kogu majanduse kasumis ühiku kohta, nagu on näidatud joonisel B. See jaotus näitab, et kuigi kõik kolm komponenti on paari viimase kvartali jooksul tugevnenud, on mittefinantsettevõtete tegevuse kogu- ja netoülejääk olnud viimasel ajal dünaamilisem kui üldine kasum ühiku kohta ning see on olnud selle kasumi kasvu oluliseks tõukejõuks.⁹ Nende panus SKP deflaatori üha jõulisemasse kasvu 2022. aasta teisel poolel oli märgatav. See näitab, et ettevõtted ei ole kokkuvõttes kulude kasvule puhvrit tekitanud, mis viitab tõepoolest sellele, et nende hinnatõus on ületanud kulude puhul täheldatud kasvu, aidates seega kaasa euroala inflatsiooni kiirenemisele.

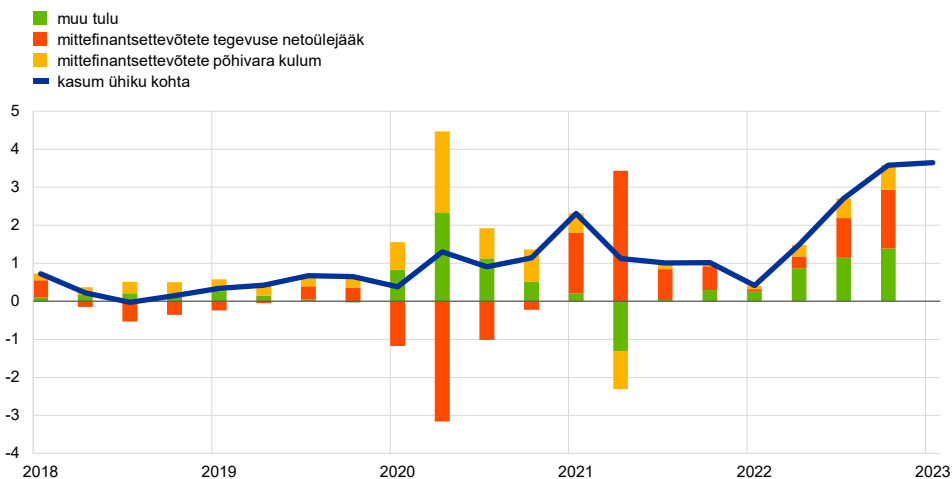
⁸ Kuigi Covid-19ga kaasnenud majanduslanguse ajal kehtestatud töökohtade säilitamise kavadega seotud subsiidiumid olid peamiselt mõeldud tööjõutulu stabiliseerimiseks ja kajastusid otse selles tulukomponendis, oli neil nähtav mõju ka ühiku kohta arvestatava kasumi komponendile ning see mõju oli palju püsivam kui varasemate majanduslanguste ajal. Ettevõtted püüavad majanduslanguse algfaasis üldiselt oma töötajaid hoida, isegi kui see toimub ühiku kohta arvestatava kasumi arvelt, kuid näib, et seda langussurvet ühiku kohta arvestatavale kasumile leevendas Covid-19ga kaasneva majanduslanguse ajal töökohtade säilitamise kavade palju ulatuslikum kasutamine. Vt EKP majandusülevaate 2/2021 infokast „Kasumimarginaalide tähtsus COVID-19 šokiga kohanemisel“, märts 2021.

⁹ Samal ajal kui mittefinantsettevõtete tegevuse koguülejääk moodustab kogu majanduse tegevuse koguülejäägist ja segatulust 54% ning netoülejääk 28%, selgitas see 2022. aasta teisel poolel suuremat osakaalu (peaaegu 60% ja üle 40%) ühiku kohta arvestatava kasumi panusest. Osakaaludega, mis olid ligikaudu 23% ja 12% majanduse nominaalsest SKPst, moodustas mittefinantsettevõtete tegevuse kogu- ja netoülejääk ligikaudu 36% ja 25% SKP deflaatori kogukasvust.

Joonis C.

Ühiku kohta arvestatava kasumi osakaalu jaotus

(osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad ühiku kohta arvestatava kasumi puhul 2023. aasta esimesest kvartalist ja selle komponentide puhul 2022. aasta neljandast kvartalist.

Euroala hinnasurve mittefinantsettevõtete sektoris on ületanud viimastel kvartalitel kogu majanduses täheldatud survet, peegeldades töajajõu ühikukulude tugevat kasvu ja ka ühikupõhise tegevuse ülejäägi ebaproportsionaalselt suurt osakaalu (joonis D).

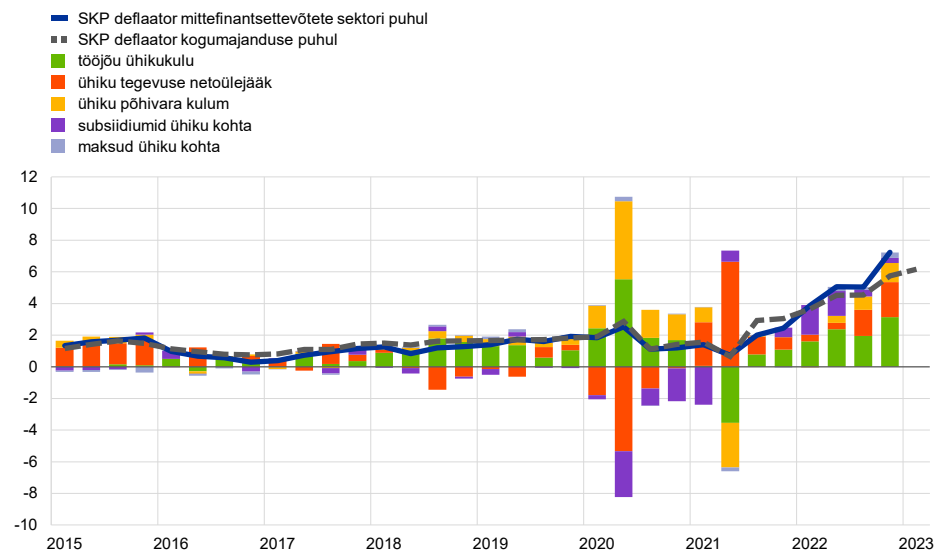
Mittefinantsettevõtete sektori SKP deflaatori aastane kasvutempo tõusis 2022. aasta neljandas kvartalis 7,2%ni, ületades sellega euroala hinnasurvet kogu majanduses 1,5 protsendipunkti võrra. See tähendab kõrvalekallet tavapärasest ajaloolistest näitajatest, kuna mittefinantsettevõtete sektori SKP deflaatori kasvumäär on tavaliselt olnud madalam kui kogumajanduse samaväärne näitaja.¹⁰ SKP deflaatori hiljutine kiire kasv mittefinantsettevõtete sektoris on osaliselt peegeldanud töajajõu ühikukulude hoogsat kasvu selles sektoris, mille aastane kasvumäär oli 2022. aasta neljandas kvartalis 5,1% (0,6 protsendipunkti kõrgem kogumajanduse samaväärsest määrast). Nendest muudatustest hoolimata oli 2022. aasta teisel poolel tegevuse kogu- ja netoülejäägi osakaal euroala hinnasurves mittefinantsasutuste sektoris ebaproportsionaalselt suur, moodustades ligi 50% euroala kogu hinnasurvest ja veidi üle 30% netonäitajana. See on selgelt üle nende vastavate osakaalude nominaalses SKPs (vastavalt umbes 40% ja 20%).

¹⁰ Ajavahemikul 2002–2021 (st enne hiljutist kiiret kasvu) oli mittefinantsettevõtete sektori SKP deflaatori keskmine kasvumäär 1,1% ning majanduse kui terviku kasvumäär 1,6%. Mittefinantsasutuste sektori SKP deflaator põhineb EKP sisehinnangutel ja on saadaval alles alates 2002. aastast.

Joonis D.

SKP deflaator mittefinantsettevõtete sektori puhul ja osakaalud

(aastane muutus protsentides ja osakaal protsendipunktides)



Allikad: Eurostat, EKP ja EKP arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad kogu majanduse SKP deflaatori puhul 2023. aasta esimesest kvartalist ja kõigi muude näitajate puhul 2022. aasta neljandast kvartalist.

Traditsioonilised makromajanduslikud tegurid oleksid osutanud ühiku kohta arvestatava kasumi palju nõrgemale arengule, mis näitab, et nende hiljutine kasv on olnud peamiselt tingitud vähem levinud ajenditest. Tavaliselt mõjutavad kasumit ühiku kohta eelkõige majandusülekülg ja kaubandustingimused.¹¹ Võinuks eeldada, et majandusaktiivsuse tsükliline aeglustumine kuni 2023. aasta esimese kvartalini ja kaubavahetuse ebasoodne areng 2022. aastal on ühiku kohta arvestatava kasumi arengut pidurdanud. Ühiku kohta arvestatava kasumi tavatu tugevuse esimene põhjus on see, et nõudlus on paljudes sektorites ületanud pakkumist – pandeemia tekitas laialdasi pakkumispäänguid ja selle tagajärjel tekkis kuhjunud nõudlus. Teiseks põhjuseks on asjaolu, et tänu sisendihindade tugevale dünaamikale (näiteks energia puhul) on ettevõtetel olnud lihtsam hindu tõsta, kuna sellises olukorras on raskem öelda, kas hinnatõusu on põhjustanud kasvanud kulud või suurem kasum ühiku kohta.¹² Ka sisendihindade edasise tugeva tõusu ootused võisid motiveerida ettevõtteid varem hindu tõstma, et aja jooksul hinnamuutusi tasandada.¹³ Veel üks potentsiaalne põhjus on see, et kaubandustingimuste šokist tingitud kiire inflatsiooniga keskkond on toonud sisemajanduse jaoks kaasa märkimisväärse reaalse sissetuleku kaotuse, mille puhul töötajad ja ettevõtted võivad püüda neid kahjusid korvata.

¹¹ Vt EKP majandusülevaate 6/2019 infokast „Kuidas mõjutab kasum euroalalisest hinnasurve?“, september 2019, ja EKP majandusülevaate 2/2021 infokast „Kasumimarginaalide tähtsus COVID-19 šokiga kohanemisel“, märts 2021.

¹² Vt tõendeid inflatsiooni ja kasumi suurenemise vahelise suhte kohta M. Andleri ja A. Kovneri artiklist „Do corporate profits increase when inflation increases?“, Liberty Street Economics, föderaalreservi New Yorgi pank, 13. juuli 2022.

¹³ Vt A. Glover, J. Mustré-del-Río ja A. von Ende-Becker „How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?“, Economic Review, kd 108, nr 1, föderaalreservi Kansas City pank, 2023. aasta esimene kvartal.

Hiljuti on hinnatud ka (ettevõtete) kasumite rolli inflatsioonis ettevõtete arvepidamisest saadud hinnanguliste hinnalisade ja kasumimarginaalide põhjal. Ehkki muud uuringud, mis põhinevad rahvamajanduse arvepidamisest saadud kasumi ja ühiku kohta arvestatava kasumi andmetel, kinnitavad siinses infokastis toodud järeldusi,¹⁴ tõlgendatakse tõsiasja, et ettevõtete arvepidamisest tuletatud hinnangulised hinnalisad ja kasumimarginaalid on üldiselt muutumatud, sageli ka nii, et need viitavad kasumi vähem selgele rollile inflatsioonis.¹⁵ Aluseks olevate kontseptsioonide võrdlused ja stiliseeritud näited selle kohta, kuidas need erinevad näitajad reageerivad vahesisendikulude šokile, kinnitavad aga, et nende vastavad liikumised on tegelikult ühtsed.

Olukorras, mida iseloomustab vahetarbimise kulude suur kasv, on üldjoontes muutumatud hinnalisad tegelikult kooskõlas ühiku kohta arvestatavast kasumist tuleneva suurenenud inflatsioonisurvega. Kasumi roll inflatsioonis on viimasel ajal majanduskirjanduses tähelepanu pälvinud küsimusega, kas rahvamajanduse arvepidamise andmete põhjal on võimalik saada ülevaadet ettevõtete käitumise kohta. Mikromajandusteoorias määravad ettevõtted tavaliselt hinnad oma piirkulude hinnalisana. Järelikult võib hinnasurve tekkida nii piirkuludest kui ka hinnalisast. Viimast kasutatakse tavaliselt ettevõtete hinnastrateegiate hindamiseks, mis loetakse muutumatuks, kui hinnalisa ei muudeta. Kulude kiire kasvu korral tähendab muutumatu hinnalisa sama suurt ühiku kohta arvestatava kasumi kasvu. Ettevõtte vaatenurgast võib seda muutumatut hinnalisa vaadelda kui muutumatut hinnastrateegiat ja siis ei saa seda öelda, et see aitab inflatsioonisurvele aktiivselt kaasa, kuna kasumil on lihtsalt samasugune dünaamika kui kogukuludel. Makromajanduslikust seisukohast ja inflatsioonianalüüsist lähtudes aitab aga igasugune hinnakomponendi suurenemine inflatsioonile kaasa, olenemata sellest, kas aluseks olevas hinnakujunduses on esinenud muutusi või mitte.¹⁶

Tabelis A on esitatud hinnalisade ja ühiku kohta arvestatava kasumi muutuste stiliseeritud näited reaktsioonina vahesisendikulude šokile. Tabelis eristatakse hüpoteetilise kulustruktuuri alusel olukorda (juhtum 1), mille puhul kogukulude hinnalisa jääb pärast vahesisendikulude šokki muutumatuks, ning olukorda (juhtum 2), mille puhul kantakse tootmishinda üle üksnes puhas sisendikulude kasv (mille tulemusena hinnalisa muutub). Juhtumi 1 puhul toob sisendikulude 67% suurenemine perioodil T1 kaasa kogukulude 33% suurenemise. Kui rakendada lisaks kogukuludele muutumatut 20% hinnalisa, suureneb ka ettevõtte kasum ja ühiku kohta arvestatav kasum 33%, mis kiirendab inflatsiooni koos algsete sisendikulude šokiga. Juhtumi 2 puhul suurenevad sisendikulud ja kogukulud sama palju kui juhtumi 1 korral, kuid hinda kantakse üle ainult puhas kulude suurenemine,

¹⁴ Vt nt J. Ragnitz „Gewinninflation und Inflationsgewinner“, ifo Institut, 7. detsember 2022; A. Capolongo, M. Kühl ja V. Skovorodov „Firms' profits: cure or curse?“, ESMi blogipostitus, 12. mai 2023, ning Euroopa Komisjon „Spring 2023 Economic Forecast: an improved outlook amid persistent challenges“, 15. mai 2023.

¹⁵ Vt ettevõtete arvepidamisest tuletatud hinnalisade kohta näiteks F. Colonna, R. Torrini ja E. Viviano „The profit share and firm mark-up: how to interpret them?“, üldtoimetis nr 770, Banca d'Italia, mai 2023, ning kasumimarginaalide kohta C. Schlautmann „Inflation oder 'Gierflation' – Was sich von Grosskonzernen lernen lässt“, Handelsblatt, 11. mai 2023.

¹⁶ Eespool viidatud Colonna jt artiklis näidatakse ka, et kasumiosa muutused ei kattu alati hinnalisade muutustega ning et sarnaselt ühiku kohta arvestatava kasumiga ei saa ka kasumiosa käsitada üheselt hinnakujunduskäitumise muutumise näitajana.

samal ajal kui vastusena sisendikulude šokile kasumit ei korrigeerita. Hind tõuseb selles olukorras vähem kui juhtumi 1 puhul (28%), mis toob kaasa hinnalisa kahanemise. Kasum ja kasum ühiku kohta jäävad muutumatuks ega suurenda inflatsiooni. Nende näidete põhjal võib seega öelda, et sisendikulude šoki korral võib ühiku kohta arvestatava kasumi suurenemine ja selle panus inflatsiooni olla püsiva hinnalisaga ning seega muutumatu hinnakujundusega kooskõlas. Samuti näitavad need, et sisendikulude šoki korral peab juhul, kui kasum ühiku kohta püsib sama, hinnalisa kahanema.

Tabel A.

Stiliseeritud näide kasuminäitajate muutuste kohta reaktsioonina sisendikulude šokile

Rahvamajanduse arvepidamise andmed	Algne periood (T0)	Juhtum 1		Juhtum 2	
		Püsiva hinnalisa eeldus		Mittepüsiva hinnalisa eeldus	
		T1	Muutus protsentides T0–T1	T1	Muutus protsentides T0–T1
Kogukulused ületav hinnalisa	20%	20%	0%	15%	-25%
Tegelik ühikute arv	100	100	0%	100	0%
Vahekulud	6000	10 000	67%	10 000	67%
Tööjõukulud	6000	6000	0%	6000	0%
Kogukulud = vahekulud + tööjõukulud	12 000	16 000	33%	16 000	33%
Kasum	2400	3200	33%	2400	0%
Nominaalne brutotoodang = kogukulud + kasum	14 400	19 200	33%	18 400	28%
Kasum ühiku kohta = kasum / reaalne ühikute arv	24	32	33%	24	0%
Hind = nominaalne brutotoodang / reaalne ühikute arv	144	192	33%	184	28%
Kasumiosa = kasum / (kasum + tööjõukulud)	29%	35%	22%	29%	0%
Kasumiosa = kasum / nominaalne brutotoodang	17%	17%	0%	13%	-22%

Allikas: EKP.

Märkus. Juhtumi 1 puhul eeldatakse, et kogukulude hinnalisa ei muutu, ning juhtumi 2 puhul arvatatakse hinnalisa eeldusel, et hind kajastab üksnes lisasisendikuluid, aga mitte lisakasumit.

Samamoodi olukorras, mida iseloomustavad suurenevad sisendikulud, võivad muutumatud brutokasumimarginaalid ettevõtte arvepidamises olla samuti kooskõlas kasumite tõttu suurenenud inflatsioonisurvega. Nagu eespool märgitud, on tavaliselt kasutatav kasumimarginaalide näitaja, mille saab tuletada ettevõtete arvepidamisest, brutokasumimarginaal – määratletud kui brutokasum, mis jagatakse käibega. Hoolimata erinevustest nende aluseks olevas kontseptsioonis ja andmeallikates, võib brutokasumimarginaali üldjoontes pidada rahvamajanduse arvepidamises kasumiosa vasteks (määratletakse kasumi ja nominaalse kogutoodangu suhtarvuna). Selle põhjal võib tabelist A järeldada, et brutokasumimarginaal on juhtumi 1 korral (mil hinnalisa on konstantne) muutumatu ning see muutumatu brutokasumimarginaal on kooskõlas ühiku kohta arvestatava kasumi suurenemise ja kasumist tingitud inflatsioonisurvega. Juhtumi 2 puhul (mil hinnas kajastuvad ainult suurenenud sisendikulud ja kasum ühiku kohta jääb

muutumatuks) brutokasumimarginaal väheneb, kuna brutokasum jääb muutumatuks ja käive kasvab.

Üldiselt on kasum ühiku kohta viimastes kvartalites kiiresti kasvanud ja andnud nähtava panuse euroala hinnasurvesse, kuid eeldatakse, et see toimib puhvrina mõningase suurenenud tööjõukulude mõju edasikandumise vastu.

Kiiret kasvu ei täheldatud üksnes tegevuse koguülejäägil ja segatulul põhineva ühiku kohta arvestatava kasumi laia näitaja puhul, vaid ka rahvamajanduse arvepidamisest saadud kitsamalt määratletud kasuminäitajate puhul, mis on tihedamalt seotud ettevõtete kasumiga. Kasvavaid vahesisendikulusid arvestades on selline ühiku kohta arvestatava kasumi dünaamiline areng ja inflatsiooni kasv kooskõlas ettevõtete arvepidamises täheldatud üldiselt muutumatu hinnalisade ja brutokasumimarginaalidega. Edaspidi peaks pandeemiaga seotud kuhjunud nõudluse kadumine, tarneraskuste leevenemine ja rahapoliitika karmistamisest tulenev mõju tähendama seda, et ettevõtetele avaldub suurem surve pidurdada ühiku kohta arvestatava kasumi abil kiiret palgakasvu ja sellest tulenevat tööjõu ühikukulude kasvu.

Palgatulu osakaalu muutus euroalal alates pandeemia algusest

Koostanud Katalin Bodnár ja Matthias Mohr

Viimasel ajal majandusaktiivsuses toimunud muutused ja inflatsiooni järsk kiirenemine on tekitanud küsimusi, kuidas jaguneb sissetulek tootmistegurite, täpsemalt tööjõu ja kapitali vahel. Mõnda sissetuleku jagunemise aspekti kajastab palgatulu osakaal (ehk tööjõu osakaal). See näitab, milline osa omamaisest nominaaltulust eraldatakse tööjõule. Siinses infokastis arvutatakse see kogu töötajatele makstud tasu (mida on korrigeeritud füüsilisest isikust ettevõtjate osakaaluga) ning nominaalse kogulisandväärtuse jagatisena.¹ Palgatulu osakaal on tihedalt seotud kasumimarginaalidega.² Selle areng kajastab nii pikaajalisi struktuurseid mõjureid, nagu tehnoloogilised muutused, üleilmastumine, valdkondlikud ümberjaotused ja institutsionaalsed tegurid (sh tööjõu- ja tooteturu määruste ning (alam)palga raamistike muudatused), kui ka pigem keskpikka perioodi iseloomustavaid majandustsükli mõjureid, näiteks tööturu jäikust ja töötajate läbirääkimispositsiooni.³ Palgatulu osakaal võib olla oluline inflatsioonisurve näitaja hindadele avalduva teisese mõju kaudu.

Palgatulu osakaal euroalal on pärast Venemaa sissetungi Ukrainasse vähenenud. Covid-19 pandeemia ajal kõikus see mõnevõrra (joonis A).

2019. aasta lõpus moodustas palgatulu osakaal veidi rohkem kui 62%, mis jäi selle pikaajalise keskmise lähedusse. Pärast pandeemia puhkemist kerkis see 2020. aasta teises kvartalis tublisti üle 65%. See näitas lisandväärtuse kasvu ja töötasu kasvu lahtisidumist, kuna laialdaselt rakendati töökohtade säilitamise kavu. Pandeemiaaegsete piirangute ajal toodang vähenes ja töötajad töötasid tavalisest vähem tunde. Töökohtade säilitamise kavade alusel säilis neil aga töösuhe ning töötasu vähenemise korvas osaliselt valitsus või tööandja. Suur osa sellistest maksetest läks rahvamajanduse arvepidamises kirja palgatuluna.⁴ Seetõttu kahanes töötajate kogutasu vähem kui kogulisandväärtus. 2022. aasta alguseks olid

¹ Lugejas sisalduva füüsilisest isikust ettevõtjate korrigeerimisega eeldatakse, et FIEd teenivad keskmiselt samasugust töötulu isiku kohta nagu asjaomase sektori töötajad. Nimetajaks olev nominaalne kogulisandväärtus sisaldab omamaise sissetuleku summat (töötajate tasu, ärikasum ja segatulu), põhivara tarbimist (või amortisatsiooni) ja muid makse ilma tootmistoetusteta. See on identne sisemajanduse koguproduktiga baashindades. Ettevõtlussektorid hõlmavad kõiki NACE sektoreid, sealhulgas avalike teenuste sektorit. Viimasesse kuuluvad avaliku halduse, kaitse-, haridus- ja tervishoiusektor. Institutsionaalse valitsemissektori palgatulu osakaal on 100%. Selle põhjuseks on asjaolu, et valitsemissektori teenuseid ei müüda turgudel (või müüakse väga vähesel määral), mistõttu ei ole võimalik institutsionaalse valitsemissektori palgatulu osakaalu arvutada.

² Kasumimarginaalide hiljutiste muutuste kohta vt käesoleva majandusülevaate infokast „Kuidas on kasum mõjutanud euroala hinnasurve hiljutist tugevnemist?“.

³ Vt nt A. Guschanski ja Ö. Onaran „The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD“, Socio-Economic Review nr 3, kd 20, juuli 2022, lk 1091–1124, ning A. Velasquez „Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share“, Rahvusvahelise Valuutafondi (IMF) teadustoimetis nr 23/32, veebruar 2023.

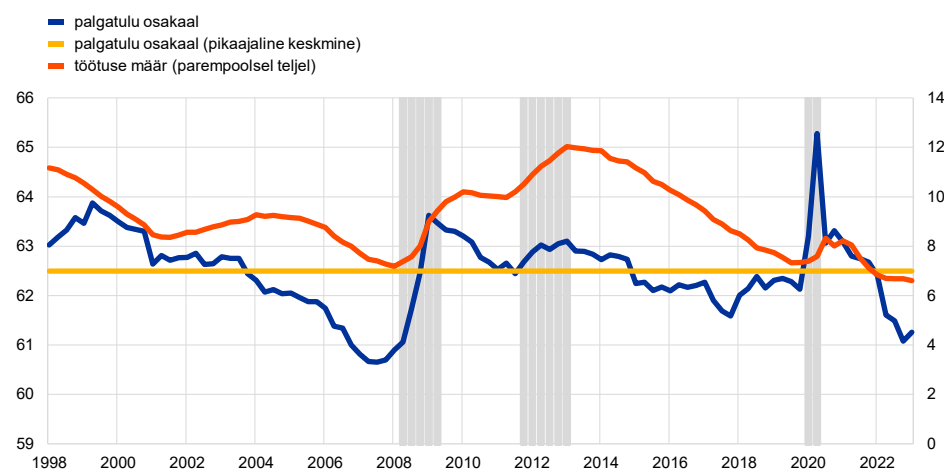
⁴ Vt EKP majandusülevaate 8/2022 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „Wage developments and their determinants since the start of the pandemic“; EKP majandusülevaate 8/2020 täispika ingliskeelse versiooni artikli „The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market“ infokast „Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic“ ning EKP majandusülevaate 4/2020 infokast „Lühendatud tööaja kava ning selle mõju palgale ja kasutatavale tulule“.

töökohtade säilitamise kavad enamjaolt lõppenud, sest majandusaktiivsus hoogustus ja palgatulu osakaal oli kukkunud oma pandeemiaeelse taseme lähedale. Seejärel alanes see kuni 2022. aasta lõpuni veelgi ja moodustas 2022. aasta viimases kvartalis veidi üle 61%. 2023. aasta esimeses kvartalis kerkis see pisut, kuid jäi siiski oma pikaajalisest keskmisest allapoole ja oli ligikaudu 0,9 protsendipunkti väiksem 2019. aasta neljanda kvartali näitajast.

Joonis A.

Palgatulu osakaal ja tööpuuduse määr euroalal

(vasakpoolsel teljel: protsent nominaalsest kogulisandväärtusest; parempoolsel teljel: protsent tööjõust)



Allikad: Eurostat, euroala majandus-tsükli võrgustik (Euro Area Business Cycle Network) ja EKP ekspertide arvutused. Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta esimesest kvartalist. Palgatulu pikaajaline keskmine osakaal aastatel 1998–2023 on 62,4% ehk sama, mis pikaajaline keskmine kuni 2019. aasta lõpuni. Varjutatud alad tähistavad euroala majandus-tsükli võrgustiku dateeritud majandussurutise perioode. Aastavahetuse formaalset majandussurutist joonis ei kajasta, arvestades CEPRI euroala majandus-tsükli dateerimise komitee 27. märtsi 2023. aasta hinnangut.

Üldise täpsustatud faktina järgib palgatulu osakaal vastutsüklilist mustrit: see kerkib majandussurutise alguses ja väheneb, kui majandus hakkab elavnema.

Seda illustreerib joonis A, kus majandus-tsükli lähendnäitajana võib käsitada töötuse määra (mis on samuti vastutsükliline). Samuti on joonisel näha euroala majandussurutised. Palgatulu vastutsüklilisuse tingib kasumi ja palkade erinev viitaeg majandusšokkidele reageerimisel. Majandussurutise alguses on kasumi tähtsus sissetuleku vähenemises üldjuhul suurim ning seetõttu palgatulu osakaal kasvab. Kui majandus hakkab elavnema, taastub kasum kiiresti ja toob kaasa palgatulu osakaalu kahanemise.⁵ 2008. aasta finantskriisi ja euroala 2010.–2012. aasta kriisi ajal oligi palgatulu osakaal ülekuumenenud majanduses madalseisus, kuid kasvas seejärel pandeemiaeelsel perioodil kahe majanduslanguse etapis jõuliselt, andes märku vähenevast kasumist ja töötajate hoidmisest. Majanduse elavnedes palgatulu osakaal taas kahanes. See kasvas ka siis, kui puhkes koroonakriis ja energiahinnad hiljem kiiresti kerkima hakkasid, kuid need olid teist laadi episoodid: kui finantskriisi ajal tulenesid peamised šokid enamasti nõudluse poolelt, mis pärssis kasumit, siis nüüd pidi majandus taluma mitut pakkumispoole šokki. Ehkki praegu on tööturg jäigem ning tööpuudus väiksem kui enne finantskriisi ja selle ajal (mis peaks tugevdama töötajate

⁵ Vt „The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession“, [World Economic Outlook](#), Rahvusvaheline Valuutafond, aprill 2012, lk 36–37.

läbirääkimispositsiooni), on praegune olukord osutunud soodsamaks kasumimarginaalide kasvule.

Palgatulu osakaalu kahanemine alates 2022. aasta algusest on olnud suurim tööstus- ja ehitussektoris, kuid vähem vahetut kontakti eeldavate erateenuste ja avaliku sektori teenuste vallas see kasvab. Hoolimata pandeemia põhjustatud volatiilsusest on palgatulu osakaal viimati nimetatud sektorites tõusnud isegi kõrgemale, kui võiks eeldada nende pandeemiaeelsest kasvutrendist (joonis B).⁶ Mõlemas sektoris kajastab see ilmselt hiljutist märgatavat palgatõusu. Vähem vahetut kontakti eeldavates turusektorites pakutakse teenuseid eelkõige teistele ettevõtetele, sealhulgas tööstusettevõtetele. Palgatulu osakaalu suurenemine neis sektoreis (nii enne kui ka pärast pandeemiat) võib olla osaliselt seotud palgatulu osakaalu vähenemisega tööstussektoris ning osutada eriti kõrgepalgaliste kutseteenuste (näiteks raamatupidamise ja juriidiliste teenuste) töökohtade allhankele kitsama spetsialiseerumisega teenusepakkujatel. Alates pandeemia puhkemisest võib sellist arengut olla veelgi hoogustanud digiteerimise kiirenemine, mis nõuab suuremat hulka paremate oskuste ja kõrgema palgaga töötajaid.⁷ Palgatulu osakaal kahanes 2022. aasta alguses rohkem vahetut kontakti nõudvate teenuste sektorites – eelkõige kaubanduses, transpordis ja majutuses –, kuid viimasel ajal on see suundumus pöördunud. Tööstus- ja ehitussektoris on püsiv vähenemine ilmsem. Mõningal määral võib viimase aja langus kajastada pärast pandeemia lõppu tekkinud tööjõupuudust. Võib juhtuda, et tööandjad on sunnitud täitma teatud vabu töökohti töötajatega, kelle oskused on kehvemad ja palk madalam. Muu hulgas võis palgatulu osakaalu vähendada ka immigrandidest töötajate (kes üldjuhul teenivad kohalikest töötajatest väiksemat palka) osakaalu kasv euroala tööhõives 7,9%-lt 2019. aasta neljandas kvartalis 8,6%-le 2022. aasta neljandas kvartalis.

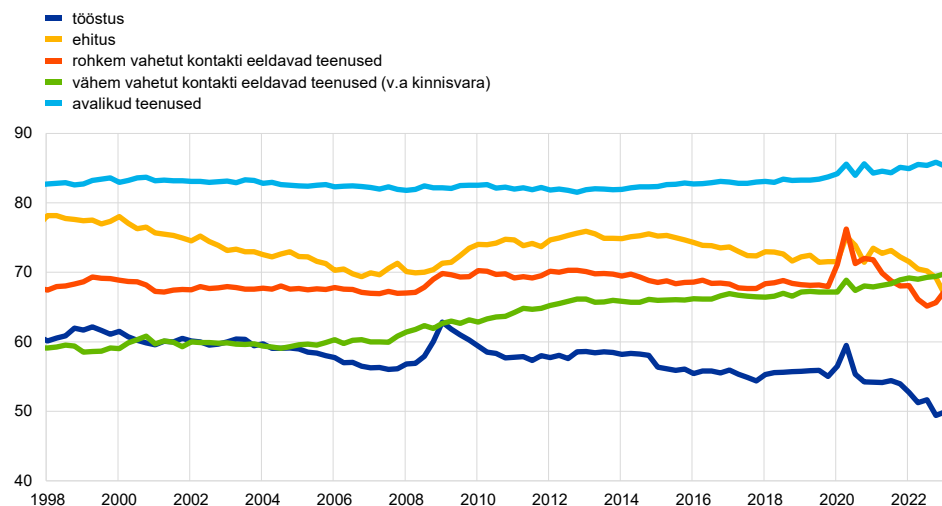
⁶ Palgatulu osakaal vaid turumajanduses, st avalikke teenuseid arvestamata, on 2019. aasta neljandast kvartalist alates alanenud 1,2 protsendipunkti. 2019. aasta neljandast kvartalist 2023. aasta esimese kvartalini kasvas töötaja kohta makstav hüvitis avalikus sektoris 9,5% ja vähem vahetut kontakti nõudvates sektorites 12,4%, kuid kogumajanduses 11,3%. Neis ulatuslikes sektorites suurenes märgatavalt ka töötajate arv, vastavalt 4,8% ja 6,1%, kogumajanduses aga 3,1%.

⁷ Teenuste allhankimise empiirilisi andmeid vt P. Baker, N. Foster-McGregor, J. Koenen, S. M. Leitner, J. Schricker, R. Stehrer, T. Strobel, J. Vermeulen, H.-G. Vieweg ja A. Yagafarova „[The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation](#)“, Viini rahvusvaheliste majandusuuringute instituudi teadusaruanne nr 404, juuli 2015; M. Falk ja F. Peng „[The increasing service intensity of European manufacturing](#)“, The Service Industries Journal, kd 33 (15–16), 2013, lk 1686–1706, ning R. Schettkat ja L. Yocarini „[The shift to services employment: A review of the literature](#)“, Structural Change and Economic Dynamics, kd 17 (2), juuni 2006, lk 127–147. Üldiseid empiirilisi andmeid digiteerimise ja automatiseerimise pikaajalise mõju kohta palkadele ja palgatulu osakaalule, kusjuures asjaomast mõju näivad suuresti vahendavat majanduse struktuur ja selle tööturu institutsioonid, vt digitaliseerimise uurimisprojekt „[Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area](#)“, EKP üldtoimetis nr 266, september 2021.

Joonis B.

Palgatulu osakaal euroala majanduse peamistes allsektorites

(protsentides kogulisandväärtusest)



Allikad: Eurostat ja EKP ekspertide arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta esimesest kvartalist. Rohkem vahetut kontakti eeldavad teenused hõlmavad kaubandust, transporditeenuseid, majutust ja muid teenuseid. Vähem vahetut kontakti eeldavad teenused hõlmavad info- ja kommunikatsiooni-, finants- ja kindlustus- ning kutse- ja haldusteenuseid.

Majandusaktiivsuse nihked sektorite vahel ei ole euroala palgatulu koondosakaalu hiljutises kahanemises rolli mänginud.

Muutused palgatulu koondosakaalus võivad tuleneda sektoripõhisest arengust, kus tavapäraselt väiksema (või suurema) palgatulu osakaaluga sektorite panus üldisesse lisandväärtusesse on kasvanud. Osakaalu nihke analüüs näitab aga, et lisandväärtuse kaalu nihkumine peamistes sektorites väiksema palgatulu osakaaluga sektorite poole on andnud palgatulu osakaalu vähenemisse marginaalse panuse – kõigest $-0,1$ protsendipunkti. Pigem selgitab palgatulu osakaalu kahanemist vähenemine allsektorites, mille panus üldisesse palgatulu osakaalu langusse alates 2019. aasta viimasest kvartalist on olnud $-0,6\%$.⁸

Tarbijate vähenev reaalpalk peegeldab palgatulu väiksemat osakaalu ja halvenevaid kaubandustingimusi, kuid reaalpalka kahanemise mõju kodumajapidamiste sissetulekule on osaliselt korvanud eelarvepoliitilised toetusmeetmed.

Tarbijate reaalpalk on kahanenud alates sõja puhkemisest Ukrainas, näidates, et osa hiljutisest kaubandusšokist ja selle mõjust tarbijahinna inflatsioonile jääb töötajate kanda (joonis C). 2023. aasta esimeses kvartalis oli näha mõningast reaalpalka taastumist. Kuigi reaalpalka jaotamine palgatulu osakaaluks, kaubandustingimusteks ja töövillakuse kasvuks on masinlik ega saa võtta arvesse niisuguste muutuste endogeensust (näiteks palgatulu osakaalu ja töövillakuse kasvu vahel), illustreerib see siiski palgatulu osakaalu ja reaalpalka kasvu viimastes kvartalites toimunud muutuste koosmõju. Ühelt poolt kajastab see ajatatud palgaläbirääkimisi, mis tähendab, et palku kohandatakse aeglasemalt kui hindu ja

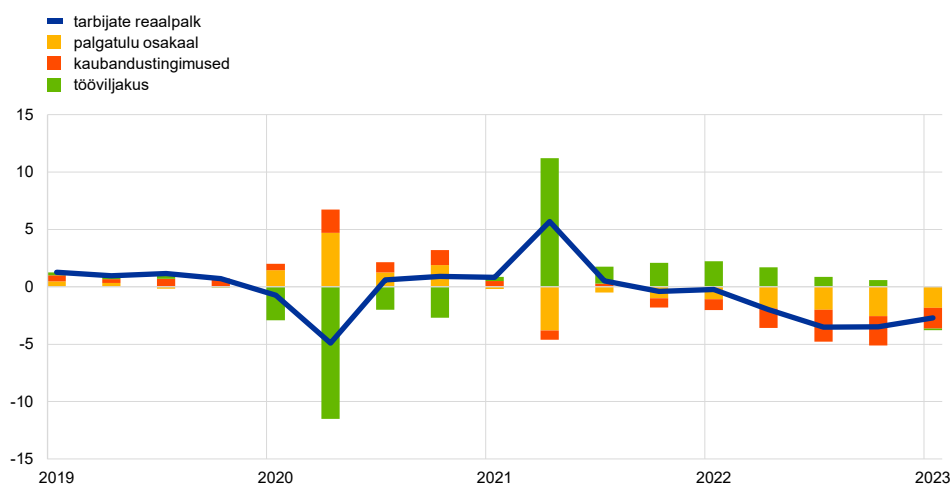
⁸ Veel ligikaudu $-0,2$ protsendipunkti tuli jääkkomponentidist, tähistades palgatulu osakaalu sektoripõhiste tasemete ja nende vastavate muutuste vahelist negatiivset korrelatsiooni. Arvutus järgib töövillakuse osakaalu nihke analüüsi, mida on käsitlenud C. Denis, K. McMorrow ja W. Röger artiklis „An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)“, Euroopa Komisjoni majandusväljaanne European Economy nr 208, juuli 2004, lk 78.

kasumit. Teiselt poolt on mõned valitsuse toetusmeetmed – mis moodustavad 2022. aastal euroalal 1,9% SKPst – piiranud (eelkõige energiahindade) kiire inflatsiooni mõju väikese sissetulekuga kodumajapidamistele ning leevendanud reaalpalga vähenemise mõju sissetulekule.⁹ Need toetusmeetmed võivad olla aidanud vastu astuda nii reaalmajanduse volatiilsusele kui ka kiire inflatsiooni tagajärgedele. Seega näitab palgatulu osakaalu vähenemine sissetuleku jaotuse tegelikku muutust tõenäoliselt suuremana. Kuna koguinflatsioon aeglustub, nominaalpalga kasv kogub hoogu ja kasum eeldatavasti katab sellest tuleneva tööjõu ühikukulu suurenemise, peaks palgatulu osakaal veelgi taastuma ning jõudma oma pandeemiaeelse pikaajalise keskmise lähedale.¹⁰

Joonis C.

Palgatulu osakaal ja tarbijate reaalpalk euroalal

(aastane kasvumäär protsentides ja panus protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja EKP ekspertide arvutused.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta esimesest kvartalist. Kaubandustingimusi määratletakse siin kui lisandväärtuse deflaatori ja eratarbimise deflaatori suhtarvu. Eratarbimise deflaator hõlmab ka imporditud kaupade ja teenuste hindu, lisandväärtuse deflaator aga mitte.

⁹ Vt EKP majandusülevaate 2/2023 infokastid „Kes maksab arve? Hiljutise energiahinnašoki ebaühtlane mõju“ ja „Ajakohastatud teave energiakriisi ja kiire inflatsiooni leevendamiseks võetud eelarvepoliitiliste toetusmeetmete kohta euroalal“.

¹⁰ Vt käesoleva majandusülevaate infokast „Kuidas on kasum mõjutanud euroala hinnasurve hiljutist tugevnemist?“.

5 Ettevõtete müügihindade ootused küsitlusandmete põhjal

Koostanud Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund ja Erzsebet Judit Rariga

Selles infokastis käsitletakse ettevõtete müügihindade ootusi ajavahemikul 2023. aasta aprillist 2024. aasta aprillini, keskendudes jaemüügisektori ja muude sektorite erinevustele. Viimane [küsitlus ettevõtete juurdepääsu kohta rahastamisele \(SAFE\)](#), mis viidi läbi 6. märtsist kuni 14. aprillini 2023, sisaldas kahte eriküsimust ettevõtete subjektiivsete ootuste kohta 1) müügihindade ja 2) töötajate palkade muutuste suhtes järgmise 12 kuu jooksul.¹ Infokastis käsitletakse ainult ettevõtete ootusi müügihindade suhtes. Kuna SAFE raames käsitletakse ettevõtteid, kes müüvad nii teistele ettevõtetele kui ka tarbijatele, esindavad nende keskmised ootused tulevaste müügihindade suhtes tootja- ja tarbijahindade kombinatsiooni. Seepärast on ettevõtted rühmitatud kaheks suureks kategooriaks – jaemüügisektori ettevõteteks ja jaemüügisektoriväliseks ettevõteteks –, lähtudes nende NACE kohasest tegevusala klassifikatsioonist.² Seeläbi eristatakse ettevõtteid, kes müüvad vahe- ja lõppkaupu ning teenuseid teistele ettevõtetele, ja ettevõtteid, kes müüvad otse lõpptarbijatele.³

Keskmiselt eeldavad euroala ettevõtted, et nende müügihinnad tõusevad järgmise 12 kuu jooksul 6,1%, kusjuures jaemüügisektoris on oodatav hinnatõus suurem (joonis A).⁴ NACE klassifikatsiooni kohase jaemüügisektori ja muude valdavalt lõpptarbijatele müüvate sektorite ettevõtteid teatasid järgmise 12 kuu ettevaates keskmiselt palju kõrgematest oodatavatest müügihindadest (6,8%) kui jaemüügisektorivälised ettevõtted (4,9%); samuti on jaotuse hajuvus nende puhul väiksem.

¹ Üksikasjalikumad teavet ettevõtete palgaootuste kohta vt SAFE 28. küsitlusvooru (oktoober 2022 – märts 2023) käsitleva [aruande](#) 1. infokastist „Ad hoc questions – Firm's expectations about selling prices and wages“.

² Lühend NACE tähistab Euroopa Liidu majanduse tegevusalade klassifikaatorit.

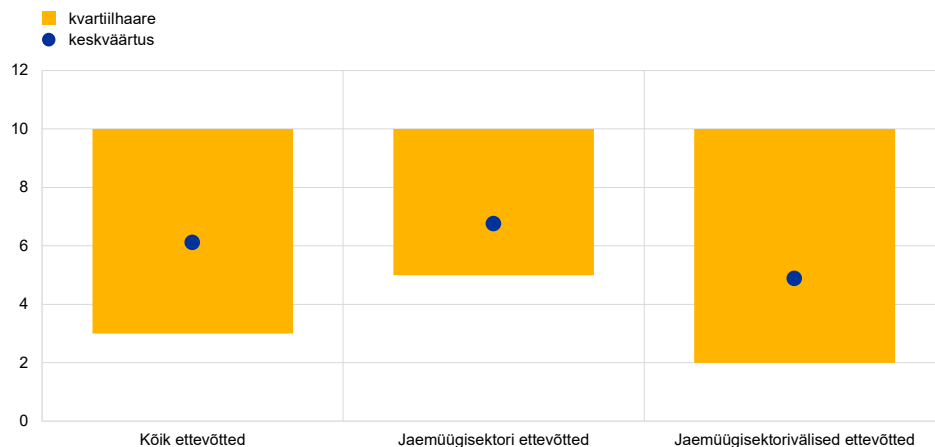
³ Jaemüügisektori ettevõtete kategooriasse kuuluvad ettevõtted, kes tegutsevad peamiselt jaekaubanduse, automüügi, reisijateveo ning majutus- ja toitlustusteenuste valdkonnas ehk sektorites, mis otseselt kajastavad ühtlustatud tarbijahinnaindeksis (ÜTHI). Jaemüügisektorivälise ettevõtete kategooriasse kuuluvad ettevõtted tegutsevad peamiselt tootmis- ja ehitussektoris. See kategooria kajastab rohkem vahe- ja lõppkaupu, mis ei ole nii otseselt seotud tarbijalemüügi/jaekaubandusega. Kuigi analüüsis keskendutakse ÜTHI seisukohast asjakohaste sektorite ettevõtetele, ei pruugi valim täpselt kajastada ÜTHI korvi kogu koosseisu. Seetõttu ei saa siin esitatud ettevõtete ootusi tulevaste müügihindade suhtes otseselt võrrelda tarbijahinnaindeksi inflatsiooni ootuste üldkasutatavate mõõdikutega kolmel põhjusel. Esiteks, kuigi siinses analüüsis käsitatakse jaemüügisektori ettevõtetena ÜTHI arutamisel arvesse võetavates sektorites tegutsevaid ettevõtteid, võivad sellised ettevõtted tegeleda ka hulgemüügi, misjuhu nende hinnad peegeldavad hoopis tootjahindu. Teiseks müüvad paljud ettevõtted pigem vahe- kui lõppkaupu, kuid ÜTHI kajastab ainult lõppkaupu. Kolmandaks viitavad küsitlusvastused ettevõtete enda hindadele, mitte koondhinnaindeksile. Kuna üksikasjalik sektoripõhine teave saadi individuaalsete küsitlusvastuste ja Bureau Van Dijk andmebaasist Orbis pärit finantsaruannete sobitamise teel, on analüüs tehtud 10 983 küsitlud ettevõttest 5829 ettevõtte alamhulga põhjal.

⁴ Kaalutud keskmised on arvatud pärast riigipõhises jaotuses väljapoole 1. protsentiili ja 99. protsentiili jäävate vaadeldud andmete eemaldamist. Hinna- ja palgamuutuste mediaanootus on kõigis suurusklassides täpselt 5%.

Joonis A.

Keskmise oodatava müügihinna muutused järgmise 12 kuu jooksul

(protsentides)



Allikad: EKP ja Euroopa Komisjoni küsitlus SAFE.

Märkus. Euroala ettevõtete teatatud keskmised müügihindade ootused järgmise 12 kuu jooksul koos kvartiilhaaretega, kasutades küsitluse kaalusid. Statistika on arvatud pärast väljapoole riigipõhist 1. ja 99. protsentiili jäävate andmete eemaldamist. Jaotus „Kõik ettevõtted“ hõlmab kõigi SAFE-küsitluse kaasatud ettevõtete vastuseid (10 983). Vt joonealune märkus ettevõtete liigitamise kohta jaemüügisectori ettevõteteks ja jaemüügisectoriväliseks ettevõteteks. Bureau Van Dijk Orbise andmestikuga sobitatud jaemüügisectori ettevõtete ja jaemüügisectorivälise ettevõtete alamvalimi keskmise oodatava müügihinna muutus on 5,6%. Arvud viitavad SAFE 28. küsitlusvoorule (oktoober 2022 – märts 2023).

Ettevõtted, kes on teatanud sisendi- ja rahastamiskulude hiljutisest suurenemisest, eeldavad kõrgemaid müügihindu (joonis B).

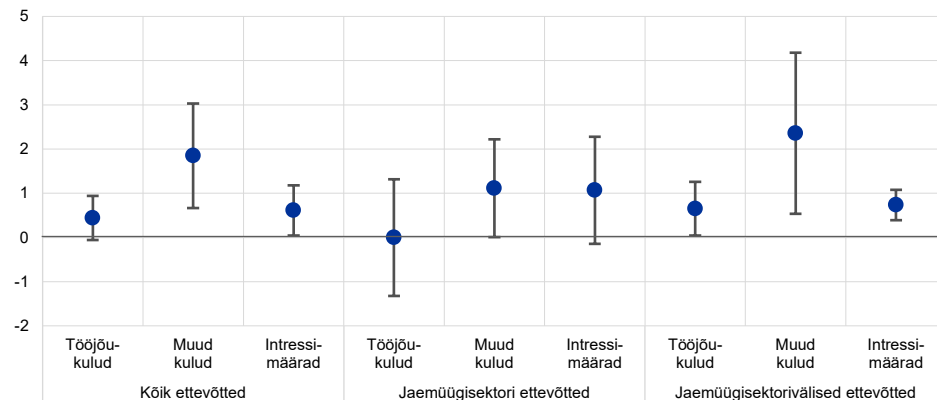
SAFE-küsitluse kaasatud ettevõtted teatavad, kas nende tööjõukulud, muud sisendikulud (peamiselt materjalide ja energiaga seotud kulud) ja laenukulud on viimase kuue kuu jooksul kasvanud, jäänud samaks või vähenenud. Taandatud kujul regressioonid, milles võetakse arvesse selliste tootmis- ja rahastamiskulude kogumõju, osutavad, et ettevõtted, kes teatasid materjalide ja energiaga seotud kulude suurenemisest ajavahemikul 2022. aasta oktoobrist 2023. aasta märtsini, eeldavad järgmise 12 kuu jooksul oma müügihindade tõusu, mis on ligikaudu 2 protsendipunkti suurem kui ettevõtete puhul, kes teatasid muutumatutest või vähenevatest tööjõuga mitteseotud sisendikuludest. Varasemad energia- ja materjalikulude tõusud mõjutavad tulevasi müügihindu nii jaemüügisectori ettevõtete kui ka jaemüügisectorivälise ettevõtete puhul, kuid viimaste puhul on nende mõju suurem. Üks seletus võib olla see, et jaemüügisectorivälised ettevõtted tegutsevad enamasti tootmissektoris, kus energia- ja muud sisendikulud moodustavad kogukuludest suurema osa kui jaemüügisectoris. Jaemüügisectorivälised ettevõtted, kes on varem teatanud tööjõu- ja intressikulude suurenemisest, eeldavad oma müügihindade tõusu järgmise aasta jooksul. Taandatud kujul esitatud hinnangud intressimäärade mõju kohta on kooskõlas rahapoliitika ülekandumise kulukanali tekkimisega, mille kaudu intressimäärade muutused mõjutavad hinnakujundust ja inflatsiooni arengut, suurendades tegelikke piirkulusid.⁵ Samas ei kajasta see ettevõtete tasandi taandatud kujul regressioon kõrgemate intressimäärade üldist inflatsiooni pärssivat mõju rahapoliitika ülekandumise traditsioonilise nõudluskanali kaudu.

⁵ Vt nt F. Ravenna ja C. E. Walsch „Optimal Monetary Policy with the Cost Channel“, Journal of Monetary Economics, kd 53, nr 2, märts 2006, lk 199–216.

Joonis B.

Oodatavad müügihinnad ning varasemad tootmis- ja rahastamiskulud

(protsendipunktides)



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

Märkus. Joonisel on esitatud koefitsiendid, mis on saadud oodatavate hindade muutuse regresseerimisel tööjõukulude, muude kulude (materjalid ja energia) ja intressimäärade taseme suhtes. Regressioonivõrrandis paremal pool olevate muutujate väärtus on 1, kui ettevõtte teatasid tööjõukulude, muude kulude või intressimäärade taseme tõusust ajavahemikul 2022. aasta oktoobrist 2023. aasta märtsini. Regressioonid hõlmavad riigi ja ettevõtte suuruse fikseeritud efekte. „Vurrud“ kujutavad 90% usaldusvahemikke, mis põhinevad riikide kaupa klasterdatud standardvigadel. Vt joonealune märkus kategooriate „Kõik ettevõtted“, „Jaemüügisektori ettevõtted“ ja „Jaemüügisektorivälised ettevõtted“ kohta. Arvud viitavad SAFE 28. küsitlusvoorule (oktoober 2022 – märts 2023).

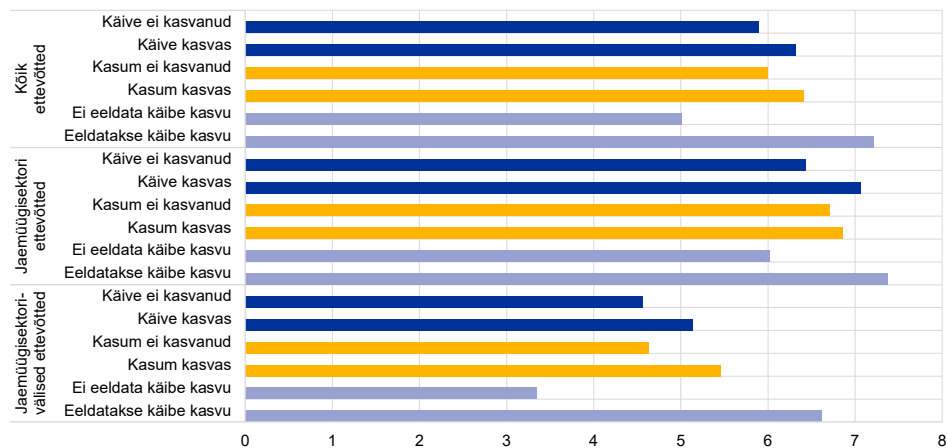
Müügihindade oodatav tõus on suurem nende jaemüügisektori ja jaemüügisektoriväliste ettevõtete puhul, kes eeldavad oma käibe kasvu

(joonis C). SAFE-küsitluses antud vastustes teatavad ettevõtted ka seda, kas nende käibe ja kasum on viimase kuue kuu jooksul kasvanud, jäänud samaks või vähenenud ning kas nende eeldatav käibe järgmise kuue kuu jooksul kasvab, jääb samaks või väheneb. Kõigi valimisse kuuluvate ettevõtete puhul ning ettevõtete jaotuses sektorite kaupa ei ole käibe ja kasumi varasem kasv seostatav ettevõtete teatatud olulise erinevusega oodatavates müügihindades. Nii jaemüügisektori ettevõtted kui ka jaemüügisektorivälised ettevõtted osutasid palju kõrgematele oodatavatele müügihindadele juhul, kui nad teatasid ka suuremast oodatavast käibest järgmise kuue kuu jooksul. See võib tähendada seda, et ettevõtted, kes pärast majanduse taaselavnemist eeldavad suuremat nõudlust oma toodete ja teenuste järele, tõstavad edaspidi tõenäolisemalt oma hindu. Müügihindade ja käibe eeldatav kasv võib olla tingitud ka eeldatust suurematest sisendkuludest.

Joonis C.

Müügihindade ootused käibe ja kasumi järgi

(protsentides)



Allikad: EKP ja Euroopa Komisjoni küsitlus SAFE.

Märkus. Euroala ettevõtete keskmised ootused müügihinna suhtes järgmise 12 kuu jooksul selle alusel, kas ettevõtte teatasid käibe/kasumi kasvust või vähenemisest/mittemuutumisest viimase kuue kuu jooksul, ning selle alusel, kas ettevõtte eeldavad käibe/kasumi kasvu või vähenemist/mittemuutumist järgmise kuue kuu jooksul, kasutades küsitluse kaalusid. Keskmised müügihindade ootused on arvatud pärast väljapoole riigipõhist 1. ja 99. protsentili jäävate andmete eemaldamist. Jaotus „Kõik ettevõtted“ hõlmab kõigi küsitluse kaasatud ettevõtete vastuseid (10 983). Vt joonealune märkus ettevõtete liigitamise kohta jaemüügisektori ettevõteteks ja jaemüügisektoriväliseks ettevõteteks. Arvud viitavad SAFE 28. küsitlusvoorule (oktoober 2022 – märts 2023).

Tootmisettevõtted, kes tegutsevad nendes tööstusharudes ja riikides, kus varem teatati suuremast tootjahindade tõusust, eeldavad järgmise 12 kuu jooksul väiksemat müügihindade tõusu (joonis D). Töötlevas tööstuses (mille kohta on olemas tootjahinnaandmed riigi ja tööstusharu tasandil) on ettevõtete oodatavad müügihinnad märkimisväärselt erinevad. Need ettevõtted, kelle puhul on 2022. aasta kolmandas kvartalis teatatud mediaantõusust suuremast tootjahinna tõusust, eeldavad hinnatõusu ligikaudu 3,4% (tootjahindade inflatsiooni jaotuse kolmas kvartiil) ja 2% võrra (neljas kvartiil), mis on keskmise oodatava müügihinnaga võrreldes tunduvalt väiksem tõus.⁶ Varem mediaantõusust väiksemast tootjahinna tõusust teatanud tööstusharude ettevõtted eeldavad järgmisel aastal kõrgemat müügihinda (umbes 5,5% võrra). Kuna töötleva tööstuse sektorid müüvad peamiselt vahetoodangut teistele sektoritele, võib selline heterogeensus aidata mõista tootjahindade ülekandumist tarbijahindadesse.⁷ Täheldatud hinnakujunduskäitumine võib olla kooskõlas riigist sõltuvate hinnakujundusmudelitega, kus hindade korrigeerimise tõenäosus suureneb koos hindade kõrvalekalletega.⁸

⁶ NACE Rev. 2 kahe numbri koodi (riigi tasand) kvartaliandmete põhjal oli 2022. aasta kolmandas kvartalis tootjahinnaindeksi mediaan ligikaudu 13%.

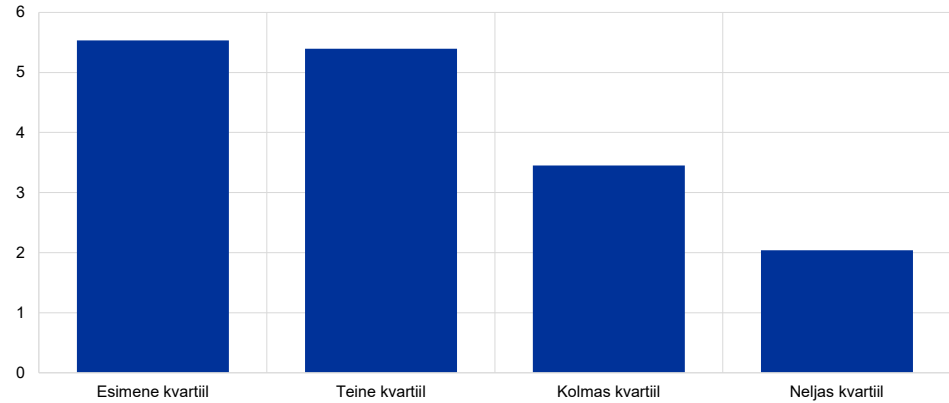
⁷ Vt ka käesoleva majandusülevaate 3. infokast „Kuidas on kasum mõjutanud euroala hinnasurve hiljutist tugevnemist?“, kus on esitatud lisaanalüüs ühiku kohta teenitava kasumi panuse kohta hinnasurvele euroalal.

⁸ P. Karadi, R. Schoenle ja J. Wursten „Measuring price selection in microdata: it's not there“, EKP teadustoimetis nr 2566, juuni 2021.

Joonis D.

Müügihindade ootused tootjahindade varasemate tõusude kvartiilide kaupa

(protsentides)



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

Märkus. Tööstusettevõtete oodatavad müügihindade muutused. Joonisel on esitatud keskmised oodatavad müügihinnad järgmise 12 kuu jooksul 2022. aasta kolmandas kvartalis toimunud tootjahindade tõusude kvartiilide kaupa. Tootjahinnaindeksit määratletakse protsentuaalse muutusena võrreldes eelmise aasta sama perioodiga. Esimeses kvartiilis olevate ettevõtete puhul on NACE Rev. 2 koodi riigi tasandi tootjahinnaindeks vahemikus -4,4% kuni 8%, teises kvartiilis olevate ettevõtete puhul vahemikus 8% kuni 13%, kolmandas kvartiilis olevate ettevõtete puhul vahemikus 13% kuni 18% ja neljandas kvartiilis olevate ettevõtete puhul vahemikus 18% kuni 80%. Arvud viitavad SAFE 28. küsitlusvoorule (oktoober 2022 – märts 2023).

6 Euroala välisfinantsvoogude märkimisväärne vähenemine 2022. aastal – pilguheit üksikasjalikumale maksebilansi statistikale

Koostanud Lorenz Emter, Mariadolores Schiavone ja Martin Schmitz

Selles infokastis analüüsitakse üleilmse finantskriisi järgset suurimat euroala välisfinantsvoogude vähenemist 2022. aastal. Selleks kasutatakse euroala maksebilansi ja rahvusvahelise investeerimispositsiooni statistika uusi andmejaotusi.¹ Üks suur muutus 2022. aastal oli euroala jooksevkonto saldo jõudmine 137 miljardi eurosse puudujääki (–1,0% SKPst), millele eelnes 285 miljardi eurone (2,3% SKPst) ülejääk 2021. aastal. See oli euroala jooksevkonto saldo ajaloo suurim aastane muutus.² Samal ajavahemikul vähenes finantskonto ülejääk 312 miljardilt eurolt 14 miljardile eurole, mis oli tingitud euroala finantsvoogude järsust pöördumisest nii varade kui ka kohustuste poolel. Finantskonto analüüs on viimastel aastatel muutunud üha keerulisemaks rahvusvaheliste finantsvahendusahelate laienemise tõttu, mis hõlmavad tihti rahvusvahelistes finantskeskustes asuvaid mittepangast finantsasutusi.³ EKP on rahvusvaheliste statistikaalaste käsiraamatute soovitude põhjal töötanud välja uued euroala maksebilansi ja rahvusvahelise investeerimispositsiooni statistika andmejaotused, et hõlbustada riskipositsioonide ja omavahelise seotuse täielikumat analüüsi.⁴

Euroala välisfinantsvoogude märkimisväärne vähenemine 2022. aastal oli peamiselt tingitud portfelliinvesteeringute ja välismaiste otseinvesteeringute arengust (joonis A). 2022. aastal pöördusid 2021. aastal mitme aasta kõrgeima taseme (1,4 triljoni eurone netoinvesteering) saavutanud euroala investorite netotehingud euroalaväliste varadega 0,3 triljoni eurose investeeringute netomüügi juures langusesse. See finantsvoogude järsk pöördumine euroala varade poolel oli peamiselt tingitud portfelli omandiväärtpaberiinvesteeringute (noteeritud aktsiad ja investeerimisfondide osakud) ja võlaväärtpaberiinvesteeringute muutustest. Lisaks aitasid investeeringute vähenemisele märkimisväärselt kaasa välismaiste

¹ EKP muudetud välisstatistika [suunise EKP/2018/19](#) kohaselt esitatud uued andmed hõlmavad täiendavaid andmejaotusi residentide sektorite, tehingupoole riigi ja välismaiste otseinvesteeringute võlainstrumentide kaupa. Uued andmerekad on praegu olemas 2019. aasta esimese kvartali seisuga ja täiendavad tagasiulatuvad andmed tehakse kättesaadavaks 2024. aasta jooksul. Täpsemad andmed euroala maksebilansi ja rahvusvahelise investeerimispositsiooni statistika kohta on saadaval [EKP kodulehel](#).

² Vt EKP värskemat statistikat [euroala kvartaalse maksebilansi ja rahvusvahelise investeerimispositsiooni kohta](#).

³ P. R. Lane „[The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#)“, peaettekannet Euroopa Keskpanga, Irving Fisheri komitee ja Portugali keskpanga ühiskonverentsil „[Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?](#)“, 17. veebruar 2020, ning A. Coppola, M. Maggiori, B. Neiman ja J. Schreger „[Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens](#)“, *The Quarterly Journal of Economics*, kd 136(3), 2021, lk 1499–1556.

⁴ „[Balance of Payments and International Investment Position Manual](#)“, kuues trükk (BPM6). Viimased andmed euroala sektorite vaheliste finantstehingute kohta on leitavad EKP värskemas statistikas, milles käsitletakse [euroala majandus- ja finantsarengut institutsionaalsete sektorite kaupa](#) (ennekõike tabelis 1).

otseinvesteeringute vood pärast viimaste aastate ebatavaliselt suurt volatiilsust.⁵ Ka kohustuste poolel hakkasid euroalavälised investorid 2022. aastal euroala varade netomüüjateks, erinevalt 2021. aastast, mil nad olid varade netoostjad. Investeeringute netovähene mine oli suurim välismaiste otseinvesteeringute puhul, samas kui 2021. aastal tipptaseme saavutanud euroala portfelli omandiväärtpaberite netoostud lõppesid peaaegu täielikult. Samal ajal pöördus välisinvestorite euroala võlaväärtpaberite netomüük pärast mitut aastat tugevat investeeringute netovähendamist 2022. aastal langusesse.⁶ Üldiselt olid nii varade kui ka kohustuste netomüügi ja finantstehingute pöördumise näitajad 2022. aastal tugevaimad pärast 2009. aastat. Selle infokasti ülejäänud osas keskendutakse üksikasjalikumalt investeeringute vähenemise peamistele põhjustele ehk portfelliinvesteeringutele ja välismaistele otseinvesteeringutele.

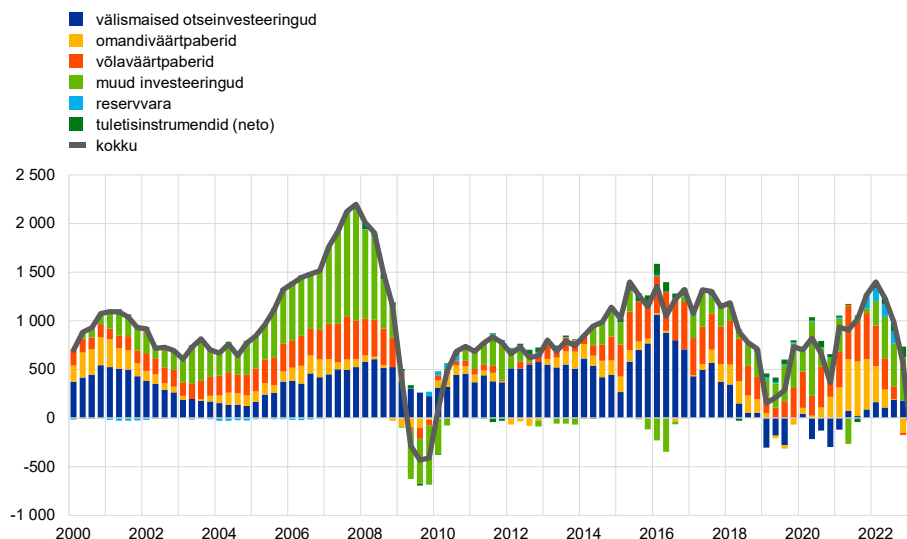
⁵ Välismaiste otseinvesteeringute vooge on läbi aegade peetud kõige stabiilsemaks rahvusvaheliste kapitalivoogude kategooriaks. Vt nt B. Eichengreen, P. Gupta ja O. Masetti „[Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?](#)“, Asian Economic Papers, kd 17(1), 2018, lk 22–41. Viimastel aastatel on aga rahvusvaheliste suurettevõtete tähtsuse kasvuga kaasnenu d suur volatiilsus, eriti väikestes avatud majandusega riikides. Vt nt V. Di Nino, M. Habib ja M. Schmitz, EKP majandusülevaate 2/2020 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)“.

⁶ Tehingud muude investeeringute kategoorias pöördusid samuti 2022. aastal täheldatud positiivsete väärtuste juurest langusesse, eriti kohustuste poolel. See oli peamiselt tingitud euroala residentide eurosüsteemis hoitavate hoiuste vähenemisest.

Joonis A. Euroala finantskonto

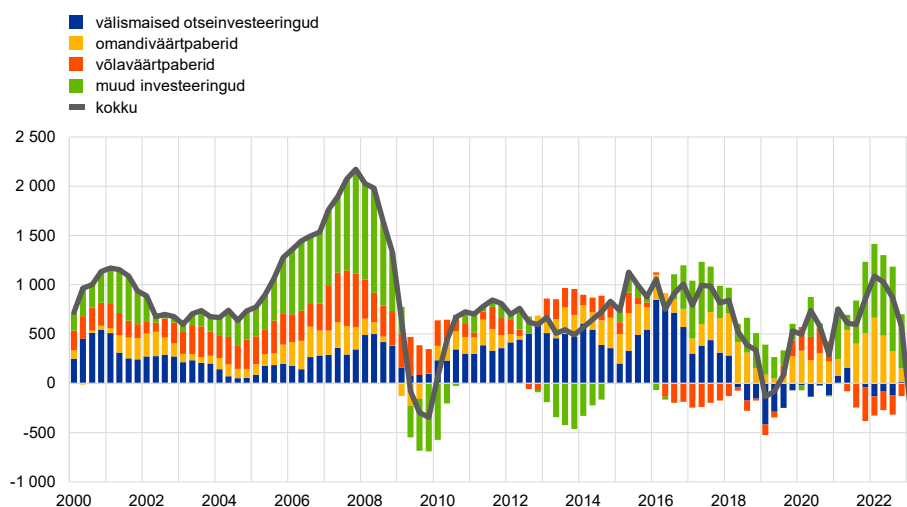
a) Varad

(nelja kvartali libisevad summad, miljardites eurodes)



b) Kohustused

(nelja kvartali libisevad summad, miljardites eurodes)



Allikas: EKP.

Märkus. Varade puhul tähistab positiivne (negatiivne) arv euroala investorite euroalaväliste instrumentide netoostu (-müüki). Kohustuste puhul tähistab positiivne (negatiivne) arv euroalaväliste investorite euroala instrumentide netoostu (-müüki). Viimased andmed pärinevad 2022. aasta neljandast kvartalist.

Euroala investorite portfelliinvesteeringute varadesse investeerimise vähenemist 2022. aastal hoogustasid ennekõike investeerimisfondid, mis kipuvad investeerima protsükliliselt, samas kui kindlustusseltsid ja pensionifondid tasakaalustasid mõnevõrra väljavoolu pöördumist (joonis B).

Euroala maksebilansi ja rahvusvahelise investeerimispositsiooni statistika uued andmerekad annavad ülevaate mittepangast finantsvahendajate sektorist.⁷

Andmejaotus osutab ennekõike euroala investeerimisfondide osatähtsusele

⁷ Mittepangast finantsvahendajate sektori uus andmejaotus hõlmab eraldi andmeid investeerimisfondide, kindlustusseltside ja pensionifondide ning muude finantsasutuste kohta.

euroalaväliste residentide emiteeritud väärtpaberitesse tehtud portfelliinvesteeringute omanikena (moodustades 2022. aasta lõpu seisuga 59% kõikidest omandi- ja võlaväärtpaberinvesteeringutest).⁸ Sellega kooskõlas oli euroala portfelliinvesteeringute trendi pöördumine võla- ja omandiväärtpaberite netoostudelt (2021. aastal 790 miljardit eurot) netomüügile (2022. aastal 235 miljardit eurot) suuresti tingitud investeerimisfondide sektorist. Investeerimisfondid kipuvad üldjuhul olema protsüklilised investorid, st nad müüvad väärtpabereid suure riskikartlikkuse perioodidel, tekitades seega finantsvoogude volatiilsust, samas kui kindlustusseltsid ja pensionifondid tegutsevad pigem vastutsükliliselt, mis on kooskõlas 2022. aastal euroalal täheldatud investeerimiskäitumisega.⁹ Lisaks panid 2022. aastal toimunud muutused investeerimiskäitumises punkti pikka aega kestnud ja ulatuslikule investeerimisportfelli tasakaalustamisele euroalaväliste väärtpaberite suunas, mis algas 2014. aastal, kui EKP võttis kasutusele negatiivsed intressimäärad ja käivitas varaostukavad.¹⁰

⁸ Euroala investeerimisfondide investeerimiskäitumine on oluline hindamaks nende fondide investorite, eriti pensionifondide, kindlustusseltside ja kodumajapidamiste riskipositsioone. Vt D. Carvalho ja M. Schmitz „Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds“, Review of International Economics, avaldamisel.

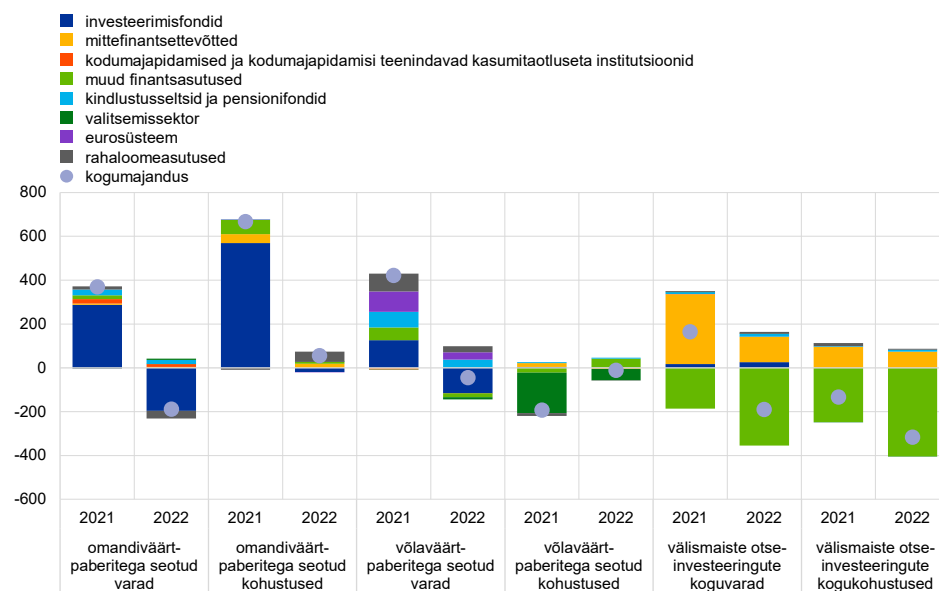
⁹ Vt Y. Timmer „Cyclical investment behavior across financial institutions“, Journal of Financial Economics, kd 129, nr 2, 2018, lk 268–286.

¹⁰ EKP varaostukava algatati 2014. aasta keskepaigas ja pandeemia majandusmõju ohjeldamise erakorraline varaostukava käivitati 2020. aasta märtsis. Mõlema kava alusel tehtavad netoostud lõpetati 2022. aastal. Vt B. Coeuré „The international dimension of the ECB’s asset purchase programme“, kõne välisvaluuta kontaktrühma kohtumisel, 11. juuli 2017; P. R. Lane „The international transmission of monetary policy“, peaettekanne CEPRi rahvusvahelise makromajanduse ja finantsprogrammi kohtumisel, 14. november 2019, ning K. Bergant, M. Fidora ja M. Schmitz, „International capital flows at the security level: evidence from the ECB’s Asset Purchase Programme“, EKP teadustoimetis nr 2388, Frankfurt, aprill 2020.

Joonis B.

Euroala finantskonto: valitud kirjed residentide sektorite kaupa

(nelja kvartali summad, miljardites eurodes)



Allikas: EKP.

Märkus. Varade puhul tähistab positiivne (negatiivne) arv euroala investorite euroalaväliste instrumentide netoostu (-müüki). Kohustuste puhul tähistab positiivne (negatiivne) arv euroalaväliste investorite euroala instrumentide netoostu (-müüki). Viimased andmed pärinevad 2022. aasta neljandast kvartalist.

Geograafiliselt olid 2022. aasta portfelliinvesteeringute vähenemise taga omandiväärt-paberite puhul eelkõige arenenud majandusega riikide emiteeritud väärt-paberid, samas kui võlaväärt-paberite poolel oli seda kõige teravamalt tunda tärkava turumajandusega riikide emiteeritud väärt-paberite puhul, mis oli kooskõlas üleilmse investorite kindlustunde vähenemisega (joonis C). Euroala partnerriikide uus andmejaotus annab parema ülevaate nii arenenud majandusega riikidest (millele on lisatud Austraalia, Lõuna-Korea ja Norra) ning tärkava turumajandusega riikidest (mille hulka kuuluvad nüüd ka Argentina, Indoneesia, Lõuna-Aafrika, Mehhiko, Saudi Araabia ja Türgi). Uuest statistikast nähtub, et euroala investorid vähendasid 2022. aastal oma riskipositsiooni Ameerika Ühendriikide, Ühendkuningriigi ja teiste arenenud majandusega riikide residentide emiteeritud omandiväärt-paberite suhtes. Võlaväärt-paberite puhul on pilt keerukam: euroala investorid müüsid kokkuvõttes suure hulga tärkava turumajandusega riikide, *offshore*-finantskeskuste ja Ühendkuningriigi emiteeritud väärt-pabereid. Tärkava turumajandusega riikide seas hoogustas netomüüki tagant Hiinas, Mehhikos ja Venemaal emiteeritud väärt-paberite müük.¹¹ Lisaks hõlmab *offshore*-finantskeskuste emiteeritud väärt-paberite netomüük tõenäoliselt enamasti väärt-pabereid, mille on emiteerinud tärkava turumajandusega riikide, ennekõike Hiina residentidest

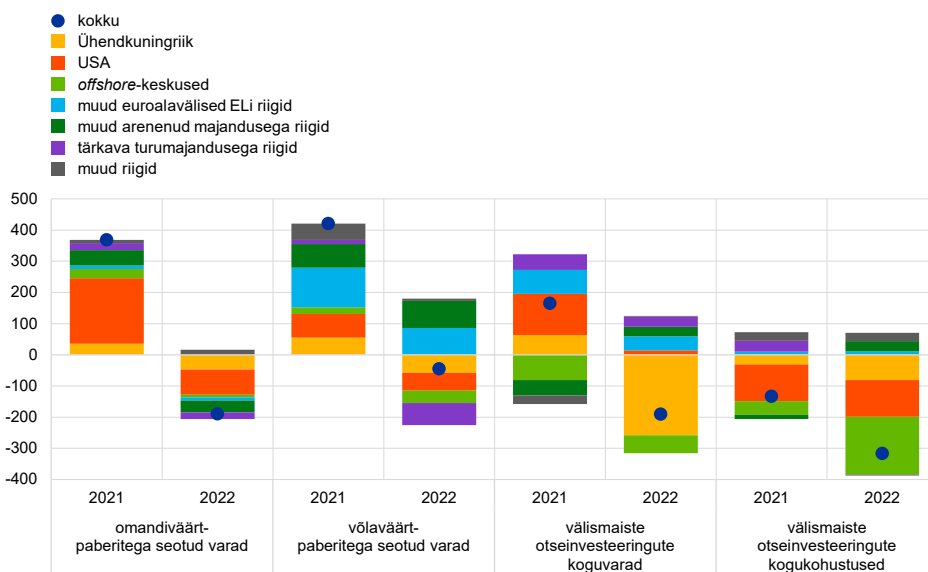
¹¹ Lisateabe saamiseks euroala investeeringute kohta Venemaal vt L. Emter, M. Fidora, F. Pastoris ja M. Schmitz, EKP majandusülevaate 7/2022 täispika ingliskeelse versiooni artikkel „Euro area linkages with Russia: latest insights from the balance of payments“.

ettevõtete tütaretevõtted.¹² Samal ajal tegid euroala investorid märkimisväärset hulgal teiste arenenud majandusega riikide, ennekõike Kanada ja Jaapani residentide emiteeritud väärt-paberite netooste, mis võis olla tingitud turvaliste varade eelistamisest.

Joonis C.

Euroala finantskonto: valitud kirjed tehingupoole asukoha kaupa

(nelja kvartali summad, miljardites eurodes)



Allikas: EKP.

Märkus. Varade puhul tähistab positiivne (negatiivne) arv euroala investorite euroalavälise instrumentide netoostu (-müüki). Kohustuste puhul tähistab positiivne (negatiivne) arv euroalavälise investorite euroala instrumentide netoostu (-müüki). „Muud euroalavälised ELi riigid“ hõlmab euroalaväliseid ELi liikmesriike ning neid ELi institutsioone ja asutusi, mida käsitletakse statistilistel eesmärkidel euroalavälisena, näiteks Euroopa Komisjon ja Euroopa Investeeringuspank. „Muud arenenud majandusega riigid“ hõlmab Austraaliat, Jaapanit, Kanadat, Lõuna-Koreat, Norrat ja Šveitsi. „Tärkava turumajandusega riigid“ hõlmab Argentiinat, Brasiiliat, Hiinat, Indiat, Indoneesiat, Lõuna-Aafrikat, Mehhikot, Saudi Araabiat, Venemaad ja Türgit. „Muud riigid“ hõlmab kõiki riike ja riikide rühmi, mida ei ole joonisel näidatud, samuti mittesihotstarbelisi tehinguid. Viimased andmed pärinevad 2022. aasta neljandast kvartalist.

Mis puutub euroala 2022. aasta välismaistesse portfelliinvesteeringutesse, siis kuivasid euroala investeerimisfondi osakute netoostud kokku, samas kui välisinvestorid hakkasid EKP rahapoliitika kursi karmistudes üha rohkem huvituma euroala võlaväärt-paberitest (joonis B). Euroala investeerimisfondide varade poole investeerimiskäitumise pöördumist ilmestab see, et euroalavälised investorid muutusid Ukrainas puhkenud sõjast tingitud globaalsete finantsturgude väiksema riskivalmiduse tingimustes euroala investeerimisfondide emiteeritud osakute netomüüjateks. 2022. aastal mõjutas euroala finantsvooge märkimisväärselt euroala ulatusliku investeerimisfondide sektori ja tugeva euroalavälise investorite baasi (eriti Iirimaa ja Luksemburgi residentidest fondid) kombinatsioon.¹³ Samal ajal paranes 2022. aastal välisinvestorite kindlustunne euroala

¹² Hiljutistest uuringutest nähtub, et euroala investeeringud tärkava turumajandusega riikide ettevõtete võlakirjadesse on märkimisväärselt suuremad, kui arvestada ka arenevate turgude ettevõtete *offshore*-tütaretevõtete emiteeritud väärt-paberitesse investeerimist. Vt R. Beck, A. Coppola, A. Lewis, M. Maggiori, M. Schmitz ja J. Schreger „The Geography of Capital Allocation in the Euro Area“, SSRNi toimetis, ning K. Bergant, G. M. Milesi-Ferretti ja M. Schmitz „Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe“, CEPRI aruteludokument nr 17946, 2023.

¹³ Vt R. Beck, A. Coppola, A. Lewis, M. Maggiori, M. Schmitz ja J. Schreger „The Geography of Capital Allocation in the Euro Area“, SSRNi töödokument.

võlaväärtpaberite suhtes. Kuigi 2015. aastale järgnenud ajavahemikku iseloomustas euroala võlaväärtpaberite suur netomüük (ennekõike riigivõlakirjade müük, mis kajastab osaliselt mitteresidentide kui eurosüsteemi varaostukavade tehingupoolte tähtsust), hakkas see 2022. aastal EKP baasintressimäärade kerkides ja eurosüsteemi varaostukavade lõppedes vähenema. Kasvavate intressimäärade tingimustes said euroalavälistest investoritest, kes olid eelmistel aastatel olnud netomüüjad, euroala muude finantsasutuste sektori üksuste, sealhulgas finantsvahendusettevõtete emiteeritud võlaväärtpaberite netoostjad.

Välismaiste otseinvesteeringute vähenemine oli enamasti tingitud euroala finantskeskuste rahvusvaheliste suurettevõtete tehingutest, mis olid tihti peale seotud eriotstarbeliste üksustega, samas kui mittefinantsettevõtete välismaiste otseinvesteeringute tehingud – mis on reaalmajandusega tihedamini seotud – püsisid stabiilsemad (joonis B).¹⁴ Euroala kohustuste poolel moodustas välismaiste otseinvestorite investeeringute müük 2022. aastal 317 miljardit eurot (2,4% euroala SKPst). Eeskätt väljusid investeeringutest Ameerika Ühendriikide ja Ühendkuningriigi residentidest investorid, samuti *offshore*-finantskeskuste investorid (joonis C), ning see puudutas üksnes muude finantsasutuste sektorit (403 miljardit eurot), mis hõlmab eriotstarbelisi üksusi, näiteks valdusettevõtteid.¹⁵ Erinevalt nendest volatiilsematest finants-suunilusega välismaiste otseinvesteeringute voogudest jätkusid välismaised otseinvesteeringud euroala mittefinantsettevõtetele ühtlases tempos, sealjuures tehti netoinvesteeringuid 74 miljardi euro ulatuses (joonis B). Kui vaadelda euroala residentide välismaiste otseinvesteeringute varade netosoetamisi, oli täheldatud investeeringute vähenemine samuti peamiselt tingitud muude finantsasutuste sektorist. Suur positiivne korrelatsioon muude finantsasutustega seotud välismaiste otseinvesteeringute varade ja kohustustega tehtavate brutotehingute vahel osutab, et need vood kanduvad tihti üle ilma sisemajanduses kasutust leidmata. Välismaiste otseinvesteeringute varadesse investeerimise vähenemine oli enamasti tingitud Ühendkuningriigiga seotud tehingutest üksiku rahvusvahelise suurettevõtte ümberstruktureerimise vallas.¹⁶ Euroala maksebilansi ja rahvusvahelise investeerimispositsiooni statistikas sisalduvates täiendavad andmejaotused

¹⁴ Välismaiste otseinvesteeringutega seoses avaldati sellest infokastist ulatuslikumad lisaandmed võlainstrumentide kohta, mis jagunesid võlaväärtpaberiteks, laenudeks ning kaubanduskrediitideks ja ettemakseteks.

¹⁵ Üleilmse finantskriisi järgsel ajal muutus (eriti USA residentidest investorite) investeerimine euroala finantskeskuste residentidest valdusettevõtetele (tihti eriotstarbelistesse üksustesse) üha suuremaks euroala välismaiste otseinvesteeringute kohustuste voogude osaks. Vt P. R. Lane „[The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#)“, peaettekannet Euroopa Keskpanka, Irving Fisheri komitee ja Portugali keskpanga ühiskonverentsil „Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?“, 17. veebruar 2020.

¹⁶ Sellised suured tehingud on tihti seotud mõningate euroala finantskeskustes tegutsevate rahvusvaheliste ettevõtete ümberstruktureerimisega, kuid neil võib olla märkimisväärne mõju üleilmsetele välismaiste otseinvesteeringute voogudele. Näiteks vähenesid üleilmsed välismaiste otseinvesteeringute vood 2022. aastal eelmise aastaga võrreldes 24%, kuid ainult 5%, kui Luksemburgi hõlmavad tehingud välja arvata. OECD 2023. aasta aprilli [välismaiste otseinvesteeringute näitajate](#) kohaselt kajastas Luksemburgis toimunud suur investeeringutest väljumine ühe rahvusvahelise telekommunikatsiooniettevõtte tegevust.

näitavad, et välismaiste otseinvesteeringute majandusanalüüsi hõlbustab finantssuunitlusega voogude üksikasjalikum eraldamine.¹⁷

¹⁷ Sellist analüüsi täiendatakse edaspidi euroala maksebilansi ja rahvusvahelise investeerimispositsiooni statistika abil, mis hõlmab eraldi andmejaotust eriotstarbeliste üksuste kohta ja mille avaldamine on praegu kavandatud 2024. aasta esimesse poolde.

Likviidsuskeskkond ja rahapoliitilised operatsioonid 8. veebruarist kuni 9. maini 2023

Koostanud Jens Budde ja Vladimir Tsonchev

Selles infokastis kirjeldatakse likviidsuskeskkonda ja eurosüsteemi rahapoliitilisi operatsioone 2023. aasta esimesel ja teisel arvestusperioodil.

Need keetsid 2023. aasta 8. veebruarist kuni 9. maini (edaspidi vaatlusperiood).

Vaatlusperioodil jätkus rahapoliitika karmistamine. EKP nõukogu tõstis kolme baasintressimäära 50 baaspunkti võrra nii 2. veebruaril 2023 kui ka 16. märtsil 2023 toimunud istungil. Need tõusud jõustusid vastavalt 2023. aasta esimesel ja teisel arvestusperioodil.

Euroala pangandussüsteemi ülelikviidsus vähenes vaatlusperioodi jooksul.

Vähenedamine oli peamiselt tingitud kolmanda seeria suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide (TLTRO-III) ennetähtaegsetest ja tähtaegsetest tagasimaksetest ning varaostukava portfelli järkjärgulisest kahanemisest. Samal ajal lisas süsteemile likviidsust autonoomsete netotegurite jätkuv vähenedamine. Autonoomsed netotegurid on vähenenud alates negatiivsete intressimäärade keskkonna lõppemisest 2022. aasta juulis.

Likviidsusvajadus

Vaatlusperioodil vähenes pangandussüsteemi keskmine päevane likviidsusvajadus, mida määratakse autonoomsete netotegurite ja kohustusliku reservi summana, 220,4 miljardi euro võrra, 2026,6 miljardi euron. Võrreldes 2022. aasta seitsmenda ja kaheksanda arvestusperioodiga oli see vähenedamine peaaegu täielikult seostatav autonoomsete netotegurite kahanemisega 218,4 miljardi euro võrra, 1861,3 miljardi euron, mis tulenes likviidsust vähendavate autonoomsete tegurite vähenemisest (tabeli A osa „Likviidsusega seotud muu teave“) ja likviidsust suurendavate autonoomsete tegurite suurenemisest. Kohustuslik reserv vähenes pisut ehk 2 miljardi euro võrra, 165,3 miljardi euron.

Likviidsust vähendavad autonoomsed tegurid kahanesid vaatlusperioodil 136,5 miljardi euro võrra, 2932 miljardi euron. Selle peamine põhjus oli valitsemissektori hoiuste ja muude autonoomsete tegurite vähenedamine.

Valitsemissektori hoiused vähenesid vaatlusperioodil keskmiselt 62,9 miljardi euro võrra, 369,7 miljardi euron, kusjuures suurem osa vähenemisest toimus teisel arvestusperioodil (tabeli A osa „Kohustused“). See vähenedamine kajastab riigikassade hoitavate puhvrite normaliseerimist ja tõenäoliselt ka likviidsuse juhtimise strateegiate kohandamist enne valitsemissektori hoiuste intressimäärade ülemmäära langetamist riikide keskpankade poolt, mis jõustus 1. mail 2023. Pärast 1. mail vähenesid valitsemissektori hoiused veelgi ja olid alla 300 miljardi euro, lähenedes 2020. aasta alguse ehk pandeemiaeelse aja tasemele. Ringluses olevate pangatähtede keskmine maht kahanes vaatlusperioodil 6,1 miljardi euro võrra,

1557,1 miljardi euron. Hoitavate pangatähtede ja sularahahoidlates hoitava sularaha mahu vähenemine, mida on täheldatud alates negatiivsete intressimäärade keskkonna lõppemisest, jätkus vaatlusperioodil, kuid palju aeglasemas tempos.

Likviidsust suurendavad autonoomsed tegurid kasvasid 81,8 miljardi euro võrra, 1071 miljardi euron. Kui netovälisvarad vähenesid vaatlusperioodil 18,5 miljardi euro võrra, siis eurodes nomineeritud netovarad suurenesid 100,3 miljardi euro võrra. See suurenemine tulenes peamiselt eurodes nomineeritud kohustuste vähenemisest euroalaväliste residentide ees. See omakorda kajastab kontoomanike likviidsuse juhtimise strateegiate kohandamist seoses eurosüsteemi reservihaldusteenustega (ERMS), kuna lisaks valitsemissektori hoiuste intressimääradele kohandati ka ERMSi raames hoitavate hoiuste intressimäärasid.

Tabelis A on esitatud ülevaade eelkirjeldatud autonoomsetest teguritest ja nende muutustest.¹

Tabel A.
Eurosüsteemi likviidsuskeskkond

Kohustused	Jooksev vaatlusperiood: 8. veebruar 2023 – 9. mai 2023						Eelmine vaatlusperiood: 2. november 2022 – 7. veebruar 2023	
	Esimene ja teine arvestusperiood		Esimene arvestusperiood: 8. veebruar – 21. märts		Teine arvestusperiood: 22. märts – 9. mai		Seitsmes ja kaheksas arvestusperiood	
Likviidsust vähendavad autonoomsed tegurid	2932,0	(-136,5)	2936,8	(-44,8)	2927,8	(-8,9)	3068,5	(-211,5)
Ringluses olevad pangatähed	1557,1	(-6,1)	1553,9	(-11,6)	1559,8	(+5,9)	1563,2	(-11,3)
Valitsemissektori hoiused	369,7	(-62,9)	380,2	(+7,4)	360,6	(-19,6)	432,6	(-112,7)
Muud autonoomsed tegurid (neto) ¹	1005,2	(-67,5)	1002,6	(-40,6)	1007,4	(+4,7)	1072,7	(-87,5)
Kohustuslikku reservi ületavad arvelduskontod	21,3	(-16,1)	26,4	(-1,2)	17,0	(-9,5)	37,4	(-1933,8)
Kohustuslik reserv²	165,3	(-2,0)	164,6	(-3,3)	165,8	(+1,2)	167,3	(+4,4)
Hoiustamise püsivõimalus	4045,4	(-241,1)	4103,0	(+51,4)	3996,0	(-107,0)	4286,5	(+1688,0)
Likviidsust vähendavad peenhäälestusoperatsioonid	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Allikas: EKP.

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

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

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

¹ Lisateavet autonoomsete tegurite kohta vt EKP 2002. aasta mai kuubülletääni artiklist „The liquidity management of the ECB“.

Varad

(keskmine näitaja, miljardites eurodes)

	Jooksev vaatlusperiood: 8. veebruar 2023 – 9. mai 2023						Eelmine vaatlusperiood: 2. november 2022 – 7. veebruar 2023	
	Esimene ja teine arvestusperiood		Esimene arvestusperiood: 8. veebruar – 21. märts		Teine arvestusperiood: 22. märts – 9. mai		Seitsmes ja kaheksas arvestusperiood	
Likviidsust suurendavad autonoomsed tegurid	1071,0	(+81,8)	1057,8	(+75,4)	1082,3	(+24,5)	989,2	(+52,6)
Netovälisvarad	932,0	(–18,5)	916,8	(–23,6)	945,0	(+28,2)	950,4	(–2,5)
Netovarad eurodes	139,0	(+100,3)	141,0	(+99,0)	137,4	(–3,6)	38,8	(+55,1)
Rahapoliitika instrumendid	6093,4	(–477,6)	6173,2	(–73,4)	6024,9	(–148,3)	6570,9	(–505,4)
Avaturuoperatsioonid	6093,3	(–477,6)	6173,2	(–73,4)	6024,8	(–148,4)	6570,9	(–505,4)
Krediidioperatsioonid	1172,3	(–454,5)	1234,2	(–70,3)	1119,2	(–115,1)	1626,8	(–497,9)
Põhilised refinantseerimisoperatsioonid	1,2	(–0,4)	0,9	(–0,3)	1,4	(+0,5)	1,6	(–1,2)
Kolmekuulised pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid	2,5	(+0,1)	2,8	(+0,0)	2,2	(–0,6)	2,4	(+1,2)
TLTRO-III operatsioonid	1168,6	(–453,3)	1230,5	(–69,2)	1115,5	(–115,0)	1621,9	(–496,8)
Pandeemia majandusmõju ohjeldamiseks mõeldud pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid	0,0	(–0,9)	0,0	(–0,8)	0,0	(+0,0)	0,9	(–1,0)
Otsetehingute portfellid ¹	4921,0	(–23,1)	4939,0	(–3,1)	4905,6	(–33,4)	4944,1	(–7,5)
Laenamise püsivõimalus	0,1	(+0,0)	0,0	(–0,0)	0,1	(+0,1)	0,0	(+0,0)

Allikas: EKP.

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

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

Likviidsusega seotud muu teave

(keskmine näitaja, miljardites eurodes)

	Jooksev vaatlusperiood: 8. veebruar 2023 – 9. mai 2023						Eelmine vaatlusperiood: 2. november 2022 – 7. veebruar 2023	
	Esimene ja teine arvestusperiood		Esimene arvestusperiood: 8. veebruar – 21. märts		Teine arvestusperiood: 22. märts – 9. mai		Seitsmes ja kaheksas arvestusperiood	
Kogu likviidsusvajadus ¹	2026,6	(–220,4)	2043,8	(–123,7)	2011,8	(–32,0)	2247,0	(–259,6)
Autonoomsed netotegurid ²	1861,3	(–218,4)	1879,2	(–120,4)	1846,0	(–33,2)	2079,7	(–264,0)
Ülelikviidsus ³	4066,7	(–257,2)	4129,4	(+50,3)	4012,9	(–116,5)	4323,9	(–245,8)

Allikas: EKP.

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

¹ Arvutatud autonoomsete netotegurite ja kohustusliku reservi summana.

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

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

Intressimäärade muutused

(keskmine näitaja, protsentides ja protsendipunktides)

	Jooksev vaatlusperiood: 8. veebruar 2023 – 9. mai 2023						Eelmine vaatlusperiood: 2. november 2022 – 7. veebruar 2023	
	Esimene ja teine arvestusperiood		Esimene arvestusperiood: 8. veebruar – 21. märts		Teine arvestusperiood: 22. märts – 9. mai		Seitsmes ja kaheksas arvestusperiood	
Põhilised refinantseerimisoperatsioonid	3,27	(+1,02)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)	2,25	(+1,38)
Laenamise püsivõimalus	3,52	(+1,02)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)	2,50	(+1,38)
Hoiustamise püsivõimalus	2,77	(+1,02)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)	1,75	(+1,38)
€STR	2,668	(+1,016)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)	1,652	(+1,366)
RepoFunds Rate Euro indeks	2,660	(+1,175)	2,402	(+0,744)	2,881	(+0,480)	1,485	(+1,337)

Allikas: EKP.

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

Rahapoliitika instrumentidega pakutud likviidsus

Keskmine rahapoliitika instrumentide kaudu pakutud likviidsus kahanes vaatlusperioodil 477,6 miljardi euro võrra, 6093,4 miljardi euroni (joonis A).

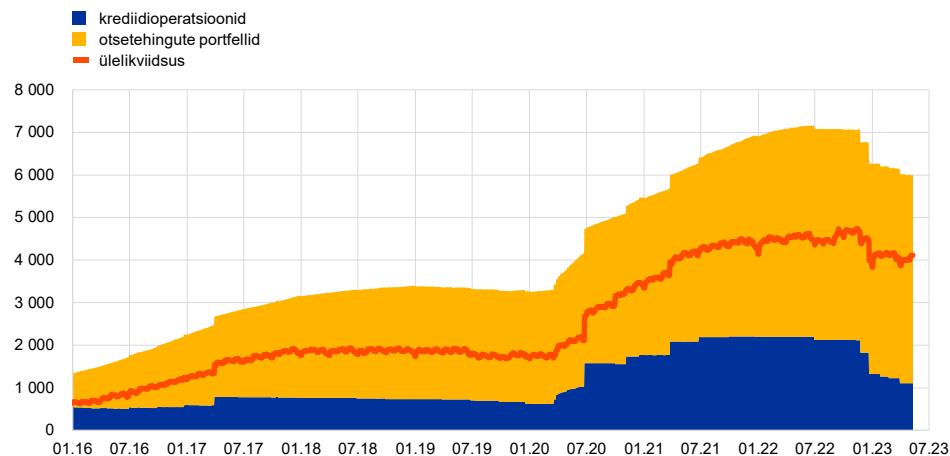
Likviidsuse vähenemine oli peamiselt tingitud krediidioperatsioonide vähenemisest. EKP pandeemia majandusmõju ohjeldamise erakorralise varaostukava raames lõpetati netovaraostud 2022. aasta märtsi lõpus; alates sellest ajast reinvesteerib eurosüsteem täies ulatuses summad, mille tähtaeg on saabunud. Mis puudutab varaostukava, siis tulenevalt EKP nõukogu otsusest mitte reinvesteerida alates 1. märtsist 2023 kõiki aegumistähtjani jõudnud väärtpaperitelt laekuvaid põhiosa tagasimakseid, on varaostukava raames hoitavad varad hakanud järk-järgult vähenema, kahanedes keskmiselt 15 miljardi euro võrra kuus.²

² Otsetehingute portfellides hoitavaid väärtpabereid kajastatakse amortiseeritud soetusmaksumusess ning need hinnatakse iga kvartali lõpus ümber, mis avaldab samuti mõju keskmistele koondnäitajatele ja otsetehingute portfellide muutustele.

Joonis A.

Avaturuoperatsioonide kaudu pakutud likviidsuse ja ülelikviidsuse muutused

(miljardites eurodes)



Allikas: EKP.

Märkus. Viimased andmed pärinevad 9. maist 2023.

Keskmine krediidioperatsioonide kaudu pakutud likviidsus vähenes

vaatlusperioodil 454,5 miljardi euro võrra. See vähenemine kajastab suures osas

TLTRO-III laenujäägi vähenemist ennetähtaegsete ja tähtaegsete tagasimaksete tõttu. 2023. aasta veebruaris ja märtsis tehti TLTRO-III vabatahtlikke ennetähtaegseid tagasimakseid vastavalt 36,6 miljardi euro ja 87,7 miljardi euro ulatuses ning märtsis tehtud tähtaegsete tagasimaksete tulemusel vähenes TLTRO-III laenujääk veel 32,2 miljardi euro võrra. Vaatlusperioodil aitasid sellele vähenemisele kaasa ka 2022. aasta detsembris ja 2023. aasta jaanuaris tehtud tagasimaksed, mis moodustasid vastavalt 499,4 miljardit eurot ja 62,7 miljardit eurot ning mille täielik mõju vaatlusperioodi keskmiste summade muutusele avaldus alles käesoleval vaatlusperioodil. Muude krediidioperatsioonide muutused olid väikesed.

Ülelikviidsus

Keskmine ülelikviidsus vähenes 257,2 miljardi euro võrra, 4066,7 miljardi

euroni (joonis A). Ülelikviidsuse moodustab pankade kohustuslikku reservi ületavate reservide ja hoiustamise püsivõimaluse hoiuste summa, millest on maha arvatud laenamise püsivõimaluse kasutus. See kajastab pangandussüsteemile pakutava kogulikviidsuse ja pankade likviidsusvajaduse vahet. Saavutanud 2022. aasta septembris haripunkti (4,8 triljonit eurot), on ülelikviidsus peamiselt eelnimetatud TLTRO-III vahendite ennetähtaegsete ja tähtaegsete tagasimaksete tulemusel järk-järgult vähenenud, arvestamata autonoomsete tegurite mõju.

Intressimäärade muutused

Euro lühiajaline intressimäär (€STR) tõusis vaatlusperioodil 99,2 baaspunkti võrra, eelmise vaatlusperioodi viimase päeva 7. veebruari 1,90%-lt käesoleva

vaatlusperioodi viimaseks päevaks 9. maiks 2,89%-le, kajastades EKP rahapoliitika karmistamist. EKP baasintressimäärade 2023. aasta veebruari- ja märtsikuisse tõstmise mõju ülekandumine tagamata rahaturule oli täielik ja kohene. Samaselt 2022. aasta seitsmenda ja kaheksanda arvestusperioodiga oli €STR käesoleval vaatlusperioodil keskmiselt 10 baaspunkti allpool hoiustamise püsivõimaluse intressimäära.

Euroala repotehingute intressimäär, mida mõõdetakse RepoFunds Rate Euro indeksiga, tõusis 98 baaspunkti võrra – 7. veebruari 1,90%-lt 16. märtsiks 2,88%-le. EKP baasintressimäärade tõstmise mõju ülekandumine tagatud rahaturule oli kohene ja täielik. Repoturu toimimine jäi korrapäraseks tänu mitmele tegurile, sealhulgas paari riigi võlahaldusettevõtete 2022. aasta lõpus võetud meetmetele, väärtpaberite laenuks andmise limiitide suurendamisele, suurematele netoemissioonidele alates 2023. aasta algusest, kaasatud tagatiste vabastamisele seoses aegumistähtajani jõudnud suunatud pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonidega, aga ka varaostukava raames hoitavate varade vähenemisele. Lisaks teatas EKP 7. veebruaril 2023, et alates 1. maist 2023 kehtestatakse eurosüsteemis hoitavate euroala valitsemissektori hoiuste intressi ülemmäär 20 baaspunkti võrra madalamal tasemel kui €STR ja et ERMSi raames hoitavate hoiuste intressi kohandatakse vastavalt. See teade leevendas kartusi, et pärast ajutise ülemmäära kohaldamise lõppemist 30. aprillil 2023 võib see hoiuste intressi ülemmäär naasta 0% tasemele, ning vähendas riski, et riigikassade ja välisriikide keskpankade rahainvesteeringute järsud ümberpaigutused avaldavad turu toimimisele kahjulikku mõju.

8 Inflatsiooni ja konkurentsivõime erisused euroala riikides

Koostanud Daniela Filip, Daphne Momferatou ja Ralph Setzer

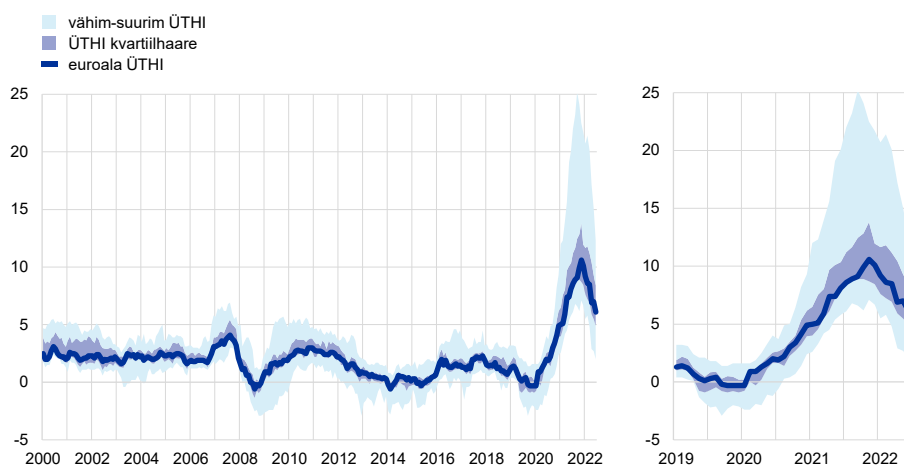
Kõrged energia- ja toormehinnad ning tarneraskused on euroalal viinud kiire inflatsioonini ja suuremate inflatsioonierinevusteni euroala riikide vahel.¹

Kvartiilhaardena mõõdetud riikidevahelised inflatsioonierinevused kerkisid pandeemiaeelse perioodi erakordselt madalalt tasemelt 2022. aasta lõpuks enneolematult kõrgele ning ehkki pärast seda on erinevused vähenenud, on need siiski püsinud märkimisväärsed. 2023. aasta mais ulatusid inflatsioonimäärad euroala riikides 2,0%st Luksemburgis 12,3%ni Lätis ja Slovakkias (joonis A). Praeguse kiire inflatsiooni on eelkõige põhjustanud kerkivate energia- ja toormehindadega seotud negatiivsed tarnešokid ja -raskused ning majanduse pandeemiajärgse avanemise mõju.

Joonis A.

ÜTHI-inflatsiooni erinevused euroala riikides

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Kvartiilhaare näitab erinevust riikidevahelise jaotuse 75. ja 25. protsentiili vahel, kusjuures euroala riigid valimis muutuvad. Vähima ja suurima väärtuse vahemik vastab euroala riikide igakuise inflatsiooni kõige väiksemale/suuremale kasvumäärale. Viimased andmed pärinevad 2023. aasta maist (kiirhinnang).

Püsivad inflatsioonierinevused võivad tuua kaasa välise tasakaalustamatuse.

Rahaliidus on inflatsioonierinevused normaalsed – need kajastavad ajutist kohanemist šokkidega või seonduvad järelejõudmisprotsessiga. Veel mõjutab euroalal inflatsioonierinevusi eelarvepoliitika, sealhulgas maksude ja avaliku sektori palkade kaudu.² Kui need erisused aga kestavad või ei peegelda hinnatasemetel ühtlustumist, võivad need viidata kulude erinevatele arengusuundumustele või struktuursele ebatõhususele, näiteks toote- ja tööjõuturgude nominaalsele ja reaalsele jääkusele. Püsivad inflatsioonierinevused võivad kaasa tuua hindade

¹ Lisateabe saamiseks vt EKP majandusülevaate 3/2023 täispika ingliskeelse versiooni infokast „The energy shock, price competitiveness and euro area export performance“.

² Vt C. Checherita-Westphal, N. Leiner-Killinger ja T. Schildmann „Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited“, EKP teadustoimetis nr 2774, 2023.

konkurentsivõime kestvama vähenemise ja jooksevkonto saldo halvenemise.³ Konkurentsivõime kahanemisel võib olla ülimalt probleemne negatiivne välismõju ning see võib lõpuks tingida struktuursete poliitikameetmete võtmise.

Kiire inflatsioon on paljudes euroala riikides tinginud tööjõu ühikukulude kasvu ja kasumi kasvu ühiku kohta. Nominaalse tööjõu ühikukulu (s.o töötaja tasu reaalse SKP ühiku kohta) kasvu peetakse üldiselt euroala alusinflatsiooni püsiva kiirenemise oluliseks põhjustajaks. Kuigi tööjõu ühikukulu muutumist on viimastel aastatel olnud keeruline tõlgendada, sest arvesse on tulnud võtta töökohtade säilitamise kavu ja sektoritevahelist ümberjaotamist, mis on tööjõu ühikukulu dünaamikat mõjutanud, on see endiselt kasulik näitaja, kui hinnata tuleb eespool mainitud euroala riikide hindade konkurentsivõime erinevusest tulenevaid riske ja tööjõuturu kulurisket.⁴ Inflatsiooni alates 2021. aasta keskpaigast tagant tõuganud energia tarnešoki kõrval avaldavad mõju ka tööjõu ühikukulu kasv ja kasumi kasv ühiku kohta. Ühelt poolt suurenes tööjõu ühikukulu euroalal töötaja kohta makstava tasu kiire kasvu tõttu 2019. aasta lõpust 2022. aasta lõpuni 8%. Töövõljalikuse kasv aga peatus. Riikidevahelised erinevused on siin märkimisväärsed. Tööjõu ühikukulu on enim kerkinud Balti riikides (kuni Leedu 28%ni), Luksemburgis ja Slovakkias. Teisalt on kasumi suurenemine ühiku kohta (s.o tegevuse koguülejäägi ja segatulu ning reaalse SKP jagatis) tööjõu ühikukulu kasvu ületanud. Raamatupidamise seisukohast ja arvestades SKP deflaatorit, on kasumi kasv ühiku kohta euroala inflatsiooni rohkem kiirendanud kui tööjõu ühikukulu kasv.⁵ See erinevus oli eriti suur Kreekas, Lätis, Küprosel, Sloveenias, Maltal, Saksamaal ja Eestis (joonis B). See tähendab, et suuremaid sisendkulusid, sealhulgas imporditud energia ja muude vahekaupade kulusid, ei kaetud kasumi arvelt ning need ei vähendanud kasumit ühiku kohta.⁶

³ Vt M. Obstfeld ja K. Rogoff „The unsustainable US current account position revisited“, USA majandusuuringute büroo (NBER) teadustoimetis nr 10869, 2004, ning Euroopa Keskpangade Süsteemi ökonomeetriselise modelleerimise töögrupp „Competitiveness and external imbalances within the euro area“, EKP üldtoimetis nr 139, 2012.

⁴ Vt C. Giordano ja F. Zollino „Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries“, EKP teadustoimetis nr 1789, 2015.

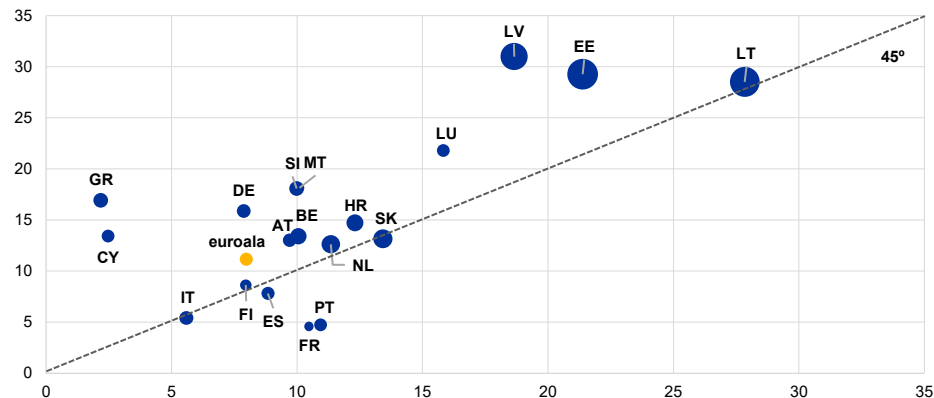
⁵ Vt O. Arce, E. Hahn ja G. Koester „How tit-for-tat inflation can make everyone poorer“, EKP blogipostitus, 30. märts 2023.

⁶ Analüüsi selle kohta, kuidas kasumlikkus on euroala inflatsiooni hoogustanud, vt käesoleva majandusülevaate 3. infokastis „Kuidas on kasum ühiku kohta mõjutanud euroalasisese hinnasurve hiljutist tugevnemist?“

Joonis B.

Kasumi kasv ühiku kohta ja tööjõu ühikukulu kasv

(x-teljel: tööjõu ühikukulu kumulatiivne muutus protsentides aastatel 2019–2022; y-teljel: ühiku kohta arvestatava kasumi kumulatiivne muutus protsentides aastatel 2019–2022; täppide suurus näitab ÜTHI keskmist aastamuutuse määra 2022. aastal)



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

Märkus. Tööjõukulu ühiku kohta tähendab töötaja kohta makstud tasu ja töövijakuse jagatist. Ühiku kohta arvestatav kasum tähendab tegevuse koguülejäagi ja segatulu ning reaalse SKP jagatist. Iirimaa andmed puuduvad.

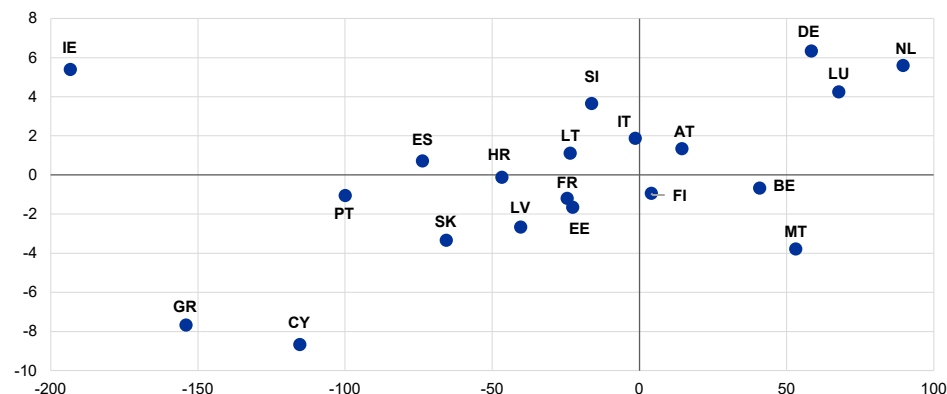
Jooksevkonto muutused näitavad tasakaalustamatuse vähenemist, ent see on napp.

Pandeemiaeelsetel aastatel toimus euroalasisene tasakaalustumine tööjõu ühikukulu märkimisväärse korrektsooni ja jooksevkonto saldo paranemise teel riikides, mille konkurentsivõime oli esialgu nigel ja mille netoväliskohustused olid suured. Tasakaalustumine oli osaline, kuna tööjõu- ja tooteturud olid väga jäigad, ning selle katkestas kõigepealt 2020. ja 2021. aastal pandeemia, seejärel aga üleilmsete energiahindade järsk tõus. Sellise arengu tõttu on euroala jooksevkonto saldo halvenenud ning vähenenud 2,2%-lt SKPst 2019. aastal –1,0%-le SKPst 2022. aastal. Mõju avaldub nii jooksevkonto puudu- kui ka ülejäägiga riikides. 2022. aasta lõpus jäid mitme riigi välispositsioonid allapoole Euroopa Komisjoni makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tulemustabelis määratud künniseid. Küprosel ja Kreekas ei küündi rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon künniseks oleva –35%-ni SKPst ning ka jooksevkonto jääb allapoole künnist ehk –4% SKPst. Ülejäänud suurte väliskohustustega riikidest on jooksevkonto Slovakkias märkimisväärselt miinuspoolel, Portugalis napilt miinuses ja Hispaanias vaevu plusspoolel. Samas on peamiste netokreditorideks olevate riikide jooksevkonto püsinud kindlalt positiivsena, kuid Saksamaal on see siiski märgatavalt vähenenud (joonis C).

Joonis C.

Jooksevkonto saldo ja rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon

(x-teljel: rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon protsendina SKPst 2019. aasta neljandas kvartalis; y-teljel: jooksevkonto saldo protsendina SKPst, kolme aasta keskmine (2020–2022))



Allikad: Eurostat ja EKP arvutused.

SKP deflaatoritel põhinevate ühtlustatud konkurentsinäitajate järgi tõusevad esile üldjoontes samad riigid, mille konkurentsivõime on pandeemia algusest enim kahanenud.

Ühtlustatud konkurentsinäitajad kajastavad hindade konkurentsivõimet ulatuslikumalt, kuna võtavad arvesse 1) euro kursi muutusi võrreldes euroala riikide peamiste kaubanduspartnerite vääringutega, 2) kaubanduspartnerite kulunäitajate suhtelist muutust ning 3) kaubanduse osakaalude arengut.⁷ Alates 2019. aastast kuni 2022. aastani toimunud muutustest SKP deflaatoritel põhinevas ühtlustatud konkurentsinäitajas ilmneb, et hindade konkurentsivõime on konkurentidega võrreldes tugevalt vähenenud Balti riikides ja Luksemburgis. Balti riikide puhul ei tähenda sissetuleku taseme järeljõudmisprotsess, mida üldiselt tuntakse Balassa-Samuelsoni efektina, konkurentsivõime vähenemist ja võib osaliselt selgitada tegelikku kallinemist.⁸

Kokkuvõttes näib, et pandeemiajärgsed muutused hindade konkurentsivõimes ei ole välist tasakaalustamatust ei süvendanud ega ka leevendanud.

Värskeimad ühtlustatud konkurentsinäitajate andmed (joonis D) ei osuta üheselt, kas pandeemiaeelne tasakaalustumine jätkub. Mõne euroala riigi suured netoväliskohustused on pärast 2019. aastat kahanenud tänu SKP kiiremale nominaalkasvule. Kuue riigi netoväliskohustused ületasid aga 2022. aasta neljandas kvartalis makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse künnist, milleks on 35% SKPst.⁹ Jätkusuutliku tasakaalustumise tagamiseks on vajalik edasine suhteliste hindade kohandamine. Suurte netoväliskohustustega euroala riikides tuleb selleks

⁷ Euroala liikmesriikide ühtlustatud konkurentsinäitajad on sisuliselt samaväärsed vääringu reaalse efektiivse vahetuskursiga. Täpsemalt vt sellelt [EKP veebilehelt](#). Siinses infokastis kasutatakse SKP deflaatoril põhinevat ühtlustatud konkurentsinäitajat põhjusel, et selles võetakse arvesse kõikide koduturul toodetud kaupade ja teenuste hindu, sealhulgas tööjõule lisanduvate sisendkulude mõju.

⁸ Lisateabe saamiseks Balassa-Samuelsoni efekti mõju kohta euroala riikidele vt J. L. Diaz del Hoyo, E. Dorrucci, F. Ferdinand Heinz ja S. Muzikarova „[Real convergence in the euro area: a long-term perspective](#)“, EKP üldtoimetis nr 203, 2017.

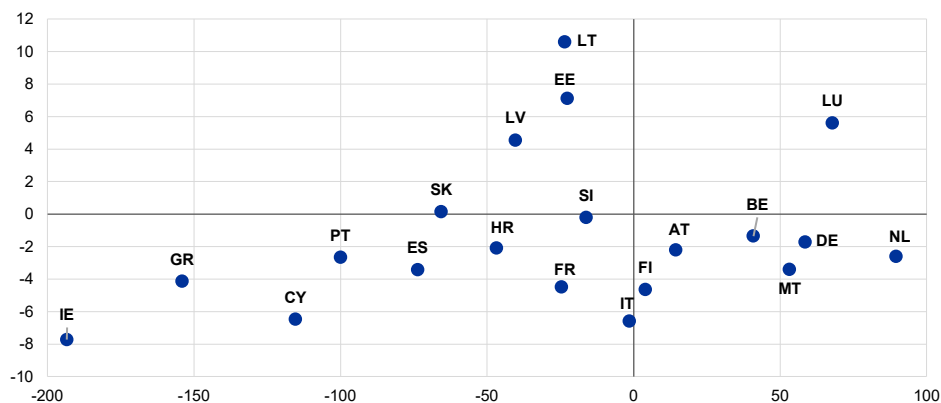
⁹ Iirimaa ja Küprosel mõjutab rahvusvahelist netoinvesteeringispositsiooni märkimisväärselt sisemajandusega otseselt mitteseotud rahvusvaheliste ettevõtete ja eriotstarbeliste üksuste konkreetne tegevus. Kui neid tegevusi mitte arvestada, oleks väliskohustuste netoiseis parem.

suurendada hindade konkurentsivõimet tööjõu ühikukulu ja/või ühiku kohta arvestatava kasumi kasvu vähendamisega.

Joonis D.

Rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon ja ühtlustatud konkurentsivõime

(x-teljel: rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon protsendina SKPst 2019. aasta neljandas kvartalis; y-teljel: (SKP deflaatoritel põhineva) ühtlustatud konkurentsivõime kumulatiivne muutus protsentides (2019–2022))



Allikad: Eurostat, EKP ja EKP arvutused.

Märkus. SKP deflaatoritel põhinevad ühtlustatud konkurentsivõime näitajad annavad ülevaate hindade konkurentsivõimest igas euroala riigis võrreldes selle peamiste konkurentidega rahvusvahelistel turgudel (euroala 20 ja efektiivse vahetuskursi 41 kaubanduspartnerite rühm). Need leitakse iga euroala riigi kaubanduspartnerite vääringute kahepoolsete vahetuskursside kaalutud keskmiste alusel ning on ümber arvutatud SKP deflaatoritega, mida mõnes riigis mõjutab rahvusvaheliste ettevõtete (lirimaa) või eriotstarbeliste üksuste (Küpros) tegevus. Ühtlustatud konkurentsivõime näitaja positiivne väärtus näitab hindade konkurentsivõime vähenemist, negatiivne väärtus aga hindade konkurentsivõime suurenemist. Lisateavet ühtlustatud konkurentsivõime kohta vt EKP [ühtlustatud konkurentsivõime veebileht](#).

Statistika

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/ecb.eb_annex202304~ba6f3c132e.en.pdf

© Euroopa Keskpank, 2023

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

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

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

Käesolevas väljaandes sisalduvad statistilised andmed on esitatud seisuga 14. juuni 2023.

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

ISSN 2363-3476
ELi kataloogi nr QB-BQ-23-002-ET-N