

# Märts 2018

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

*Euroala majandus elavneb tõenäoliselt edaspidigi jõuliselt ning majanduskasv peaks olema kasvupotentsiaalset kiirem. SKP reaalkasv peaks aeglustuma (2,5%-lt 2017. aastal 1,7%-le 2020. aastal<sup>2</sup>), kuna mitme teguri soodne toime vähehaaval taandub. ÜTHI-inflatsioon peaks tõusma 2020. aastaks 1,7%ni, saades toetust alusinflatsiooni järkjärgulisest hoogustumisest tootmisvõimsuse süvenevate piirangute keskkonnas.*

### 1 Reaalmajandus

**Väga soodsad näitajad lubavad arvata, et lähiajal hoogustub jõuline SKP reaalkasv veelgi.** Eurostati avaldatud värskeimad andmed näitavad, et 2017. aasta neljandas kvartalis kiirenes reaalne SKP 0,6% tulenevalt nii sisenõudluse (eelkõige püsiinvesteeringute) kui ka netokaubanduse positiivsest mõjust. Tööturutingimused on veelgi paranenud ning töötuse määr alanes 2018. aasta jaanuaris 8,6%ni, mis on madalaim tase alates 2008. aasta lõpust. 2018. aasta esimesel poolal jätkub tõenäoliselt hoogne SKP reaalkasv kooskõlas ettevõtete ja tarbijate väga suure kindlustundega.

**Keskpikas perspektiivis jäävad püsima kõik edasiseks majanduskasvuks vajalikud põhieeldused.** Sisenõudlust peaks endiselt ergutama mitu positiivse toimega tegurit. Jätkub ka EKP rahapoliitika väga toetava kursi mõju kandumine majandusse. Laenamine erasektorile hoogustub veelgi, seda ergutavad madalad intressimäärad ja soodsad pangalaenuitingimused. Erasektori kulutuste dünaamikasse annab oma panuse ka väiksem vajadus finantsvõimenduse vähendamise järele. Erasektori tarbimist ja eluasemeinvesteeringute kasvu peaksid toetama ka tööturutingimuste edasine paranemine ja kodumajapidamiste netovara kasv. Samal ajal jätkub ettevõtlusinvesteeringute hoogustumine, mis kajastab ka kasumi hinnalisa paranemist nõudlussurve kasvu taustal. Euroala eksport püsib

<sup>1</sup> EKP ekspertide makromajanduslik ettevaade kuulub materjalide hulka, mida EKP nõukogu kasutab majandusarengu ning hinnastabiilsusega seotud riskide hindamiseks. EKP/eurosüsteemi ekspertide koostatud ettevaated ei ole EKP nõukogu poolt heaks kiidetud ning samuti ei pruugi need kajastada EKP nõukogu arvamust euroala arenguväljavaate kohta. Lisateavet ettevaate koostamisel kasutatavate menetluste ja meetodite kohta saab 2016. aasta juulis avaldatud juhendist „A guide to Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises”, mis on kättesaadav EKP veebilehel. Tehnilised eeldused, näiteks naftahindade ja vahetuskursside kohta, põhinevad andmetel seisuga 13. veebruar 2018 (vt infokast 1). Muud käesolevas ettevaates sisalduvad andmed on esitatud seisuga 19. veebruar 2018. Makromajanduslik ettevaade hõlmab ajavahemikku 2018–2020. Nii pikka ajavahemikku käsitleva ettevaatega kaasneb väga suur ebakindlus, mida tuleb ettevaate tõlgendamisel silmas pidada. Vt 2013. aasta mai EKP kuubülletääni artikkel „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections”.

Vt tabelites ja joonistel sisalduvaid andmeid eraldi failis:  
<http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

<sup>2</sup> Näitajad põhinevad tööpäevade arvu järgi korrigeeritud andmetel.

tõenäoliselt jõuline, saades kasu üleilmse majandusaktiivsuse praegusest tõusust ja kaasnevast välisõudluse kasvust euroalal.

**Tabel 1**

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

(aastane muutus protsentides)

	Märts 2018				Detsember 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reaalne SKP	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1–2,7] <sup>2)</sup>	[0,9–2,9] <sup>2)</sup>	[0,7–2,7] <sup>2)</sup>	[2,3–2,5] <sup>2)</sup>	[1,7–2,9] <sup>2)</sup>	[0,9–2,9] <sup>2)</sup>	[0,6–2,8] <sup>2)</sup>
Eratarbimine	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Valitsussektori tarbimine	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Kapitali kogumahutus põhivarasse	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Eksport <sup>3)</sup>	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Import <sup>3)</sup>	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Tööhõive	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Töötuse määr (% tööjõust)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
ÜTHI	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1–1,7] <sup>2)</sup>	[0,6–2,2] <sup>2)</sup>	[0,8–2,6] <sup>2)</sup>	[1,5–1,5] <sup>2)</sup>	[0,9–1,9] <sup>2)</sup>	[0,7–2,3] <sup>2)</sup>	[0,8–2,6] <sup>2)</sup>
ÜTHI (v.a energia)	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
ÜTHI (v.a energia ja toiduained)	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
ÜTHI (v.a energia, toiduained ja kaudsete maksude muutused) <sup>4)</sup>	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Tööjõu ühikukulud	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Hüvitis töötaja kohta	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Tööviljakus	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Valitsussektori eelarve tasakaal (% SKPst)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Struktuurne eelarvetasakaal (% SKPst) <sup>5)</sup>	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Valitsussektori koguvõlg (% SKPst)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Jooksevkonto saldo (% SKPst)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	2,8

1) Realse SKP ja selle komponentide andmed on tööpäevade arvu järgi korrigeeritud.

2) Esitatud väärtusvahemikud põhinevad eelmiste aastate ettevaadete ja tegelike tulemuste vahelistel erinevustel. Väärtusvahemike ulatus vastab nende erinevuste absoluutväärtuse kahekordsele keskmisele. Väärtusvahemike arvutamise meetodit (k.a erandjuhtude suhtes korrigeerimine) käsitletakse 2009. aasta detsembris avaldatud EKP väljaandes „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges”, mis on kättesaadav EKP veebilehel.

3) Sealhulgas euroalasisene kaubandus.

4) Allindeks põhineb kaudsete maksude tegeliku mõju prognoosidel. See võib erineda Eurostati andmetest, milles eeldatakse, et maksude mõju avaldub ÜTHIs kohe ja täiel määral.

5) Arvutatakse valitsussektori bilansina, millest on maha arvatud majandusüksli üleminekumõjud ja riikide valitsuste võetud ajutised meetmed (EKPSi meetodi kohta vt EKP teadustoimetiste seeria nr 77, september 2001, ning EKP teadustoimetiste seeria nr 579, jaanuar 2007). Struktuurne eelarvetasakaalu ettevaade ei põhine kogutoodangu lõhe kogunäitajal. EKPSi meetodite kohaselt arvutatakse tsüklilised komponendid eri tulu- ja kuluartiklite puhul eraldi. Lähemalt vt EKP 2012. aasta märtsi kuubületääni taustinfo „Valitsussektori eelarveseisundi tsükliline kohandamine” ja 2014. aasta septembri kuubületääni taustinfo „Struktuurne eelarveseisund eelarvepositsiooni näitajana”.

**Ettevaateperioodi jooksul peaks SKP reaalkasv siiski veidi aeglustuma, kuna vähehaaval taandub mitme teguri soodne toime.** Varasemate rahapoliitiliste meetmete mõju peaks ettevaateperioodil aegamisi vähenema. Tarbimiskulutuste arengut võivad pärssida tagavarasäästude suurenemine ja tööhõive kasvu pidurdumine, mis on osaliselt tingitud tööjõupakkumise üha süvenevast puudujäägist mõnes riigis. Ekspordi kasvu peaksid pärssima euro märkimisväärne kallinemine, mis on toimunud alates 2017. aasta aprillist, ning euroala välisnõudluse kasvumäära alanemine.

**Reaalse kasutatava tulu stabiilne kasv jätkub.** Bruttoötasude mõju nominaalse kasutatava tulu kasvule püsib ettevaateperioodil arvatavasti valdavalt muutumatuna, kuna tööhõive kasvu pidurdumist tasakaalustab nominaalpalgade suurem tõus. Erasisikute muude sissetulekute kasv peaks hoogustuma, kajastades kasumite ja omanditulu positiivset arengut. Reaalse kasutatava tulu kasv peaks 2018. ja 2019. aastal kiirenema ning aeglustuma 2020. aastal seoses tarbijahindade inflatsiooni tugevnemisega.

**Eratarbimise soodne kasv jätkub.** Tarbijate väga positiivne meelestatust, tööturutingimuste edasine oodatav paranemine ja töötaja kohta makstava reaalpalga tõus lubavad arvata, et lähikvartalites jätkub tarbimise jõuline kasv. Keskpikas perspektiivis peaks eratarbimise kasv jääma reaalse kasutatava tulu kasvust siiski veidi aeglasemaks, kuna tõenäoliselt suunavad kodumajapidamised senisest suurema osa oma sissetulekutest säästudesse.

**Eratarbimise kasvu peaksid toetama ka soodsad pangalaenuitingimused (mida võimendavad EKP rahapoliitilised meetmed) ning edusammud finantsvõimenduse vähendamisel.** Samal ajal kui madalad intressimäärad on avaldanud mõju nii kodumajapidamiste intressitulule kui ka intressimaksetele, kalduvad need jaotama ressursse ümber netosäästjatelt netolaenuvõtjatele. Kuna netolaenuvõtjatel on tavaliselt suurem tarbimise piirkaldumus, peaks ümberjaotumine ergutama erasisikute kogutarbimist. Ühtlasi peaksid tarbimist toetama kodumajapidamiste netovara kasv ja edusammud finantsvõimenduse vähendamisel.

**Kodumajapidamiste säästumäär peaks ettevaateperioodil varasema madala tasemega võrreldes aegamisi suurenema.** Viimasel ajal on säästumäär vähenenud, kajastades valdavalt kodumajapidamiste majandusliku ja finantsolukorra paranemist ning väga madalate intressimäärade mõju nende säästmiskaldvusele. Ettevaateperioodil peaks säästumäär suurenema, kajastades tagavarasäästude oodatavat kasvu tsüklilise elavnemise aeglustumise kontekstis ning töötuluvälise sissetulekute suuremat mõju. Kodumajapidamiste säästumäär peaks tõusma ka tulenevalt otseste maksude kärbetest mõnes riigis.

## Infokast 1

Tehnilised eeldused intressimäärade, vahetuskursside ja toormehindade kohta

---

**2017. aasta detsembris avaldatud ettevaatega võrreldes hõlmavad tehnilised eeldused euro vahetuskursi tugevnemist (eelkõige USA dollari suhtes), naftahinna tõusu ja kõrgemaid intressimäärasid.** Tehnilised eeldused intressimäärade ja toormehindade kohta põhinevad turgude

ootustel seisuga 13. veebruar 2018. Lühiajalisi intressimäärasid mõõdetakse kolme kuu EURIBORina ja turgude ootused tuletatakse futuurilepingute intressimääradest. Selle meetodi kohaselt on lühiajaliste intressimäärade keskmine tase 2018. aastal -0,3%, 2019. aastal -0,1% ja 2020. aastal 0,4%. Turgude ootuste järgi peaks riikide kümneaastase tähtajaga võlakirjade nominaalne intressimäär euroalal olema 2018. aastal keskmiselt 1,3%, 2019. aastal 1,6% ning 2020. aastal 1,9%<sup>3</sup>. 2017. aasta detsembris avaldatud ettevaatega võrreldes on turgude ootusi lühiajaliste intressimäärade arengu suhtes korrigeeritud 2019. ja 2020. aastaks vastavalt 10 ja 30 baaspunkti võrra ülespoole ning pikaajalisi intressimäärasid on kogu ettevaateperioodiks ülespoole korrigeeritud ligikaudu 20 baaspunkti võrra.

Seoses toormehindadega eeldatakse 13. veebruaril 2018 lõppenud kaheädalase perioodi jooksul toimunud futuuriturgude keskmise arengu põhjal, et Brenti toornafta barreli hind tõuseb 54,4 USA dollarilt 2017. aastal 65,0 USA dollarile 2018. aastal ning langeb siis 61,2 USA dollarile 2019. aastal ja 58,3 USA dollarile 2020. aastal. See suundumus näitab, et naftahinnad USA dollarites on 2018. aastal 5,5%, 2019. aastal 3,8% ning 2020. aastal 1,7% kõrgemad, kui prognoositi 2017. aasta detsembris avaldatud ettevaates. Muu toorme (v.a energia) hinnad USA dollarites peaksid 2018. aastal veelgi märkimisväärselt kerkima ning tõusma edaspidi mõnevõrra mõõdukamalt.<sup>4</sup>

Kahepoolsed vahetuskursid peaksid ettevaateperioodil püsima muutumatuna 2018. aasta 13. veebruarile eelnenud kahe nädala keskmisel tasemel. Seega peaks USA dollari ja euro keskmine vahetuskurs olema 2018. aastal 1,23 ning 2019.–2020. aastal 1,24 (2017. aasta detsembri ettevaates 1,17). Euro efektiivne vahetuskurs (mõõdetuna 38 kaubanduspartneri vääringu suhtes) peaks olema 1,6% kõrgem, kui eeldati 2017. aasta detsembri ettevaates.

#### Tehnilised eeldused

	Märts 2018				Detsember 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Kolme kuu EURIBOR (protsendina aasta kohta)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
10-aastase tähtajaga riigivõlakirjade tulusus (protsendina aasta kohta)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Naftahind (USD barreli kohta)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Muu toorme (v.a energia) hinnad (USD; aastane muutus protsentides)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
USD/EUR vahetuskurs	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Euro nominaalne efektiivne vahetuskurs (EER38) (aastane muutus protsentides)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

<sup>3</sup> Euroala riikide kümneaastase tähtajaga võlakirjade nominaalseid intressimäärasid käsitlev eeldus põhineb riikide kümneaastaste võrdlusvõlakirjade kaalutud keskmisel tulususel, mis on kaalutud SKP aastakasvu näitajatega ja mida on pikendatud EKP arvatatud euroala kümneaastaste võlakirjade tulukõverast tuletatud forvardprofiiliga. Kahe seeria vaheline esialgne erinevus hoitakse ettevaateperioodil muutumatuna. Eeldatakse, et konkreetsete riikide riigivõlakirjade tulususe ja euroala vastava keskmise näitaja erinevus jääb ettevaateperioodil samaks.

<sup>4</sup> Nafta- ja toidutoorme hindu käsitlevad eeldused põhinevad kuni ettevaateperioodi lõpuni futuurihindadel. Eeldatakse, et ülejäänud toormehinnad (v.a energia) järgivad futuuride hindu kuni 2019. aasta esimese kvartalini ning arenevad seejärel kooskõlas üleilmse majandustegevusega.

### **Eluasemeinvesteeringute hoogustumine tõenäoliselt jätkub.**

Eluasemeinvesteeringud on viimaste kvartalite jooksul tunduvalt elavnenu. Neid on toetanud soodsad rahastamistingimused ja sissetulekute suurenemine seoses käimasoleva uute töökohtade loomisega. Samuti näib, et mitme euroala riigi eluasemeturul on lõpule jõudnud allapoole kohandumise protsess. Küsitlused näitavad, et kodumajapidamistel on üha rohkem kavatsusi osta või ehitada endale järgmise kahe aasta jooksul eluase või seda renoveerida. Põhilised eeldused eluasemeinvesteeringute edasiseks elavnemiseks ettevaateperioodil on endiselt olemas. Siiski on oodata investeerimistempo teatavat aeglustumist, kajastades eluasemeturu arengutsükli jõudmist lõppfaasi, rahaliste stiimulite mõju taandumist mõnes riigis ning ebasoodsaid demograafilisi suundumusi.

### **Ettevõtlusinvesteeringud peaksid ettevaateperioodil jätkuvalt elavnema, ehkki aeglustumas tempos.**

Ettevõtete kindlustunne on jätkuvalt väga suur, arvestades tootmisega seotud väga positiivseid ootusi ja tellimuste arvu. Tootmisvõimsuse rakendusaste tõuseb jätkuvalt kiiresti ja läheneb kriisieelsele tippasemele, rahastamistingimused peaksid püsima ettevaateperioodil väga soodsad ning juba niigi hea likviidsusega mittefinantsettevõtete sektoris peaks paranema kasumi hinnalisa. Viimastel aastatel täheldatud aktsiahindade jõulise tõusu (vaatamata tagasihoidlikule korrigeerimisele) ja võlafinantseerimise mõõduka kasvu tulemusel on finantsvõimenduse määr (võla ja koguvara suhe) mittefinantsettevõtete sektoris alanenud kõigi aegade madalaima taseme lähedale. Konsolideeritud koguvõlakoorumus (võlasumma suhe sissetulekusse) on siiski vähenenud tunduvalt väiksemal määral ning püsib praegu kriisieelsel tasemel. Ettevõtlusinvesteeringute tempo järkjärguline aeglustumine ettevaateperioodil kajastab ühtlasi nii sise- kui ka välisõudluse üldist vähenemist.

## **Infokast 2**

### **Rahvusvaheline keskkond**

---

#### **Maailmamajanduse kasv hoogustus 2017. aasta teises kvartalis ning aktiivsuse ja kaubanduse kasv muutus laiapõhjalisemaks.**

Laekunud andmed ja küsitlustulemustel põhinevad näitajad osutavad kestlikule üleilmsele kasvule lähitulevikus. Samal ajal on üleilmne (v.a euroala) toodangut kajastav ostujuhtide liitindeks oma pikaajalise keskmise taseme lähedal. Üleilmsed rahastamistingimused püsivad toetavad vaatamata sellele, et üleilmsed intressimäärad on alates 2018. aasta algusest tõusnud. Veebruaris tõusid Ameerika Ühendriikides pikaajalised intressimäärad ning toimus järsk langus üleilmsetel aktsiaturgudel, samuti suurenes volatiilsus. Edaspidi peaks üleilmse majandusaktiivsuse kasv püsima üldjoontes stabiilne, kuid olema potentsiaalse kasvu kriisieelse tasemega võrreldes loium. Arenenud riikide väljavaade osutab jõulisele kasvule ning aktiivsust peaks lähiajal hoogustama hiljutine maksureform Ameerika Ühendriikides. Seejärel peaks toodangu kasv veidi aeglustuma sedamööda, kuidas elavnemine jõuab lõppjärku ja toodangulõhed jõuavad järk-järgult positiivsete näitajateni. Areneva majandusega riikide väljavaadet toetavad elavnemine tooret eksportivates riikides (eelkõige Brasiilias ja Venemaal) ning jätkusuutlik kasv Indias ja Hiinas. Üleilmne (v.a euroala) aktiivsus peaks kasvama 2018. aastal 4,1% ning aeglustuma 2020. aastaks 3,7%ni. 2017. aasta detsembris avaldatud ettevaatega võrreldes on üleilmse SKP kasvu 2017.–2019. aasta prognoose korrigeeritud ülespoole, kajastades peamiselt USAs rakendatavate eelarvepoliitiliste meetmete soodsat mõju.

## Rahvusvaheline keskkond

(aastane muutus protsentides)

	Märts 2018				Detsember 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
SKP reaalkasv (v.a euroala)	3,8	4,1	3,9	3,7	3,7	3,9	3,8	3,7
Maailmakaubandus (v.a euroala) <sup>1)</sup>	5,6	4,9	4,5	3,9	5,6	4,5	4,2	3,7
Euroala välisnõudlus <sup>2)</sup>	5,5	4,7	4,1	3,6	5,5	4,4	3,8	3,5

1) Arvutatakse impordi kaalutud keskmisena.

2) Arvutatakse euroala kaubanduspartnerite impordi kaalutud keskmisena.

**Maailmakaubanduse kasv, mis oli 2017. aasta esimesel poolel erakordselt jõuline, peaks lähikvartalites samamoodi jätkuma, olles kooskõlas maailmakaubanduse soodsate näitajatega.** Keskmise aja jooksul peaksid kaubanduse väljavaated olema rohkem kooskõlas üleilmse aktiivsuse arenguväljavaatega (kaubanduse elastsus üleilmse SKP kasvu suhtes on jätkuvalt ligikaudu 1). Euroala välisnõudlus peaks suurenema 5,5% 2017. aastal, 4,7% 2018. aastal, 4,1% 2019. aastal ja 3,6% 2020. aastal. 2017. aasta detsembris avaldatud ettevaatega võrreldes on euroala välisnõudluse prognoosi korrigeeritud ülespoole, kajastades peamiselt positiivset mõju seoses USA maksureformiga, millelt oodatakse impordinõudluse ergutamist Ameerika Ühendriikides.

### Infokast 3

Maailmakaubanduse väljavaadet mõjutavad tegurid

**Pärast pikemaajalist loidu kasvu on maailmakaubanduses toimunud viimase 18 kuu jooksul elavnemine.** Üleilmne import kasvas 2017. aastal 5,5%, mis ületab tunduvalt ajavahemiku 2012–2016 keskmise taseme. Üleilmse impordi kasv oli kiirem ka üleilmse aktiivsuse kasvust, osutades maailmakaubanduse tuluelastsuse suurenemisele. Ehkki maailmakaubanduse hiljutine tugevnemine on arvatavasti osaliselt tingitud konkreetsetest ühekordsetest teguritest (eelkõige kaubanduse kiire elavnemine mõnes areneva turuga Aasia riigis ning maailmakaubanduse näitajatele omane volatiilsus), näib maailmakaubanduse elavnemine olevat eri piirkondade lõikes laiapõhjaline. 32st üleilmse haardega riigist 27 riigis toimus 2017. aastal impordi kasv võrreldes varasema viie aasta keskmise tasemega.

**Kaubanduse kasvule on kaasa aidanud üleilmse aktiivsuse ja eelkõige investeeringute tsükliline elavnemine.** Pärast viimaste aastate kesiseid näitajaid on üleilmses aktiivsuses ilmnunud tsüklilise elavnemise märke. Maailmakaubanduse seisukohalt on aga veelgi olulisem see, et investeeringud, mis on nõudluse küllaltki impordimahukas komponent, läbisid madalaima taseme 2016. aasta alguses (mil madalseisus oli ka maailmakaubanduse kasv) ning on viimaste kvartalite jooksul märkimisväärselt elavnunud, ulatudes kriisieelse keskmise taseme lähedale. Aktiivsuse ja investeeringute hoogustumine kajastab mitut tegurit: üha soodsam tegevuskurss arenenud riikides, eelarvepoliitiliste piirangute leevenemine ja endiselt väga toetav rahapoliitiline kurss. Oma panuse on andnud ka soodsad rahastamistingimused suure kindlustunde keskkonnas. Stabiilsed või kerkivad toormehinnad on toetanud ka tooret eksportivatesse riikidesse tehtavaid investeeringuid, mis vähenesid järsult nende riikide kaubandustingimuste halvenemise järel pärast 2014. aastat.

### **Riigispetsiifilised impordinõudluse mudelid tõstavad esile investeringute edendavat rolli kaubanduse hiljutises arengus.**

19 riigi (kelle osatähtsus üleilmises impordis on 75%) impordinõudluse standardmudelitest saadud hinnangulised näitajad kinnitavad järeldust, et elavnemist on osaliselt toetanud üleilmse investeerimisnõudluse suurenemine.

Maailmakaubanduse hiljutist jõulist kasvu aitab selgitada ka asjaolu (mida kinnitavad ka nõudluse mudelid), et maailmakaubanduse tuluelastsus on väga protsükiline: majanduskasvu perioodil, mil aktiivsus suureneb tavapärasest suundumusest kiiremini, suureneb üldjuhul ka kaubanduse tuluelastsus. See tõlgendus on kooskõlas varasemate kogemustega – pärast seda, kui lõppes üleilmse aktiivsuse loodus, mida täheldati 2015. ja 2016. aastal, kasvas maailmakaubandus aktiivsusest veelgi kiiremini, st kaubanduse tuluelastsus taastus.

### **Kaubanduse tuluelastsuse taastumist toetanud soodsad tegurid peaksid ettevaateperioodil taanduma.**

Üleilmsete investeringute prognoos osutab tagasihoidliku kasvu jätkumisele sedamööda, kuidas elavnemine jõuab lõppjärku, kasutamata reservvõimsus väheneb ja üleilmne aktiivsus aeglustub. Aeglustuma peaks ka maailmamajanduse elavnemine. Seepärast peaks kaubanduse tuluelastsus vähenema, tingituna investeringute vaoshoitumast kasvust ja tuluelastsuse protsükilisest laadist üleilmse kasvu aeglustumise taustal. Seega peaks impordi kasv olema ettevaateperioodi lõpu poole rohkem vastavuses aktiivsuse arenguga. See on kooskõlas tõenditega, et pikemaajalised struktuursed tegurid (eelkõige üleilmsete väärtusahelate hoogne kasv), mis seni vedasid maailmakaubanduse kiiret kasvu tempos, mis ületas üleilmse aktiivsuse kasvutempot, on alates finantskriisi ajast taandunud.<sup>5</sup>

**Euroalavälise ekspordi kasvu peaks pärssima euro hiljutine kallinemine.** Pärast jõulist kasvu 2017. aasta teisel poolel peaks euroalaväline eksport edaspidi kasvama euro hiljutise kallinemise tõttu aeglasemalt kui euroala välisnõudlus, tuues kaasa ekspordi turuosade teatava vähenemise. Euroalavälist impordi peaksid soodsalt mõjutama sisenõudluse positiivne areng ja euro tugevnemine. Impordi kasv aeglustub tõenäoliselt vähem kui ekspordi kasv, tuues kaasa netokaubanduse veidi negatiivse mõju majanduskasvule 2018. aastal. Pärast seda peaks mõju olema neutraalne.

**Tööhõive kasv peaks pidurduma.** Töökohtade arv euroalal kasvas 2017. aasta kolmandas kvartalis 0,4% ja neljandas kvartalis kasv jätkus. Tööhõive hiljutine kasv on olnud riikide lõikes laiapõhjaline ning ettevaatavate uuringute põhjal võib prognoosida selle edasist jõulist suurenemist ka lähiajal. Seejärel peaks tööhõive kasv veidi aeglustuma, sest teatavate ajutiste soodsate tegurite (nt riikide eelarvepoliitilised meetmed) mõju hakkab järk-järgult taanduma ja mõnes riigis peaks vähenema töötajate arv avalikus sektoris.

### **Töajõu kasvu pärsib ilmselt üha suuremal määral tööjõupakkumise puudujääk.**

Töajõu kasv peaks ettevaateperioodil jätkuma, kajastades töötajate netosisserännet, pagulaste oodatavat lõimumist ja töajõus osalemise määra edasist tõusu. Nende tegurite positiivse mõju aga kaalub ettevaateperioodil tõenäoliselt aegamisi üles üha

<sup>5</sup> Vt EKPSi rahvusvaheliste suhete komitee töörühma artikkel „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?“, EKP üldtoimetised nr 178/2016.

ebasoodsam demograafiline areng. See toob kaasa ka tööhõive kasvu aeglustumise 2019. ja 2020. aastal.

**Aastaks 2020 peaks töötuse määr alanema 7,2%-le.** Töötuse määr alanes 2018. aasta jaanuaris 8,6%-le, mis on madalaim tase alates 2008. aasta lõpust. Edaspidi peaks töötute arv veelgi märkimisväärselt vähenema, alanedes kriisieelse madalaima taseme lähedale.

**Tööviljakuse kasv, milles peegelduvad tsüklilised muutused, peaks olema varasemate aastatega võrreldes kiirem.** Tööviljakuse kasv elavnes 2017. aastal sedamööda, kuidas tööhõivet ajutiselt ergutanud meetmete toime taandus. Tööviljakuse edasisest üldjoontes jätkusuutlikust kasvust ettevaateperioodil annavad märku kapitali kasutuse suurenemine majandusliku loiduse taandumise taustal, töötaja kohta tehtud töötundide arvu tõus ning tootmistegurite kogutootlikkuse mõningane kasv. Aastatel 2019–2020 peaks tööviljakuse kasv siiski jääma kriisieelsest keskmisest tasemest (1,0%) veidi aeglasemaks.

**SKP reaalkasv peaks püsima potentsiaalsest majanduskasvust kiirem kuni 2020. aastani.** Kogutoodangu potentsiaalne kasv on viimastel aastatel hinnanguliselt veidi elavnenud – sellele on senisest soodsamat mõju avaldanud kapital, tööjõu tootlikkus ja tootmistegurite kogutootlikkus. Ettevaateperioodi lõpus peaks potentsiaalne kasv taastuma üldjoontes vahetult enne kriisi algust täheldatud tasemel, jäädes siiski reaalse SKP tegelikust kasvust aeglasemaks. Tuleb siiski märkida, et nii potentsiaalse kasvu kui ka seda vedavate mõjurite näol on tegu sisenditega, mida ei saa usaldusväärselt mõõta, ning seetõttu ümbritseb nende hinnanguid märkimisväärne ebakindlus.

**2017. aasta detsembris avaldatud ettevaatega võrreldes on SKP reaalkasvu prognoosi korrigeeritud 2018. aastaks ülespoole ning 2019. ja 2020. aasta prognoosid püsivad muutumatuna.** 2018. aasta prognoosi ülespoole korrigeerimine on peamiselt seotud ettevõtete ja tarbijate seni oodatust positiivsema meelestatusega, mis lubab eeldada kiiremat kasvutempot; samuti on see seotud välisnõudluse prognoosi ülespoole korrigeerimisega. Seejärel peaksid hoogsama kasvutempo positiivsema mõju üldjoontes üles kaaluma euro hiljutise kallinemise negatiivne mõju euroalavälisele ekspordile ja kõrgemate pikaajaliste intressimäärade negatiivne mõju.



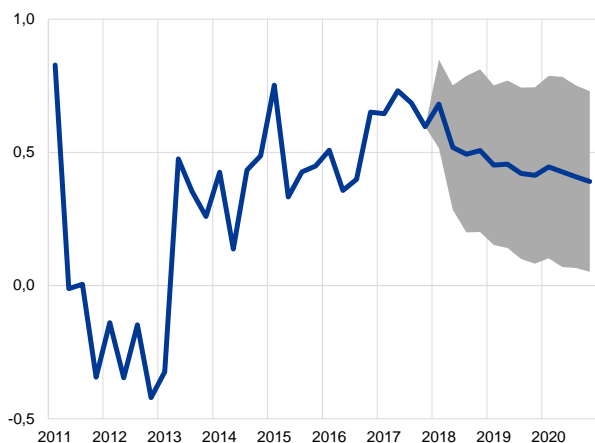
## Joonis 1

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

(kvartaliandmed)

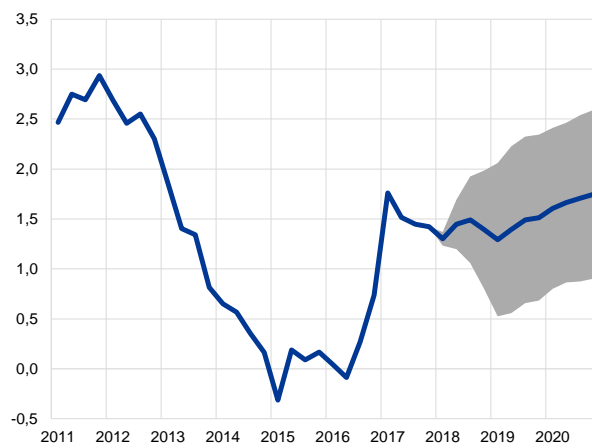
#### Euroala reaalne SKP<sup>2)</sup>

(kvartaalne muutus protsentides)



#### Euroala ÜTHI

(aastane muutus protsentides)



1) Esitatud väärtusvahemikud põhinevad eelmiste aastate ettevaadete ja tegelike tulemuste vahelistel erinevustel. Väärtusvahemike ulatus vastab nende erinevuste absoluutväärtuse kahekordsele keskmisele. Väärtusvahemike arvutamise meetodit (k.a erandjuhtude suhtes korrigeerimine) käsitletakse 2009. aasta detsembris avaldatud EKP väljaandes „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, mis on kättesaadav EKP veebilehel.

2) Andmed on tööpäevade arvu järgi korrigeeritud.

## 2

### Hinnad ja kulud

**ÜTHI-inflatsioon peaks hakkama kiirenema alles ettevaateperioodi lõpus, kuna ÜTHI energiahindade inflatsiooni aeglustumine 2018. ja 2019. aastal peaks üldjoontes tasakaalustama alusinflatsiooni hoogustumise.** ÜTHI-inflatsioon peaks olema 2018. ja 2019. aastal keskmiselt 1,4% ja tõusma 2020. aastal 1,7%ni. Ehkki ÜTHI energiahindade inflatsioon peaks naftahinna hiljutise tõusu ja mõningate positiivsete baasefektide mõjul lähikuudel kiirenema, näitab komponentide analüüs, et alates 2018. aasta lõpust peaks ÜTHI energiahindade inflatsioon järsult aeglustuma, alanedes 2019. aasta kesksaigaks ligikaudu 0% tasemele. Alates 2019. aasta kesksaigast muutumatuna püsiv ÜTHI energiahindade inflatsioon kajastab naftafutuuri hindade arengukõvera langust ja energiaga seotud maksudest tingitud positiivset mõju. ÜTHI toiduainehindade inflatsioon peaks ettevaateperioodil mõõdukalt hoogustuma, saades tuge nii maailmaturu toidutoormehindade eeldatavast tõusust kui ka tubakaaktsiisi kallinemisest tingitud tõususest. Kuna majanduse kasvutempo ületab potentsiaalse taseme ja positiivne kogutoodangu lõhe suureneb, peaks hinnasurve tugevnema. Eelkõige peaksid suurenev jäikus tööturul ja töajõupakkumise märgatavad piirangud mõnes riigis kiirendama palgakasvu ja praeguse hoogsa majanduskasvu keskkonnas peaks see kulude tõus kanduma üle hindadele. Naftahinna hiljutine tõus ja toormehindade (v.a energia) eeldatav kallinemine avaldavad tõenäoliselt ajutist kaudset tõusumõju koguinflatsioonile. Ehkki euro vahetuskursi hiljutine tugevnemine peaks inflatsioonitempot pidurdama, tasakaalustab seda eeldatavalt mõnevõrra praegune hoogne kasv euroalal, sest selle toel suureneb ka euroala ettevõtete

hinnakujundusvõime. Kokkuvõttes peaks ÜTHI-inflatsioon (v.a energia ja toiduained) järk-järgult hoogustuma, ulatudes 2020. aastal 1,8%ni.

**Palgakasv peaks ettevaateperioodil märgatavalt kiirenema tulenevalt tööturutingimuste pingestumisest ja mõnes riigis viimastel aastatel palgakasvu pärssinud meetmete lõppemisest.** Töötaja kohta makstava hüvitise kasv peaks kiirenema 2017. aasta 1,6%-lt 2020. aastal 2,7%-le. Palgakasvu eeldatav ajutine aeglustumine 2019. aastal kajastab Prantsusmaal võetud eelarvepoliitilist meetet – maksukrediidimuudatuse ümberkujundamist tööandjate sotsiaalkindlustusmaksete püsivaks vähendamiseks.<sup>6</sup> Tööjõu ühikukulude kasv peaks hoogustuma samas ulatuses töötaja kohta makstava hüvitise kasvuga (0,8%-lt 2017. aastal 1,8%-le 2020. aastal), arvestades üldjoontes muutumatuna püsivat tööviljakuse kasvu ettevaateperioodil. Palgakasvu peamised kiirendajad on tööturutingimuste oodatav edasine paranemine, suurenev jäikus tööturul ja tööjõupakkumise märgatav puudujääk mõnel pool euroalal. Kui tsükliline hoogustumine kõrvale jätta, võib arvata, et 2017. aastal kolme eelneva aastaga võrreldes märkimisväärselt kiirenenud koguinflatsioon toetab samuti palgakasvu neis euroala riikides, kus palgakujunduse protsessis võetakse arvesse tagasivaatavat indekseerimist või ootuspõhiseid elemente. Sedamööda, kuidas majanduse elavnemine jätkub ja euroala riikide lõikes laieneb, peaksid ühtlasi vähehaaval taanduma palgakasvu pärssinud kriisiga seotud tegurid, nagu vajadus aeglasema palgakasvu järele, et taastada pärast kriisi hindade konkurentsivõime mõnes riigis, ning seni rakendatud palgapiirangud, mida seostati nominaalpalkade kriisiaegse langusjäikusega. Lisaks kaob mõnes riigis sotsiaalkindlustusmaksete vähendamiseks võetud meetmete pärssiv mõju palgakasvule, sest need meetmed aeguvad järk-järgult lähema paari aasta jooksul ja palkade külmutamine avalikus sektoris peaks lõppema.

**Kasumimarginaalid peaksid paranema ettevaateperioodi esimesel poolel eelmise aastaga võrreldes mõnevõrra kiiremas tempos.** Viimasel ajal on kasumimarginaalid hakanud jõulisemalt suurenema, kajastades nii kaubavahetusolude vähem negatiivset arengut kui ka majanduse tsüklilist paranemist, mis peaks praeguse majanduskasvu kontekstis jätkuma. Samal ajal peaksid tööjõu ühikukulude kasvu oodatav kiirenemine ja kaudsete netomaksude (ühiku kohta) eeldatav tõus tõenäoliselt siiski piirama kasumimarginaalide paranemise tempot, seda eelkõige ettevaateperioodi lõpu poole.

**Impordihindade inflatsioon 2017. aastal elavnes ja peaks ettevaateperioodil püsima positiivne, ehkki hiljutise tempoga võrreldes tagasihoidlikum.** Impordihindade suhteliselt järsk tõus 2017. aastal kajastab pööret eelkõige naftahinnas, aga ka toormehindades (v.a energia). Impordihindade kasvu aeglustumine pärast 2017. aastat on samamoodi seotud naftahinna tagasihoidliku väljavaatega, kuid ka muude toormehindade suhteliselt vaoshoitud arenguga. Ühtlasi peaks euro kallinemine piirama toormehindade arengu ja vähehaaval suureneva üleilmse hinnasurve mõju euroala impordihindadele. Laiemas plaanis peaks üleilmne

<sup>6</sup> Kuna kasumimarginaalide tõus tasakaalustab suurel määral töötaja kohta makstava hüvitise ja tööjõu ühikukulude kasvu aeglustumise, jääb mõju hinnakujundusele tõenäoliselt piiratuks.

inflatsioonisurve ettevaateperioodil aegamööda suurenema, samal ajal kui üleilmsed tootmiskulud kasvavad maailmamajanduse loiduse taandudes.

**Võrreldes 2017. aasta detsembris avaldatud ettevaatega on ÜTHI-inflatsiooni 2019. aasta väljavaadet veidi allapoole korrigeeritud.** Kui eeldatavalt kõrgem naftahind USA dollarites peaks 2018. aastal tasakaalustama euro kõrgemast vahetuskursist tuleneva pärssiva mõju inflatsioonile, siis 2019. aastal domineerib euro kallinemise mõju, mis langetab mõnevõrra ÜTHI-inflatsiooni väljavaadet.

### 3 Eelarveväljavaade

**Ettevaateperioodil peaks euroala eelarvepositsioon jääma keskmiselt üldjoontes neutraalseks.** Eelarvepoliitika kurssi mõõdetakse muutusena tsükliliselt kohandatud esmases eelarveseisundis, millest on maha arvatud valitsussektori abi finantssektorile. Otseste maksude kärped ja ulatuslikumad siirded kodumajapidamistele 2017. aastal kaalus täielikult üles kaudsete maksude tõus ja valitsussektori tarbimise aeglasem kasv. 2018. aastal kujundavad eelarvepoliitika kurssi peamiselt otseste maksude ja sotsiaalkindlustusmaksete alandamine ning valitsussektori investeeringute eeldatavalt dünaamilisem areng, mida tasakaalustavad vaid osaliselt kaudsete maksude tõus ja valitsussektori jooksvate kulutuste mõõdukam kasv. Eelarvepoliitika kurss peaks olema üldjoontes neutraalne ka 2019.–2020. aastal, kuna otseste maksude ja sotsiaalkindlustusmaksete täiendava alandamise peaksid tasakaalustama valitsussektori kulutuste edasised piirangud.

**Ettevaateperioodil peaksid nii valitsussektori eelarvepuudujääk kui ka võlakoormus vähenema.** Eelarveseisundi ettevaade hõlmab valitsussektori eelarvepuudujäägi järkjärgulist vähenemist ettevaateperioodil. See on peamiselt tingitud tsüklilise komponendi olukorra paranemisest ja intressimaksete vähenemisest. Tsükliliselt kohandatud esmane eelarveseisund püsib ettevaateperioodil stabiilsena. Valitsussektori võla suhe SKPsse väheneb tõenäoliselt kogu ettevaateperioodi vältel ning seda toetavad kasvu-/intressimäärade positiivne vahe<sup>7</sup> ja esmane ülejääk. 2017. aasta detsembri ettevaatega võrreldes osutab eelarveväljavaade mõnevõrra väiksemale puudujäägi määrale ning võla ja SKP suhtarvule, mida valdavalt toetab soodsam makromajandusareng.

#### Infokast 4

##### Tundlikkusanalüüsid

#### Ettevaade põhineb suurel määral tehnilistel eeldustel mõningate põhimuutujate arengu

**kohta.** Kuna mõned muutujad võivad euroala käsitlevat ettevaadet oluliselt mõjutada, võib ettevaate tundlikkuse hindamine eeldatust erinevate arengusuundade suhtes olla abiks ettevaatega seonduvate riskide analüüsimisel. Infokastis vaadeldakse mõne põhieeldusega kaasnevat ebakindlust ja ettevaate tundlikkust nende muutujate suhtes.

<sup>7</sup> Arvutatakse võlakoormuse nominaalse efektiivse intressimäära ja nominaalse SKP kasvumäära vahena.

## 1) Kõrvalekalded naftahinna arengus

### **Alternatiivsetes naftahinna arengu mudelites osutatakse riskile, et naftahind on ettevaateperioodil kõrgem, kui vastavate futuuriturgude arengu põhjal prognoositud.**

Futuuriturgudele tuginevad põhiprognoosi tehnilised eeldused naftahinna arengu suhtes viitavad naftahinna langussuundumusele, mille tulemusel Brenti toornafta hind on 2020. aasta lõpus ligikaudu 58 USA dollarit barreli kohta. See naftafutuuride hindades sisalduv arenguprognoos on kooskõlas üleilmse naftanõudluse jõulise kasvuga – stsenaarium, mis seondub maailmamajanduse elavnemisega. Pakkumistegurite puhul tuleb märkida, et põlevkivi tootmise kasv Ameerika Ühendriikides peaks osaliselt üles kaaluma geopoliitilised tegurid ning OPECi ja mõnede OPECi-väliste tootjate kokkuleppe kärpida tootmist. Alternatiivsed mudelid<sup>8</sup>, mida EKP eksperdid kasutasid naftahindade prognoosimiseks ettevaateperioodil, osutavad tehniliste eeldustega võrreldes kõrgemale naftahinnale. Kui realiseerub alternatiivne arengusuund, mille järgi naftahind on 2020. aastaks põhistsenaariumis eeldatust 13,5% kõrgem, pärsib see veidi SKP reaalkasvu ning kiirendab ÜTHI-inflatsiooni (ligikaudu 0,2 protsendipunkti võrra 2019. aastal ja 0,3 protsendipunkti võrra 2020. aastal).

## 2) Kõrvalekalded vahetuskursi arengus

### **Käesolev tundlikkusanalüüs käsitleb mõju, mida võib avaldada euro vahetuskursi edasine kallinemine tingituna investorite üha positiivsemast meelestatusest euro suhtes.**

Stsenaarium on tuletatud 75 protsentiiliga jaotusest, mis on saadud EUR/USD vahetuskursi optioonidest tuletatud riskineutraalsetest tihedustest seisuga 13. veebruar 2018. Selle prognoosi järgi kallineb euro USA dollari suhtes järk-järgult ja EUR/USD vahetuskurss on 2020. aastal 1,42, mis on kõnealuse aasta põhistsenaariumis eeldatud kursist 14,6% kõrgem. Euro nominaalset efektiivset vahetuskurssi puudutavad eeldused kajastavad varasemate perioodide seaduspäraselt arengut, mille kohaselt EUR/USD vahetuskursi muutused vastavad muutustele efektiivses vahetuskursis elastsusega veidi üle 50%. Niisuguse välistekkelise vahetuskursi šoki stsenaariumi puhul näitavad ekspertide mitme makromajandusliku mudeli kohaselt saadud keskmised tulemused, et SKP reaalkasv on 2018. aastal 0,1 protsendipunkti, 2019. aastal 0,5 protsendipunkti ja 2020. aastal 0,2 protsendipunkti võrra aeglasem. ÜTHI-inflatsioon oleks seega 2018. aastal 0,1 protsendipunkti, 2019. aastal 0,5 protsendipunkti ja 2020. aastal 0,4 protsendipunkti võrra madalam. Oluline on märkida, et kasvule ja inflatsioonile avalduva mõju hinnangud on asjakohased ainult juhul, kui tegu on puhtalt välistekkelise vahetuskursi šokiga.

---

## Infokast 5

Teiste institutsioonide prognoosid

---

### **Euroala majandusarengu kohta on avaldanud arvukalt prognoose nii rahvusvahelised**

**organisatsioonid kui ka erasektori asutused.** Kuna kõnealused prognoosid on koostatud eri ajal, siis ei saa neid omavahel ega ka EKP ekspertide makromajandusliku ettevaatega üheselt võrrelda. Lisaks kasutatakse eelarvepoliitikat, finantsturge ja euroalaväliseid muutujaid, sh naftahinda ja muid toormehindu käsitlevate eelduste väljatöötamisel erinevaid (osaliselt täpsustamata) meetodeid. Samuti esineb prognoosides erinevusi andmete korrigeerimisel tööpäevade arvu järgi (vt tabel).

<sup>8</sup> Vt nelja mudeli analüüs EKP 2015. aasta majandusülevaate nr 4 artiklis „Forecasting the price of oil” (inglise keeles).

**Nagu tabelis näha, on teiste institutsioonide kättesaadavad prognoosid SKP reaalkasvu ja ÜTHI-inflatsiooni kohta sarnased EKP ekspertide ettevaatega (väärtusvahemikud on toodud tabelis sulgudes).**

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

(aastane muutus protsentides)

	Avaldamisaeg	SKP kasv			ÜTHI-inflatsioon		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
EKP ekspertide ettevaade	märts 2018	2,4	1,9	1,7	1,4	1,4	1,7
		[2,1–2,7]	[0,9–2,9]	[0,7–2,7]	[1,1–1,7]	[0,6–2,2]	[0,8–2,6]
Euroopa Komisjon	veebruar 2018	2,3	2,0	–	1,5	1,6	–
OECD	november 2017	2,1	1,9	–	1,5	1,7	–
Euro Zone Barometer	veebruar 2018	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
Consensus Economics Forecasts	veebruar 2018	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	jaanuar 2018	2,3	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8
IMF	oktoober 2017/ jaanuar 2018	2,2	2,0	–	1,4	1,7	1,8

Allikad: Allikad: Euroopa Komisjoni koostatud Euroopa majanduse vaheprognoos (talv 2018); IMFi World Economic Outlook (jaanuar 2018, SKP reaalkasv); IMFi World Economic Outlook (oktoober 2017, ÜTHI); OECD Economic Outlook (november 2017), Consensus Economics Forecasts (veebruar 2018; näitaja 2020. aasta kohta pärineb 2017. aasta oktoobri pikaajalise prognoosi uuringust); MJEconomics (euroala baromeeter, veebruar 2018) ja EKP Survey of Professional Forecasters (jaanuar 2018).

Märkus. Euroüsteemi ja EKP ekspertide makromajanduslikus ettevaates ja OECD prognoosides kasutatakse tööpäevade arvuga korrigeeritud aastaseid kasvumäärasid, kuid Euroopa Komisjoni ja IMFi prognoosides on need tööpäevade arvuga korrigeerimata. Muude organisatsioonide prognoosides ei täpsustata, kas andmed on tööpäevade arvu järgi korrigeeritud või mitte.

© Euroopa Keskpank, 2018

Postiaadress 60640 Frankfurt am Main, Saksamaa  
Telefon +49 69 1344 0  
Veebileht [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

ISSN 2529-444X (pdf)  
ELi katalooginumber QB-CE-18-001-ET-N (pdf)