

Eurosüsteemi ekspertide 2017. aasta detsembri makromajanduslik ettevaade euroala kohta¹

Euroala majandus elavneb tõenäoliselt edaspidigi jõuliselt ning majanduskasv peaks olema oodatust hoogsam ja kasvupotentsiaalset oluliselt kiirem. SKP reaalkasv peaks järk-järgult aeglustuma (2,4%-lt 2017. aastal 1,7%-le 2020. aastal), kuna mitme kasvu soodustanud teguri toime vähehaaval taandub. ÜTHI-inflatsioon püsib lähikvartalites arvatavasti üldjoontes stabiilne ning tõuseb siis 2020. aastaks 1,7%ni, saades toetust alusinflatsiooni hoogustumisest tootmisvõimsuse süvenevate piirangute keskkonnas. Lühiajaliselt on ÜTHI-inflatsiooni prognoosi korrigeeritud mõnevõrra ülespoole, võttes arvesse nafta- ja toiduainehindade tõusu.

1

Reaalmajandus

Väga soodsad näitajad lubavad arvata, et lähiajal hoogustub jõuline SKP reaalkasv veelgi. Eurostati avaldatud värskeimad andmed näitavad, et 2017. aasta kolmandas kvartalis kiirenes reaalne SKP 0,6% ning seda suuresti sisenõudluse ja eelkõige püsiinvesteeringute mõjul. Tööturutingimused on viimastel kuudel veelgi (ja koguni oodatust hoogsamalt) paranenud ning töötuse määr alanes 2017. aasta kolmandas kvartalis 9,0%ni, mis on madalaim tase alates 2008. aasta lõpust. Lähiajal jätkub tõenäoliselt hoogne SKP reaalkasv kooskõlas ettevõtete ja tarbijate märkimisväärselt paranenud kindlustundega.

Keskmise aja jooksul pakuvad kasvule jätkuvalt tuge soodsad rahastamistingimused, tööturu olukorra paranemine ja maailmamajanduse edasine elavnemine. Pikemas plaanis peaksid eratarbimist ja investeeringuid endiselt edendama mitu positiivse toimega tegurit. Jätkub ka EKP rahapoliitika toetava kursi mõju kandumine majandusse. Laenamine erasektorile hoogustub veelgi, seda ergutavad madalad intressimäärad ja soodsad pangalaenuitingimused. Erasektori kulutuste dünaamikasse annab panuse ka väiksem vajadus finantsvõimenduse vähendamise järele. Tööturutingimuste edasine paranemine

¹ Eurosüsteemi 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 22. november 2017 (vt infokast 1). Muud käesolevas ettevaates sisalduvad andmed on esitatud seisuga 30. november 2017.

Käesolev makromajanduslik ettevaade hõlmab ajavahemikku 2017–2020. Nii pikka ajavahemikku käsitleva ettevaatega kaasneb väga suur ebakindlus, mida tuleb ettevaate tõlgendamisel silmas pida. 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>.

mõjub soodsalt ka erasektori tarbimise ja eluasemeinvesteeringute kasvule. Samal ajal jätkub ettevõtlusinvesteeringute hoogustumine, mis kajastab ka kasumi hinnalisa paranemist nõudlussurve kasvu taustal. Euroala eksport püsib tõenäoliselt jõuline, saades kasu üleilmse majandusaktiivsuse praegusest tõusust ja kaasnevast välisnõudluse kasvust euroalal.

Tabel 1
Makromajanduslik ettevaade euroala kohta¹⁾

(aastane muutus protsentides)

	Detsember 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Reaalne SKP	2,4	2,3	1,9	1,7	2,2	1,8	1,7
	[2,3–2,5] ²⁾	[1,7–2,9] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾	[2,1–2,3] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Eratarbimine	1,9	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8	1,5
Valitsussektori tarbimine	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Kapitali kogumahutus põhivarasse	4,4	4,3	3,4	2,9	4,0	3,9	3,1
Eksport³⁾	5,0	5,1	4,1	3,7	4,7	3,7	3,8
Import³⁾	5,1	5,2	4,4	3,9	5,2	4,6	4,2
Tööhõive	1,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	0,8
Töötuse määr (% tööjõust)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,6	8,1
ÜTHI	1,5	1,4	1,5	1,7	1,5	1,2	1,5
	[1,5–1,5] ²⁾	[0,9–1,9] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾	[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–1,8] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾
ÜTHI (v.a energia)	1,2	1,3	1,6	1,9	1,2	1,3	1,5
ÜTHI (v.a energia ja toiduained)	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
ÜTHI (v.a energia, toiduained ja kaudsete maksude muutused)⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
Tööjõu ühikukulud	0,9	1,2	1,1	1,8	0,8	1,2	1,4
Hüvitis töötaja kohta	1,7	2,1	1,9	2,7	1,5	2,0	2,3
Töövõljalikus	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9
Valitsussektori eelarve tasakaal (% SKPst)	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5	-1,3	-1,0	-0,9
Struktuurne eelarvetasakaal (% SKPst)⁵⁾	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4	-1,3	-1,2
Valitsussektori koguvõlg (% SKPst)	87,0	85,1	83,1	80,7	87,5	86,0	84,2
Jooksevkonto saldo (% SKPst)	3,1	2,9	2,7	2,8	2,9	2,5	2,5

1) Reaalse 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 majandusüksiki 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 kuubülletääni taustinfo „Valitsussektori eelarveseisundi tsükliline kohandamine” ja 2014. aasta septembri kuubülletääni taustinfo „Struktuurne eelarveseisund eelarvepositsiooni näitajana”.

Ettevaateperioodil peaks SKP reaalkasv siiski veidi aeglustuma, kuna vähehaaval taandub mitme teguri soodne toime. Varasemate rahapoliitiliste meetmete mõju peaks ettevaateperioodil aegamisi vähenema. Ekspordi kasvu peaksid pärssima euro kallinemine, mis on toimunud alates 2017. aasta aprillist, ning euroala välisnõudluse kasvumäära alanemine. Ühtlasi prognoositakse tööhõive kasvu aeglustumist, mis on osaliselt seotud tööjõu nappusega mõnes riigis.

Eratarbimine peaks püsima ettevaateperioodil jõuline. Tarbijate väga soodne meelestatus, tööturutingimuste edasine paranemine ja töötaja kohta makstava reaalpalga tõus lubavad arvata, et lähikvartalites jätkub tarbimise stabiilne kasv valdavalt kooskõlas reaalse ostujõu arenguga. Brutotöötasude mõju nominaalse kasutatava tulu kasvule püsib ettevaateperioodil arvatavasti valdavalt muutumatuna, kuna tööhõive aeglasemat kasvu tasakaalustab nominaalpalkade suurem tõus. Erasisikute muude sissetulekute kasv peaks hoogustuma, kajastades kasumite ja omanditulu positiivset arengut.

Eratarbimise kasvu peaksid toetama ka pankade laenutingimuste paranemine (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 netosäästjatele netolaenuvõtjatele. Kuna netolaenuvõtjatel on tavaliselt suurem tarbimise piirkaldumus, peaks ümberjaotumine ergutama erasisikute kogutarbimist. Ühtlasi peaksid tarbimist toetama edusammud finantsvõimenduse vähendamisel.

Kodumajapidamiste säästumäär peaks ettevaateperioodil varasema madala tasemega võrreldes aegamisi suurenema. Viimastes kvartalites on säästumäär vähenenud, kajastades valdavalt kodumajapidamiste majandusliku ja finantsolukorra paranemist ning väga madalate intressimäärade mõju nende säästmiskaldvusele. Säästumäär peaks ettevaateperioodil suurenema, seda peamiselt seoses tarbimise tasakaalustumisega tsüklilise elavnemise kontekstis. Kodumajapidamiste säästumäär peaks kasvama ka tulenevalt otseste maksude kärbetest mõnes riigis.

Infokast 1

Tehnilised eeldused intressimäärade, vahetuskursside ja toormehindade kohta

2017. aasta septembris avaldatud ettevaatega võrreldes hõlmavad tehnilised eeldused märkimisväärselt kõrgemaid naftahindu USA dollarites ning üksnes väikeseid muutusi vahetuskursi arengus ja muudes finantseeldustes. Tehnilised eeldused intressimäärade ja toormehindade kohta põhinevad turgude ootustel seisuga 22. november 2017. Lühiajalisi intressimäärasid mõõdetakse kolme kuu EURIBORina ja turgude ootused tuletatakse futuurilepingute intressimääradele. Selle meetodi kohaselt on lühiajaliste intressimäärade keskmine tase –0,3% 2017. ja 2018. aastal, –0,1% 2019. aastal ja 0,1% 2020. aastal. Turgude ootuste järgi peaks riikide kümneaastase tähtajaga võlakirjade nominaalne intressimäär euroalal olema 2017. ja

2018. aastal keskmiselt 1,1%, 2019. aastal 1,4% ning 2020. aastal 1,7%². 2017. aasta septembris avaldatud ettevaatega võrreldes on turgude ootusi lühiajaliste intressimäärade arengu suhtes korrigeeritud veidi allapoole ning pikaajalisi intressimäärasid on korrigeeritud 2018. ja 2019. aastaks allapoole vastavalt ligikaudu 10 ja 20 baaspunkti võrra.

Seoses toormehindadega eeldatakse 22. novembril lõppenud kahepäevase perioodi jooksul toimunud futuuriturgude keskmise arengu põhjal, et Brenti toornafta barreli hind tõuseb 54,3 USA dollarilt 2017. aastal 61,6 USA dollarile 2018. aastal ning langeb siis 58,9 USA dollarile 2019. aastal ja 57,3 USA dollarile 2020. aastal. See suundumus näitab, et naftahinnad USA dollarites on 2017. aastal 4,8%, 2018. aastal 17,2% ning 2019. aastal 11,0% kõrgemad, kui prognoositi 2017. aasta septembris avaldatud ettevaates. Muu toorme (v.a energia) hinnad USA dollarites peaksid tõusma 2017. aastal märkimisväärselt ning edaspidi mõnevõrra mõõdukamalt.³

Kahepoolsed vahetuskursid püsivad ettevaateperioodil tõenäoliselt muutumatuna 22. novembrile eelnenud kahe nädala keskmisel tasemel. Seega peaks USA dollari ja euro keskmine vahetuskurs olema 2017. aastal 1,13 ning 2018.–2020. aastal 1,17 (2017. aasta septembri ettevaates 1,18). Euro efektiivne vahetuskurs (mõõdetuna 38 kaubanduspartneri vääringu suhtes) peaks jääma 2017. aasta septembris avaldatud ettevaatega võrreldes samaks.

Tehnilised eeldused

	Detsember 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Kolme kuu EURIBOR (protsendina aasta kohta)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
10-aastase tähtajaga riigivõlakirjade tulusus (protsendina aasta kohta)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Naftahind (USD barreli kohta)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Muu toorme (v.a energia) hinnad (USD; aastane muutus protsentides)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
USD/EUR vahetuskurs	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Euro nominaalne efektiivne vahetuskurs (EER-38) (aastane muutus protsentides)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

Eluasemeinvesteeringute hoogustumine tõenäoliselt jätkub.

Eluasemeinvesteeringud elavnesid viimaste kvartalite jooksul tunduvalt. Neid on toetanud soodsad rahastamistingimused, investeerimisportfellides tehtud ümberpaigutused eluasemeinvesteeringute kasuks (kuna alternatiivsete pikaajaliste investeerimisvõimaluste tulusus on väike) ning sissetulekute suurenemine seoses käimasoleva uute töökohtade loomisega. Samuti näib, et mitme euroala riigi eluasemeturul on lõpule jõudnud allapoole kohandumise protsess. Põhilised

² 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 arvatud 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.

³ Nafta- ja toidutoorme hindu käsitlevad eeldused põhinevad kuni ettevaateperioodi lõpuni futuurihindadel. Eeldatakse, et ülejäänud toormehinnad (v.a energia) järgivad futuuride hindu kuni 2018. aasta neljanda kvartalini ning arenevad seejärel kooskõlas üleilmse majandustegevusega.

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 on viimastes kvartalites taas elavnenud ja need peaksid kogu ettevaateperioodi jooksul veelgi hoogustuma, ehkki aeglustuvas tempos. Ettevõtlusinvesteeringuid peaks toetama palju tegureid. Ettevõtete kindlustunne on jätkuvalt väga suur, arvestades tootmisega seotud väga positiivseid ootusi ja tellimuste arvu. Tootmisvõimsuse rakendusaste ületab endiselt kriisieelset keskmist taset, rahastamistingimused peaksid püsima ettevaateperioodil väga soodsad ning juba niigi hea likviidsusega mittefinantsettevõtete sektoris peaks paranema kasumi hinnalisa. Viimastel aastatel täheldatud aktsiahindade jõulise tõusu ja võlafinantseerimise tagasihoidliku kasvu tulemusel on finantsvõimenduse määr (võla ja koguvara suhe) mittefinantsettevõtete sektoris alanenud kõigi aegade madalaimale tasemele. Ettevõtlusinvesteeringute arenguväljavaadet pärsivad siiski edaspidigi kogutoodangu senisest loiuma potentsiaalse kasvu ootused ning pankade vahendussuutlikkuse piiratus mõnes riigis. Investeerimistempo järkjärguline aeglustumine ettevaateperioodil kajastab ühtlasi nii sise- kui ka välisõudluse üldist vähenemist.

Infokast 2

Rahvusvaheline keskkond

Maailmamajanduse püsiv kasv jätkus 2017. aasta teises kvartalis ning aktiivsuse ja kaubanduse kasv muutus laiapõhjalisemaks. Küsitlustulemustel põhinevad näitajad osutavad kestlikule üleilmsele kasvule 2017. aasta kolmandas kvartalis ning üleilmne (v.a euroala) toodangut kajastav ostujuhtide liitindeks jõudis oma pikaajalise keskmise taseme lähedale. Samal ajal võib maailmamajanduse elavnemises täheldada sünkroniseerituse märke. Meeleolud arenenud majandusega riikide finantsturgudel on püsinud positiivsed – aktsiaturgudelt on saadud kasumit ja volatiilsus on veelgi vähenenud. Areneva majandusega riikides on intressimäärad alanenud, aidates kaasa finantstingimuste tagasihoidlikule leevenemisele. Samal ajal on kapitali sissevool taastunud tasemel, mis viimati registreeriti 2015. aastal. Edaspidi peaks üleilmse majandusaktiivsuse kasv püsima üldjoontes stabiilne ja kriisieelse tasemega võrreldes loium ning kooskõlas potentsiaalse kasvu aeglustumisega. Arenenud majandusega riikide väljavaade hõlmab jõulist laienemist, mis aeglustub ettevaateperioodi vältel sedamööda, kuidas elavnemine jõuab lõppjärku ja toodangulõhed jõuavad järk-järgult positiivsete näitajateni. Areneva majandusega riikides muutub kasvuväljavaade dünaamilisemaks ning seda toetavad aegamisi kasvav aktiivsus tooret eksportivates riikides (eelkõige Brasiilias ja Venemaal) ning jätkusuutlik kasv Indias ja Hiinas, ehkki Hiinas on kasv endiselt langussuundumuses. Üleilmne (v.a euroala) aktiivsus peaks kasvama ettevaateperioodil 3,7–3,9%. 2017. aasta septembris avaldatud ettevaatega võrreldes on üleilmse SKP kasvu 2017. ja 2018. aasta prognoose korrigeeritud mõnevõrra ülespoole ning peamiselt puudutab see Ameerika Ühendriike ja Hiinat.

Rahvusvaheline keskkond

(aastane muutus protsentides)

	Detsember 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
SKP reaalkasv (v.a euroala)	3,7	3,9	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8
Maailmakaubandus (v.a euroala ¹⁾)	5,6	4,5	4,2	3,7	5,3	3,8	3,8
Euroala välisõudlus ²⁾	5,5	4,4	3,8	3,5	4,7	3,4	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 arenguga (kaubanduse elastsus üleilmse SKP kasvu suhtes on jätkuvalt ligikaudu 1). Euroala välisõudlus peaks suurenema 5,5% 2017. aastal, 4,4% 2018. aastal, 3,8% 2019. aastal ja 3,5% 2020. aastal. 2017. aasta septembris avaldatud ettevaatega võrreldes on üleilmse majanduskasvu väljavaadet korrigeeritud veidi ülespoole, samal ajal kui euroala välisõudluse prognoosi on märkimisväärselt rohkem ülespoole korrigeeritud. Viimane kajastab andmete ülespoole korrigeerimisi ning – maailmakaubanduse soodsamate näitajate valguses – ka positiivsemat hinnangut euroala välisõudluse arengusuundumuse kohta lähikvartalites.

Infokast 3

Euroalavälise ekspordi ja välisõudluse hiljutine areng ning väljavaated

Nii euroalavälise ekspordi kui ka euroala välisõudluse kasv on pärast 2016. aasta alguse väga tagasihoidlikku arengut viimasel ajal hoogustunud. Aastases arvestuses on euroala välisõudlus alates 2016. aasta keskpaigast märkimisväärselt tugevnenud ja jõudis 2017. aasta teises kvartalis viimase kuue aasta parima näitajani. Samamoodi on ka euroalavälise ekspordi kasv 2016. aasta algusest saati elavnenu.

Euroala välisõudluse hiljutine tõususuundumus kajastab maailmamajanduse jätkuvat elavnemist, kuid võib peegeldada ka teatavat protsüklilisust, mis esineb kaubanduse elastsuses üleilmse majandusaktiivsuse suhtes. Euroala välisõudluse näitajate püsiv ülehindamine aastatel 2011–2016 oli tingitud maailmakaubanduse tuluelastsuse valdavalt struktuurilisest vähenemisest, mida on varasemates ettevaadetes ebapiisavalt kajastatud. Seetõttu on maailmakaubanduse prognoosi üleilmse SKP kasvu prognoosi suhtes üle hinnatud. Euroala välisõudluse kasv on maailmamajanduse elavnemise kontekstis olnud viimastes kvartalites siiski kiirem, kui viimases paaris ettevaates eeldati. See tõstatab küsimuse, kas kaubanduse elastsuses esineb praegu teatavat protsüklilisust, mida hiljutised ettevaated piisavalt ei kajasta, kuna kaubanduse kasv hoogustub kooskõlas üleilmse kiire kasvuga.⁴ Nende probleemide käsitlemiseks ning hiljutisi andmeid arvesse võttes on euroala välisõudluse prognoosi käesolevas ettevaates märkimisväärselt ülespoole korrigeeritud.

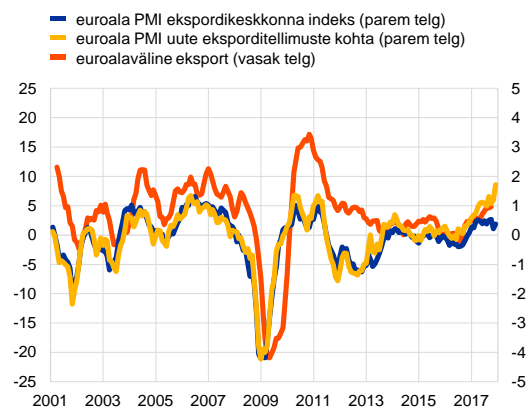
⁴ Vt näiteks Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. ja Sbracia, M., „The cyclicity of the income elasticity of trade”, Itaalia keskpanga toimetis nr 1126, juuli 2017.

Euroala välisnõudluse ülespoole korrigeerimist toetavad ka maailmakaubanduse ja euroala kaubanduse tugevad näitajad. Kaubandusnäitajad osutavad nii euroala välisnõudluse kui ka euroalavälise ekspordi jõulisele kasvule. Euroala kaubandusuuringud (nt ostujuhtide indeks (*Purchasing Managers' Index*; PMI) töötleva tööstuse sektori uute eksporditellimuste kohta ja ekspordikeskkonna indeks) lubavad arvata, et kaubanduses on toimumas elavnemine (vt joonis A). Ka euroala andmed töötleva tööstuse sektori uute eksporditellimuste ja tööstustoodangu kohta on euro efektiivse vahetuskursi hiljutisele tõusule vaatamata jätkuvalt positiivsed. Ühtlasi on möödunud 12 kuu jooksul märkimisväärselt paranenud maailmakaubanduse näitajad, näiteks üleilmne ostujuhtide indeks uute eksporditellimuste kohta ja Goldman Sachsi koostatav aktiivsuse juhtnäitaja (vt joonis B).

Joonis A

Euroala kaubanduse näitajad

(vasak telg: aastane muutus protsentides (kolme kuu võrdlus); parem telg: indeks, standarditud)

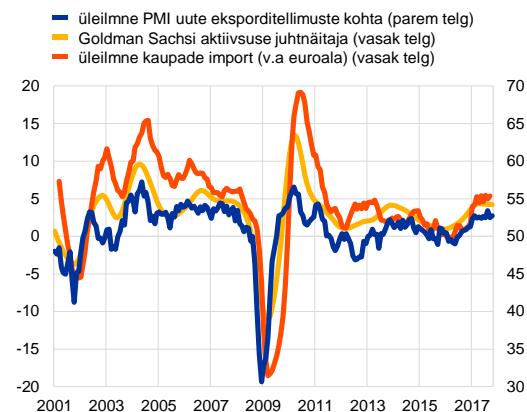


Allikad: Markit, Eurostat ja EKP arvutused.
Märkus. Kaubandusandmed on esitatud mahunäitajatena. Viimased vaatlused tehti 2017. aasta septembris (eksport) ja novembris (ekspordikeskkonna indeks ja ostujuhtide indeks töötleva tööstuse sektori uute eksporditellimuste kohta).

Joonis B

Maailmakaubanduse näitajad

(vasak telg: aastane muutus protsentides (kolme kuu võrdlus); parem telg: indeks)



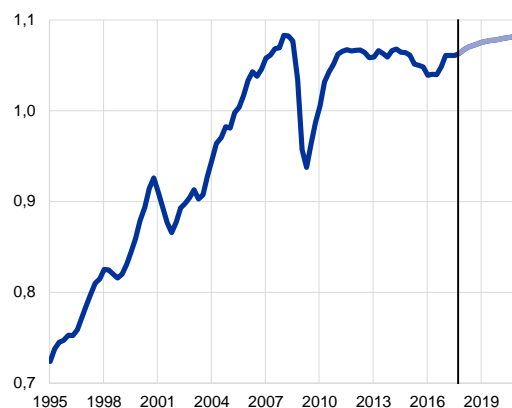
Allikad: Haver Analytics, Goldman Sachs, Madalmaade riiklik planeerimisamet ja EKP arvutused.
Märkus. Viimased vaatlused tehti 2017. aasta septembris (Madalmaade riiklik planeerimisamet) ja oktoobris (Goldman Sachs ja ostujuhtide indeksid).

Vaatamata sellele, et üleilmse impordi näitajates esines 2017. aasta alguses teatavat volatiilsust (mis oli osaliselt tingitud ajutistest teguritest), võib euroala välisnõudluse arengus täheldada valdavat tõususuundumust, mis on üldjoontes kooskõlas uuringunäitajatega. 2017. aasta alguses toetas üleilmset impordi arenevast Aasiast (eelkõige Indiast ja Hiinast) ning ka Venemaalt ja Kesk- ja Ida-Euroopas asuvatest ELi liikmesriikidest pärit impordi jõuline kasv. Mitmel juhul aga olid need jõulised näitajad tingitud ajutistest teguritest. Sellisest volatiilsusest hoolimata peaks euroala välisnõudluse kasv 2017. aasta lõpus ja ka 2018. aastal jätkuvalt hoogustuma.

Joonis C

Üleilmse impordi suhe SKPsse

(indeks: 2005 = 1)



Keskpikas perspektiivis aga jäävad tegurid, mille puhul kaubanduse tuluelastsuse näitaja püsib 1 ringis, üldjoontes muutumatuks.

Asjaolu, et suurele majanduslangusele eelnenud kahekümne aasta jooksul kasvas kaubandus kaks korda kiiremini kui SKP, viitab ajaloolisele anomaaliale, mida toetasid eelkõige kaubanduse liberaliseerimise lained (eeskätt arenevatel turgudel), üleilmsete väärtusahelate teke ning muutused kaubanduse geograafilises struktuuris.⁵ Nagu joonisel C näha, suurenes import aastatel 1995–2007 palju kiiremini kui üleilmne majandusaktiivsus.

Edaspidi aga ei toeta eespool nimetatud tegurid enam tõenäoliselt kaubanduse elastsust.

Kaubanduse liberaliseerimine on suurel määral lõppenud ning struktuurilises mõttes kaldub

maailmakaubanduse elastsus jätkuvalt madalama elastsuse poole areneva majandusega riikides.

Viimase paari aasta jooksul on üleilmse impordi ja üleilmse majandusaktiivsuse kasv olnud omavahel kooskõlas ning sama suundumus peaks domineerima ka ettevaateperioodil.

Euroalaväline eksport peaks olema väga soodsate kaubandusnäitajate toel jõuline ka lähikvartalites hoolimata sellest, et euro on hiljuti kallinenud.

Seejärel peaks eksport ettevaateperioodi jooksul vähenema koos euroala välisnõudluse kahanemisega. Selle põhjal võib arvata, et ekspordi turuosad püsivad üldjoontes muutumatuks. Euroalavälist importi soodustavad tõenäoliselt sisenõudluse positiivne areng ja euro tugevnemine. Nende tegurite toime ekspordile on siiski mõnevõrra suurem ning seepärast kujuneb netokaubanduse mõju majanduskasvule üldiselt vähesel määral positiivseks.

Ehkki tööhõive kasvu kohta laekunud andmed on positiivsed, peaks see siiski vähehaaval aeglustuma.

Tööhõive hiljutine kiire kasv on olnud riikide lõikes laiapõhjaline, kuid see oli osaliselt tingitud ajutistest soodsa toimega teguritest (nt eelarvepoliitilised meetmed mõnes riigis). Kuna nende tegurite mõju peaks aegamisi kaduma ja mõne riigi avalikus sektoris tööhõive tõenäoliselt väheneb, aeglustub ka tööhõive kasv lähikvartalites arvatavasti mõnevõrra.

Tööjõu kasvu pärsib ilmselt üha suuremal määral tööjõupakkumise puudujääk.

Tööjõu kasv peaks ettevaateperioodil jätkuma, kajastades töötajate netosisserännet, pagulaste oodatavat lõimumist ja taas aktiivseks muutunud töötajate mõju. Nende tegurite positiivse toime aga kaalub ettevaateperioodil tõenäoliselt aegamisi üles üha ebasoodsam demograafiline areng, millel on samuti mõju tööhõive kasvu pidurdumisele.

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

Töötuse määr peaks siiski veelgi alanema. Töötuse määr langes 2017. aasta kolmandas kvartalis 9,0%-le ning edaspidi peaks töötute arv veelgi märkimisväärselt vähenema. Aastaks 2020 peaks töötuse määr alanema 7,3%-le.

Tööviljakuse kasv ettevaateperioodil tõenäoliselt elavneb. Tööviljakuse kasvu esialgne jõuline hoogustumine käesoleval ja 2018. aastal kajastab selliste meetmete mõju taandumist, mis ergutasid tööhõivet ajutiselt 2016. aastal. Ülejäänud ettevaateperioodi jooksul ergutavad (töötaja kohta arvatava) tööjõu tootlikkuse kasvu peamiselt tootmistegurite kogutootlikkuse kasvu mõningane kiirenemine, kapitali osatähtsuse suurendamine ning töötundide arvu tõus töötaja kohta. Viimased kaks tegurit kajastavad tsüklilise positsiooni jätkuvat paranemist ja tööturu suurenevat jäikust.

SKP reaalkasv peaks püsima potentsiaalsest majanduskasvust kiirem kuni 2020. aastani. Kogutoodangu potentsiaalne kasv on viimastel aastatel hinnanguliselt veidi elavnenu – sellele on senisest soodsamat mõju avaldanud kapital, tööjõu tootlikkus ja tootmistegurite kogutootlikkus. Ettevaateperioodil peaks kogutoodangu potentsiaalne kasv veelgi kiirenema ning kasvutempo peaks olema kriisieelse tasemega võrreldes veidi tagasihoidlikum. Tööhõive mõju peaks ettevaateperioodil kahanema valdavalt seetõttu, et tööealise elanikkona kasv aeglustub. Kapitali mõju peaks jääma küllaltki suureks, kajastades põhivarainvesteeringute elavnemist. Tootmistegurite kogutootlikkuse panus peaks hiljutiste hinnangute kohaselt olema samuti küllaltki suur. Sellele on kaasa aidanud kriisijärgne tõhusam ressursside jaotus, struktuurireformid toote- ja tööturgudel, inimressursside kättesaadavuse paranemine, kapitalivarude uuendamine ning jätkuv lähenemine tehnoloogilisele piirile. Tuleb siiski märkida, et nii potentsiaalse kasvu kui ka seda vedavate mõjurite näol on tegu sisenditega, mida ei saa usaldusväärselt mõõta, ning seetõttu ümbritseb hinnanguid märkimisväärne ebakindlus.

2017. aasta septembri makromajandusliku ettevaatega võrreldes on SKP reaalkasvu prognoosi märkimisväärselt ülespoole korrigeeritud. 2017. aasta kasvuprognosi ülespoole korrigeerimine on osaliselt seotud SKP hiljutiste üllatavalt positiivsete andmetega, mille soodne mõju kandub ka 2018. aastasse. Ühtlasi võib ettevõtete ja tarbijate märkimisväärselt paranenud kindlustunde põhjal arvata, et kasvutempo kujuneb oodatust kiiremaks. Suuremat välisnõudlust ja veidi madalamaid pikaajalisi intressimäärasid arvesse võttes on ülespoole korrigeeritud ka 2018. ja 2019. aasta kasvuväljavaateid.

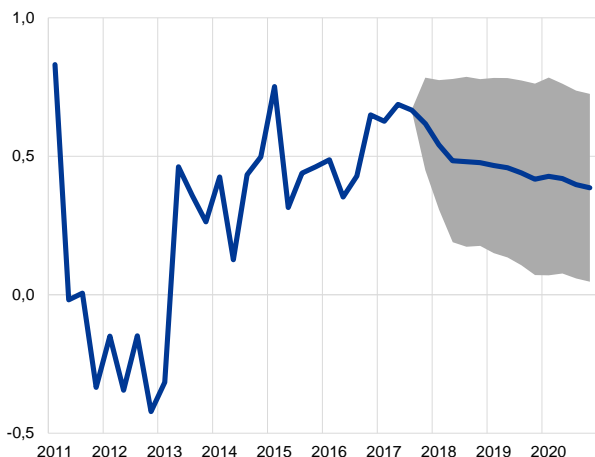
Joonis 1

Makromajanduslik ettevaade¹⁾

(kvartaliandmed)

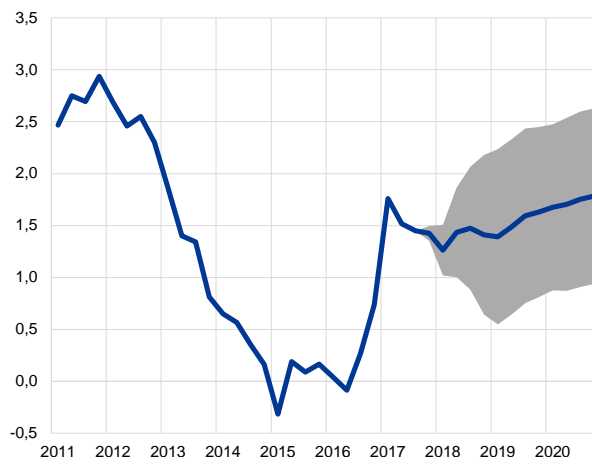
Euroala reaalne SKP²⁾

(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

Energiahindadega seotud negatiivsete baasefektide mõjul peaks ÜTHI-inflatsioon lähiajal mõnevõrra aeglustuma, ent hakkab seejärel tõenäoliselt kiirenema, ulatudes 2020. aastal 1,7%ni.

Energiakomponendist tulenevad negatiivsed baasefektid, mis korvavad täielikult naftahinna hiljutise tõusu, alandavad koguinflatsiooni 2018. aasta esimeses kvartalis 1,3%ni. Ülejäänud ettevaateperioodil peaks ÜTHI energiahindade inflatsioon vaid väga mõõdukalt kiirenema, kajastades naftafutuuride hindade arengukõvera vähest langust ja energiaga seotud maksudest tingitud positiivset mõju. Pärast tagasihoidlikku arengut viimastel aastatel peaks ÜTHI toiduainehindade inflatsioon mõnevõrra kiirenema, saades tuge nii maailmaturu toidutoormehindade eeldatavast tõusust kui ka tubakaaktsiisi kallinemisest tingitud tõususervest. Kuna majanduse kasvutempo ületab potentsiaalse taseme, peaks hinnasurve ettevaateperioodil tugevnema. Alusinflatsiooni peaksid veelgi kiirendama eelkõige palgakasv, mis kajastab suurenevat jäikust tööturul ja tööjõupakkumise märgatavaid piiranguid mõnes riigis, ning kaudsetest netomaksudest tingitud tõususerve. Ka väline hinnasurve peaks ettevaateperioodil ÜTHI-inflatsiooni (v.a energia ja toiduained) mõnevõrra kiirendama, pidades silmas naftahinna hiljutise tõusu mõningat kaudset mõju ja toormehindade (v.a energia) eeldatavat kallinemist ning üleilmse inflatsioonisurve tõenäolist suurenemist laiemas plaanis. Kokkuvõttes peaks koguinflatsioon olema 2017. aastal keskmiselt 1,5%, 2018. aastal 1,4%, 2019. aastal 1,5% ja 2020. aastal 1,7%.

Tööjõukulude kasv peaks ettevaateperioodil taas hoogustuma tingituna peamiselt tööturutingimuste pingestumisest ja mõnes riigis viimastel aastatel palgakasvu pärssinud meetmete lõppemisest. Töötaja kohta makstava hüvitise kasv peaks kiirenema 2017. aasta 1,7%-lt 2020. aastal 2,7%-le. 2019. aastal peaks kasv ajutiselt aeglustuma, kajastades Prantsusmaal tehtud maksukrediidimuudatuse ümberkujundamist tööandjate sotsiaalkindlustusmaksete püsivaks vähendamiseks⁶. Tööviljakuse kasvu eeldatavat tsüklilist paranemist arvestades toob palkade selline areng kaasa tööjõu ühikukulude jõulisema kasvu –0,9%-lt 2017. aastal 1,8%-le 2020. aastal. Laiemas plaanis on palgakasvu eeldatava hoogustumise olulisteks teguriteks euroala tööturutingimuste paranemine ja tööjõupakkumise suurenev puudujääk mõnel pool euroalal. Sedamööda, kuidas majanduse elavnemine jätkub ja euroala riikide lõikes laieneb, peaksid ühtlasi vähehaaval taanduma vajadus aeglasema palgakasvu järele, et taastada pärast kriisi hindade konkurentsivõime mõnes riigis, ning seni rakendatud palgapiirangud, mida seostati nominaalpalgade kriisiaegse langusjäikusega. Lisaks hoogustab palgakasvu tempot eeldatavasti koguinflatsiooni kiirenemine, mis viimase kolme aastaga võrreldes on 2017. aastal olnud märkimisväärne. Avaliku sektori kõrgemad palgad annavad samuti oma panuse üldisesse palgakasvu ettevaateperioodil.

Kasumimarginaalid peaksid paranema ettevaateperioodi esimesel poolel eelmise aastaga võrreldes keskmiselt mõnevõrra kiiremas tempos. Viimaste kvartalite jooksul on kasumimarginaale pärssinud naftahinna tõusust tulenev kaubandustingimuste halvenemine. Kui see mõju taandub, peaksid kasumimarginaalid paranema varasemaga võrreldes mõneti jõulisemalt, saades tuge majanduse jätkuvast elavnemisest. Samal ajal peaksid tööjõu ühikukulude kasvu oodatav kiirenemine ja kaudsete maksude eeldatav tõus tõenäoliselt siiski piirama paranemise tempot ettevaateperioodil.

Väline hinnasurve on 2017. aastal taas tugevnenud ja peaks ettevaateperioodil jääma positiivseks, ehkki varasemast tagasihoidlikumaks. Impordihindade suhteliselt järsk tõus 2017. aastal kajastab pööret nafta- ja toormehindades (v.a energia). Pärast 2017. aastat peaks kasvutempo aeglustuma, mis on seotud toormehindade tõenäoliselt tagasihoidlikuma arenguga ettevaateperioodil ja euro hiljutise kallinemise pärssiva mõjuga. Üleilmne inflatsioonisurve peaks ettevaateperioodil aegamööda suurenema, samal ajal kui üleilmsed tootmiskulud kasvavad maailmamajanduse loiduse taandudes.

2017. aasta septembri ettevaatega võrreldes on 2018. aasta ÜTHI-inflatsiooni väljavaadet korrigeeritud 0,2 protsendipunkti võrra ülespoole. Ülejäänud ettevaateperioodi prognoosi ei ole muudetud. 2018. aasta ettevaate ülespoole korrigeerimine kajastab ÜTHI energia- ja toiduainehindade inflatsiooni hoogsamat arengut, pidades silmas nende komponentide hiljutisi üllatavalt positiivseid andmeid, naftahinna kallinemise eeldusi ning energia- ja tubakaaktsiisist tingitud tõusurusvet. ÜTHI-inflatsiooni (v.a toiduained ja energia) on lühiajaliselt korrigeeritud allapoole, mis on osaliselt seotud hiljutiste ootamatult negatiivsete andmetega.

⁶ Kuna kasumimarginaalide tõus tasakaalustab suurel määral töötaja kohta makstava hüvitise ja tööjõu erikulu languse, jääb mõju hinnakujundusele tõenäoliselt piiratuks.

Ettevaateperioodil peaks euroala eelarvepositsioon jääma keskmiselt üldjoontes neutraalseks. Eelarvepoliitika kurssi mõõdetakse muutusena tsükliliselt kohandatud esmases eelarveseisundis, millest on maha arvatud valitsussektori abi finantssektorile. Kaudsete maksude tõus ja valitsussektori tarbimise aeglasem kasv korvavad 2017. aastal täielikult otseste maksude kärped ja ulatuslikumad siirded kodumajapidamistele. 2018. aastal kujundavad eelarvepositsiooni peamiselt otseste maksude ja sotsiaalkindlustusmaksete alandamine ning valitsussektori investeringute eeldatavalt dünaamilisem areng, mida tasakaalustavad vaid osaliselt kaudsete maksude tõus ja kodumajapidamistele tehtavate siirete mõõdukam kasv. Eelarvepoliitika kurss peaks olema üldjoontes neutraalne ka 2019.–2020. aastal.

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 vahe⁷ ja esmane ülejääk. Võrreldes 2017. aasta septembris avaldatud ettevaatega püsib eelarvepuudujäägi ettevaade valdavalt muutumatuna, samal ajal kui võlakoormus veidi väheneb, kajastades peamiselt kasvu-/intressimäärade positiivsemat vahet 2018. ja 2019. aastal.

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.

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 57 USA dollarit barreli kohta. See naftafutuuride hindades sisalduv arenguprognoos on kooskõlas üleilmse naftanõudluse mõõduka kasvuga – stsenaarium, mis seondub maailmamajanduse elavnemise tagasihoidliku hoogustumisega. Pakkumistegurite puhul tuleb märkida, et OPECi ja mõnede OPECi-väliste tootjate 30. novembri 2017. aasta kokkulepe sõlmiti küll pärast andmete esitamise tähtaega (22. november), kuid see kajastub tõenäoliselt siiski

⁷ Arvutatakse võlakoormuse nominaalse efektiivse intressimäära ja nominaalse SKP kasvumäära vahena.

turgude ootustes. Tavatootjate toodangu vähenemise kaalub siiski osaliselt üles põlevkivi tootmise kasv Ameerika Ühendriikides. Alternatiivsed mudelid⁸, mida eurosüsteemi eksperdid kasutasid naftahindade prognoosimiseks ettevaateperioodil, osutavad tehniliste eeldustega võrreldes kiiremale naftahinna tõusule, kajastades nõudluse ja pakkumise tasakaalu oodatust kiiremat halvenemist. Kui realiseerub naftahinna alternatiivne arengusuund, mille järgi naftahind on 2020. aastaks põhistsenaariumis eeldatust 11% kõrgem, pärsib see veidi SKP reaalkasvu ning kiirendab mõnevõrra ÜTHI-inflatsiooni (ligikaudu 0,2 protsendipunkti võrra 2019. ja 2020. aastal).

2) Kõrvalekalded vahetuskursi arengus

Käesolev tundlikkusanalüüs käsitleb mõju, mida võib avaldada euro vahetuskursi edasine kallinemine. Kallinemise riski üks võimalik allikas on seotud majanduse oodatust kiirema elavnemisega euroalal. Stsenaarium on tuletatud 75 protsentiliga jaotusest, mis on saadud EUR/USD vahetuskursi optsioonidest tuletatud riskineutraalsetest tihedustest seisuga 22. november 2017. Selle prognoosi järgi kallineb euro USA dollari suhtes järk-järgult ja EUR/USD vahetuskurss on 2020. aastal 1,36, mis on kõnealuse aasta põhistsenaariumis eeldatud kursist ligikaudu 16% kõrgem. Euro nominaalset efektiivset vahetuskurssi puudutavad eeldused kajastavad varasemate perioodide seaduspärasest arengut, mille kohaselt EUR/USD vahetuskursi muutused vastavad muutustele efektiivses vahetuskursis elastsusega 52% ümber. Niisuguse stsenaariumi puhul näitavad ekspertide mitme makromajandusliku mudeli kohaselt saadud keskmised tulemused, et SKP reaalkasv on 2018. aastal 0,2 protsendipunkti, 2019. aastal 0,6 protsendipunkti ja 2020. aastal 0,2 protsendipunkti võrra aeglasem. ÜTHI-inflatsioon on vastavalt 2018. aastal 0,2 protsendipunkti, 2019. aastal 0,5 protsendipunkti ja 2020. aastal 0,6 protsendipunkti võrra madalam. Oluline on märkida, et kasvule ja inflatsioonile avalduva mõju hinnangud on asjakohased ainult juhul, kui tegu on puhtalt välistekkelise vahetuskursiõkiga.

Infokast 5

Teiste institutsioonide prognoosid

Euroala majandusarengu kohta on avaldanud arvukalt prognoose nii rahvusvahelised organisatsioonid kui ka erasektori asutused. Kuna kõnealused prognoosid koostati eri ajal, siis ei saa neid omavahel ega ka eurosüsteemi ekspertide 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).

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

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

Euroala SKP reaalkasvu ja ÜTHI-inflatsiooni prognooside võrdlus

(aastane muutus protsentides)

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

Allikad: Euroopa Komisjoni majandusprognoos (sügis 2017); IMFi World Economic Outlook (10. oktoober 2017); OECD Economic Outlook (november 2017); Consensus Economics Forecasts (detsember 2017), MJEconomics (euroala baromeeter, november 2017) ja EKP Survey of Professional Forecasters (oktoober 2017).

Märkus. Eurosüsteemi 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, 2017

Postiaadress 60640 Frankfurt am Main, Saksamaa
 Telefon +49 69 1344 0
 Veebileht www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4660 (pdf)
 ELi katalooginumber QB-CF-17-002-ET-N (pdf)