

Strasbourg, 17.12.2019
COM(2019) 651 final

KOMISJONI ARUANNE

**EUROOPA PARLAMENDILE, NÕUKOGULE, EUROOPA KESKPANGALE JA
EUROOPA MAJANDUS- JA SOTSIAALKOMITEELE**

Häiremehhanismi aruanne 2020

**(koostatud vastavalt määruse (EL) nr 1176/2011 (makromajandusliku
tasakaalustamatuse ennetamise ja korrigeerimise kohta) artiklitele 3 ja 4)**

{SWD(2019) 630 final}

Häiremehhanismi aruandega algab iga-aastane makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tsükkel. Kõnealuse menetluse eesmärk on teha kindlaks ja korrigeerida tasakaalustamatused, mis takistavad „liikmesriigi, majandus- ja rahaliidu või liidu kui terviku majanduse nõuetekohast toimimist“ (määruse (EL) nr 1176/2011 artikli 2 lõige 1)¹.

Häiremehhanismi aruandes analüüsitakse valitud näitajatest koosneva tulemustabeli ning laiema täiendavate näitajate komplekti, hindamisvahendite ja asjakohase lisateabe abil, kas liikmesriikides esineb võimalikke majanduslikke tasakaalustamatusi, mis nõuaksid poliitikameetmete võtmist. Häiremehhanismi aruandes tehakse kindlaks liikmesriigid, kelle kohta tuleb teha põhjalik analüüs, et hinnata, kuidas makromajanduslikud riskid neis liikmesriikides on suurenemas või taandumas, ja teha järeldus, kas nendes riikides esineb tasakaalustamatus või ülemäärane tasakaalustamatus või mitte. Võttes arvesse häiremehhanismi aruannet käsitlevaid arutelusid Euroopa Parlamendiga ning nõukogus ja eurorühmas toimunud arutelusid, koostab komisjon asjaomaste liikmesriikide kohta põhjalikud analüüsid. Lähtudes väljakujunenud tavast, koostatakse nende liikmesriikide suhtes, kelle puhul eelmise põhjaliku analüüsi koostamise ajal leiti tasakaalustamatus, igal juhul uus põhjalik analüüs. Põhjalikud analüüsid lisatakse riigiaruannetesse. Analüüside tulemusi võetakse arvesse majanduspoliitika koordineerimise Euroopa poolaasta raames koostatavates riigipõhistes soovitusetes.

1. KOKKUVÕTE

Käesoleva aruandega käivitatakse makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse üheksas iga-aastane tsükkel². Kõnealuse menetluse eesmärk on teha kindlaks tasakaalustamatused, mis takistavad liikmesriikide majanduse, majandus- ja rahaliidu või liidu kui terviku sujuvat toimimist, ning anda tõuge sobivate poliitikameetmete võtmiseks. Makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse rakendamine on majanduspoliitika koordineerimise Euroopa poolaasta osa, et tagada kooskõla teiste majanduse järelevalve vahendite raames tehtud analüüside ja esitatud soovitustega. Iga-aastases kestliku majanduskasvu strateegias, mis võetakse vastu käesoleva aruandega samal ajal, tehakse kokkuvõtte Euroopas valitsevast majanduslikust ja sotsiaalsest olukorrast ning nähakse ette ELi üldised poliitikaprioriteedid.

Käesolevas aruandes tehakse kindlaks liikmesriigid, kelle kohta tuleks koostada põhjalikud analüüsid, et hinnata, kas neid mõjutavad tasakaalustamatused, mis nõuavad poliitikameetmete võtmist³. Häiremehhanismi aruanne, mis avaldatakse majanduspoliitika koordineerimise iga-aastase tsükli alguses, on majanduse tasakaalustamatuste seirevahend. Häiremehhanismi aruandes tuginetakse soovituslikke künnisväärtuseid ja täiendavaid näitajaid sisaldava tulemustabeli majanduslikule analüüsile. Häiremehhanismi aruande punktis 2 analüüsitakse liikmesriikide tasakaalustamatuse mõju kogu euroalale ja seda, mil määral on vaja kooskõlastatud lähenemisviisi poliitikameetmetele, pidades silmas euroala liikmesriikide tihedat omavahelist seotust⁴. Sellega seoses täiendab käesolevas aruandes

¹ [Juhul kui Ühendkuningriik lahkub liidust Suurbritannia ja Põhja-Iiri Ühendkuningriigi Euroopa Liidust ja Euroopa Aatomenergiaühendusest väljaastumise lepingu (edaspidi „väljaastumisleping“, ELT C 384 I, 12.11.2019, lk 1) alusel, kohaldatakse Ühendkuningriigi suhtes ja Ühendkuningriigis jätkuvalt liidu õigust väljaastumislepinguga ette nähtud üleminekuperioodi jooksul.]

² Aruande juurde kuulub *statistiline lisa*, mis sisaldab rohkelt statistilisi andmeid, mida on käesoleva aruande koostamisel kasutatud.

³ Vt määruse (EL) nr 1176/2011 artikkel 5.

⁴ Jean-Claude Junckeri, Donald Tuski, Jeroen Dijsselbloemi, Mario Draghi ja Martin Schulzi 22. juuni 2015. aasta aruandes „Euroopa majandus- ja rahaliidu loomise lõpuleviimine“ tehti ettepanek pöörata rohkem tähelepanu

sisalduv analüüs hinnangut, mis on esitatud Euroopa Komisjoni talituste töödokumendis „*Analysis of the Euro Area economy*“. Töödokument on lisatud komisjoni soovitusel, milles käsitletakse nõukogu soovitus euroala majanduspoliitika kohta.

Häiremehhanismi aruande analüüsis võetakse arvesse muutuvaid majandusväljavaateid, mille põhjal majanduskasv on aeglustumas ja inflatsiooniootusi on korrigeeritud allapoole. Euroopa Komisjoni 2019. aasta sügise majandusprognoosi kohaselt on SKP reaalkasv ELis 2019. aastal 1,4 % ja euroalal 1,1 %, mis tähendab aeglustumist võrreldes vastavalt 2 % ja 1,9 %ga 2018. aastal. 2020. aastaks prognoositakse ELi ja euroala SKP kasvuks vastavalt 1,4 % ja 1,2 %. Andmed on alates 2018. aasta lõpust osutanud majanduse aeglustumisele, eelkõige netoeksporti ja tööstustoodangu puhul. Majandustegevuse aeglustumine on olnud eriti märgatav suurtes euroala liikmesriikides, mis on kaubandusest rohkem sõltuvad, pidades silmas kaubanduspoliitilise keskkonna suurenenud ebakindlust⁵. Inflatsiooniootused on märkimisväärselt taandunud, mistõttu on rahaasutused võtnud 2019. aasta teisel poolel meetmeid, et seista vastu toodangu ja hindade kasvu aeglustumisele. Võlakirjade tootlus vähenes, eelkõige pikemate tähtaegadega võlakirjade puhul. Hoolimata koguinflatsiooni ja tootlikkuse kasvu hiljutisest langusest, on palgakasv alates 2018. aastast mõnevõrra kiirenenud, mis on tingitud tööturgude pingestumisest.

Olemasolevad makromajanduslikud tasakaalustamatused on soodsate majandustingimuste toel järk-järgult vähenenud. Pärast kriisijärgset ulatuslikku võlakoormuse vähendamist on kõrvaldatud mitmed voogude tasakaalustamatused ja jätkusuutmatud suundumused (eelkõige suur jooksevkonto puudujääk, eluasemehindade kasvu soodustav ülemäärane laenumahu kasv, suur tööjõu ühikukulu, mis toob kaasa kulupõhise konkurentsivõime vähenemise). Võlataseme tasakaalustamatusega (suur era-, valitsemissektori ja välisvõlg) seotud haavatavuse kõrvaldamine on alanud hiljem ja edenenud aeglasemalt, kuid võla suhe SKPsse on hakanud kindlamalt vähenema koos majanduskasvuga ja jätkuva hinnakasvuga viimastel aastatel. Samal ajal on paljudes liikmesriikides majandustegevuse kiirenemisega hiljuti kaasnenud ka tööjõu ühikukulu ja eluasemehindade kiire kasv.

Muutuv majandusväljavaade võib tähendada olemasoleva tasakaalustamatuse aeglasemat kohandamist või uute riskide realiseerumist olukorras, kus poliitiline manööverdamisruum šokkidega toimetulekuks on ahenemas. Majandusväljavaateid ohustavad langusriskid on eelkõige seotud kaubanduspingete ja üleilmsete väärtusahelate häiretega, tärkavate turgude oodatust suurema aeglustumisega ning geopoliitiliste pingete süvenemisega⁶. Nominaalkasv peaks aeglustuma, mis tähendab vähem toetavat keskkonda võla vähendamiseks. Intressimäärade märkimisväärne langus vähendab võlakulusid, kuid tekitab ka probleeme, mis on muu hulgas seotud nõrgemate stiimulitega võlakoormuse vähendamiseks, tootluse otsingust tingitud võimaliku liigsete riskide võtmisega ja finantsasutuste kasumlikkuse vähenemisega madalamate tootluskõverate kontekstis⁷. Rahapoliitikale jäänud võimalused poliitiliste šokkidega toimetulekuks vähenevad ning era- ja avaliku sektori säästude

tasakaalustamatuste euroala mõõtmele. Euroala liikmesriikide tihedat omavahelist seotust ja tasakaalustamatuse süsteemset mõju peetakse oluliseks määruses (EL) nr 1176/2011, milles tasakaalustamatus on määratletud järgmiselt: „makromajanduslik areng, mis mõjutab või võib mõjutada negatiivselt liikmesriigi, majandus- ja rahaliidu või liidu kui terviku majanduse nõuetekohast toimimist“.

⁵ Maailmakaubanduse ebakindluse indeks osutab ebakindluse olulisele suurenemisele suurtes Euroopa majandusriikides ja muudes olulistes majanduspiirkondades. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

⁶ Vt ka Rahvusvaheline Valuutafond, World Economic Outlook, oktoober 2019. Euroopa Komisjon (2019), Euroopa majandusprognoos, sügis 2019, institutsiooni töödokument nr 115, november 2019.

⁷ Vt ka Rahvusvaheliste Arvelduste Pank, aasta majandusaruanne, juuni 2019; ning Rahvusvaheline Valuutafond, aruanne ülemaailmse finantsstabiilsuse kohta, aprill 2019.

kaudu šokkide pehmendamise võimalus varieerub ELis märkimisväärselt ning seda pärsib kõrge võla suhe suures hulgas liikmesriikides.

Häiremehhanismi aruandes esitatud horisontaalse analüüsi põhjal saab teha mitu järeldust.

- **Jooksevkonto saldo on 2018. aastal kogu ELis veidi vähenenud, puudujäägid on jäänud erandiks ja suured ülejäägid püsivad.** Kui mõned erandid välja arvata, on riikides, kus varem oli suur jooksevkonto positsioon, jooksevkonto praegu üldiselt tasakaalus, samas kui mõnes liikmesriigis on jätkuvalt suur ja püsiv ülejääk, mis ületab põhinäitajatega põhjendatud taset. Kaubanduse aeglustumine, püsiv sisenõudlus ja naftahinna tõus vähendasid jooksevkonto saldot kõikjal.
- **Rahvusvahelised netoinvesteeringispositsioonid on kiiremas tempos paranenud, kuid paljudes liikmesriikides on väliskohustuste maht endiselt suur.** Usaldusväärne jooksevkonto saldo ja jätkuv nominaalkasv viimastel aastatel on aidanud vähendada välisfinantskohustuste suhet SKPsse. Netovõlgnikest riikide rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon on paranenud varasemast kiiremini tänu positiivsele väärtuse hindamise mõjule, mis ei pruugi siiski kesta. Mitmes ELi riigis on endiselt suur negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon ja neist mõne puhul ei pruugi hiljutisest jooksevkonto saldost piisata, et tagada välispositsioonide paranemine sobivas tempos. Samal ajal on suurte netovõlausaldajate rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon suure jooksevkonto ülejäägi tõttu muutunud üha positiivsemaks.
- **Tööjõu ühikukulu on paljudes liikmesriikides kasvanud kiiresti. See on tingitud nii palgakasvu kiirenemisest kui ka tootlikkuse kasvu aeglustumisest.** Pingelisemate tööturgude taustal on kogu ELis täheldatud kiiremat palgakasvu. Tööjõu ühikukulu kasvu kiirenemine on üha enam seotud ka tootlikkuse kasvu aeglustumisega. Mõnel juhul, eelkõige Kesk- ja Ida-Euroopa ning Balti riikides, tuleneb tööjõu ühikukulu märgatav kasv mõne aasta eest alanud trendi jätkumisest, mis on seotud kasvava tööjõunõudlusega ning oskuste nappuse ja tööjõupakkumise kitsaskohtadega keskmisest madalama palgatasemega riikides. Vähemal määral kasvas tööjõu ühikukulu viimasel ajal ka euroala riikides. Tööjõu ühikukulu kasv on olnud kiirem netovõlausaldajariikides kui netovõlgnikest riikides, kuid see erinevus väheneb, mille tagajärjel toetavad kulupõhise konkurentsivõime suundumused sümmeetrilisemat tasakaalustamist vähem.
- **Reaalsed tegelikud vahetuskursid on tugevnenud.** Alates 2016. aastast on reaalsed tegelikud vahetuskursid tööjõu ühikukulu suurenemise ja nominaalse tugevnenemise tõttu tugevnenud paljudes liikmesriikides. Enne seda olid paljude ELi liikmesriikide suhtelised kulud ja hinnad mitu aastat langenud tänu nominaalse vahetuskursi nõrgenemisele ning tagasihoidlikule kulu- ja hinnainflatsioonile võrreldes konkurentidega. Sektoripõhine ümberjaotamine suletud sektorist avatud sektorisse, mis on toimunud netovõlgnikest riikides paljude aastate jooksul pärast kriisi, on aeglustumas, peatumas või pöördumas.
- **Erasektori võlakoormuse vähenemine on aset leidnud peamiselt tänu SKP nominaalkasvule ning kodumajapidamiste võlakoormuse vähenemise tempo on aeglustunud.** Netosääst erasektoris on vähenenud ning võla ja SKP suhte langus on üha enam tingitud SKP nominaalkasvust. Võlakoormuse vähendamise tempo on aeglustunud, kajastades nii säästude vähenemist kui ka SKP kasvu aeglustumist. Eelkõige kodumajapidamiste laenuvõtmine on suurenenud üha suuremal arvul liikmesriikides. Kuigi enamikus kõrge võla suhtega riikides on võlakoormus vähenenud, on erasektori võla suhe mõnes nendest riikidest siiski kasvanud. Valitsemissektori võlg on enamikus liikmesriikides jätkuvalt vähenenud, kuid mõnes suure võlakoormusega riigis ei ole vähenemist toimunud või on see olnud piiratud. Sellest hoolimata

vähenes riigivõlakirjade tootlus 2019. aastal märkimisväärselt, sealhulgas kõige suurema võlakoormusega riiklike laenuvõtjate puhul.

- **ELi pangandussektori vastupanuvõime on paranenud, kuid mõned probleemid püsivad.** Kapitaliseerituse määra kasv on regulatiivsetest normidest kõrgemal tasemel peatunud. Pärast aastatepikkust paranemist on ka omakapitali investeeringute tulusus stabiliseerunud. Viivislaenude osakaal on viimastel aastatel märkimisväärselt vähenenud ning halbade laenude osakaal on praegu oluliselt vähenenud just nendes riikides, kus viivislaenude osakaal on suur. Sellest hoolimata on endiselt probleeme mitmes ELi riigis, kus on suhteliselt väike kapitaliseeritus ja kasumlikkus ning suur viivislaenude osakaal. Neid probleeme süvendavad ka muutuvad väljavaated, mida iseloomustavad pikka aega madalad olnud intressimäärad ja aeglustuv majanduskasv.
- **Eluasemehinnad jätkasid 2018. aastal kiiret kasvu, kuid hinnadünaamika jahenes riikides, kus märgid ülehinnamisest olid tugevamad.** Eluasemehinnad jätkasid 2018. aastal kiiret kasvu ning üha suuremal arvul riikides on eluasemehinnad 2000. aastate keskpaiga haripunktist kõrgemad ja tõenäoliselt ülehinnatud. Eluasemehindade kiireimat kasvu täheldati siiski mitmes sellises ELi riigis, kus märke eluasemehindade ülehinnamise kohta on seni olnud vähe. Seevastu riikides, kus ülehinnamise probleem on olnud teravam ja kodumajapidamiste võlakoormus on suur, eluasemehindade kasv sageli aeglustus. Mõnes riigis on uute hüpoteeklaenude andmine kiirenud, mis võib edaspidi veelgi kiirendada eluasemehindade tõusu.
- **Olukord tööturul on jätkuvalt paranenud ja töötus on vähenenud kõigis ELi liikmesriikides.** Töötus on kogu ELis veelgi vähenenud, eelkõige noorte ja pikaajaliste töötute hulgas. Tööturu pingestumine kajastus mõnevõrra kiiremas palgakasvus ka euroala riikides. Alates majanduskasvu taastumisest kuni 2017. aastani oli reaalpalka kasv siiski väiksem kui töövõljalikuse kasv; olukord muutus vastupidiseks alles alates 2018. aastast. Kuigi suurest tööhõivest ja palgakasvust tulenev töötajate sissetulekute kasv on aidanud sisenõudlust suurendada, on vähe märke selle kohta, et palgakasv tekitaks hinnainflatsiooni⁸.

Praeguses majandusolukorras on nii jooksevkonto puudujääkide kui ka ülejääkide tasakaalustamine euroalal pakiline ja kasulik kõigile liikmesriikidele. Prognooside kohaselt peaks euroala jooksevkonto ülejääk ekspordinõudluse aeglustumise tõttu vähenema, jäädes samas oma haripunkti lähedale ja üle majanduse põhinäitajatega põhjendatud taseme. Euroala jooksevkonto ülejääk kasvas tänu headele eksporditulemustele ja võlakoormuse olulisele vähendamisele eri majandussektorites, sealhulgas riikides, kus võlakoormuse vähendamise vajadus on väike või puudub üldse. Hiljutine pidurdumine kajastab peamiselt ülemaailmse kaubanduse nõrgenemist ja suuremat energiabilansi puudujääki. Praeguses majandusolukorras tuleb rohkem kui varem jätkata nii jooksevkonto puudujääkide kui ka ülejääkide tasakaalustamisega euroala tasandil, et saada üle aeglasest inflatsioonist ja madalatest intressimääradest ning vähendada sõltuvust välisnõudlusest. Selleks on vaja asjakohast euroala liikmete poliitikameetmete kombinatsiooni, mille puhul võetakse arvesse vastastikust sõltuvust ja ülekanduvat mõju. Kuigi suur jooksevkonto puudujääk on paljudes netovõlgnikest riikides varem kõrvaldatud, on nende jooksevkonto positsioon nõrgenemas ning suure välis- ja riigisisese võla tõttu tuleb jätkuvalt hoida usaldusväärset jooksevkonto saldot ja tagada sobiv võla vähendamise tempo, jätkates samal ajal reforme, mis suurendavad SKP kasvupotentsiaali. Netovõlausaldajariikides tuleks kasutada madala intressimääraga rahastamise võimalust selleks, et tagada avaliku ja erasektori investeeringute jätkuv kasv. Soodsa eelarvepositsiooni kasutamine investeeringute ja muude tootlike kulutuste toetamiseks nendes riikides aitaks samuti muuta kasvuväljavaated vähem sõltuvaks välisnõudlusest ning toetaks tasakaalustamist euroalal.

⁸ Vt ELi peamiste hiljutiste tööhõive- ja sotsiaalvaldkonna suundumuste ülevaadet tekstikastist 1.

Kokkuvõttes on võimaliku tasakaalustamatuse allikad üldjoontes samad, mis tehti kindlaks 2019. aasta häiremehhanismi aruandes, kuid väljavaated näivad mitmes valdkonnas halvenevat. Välispositsioonid on tänu soodsatele majandustingimustele paranenud kiiremini, kuid edasist paranemist takistavad jooksevkonto saldo nõrgenemine ja SKP nominaalkasvu aeglustumine. Jooksevkonto suur ülejääk püsib, samas kui konkurentsivõime suundumused toetab tasakaalustamist vähem ja reaalse tegeliku vahetuskursi tugevnemine on muutumas üha levinumaks. Erasektori võlakoormuse vähendamine toimub aeglasemas tempos, mõnel juhul isegi siis, kui võlg on i suur, ning sõltub üha enam SKP nominaalkasvust. Nominaalkasvu nõrgenemise väljavaated tõstatavad küsimuse, kas võlakoormuse vähendamine kõrge võlatasemega riikides saab jätkuda ilma era- või valitsemissektori säästude või SKP kasvupotentsiaali suurenemiseta. Pärast aastepikkust märkimisväärset paranemist on finantssektori olukord stabiliseerunud, kuid madalate intressimäärade tõttu võib edaspidi tekkida uusi probleeme. Eluasemehindade kasv on olnud jätkuvalt kiire, mis on viinud eluasemehinnad rekordtasemele üha suuremas arvus ELi riikides. Ülehinnatud turgudel on hinnakasv aeglustumas, kuid hüpoteeklaenu jätkuv kasv mõnes riigis võib muuta eluasemehindade tugeva kasvu püsivaks.

Tasakaalustamatuse võimalikud allikad ja nende koosmõju on riigiti erinevad. Mitut liikmesriiki mõjutab võlaga seotud mitmekordne ja omavahel seotud haavatavus, mis võib teataval määral kajastada olukorda finantssektoris. Mõnes liikmesriigis on haavatavus peamiselt seotud valitsemissektori suure ja püsiva võlaga, millele lisandub vähene tootlikkus ja konkurentsivõime, mis pärsib kasvupotentsiaali. Mõnda liikmesriiki iseloomustab suur ja püsiv jooksevkonto ülejääk. Mõne liikmesriigi probleemid on seotud kulupõhise konkurentsivõime suundumustega, millele võib lisanduda maksebilansi halvenemine. Samas mõne liikmesriigi peamised probleemid tulenevad eluasemehindade suundumustest, millele mõnel juhul lisandub kodumajapidamiste suur võlakoormus.

Eesseeisvad väljakutsed nõuavad, et makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse kohane järelevalve oleks suunatud tulevikku. Võttes arvesse enamiku voogude tasakaalustamatuste korrigeerimist ja võlataseme tasakaalustamatuste järkjärgulist vähendamist, keskendutakse makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse järelevalves järk-järgult rohkem selliste võimalike jätkusuutmatute suundumuste jälgimisele, mis võivad keskpikas perspektiivis kinnistuda. Samal ajal on muutuva majandusolukorra, sealhulgas peamiselt euroala ja ELi välisest majanduskeskkonnast tulenevate riskide tõttu oluline hinnata tasakaalustamatust ka euroala ja ELi perspektiivist.

Häiremehhanismi aruandes nimetatud mitme liikmesriigi puhul on üksikasjalikud ja kõikehõlmavamad analüüsid esitatud põhjalikes analüüsides. Nii nagu eelnevate iga-aastaste tsüklite puhul, lisatakse põhjalik analüüs riigiaruannetesse. Komisjon tugineb põhjalike analüüsides koostamiseks rohketele andmetele, asjakohasele teabele ja hindamisraamistikele, mille komisjon on välja töötanud koostöös nõukogu komiteede ja töörihmadega. Põhjalikud analüüsid kujutavad endast alust, mille põhjal tehakse kindlaks tasakaalustamatuse või ülemäärase tasakaalustamatuse esinemine liikmesriikides ning vajaduse korral ajakohastatakse riigipõhiseid soovitusi⁹. Nende liikmesriikide suhtes, kus on kindlaks tehtud tasakaalustamatus või ülemäärane tasakaalustamatus, kohaldatakse praegu ja edaspidi erijärelevalvet, et tagada makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames võetavate poliitikameetmete pidev jälgimine.

Põhjalikud analüüsid koostatakse nende liikmesriikide kohta, kus on juba kindlaks tehtud tasakaalustamatus või ülemäärane tasakaalustamatus. Ettevaatuspõhimõttele tugineva väljakujunenud tava kohaselt on põhjalikud analüüsid vajalikud selleks, et hinnata, kas tasakaalustamatus on hakanud vähenema, püsib või süveneb, pöörates samal ajal tähelepanu ellu viidud

⁹ Määruse (EL) nr 1176/2011 artikkel 6.

parandusmeetmetele. Seega tuleb põhjalik analüüs koostada nende 13 liikmesriigi kohta, kus 2019. aasta põhjaliku analüüsi tulemuste alusel tehti kindlaks tasakaalustamatus või ülemäärane tasakaalustamatus¹⁰. Kümnes liikmesriigis on praegu kindlaks tehtud tasakaalustamatus (**Bulgaaria, Horvaatia, Prantsusmaa, Saksamaa, Iirimaa, Madalmaad, Portugal, Rumeenia, Hispaania ja Rootsi**), samas kui **Küprosel, Kreekas ja Itaalias** on kindlaks tehtud ülemäärane tasakaalustamatus.

Käesoleva häiremehhanismi aruande raames tehtud analüüsi põhjal ei pea komisjon vajalikuks koostada põhjalikku analüüsi teiste liikmesriikide kohta. Häiremehhanismi aruandes ei tooda esile märkimisväärsed lisariske, millega oleks põhjendatud uue põhjaliku analüüsi tegemine ühegi liikmesriigi puhul, kus makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse rakendamise viimase iga-aastase tsükli raames ei tuvastatud tasakaalustamatust või ülemäära tasakaalustamatust. Käesolevas häiremehhanismi aruandes osutatakse siiski vajadusele **jälgida tulevastes riigiaruannetes tähelepanelikult mitmeid suundumusi**, mis võivad nende püsimise korral tuua kaasa makromajanduslikke riske. Need suundumused on seotud tööjõu ühikukuluga ja selle mõjuga välisele konkurentsivõimele mitmes liikmesriigis (Tšehhi, Eesti, Ungari, Läti, Leedu ja Slovakkia), samuti eluasemeturu ja kodumajapidamiste võlga (Austria, Belgia, Tšehhi, Taani, Soome, Ungari, Luksemburg, Slovakkia, Sloveenia ja Ühendkuningriik)¹¹.

2. MAKROMAJANDUSLIKU TASAKAALUSTAMATUSE EUROALA MÕÕDE

Euroala jooksevkonto saldo on haripunkti langenu, kuid on endiselt väga kõrgel tasemel. Euroala jooksevkonto saldo oli enne kriisi üldiselt tasakaalus, kuid kerkis 2016. aastal haripunkti 3,2 % SKPst. Pärast seda on selle väärtus pisut langenu, olles 2018. aastal 3,1 % SKPst (joonis 1)¹². Euroala jooksevkonto ülejääk on jätkuvalt maailma suurim ja ületab hinnangute kohaselt taset, mida võiks eeldada majanduslike põhinäitajate alusel (ligikaudu 1,7 % euroala SKPst 2018. aastal)¹³. See kajastab peamiselt suurt ülejääki Saksamaal ja Madalmaades, kus koguvälisbilanss moodustas 2018. aastal 2,8 % euroala SKPst. Kui poliitikat ei muudeta, peaks euroala korrigeeritud jooksevkonto ülejääk Euroopa

¹⁰ Vt „Euroopa poolaasta 2019: struktuurireformide elluviimisel ning makromajandusliku tasakaalustamatuse ennetamisel ja korrigeerimisel tehtud edusammude hindamine ning määruse (EL) nr 1176/2011 kohaste põhjalike analüüside tulemused“ (COM(2019) 150 final, 27.2.2019).

¹¹ 2019. aasta septembris andis Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu seoses elamukinnisvarasektori haavatavusega keskpikal perioodil riigipõhised hoiatused ja soovitusel üheksale liikmesriigile: soovitusel Belgiale, Taanile, Soomele, Luksemburgile, Madalmaadele ja Rootsile ning hoiatused Tšehhile, Prantsusmaale ja Saksamaale. Kõik need riigid ning lisaks veel Austria ja Ühendkuningriik olid saanud Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogult hoiatuse juba 2016. aasta novembris. Makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse määruses (määrus (EL) nr 1176/2011) kutsutakse komisjoni üles võtma arvesse mis tahes hoiatusi või soovitusi, mille Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu on adresseerinud liikmesriikidele, kelle kohta on koostatud põhjalik analüüs.

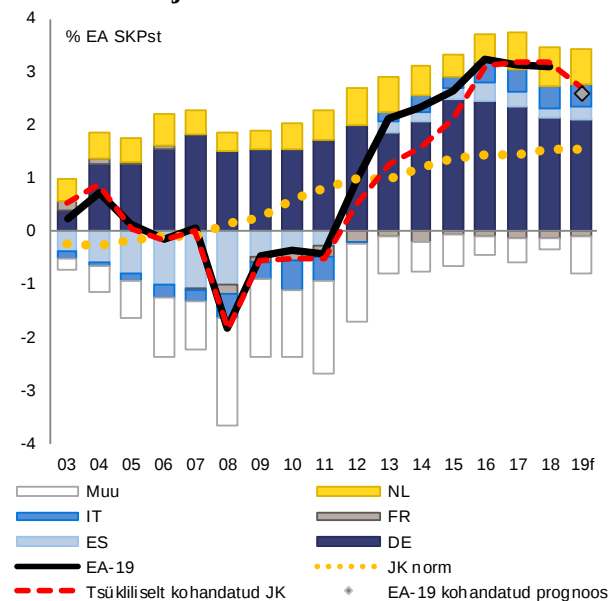
¹² Siin nimetatud ja kasutatud euroala jooksevkonto andmed osutavad euroala „korrigeeritud“ jooksevkonto saldole ülejäänud maailma suhtes (euroala maksebilansi statistika), mille kohaselt on euroala jooksevkonto koondsald 2018. aastal 3,1 % SKPst ning mis on kooskõlas liikmesriikide jooksevkontode aruandega (nn ühenduse mõiste alusel). Maksebilansi näitajate kohaselt moodustavad liikmesriikide nominaalsed jooksevkonto saldod moodustavad siiski kuni 4 % euroala SKPst ja rahvamajanduse arvepidamise statistika kohaselt 3,8 % SKPst, kuna erinevate riiklike statistikaasutuste esitatud euroalasisesed saldod ei ole sümmeetrilised. Euroala andmed nii maksebilansi kui ka rahvamajanduse arvepidamise statistika alusel vaadati läbi 2019. aasta oktoobris, mille tulemusel muudeti 2018. aasta andmeid väga vähe, kuid üldiselt korrigeeriti allapoole euroala jooksevkonto saldod aastatel 2009–2015.

¹³ Rahvusvahelise Valuutafondi (External Sector Report 2019) kohaselt on euroala jooksevkonto norm ligikaudu 1,6 % SKPst.

Komisjoni 2019. aasta sügisproгноosi kohaselt 2019. aastal vähenema, jõudes 2,7 %ni SKPst, ning vähenema 2020. aastal veelgi 2,5 %ni SKPst.

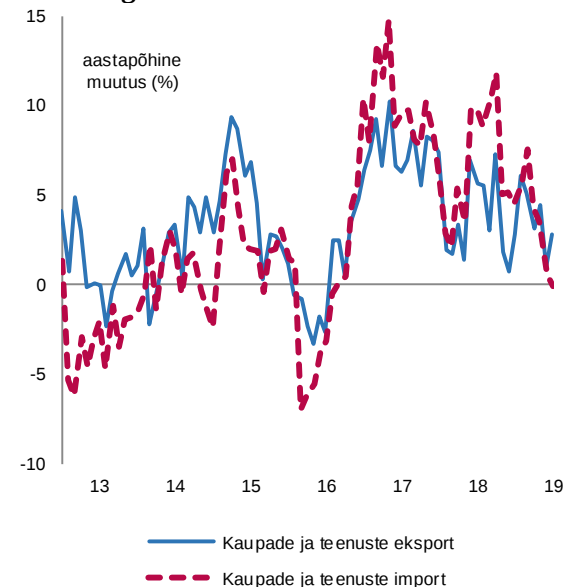
Euroala jooksevkonto ülejäägi jätkuv vähenemine tuleneb peamiselt nõrgenevast kaubandusbilansist. Naftahindade tõusu tõttu oli energiabilanss peamine tegur, mis aitas kaasa jooksevkonto saldo vähenemisele aastatel 2016–2018. Energiabilansi puudujääk oli 2017. aastal –1,7 % SKPst, mis suurenes 2018. aastal –2,1 %ni SKPst, samas kui ülejäänud kaupadega kauplemise saldo on jäänud enam-vähem stabiilseks, moodustades 4,6 % SKPst. Ülemaailmne majanduskasvu ja kaubanduse aeglustumine alates 2018. aasta keskpaigast on suurendanud kaubanduspoliitilise keskkonnaga seotud ebakindlust ning euro reaalne tugevnemine 2018. aastal on toonud kaasa nii euroala impordi kui ka ekspordi kasvumäära vähenemise. Igakuised andmed näitavad, et 2019. aastal vähenes kaupade eksport ja import euroala ja ülejäänud maailma vahel veelgi (joonis 2). Euroala jooksevkonto saldo edasist halvenemist võivad põhjustada mitmed tegurid, sealhulgas tsükliliste tingimuste suhteline nõrgenemine muudes maailmamajanduse piirkondades, piirava kaubanduspoliitika mõju või geopoliitilistest pingetest tulenev naftahindade tõus.

Joonis 1. Euroala jooksevkonto saldo muutumine: jaotus riikide lõikes



Allikas: Eurostat, maksebilanss, Euroopa Komisjoni 2019. aasta sügise majandusproгноos.

Joonis 2. Euroala kaubandus ülejäänud maailmaga

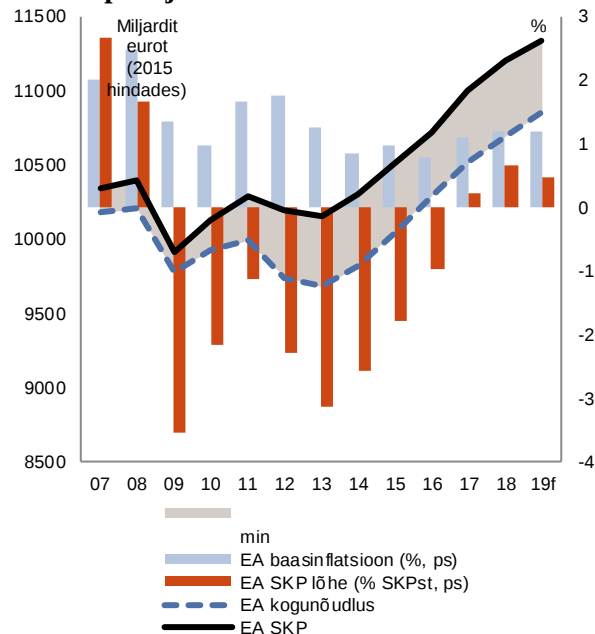


Allikas: Eurostati väliskaubandusstatistika
Märkus: hooajaliselt korrigeeritud andmed, jooksevhinnad.

Euroala jooksevkonto ülejäägi hiljutist väikest vähenemist toetavad tegurid erinevad teguritest, mis põhjustasid jooksevkonto ülejäägi varasemat suurenemist. Euroala jooksevkonto positsioon jõudis pärast 2008. aasta finantskriisi ülejääki, sest pärast piiriüleste finantsvoogude pöördumist korrigeeriti järsult eelarvepuudujääke. Seoses võlakriisi levimisega Hispaaniasse ja Itaaliasse, mille tagajärjel vähenes nendes riikides sisenõudlus, suurenes ülejääk veelgi. Samal ajal suurenes järk-järgult ka Saksamaa jooksevkonto suur ülejääk, kuna sisenõudlus kasvas aeglasemalt kui SKP, ning vähenes võlakoormus kõigis majandussektorites. Euroala jooksevkonto ülejäägi suurenemine finantskriisi ja 2016. aasta vahel kajastas peamiselt võlakoormuse ulatuslikku vähendamist, mis hõlmas erasektorit ja millega ühines pärast võlakriisi süvenemist 2011. aastal ka valitsemissektor. Euroala jooksevkonto ülejäägi vähenemine alates 2017. aastast tuleneb peamiselt ülejäägi vähenemisest Saksamaal ning

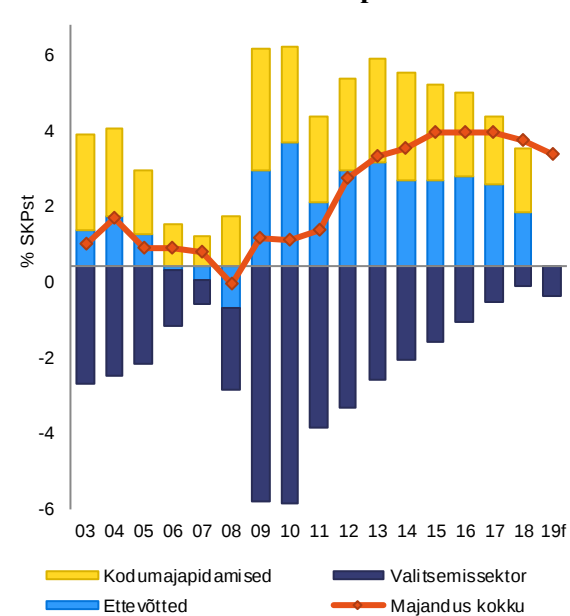
vähemal määral Itaalias ja Hispaanias, kes on suhteliselt suured tootvad eksportijad ja kes sõltuvad imporditud süsivesinikepõhisest energiast. Euroala jooksevkonto hiljutine dünaamika ei näi olevat seotud finantsvõimenduse olulise suurendamisega, vaid pigem netoeksporti vähenemisega ülemaailmse kaubanduse aeglustumise ja energiakulude suurenemise tõttu. Euroala jooksevkonto ülejäägi vähenemine aastatel 2017–2018 kajastub peamiselt vähenevas finantssektoriväliste ettevõtete netolaenuandmispositsioonis, mis on alates 2013. aastast olnud positiivne. Hiljutine ettevõtete netosäästu vähenemine kompenseeris valitsemissektori paranenud netolaenuvõtmispositsiooni samal perioodil (joonis 4).

Joonis 3. Euroala majanduskasv, sisenõudlus, netoeksport ja baasinflatsioon



Allikas: majandus- ja rahandusküsimuste peadirektoraadi andmebaas AMECO¹⁴

Joonis 4. Euroala netolaenuvõtmine/-laenuandmine sektorite kaupa



Allikas: Eurostat

Madal inflatsioonitase ja madalad intressimäärad tekitavad mitmeid probleeme. Rahaasutused nii euroalal kui ka muudes maailma olulisemates piirkondades on võtnud meetmeid, et võidelda SKP kasvu algava aeglustumise ja inflatsiooniootuste languse vastu 2019. aastal, loobudes seega varem teatatud kavast liikuda rangemate tingimuste suunas. Võlakirjade tootlus on muutunud negatiivseks, langedes eelkõige intressikõvera pikaajalises otsas, ja intressivahe riskantsemate võlakirjade suhtes on vähenenud. Baasinflatsioon jääb allapoole rahaasutuste seatud eesmärgi. Prognooside kohaselt peaks 2017. aastal positiivseks muutunud euroala SKP lõhe vähenema. Enne seda oli näitaja väikese nõudluse tõttu pikka aega negatiivne (joonis 3). Kuigi väiksem nominaalkasv muudab võlakoormuse vähendamise raskemaks, vähendaks madala intressimäära keskkond võlakulusid. Siiski toovad varasemaga võrreldes väga madalad pikaajalised intressimäärad kaasa ka mitmeid võimalikke probleeme: stiimulid regulatiivsetest piirangutest kõrvalehoidmiseks ning suurema tootluse saavutamiseks riskantsemate investeringute tegemine; krediidiriski alahindamine ja kõrge võlataseme

¹⁴ Kuigi SKP ja sisenõudluse erinevus peaks määratluse kohaselt võrduma kaubandusbilansiga, ei ole andmed euroalasisest aruandluserinevuste tõttu täielikult kooskõlas (vt joonealune märkus **Error! Bookmark not defined.**).

vähendamise stiimulite nõrgenemine väikese intressivahe tõttu; ning reguleeritud finantseerimisasutuste, eelkõige pankade ja kindlustusandjate kasumlikkuse vähenemine intressikõvera sirgenemise tõttu¹⁵.

Tasakaalustamine euroalal on veel pooleli ja konkurentsivõime suundumused toetavad euroalasisest tasakaalustamist üha vähem. Kuigi enamikus euroala riikides on suur jooksevkonto puudujääk kõrvaldatud, püsib mitmes riigis suur ülejääk. Neid riike, millel oli varem suur jooksevkonto puudujääk, iseloomustab jätkuvalt suur negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon, millega tavaliselt kaasneb era- või valitsemissektori kõrge võlatase, mis põhjustab haavatavust. Pärast finantskriisi on tasakaalustamist toetanud suhteliste kulude ja hindade kohandamine. Netovõlausaldajariikides on tööjõu ühikukulu kasvanud kiiremini kui netovõlgnikest riikides ning seega on olukord võrreldes finantskriisieelse ajaga muutunud vastupidiseks. See suundumus püsib, kuid erinevused asjaomaste riikide rühmade vahel on väiksemad (joonis 5)¹⁶. Tööturgude pingestumine ka netovõlgnikest riikides toob kaasa palgakasvu kiirenemise ja kulupõhise konkurentsivõime edasise vähenemise tootlikkuse kasvu aeglustumise tõttu, mis on seotud kapitali ja tööjõu suhtarvu kasvu aeglustumise või langusega. Konkurentsivõime tase, mida mõõdetakse SKP deflaatoriga, mida väljendatakse ostujõu pariteedis konkurentide suhtes (joonis 6), on nõrgalt seotud maksebilansi ja tasakaalustamisvajadustega¹⁷. Kaubeldavate kaupade osakaal kogulisandväärtuses vastab suhteliste hindade kohandamisele: selle osakaal on pärast kriisi kasvanud riikides, kus varem oli suur eelarvepuudujääk, kuid see protsess on aeglustumas või pöördumas¹⁸.

Praeguses majandusolukorras on nii jooksevkonto puudujääkide kui ka ülejääkide tasakaalustamine euroalal pakiline ja kasulik kõigile liikmesriikidele. Netovõlgnikest riikides on suure välis- ja riigisisese võla vähendamiseks vaja säilitada usaldusväärne jooksevkonto saldo ja tagada võla vähendamise sobilik tempo, järgides samas kasvupotentsiaali suurendamise eesmärki. Tootlikkuse väljavaadete parandamine, eelkõige sihtotstarbeliste investeeringute ja tootmistegurite kogutootlikkust toetavate reformide kaudu, on vajalik kogu euroala tasandil, kuid eelkõige netovõlgnikest riikides, kuna see on esmatähtis nii võlataseme jätkusuutlikkuse seisukohast kui ka selleks, et muuta suhtelise konkurentsivõime suundumused tasakaalustamist toetavamaks. Seevastu netovõlausaldajariikides suurendaks avaliku ja erasektori investeeringute edasine suurendamine potentsiaalset majanduskasvu, muudaks nende riikide kasvuväljavaated välisnõudlusest vähem sõltuvaks ja soodustaks sisenõudlust, toetades seega euroala tasakaalustamist. Praeguses majandusolukorras aitaksid eelarveimpulsid suure ülejäägi ja soodsa eelarvepositsiooniga riikides saada üle madalast inflatsioonist ja madalatest intressimääradest ning toetaksid nominaalkasvu, soodustades seeläbi võlakoormuse vähendamist ja netovõlgnike positsioonide tasakaalustamist.

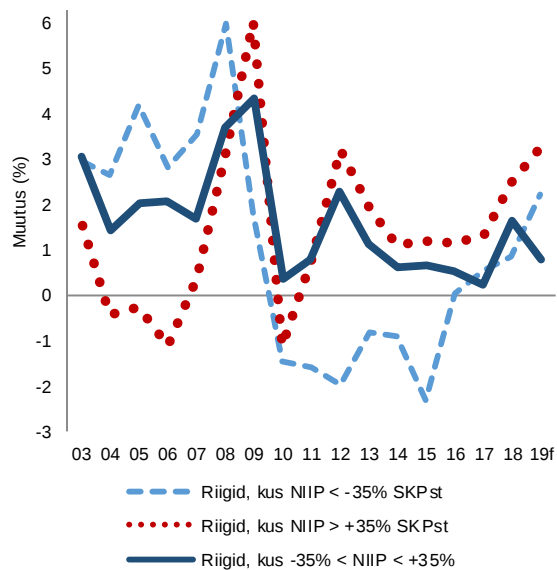
¹⁵ Nt EKP, Finantsstabiilsuse ülevaade, mai 2018, mai 2019.

¹⁶ 2019. aastal asendati Prantsusmaa tööhõive ja konkurentsivõime maksusoodustus (CICE) tööandjate sotsiaalkindlustusmaksete püsiva vähendamisega esimeses kvartalis, mis tõi kaasa Prantsusmaa tööjõukulude märkimisväärse languse, mis kajastus ka keskmise rahvusvahelise netoinvesteeringu positsiooniga riikide rühma tööjõu ühikukulu muutuses (joonis 5).

¹⁷ Joonisel 6 on esitatud riigid, mis on järjestatud jooksevkonto alusel.

¹⁸ Andmed põhinevad põllumajanduse, tootmise, kaubanduse, transpordi ja sideteenuste osakaalul kogulisandväärtuses. Näitaja ei võta arvesse asjaolu, et teenused muutuvad üha kaubeldavamaks ja nende osakaal kogulisandväärtuses kasvab.

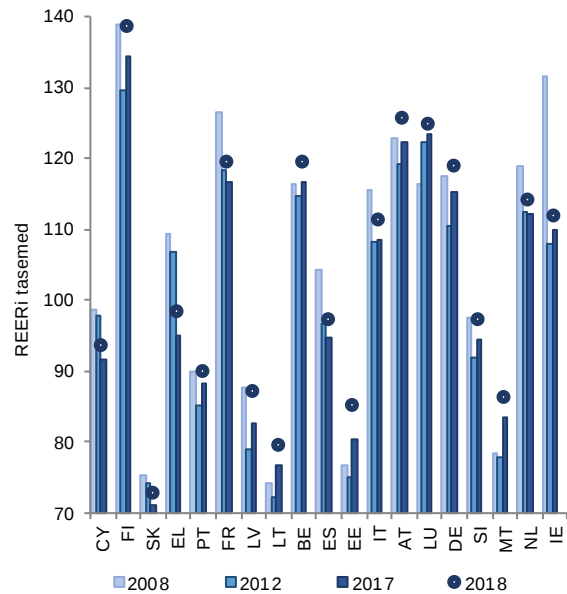
Joonis 5. Tööjõu ühikukulu kasv euroalal



Allikas: majandus- ja rahandusküsimuste peadirektoraadi andmebaas AMECO

Märkus: Riigid, mille rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon on suurem kui +35 % SKPst, on Saksamaa, Luksemburg, Madalmaad, Belgia ja Malta. Riigid, mille rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon jääb vahemikku 35 kuni – 35 % SKPst, on Soome, Eesti, Itaalia, Läti, Prantsusmaa, Sloveenia ja Austria. Ülejäänud riigid kuuluvad selliste riikide rühma, mille rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon on väiksem kui –35 % SKPst. Riikide jaotus põhineb aastate 2016–2018 rahvusvahelise netoinvesteeringu positsiooni keskmistel väärtustel. Netovõla suhtelise riikide jooksevkonto oli samal perioodil keskmiselt ülejäägis. Arvud kajastavad kolme riikide rühma SKPga kaalutud keskmist.

Joonis 6. Reaalsed tegelikud vahetuskursid, mis põhinevad SKP deflaatoritel



Allikas: komisjoni talituste arvutused Eurostati ja IMFi andmete põhjal.

Märkus: reaalse tegeliku vahetuskursi tasemete arvutamisel on aluseks võetud SKP deflaatori suhe konkurentide omasse, väljendatuna ostujõu pariteedis (ja eeldades, et USA = 100). Riikide kaalud on samad, mida kasutatakse reaalse tegeliku vahetuskursi indeksi koostamisel (42 konkurendist koosnev rühm).

3. TASAKAALUSTAMATUS, RISKID JA KOHANDAMINE: PEAMISED SUUNDUMUSED LIIKMESRIIGITI

Häiremehhanismi aruanne põhineb makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tulemustabeli näitajate majanduslikul analüüsil, mis on vahendiks, mis osutab esmapilgul edasist uurimist nõudvatele võimalikele riskidele ja haavatavusele. Tulemustabel sisaldab 14 näitajat koos soovituslike künnisväärtustega järgmistes valdkondades: välispositsioonid, konkurentsivõime, erasektori võlg, eluasemeturud, pangandussektor ja tööhõive. Selleks et tagada andmete stabiilsus ja riikidevaheline ühtlus, toetutakse tulemustabelis hea statistilise kvaliteediga tegelikele andmetele. Seepärast on käesolevas aruandes kasutatud tulemustabelit, mis kajastab andmeid kuni 2018. aastani. Makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse määruse (määrus (EL) nr 1176/2011) kohaselt ei tõlgendata tulemustabeli väärtusi häiremehhanismi aruande hinnangutes mehaaniliselt, vaid majanduslikult, mis võimaldab põhjalikumalt mõista üldist majanduslikku konteksti ja võtta arvesse

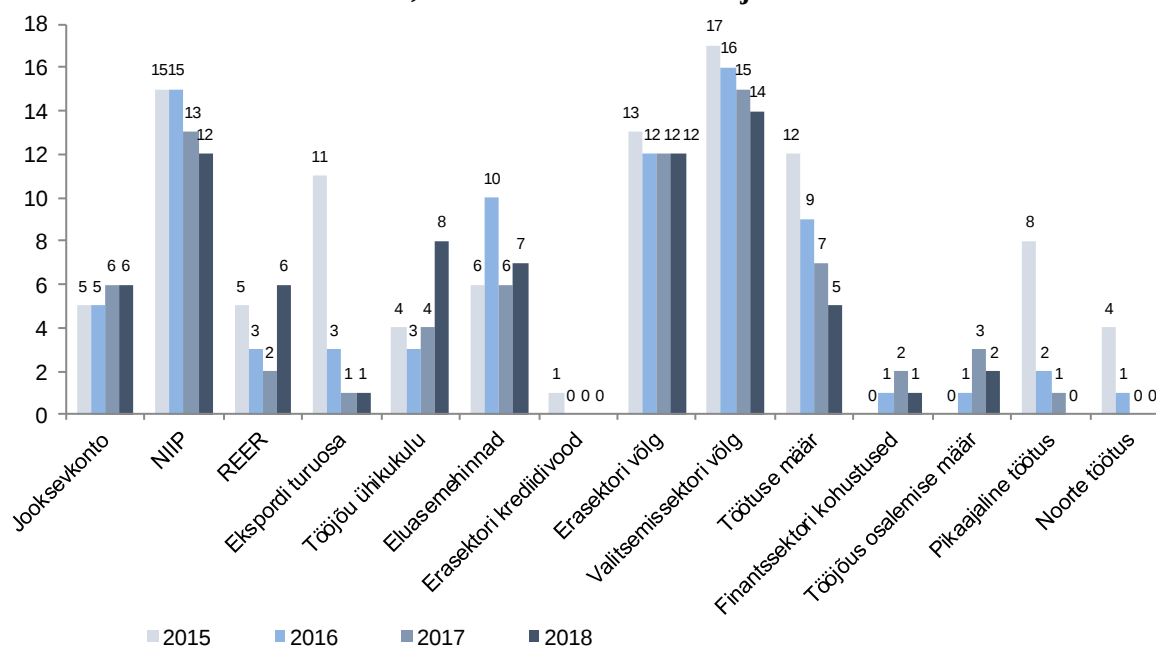
riigipõhiseid kaalutlusi¹⁹. Lisaks tulemustabeli näitajatele on esitatud täiendavad näitajad. Häiremehhanismi aruande hinnangus võetakse arvesse ka hiljutisemaid andmeid ja lisateavet, hindamisraamistikest saadud teavet, olemasolevate põhjalike ja asjakohaste analüüside tulemusi ning komisjoni 2019. aasta sügisprognoosi.

Tulemustabeli andmed osutavad võimalike probleemide tekkimisele seoses kulupõhise konkurentsivõime ja eluasemehindade dünaamikaga. Lisaks püsib kõrge võlatase, mis alles järkjärgult kohandub. Makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tulemustabeli künnisväärtusi ületatakse jätkuvalt kõige sagemini selliste näitajate puhul nagu valitsemissektori võlg, rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon ja erasektori võlg (joonis 7)²⁰. Majanduskasv ning jooksevkonto ja eelarvepositsiooni paranemine on siiski aidanud vähendada netoväliskohustuste ja valitsemissektori võla suhet SKPsse, mis tähendab, et tulemustabeli asjaomaseid künnisväärtusi ületavate liikmesriikide arv on vähenenud. Seevastu erasektori võla puhul on künnisväärtust ületavate riikide arv jäänud samaks, kuna netosäästupositsiooni nõrgenemine tasakaalustab majanduskasvu mõju võla suhtele SKPsse. Mõne riigi majanduskasv väljendub ka kiiresti kasvavates tööjõukuludes ja eluasemehindades. Nende liikmesriikide arv, kus tööjõu ühikukulu kasv ületab künnisväärtust, on eelmise tulemustabeli näitajatega võrreldes enam kui kahekordistunud ning üha rohkem riike ületab reaalse tegeliku vahetuskursi künnisväärtust vahetuskursi tugevnemise tõttu. Viimaste aastate eluasemehindade dünaamika kajastub asjaomast künnisväärtust ületavate riikide arvu hiljutises väikeses kasvus. Künnisväärtust ületavad jooksevkonto saldod kajastavad jätkuvalt peamiselt ülejääki. Töökohtade loomist soosiva majanduskasvu jätkumine kajastub selles, et ELis on vähem riike, kus on kõrge töötuse määr ning probleeme noorte ja pikaajalise töötuse ning tööjõus osalemisega.

¹⁹ Häiremehhanismi tulemustabeli koostamisel ja analüüsimisel kasutatava lähenemisviisiga tutvumiseks vt Euroopa Komisjoni 2016. aasta dokument „*The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium*“, Euroopa majandus, institutsiooni töödokument nr 039, november 2016.

²⁰ Tulemustabeli üksikasjalikud näitajad ja vastavad soovituslikud künnisväärtused on esitatud lisa tabelis 1.1, täiendavad näitajad on esitatud tabelis 2.1. Nagu joonise 9 selgituses on märgitud, põhineb tulemustabeli näitajate muutumise analüüs häiremehhanismi aruande koostamise ajal saada olnud andmetel. Käesoleva häiremehhanismi aruande andmete lõppkuupäev oli 25. oktoober 2019.

Joonis 7. Nende riikide arv, kelle tulemustabeli näitajad ületavad künnisväärtuse



Allikas: Eurostat

Märkus: nende riikide arv, kelle tulemustabeli näitajad ületavad künnisväärtuse, põhineb tulemustabeli sellel versioonil, mis avaldati koos vastava aasta häiremehhanismi aruandega. Andmete hilisem võimalik muutmine võib tähendada, et künnisväärtusi ületavate väärtuste arv, mis on välja arvatud tulemustabeli näitajate viimaseid andmeid kasutades, võib erineda ülaltoodud joonisel esitatust arvust.

Jooksevkonto positsioon enamikus ELi liikmesriikides 2018. aastal veidi langes. Kaubanduse aeglustumine, püsiv sisenõudlus ja naftahinna tõus langetasid jooksevkonto saldot enamikus liikmesriikides. Enamikul juhtudel on jooksevkonto saldo jätkuvalt üle taseme, mida võiks eeldada riigi majanduslike põhinäitajate alusel („jooksevkonto norm“) ja mida on vaja suurte väliskohustuste positsioonide korrigeerimiseks (joonis 8)²¹. Kuigi aastatel 2017–2018 aset leidnud jooksevkonto saldo halvenemine on sageli suurem, kui oleks võinud eeldada üksnes tsükliliste tegurite alusel (joonis 9), osutab tsükliliselt kohandatud jooksevkonto üldiselt sellele, et välispositsioonid on nominaalnäitajatest tugevamad, kuna SKP lõhe on peaaegu kõikjal positiivne²².

- **Ainult kahes liikmesriigis ületab jooksevkonto puudujääk makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tulemustabeli madalamat künnisväärtust.** Küprosel on kolme aasta keskmiste tulemustabeli andmete kohaselt ELi suurim jooksevkonto puudujääk, mis 2018. aastal küll paranes, kuid mitte tasemeni, mis tagaks rahvusvahelise

²¹ Põhinäitajatele (jooksevkonto normid) vastavad jooksevkontod tuletatakse lihtsustatud regressioonist, mis hõlmab säästude ja investeeringute saldo peamisi määravaid tegureid, sealhulgas alustegureid, poliitilisi tegureid ja üleilmseid finantstingimusi. Vt käesolevas häiremehhanismi aruandes kasutatud põhinäitajatele tugineva jooksevkonto arvutamise meetodika kirjeldust L. Coutinho jt 2018. aasta dokumendist „Methodologies for the assessment of current account benchmarks“, Euroopa majanduse aruteludokument nr 86, 2018. Meetod sarnaneb sellega, mida on kirjeldatud S. Phillipsi jt 2013. aasta dokumendis „External Balance Assessment (EBA) Methodology“, Rahvusvahelise Valuutafondi töödokument, 13/272.

²² Tsükliliselt kohandatud jooksevkonto saldodes võetakse arvesse tsükli mõju, kohandades seda kaubanduspartnerite ja riigi enda SKP lõhe alusel, vt M. Salto ja A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment“, Euroopa majanduse aruteludokument nr 427, 2010.

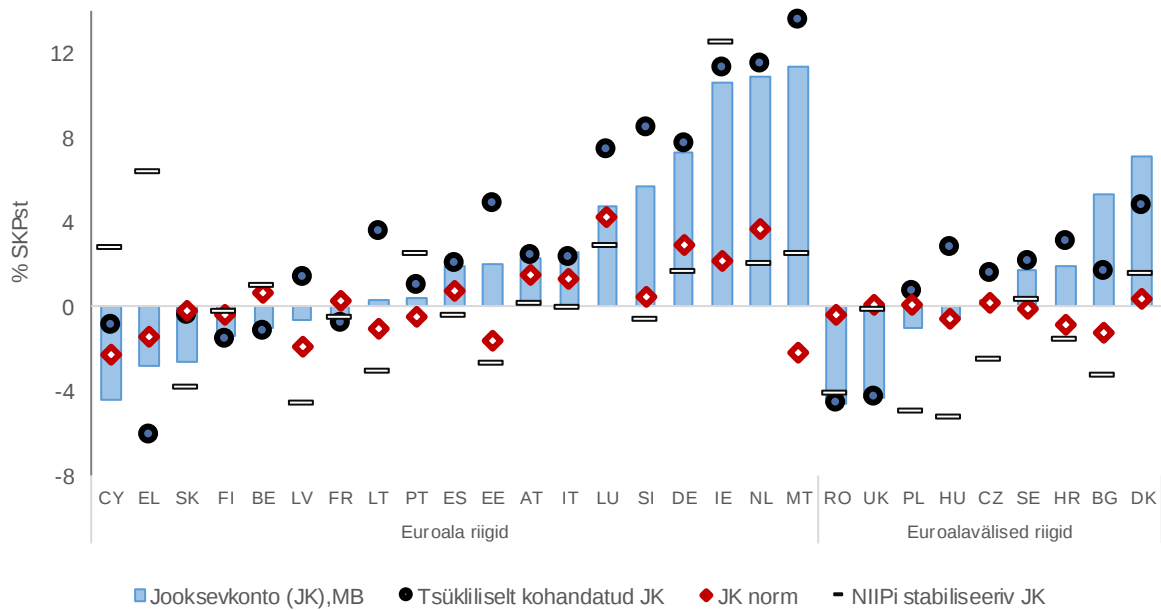
netoinvesteeringispositsiooni paranemise sobivas tempos²³. Ka Ühendkuningriigi jooksevkonto puudujääk ületab tulemustabeli künnisväärtust. Rumeenia jooksevkonto puudujääk oli ainuüksi 2018. aastal -4,6 % SKPst, mis on võrreldes varasemate aastatega märkimisväärne halvenemine. Selline näitaja on alla normi ja halvenemine ei ole suures osas põhjendatud majandustsükliga.

- **Jooksevkonto vähenes paljudes suurtest netovõlgnikest riikides.** Jooksevkonto näitajad vähenesid 2018. aastal Kreekas, Portugalis ja Hispaanias. Kreeka jooksevkonto puudujääk on suurem, kui on põhjendatav põhinäitajatega, ja ebapiisav, et korrigeerida väga negatiivset rahvusvahelist netoinvesteeringispositsiooni usaldusväärsele tasemele järgmise 10 aasta jooksul²⁴. Portugalis on viimased näitajad allpool taset, mis tagaks negatiivse rahvusvahelise netoinvesteeringispositsiooni korrigeerimise sobiva tempoga. Seevastu Hispaanias on jooksevkonto suundumused jätkuvalt kooskõlas rahvusvahelise netoinvesteeringispositsiooni parandamisega sobivas tempos. Iirimaa jooksevkonto paranes 2018. aastal järsult, kajastades peamiselt hargmaiste äriühingute piiriüleseid tehinguid.
- **Neljas ELi riigis oli jätkuvalt jooksevkonto ülejääk, mis ületas makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tulemustabeli ülemist künnisväärtust.** Nii on see olnud alates selle kümnendi algusest Taani, Saksamaa ja Madalmaade puhul ning hiljuti ka Malta puhul. 2018. aastal vähenes ülejääk Saksamaal 0,7 protsendipunkti võrra SKPst ja veidi vähem Taanis, samas kui Maltal ja Madalmaades jäi see üldiselt samaks. Kahes viimati nimetatud riigis mõjutasid jooksevkonto dünaamikat märkimisväärselt ka piiriülesed tehingud, mis on seotud nii kaubandus- kui ka tulubilanssi mõjutavate hargmaiste ettevõtete ja rahvusvahelise suunitlusega teenussektorite tegevusega.
- **Suur ülejääk suurendab jätkuvalt väga positiivset rahvusvahelist netoinvesteeringispositsiooni.** Kui Malta välja arvata, ületab tulemustabeli künnisväärtust ületav jooksevkonto ülejääk ka põhinäitajatega põhjendatud taset (joonis 8). Kõikidel juhtudel ületab tulemustabeli künnisväärtust ületav ülejääk ka taset, mis võimaldaks stabiliseerida juba niigi suurt positiivset rahvusvahelist netoinvesteeringispositsiooni praegusel tasemel järgmise 10 aasta jooksul.

²³ Küprose jooksevkontot käsitlevaid andmeid on alates eelmise aasta häiremehhanismi aruandest korrigeeritud ning nüüd on jooksevkonto puudujääk kolme aasta jooksul kuni 2017. aastani madalama künnisväärtuse piires, mis eelmisel aastal nii ei olnud.

²⁴ Vt rahvusvahelise netoinvesteeringispositsiooni riigipõhiste usaldusväärsete künnisväärtuste kindlaksmääramise metoodikat joonealusest märkusest **Error! Bookmark not defined.** Lõhe tegelike jooksevkontode ja rahvusvahelise netoinvesteeringispositsiooni stabiliseerimiseks vajalike jooksevkontode vahel sõltub eelkõige aluseksvõetavast ajavahemikust. Nt Kreeka rahvusvahelise netoinvesteeringispositsiooni stabiliseerimiseks ülespoole tulemustabeli künnisväärtust -35 % SKPst 20 aasta jooksul peaks jooksevkonto ülejääk olema ligi 1 % SKPst; vt Euroopa Komisjon (2019), „Enhanced Surveillance Report: Greece, November 2019“, Euroopa majandus, institutsiooni töödokument nr 116, november 2019.

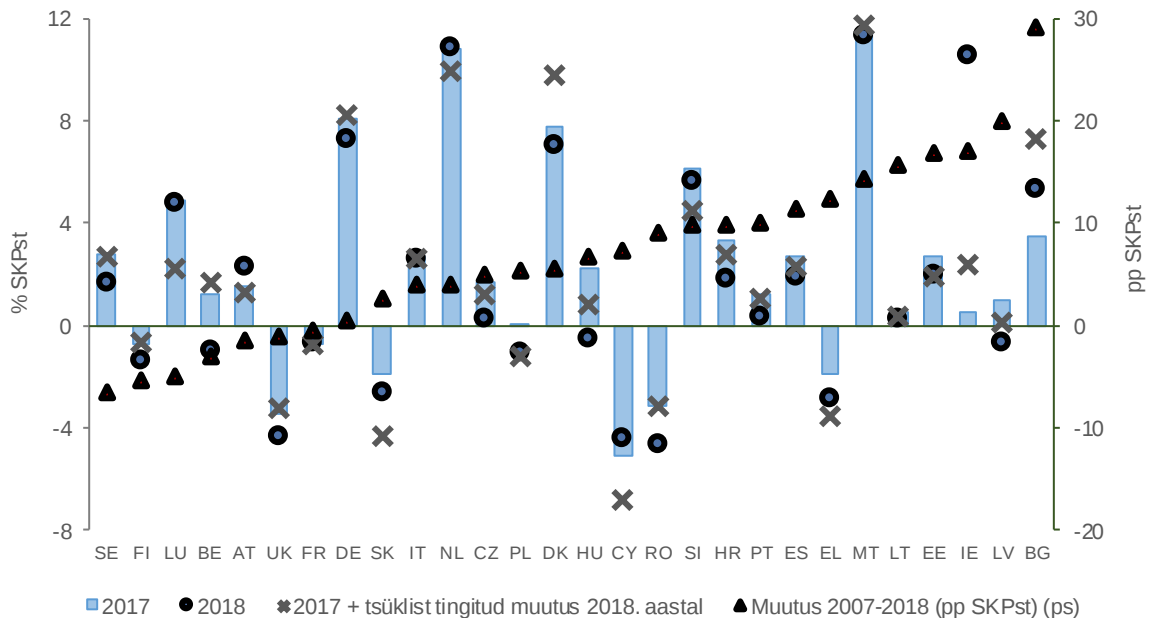
Joonis 8. Jooksevkonto saldod ja võrdlusalused 2018. aastal



Allikas: Eurostat (BPM6 andmed) ja komisjoni talituste arvutused.

Märkus: riigid on järjestatud 2018. aasta jooksevkonto saldo alusel. Tsükliliselt kohandatud jooksevkonto saldod: vt joonealune märkus 22. Jooksevkonto normid: vt joonealune märkus 21. Rahvusvahelist netoinvesteeringimispositsiooni stabiliseeriv jooksevkonto võrdlusalus on määratletud kui jooksevkonto näitaja, mis on vajalik rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni stabiliseerimiseks praegusel tasemel järgmise kümne aasta jooksul, või kui praegune rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon jääb alla riigipõhise usaldusväärse taseme, siis jooksevkonto näitaja, mis on vajalik rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni usaldusväärse tasemeni jõudmiseks järgmise kümne aasta jooksul (vt joonealune märkus 26).

Joonis 9. Jooksevkonto saldo muutumine



Allikas: Eurostat ja komisjoni talituste arvutused.

Märkus: riigid on esitatud kasvavas järjekorras vastavalt jooksevkonto muutusele SKP seisukohast aastatel 2007–2018. Tsükliliselt tingitud muutus arvutatakse jooksevkonto muutusena, mis ei kajastu tsükliliselt kohandatud jooksevkonto saldo muutuses.

2018. aastal paranes rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon enamikus liikmesriikides kiiremas tempos, kuid mitmes liikmesriigis on endiselt suur negatiivsete väliskohustuste jääk. Rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni paranemine jätkus 2018. aastal tänu usaldusväärsele jooksevkonto positsioonile, SKP kasvule ja suurele positiivsele väärtuse hindamise mõjule mitmes riigis (joonised 10 ja 11). Samas on rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon mitmes ELi riigis endiselt väga negatiivne. 2018. aastal oli rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon tulemustabeli künnisväärtusest –35 % SKPst halvem 12 liikmesriigis, mis on üks vähem kui 2017. aastal. Riikides, kus rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon on väga negatiivne, jäävad väärtused allapoole taset, mida võib põhjendada majanduse põhinäitajatega (rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni norm), ja mõnel juhul allapoole usaldusväärseid künnisväärtusi²⁵. Teatavates riikides on väliskohustused suured ka juhul, kui nende arvutamisel jäetakse välja välismaised otseinvesteeringud ja muud makseviivituse riskita instrumendid (NENDI)²⁶.

- Mõnes euroala riigis, nagu Küpros, Kreeka, Iirimaa ja Portugal, on **rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon jätkuvalt väga negatiivne** (allpool taset –100 % SKPst). Nendes riikides on rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon tunduvalt allpool võrdlusalust nii rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni normide kui ka usaldusväärsete künnisväärtuste puhul. Küprosel ja Iirimaaal kajastavad rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni tasemed ka hargmaiste äriühingute bilansi ja äriühingute piiriüleste finantssuhete olulisust. Nendes neljas riigis ja Hispaanias on rahvusvahelises netoinvesteeringimispositsioonis suur osakaal võlakohustustel, nagu osutab väga negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon, mis ei hõlma makseviivituse riskita instrumente (NENDI). Kreekas moodustab rahvusvahelisest netoinvesteeringimispositsioonist valdava osa suur valitsemissektori välisvõlg, mis on sageli väga soodsate tingimustega²⁷. Suur osa Küprose rahvusvahelisest netoinvesteeringimispositsioonist on seotud finantssektoriväliste laevaomanike eriotstarbeliste majandusüksustega.
- Riikides, kus **rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon on mõõdukamalt negatiivne**, kuid ikka veel halvem kui –35 % SKPst, on rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon tavaliselt ka

²⁵ Põhinäitajatele vastavad rahvusvahelised netoinvesteeringimispositsioonid (rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni normid) saadakse varasemate aastate jooksevkonto normide liitmise teel (vt ka joonealune märkus **Error! Bookmark not defined.**). Rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni usaldusväärset künnisväärtust määratakse kindlaks nii, et see võimaldaks võimalikult täpselt prognoosida maksebilansikriisi teket, võttes seejuures arvesse riigipõhist teavet, mis esitatakse lähtuvalt sissetulekust inimese kohta. Vt põhinäitajatele vastavat rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni arvutamise meetodikat dokumendist A. Turrini ja S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions“, Euroopa majanduse aruteludokument nr 097, 2019.

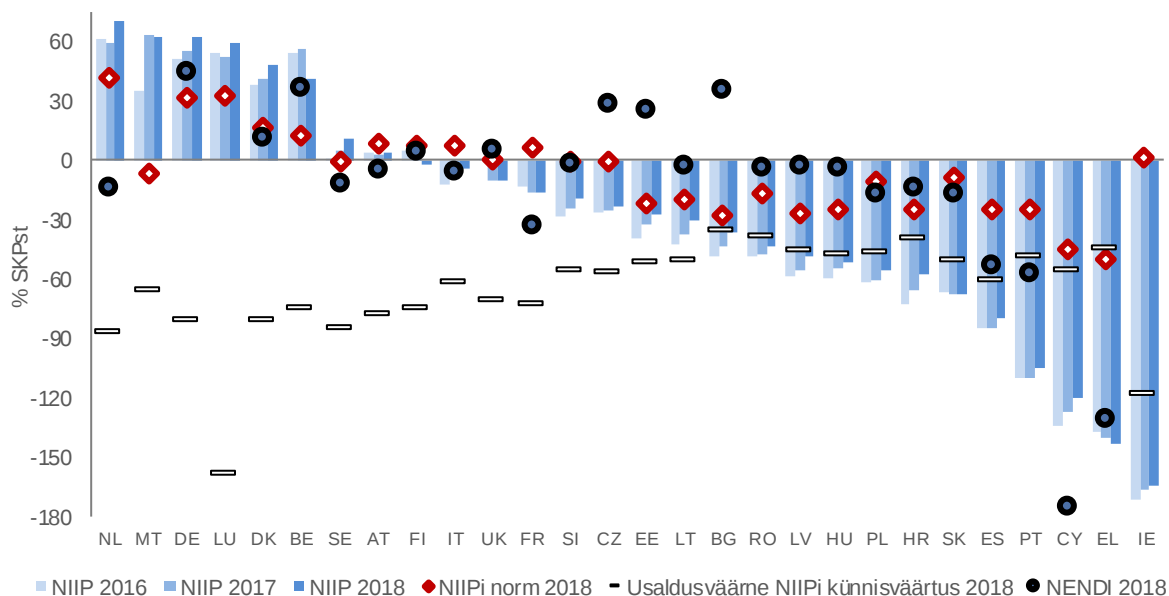
²⁶ NENDI on rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni alarühm, mille puhul arvatakse maha otseselt omakapitaliga seotud komponendid, st välismaised otseinvesteeringud omakapitali ja omakapitaliosalustesse, ning välismaistest otseinvesteeringutest tulenevad ettevõttesisesed piiriüleised võlakohustused, ning mis kajastab rahvusvahelist netoinvesteeringimispositsiooni ilma instrumentideta, mille puhul ei ole makseviivituse riski. Vt ka Euroopa Komisjon, „Makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tulemustabeli valitud täiendavate näitajate kavandatud muutmine“, tehniline märkus; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

²⁷ Kui vaadelda institutsionaalsete sektorite andmeid, siis Kreeka väga negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon tuleneb täielikult valitsemissektori rahvusvahelisest netoinvesteeringimispositsioonist, kuna valitsemissektori võlg kuulub suures osas välismaalastele, sealhulgas peamiselt ametlikele laenuandjatele, samas kui ülejäänud majanduse (st kodumajapidamised, finantssektorivälised ja finantssektori ettevõtted, sealhulgas rahaloomeasutused) rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon on positiivne. Küprosel, Portugalis ja Hispaanias moodustab valitsemissektori rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon suure osa majanduse rahvusvahelisest netoinvesteeringimispositsioonist, kuid ülejäänud majanduse rahvusvaheline netoinvesteeringimispositsioon on endiselt selgelt negatiivne.

allpool taset, mida võiks eeldada riigi majanduse põhinäitajate alusel. Nii oli see Bulgaaria, Horvaatia, Ungari, Läti, Poola, Rumeenia ja Slovakkia puhul. Mõnel juhul on need ka usaldusväärtustest künnisväärtustest halvemad. Kuna aga paljud neist Kesk- ja Ida-Euroopa ning Balti riikidest on suured välismaiste otseinvesteeringute saajad, paraneb rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon märkimisväärselt, kui selle arvutamisel arvatakse maha makseviivituse riskita instrumendid (NENDI)²⁸. Teistes ELi riikides on negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon üle -35 % SKPst, kuid allpool vastavaid norme (Tšehhi, Eesti, Leedu ja Sloveenia), kajastades peamiselt ka antud juhul välismaiste otseinvesteeringute sissevoolu. Selles rühmas paistab silma Prantsusmaa, kelle negatiivses rahvusvahelises netoinvesteeringu positsioonis on suur osa makseviivituse riskiga instrumentidel.

- Enamik suurtest positiivsest rahvusvahelisest netoinvesteeringu positsioonidest suurenes 2018. aastal veelgi. Saksamaal, Luksemburgis, Maltal ja Madalmaades on rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon positiivne, olles 60 % SKPst või üle selle, ning Taanis ligi 50 % SKPst²⁹. See on kajastanud jooksevkonto suure ülejäägi püsimist paljude aastate jooksul, mis on viinud suure netovaraposisiooni tekkimiseni ülejäänud maailma suhtes. Seevastu Belgias vähenes väga positiivne rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon väärtuse hindamise negatiivse mõju tõttu. Kõigil nendel juhtudel on rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon märkimisväärselt üle vastavate normide, st oluliselt üle taseme, mida saaks põhjendada või eeldada riigi majanduse põhinäitajate alusel.

Joonis 10. Rahvusvahelised netoinvesteeringu positsioonid ja võrdlusalused 2018. aastal



Allikas: Eurostat (BPM6, ESA10), komisjoni talituste arvutused.

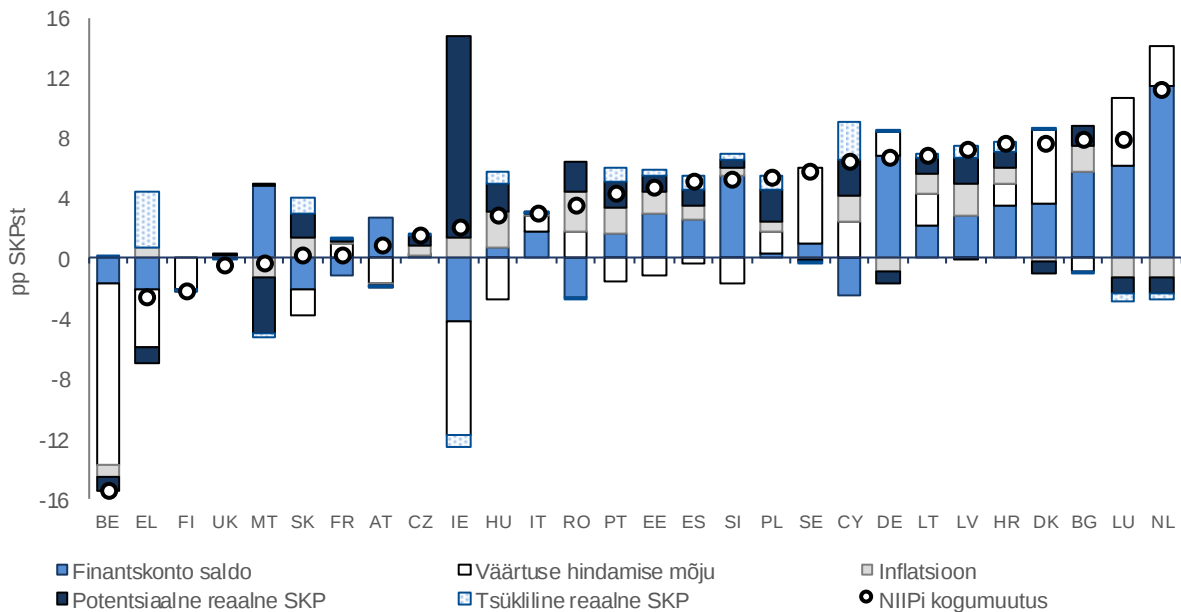
Märkus: Iirimaa, Luksemburgi ja Malta NENDI väärtused ei mahu skaalale. Riigid on esitatud kahanevas järjekorras vastavalt rahvusvahelise netoinvesteeringu positsiooni ja SKP suhtele 2018. aastal. NENDI on rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon, mis ei hõlma makseviivituse riskita instrumente. Rahvusvahelise

²⁸ Jooksevkonto suundumused on kooskõlas välispositsiooni stabiilsusega nendes riikides, välja arvatud Rumeenias, kus prognoositav jooksevkonto saldo edasine halvenemine toob tõenäoliselt kaasa ka rahvusvahelise netoinvesteeringu positsiooni halvenemise.

NENDI olulisus erineb nende riikide puhul märkimisväärselt, mis kajastab ka nende finantskeskuste olulisust (näiteks Luksemburgi ja Malta puhul) või pankade ja hargmaiste ettevõtete peakorterite välisvõlakohustusi (näiteks Madalmaade puhul).

netoinvesteeringimispositsiooni normi ja rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni usaldusväärse künnisväärtuse mõistete selgitusi vt joonealusest märkusest 26.

Joonis 11. Rahvusvaheliste netoinvesteeringimispositsioonide muutus 2018. aastal



Allikas: Eurostat, komisjoni talituste arvutused.

Märkus: riigid on esitatud kasvavas järjekorras vastavalt rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni ja SKP suhte muutusele 2018. aastal. Joonisel on kujutatud rahvusvahelise netoinvesteeringimispositsiooni ja SKP suhte aastase muutuse jaotus viie teguri vahel: finantskonto saldo, mis peaks võrduma jooksevkonto ja kapitalikonto saldo summaga; SKP potentsiaalne ja tsükliline reaalkasv; inflatsioon ning väärtuse muutused. SKP kasvu tsükliline komponent arvutatakse tegeliku ja potentsiaalse kasvu vahena.

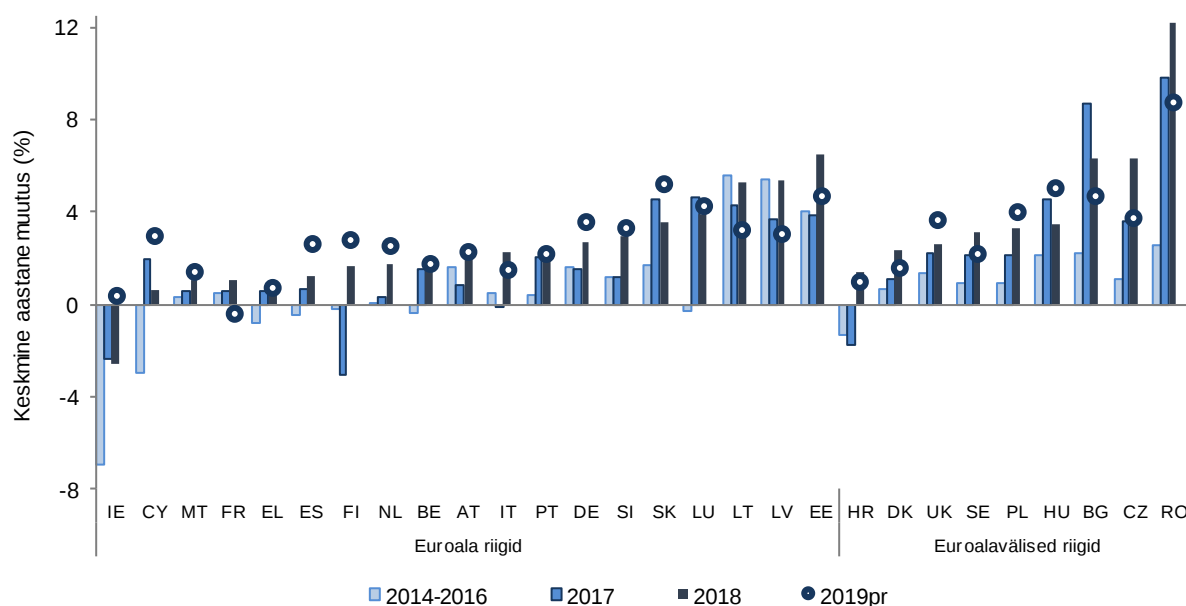
Tööjõu ühikukulu kasvab paljudes ELi liikmesriikides kiiremas tempos. Tulemustabeli kohaselt oli tööjõu ühikukulu kasv 2018. aastal üle künnisväärtuse kaheksas riigis, mis on kaks korda rohkem kui varasematel aastatel. Tööjõu ühikukulu kasvu kiirenemine algas 2013. aasta paiku, kõigepealt Balti riikides, mõnevõrra hiljem mitmes Kesk- ja Ida-Euroopa riigis, kusjuures mõned kiirenemise märgid ilmnesid ka kogu euroalal. 2019. aastaks prognoositavad andmed osutavad tööjõu ühikukulu kasvu mõningasele aeglustumisele riikides, kus kulupõhise konkurentsivõime langus oli viimastel aastatel suurem, kuid on ka juhtusid, kus tööjõu ühikukulu kasv näib veelgi kiirenevat (joonis 12).

- **Tööjõu ühikukulu kasvu kiirenemist on täheldatud üha suuremal arvil liikmesriikides.** Tööjõu ühikukulu kasv on olnud eriti hoogne mõnes Kesk- ja Ida-Euroopa ning Balti riigis, eelkõige Rumeenias ning ka Bulgaarias, Tšehhis, Eestis, Ungaris, Lätis, Leedus ja Slovakkias. Kõigis nendes riikides ületab tööjõu ühikukulu kasv tulemustabelikohast künnisväärtust. Kui enamiku nende riikide puhul prognoositakse tööjõu ühikukulu kasvu mõningast aeglustumist 2019. aastal, siis Ungaris ja Slovakkias peaks tööjõu ühikukulu kasv käesoleval aastal veelgi kiirenema. Euroala netovõlgnikest riikides, eelkõige Küprosel, Kreekas ja Hispaanias oli tööjõu ühikukulu kasv suhteliselt tagasihoidlik, kuigi suurem kui varasematel aastatel. Portugalis oli tööjõu ühikukulu kasv üle euroala keskmise. Tööjõu ühikukulu tõusis lõpuks mõnevõrra ka suurtes netovõlausaldaajariikides. Suurtest euroala majandusriikidest kiirenes tööjõu ühikukulu kasv kõige rohkem Saksamaal.

- **Tööjõu ühikukulu kiire kasv on peamiselt tingitud palgakasvu taastumisest tööturu pingestumise tingimustes.** 2018. aastal oli nominaalpalga kasv tööjõu ühikukulu kasvu kõige olulisem tegur (joonis 13). Pärast majanduskasvu taastumist on tööhõive kasvule ja töötuse vähenemisele järgnenud kiirenev palgakasv, mis kajastab Phillipsi kõvera dünaamikat. Alates majanduskasvu taastumisest oli reaalpalga kasv kuni 2017. aastani siiski väiksem kui tööviljakuse kasv, kusjuures olukord muutus vastupidiseks alles alates 2018. aastast. Tööjõu ühikukulu kasv kipub olema kiirem riikides, kus töötus on madalaimal tasemel, kusjuures oskuste nappus, tööjõu pakkumise kitsaskohad ja arenenud majandusega riikidele järelejõudmise dünaamika mängivad samuti rolli eelkõige Kesk- ja Ida-Euroopas³⁰. Tööjõu ühikukulu kasvu kiirenemine on kooskõlas ka tööturu olukorra paranemisega. Tööjõu ühikukulu hakkas varem kiirenema riikides, kus euroala 2011. aasta võlakriisiga seotud majanduslangus andis vähem tunda ja kus töötus hakkas vähenema varem.
- **Aeglane tööviljakuse kasv mängib tööjõu ühikukulu kasvu kiirenemises üha suuremat rolli.** Tööviljakuse kasvu aeglustumine oli oluline tegur, mis mõjutas tööjõu ühikukulude kasvu kiirenemist aastatel 2017–2018. Pärast märkimisväärset aeglustumist finantskriisi ajal jätkus tööviljakuse kasv enamikus ELi riikides koos majanduskasvu taastumisega (joonis 14). Tööviljakuse kasvu taastumine oli peamiselt seotud tootmistegurite kogutootlikkuse kasvuga, samas kui kapitalisüvendus on aidanud tööviljakuse kasvule kaasa vähem kui kriisieelsel perioodil. See kajastab asjaolu, et keskmine kapital töötaja kohta kasvab aeglaselt või langeb, mis on tingitud tööhõive kiirest kasvust ja investeeringute tagasihoidlikust mahust. Viimastel aastatel on tööviljakus kasvanud aeglasemalt kui kriisieelsel ajal, mis on tingitud nii tootmistegurite kogutootlikkuse tagasihoidlikumast kasvust kui ka kapitalisüvenduse aeglustumisest.
- **Tööjõu ühikukulu kasv on üha vähem seotud tasakaalustamisvajadusega.** 2018. aastal kasvas tööjõu ühikukulu kõigis euroala riikides, kusjuures erinevused netovõlausaldajariikide ja netovõlgnikest riikide vahel olid väikesed. See oli vastupidine olukorrale kriisijärgsetel aastatel, mil tööjõu ühikukulu kasvas kiiremini netovõlausaldajariikides. Kuna tööturud hakkasid järkjärgult pingestuma ka riikides, kus jooksevkonto saldo muutus vastupidiseks, hakkasid tööjõukulud suurenema ka nendes riikides ning vahe netovõlausaldajariikidega hakkas vähenema (vt ka 2. jagu). Nagu netovõlgnikest riikides, kus võimalused tööturu edasiseks pingestumiseks on suuremad, võib konkurentsivõime dünaamika toetada tasakaalustamist üha vähem, kuna palgakasv on suhteliselt kiire ja tootlikkuse kasv tagasihoidlikum, sest kapitalisüvenduse panus väheneb.

³⁰ Nt G. Brunello ja P. Wruuck, „Skill mismatch in Europe: A survey of the literature“, IZA Discussion Paper Series 12346, 2019; A. Kiss ja A. Vandeplas, „Measuring skills mismatch“. Tööhõive, sotsiaalküsimuste ja sotsiaalse kaasatuse peadirektoraadi analüütiline veebimärkus 7/2015, Euroopa Komisjon, 2015; Euroopa Komisjon (2018), Tööturu ja palkade suundumused Euroopas; 2018. ja 2019. aasta ülevaade.

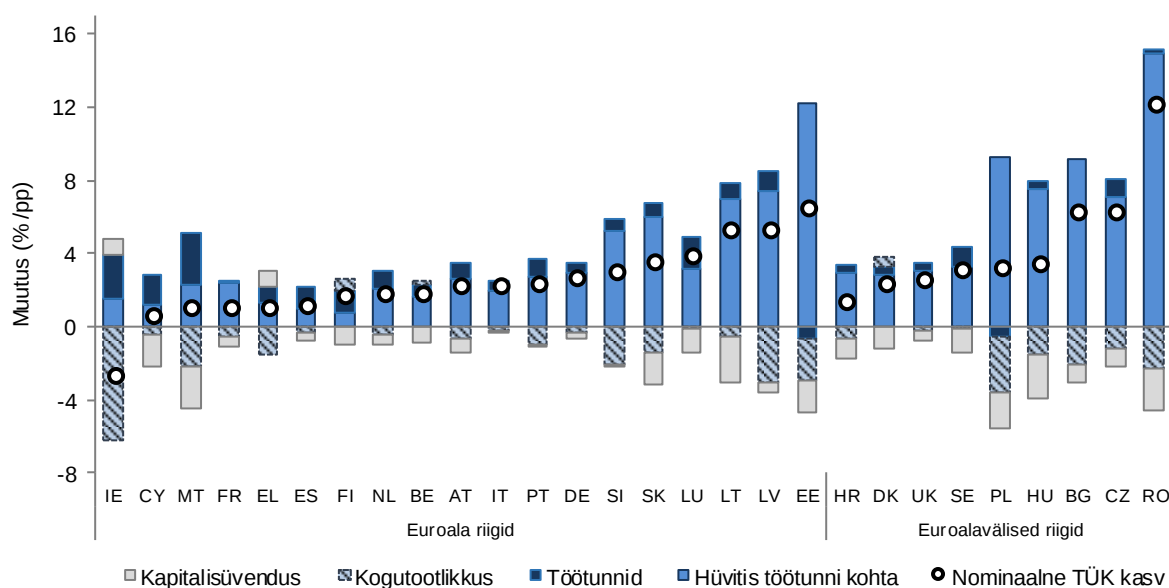
Joonis 12. Tööjõu ühikukulu kasv viimastel aastatel



Allikas: majandus- ja rahandusküsimuste peadirektoraadi andmebaas AMECO; 2019. aasta andmed pärinevad Euroopa Komisjoni 2019. aasta sügise majandusprognosist.

Märkus: riigid on esitatud kasvavas järjekorras vastavalt tööjõu ühikukulu kasvule 2018. aastal.

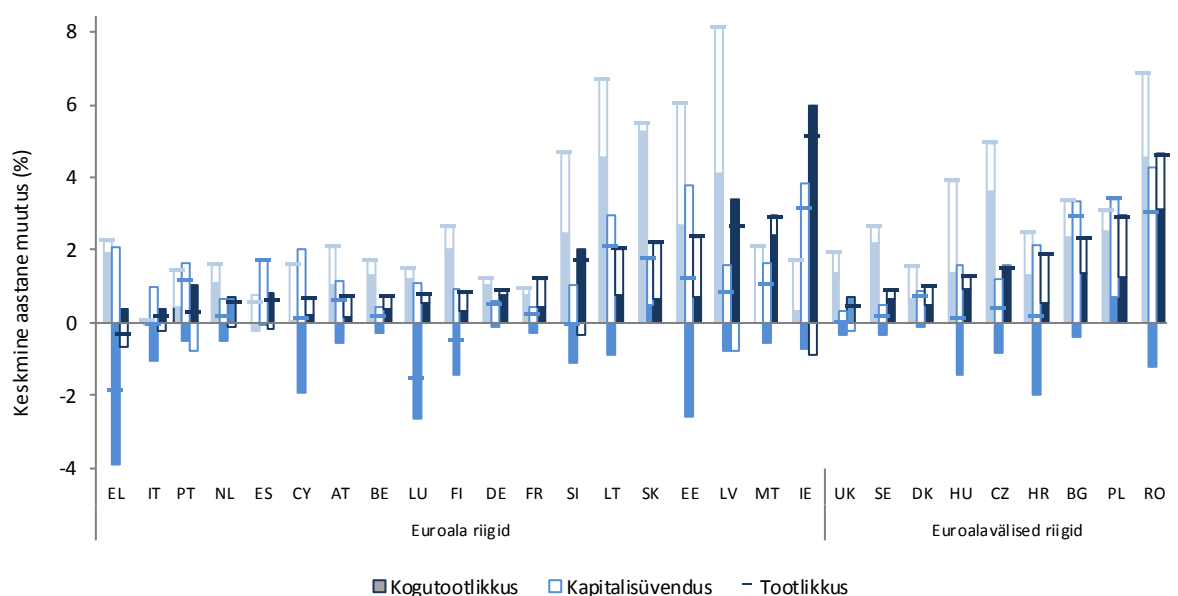
Joonis 13. Tööjõu ühikukulu kasvu jaotus 2018. aastal



Allikas: AMECO ja komisjoni talituste arvutused.

Märkus: riigid on esitatud kasvavas järjekorras vastavalt tööjõu ühikukulu kasvule 2018. aastal. Komponentideks jaotamine põhineb tööjõu ühikukulu kasvu standardjaotusel tunni kohta makstavaks nominaalhüvitiseks ja tööviljakuseks, kusjuures tööviljakus jaotatakse täiendavalt töötundideks, kogutootlikkuseks ja kapitali akumulatsiooniks, kasutades standardset kasvu arvestusraamistikku.

Joonis 14. Tootlikkuse kasvu jaotus, 2002–2018



Allikas: majandus- ja rahandusküsimuste peadirektoraadi andmebaas AMECO

Märkus: Töövõime kasvu mõõtmise aluseks on SKP töötaja kohta. Tootlikkuse ja selle alakomponentide (tootmistegurite kogutootlikkus ja kapitalisüvendus) andmed osutavad kolmele perioodile (vasakult paremale): 2002–2007 (helesinised tulbad ja märgis), 2007–2012 (keskmise sinine) ja 2012–2018 (tumesinine).

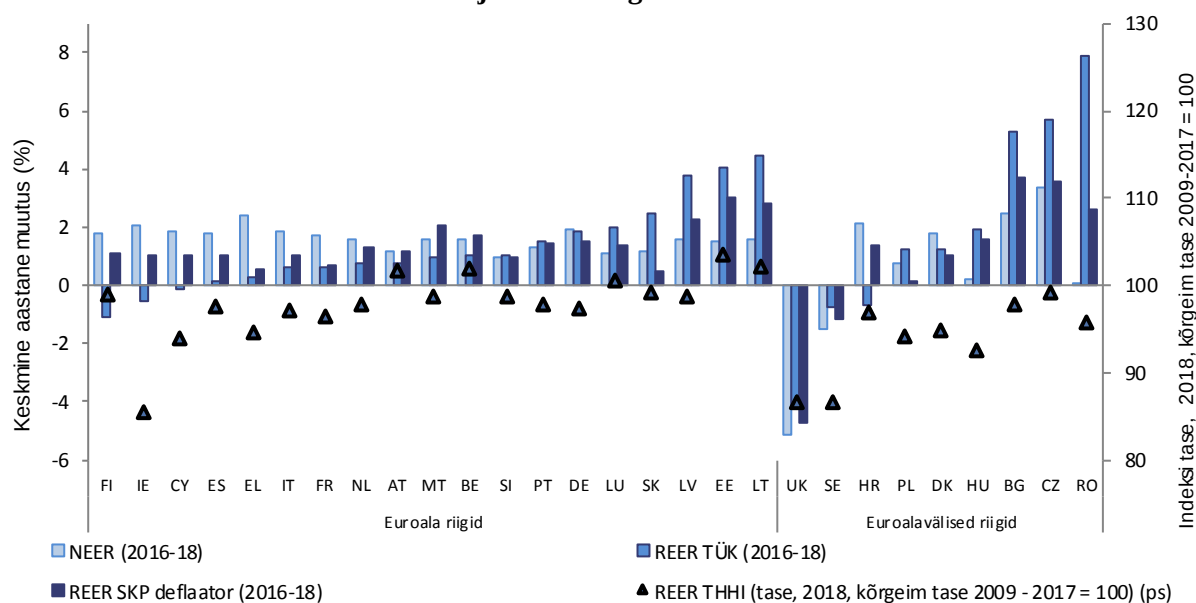
Kulupõhise konkurentsivõime vähenemine hakkas kajastuma ka reaalse vahetuskursi näitajates, kajastades osaliselt nominaalset tugevnemist. Kuni viimase ajani kajastus tööjõu ühikukulu kasv tööjõu ühikukulul põhinevate reaalsede tegelike vahetuskursside tugevnemises vaid vähesel määral. Tugevnemise peamine põhjus oli kulude ja hindade suhteliselt kiire kasv ELi-välistes partnerriikides ning euro nõrgenemine kümnendivahetusel ja 2015. aastal. Viimasel ajal hakkasid tööjõu ühikukulul põhinevad reaalsed tegelikud vahetuskursid nõrgenema, mida osaliselt kajastasid ka reaalse tegeliku vahetuskursi näitajad, mis põhinevad erinevatel deflaatoritel (SKP või tarbimine), olles tingitud tööjõu ühikukulu püsivast kasvust ja euro tugevnemisest aastatel 2016–2018. Selle tagajärjel suurenes 2018. aastal nende liikmesriikide arv, kelle puhul ületab reaalse tegeliku vahetuskursi kasv tulemustabeli künnisväärtust. Praegu on ainult üks liikmesriik madalamast künnisväärtusest allpool reaalse tegeliku vahetuskursi nõrgenemise tõttu (Ühendkuningriik), samas kui viis liikmesriiki ületasid künnisväärtuse reaalse tegeliku vahetuskursi tugevnemise tõttu (Belgia, Tšehhi, Eesti, Saksamaa ja Leedu).

- **Tööjõu ühikukulul põhinevad reaalsed tegelikud vahetuskursid tugevnevad enamikus liikmesriikides ja tugevnemine on viimaste aastatega võrreldes kiirenenud.** Mitme eelkõige euroalavälise Kesk- ja Ida-Euroopa riigi tööjõu ühikukulu kasv on suurim alates 2016. aastast, kuid märkimisväärt kasvu täheldatakse ka mitmes euroala riigis, eelkõige Balti riikides, kuid ka Saksamaal, Luksemburgis, Portugalis ja Slovakkias (joonis 15).
- **Nominaalne, eelkõige euro tugevnemine moodustas osa aastatel 2016–2018 aset leidnud reaalsest tugevnemisest.** Selline suundumus on aga 2019. aastal peatunud ja veidi pöördunud. Väljaspool euroala tugevnes nominaalne tegelik vahetuskurs aastatel 2016–2018 kõige rohkem Bulgaarias ja Tšehhis, samas kui Rootsis ja Ühendkuningriigis toimus nõrgenemine.
- **Võib olla aset leidnud mõningane kasumimarginaali ahenemine,** kuna tööjõu ühikukulul põhinev reaalne tegelik vahetuskurs on tugevnenud üldiselt rohkem kui THHI-l või SKP

deflaatoril põhinev reaalne tegelik vahetuskurss. Märkimisväärsed erinevust tööjõu ühikukulul ja SKP deflaatoritel põhinevate reaalse tegelike vahetuskursside vahel täheldati eelkõige Bulgaarias, Tšehhis, Lätis, Leedus, Rumeenias ja Slovakkias³¹. Hoolimata tagasihoidlikust inflatsioonidünaamikast, mis on tingitud nominaalsest tugevnemisest, **on enamikus ELi riikides täheldatud konkurentsivõime vähenemist, mida mõõdetakse THHI-põhise reaalse tegeliku vahetuskursi alusel.**

- Hoolimata konkurentsivõime hiljutisest vähenemisest **on enamikus riikides see praegu jätkuvalt parem kui enne kriisi**, kuna THHI-l põhinev reaalse tegeliku vahetuskursi tase jääb sageli alla hiljutist tippaset. Kuid mõnes riigis (eelkõige Austria, Belgia, Eesti ja Leedu) on praegused THHI-l põhineva reaalse tegeliku vahetuskursi näitajad üle hiljutise tipptaseme, kajastades pikaajalist tugevnemist.
- Reaalne nõrgenemine kattub tavaliselt suletud sektori toodete suhtelise hinna langusega ning **avatud sektori toodete suurema osakaaluga majanduses**, mis parandab ekspordipõhise majanduskasvu väljavaateid. Andmed kinnitavad sageli seda suundumust, mis näib siiski mitmes ELi riigis (eelkõige Balti riikides) olevat **aeglustumas** või isegi pöördumas (joonis 16).

Joonis 15. Nominaalse ja reaalse tegeliku vahetuskursi dünaamika



Allikas: majandus- ja rahandusküsimuste peadirektoraadi andmebaas AMECO

Märkus: riigid on esitatud kasvavas järjekorras vastavalt tööjõu ühikukulul põhineva reaalse tegeliku vahetuskursi (REER) keskmisele aastasele muutusele aastatel 2016–2018. Tööjõu ühikukulul ja SKP deflaatoril põhinevad reaalsed tegelikud vahetuskursid ja nominaalne tegelik vahetuskurss (NEER) arvutatakse 37 kaubanduspartneri suhtes. Tarbijahindade harmoneeritud indeksil (THHI) põhinev reaalne tegelik vahetuskurss arvutatakse 42 kaubanduspartneri suhtes.

³¹ Kuigi marginaalide ahenemine aitab vältida kulupõhise konkurentsivõime mõju kaubandustingimustele ja vähendab seega mõju kaubandusvoogudele eristatavate toodete ja turupõhise hinnakujundusega majandussektorites, põhjustaks püsiv väiksem kasumlikkus pikemas perspektiivis avatud sektori kokkutõmbumise.

Joonis 16. Avatud sektori osakaal majanduses



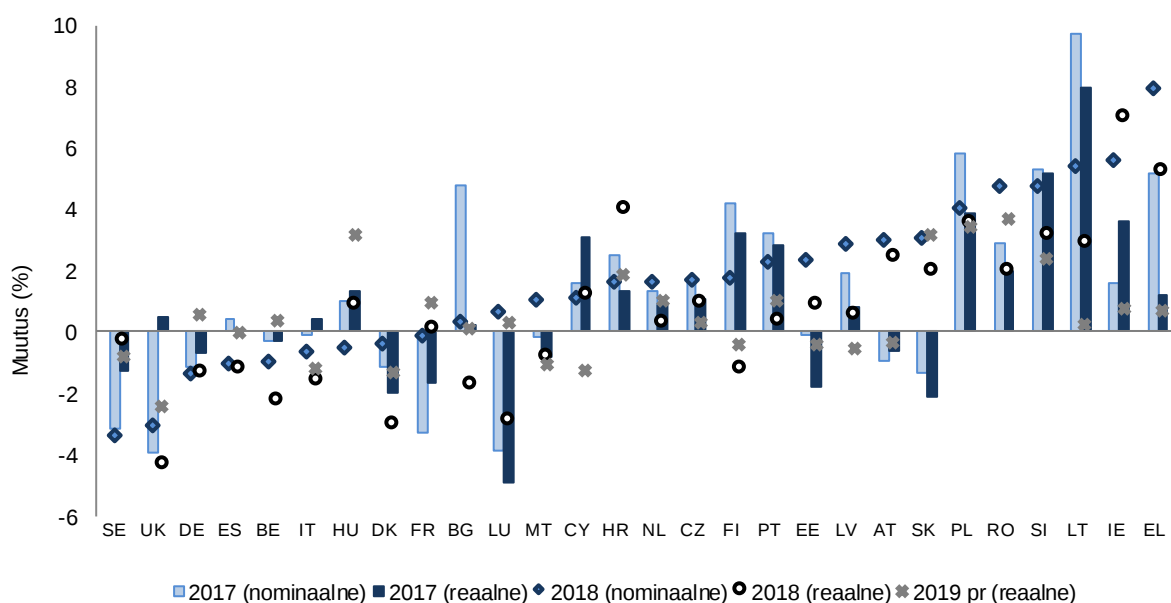
Allikas: majandus- ja rahandusküsimuste peadirektoraadi andmebaas AMECO

Märkus: avatud sektori (põllumajandus, tootmine, kaubandus, transport ja sideteenused) osakaal majanduses arvutatakse avatud sektori lisandväärtuse osakaaluna majanduse kogulisandväärtuses (%).

Ekspordi turuosa kasvas 2018. aastal enamikus liikmesriikides. Tulemustabelis esitatud ekspordi turuosa kumulatiivsed muutused viie aasta jooksul näitavad positiivseid väärtusi enamiku ELi riikide puhul. Ainult ühes liikmesriigis (Rootsi) ületas ekspordi turuosa langus tulemustabeli künnisväärtust. Hiljutised aastapõhised andmed osutavad üldiselt ekspordi turuosa kasvule (joonis 17).

- ELi liikmesriikide turuosa hiljutine kasv on endiselt osaliselt seotud suhteliselt suure ekspordinõudlusega piirkondades, millel on tihedad kaubandussidemed ELi riikidega. Oma osa võis olla ka hiljutisel reaalse tegeliku vahetuskursi nõrgenemisel. ELi riikide turuosad vähenesid kriisijärgsetel aastatel ja hakkasid paranema koos ELi-sisese ekspordinõudluse taastumisega. **Mitme tärkava turumajandusega riigiga kaubavahetuse aeglustumine** võrreldes ELi-sisese kaubavahetusega on tõenäoliselt aidanud suurendada ELi riikide ekspordi turuosa viimastel aastatel. Seda kinnitab ekspordi turuosa piiratum kasv võrreldes OECD riikidega (lisa tabel 2.1). Reaalsete tegelike vahetuskursside tugevnemise tõttu näib ekspordi turuosa reaalkasv tagasihoidlikum.
- **2018. aastal suurenes ekspordi turuosa kõige rohkem Kesk- ja Ida-Euroopa liikmesriikides, kuid sageli aeglustus turuosa kasv märkimisväärselt.** Mõne netovõlausaldajariigi, sealhulgas Saksamaa ekspordi turuosa on vähenenud. Netovõlgnikest riikides on ekspordi turuosa vähenenud Hispaanias ja Bulgaarias ning selle kasv on aeglustumas Portugalis, samas kui Kreekas (kõige suurem kasv 2018. aastal), Rumeenias ja Küprosel on ekspordi turuosa suurenenud.

Joonis 17. Ekspordi turuosa muutus



Allikas: Eurostat, komisjoni talituste arvutused.

Märkus: riigid on esitatud kasvavas järjekorras vastavalt nominaalse ekspordi turuosa aastasele muutusele 2018. aastal. Nominaalse ekspordi turuosa arvutamiseks jagatakse riigi eksport jooksevhindades maailma ekspordiga jooksevhindades. Ekspordi turuosa reaalkasvu arvutamiseks lahutatakse maailma ekspordimahu kasvumäär riigi ekspordimahu kasvumäärast.

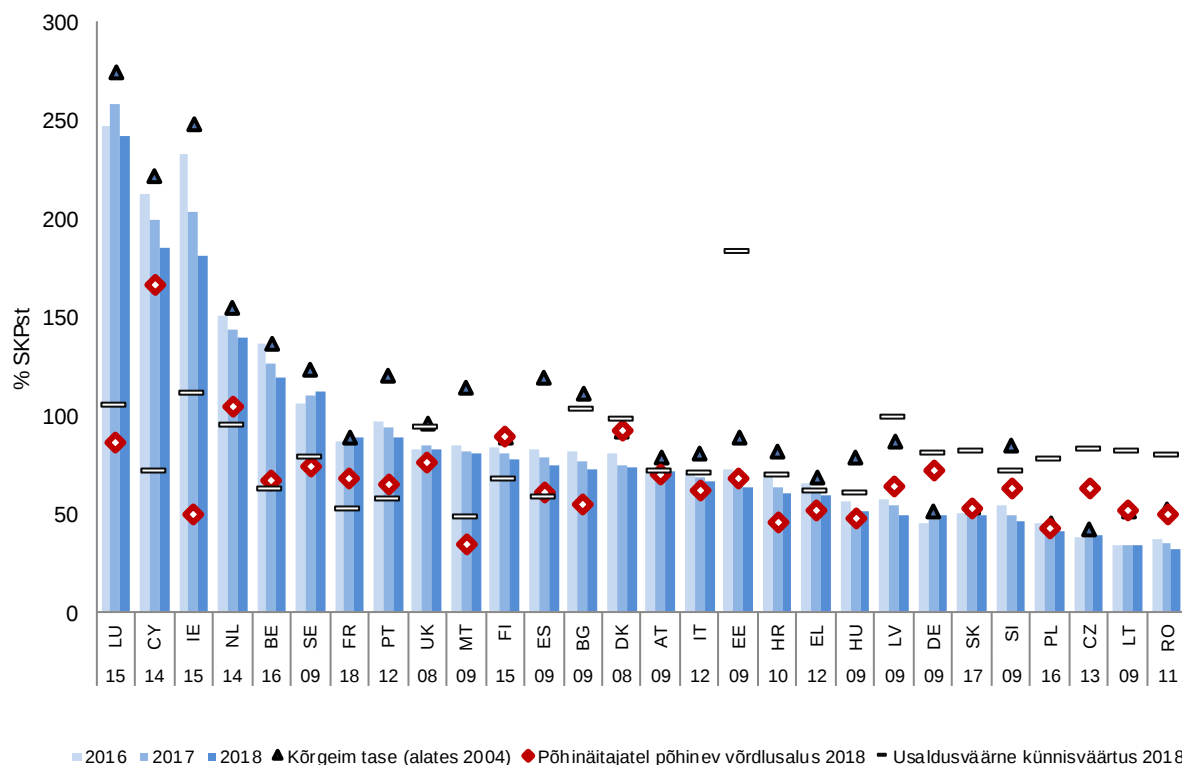
Erasektori võla suhe on olemasolevate võrdlusaluste kohaselt mitmes liikmesriigis jätkuvalt kõrge.

- **2018. aastal ületas erasektori võlg tulemustabeli künnisväärtust kaheteistkümnes liikmesriigis. See on sama palju kui 2016. ja 2017. aastal.** Erasektori võla suhe SKPsse ületab Luksemburgis, Küprosel, Madalmaades ja Iirimaal 200 %. Nende riikide võlanäitajaid mõjutavad ettevõttesisesed piiriülesed tehingud, mis on eelkõige seotud hargmaiste ettevõtete ja eriotstarbeliste majandusüksuste tegevusega. Erasektori võla suhe SKPsse on Taanis ja Rootsis ligikaudu 200 % SKPst, Belgias, Prantsusmaal, Portugalis ja Ühendkuningriigis on see peaaegu 150 % SKPst või üle selle.
- Küprosel, Prantsusmaal, Madalmaades, Portugalis, Hispaanias ja Rootsis on erasektori suur võlg tingitud **nii kodumajapidamiste kui ka finantssektoriväliste ettevõtete** võlakoormusest (joonised 18 ja 19). Iirimaal ja Luksemburgis on erasektori suur võlakoormus tingitud **ettevõtete** kõrgeast völatasemest, Taanis, Soomes ja Ühendkuningriigis on see tingitud pigem **kodumajapidamiste** kõrgeast völatasemest.
- **Riikide erinev erasektori völatase** on tingitud peamiselt erinevustest völa teket soodustavates alustegurites, mille hulka kuuluvad majanduskasvu- ja investeerimisväljavaated ning rahanduse arengutase. Seetöttu tuleks völataseme hindamisel vötta arvesse neid tegureid ja muid elemente, mis mõjutavad kõrgeast völatasemest tekkivaid riske tulevikus³². 2018. aasta andmete põhjal

³² Neid tegureid vöetakse arvesse riigipöhistes vördlusalustes, mille Euroopa Komisjon on völja töötanud koostöös majanduspoliitika komitee Lissaboni metoodika töörühmaga (Euroopa Komisjon, „*Benchmarks for the assessment of private debt*“, märgukiri majanduspoliitika komiteele, ARES (2017) 4970814), ja järgnevates ajakohastustes. Majanduse pöhinäitajatel pöhinevad vördlusalused vöimaldavad hinnata erasektori völataset vöärtuste alusel, mida saab pöhjendada majanduse pöhinäitajatega. Vördlusalused on tuletatud regressioonist, mis hölmab peamisi

ületavad kõik riigid, kelle erasektori võlakoormus ületab tulemustabeli künnisväärtust, ka oma riigipõhiseid usaldusväärseid künnisväärtusi ja majanduse põhinäitajatel põhinevaid võrdlusaluseid.

Joonis 18. Finantssektoriväliste ettevõtete võlg

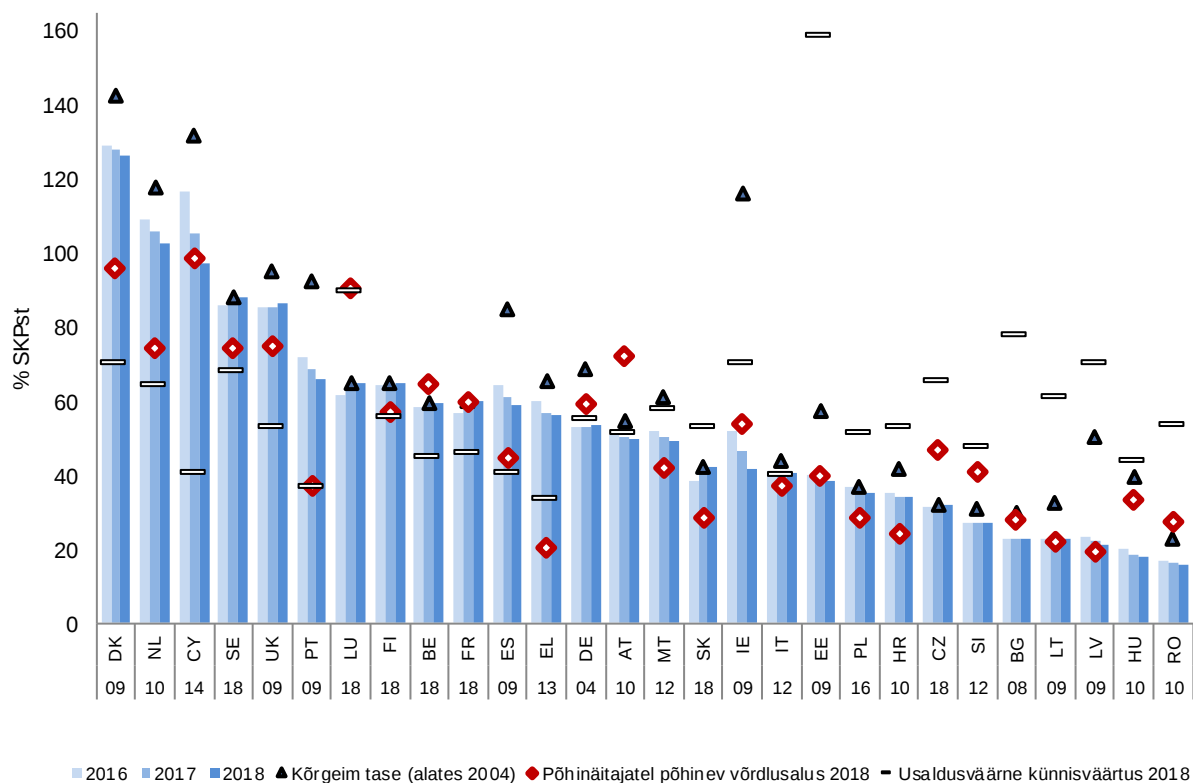


Allikad: Eurostati konsolideerimata sektoripõhised raamatupidamise kvartaluaruanded, komisjoni talituste arvutused.

Märkused: riigid on esitatud kahanevas järjekorras vastavalt finantssektoriväliste ettevõtete võla ja SKP suhtele 2018. aastal. Riigikoodide all olevad arvud osutavad aastale, mil võla suhe saavutas kõrgeima taseme.

laenukasvu mõjutavaid tegureid ja võtab arvesse algset võlakoormust. *Usaldusväärsed künnisväärtused* kajastavad võlataset, mille ületamisel on panganduskriisi tõenäosus suhteliselt suur. Need tasemed määratakse kindlaks nii, et see võimaldaks võimalikult täpselt prognoosida pangakriisi teket, minimeerides ootamatute kriiside ja valehäirete tõenäosust ning võttes arvesse riigipõhist teavet pankade kapitaliseerituse, valitsemissektori võla ja majandusarengu taseme kohta.

Joonis 19. Kodumajapidamiste võlg



Allikad: Eurostati konsolideerimata sektoripõhised raamatupidamise kvartaliaruanded, komisjoni talituste arvutused.

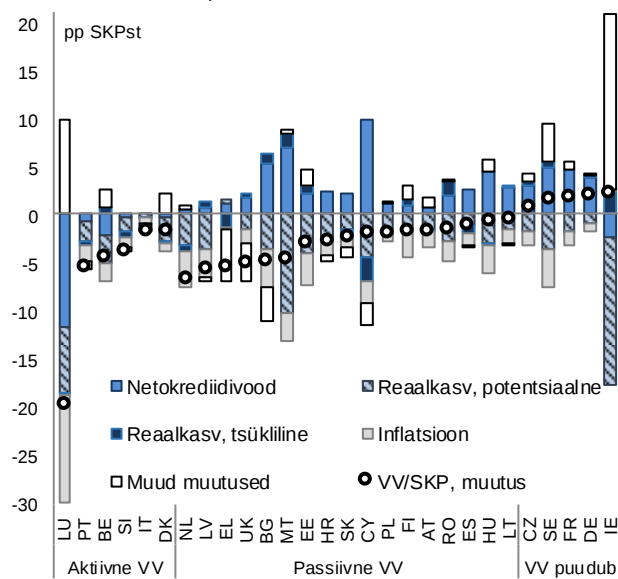
Märkused: riigid on esitatud kahanevas järjekorras vastavalt kodumajapidamiste võla ja SKP suhtele 2018. aastal. Riigikoodide all olevad arvud osutavad aastale, mil võla suhe saavutas kõrgeima taseme.

Erasektori võlakoormus väheneb peamiselt tänu SKP nominaalkasvule, kuid aeglasemas tempos, ning mõnel juhul võlakoormus taas suureneb, mitte ei vähene. Viimastel aastatel vähenes finantssektoriväliste ettevõtete ja kodumajapidamiste võlg sellistes suure võlakoormusega riikides nagu Küpros, Iirimaa, Portugal ja Hispaania vähemalt 25 protsendipunkti võrra SKPst (joonised 18 ja 19). Ka Eestis, Ungaris, Lätis ja Sloveenias täheldati märkimisväärselt võla suhte langust, eelkõige ettevõtete puhul. Viimastel aastatel on võla suhte vähenemise tempo aeglustunud. See on tuntavam kodumajapidamiste võla puhul. Kuigi enamikus ELi riikides on võla suhe jätkuvalt vähenenud, on täheldada ka võlakoormuse mõningast suurenemist, eriti kodumajapidamiste puhul.

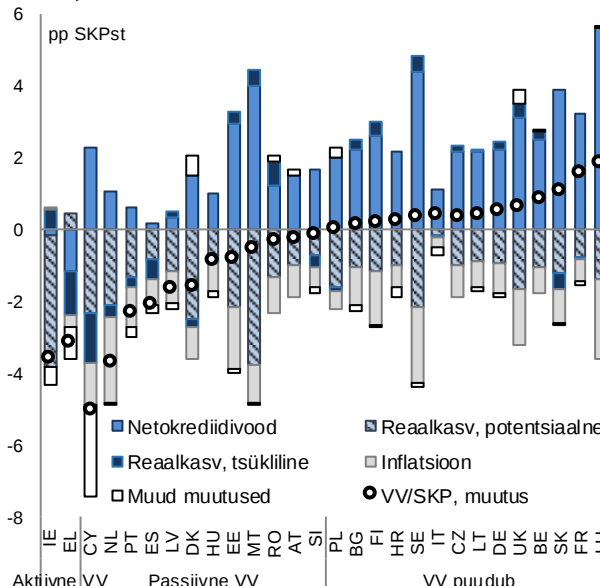
- **Võlakoormuse vähenemine sõltub üha enam SKP nominaalkasvust** Erasektori krediitdivood on jätkuvalt mõõdukad ning ükski liikmesriik ei ületanud 2018. aastal asjaomast tulemustabeli künnisväärtust. Viimastel aastatel on SKP nominaalkasv võimaldanud mitmel riigil alustada „passiivset“ võlakoormuse vähendamist, st võla suhe SKPsse on vähenenud hoolimata positiivsetest krediitdivoogudest. SKP jätkuv kasv on leevendanud survet võlakoormuse „aktiivseks“ vähendamiseks, st tänu nominaalse võlataseme langusele. Võrreldes 2017. aastaga on vähemal arvul riikides täheldanud negatiivseid krediitdivoogusid kas ettevõtetele või kodumajapidamistele (joonised 20 ja 21). Kuna majandussükkel on jõudnud haripunkti, on tsüklilise SKP kasvu panus muutumas väiksemaks või isegi pöördumas, mis tähendab, et võlakoormuse edasise passiivse vähendamise väljavaated sõltuvad eelkõige potentsiaalsest SKP kasvust.
- **Ettevõtete võlakoormuse** vähendamine on jätkunud enamikus ELi riikides, sõltudes üha enam SKP kasvust. 2018. aasta esimesest kvartalist kuni 2019. aasta esimese kvartalini toimus finantssektoriväliste ettevõtete võlakoormuse aktiivne vähendamine ainult Belgias, Taanis, Itaalias, Luksemburgis, Portugalis ja Sloveenias (joonis 20, mis põhineb konsolideerimata andmetel). Küprosel, Maltal ja Bulgaarias ületasid netolaenuvood ettevõtlussektorile 5 % SKPst, kuigi finantssektoriväliste ettevõtete võlg oli juba niigi suur. Mõnevõrra dünaamilised krediitdivood olid finantssektoriväliste ettevõtete võla suurenemise aluseks Prantsusmaal, Saksamaal ja Rootsis. Tegelikult on Prantsusmaal ja Rootsis finantsvõimendus veelgi suurenenud, hoolimata sellest, et finantssektoriväliste ettevõtete võlatase nendes riikides ületab võrdlusalust³³.
- **Kodumajapidamiste võlakoormuse** vähendamine on märgatavalt rohkem aeglustunud. Ühendkuningriigis, Rootsis, Belgias ja Prantsusmaal kasvas kodumajapidamiste võla suhe SKPsse 2018. aastal hoolimata sellest, et võlatase on nendes riikides niigi suhteliselt kõrge (võrdlusaluse lähedal või üle selle). Ainult vähestes liikmesriikides (Kreeka ja Iirimaa) täheldatakse aktiivset võlakoormuse vähendamist (joonis 21). Riikides, kus võlakoormus vähenes, toimus see aeglasemas tempos, eelkõige Küprosel, Portugalis ja Hispaanias.

³³ Iirimaa olid netokrediitdivood negatiivsed ja SKP nominaalkasv soodne, kuid positiivsed väärtuse muutused kaalusid selle mõju üles, muutes võlakoormuse vähendamise (konsolideerimata alusel) ajavahemikul 2018. aasta esimesest kvartalist 2019. aasta esimese kvartalini edutuks, mis võib kajastada hargmaiste ettevõtete tegevust.

Joonis 20. Finantssektoriväliste ettevõtete võla ja SKP suhtarvu kujundavad tegurid (2018. aasta esimene kvartal kuni 2019. aasta esimene kvartal)



Joonis 21. Kodumajapidamiste võla ja SKP suhtarvu kujundavad tegurid (2018. aasta esimene kvartal kuni 2019. aasta esimene kvartal)



Allikad: Eurostati konsolideerimata sektoripõhised raamatupidamise kvartaliaruanded, komisjoni talituste arvutused.

Märkused: joonistel on kujutatud konsolideerimata võla ja SKP suhtarvu aastase muutuse jaotus viie komponendi vahel: krediidivood, potentsiaalne ja tsükliline SKP reaalkasv, inflatsioon ja muud muutused. SKP kasvu tsükliline komponent arvutatakse tegeliku ja potentsiaalse kasvu vahena. Aktiivne võlakooormuse vähendamine hõlmab võla netotagasimakseid (negatiivsed netokrediidivood), mis toob tavaliselt kaasa sektori bilansimahu nominaalse vähenemise. Passiivne võlakooormuse vähendamine seisneb selles, et suurem SKP nominaalkasv kaalub üles positiivsed netokrediidivood, mis toob kaasa võla ja SKP suhte alanemise.

ELi pangandussektori tingimused on viimastel aastatel märkimisväärselt paranenud ja üldiselt stabiliseerunud, Mitmes liikmesriigis on pangandussektoris endiselt probleeme, eelkõige seoses väikese kasumlikkuse ja viivislaenude suure mahuga. Esimese taseme omavahendite suhtarvu kasv on peatunud pärast seda, kui kõigis liikmesriikides saavutati regulatiivsetest nõuetest kõrgem tase, kusjuures riikide vahel on suured erinevused. Pangandussektori omakapitali investeringute tulusus on viimastel aastatel märkimisväärselt taastunud, kuid viimasel ajal on paranemine aeglustunud. Mõnes riigis, eelkõige Kreekas, Itaalias ja Portugalis (joonised 22 ja 23), on probleemiks suhteliselt madal kasumlikkuse määr, keskmisest madalam kapitaliseerituse määr ja suhteliselt kõrge viivislaenude suhtarv.

- **Finantssektori kohustuste kasv on endiselt piiratud, jäädes tublisti allapoole tulemustabeli künnisväärtust**, välja arvatud Soome puhul. Finantssektori kohustuste kasv aeglustus 2018. aastal 2017. aastaga võrreldes enamikus liikmesriikides pisut³⁴. Sellest hoolimata kasvasid pangalaenuvood 2018. aastal veidi kiiremini kui 2017. aastal, eelkõige kodumajapidamistele antavate laenude puhul, ning stabiliseerusid 2019. aasta esimestel kuudel laenuitingimuste karmistamise tõttu³⁵.

³⁴ Kohustuste kasv Soomes 2018. aastal langes kokku ühe panga peakontori kolimisega Rootsist Soome.

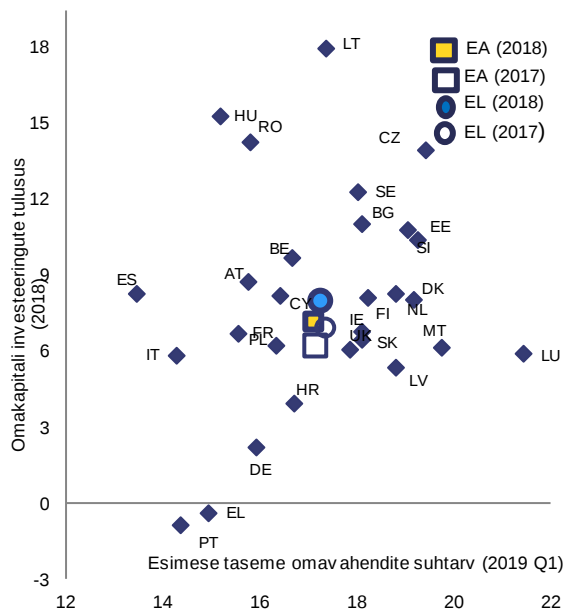
³⁵ Euroala pankade laenugevuse uuringu kohaselt, vt EKP, majandusbülletään, august 2019.

- **Kapitaliseerituse suhtarvud stabiliseerusid enamikus liikmesriikides, samas kui omakapitali investeringute tulusus halvenes 2018. aastal mõnevõrra mitmes riigis.** Omakapitali investeringute tulusus jäi 2018. aastal Kreekas ja Portugalis negatiivseks ning muutus Küprosel positiivseks. Pankade omakapitali väärtus kasvas 2017. aastal, samas kui 2018. aastal ja enamikul ajal 2019. aastal see langes, hoolimata Euroopa aktsiaturuindeksite positiivsetest tulemustest, kajastades muude tegurite hulgas muutunud turuootusi sektori kasumlikkuse osas.
- **Mõned ELi liikmesriigid paistavad silma suhteliselt väikse kasumlikkuse, madala kapitaliseerituse määra ning suure viivislaenude osakaalu poolest.**³⁶ Kreekas on viivislaenude suhtarv endiselt üle 40 %. Küprosel on viivislaenude suhtarv märkimisväärselt paranenud, peamiselt tänu laenude müügile ja suure panga likvideerimisele 2018. aastal, ning kasumlikkus on muutunud positiivseks. Portugalis ja Itaalias on viivislaenude osakaal alates 2016. aastast märkimisväärselt vähenenud ning viimased andmed osutavad, et 2018. aastal vähenes viivislaenude osakaal veelgi, kuigi tagasihoidlikumalt. Viivislaenude osakaal on mõlemas riigis langenud alla 10 %. Bulgaarias, Horvaatias, Ungaris, Irimaal, Rumeenias ja Sloveenias vähenes 2018. aastal viivislaenude suhtarv, mis on üle ELi keskmise.
- **Praegused majandusväljavaated, mida iseloomustavad pikka aega madalad olnud intressimäärad, tekitavad täiendavaid probleeme.** Intressimäärade langust on tunda peamiselt pikemate tähtaegade puhul, mis toob kaasa tulukõvera lamenumise ja intressimarginaalide edasise vähenemise. Selline lamenumine takistab pankadel võlakohustuste tähtaegade ümberkujundamist, mis võib mõjutada pankade kasumlikkust. Kuna väikse tootlusega keskkond mõjutab eriti väikese riskiga finantsvarasid, võib see eelkõige negatiivselt mõjutada selliste pangandusväliste finantsasutuste kasumlikkust ja bilanssi, kelle varaportfellid on suures osas investeeritud väikese riskiga varadesse, nagu kindlustusandjad, eelkõige elukindlustuse allsektor, ja pensionifondid³⁷.

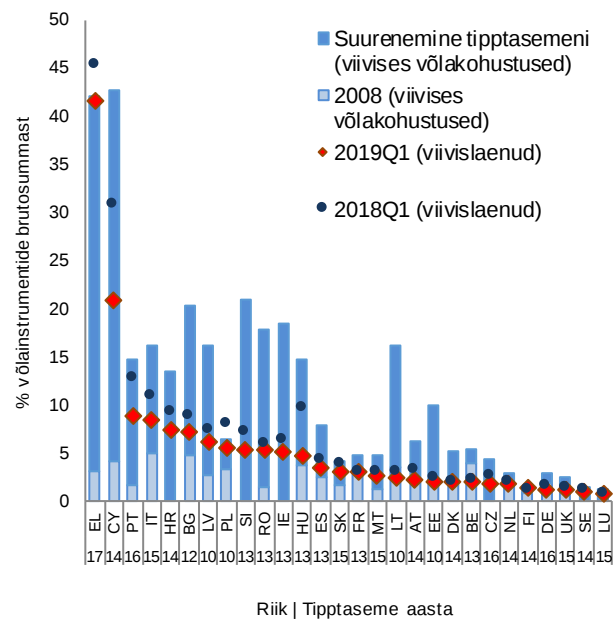
³⁶ Viivislaenud on tulemustabeli täiendavates näitajates määratletud kui viivislaenude brutosumma ja ettemaksed laenude ja ettemaksete brutosumma protsendina (bilansiline brutoväärtus) aruandlussektori „kohalikud pangagrupid ja eraldiseisvad pangad, välisettevõtete kontrolli all olevad tütarettevõtted ja välisettevõtete kontrolli all olevad filiaalid, kõik institutsioonid“ kohta. Väärtused on esitatud lisa tabelis 2.1. Ühtlustatud andmed viivislaenude suhtarvude kohta on kättesaadavad alles alates 2014. aastast. Joonisel 23 osutavad andmed 2008. aasta ja „suurenemine tiptasemeni“ kohta viivises võlainstrumentide brutosumma ja kõigi võlainstrumentide brutosumma suhte, mis on saadaval pikema aegreana ja hõlmab lisaks laenudele ka pangandussektori hoitavaid muid võlainstrumente. Viimati nimetatut on tavaliselt viivislaenude suhtarvust pisut väiksem – peamiselt seetõttu, et nimetaja on suurem, st võlainstrumentide brutosumma on suurem kui laenude kogusumma. Nende kahe suhtarvu maksimaalne erinevus on praegu 4 protsendipunkti (Kreeka) ja jääb enamiku riikide puhul alla 1 protsendipunkti.

³⁷ EKP, Finantsstabiilsuse ülevaade, mai 2019.

Joonis 22.
Pangandussektori kasumlikkus ja omavahendid



Joonis 23. Viivislaenud



Allikas: Horvaatia, Tšehhi, Iirimaa, Sloveenia ja Rootsi 2008. aasta andmed viivises võlainstrumentide brutosummade kohta puuduvad.

Märkus: joonisel 23 osutavad andmed 2008. aasta ja „suurenemine tiip tasemeni“ kohta viivises võlainstrumentide brutosumma ja kõigi võlainstrumentide brutosumma suhte. Viivislaenude suhtarvud esitatakse 2018. aasta esimese kvartali ja 2019. aasta esimese kvartali kohta. Riigikoodide all olevad arvud osutavad aastale, mil viivislaenude osakaal saavutas kõrgeima taseme.

Eluasemehinnad jätkasid 2018. aastal kiiret kasvu, kuid hinnadünaamika rahunes riikides, kus märgid ülehindamise kohta olid tugevamad. Eluasemehindade kasvu kiirenemise tulemusel on üha suurema hulga liikmesriikide eluasemeturg lähedal kriisieelsele haripunktile või sellest kõrgemal (joonis 26). 2018. aastal ületas eluaseme reaalinna kasv tulemustabeli künnisväärtust 7 liikmesriigis (Tšehhi, Ungari, Iirimaa, Läti, Madalmaad, Portugal ja Sloveenia), mis on üks liikmesriik rohkem kui 2017. aastal. Eluasemehindade kasv oli eriti kiire sellistes ELi riikides, kus seni on olnud vähe märke eluasemete ülehindamise kohta või ei ole neid olnud üldse, samas kui riikides, kus on olnud rohkem märke ülehindamise kohta, täheldatakse eluasemehindade kasvu aeglustumist. Andmed kuni 2019. aasta teise kvartalini osutavad, et Horvaatia, Tšehhi, Ungari, Poola ja Portugal võivad tulemustabeli künnisväärtust käesoleval aastal ületada, kui need suundumused aasta teises pooles jätkuvad. Käesoleva aasta esimesel poolel kiirenes eluasemehindade kasv võrreldes 2018. aastaga Horvaatias, Küprosel ja Rootsis ning aeglustus Taanis, Iirimaa, Lätis, Rumeenias ja Sloveenias.

- **Eluasemehindade kasvu kiirenemine on osaliselt seotud majanduse põhinäitajatega.** Eluasemehindade kasv hakkas taastuma tänu 2013. aastal alanud majanduskasvule ja intressimäärade langusele. Seda saab seletada majanduse põhinäitajatega³⁸. Kuigi uute

³⁸ Eluasemehindade võrdlusalused võimaldavad mõõta eluasemete üle- või alahindamise ulatust riigi eripära alusel. Sünteetilised väärtuse hindamise lõhed põhinevad vahedel, mis tulenevad erinevatest võrdlusalustest: i) hinna ja sissetuleku suhtarvu kõrvalekalle pikaajalisest keskmisest; ii) hinna ja üüri suhtarvu kõrvalekalle pikaajalisest keskmisest; iii) kõrvalekalle regressioonipõhistest võrdlusalustest, võttes arvesse nõudluse ja pakkumise majanduslikke põhinäitajaid (vt N. Philipponnet ja A. Turrini (2017), „Assessing House Price

hüpoteeklaenu kasvu kiirenes, ei ole sellel erinevalt kriisieelsest perioodist hinnakasvule seni otsest olulist mõju. See võib siiski jätkuvalle eluasemehindade kasvu kiirenemisele kaasa aidata.

- **Kiire eluasemehindade kasv on mõjutanud väärtuse hindamise taset.** Ungaris, Iirimaa, Lätis, Madalmaades, Portugalis ja Sloveenias oli eluasemete reaalkasvu kiire juba 2017. aastal ning 2018. aastal kiirenes see veelgi (joonised 24 ja 25, ülemine parempoolne kvadrant). Pikaajaline kiire eluasemehindade kasv mitmes riigis suurendab järk-järgult ülehindamise riski: ülehinnatud eluasemetega ELi riikide arv on viimastel aastatel kasvanud. Märkid ülehindamise (mida mõõdetakse üha suureneva hindamisvahetega) kohta on viimasel ajal muutunud tugevamaks sellistes riikides nagu Saksamaa või Portugal. Eluasemehinnad on mitmes riigis (Austria, Belgia, Tšehhi, Saksamaa, Luksemburg, Malta, Portugal; vt joonis 26) kõrgemal tasemel, mida on alates 2000. aastate keskpaigast täheldatud, või üle selle. Eluasemehinnad hakkavad mitmes riigis jõudma tasemele, kus need ei ole enam taskukohased, millele osutab ka eluaseme hinnataseme ja inimese kohta kasutada oleva sissetuleku suhe. Analüüs näitab, et ligikaudu pooltes ELi riikides on 100ruutmeetrise eluruumi ostmiseks vaja rohkem kui 10 aasta sissetulekut³⁹. Samuti elab iga kümnes eurooplane leibkonnas, mis kulutas 2017. aastal 40 % või rohkem oma sissetulekust eluasemele⁴⁰.
- **Eluasemehindade kasv aeglustus mõnevõrra mitmes riigis, kus oli märke ülehindamisest ja kodumajapidamiste suurest võlakooormusest, ning Rootsi eluasemeturul on alanud hinnalangus.** Hiljutine eluasemehindade kasvumäär kaldus olema seda madalam, mida suurem oli ülehindamise ulatus. Kui varasematel aastatel ei ole sellist mustrit täheldatud, siis 2018. aastal oli see selgelt märgatav nende riikide puhul, kus eluasemehinnad on ülehinnatud. 2018. aastal paistsid Austria, Belgia, Prantsusmaa ja Ühendkuningriik silma selle poolest, et nendes riikides olid eri määral ülehinnatud eluasemed ja kodumajapidamiste kõrge võlatase, kuid ka selle poolest, et 2018. aastal kasvasid eluasemehinnad aeglasemalt kui 2017. aastal (joonis 25). Selline aeglustumine võib kajastada taskukohasusega seotud piiranguid, eluasemete pakkumise taastumist ja riigi tasandil võetud poliitikameetmeid, sealhulgas makrotasandi usaldatavusjärelevalve valdkonnas⁴¹. Lisaks langesid eluasemehinnad Rootsis 2018. aastal nii nominaalselt kui ka reaalselt, kuid 2019. aasta kahe esimese kvartali andmed osutavad mõningasele stabiliseerumisele. Seevastu ei ole kohandumist toimunud Luksemburgis, kus haavatavus ja ülehindamise oht on jätkuvalt suurenenud.
- **Mitmes liikmesriigis esinevad ülehinnatud eluasemed koos kodumajapidamiste suure võlatasemega.** Nii on see eelkõige Taanis, Luksemburgis, Rootsis ja Ühendkuningriigis. Madalmaades on väga suur kodumajapidamiste võlakooormus ja kõrge hinnataseme võrreldes sissetulekuga. Hüpoteeklaenu maht kasvas 2018. aastal eriti kiiresti Bulgaarias, Rumeenias ja Slovakkias (üle 10 % eelmise aastaga võrreldes) ning Austrias, Belgias, Tšehhis, Eestis,

Developments in the EU“, Euroopa Komisjoni aruteludokument 048, mai 2017). Regressioonipõhiste võrdlusaluste arvutamisel filtreeritakse tsükliliselt põhjendatud muutujaid HP filtriga, et piirata nende volatiilsust.

³⁹ Hinnatasemehinnangud saadakse rahvamajanduse arvepidamise ja loendusandmete põhjal või kui need ei ole kättesaadavad, siis kinnisvaraaklerite veebisaitidel avaldatud teabe põhjal. Vt J. C. Bricongne et al. (2019), „Assessing House Prices: Insights from “Houselev”, a Dataset of Price Level Estimates“, Euroopa majanduse aruteludokument nr 101, juuli 2019.

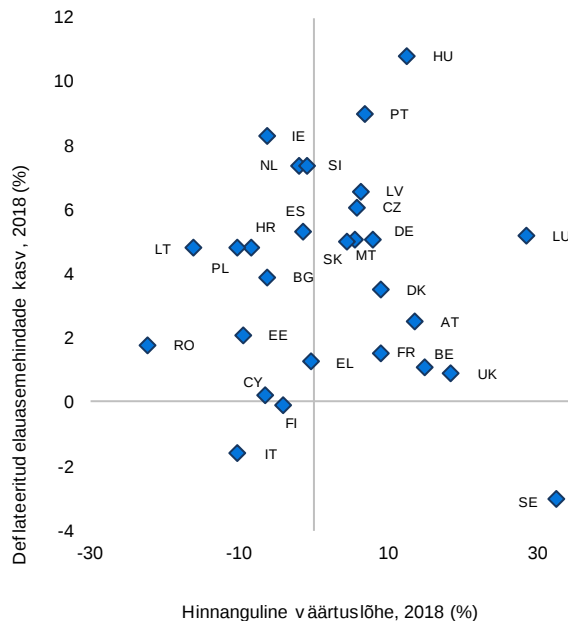
⁴⁰ Euroopa Komisjon (2019), Euroopa tööhoivealased ja sotsiaalsed arengud – aastaaruanne 2019, 4. peatükk.

⁴¹ Investeeringud ehitusse on kasvanud kiiremas tempos alates 2015. aastast kogu ELis, kusjuures investeeringud on suurenenud kõige rohkem seal, kus eluasemehindade kasv on olnud kiirem. Ka ehituslubade arv on tõusuteel enamikus ELi riikides. Mitmed hiljuti kogu ELis kehtestatud makrotasandi usaldatavusjärelevalve meetmed võisid mõjutada eluasemehindade kasvu kiirust. See kehtib eelkõige laenusumma ja tagatisvara väärtuse suhte ning võlteeninduskulude ja sissetuleku suhte ülempiiride kohta. Eluaseme maksustamist on viimastel aastatel reformitud mitmes ELi liikmesriigis, eelkõige eesmärgiga piirata hüpoteeklaenu maksusoodustuste ulatust.

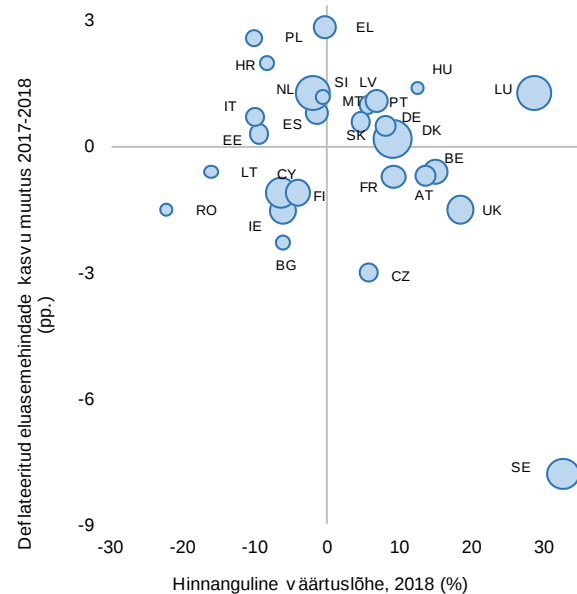
Prantsusmaal, Ungaris, Leedus, Luksemburgis ja Maltal (üle 5 % eelmise aastaga võrreldes). Mõnel juhul jätkus kiire kasv suhteliselt kõrgel tasemel, näiteks Belgias või Prantsusmaal. Pilt muutub mõnevõrra, kui võtta arvesse üksnes uute hüpoteeklaenudega seotud võla muutust, st välja jäetakse tagasimaksete mõju (joonis 27). Eluasemehindade ja uute hüpoteeklaenuvoogude riikideülene suhe näib nõrk ning puuduvad selged märgid selle kohta, et hinnad tõuseksid kiiremini riikides, kus uusi hüpoteeklaene antakse rohkem. See näitab, et laenudel ei ole seni olnud esmatähtsat rolli eluasemehindade kasvu kiirenemisel⁴². Siiski on mitmes riigis (eelkõige Slovakkias, Luksemburgis, Saksamaal ja Madalmaades) eluasemehindade kiire kasv olnud seotud hüpoteeklaenude kiire kasvuga.

⁴² Enamikus euroala riikides hakkas eluasemehindade kasv kiirenema enne hüpoteeklaenude kasvu kiirenemist. Vt nt Euroopa Komisjon, „*Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses*“, märgukiri majanduspoliitika komiteele – euroala, Ares(2019)922432, veebruar 2019; ja Euroopa Komisjon, „*Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses*“, tehniline märkus eurorühmale, veebruar 2019: <https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf>

Joonis 24. Eluasemehindade muutus ja väärtuslõhed 2018. aastal



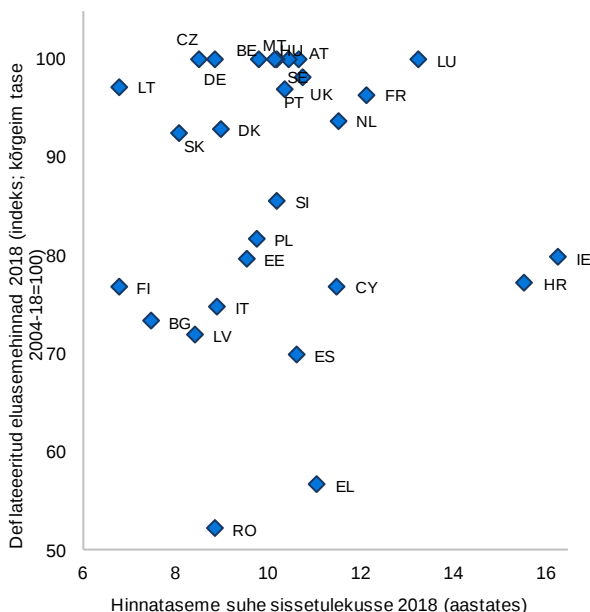
Joonis 25. Väärtuslõhed, hinnatõusu muutused 2017.–2018. aastal ning kodumajapidamiste võlg (% kodumajapidamiste sissetulekust)



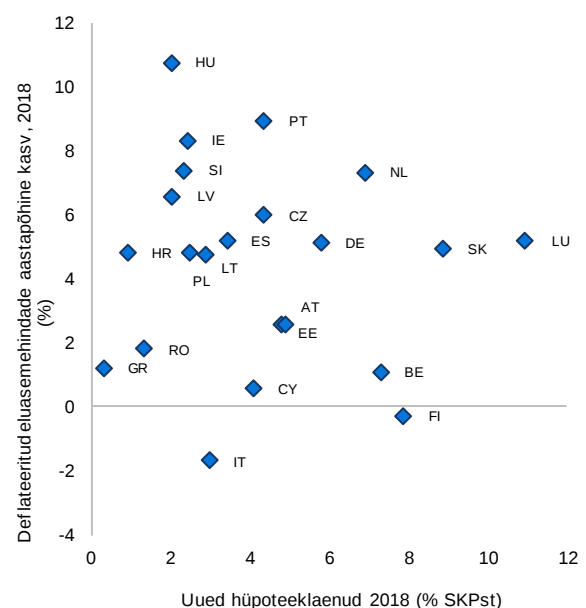
Allikas: Eurostat ja komisjoni talituste arvutused.

Märkus: ülehindamise lõhe kajastab kolme näitaja (hinna ja sissetuleku ning hinna ja üüri suhtarvu kõrvalekalle pikaajalisest keskmisest ning väärtuse hindamise põhinäitajatepõhise mudeli tulemused) keskmist, vt joonealune märkus 39. Joonisel 25 kujutatud mullide suurus kajastab kodumajapidamiste võla suhet kodumajapidamiste kasutada olevasse kogutulusse. Horvaatia puhul ei ole kodumajapidamiste kasutada oleva kogutulu andmed pärast 2012. aastat enam kättesaadavad ja need ekstrapoleeritakse sisemajanduse kogutulu kasvu alusel. Malta puhul kodumajapidamiste kasutada oleva kogutulu andmed puuduvad ja asendatakse 56 %ga kogurahvatulust.

Joonis 26. Eluasemehindade võrdlus sissetulekuga ja eluaseme reaalhinnaindeksi võrdlus tipptasemega 2018. aastal



Joonis 27. Eluasemehindade kasv ja uute hüpoteeklaenude maht 2018. aastal



Allikas: Eurostat ja komisjoni talituste arvutused.

Märkus: Uute hüpoteeklaenude mahu kohta puuduvad andmed kuue riigi puhul (Bulgaaria, Malta, Prantsusmaa, Rootsi, Taani ja Ühendkuningriik). Hinna ja sissetuleku suhte mõõtmiseks võrreldakse 100 m² eluruumi hinda

keskmise kodumajapidamise kasutada oleva kogutuluga. Horvaatia puhul ei ole kodumajapidamiste kasutada oleva kogutulu andmed inimese kohta pärast 2012. aastat enam kättesaadavad ja need ekstrapoleeritakse sisemajanduse kogutulu kasvu alusel. Malta puhul kodumajapidamiste kasutada oleva kogutulu andmed puuduvad ja asendatakse 56 %ga kogurahvatulust.

Valitsemissektori võla suhe on ELis enamjaolt veelgi langenud, välja arvatud mõnes liikmesriigis, kus see näitaja on kõige suurem. Kui 2017. aastal ületas võlasuhe tulemustabeli künnisväärtust 15 liikmesriigis, siis 2018. aastal oli neid 14. Belgias, Itaalias, Kreekas, Küprosel ja Portugalis moodustas võlg vähemalt 100 % SKPst, Hispaanias ja Prantsusmaal jäi näitaja sellele napilt alla. Seitsmes riigis (Belgia, Hispaania, Iirimaa, Küpros, Portugal, Prantsusmaa ja Ühendkuningriik), kus valitsemissektori võlg ulatus üle 60 % SKPst, oli ka erasektori võlg tulemustabeli künnisväärtusest suurem. Valitsemissektori võla suhe langes ka 2018. aastal, kuid paljudel juhtudel vähem kui eelmistel aastatel, mis osutab veidi lõdvemale eelarvepoliitikale ja juba mõnevõrra pidurdunud SKP nominaalkasvule. Samal ajal mõnes kõige kõrgema valitsemissektori võla suhtega riigis näitaja 2018. aastal ei paranenud, vaid koguni suurenes. Näiteks Prantsusmaal jäi valitsemissektori võlg samale tasemele, kuid Itaalias, Kreekas ja Küprosel kerkis. Kui mõne riigi puhul oli see tingitud erakordselt suurest võlakoormuse muutuse ja eelarvepositsiooni vahelisest erinevusest, siis teiste puhul osutab see ebapiisavale eelarve konsolideerimisele. Riigivõlakirjade tootlus siiski vähenes ja see suundumus jätkus ka 2019. aastal, sealhulgas kõige suurema võlakoormusega riiklike laenuvõtjate puhul, mille tulemusena jõuti järjest madalamate rekordtasemeteni. Tulevikuproгноoside kohaselt peaks võlasuhe 2019.–2021. aastal eriti Rumeenias, kuid ka Itaalias ning vähemal määral Prantsusmaal ja Soomes tõusma ning enamikus ülejäänud ELi riikides eelmistest aastatest veidi aeglasemalt langema.

Tekstikast 1. Tööhõive ja sotsiaalareng

Tööturu olukord paranes ELis 2018. aastal veelgi, hoolimata majandustegevuse aeglustumisest aasta teises pooles. Tööhõive on ELis veelgi kasvanud ja töötajate arv on püstitanud uue rekordi. Töötus on kahanenud kõigis ELi liikmesriikides, eriti nendes, kus selle tase on kõrge. See on vähendanud riikidevahelisi erinevusi, kuigi mitmes riigis on näitaja endiselt suur. Areng aeglustus 2019. aasta esimeses pooles, mis võib osutada ka tööjõureservi kokkukuivamisele. Majanduse elavnemine on aidanud karpida enamikku vaesusnäitajaid, kuid sotsiaalne olukord teeb mõnes liikmesriigis endiselt muret. Alates 2008. aastast on vaesuse või sotsiaalse tõrjutuse ohus olevate inimeste osakaal ELis tervikuna vähenenud (7 miljonit vähem kui 2008. aastal ja 13 miljonit vähem kui 2012. aastal). Lisaks on taandunud suur materiaalne puudus, eelkõige Kesk- ja Ida-Euroopa riikides, kus see näitaja oli enne suur. Suhtelise vaesuse oht püsib aga paljudes liikmesriikides kriisieelsest tasemest jätkuvalt kõrgemal. Üldjuhul on nendes riikides, kus esineb tõsine makromajanduslik tasakaalustamatus, kannatanud ka tööhõive ja sotsiaalne olukord. Eelkõige on tööturu tulemused ja sotsiaalne areng endiselt halvemad ülemäärase tasakaalustamatusega liikmesriikides. Väiksema tasakaalustamatusega riikide olukord on erinevam, sõltudes suurel määral ka tasakaalustamatuse laadist ja raskusastmest.

Töötuse määr langes 2018. aastal kõigis liikmesriikides veelgi, kuid jäi mõnes liikmesriigis endiselt kõrgeks. Kõige jõulisemalt on näitaja paranenud riikides, kus töötuse määr oli enne kõrge (Horvaatias, Küprosel ja Kreekas vähenes töötus 2 protsendipunkti või isegi rohkem). Viis liikmesriiki (Kreeka, Hispaania, Horvaatia, Küpros ja Itaalia) ületas samas 2018. aastal makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tulemustabeli künnisväärtust, milleks on keskmiselt 10 % viimase 3 aasta vältel. Töötuse määr oli 2018. aastal küll oluliselt (ligikaudu 4 protsendipunkti) madalam 2013. aastal saavutatud tipptasemest, kuid ületas umbes pooles liikmesriikides siiski 2008. aasta näitajat. 2019. aasta esimeses pooles töötuse määra langus jätkus, jõudes 2019. aasta kolmandas kvartalis kogu ELis 6,3 %-le ja euroalal 7,5 %-le.

Tööhõive määr paranes kõigis liikmesriikides veelgi. ELi tööhõive määr (20–64aastaste inimeste hulgas) saavutas 2018. aastal rekordtaseme 73,2 % (euroalal 72,0 %) ja jõudis 2019. aasta teises kvartalis uue tipptulemuseni 73,9 %, mis ületab kindlalt 2008. aastal registreeritud kriisieelset näitajat 70,2 %. Töötajate arv suurenes võrreldes 2017. aastaga kõige rohkem Maltal (5,4 %), kellele järgnesid Küpros (4,1 %), Luksemburg (3,7 %) ja Iirimaa (3,2 %), ning kõige vähem Poolas (0,3 %), Rumeenias (0,2 %) ja Itaalias (0,9 %).

Tööjõus osalemise määra tõus jätkus peaaegu kõikjal ELis. Tööjõus osalemise määr (15–64aastaste inimeste hulgas) langes kolmel viimasel aastal ainult kahes riigis: Horvaatias ja Hispaanias, kusjuures mõlemal juhul oli langus –0,6 %, ületades tulemustabeli künnisväärtust, milleks on –0,2 %. Kokkuvõttes jõudis tööjõus osalemise määr 2018. aastal nii kogu ELis kui ka euroalal rekordiliselt kõrgele tasemele (vastavalt 73,7 % ja 73,4 % ehk umbes 3,5 ja 2,5 protsendipunkti üle kriisieelse näitaja), tulenedes peamiselt eakamate töötajate ja naiste aktiivsemast osalemisest tööturul.

Pikaajalise töötuse ja noorte töötuse näitajad paranesid rohkem kui ülejäänud tööturutulemused, kuid jäävad mitmes ELi liikmesriigis kõrgele tasemele. Pikaajaline töötus vähenes 2018. aastal kõigis liikmesriikides, kusjuures selle näitaja oli igal pool väiksem kui kolm aastat tagasi. Pikaajalise töötuse määr oli kõrgeim Kreekas (13,6 %), Hispaanias (6,4 %), Itaalias (6,2 %) ja Slovakkias (4 %), kuid langes võrreldes 2015. aastaga märkimisväärselt kõigis neis riikides, välja arvatud Itaalias (Hispaanias umbes 5 protsendipunkti, Kreekas 4,6 protsendipunkti ja Slovakkias 3,6 protsendipunkti). Noorte töötuse määr alanes kolme aasta jooksul kuni 2018. aastani kõigis liikmesriikides, langesdes

nende aastate jooksul vähemalt 10 protsendipunkti Hispaanias, Horvaatias, Küprosel, Portugalis ja Slovakkias. Hispaanias, Itaalias ja Kreekas ületab noorte töötuse määr siiski endiselt 30 %. Mittetöötavate ja mitteõppivate 15–24aastaste noorte (NEET-noorte) määr oli ELis 2018. aastal samas 9,6 %. Mitmes liikmesriigis (Bulgaarias, Hispaanias, Horvaatias, Itaalias, Kreekas, Küprosel ja Rumeenias) ületab see näitaja 12 %.

Vaesus ja sotsiaalne tõrjutus on veelgi vähenenud, kuid on mitmes liikmesriigis endiselt ulatuslik. Vaesuse või sotsiaalse tõrjutuse ohus olevate inimeste osakaal langes 2018. aastal ELis 21,9 %ni, mis on 2012. aasta tipptasemest⁴³ umbes 3 protsendipunkti väiksem. Kui enamiku riikide näitaja paranes kolme aasta jooksul kuni 2018. aastani, siis Eestis, Luksemburgis, Ühendkuningriigis ja Madalmaadel see suurenes, ehkki mõnel juhul (Madalmaades ja Luksemburgis) oli varasem tase suhteliselt madal. Vaesuse või sotsiaalse tõrjutuse ohus olevate inimeste osakaal on endiselt suurim Bulgaarias, kuigi olukord on oluliselt paranenud (ligi 39 %-lt 32,8 %-le). Talle järgnevad Rumeenia ja Kreeka, kelle mõlema näitaja on üle 30 %, ning Läti ja Leedu, kelle näitaja jääb sellele veidi alla. Vaesuse ja sotsiaalse tõrjutuse ohus olevate inimeste osakaal on väikseim Tšehhis (12,2 %), kellel järgnevad Sloveenia (16,2%), Slovakkia (16,3 %), Soome (16,5 %) ja Madalmaad (16,8 %). Osa vaesuse ja sotsiaalse tõrjutuse allnäitajaid läheb siiski nendest positiivsetest üldsuundumustest lahku, mis teeb teatavate ELi liikmesriikide puhul muret. Eelkõige võib täheldada järgmist:

- Viimaste aastate jooksul on suhtelise vaesuse määr kahes kolmandikus liikmesriikidest suurenenud. Kolme aasta suurim tõus toimus Luksemburgis (3 protsendipunkti), Ühendkuningriigis (2,3 protsendipunkti), Madalmaades (1,7 protsendipunkti) ja Belgias (1,5 protsendipunkti), märkimisväärne langus leidis aset Kreekas, Poolas, Portugalis ja Ungaris (kõikjal 2–3 protsendipunkti).
- Seevastu enamikus ELi liikmesriikides suur materiaalne puudus vähenes nii kolme aasta lõikes kui ka 2018. aastal. Bulgaarias langes näitaja kolme aasta jooksul koguni üle 13 protsendipunkti, kuid ka Horvaatias, Kreekas, Küprosel, Lätis, Maltal, Rumeenia ja Ungaris ulatus langus vähemalt 5 protsendipunktini.
- Lisaks tõi majanduse elavnemine enamikus ELi liikmesriikides kaasa väga väikese tööhõivega leibkondades elavate alla 60aastaste inimeste osakaalu vähenemise, kuid Luksemburgis ja Rootsis see näitaja suurenes kolme aasta jooksul kuni 2018. aastani ja Soomes jäi samale tasemele. Samal ajal kerkis 2018. aastal natuke palgavaesuse määr (9,5 %ni), mis püsib 2016. aasta rekordtaseme 9,6 % lähedal.

⁴³ Vaesuse või sotsiaalse tõrjutuse ohus olevana käsitakse inimest, kes vähemalt ühe näitaja alusel järgmisest kolmest on sotsiaalselt haavatav: 1) *suhtelise vaesuse määr*, mis kajastab rahalist vaesust võrreldes sissetulekute jaotumisega kogu riigi ulatuses ja seda väljendab nende inimeste osakaal, kelle ekvivalentnetosissetulek, mida on kohandatud leibkonna koosseisuga, jääb alla 60 % elanike mediaannetosissetulekust selles riigis; 2) *suur materiaalne puudus*, mis hõlmab vahendite puuduse näitajaid ja kajastab seda, et inimene ei saa endale lubada teatavaid konkreetset laadi väljaminekuid ja kogeb üheksast puudust väljendavast tegurist vähemalt nelja; 3) *kuulumine väga väikese tööhõivega leibkonda*: siia kuuluvad 0–59aastased inimesed, kes elavad leibkonnas, kus tööealised täiskasvanud (18–59aastased) on eelmisel aastal töötanud alla 20 % võimalikust tööajast. Nende näitajate aluseks olevad andmed kajastavad kindlaksmääratud 12 kuu pikkust vaatlusperioodi, milleks võib olla eelmine kalendri- või maksustamisaasta, mille kohta on olemas kõikide riikide andmed peale Ühendkuningriigi, kelle puhul on vaatlusperioodiks jooksev aasta, ja Iirimaa, kus uuring toimub pidevalt ja sissetulekuandmeid kogutakse viimase 12 kuu kohta.

4. KOKKUVÕTE PEAMISTEST PROBLEEMIDEST JA JÄRELEVALVEVAJADUS

Euroala tasakaalustamine on veel lõpule viimata, kuigi nii jooksevkonto puudu- kui ka ülejääke tuleks praeguses majandusolukorras kiiresti tasakaalustada ja sellest oleks kasu kõigile liikmesriikidele. Kuigi suur jooksevkonto puudujääk on enamikus euroala riikides kõrvaldatud, püsib neist mitmes suur ülejääk. Euroala kui terviku jooksevkonto positsioon on järk-järgult jõudnud ülejääki, kuid hakanud peamiselt ekspordinõudluse vähenemise tõttu pisut halvenema. Võlataseme tasakaalustamatuse kõrvaldamine on alanud, kuid mõnel euroala riigil on ikka veel suur negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringupositsioon, samal ajal kui teisel on suur positiivne positsioon, mis suureneb veelgi. Netovõlausaldajariikides on tööjõu ühikukulu kasvanud kiiremini kui netovõlgnikest riikides ning seega on olukord võrreldes finantskriisieelse ajaga muutunud vastupidiseks. See suundumus jätkub, kuid nõrgeneb võrreldes vahetult kriisile järgnenud aastatega, sest netovõlgnikest riikides on tööturu olukorra pingestumine tootlikkuse aeglasest arengust hoolimata kiirendanud palgatõusu, samal ajal kui netovõlausaldajariikides on palgatõus jäänud piiratuks, kuigi töötus on püsinud aastaid madalal tasemel. Jooksevkonto positsioonide sümmeetriline tasakaalustamine aitaks saada üle madalast inflatsioonist ja madalatest intressimääradest ning toetaks nominaalkasvu, soodustades seeläbi võlakooormuse vähendamist ja netovõlgnike positsioonide tasakaalustamist.

Üldiselt võttes esineb riske mitmes liikmesriigis, kuid nende põhjused ja ulatus on erinevad. Makromajanduslikku stabiilsust ohutavate tegurite kaalukus on liikmesriigiti väga erinev, sõltudes haavatavuse ja jätkusuutmatute suundumuste laadist ja ulatusest ning nende koostoimest ja -mõjust. Põhilised võimaliku tasakaalustamatuse allikad ja nende koosmõju võib kokku võtta järgmiselt.

- Mitu liikmesriiki on ikka veel haavatavad peamiselt mitme omavahel seotud teguri tõttu, mis tulenevad *võlataseme tasakaalustamatusest*. Selline olukord on iseloomulik riikidele, keda on tabanud tsüklilised laenubuumid ja -krahhid koos negatiivse mõjuga jooksevkontole, mõjutades omakorda pangandussektorit ja valitsemissektori võlga.
 - Kreeka ja Küprose puhul lisanduvad kõrgele võlatasemele ja suurele negatiivsele rahvusvahelisele netoinvesteeringupositsioonile ka finantssektori lahendamata probleemid. Küprosel on siiski viivislaenude ja kasumlikkuse osas märgata olukorra paranemist ning ka Kreekas on viivislaenude osakaal alates 2018. aastast kiiremini vähenenud, kuigi nende tase jääb väga kõrgeks. Lisaks on potentsiaalne majanduskasv Kreekas väike, kuid töötus suur, kuigi see väheneb.
 - Hispaanias, Horvaatias, Iirimaal ja Portugalis on samuti aja jooksul tekkinud kõrgest võlatasemest tingitud suuri ja omavahel seotud haavatavusi. Bulgaariat rõhub ettevõtete suure võlakooormuse ja finantssektori lahendamata probleemide koosmõju, millega tegelemiseks võetakse poliitilisi meetmeid. Eespool nimetatud riikides on võlataseme tasakaalustamatus nominaalkasvu tulemusena taandunud. Sellega on Iirimaal ja hiljuti ka Portugalis kaasnenud uus kiire eluasemehindade tõus, Hispaanias ja Portugalis tööjõu ühikukulu kasvu taastumine ja konkurentsivõime paigalseis, ning Bulgaarias tööjõu ühikukulu ulatuslik suurenemine.
- Mõnes liikmesriigis põhjustavad haavatavust peamiselt *valitsemissektori kõrge võlatase* ning *potentsiaalse SKP kasvu* ja *konkurentsivõimega* seotud probleemid. See kehtib eriti Itaalia puhul, kus haavatavus on muu hulgas seotud pangandussektori ja kõrge, kuigi kiiresti langeva viivislaenude tasemega, samal ajal kui tööturu tulemused on kehvad. Belgia ja Prantsusmaa peamine kitsaskoht on suur valitsemissektori võlg ja potentsiaalse majanduskasvu probleemid vähese konkurentsivõime tingimustes. Prantsusmaal kerkib niigi suhteliselt kõrge erasektori võlatase veelgi. Belgias on suhteliselt kõrge kodumajapidamiste võlatase, mis tõuseb jätkuvalt ja

millele lisandub eluasemete ülehindamise probleem. Välispositsioon on tugev, kuid viimasel ajal veidi nõrgenenud.

- Mõnes liikmesriigis on probleemiks *püsivalt suur jooksevkonto ülejääk*, mis annab erineval määral tunnistust sellest, et riigi investeeringud ja eratarbimine on majanduslikke põhinäitajaid arvestades põhjendamatult väikesed. See kehtib eelkõige Saksamaa ja Madalmaade kohta. Madalmaades esineb suure ülejäägi taustal kodumajapidamiste kõrge võlatase ja eluasemehindade kiire kasv. Hinnasurvet eluasemeturul on hiljuti täheldatud ka Saksamaal, kuid võlatase on riigis suhteliselt madal. Püsivalt suur ülejääk võib tähendada, et ei ole kasutatud ära võimalusi majanduskasvu ja kodumaiste investeeringute suurendamiseks, mis mõjutab kogu ülejäänud euroala, võttes ühtlasi arvesse, et inflatsioon on olnud pikka aega alla sihtmäära ja välisnõudlus väheneb.
- Mõne riigi puhul *osutavad hinna- või kulusuundumused võimalikule ülekuumenemisele, eelkõige eluaseme- ja tööturul*.
 - Rootsis ning vähemal määral Austrias, Luksemburgis, Taanis ja Ühendkuningriigis on eluasemehinnad hoolimata võimalikust ülehindamise lõhest viimastel aastatel pidevalt kasvanud ja ka kodumajapidamiste võlakoormus on märkimisväärne. Uuemad andmed osutavad sellele, et Rootsis on eluasemehinnad ja ülehindamine mõnevõrra vähenenud ning et mujal on hinnakasv aeglustunud, välja arvatud Luksemburgis. Viimasel ajal on eluasemehinnad kasvanud kiiremini Lätis, Slovakkias, Sloveenias, Tšehhis ja Ungaris, kuid nendes riikides on vähem märke ülehindamisest. Samal ajal on Slovakkia ja Tšehhi puhul täheldatud jätkuvat hüpoteeklaenude võtmist ja kodumajapidamiste võla suurenemist. Tundub, et Soomel ei ole probleeme eluasemehindade kiire tõusu ega võimaliku ülehindamisega, kuid kodumajapidamiste võlatase on kõrge ja tõuseb veelgi.
 - Eestis, Leedus, Lätis, Rumeenias, Slovakkias, Tšehhis ja Ungaris jätkub tööjõu ühikukulu suhteliselt kiire kasv, samal ajal kui hinnapõhine konkurentsivõime järk-järgult langeb. Ungaris on viimastel aastatel tööjõu ühikukulu kiire kasvuga kaasnenud jooksevkonto ülejäägi oluline vähenemine ja Slovakkias mõõdukas, kuid pidev jooksevkonto puudujääk. Rumeenias lisandub tööjõu ühikukulu pikaajalisele väga tugevale kasvule jooksevkonto puudujäägi jätkuv süvenemine ja ekspansiivne eelarvepoliitika.

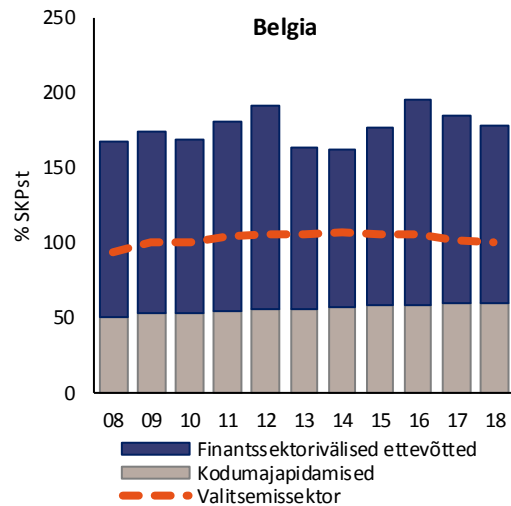
Kokkuvõttes tuleb koostada põhjalik analüüs 13 liikmesriigi kohta: Bulgaaria, Hispaania, Horvaatia, Iirimaa, Itaalia, Kreeka Küpros, Madalmaad, Portugal, Prantsusmaa, Rootsi, Rumeenia ja Saksamaa. Kõigi nende riikide kohta koostati ka eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames põhjalik analüüs, mille tulemused osutasid tasakaalustamatuse või ülemäärase tasakaalustamatuse olemasolule. Seekordsetes põhjalikes analüüsides analüüsitakse neid probleeme üksikasjalikumalt ja hinnatakse vajadust poliitikameetmete järele. Uue põhjaliku analüüsi eesmärk on eelkõige hinnata, kas väljaselgitatud tasakaalustamatus on süvenemas või leevenemas, ning sellele vastavalt esitatakse uus hinnang. Häiremehhhanismi aruandes osutatakse ka teistes liikmesriikides tekkida võivatele riskidele, mille puhul põhjaliku analüüsi koostamist ei peeta praeguste andmete põhjal vajalikuks, kuid mida tuleb tähelepanelikult jälgida, eelkõige järgmiste riigipõhiste aruanne raames. Riskid tulenevad eelkõige suundumustest, mis on seotud konkurentsivõimega (Eesti, Leedu, Läti, Slovakkia, Tšehhi ja Ungari) ning eluasemehindade, eluasemeturu ja kodumajapidamiste võlaga (Austria, Belgia, Luksemburg, Slovakkia, Sloveenia, Soome, Taani, Tšehhi, Ungari ja Ühendkuningriik).

5. TASAKAALUSTAMATUS, RISKID JA KOHANDAMINE: MÄRKUSED IGA LIIKMESRIIGI KOHTA

Belgia. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Belgias *makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud*. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt reaalse tegeliku vahetuskursi muutus ning erasektori ja valitsemissektori võlg, soovituslikku künnisväärtust.

Jooksevkonto oli 2018. aastal veidi puudujäägis, kuid samal ajal püsis suur positiivne rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon. Tootlikkus kasvas vähe, kuid tööjõu ühikukulu eriti ei suurenenud, sest palgakasv on jäänud mõõdukaks. Reaalne tegelik vahetuskurss on kolme aasta lõikes veelgi tugevnenud ja ületas künnist, kuigi ainult ühe aasta lõikes oli muutus tagasihoidlik. Ekspordi turuosa püsib üldiselt stabiilne. Ettevõtete võla suhe SKPsse on kõrge, kuid langeb; seejuures paisutab võlanäitajaid laiaulatuslik piiriülene kontsernisisene laenamine. Kodumajapidamiste võlakoormus, mis tuleneb enamasti hüpoteeklaenudest, on suhteliselt suur ja kasvab, samal ajal kui eluaseme reaalhinnad on viimastel aastatel mõõdukas tempos üha tõusnud ja on märke võimalikust ülehindamisest. Valitsemissektori võlg on suur ja väheneb üksnes vähehaaval. Töökohtade arv suurenes jätkuvalt ja töötuse määr langes rekordiliselt madalale tasemele. Tööjõus osalemise määr on madal.

Joonis A1. Võlatase majandussektore järgi



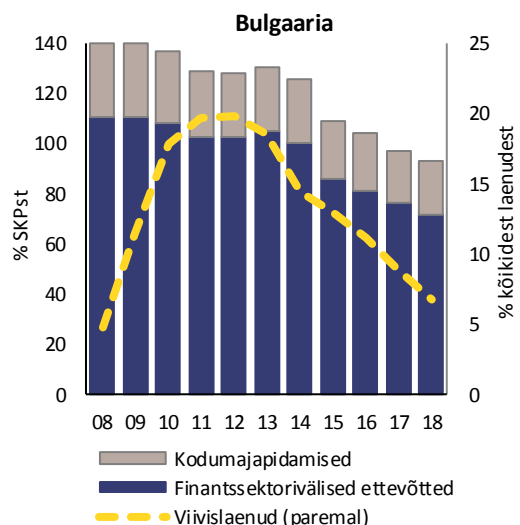
Allikas: Eurostat

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis valitsemissektori ning ka erasektori võlakoormusega seonduvaid probleeme, kuid riskid on endiselt mõõdukad. Seepärast ei tee komisjon praegu makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Bulgaaria. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Bulgaarias esineb *tasakaalustamatus*, mis on eelkõige seotud finantssektori haavatavuse ning ettevõtlussektori suure võlakoormuse ja viivislaenudega. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon ja nominaalse tööjõu ühikukulu kasv, soovituslikku künnisväärtust.

Majanduse välispositsioon tugevnes veelgi seoses jooksevkonto ülejäägi suurenemise ja negatiivse rahvusvahelise netoinvesteeringispositsiooni kiire paranemisega, mis läheneb künnisele. Kuigi ekspordi turuosa on jätkuvalt suurenenud, on tööturu pingeline olukord ja oskuste nappus kiirendanud palgakasvu. Seetõttu ületab tööjõu ühikukulu kasv märkimisväärselt künnist, mida tuleks tähelepanelikult jälgida. Soodsate majandus- ja rahandustingimuste tulemusena paranesid kogu pangandussektori omavahendite ja likviidsuse suhtarvud. Laenumaht kasvab jõudsalt ja seda rahastatakse täielikult hoiusebaasi laienemise arvelt. Viivislaenude osakaal aina kahaneb, kuid

Joonis A2. Erasektori võlg ja viivislaenu



Allikas: Eurostat ja EKP

Viivislaenude osakaal aina kahaneb, kuid

püsib finantssektoriväliste ettevõtete ja kodumaiste pankade puhul ikka veel suhteliselt suur. Pankade ja pangandusvälise sektori järelevalve tugevdamiseks on kehtestatud või kehtestamisel hulk meetmeid. Teatavate pankade kapitalipuudujäägi ja kindlustussektori lahendamata probleemide tõttu esineb siiski endiselt mõningaid raskusi ja haavatavust. Ettevõtete võlakoormus on jätkuvalt suur, kuigi see on oluliselt vähenenud. Valitsemissektori võlatase on madal ja langeb veelgi. Eluasemehinnad tõusevad endiselt, kuid aeglasemas tempos ja kooskõlas põhinäitajatega. Hüpoteeklaenude andmine ja ehituslubade väljastamine on järsult hoogustunud, mistõttu sellealaseid suundumusi tuleb tulevikus tähelepanelikult jälgida. Töötuse määr langes väga madalale tasemele ja tööjõus osalemise määr tõuseb, kuigi see on suhteliselt madal.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis finantssektori püsiva haavatavusega seonduvaid probleeme. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud tasakaalustamatust, tuleks analüüsida tasakaalustamatuse püsimist või selle korrigeerimist.

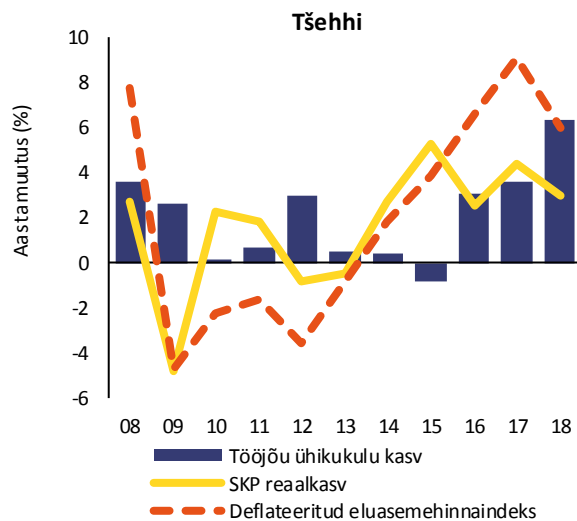
Tšehhi. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Tšehhis makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt reaalne tegelik vahetuskurss ning nominaalse tööjõu ühikukulu ja eluaseme reaalhinnade kasv, soovituslikku künnisväärtust.

Jooksevkonto on väikeses ülejäägis, kuid see väheneb, samal ajal kui negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon paraneb jätkuvalt. 2017. aasta aprillis lõppes vahetuskursikohustuse tähtaeg, mis tõi kaasa reaalse tegeliku vahetuskursi tugevnemise, eriti 2018. aastal. Nominaalne tööjõu ühikukulu on kiire palgakasvu ja terava tööjõupuuduse tõttu märkimisväärselt suurenenud, kuid peaks tulevikus kasvama aeglasemalt. Ekspordi turuosa on seni kasvanud. Samal ajal ohustavad riiki kaubanduspoliitilisest keskkonnast ja võimalikest üleilmsete väärtusahelate häiretest tulenevad riskid.

Eluaseme reaalhinnad tõusid ka 2018. aastal kiiresti, kuigi aeglasemalt kui 2017. aastal. Seejuures on erasektori, sealhulgas kodumajapidamiste võlakoormus suhteliselt väike. Pangandussektor on väga tugev ja viivislaenusid on väga vähe. Valitsemissektori võlg kahaneb, kuna valitsemissektori eelarve on olnud alates 2016. aastast ülejäägis. Töötuse määr vähenes veelgi ja tööturu olukord püsib väga pingeline.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis konkurentsivõime ja eluasemeturul tekkinud survega seotud probleeme, kuid tundub, et riskid on üldiselt mõõdukad. Seepärast ei tee komisjon praegu makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Joonis A3. SKP, tööjõu ühikukulu ja eluasemehinnad



Allikas: Eurostat

Taani. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Taanis *makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud*. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt jooksevkonto saldo ja erasektori võlg, soovituslikku künnisväärtust.

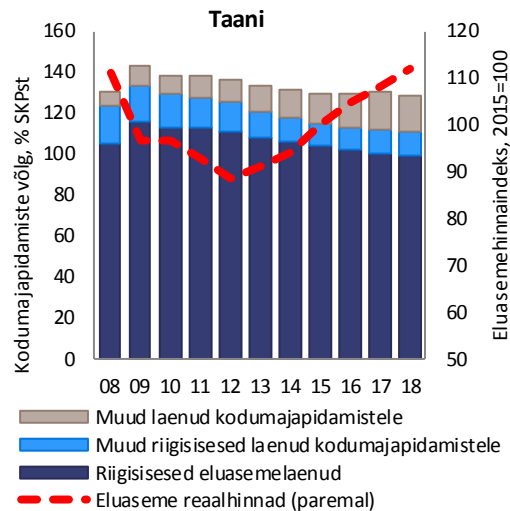
Jooksevkonto ülejääk on endiselt suur, kuigi see väheneb. Ülejääk on viimasel ajal vähenenud, sest ettevõtted on vähem säästnud ja suurendanud kodumaiseid investeeringuid. Järjestikuste ülejääkide tõttu on kujunenud suur positiivne rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon, mistõttu on tekkinud märkimisväärne positiivne esmane netotulu, mis omakorda suurendab jooksevkonto ülejääki. Tootlikkuse kasv on jäänud tagasihoidlikuks, mis avaldab survet kulupõhise konkurentsivõime näitajatele, ning ekspordi turuosa on veidi kahanenud. Kodumajapidamiste säästud suurenevad, sest neil tuleb vähendada oma võlakoormust ja riskantse laenuvõtmise piiramiseks on võetud makrotasandi usaldatavusmeetmeid. Samal ajal toetavad vähesed rahastamiskulud ja soodne maksukäsitlus endiselt võlakoormuse suurenemist. Tulemuseks on ELi kõrgeim kodumajapidamiste võla suhe SKPsse, kuigi on näha märke aeglasest langusest. Ettevõtete võlakoormus on siiski mõõdukaks. Eluaseme reaalhinnad tõusevad pidevalt, kuid mõõdukas tempos, kusjuures näitajad osutavad teatavale ülehindamisele. Jätub tööturu paranemine ja tööhõive kiire kasv. Valitsev laialdane tööjõupuudus on viimasel ajal järele andnud, leevendades survet palkade tõstmiseks.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis jooksevkonto ülejäägi, kodumajapidamiste võlakoormuse ja eluasemesektoriga seonduvaid probleeme, kuid tundub, et riskid on mõõdukad. Seepärast ei tee komisjon praegu makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Saksamaa. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Saksamaal esineb *makromajanduslik tasakaalustamatus*, mis on eelkõige seotud jooksevkonto ulatusliku ülejäägiga, mida põhjustab era- ja avaliku sektori säästmisega võrreldes tagasihoidlik investeerimine. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt jooksevkonto saldo, reaalne tegelik vahetuskurss ja valitsemissektori võlg, soovituslikku künnisväärtust.

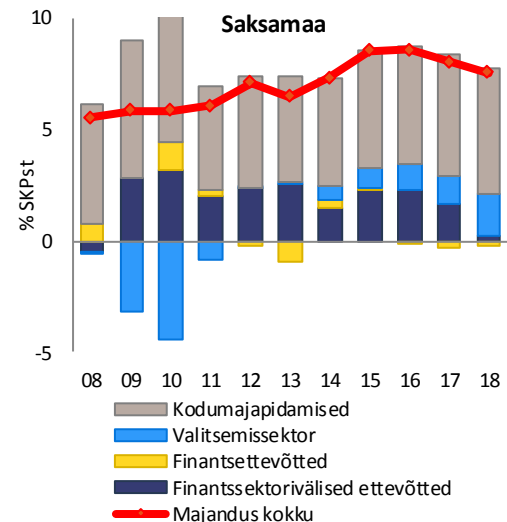
Jooksevkonto ülejääk on endiselt väga suur, kuigi 2018. aastal see veidi vähenes. Kuna väliskaubandus aeglustus, suurenes sisenõudluse osa majanduskasvus. Seetõttu prognoositakse, et jooksevkonto ülejääk väheneb veelgi, kuid püsib endiselt kõrgel tasemel, põhjustades juba niigi väga

Joonis A4. Kodumajapidamiste võlg ja eluasemehinnaindeks



Allikas: Eurostat ja EKP

Joonis A5. Netolaenuandmine ja -võtmine sektorite järgi



Allikas: Eurostat

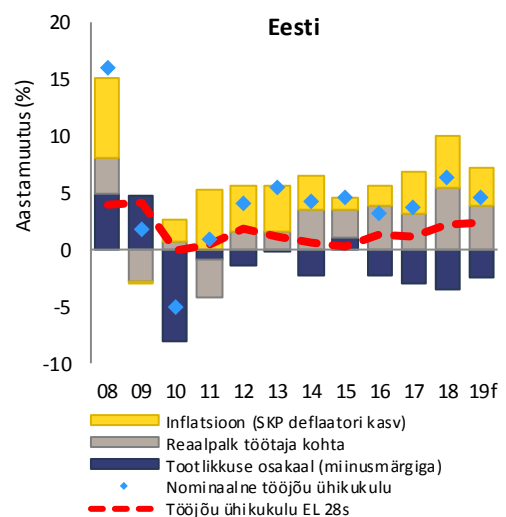
positiivse rahvusvahelise netoinvesteeringispositsiooni suurenemist. Tootlikkuse kesine kasv soodustas tööjõu ühikukulu suurenemist ja reaalne tegelik vahetuskurss tugevnes jätkuvalt. Nominaalhüvitise kasv on pingelise tööturu tingimustes kiirenud, muu hulgas ühekordsete poliitikameetmete tõttu, kuid peaks lähiajal muutuma taas mõõdukaks. Ekspordi kasv pidurdus 2018. aasta tunduvat, kuid sellega kaasnenud ekspordi turuosa vähenemine jäi aastases arvestuses piiratuks. Tähelepanu tuleb pöörata eluaseme reaalhindade kiirele kasvule ja ehituskulude suurenemisele, samuti piirkondlikele hinnaerinevustele ja eluaseme kättesaadavusele. Eluasemevaldkonna investeeringud suurenevad, kuid ei suuda endiselt rahuldada eluasemevajadust linnastutes. Laenumahu kasv järk-järgult kiireneb. Valitsemissektori võlg üha väheneb ja peaks 2019. aastaks langema alla künnise 60 % SKPst. Samal ajal püsib suur avaliku sektori investeeringute mahajäämus, kuigi investeeringud on mõnda aastat kasvanud. Töötus on tervikuna rekordiliselt madalal tasemel, sealhulgas noorte töötus ja pikaajaline töötus, ehkki tööturu olukorra edasine paranemine on seiskunud.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis probleeme, mis tulenevad sellest, et säästud ületavad järjekindlalt investeeringuid; see põhjustab suurt, kuigi tasapisi vähenevat jooksevkonto ülejääki, mis rõhutab edasise tasakaalustamise vajadust. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud tasakaalustamatust, tuleks analüüsida tasakaalustamatuse püsimist või selle korrigeerimist.

Eesti. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Eestis makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt reaalne tegelik vahetuskurss ja nominaalse tööjõu ühikukulu kasv, soovituslikku künnisväärtust.

Jooksevkonto on stabiilselt ülejäägis, samal ajal kui negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon paraneb. Reaalse tegeliku vahetuskursi tugevnemine kiirenes 2018. aastal, mistõttu see näitaja ületab künnisväärtust. Tööjõu ühikukulu kasv on samuti veelgi kiirenud, sest pingeline tööturg avaldab riigis survet hindadele ja palkadele, eriti avalikus sektoris. Ekspordi turuosa puhul on märgata väikest kumulatiivset kasvu. Avaliku ja erasektori laenuvõtmine ja võlakoormus on suhteliselt madalal tasemel. Seejuures on erasektori võlatase veelgi langenud, mis osutab jätkuvale võlakoormuse vähendamise suundumusele. Eluaseme reaalhindade kasv on muutunud taas mõõdukaks. Tööturu pingeline olukord tuleneb sellest, et töötuse määr on suhteliselt madal ja tööjõus osalemise määr ELi kontekstis väga kõrge.

Joonis A6. Tööjõu ühikukulu jaotus



Allikas: komisjoni talitused

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis nominaalse tööjõu ühikukulu ja reaalse tegeliku vahetuskursiga seotud probleeme, kuid tundub, et riskid on mõõdukad. Seepärast ei tee komisjon praegu makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Iirimaa. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Iirimaa esineb *makromajanduslik tasakaalustamatus*, mis seisneb eelkõige avaliku ja erasektori kõrges võlatasemes ning netoväliskohustustest tingitud haavatavuses. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon, valitsemis- ja erasektori võlg ning eluaseme reaalhindade kasv, soovituslikku künnisväärtust.

Kui 2017. aastal oli jooksevkonto üldiselt tasakaalus, siis 2018. aastal tekkis suur ülejääk. Ulatuslik muutus oli peamiselt tingitud hargmaiste ettevõtete tegevusest. Kohandatud jooksevkonto saldo kohaselt, mis kajastab riigisisest majandustegevust paremini, oli 2018. aasta ülejääk väiksem.

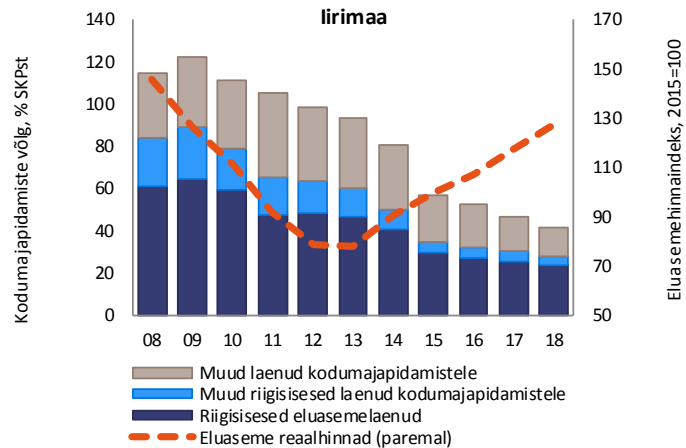
Rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon on endiselt väga negatiivne, muu hulgas riigis tegutsevate hargmaiste ettevõtete ja suure *offshore*-rahanduskeskuse tõttu, mille seos riigi majandusega on nõrk. Kuigi

kiire majanduskasvu taustal väheneb valitsemissektori võla suhe SKPse, on see endiselt kõrge. Erasektori võlg on endiselt väga suur, kuid väheneb pidevalt. Kodumajapidamiste võlakoormus väheneb ja Iirimaa ettevõtete osatähtsus Iirimaa pankade riskipositsioonis on vähenenud, mis annab tunnistust ettevõtete võlakoormuse vähenemisest. Eluaseme reaalhinnad kasvasid ka 2018. aastal, kuid oluliselt aeglasemas tempos. Eluasemehindade taskukohasusega on siiski endiselt probleeme. Viivislaenu osakaal on viimastel aastatel pidevalt kahanenud ja pangad on hästi kapitaliseeritud, kuid eraldiste tase on suhteliselt madal. Pankade kasumlikkus on küll endiselt tagasihoidlik, kuid paraneb vähehaaval. Töötuse määr langeb ja läheneb kriisieelsele tasemele.

Kokkuvõttes rõhutatakse tulemustabeli majandusanalüüsis probleeme, mis on seotud välispositsiooni volatiilsuse ning era- ja valitsemissektori võlatasemega, samuti eluasemeturuga. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud tasakaalustamatust, tuleks analüüsida tasakaalustamatuse püsimist või selle korrigeerimist.

Kreeka. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Kreekas esineb *ülemäärane makromajanduslik tasakaalustamatus*, mis on seotud eelkõige valitsemissektori kõrge võlataseme, negatiivse välispositsiooni ja viivislaenu suure osakaaluga olukorras, kus potentsiaalne majanduskasv on väike ja töötus suur, kuid väheneb. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon, valitsemissektori netovõlg ja töötuse määr, soovituslikku künnisväärtust.

Joonis A7. Kodumajapidamiste võlg ja eluasemehinnaindeks



Allikas: Eurostat ja EKP

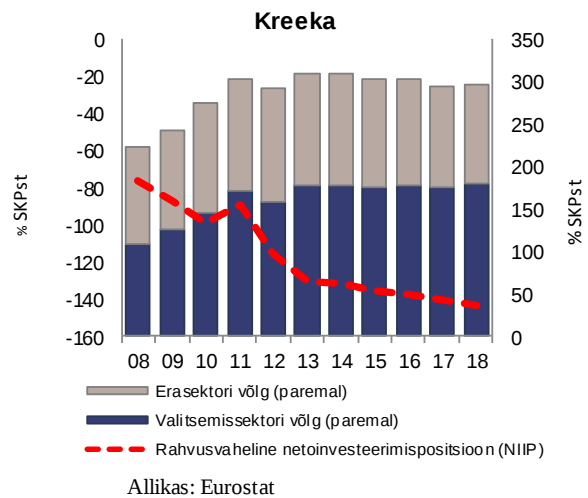
Kreeka väga negatiivne välispositsioon tuleneb peamiselt netovõlakohustustest, eriti valitsemissektori välisvõlast, mille tingimused on väga soodsad ja millest suur osa kuulub avaliku sektori võlausaldajatele. Ulatuslike netoväliskohustuste kiiremat vähendamist takistavad tagasihoidlik SKP nominaalkasv ja 2018. aastal suurenenud jooksevkonto puudujääk. Töövõljalikus jäi 2018. aastal samaks ja nominaalne tööjõu ühikukulu kasvas. Palgatõus tugevdas veelgi reaalset tegelikku vahetuskurssi, samal ajal kui ekspordi turuosa suurenes 2018. aastal teist aastat järjest. Valitsemissektori võlatase on väga kõrge, kuid peaks lähiaastatel järk-järgult langema, kusjuures võla jätkusuutlikkust toetavad 2018. aastal Euroopa partneritega kokku lepitud võlakergendusmeetmed. Eluaseme reaalhinnad hakkasid pärast kümneaastast langust 2018. aastal taas kasvama. Erasektori laenumaht väheneb, kuna võlakoormuse vähendamine jätkub, samas kui viivislaenude suur maht kahaneb aeglaselt. Töötus väheneb, kuid on endiselt väga suur, seda eelkõige noorte ja pikaajaliste töötute puhul.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis probleeme, mis on seotud suure valitsemissektori võla, negatiivse rahvusvahelise netoinvesteeringispositsiooni ja viivislaenude kõrge tasemega, võttes arvesse suurt töötust, aeglast tootlikkuse kasvu ja vähest investeeringut. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud ülemäärast tasakaalustamatust, tuleks põhjalikumalt analüüsida makromajanduslike riskide püsimist ja jälgida edusamme ülemäärase tasakaalustamatuse korrigeerimisel.

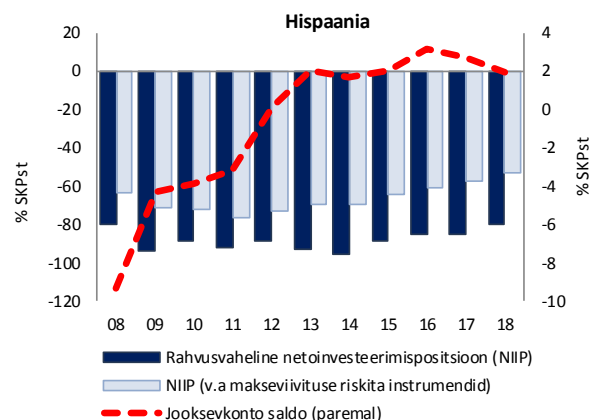
Hispaania. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Hispaanias esineb makromajanduslik tasakaalustamatus, mis on eelkõige seotud välis- ja sisevõla kõrge tasemega nii era- kui ka valitsemissektoris, kusjuures valitseb suur töötus. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon, era- ja valitsemissektori võla suhe SKPse ning töötus ja töajajõus osalemise määra langus, soovituslikku künnisväärtust.

Jooksevkonto on olnud pidevalt ülejäägis, kuigi 2018. aastal see vähenes. Rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon aina paraneb, kuid on endiselt väga negatiivne. Tootlikkuse kasv oli nullilähedane ja nominaalne tööjõu ühikukulu suurenes veidi. Konkurentsivõime on kriisile järgnenud ajal paranenud peamiselt tänu kulupõhise konkurentsivõime suhtelisele paranemisele. Kuigi ekspordinäitajad olid osaliselt ajutiste tegurite tõttu 2018. aastal nõrgemad, kasvab eksport mõõdukas tempos ja selle turuosa on jäänud üldiselt stabiilseks. Erasektori võlakoormus vähenes kogu 2018. aasta vältel, kuid seda tuleb veelgi vähendada.

Joonis A8. NIIP, erasektori võlg ja valitsemissektori võlg



Joonis A9. NIIP ja jooksevkonto saldo



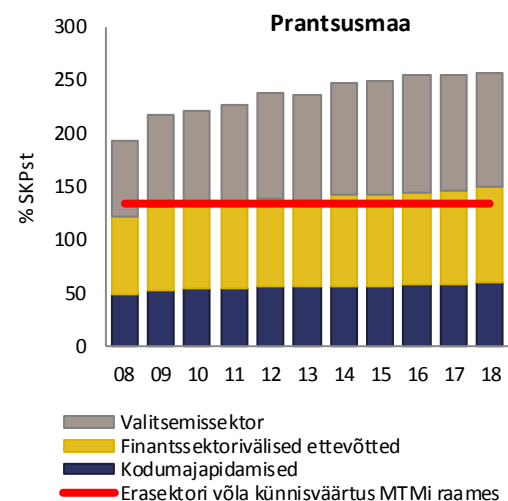
Ettevõtete võla suhe SKPsse langes veelgi, kuid aeglasemalt, sest laenumaht kasvas mõnevõrra. Kodumajapidamiste võla suhe SKPsse langes samuti, kuigi laenumaht hakkas 2018. aastal taas kasvama. Eluaseme reaalhinnad on üha kasvanud ja näib, et alahindamine on möödas. Viimastel aastatel on valitsemissektori eelarvepuudujääk vähenenud peamiselt tugeva majanduskasvu tõttu, kuid puudujäägi püsimine võimaldab endiselt kõrget valitsemissektori võla suhet SKPsse ainult aeglaselt langetada. Töötuse määr on kiiresti langenud, kuid on endiselt väga kõrge ja ületab kriisieelset taset, eriti noorte ja lihttöölise puhul.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis välise jätkusuutlikkuse ning era- ja valitsemissektori võlaga seonduvaid probleeme suure töötuse ja vähese tootlikkuse kasvu olukorras. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud tasakaalustamatust, tuleks analüüsida tasakaalustamatuse püsimist või selle korrigeerimist.

Prantsusmaa. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Prantsusmaal esineb ülemäärane makromajanduslik tasakaalustamatus, mis on eelkõige seotud valitsemissektori suure võla ja konkurentsivõime nõrkusega tootlikkuse vähese kasvu tingimustes. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt valitsemis- ja erasektori võlg, soovituslikku künnisväärtust.

Jooksevkonto on stabiilselt mõnevõrra puudujäägis ja rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon kergelt negatiivne. Ekspordi turuosa püsis 2018. aastal samal tasemel, nii aastases võrdluses kui ka viie aasta muutust kajastava näitaja põhjal. Kuigi tööviljakuse kasv on nõrk, suurenes tööjõu ühikukulu üksnes mõõdukalt ja vähem kui euroalal keskmiselt. Valitsemissektori võlg stabiliseerus 2018. aastal rekordiliselt kõrgel tasemel, mistõttu eelarvevõimalused tulevastele šokkidele reageerimiseks on piiratud. Kuna erasektori laenumaht kasvas üsna hoogsalt, tõusis mõnevõrra erasektori võla suhe SKPsse, mis oli juba varem kõrge. Finantssektoriväliste ettevõtete võlakooormus oli suurem, kui võiks eeldada põhinäitajate alusel; samas kodumajapidamiste võlg oli mõõdukam. Eluaseme reaalhinnad on viimastel aastatel pidevalt, ehkki mõõdukas tempos kasvanud ja endiselt on märke võimalikust ülehindamisest. Pangandussektor näib tugev, kuid nii valitsemis- kui ka erasektori võla kõrge tase võib põhjustada riske. Lisaks võivad püsivalt madalad intressimäärad vähendada pankade kasumlikkust. Töötuse määr on veelgi langenud ja jääb nüüd alla künnisväärtuse. Samuti on paranenud pikaajalise ja noorte töötuse näitajad.

Joonis A10. Võlatase majandussektorite järgi



Allikas: Eurostat

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis suure võlakooormuse ja nõrga, kuid stabiliseerunud konkurentsivõimega seonduvaid probleeme vähese tootlikkuse kasvu tingimustes. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud tasakaalustamatust, tuleks analüüsida tasakaalustamatuse püsimist või selle korrigeerimist.

Horvaatia. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Horvaatias esineb *makromajanduslik tasakaalustamatus*, mis tuleneb valitsemissektori, erasektori ja välisvõla kõrge tasemest olukorras, kus potentsiaalne majanduskasv on väike. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon, valitsemissektori võlg, töötuse määr ja tööjõus osalemise määra langus, soovituslikku künnisväärtust.

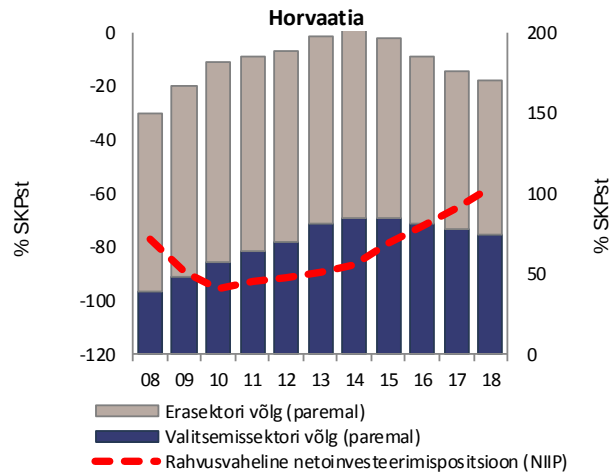
Negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon on tänu jooksevkonto püsivale ülejäägile oluliselt paranenud, kuid endiselt suur. Tööjõu ühikukulu hakkas 2018. aastal suurenema, kuna tööviljakuse kasv oli väga väike. Ekspordi turuosa on alates 2013. aastast pidevalt kasvanud, kuid see suundumus aeglustub. Valitsemissektori võlatase on kõrge, kuid langeb tänu veidi ülejäägis eelarvele. Kodumajapidamiste ja ettevõtete võlakoormus väheneb, kuid on endiselt suhteliselt suur. Suur osa võlast on nomineeritud välisvaluutas, mis põhjustab vahetuskursiriski. Kuigi laenumahu tagasihoidlik kasv aitab kaasa erasektori võlakoormuse vähendamisele, tekitavad kodumajapidamiste üldotstarbelised tarbimislaenud muret. Samal ajal rõhuvad finantssektorit viivislaenude suur osakaal, mis küll kahaneb, ja teatav valuutarisk. Töötuse määr on kiiresti langenud, kuid jääb endiselt üsna kõrgeks. Tööjõus osalemise määr on püsivalt madal, samal ajal kui tööealine elanikkond väheneb. Kuna ka tootlikkuse kasv on väike, pärsib see potentsiaalset majanduskasvu, eriti järelejõudva majandusega riigi puhul.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis väliskohustuste, era- ja valitsemissektori võla ning viivislaenude suure osakaaluga seonduvaid probleeme jätkuvalt suure töötuse ja väheste tootlikkuse kasvu tingimustes. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud tasakaalustamatust, tuleks analüüsida tasakaalustamatuse püsimist või selle korrigeerimist.

Itaalia. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Itaalias esineb *ülemäärane makromajanduslik tasakaalustamatus*, mis on eelkõige seotud valitsemissektori võla väga kõrge tasemest ja tootlikkuse pikaajalisest nõrgast kasvust tulenevate riskidega olukorras, kus viivislaenude ja töötuse tase on endiselt kõrge. Ajakohastatud tulemustabelis ületavad valitsemissektori võlg ja töötuse määr endiselt soovituslikku künnisväärtust.

Välispositsioon on stabiilne, sest rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon on peaaegu tasakaalus ja jooksevkonto ülejäägis. Jooksevkonto ülejääk on osaliselt seotud tagasihoidliku sisenõudluse ja aeglase palgakasvuga. Tootlikkuse arengus valitsev paigalseis pärsib mittekulupõhelist konkurentsivõimet ja potentsiaalset SKP kasvu, mis omakorda takistavad valitsemissektori võlakoormuse vähendamist. Tootlikkuse nõrk kasv on tingitud investeeringute ja innovatsiooni madalast tasemest, ebasoodsast ettevõtluskeskkonnast, rahastamispiirangutest, kvalifitseeritud töötajate puudusest ja valdkondlikest muutustest. Tööjõu ühikukulu kasvab mõõdukalt ja ekspordi turuosa püsib üldiselt stabiilne. Valitsemissektori võla suhe SKPsse tõusis 2018. aastal ja on oht, et kehvade majandusväljavaadete ja

Joonis A11. NIIP, erasektori võlg ja valitsemissektori võlg



Allikas: Eurostat

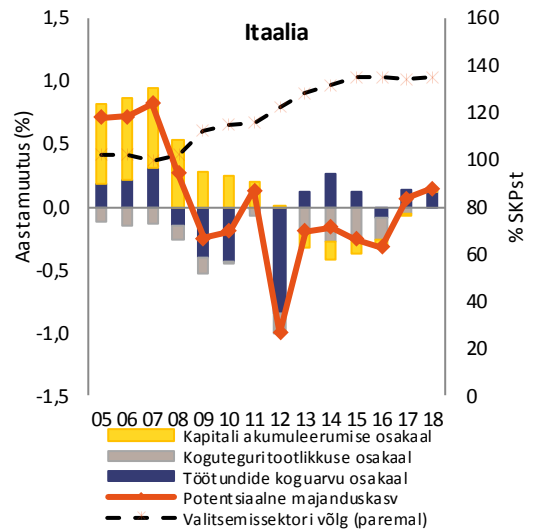
halvneva esmase eelarvepositsiooni tõttu tõuseb see näitaja 2019. aastal veelgi. Hea märk on see, et riigivõlakirjade tootlus on oluliselt vähenenud. Pankade bilansi parandamisel on tehtud suuri edusamme, sest viivislaenude tase on langenud, kuid laenuandmine finantssektorivälistele ettevõtetele on endiselt nõrk. Finantssektor on jätkuvalt haavatav, eelkõige väikeste ja keskmise suurusega pankade puhul, kelle varasemast ajast pärit viivislaenude tase on kõrge ja keda riigivõlakirjadest tulenev risk ohustab rohkem kui suuri panku. Tööhõivenäitajad on arenenud positiivselt. Töötuse määr on siiski endiselt kõrge, eriti noorte ja pikaajaliste töötute puhul, ning tööjõus osalemise määr madal, eriti naiste puhul, mis ohustab tulevikus tööalast konkurentsivõimet ja majanduskasvu.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis valitsemissektori võla kõrge tasemest, tootlikkuse nõrgast kasvust, tööjõuturu tulemustest ja pangandussektori haavatavusest tulenevaid probleeme, sest need pärsvad potentsiaalset majanduskasvu, mis omakorda takistab valitsemissektori võlakoormuse vähendamist. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud ülemäärase tasakaalustamatuse olemasolu, tuleks põhjalikumalt analüüsida makromajanduslike riskide püsimist ja jälgida edusamme ülemäärase tasakaalustamatuse korregerimisel.

Küpros. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Küprosel esineb ülemäärane makromajanduslik tasakaalustamatus, mis on eelkõige seotud viivislaenude suure osakaalu ning era- ja valitsemissektori võla ja välisvõla kõrge tasemega olukorras, kus töötus on endiselt suhteliselt suur ja potentsiaalne majanduskasv väike. Ajakohastatud tulemustabelis ületavad mitu näitajat, nimelt jooksevkonto saldo, rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon, valitsemis- ja erasektori võlg ning töötuse määr, soovituslikku künnisväärtust.

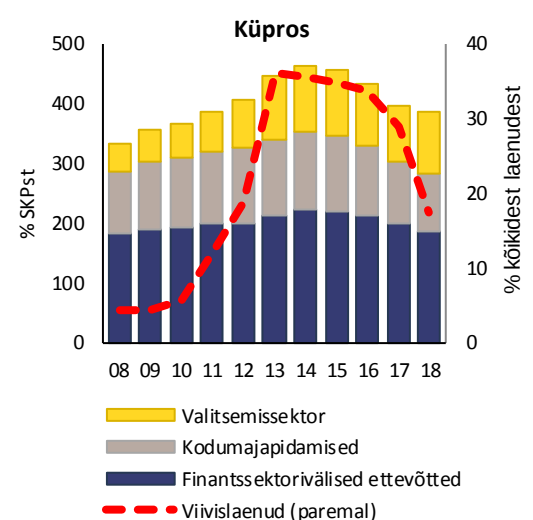
Jooksevkonto oli 2018. aastal suures puudujäägis, sest sisenõudlus oli tugev ja kodumajapidamiste säästud vähenesid. Selline jooksevkonto areng ei toeta usaldusväärse rahvusvahelise netoinvesteeringispositsiooni saavutamist, isegi kui võtta arvesse eriotstarbeliste majandusüksuste olemasolu. Tööjõu ühikukulu kasvas 2018. aastal mõõdukalt ja ekspordi turuosa püsis üldiselt stabiilne. Erasektori võlatase on nii kodumajapidamiste kui ka ettevõtete puhul üks kõrgemaid ELis ning laenumahud üha kasvavad. Viivislaenude osakaal vähenes 2018. aastal pangandussektoris oluliselt, kuid jääb endiselt väga suureks. Riigi toetus Küprose ühistupanga müügile tingis 2018. aastal valitsemissektori võla suurenemise, kuid tegu oli ühekordse mõjuga. Tulevikus peaks valitsemissektori

Joonis A12. Potentsiaalne majanduskasv ja valitsemissektori võlg



Allikas: komisjoni talitused

Joonis A13. Võlg ja viivislaenud Küpros



Allikas: Eurostat ja EKP

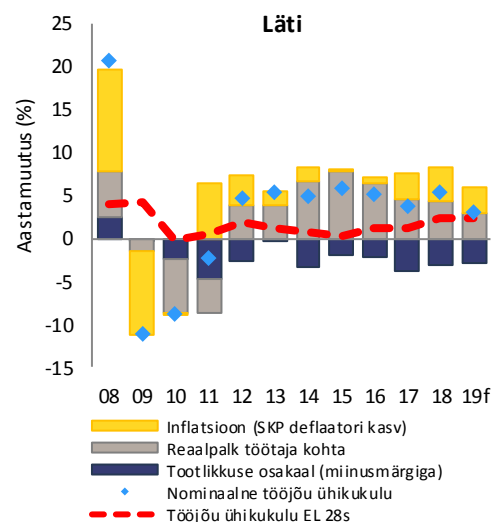
võlatase hakkama eelarve jätkuval toel jälle langema. Töötus väheneb pidevalt ja see suundumus peaks tugevast majanduskasvust tulenevalt jätkuma.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis välisvõla jätkusuutlikkuse, valitsemis- ja erasektori võla ning finantssektori haavatavusega seonduvaid probleeme. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud ülemäärase tasakaalustamatuse olemasolu, tuleks põhjalikumalt analüüsida makromajanduslike riskide püsimist ja jälgida edusamme ülemäärase tasakaalustamatuse korrigeerimisel.

Läti. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Lätis *makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud*. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon ning nominaalse tööjõu ühikukulu ja eluaseme reaalhindade kasv, soovituslikku künnisväärtust.

Jooksevkonto oli 2018. aastal jälle väikeses puudujäägis, kuid peamiselt valitsemissektori võlast ja välismaistest otseinvesteeringutest tulenev negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon paranes endiselt suhteliselt kiiresti. Kulupõhise konkurentsivõime näitajad näivad halvenevat, sest tööjõu ühikukulu kasvas püsiva palgatõusu tõttu ikka veel üsna hoogsalt ja reaalne tegelik vahetuskurss tugevnes. Tööjõu kahanemise tulemusena peaks palgasurve püsima. Ekspordi turuosa kasv on samas aeglustunud, kuigi kumulatiivne näitaja on jätkuvalt positiivne. Eluaseme reaalhinnad tõusevad ja see suundumus hoogustus mõnevõrra 2018. aastal, mistõttu turul tekkinud survet tuleb tähelepanelikult jälgida, kuigi selgeid märke eluasemete ülehinnamisest veel ei ole. Erasektori võlakooormus väheneb endiselt, sest laenumaht kasvab tagasihoidlikult, samal ajal kui valitsemissektori võlatase on madal ja langeb mõõdukalt. Tööturu näitajate puhul väheneb veelgi töötus ja paraneb jätkuvalt tööjõus osalemise määr.

Joonis A14. Tööjõu ühikukulu jaotus



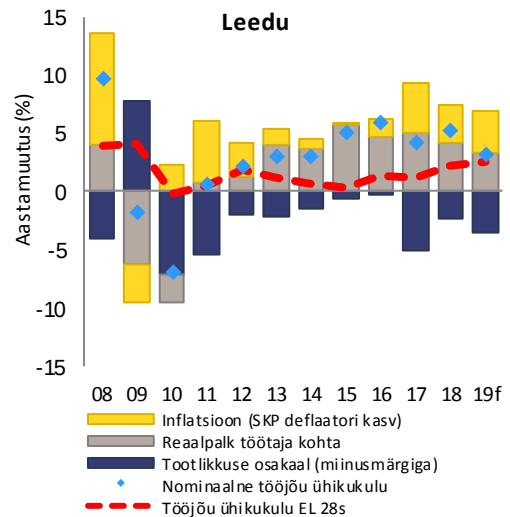
Allikas: komisjoni talitused

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis tööjõu pakkumise ja kulupõhise konkurentsivõimega seotud probleeme, kuid tundub, et riskid on mõõdukad. Seepärast ei tee komisjon praegu makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Leedu. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Leedus *makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud*. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt reaalne tegelik vahetuskurss ja nominaalse tööjõu ühikukulu kasv, soovituslikku künnisväärtust.

Jooksevkonto on üldiselt tasakaalus, samal ajal kui peamiselt valitsemissektori võlast ja välismaistest otseinvesteeringutest tulenev negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringuspositsioon on pidevalt paranenud ega ületa enam künnisväärtust. Tööjõu ühikukulu on kasvanud üsna tempokalt tingutuna kiirest palgakasvust, mis kajastab tööturu pingelist olukorda ja muid regulatiivseid muutusi, sealhulgas miinimumpalga suhteliselt kiiret kasvu alates 2016. aastast. Lisaks tugevnes 2018. aastal üsna kiiresti reaalne tegelik vahetuskurss, mistõttu see näitaja ületab künnisväärtust. Tulevikus näivad riskid siiski piiratud, sest nominaalpalga kasv muutub mõõdukamaks, samal ajal kui tootlikkus suureneb jõudsalt. Ekspordi turuosa kasvab püsivas tempos. Valitsemis- ja erasektori võlatase on jätkuvalt suhteliselt madal ja stabiilne, kusjuures laenumaht suureneb. Eluaseme reaalhinnad on märkimisväärselt tõusnud, kuid jäävad künnisväärtuse piiresse. Töötuse määr on endiselt madal.

Joonis A15. Tööjõu ühikukulu jaotus



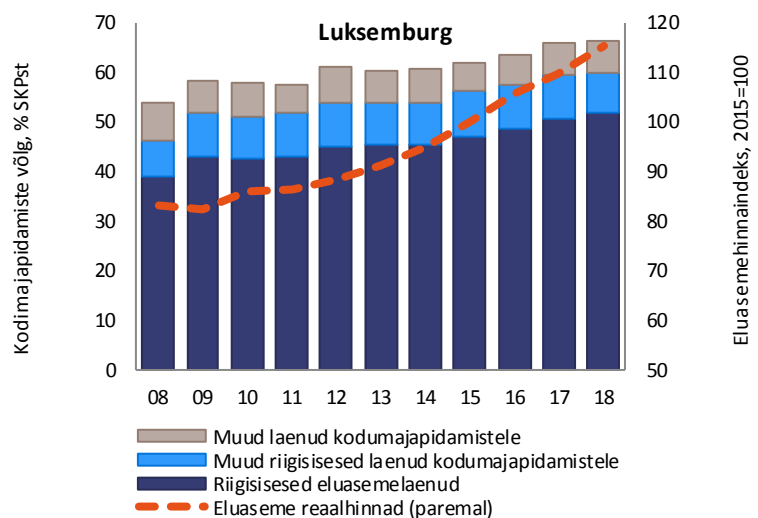
Allikas: komisjoni talitused

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis kulupõhise konkurentsivõimega seotud probleeme, kuid tundub, et riskid on mõõdukad. Seepärast ei tee komisjon praegu makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Luksemburg. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Luksemburgis *makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud*. Ajakohastatud tulemustabelis ületab erasektori võlg soovituslikku künnisväärtust.

Välispositsiooni toetavad üldiselt stabiilne jooksevkonto ülejääk ja positiivne rahvusvaheline netoinvesteeringuspositsioon. Ekspordi turuosa kumulatiivne kasv on vähenenud, kuna tööjõu ühikukulu on suhteliselt kiiresti kasvanud. Eluasemete reaalhinnad on mitu aastat järjest kiires tempos kasvanud ning seda tuleks tähelepanelikult jälgida. Eluasemehindade tõusu toetab dunaamiline tööturg, millele lisanduvad suur netoränne ja soodsad rahastamistingimused. Samal ajal on eluaseme pakkumine

Joonis A16. Kodumajapidamiste võlg ja eluasemehinnaindeks



Allikas: Eurostat ja EKP

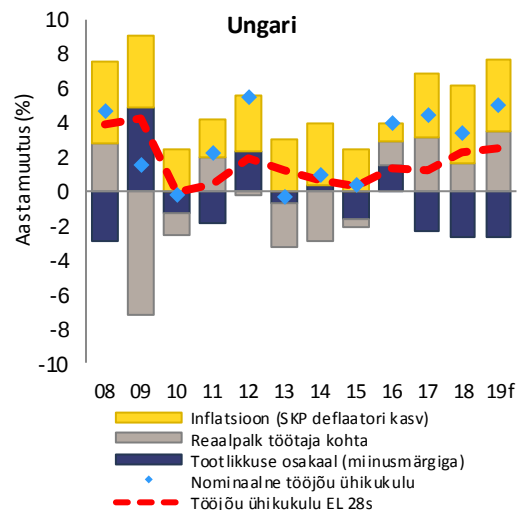
võrdlemisi piiratud. Ettevõtete võlakooormus on väga suur, kuid tuleneb peamiselt ettevõttesisestest piiriülestest laenudest. Kodumajapidamiste võlakooormus tuleneb peamiselt hüpoteeklaenudest ja on kerkinud seoses eluasemehindade tõusuga üsna kõrgele tasemele. Finantsstabiilsusele avalduvaid riske leevendab pangandussektori tugevus. Tööturu olukord on samuti kindel, sest luuakse palju uusi töökohti ja töötus püsib suhteliselt madalal tasemel. Valitsemissektori võlg on jätkuvalt väga väike.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis eluasemehindade tõusu ja kodumajapidamiste võlaga seotud probleeme, kuid tundub, et riskid on mõõdukad. Seepärast ei tee komisjon praegu makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Ungari. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Ungaris *makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud*. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon, tööjõu ühikukulu ja eluaseme reaalhinnade kasv ning valitsemissektori võlg, soovituslikku künnisväärtust.

Negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon paraneb pidevalt, kuid jooksevkonto ülejääk väheneb hoogsalt impordikasvu tõttu. Sisenõudlusest tulenev surve tekitab riske, mida tuleb tähelepanelikult jälgida. Tööjõu ühikukulu on väga kiiresti kasvanud, sest tootlikkus ei suuda pidada sammu suure palgatõusuga, mida tingivad tööturu pingeline olukord ja haldusmeetmed. Nominaalse vahetuskursi järkjärguline nõrgenemine on seni leevendanud reaalse tegeliku vahetuskursi tugevnemist. Autotööstuses ja selle väärtusahelas tekkinud ajutised häired on siiski viimastel aastatel aeglustanud ekspordi turuosa kasvu ning pikemas perspektiivis võib selle sektori suur osakaal põhjustada riske. Eluaseme reaalhinnad kasvasid endiselt kiiresti. Laenuandmine suureneb, kuid varem kogunenud laenude tagasimaksmise tulemusena langeb jätkuvalt erasektori võla suhe SKPsse. Valitsemissektori võlg kahaneb visalt, sest viimastel aastatel on eelarvepoliitika olnud protsükliline. Töötus vähenes 2018. aastal veelgi, mistõttu tööturu olukord jääb pingeliseks.

Joonis A17. Tööjõu ühikukulu jaotus



Allikas: komisjoni talitused

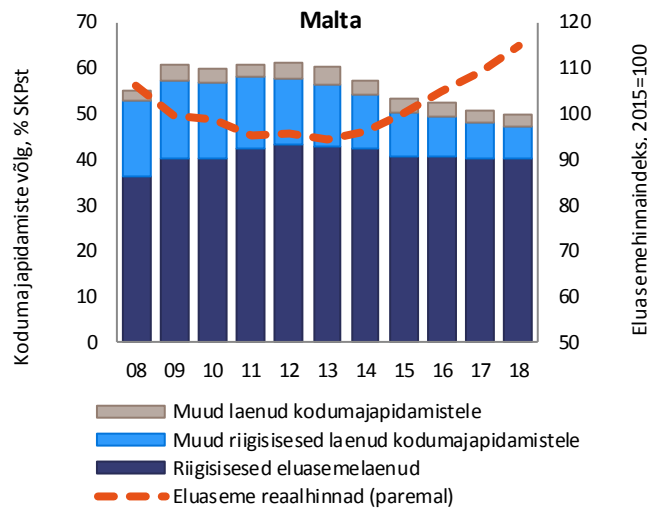
Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis tööjõu ühikukulu, eluasemeturu ja autotööstuse suurest osakaalust tuleneda võivate ohtudega seotud probleeme, kuid tundub, et riskid on mõõdukad. Seepärast jälgib komisjon olukorda, kuid ei pea praegu vajalikuks teha makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Malta. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Maltal *makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud*. Ajakohastatud tulemustabelis ületab jooksevkonto ülejääk soovituslikku künnisväärtust.

Jooksevkonto ülejääk oli 2018. aastal sarnaselt 2017. aastaga väga suur. Rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon halvenes pisut, kuid jäi selgelt positiivseks. See tuleneb riigis tegutsevatest rahvusvahelise suunitlusega finantsettevõtetest ja internetimänguplatvormidest. Nominaalne tööjõu ühikukulu suureneb jätkuvalt mõõdukas tempos, mida tingib peamiselt mõõdukas palgakasv. Reaalne tegelik vahetuskurss tugevnes veidi. Erasektori võlakoorumus vähenes ka 2018. aastal, mida toetas peamiselt SKP tugev nominaalkasv. Kui finantssektoriväliste ettevõtete puhul laenumaht suureneb, siis kodumajapidamiste puhul jäi see kuni 2018. aastani üldiselt stabiilseks. Valitsemissektori võla suhe SKPsse langes veelgi. Eluasemehindade kasvutempo, mis oli seni olnud ühtlane, kiirenes 2018. aastal mõnevõrra, kuid veel ei ole selgeid märke ülehindamisest. Finantssektori kohustused vähenesid 2018. aastal ja pangandussektoris ei täheldata tänu olemasolevatele kapitalipuhvritele erilist haavatavust. Tööturu tulemused on endiselt head, kusjuures nii üldine kui ka pikaajaline töötus väheneb ja tööjõus osalemine kasvab.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis väga suurt jooksevkonto ülejääki ja suhteliselt kiiret eluasemehindade kasvu, kuid tundub, et esialgu on riskid mõõdukad. Seepärast ei pea komisjon praegu vajalikuks teha makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Joonis A18. **Kodumajapidamiste võlg ja eluasemehinnaindeks**



Allikas: Eurostat ja EKP

Madalmaad. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Madalmaades esineb *makromajanduslik tasakaalustamatus*, mis on eelkõige seotud kodumajapidamiste väga kõrge võlataseme ja jooksevkonto suure ülejäägiga. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt jooksevkonto saldo, erasektori laenukoormus ja eluaseme reaalhinnade kasv, soovituslikku künnisväärtust.

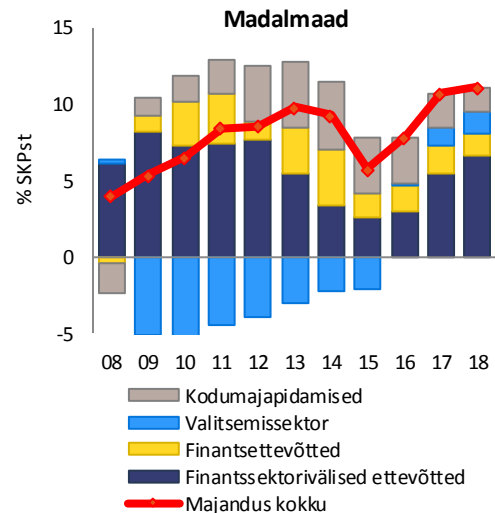
Jooksevkonto on väga suures ülejäägis, mistõttu see näitaja ületab selgelt tulemustabeli künnisväärtust. Ülejäägis on oma osa kõigil majandussektoritel – kodumajapidamistel, valitsemissektoril ja ettevõtetel. Viimastel aastatel on see peamiselt kasvanud finantssektoriväliste ettevõtete ülemääraste säästude tõttu, mis on tingitud ettevõtete suhteliselt suurest kasumlikkusest ja suhteliselt väikestest kodumaistest investeringutest. Tööjõu ühikukulu kasv on olnud piiratud, sest kuigi palgakasv on kiirenenud, püsib see mõõdukalt tasemel, samal ajal kui tootlikkus ei ole muutunud. Erasektori võla suhe SKPsse langeb järk-järgult, kuid ületab endiselt selgelt tulemustabeli künnisväärtust. Ettevõtete kõrge võlatase tuleneb peamiselt hargmaiste ettevõtete kontsernisisest võlast. Kodumajapidamiste võlakoormus on väga suur. Selle peamine põhjus on omanike kasutuses olevate elamute soodus maksukohtlemine ja üürituru ebaoptimaalne toimimine. Kuigi kodumajapidamiste võla suhe SKPsse langeb, kasvas 2018. aastal nominaalne laenumaht, sest juba niigi aktiivne eluasemeturg elavnes veelgi. Seetõttu ületas eluaseme reaalhinnade tõus 2018. aastal tulemustabeli künnisväärtust. Valitsemissektori võla suhe SKPsse on suhteliselt madal ja langeb veelgi. Tööhõive kiire kasvu tulemusena on vähenenud ka töötus.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis riigisisese ülemäärase säästmise ja eluasemeturust tuleneva kodumajapidamiste suure võlakoormusega seotud probleeme. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud tasakaalustamatust, tuleks analüüsida tasakaalustamatuse püsimist või selle korrigeerimist.

Austria. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluste käigus Austrias *makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud*. Ajakohastatud tulemustabelis ületab valitsemissektori võlg soovituslikku künnisväärtust.

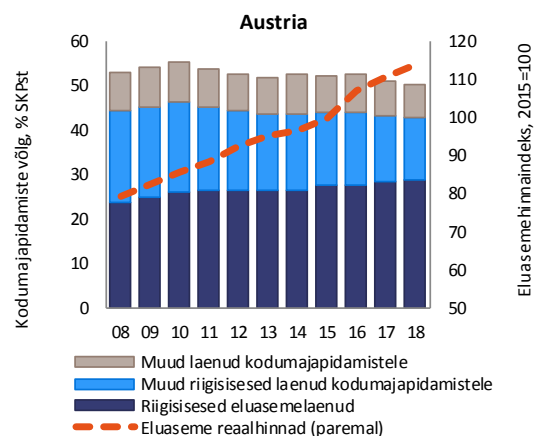
Jooksevkonto ülejääk oli 2018. aastal stabiilselt mõõdukalt tasemel ning rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon püsis kergelt positiivne. Ekspordi turuosa suurenes mõnevõrra. Tööjõu ühikukulu suurenes, sest palgad kasvasid tööviljakusest kiiremini, kuid tervikuna jäi muutus siiski suhteliselt mõõdukaks. Eluaseme reaalhinnade tõus jätkus, kuid selle tempo aeglustus veelgi. Kuigi

Joonis A19. *Netolaenuandmine ja -võtmine sektori järgi*



Allikas: Eurostat

Joonis A20. *Kodumajapidamiste võlg ja eluasemehinnaindeks*



Allikas: Eurostat ja EKP

hinnatõusu tuleb tähelepanelikult jälgida, ei näi selle põhjus olevat laenuandmine. Samas langeb endiselt ettevõtete ja kodumajapidamiste võla suhe SKPsse. Kiire majanduskasvu ja riigistatud finantsasutuste varade likvideerimise jätkumise tulemusena vähenes veelgi ka valitsemissektori võlg. Pangandussektori olukord paranes veelgi seoses naaberriikide majanduse elavnemisega. Soodsate majandustingimuste ja tugeva tööhõive kasvu toel vähenes töötus märkimisväärselt.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis eluasemeturuga seotud probleeme, kuid tundub, et riskid on mõõdukad. Seepärast ei pea komisjon praegu vajalikuks teha makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

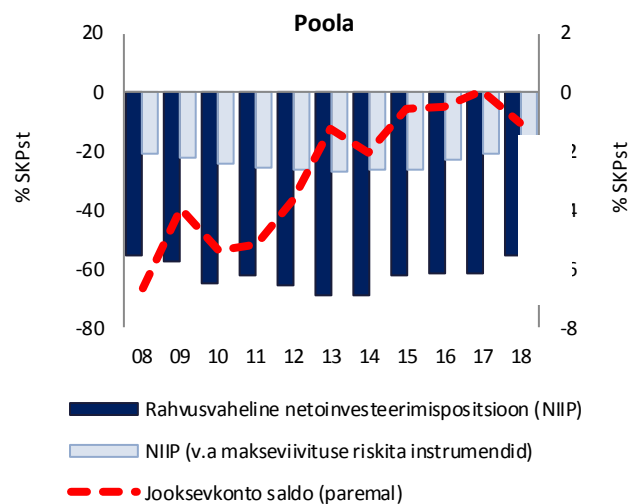
Poola. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Poolas makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud. Ajakohastatud tulemustabelis ületab rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon soovituslikku künnisväärtust.

Kui 2017. aastal oli jooksevkonto veidi ülejäägis, siis 2018. aastal tekkis väike puudujääk, samal ajal kui rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon paranes märgatavalt, kuid ületas endiselt künnisväärtust. Väline haavatavus on jätkuvalt piiratud, kuna suure osa väliskohustustest moodustavad välismaised otseinvesteeringud. Ekspordi turuosa kasvas 2018. aastal veelgi. Nominaalne tööjõu ühikukulu suurenes mõõdukalt, sest järsku palgakasvu tasakaalustas tootlikkuse kiire paranemine. Eluasemehinnad tõusid 2018. aastal künnisväärtuse lähedale, kuid ei ületanud seda siiski. Erasektori võla suhe SKPsse jäi 2018. aastal üldiselt stabiilseks. Valitsemissektori võla suhe SKPsse, mis oli

juba niigi üsna madal, langes SKP kiire nominaalkasvu ja valitsemissektori väikese nominaalse eelarvepuudujäägi koosmõjul veelgi. Pangandussektor on suhteliselt hästi kapitaliseeritud, likviidne ja kasumlik, kuigi jätkuvalt haavatav välisvaluutas nomineeritud laenude suure mahu tõttu, mis väheneb. Olukord tööturul oli endiselt soodne ning töötus langes väga madalale tasemele.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis rahvusvaheline netoinvesteeringu positsiooniga seotud probleeme, kuid tundub, et riskid on mõõdukad. Seepärast ei pea komisjon praegu vajalikuks teha makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Joonis A21. NIIP ja jooksevkonto saldo

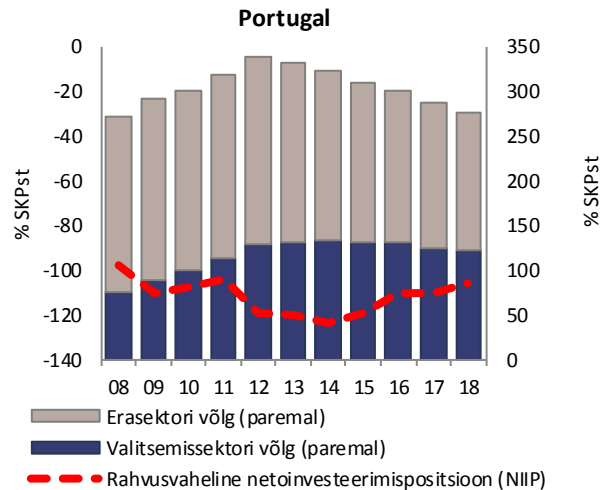


Allikas: komisjoni talitused

Portugal. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Portugalis esineb *makromajanduslik tasakaalustamatus*, mis on eelkõige seotud suurte väliskohustuste, era- ja valitsemissektori kõrge võlataseme ja viivislaenude suure osakaaluga tootlikkuse väheses kasvu tingimustes. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon, valitsemis- ja erasektori võlg ning eluaseme reaalhindade kasv, soovituslikku künnisväärtust.

Välispositsioon on haavatav, sest riigil on suur negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon ja selle kohandamine toimub väga aeglaselt, kusjuures jooksevkonto saldo on halvenenud. Hinnapõhine konkurentsivõime on viimastel aastatel tööjõu ühikukulu suurenemise tõttu natuke vähenenud, kuid ekspordi turuosa kasv jätkub, kuigi selle tempo aeglustub. Tööviljakus püsib madalal tasemel ja prognoositakse, et lähiaastatel paraneb see ainult mõnevõrra, mis raskendab järelejõudmist majanduslikult rohkem arenenud euroala riikidele. Erasektoris jätkub võlakoormuse vähendamine, kuid nii ettevõtete kui ka kodumajapidamiste võlatase on suhteliselt kõrge. Kuigi valitsemissektori

Joonis A22. *NIIP, erasektori võlg ja valitsemissektori võlg*



Allikas: Eurostat

võlatase on endiselt väga kõrge, peaks see ka edaspidi järk-järgult langema. Pangandussektori vastupidavus paraneb, sest viivislaenude osakaal vähenes 2017. ja 2018. aastal oluliselt, kuigi see tekitab ikka veel muret. Eluasemehindade jõuline kasv on veelgi hoogustunud, eriti nendes turusegmentides, mida mõjutab turismiga seotud tegevus. Hüpoteeklaenude maht püsib siiski stabiilsel tasemel ja ehitustegevus on tasapisi nõudlusele järele jõudmas. Tööturu olukord on veelgi paranenud ja töötuse määr jääb nüüd künnisväärtuse piiresse.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis võlataseme näitajate, eelkõige välisvõla ning avaliku ja erasektori võla ning pangandussektori haavatavuse ja aeglase tootlikkuse kasvuga seotud probleeme. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud tasakaalustamatust, tuleks analüüsida tasakaalustamatuse püsimist või selle korrigeerimist.

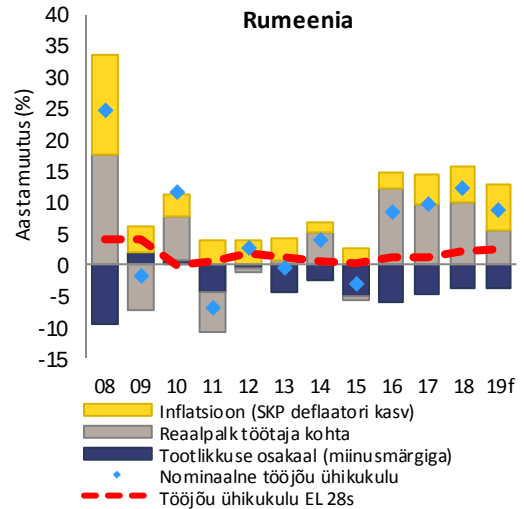
Rumeenia. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Rumeenias esineb *makromajanduslik tasakaalustamatus*, mis on seotud eelkõige kulupõhise konkurentsivõime võimaliku vähenemise, välispositsiooni jätkuva halvenemise ja finantsstabiilsust mõjutavate ohtudega. Ajakohastatud tulemustabelis ületab kaks näitajat, nimelt rahvusvaheline netoinvesteeringupositsioon ja nominaalse tööjõu ühikukulu kasv, soovituslikku künnisväärtust.

Suur jooksevkonto puudujääk kasvas 2018. aastal veelgi, sest imporditi palju ja ekspordi kasv aeglustus. Negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringupositsioon, mis tuleneb peamiselt välismaistest otseinvesteeringutest, paranes 2018. aastal tänu hoogsale SKP nominaalkasvule. Eksport oli tugev ka 2018. aastal ning ekspordi turuosa suurenes veelgi. Tööjõu ühikukulu kasvas 2018. aastal järsult, sest toimus märkimisväärne palgatõus, eriti avalikus sektoris. Varasema kogemuse põhjal võib oletada, et avaliku sektori palgakasv mõjutab tõenäoliselt ka erasektorit, mis võib põhjustada kulupõhise konkurentsivõime languse. Erasektori võlakoormus on väike ja vähenes veelgi, kuna laenuandmine erasektorile kasvas mõõdukalt. Ettevõtluskeskkonda kahjustavad sagedased ettearvamatud seadusmuudatused, mis võetakse pahatihti

vastu, ilma et hinnataks nende mõju või konsulteeritaks sidusrühmadega. Valitsemissektori võla suhe SKPsse on suhteliselt madal, kuid ei lange enam. Eluasemeturul aeglustus reaalhindade kasvutempo 2018. aastal veelgi ja jäi mõõdukale tasemele. Pankade kapitaliseeritus ja likviidsus on hea. Varasematest õigusaktidest finantsstabiilsusele tulenenud oht näib olevat vaibunud, kuid poliitika ja seadusandluse ebastabiilsus teeb endiselt muret. Töötuse määra alanemine 2018. aastal pingestas veelgi olukorda tööturul ning tööjõus osalemise määr paranes jätkuvalt, kuigi selle tase on väga madal.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis tööjõu ühikukulu suure kasvu ja välispositsiooni halvenemisega seotud probleeme. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud tasakaalustamatust, tuleks analüüsida tasakaalustamatuse püsimist või selle korrigeerimist.

Joonis A23. Tööjõu ühikukulu jaotus

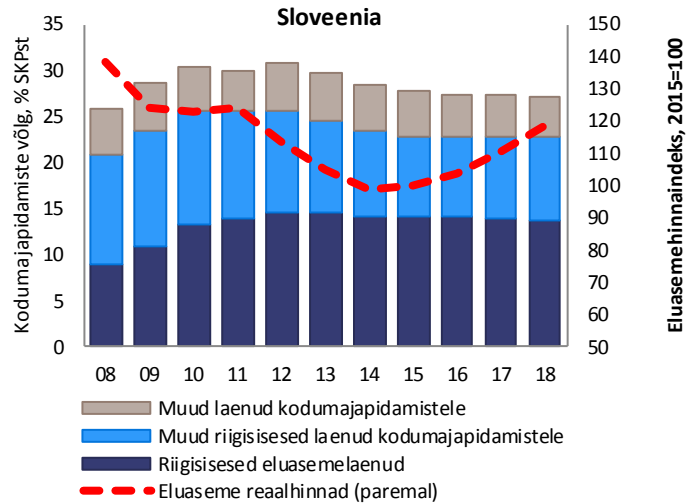


Allikas: komisjoni talitused

Sloveenia. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Sloveenias *makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud*. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt valitsemissektori võlg ja eluasemehindade kasv, soovituslikku künnisväärtust.

Jooksevkonto on jätkuvalt suures ülejäägis, mis aitab veelgi parandada negatiivset rahvusvahelist netoinvesteeringu positsiooni. Suhteliselt väike palgakasv ja tööviljakuse paranemine piiravad tööjõu ühikukulu suurenemist, samal ajal kui ekspordi turuosa kasvab jätkuvalt. Erasektori võlakoormus on suhteliselt väike ja kahaneb veelgi. Erasektori laenumaht hakkas 2017. aasta suurenema, kuid kasv on aeglane.

Joonis A24. **Kodumajapidamiste võlg ja eluasemehinnaindeks**



Allikas: Eurostat ja EKP

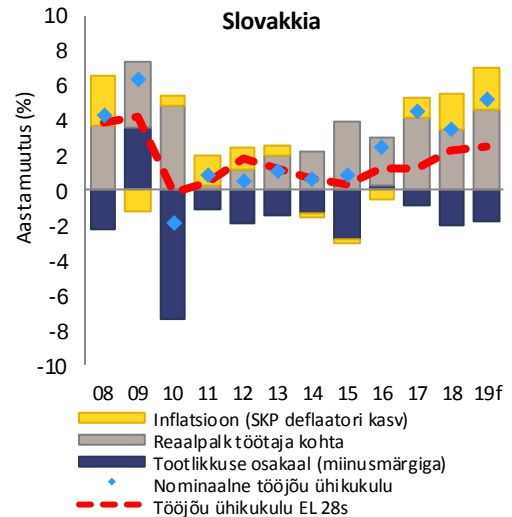
Investeeringute tase jääb alla ELi keskmise, eriti elamuehituse valdkonnas. Eluasemehinnad kasvavad ebapiisava pakkumise tingimustes endiselt kiiresti, mida tuleb tähelepanelikult jälgida. Valitsemissektori võla suhe SKPsse on kõrge, kuid see langeb kindlalt. Samal ajal ohustavad keskpikas ja pikemas perspektiivis eelarve jätkusuutlikkust rahvastiku vananemise prognoositavad kulud. Pangandussektor toimib stabiilselt ja viivislaenude osakaal väheneb jätkuvalt. Tööturu näitajate hulgas väheneb veelgi töötus ja tööjõus osalemise määr on jõudnud rekordiliselt kõrgele tasemele.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis eelkõige eelarve jätkusuutlikkuse ja eluasemehindade kasvuga seotud probleeme, kuid tundub, et esialgu on riskid mõõdukad. Seepärast ei pea komisjon praegu vajalikuks teha makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Slovakkia. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Slovakkias *makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud*. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon ja nominaalse tööjõu ühikukulu kasv, soovituslikku künnisväärtust.

Jooksevkonto puudujääk suurenes 2018. aastal natuke, kuid on endiselt mõõdukas. Suur negatiivne rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon püsib stabiilsel tasemel, samal ajal kui riskid on piiratud, pidades silmas autotööstuse laienemisest ja finantssektorist tulenevate välismaiste otseinvesteeringute suurt sissevoolu. Pikemas perspektiivis võivad ajutised häired autotööstuses ja selle sektori suur osakaal siiski põhjustada riske. Ekspordi turuosa suurenes mõnevõrra ja aastaid mõõdukalt tasemel püsinud reaalne tegelik vahetuskurss tugevnes veidi. Kuna tööturu olukord on väga pingeline ja valitseb suur tööjõupuudus, tõusid oluliselt palgad. Sellest tingituna kiirenes tunduvalt nominaalse tööjõu ühikukulu kasv, mis ületab nüüd künnisväärtust. Eluasemehinnad kasvasid 2018. aastal märgatavalt, kuid ülehindamisest ei ole veel märke. Erasektori võlakooormus on osaliselt eluasemeturu aktiivsuse tõttu pidevalt suurenenud, kuid oli seni suhteliselt väike. Suuremalt jaolt välisomandis olev pangandussektor on hästi kapitaliseeritud. Nii üldise töötuse määra kui ka pikaajalise töötuse määra jätkuv langus on aidanud kaasa tööjõus osalemise määra suurenemisele.

Joonis A25. Tööjõu ühikukulu jaotus



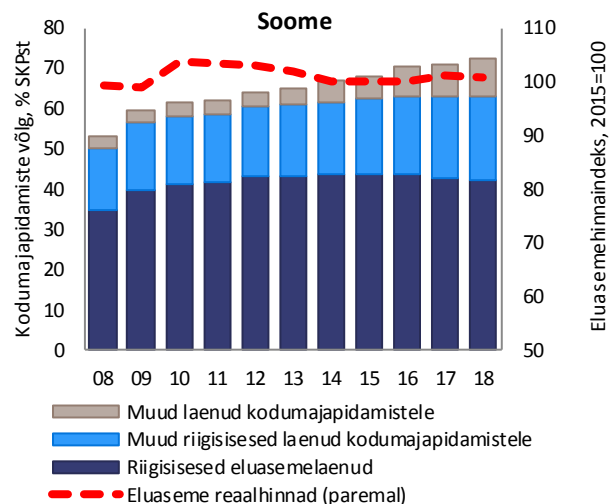
Allikas: komisjoni talitused

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis välise jätkusuutlikkuse, riigisisese palgasurve ja autotööstuse suurest osakaalust tuleneda võivate ohtudega seotud probleeme, kuid tundub, et riskid on mõõdukad. Seepärast ei tee komisjon praegu makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Soome. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Soomes *makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud*. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt erasektori võlg ja finantssektori kogukohustuste muutus, soovituslikku künnisväärtust.

Jooksevkonto puudujääk suurenes 2018. aastal, sest kaubandusbilanss pöördus negatiivseks, samal ajal kui rahvusvaheline netoinvesteeringu positsioon püsis tasakaalus. Ekspordi turuosa kasvas kolmandat aastat järjest, vähendades näitaja kumulatiivset langust. Tööjõu ühikukulu suurenes 2018. aastal ja reaalne tegelik vahetuskurss tugevnes veidi, kuid need suundumused on üldiselt mõõdukad. Kuna SKP kasvas valitsemissektori võlast kiiremini, vähenes viimane veelgi ja jääb nüüd künnisväärtuse piiresse. Erasektori võlakooormus on ikka veel

Joonis A26. Kodumajapidamiste võlg ja eluasemehinnaindeks



Allikas: Eurostat ja EKP

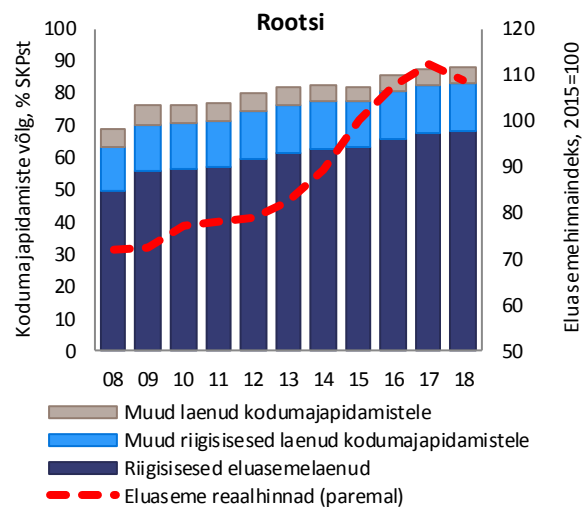
suur, kuid kahaneb vähehaaval. Kuigi soodsad laenutingimused ja madalad intressimäärad toetavad endiselt erasektori laenumahu kasvu, vähenes see 2018. aastal. Erasektori võla suhe SKPsse on suhteliselt kõrge ja kerkib tasapisi veelgi. Eluaseme reaalhinnad jäid 2018. aastal stabiilseks. Hüpoteeklaenude mahu aeglane kasv ja uute väljastatud ehituslubade arvu vähenemine kahandab kodumajapidamiste võla jätkusuutlikkusega seotud riske. Finantssektor on hästi kapitaliseeritud, mis piirab finantsstabiilsusriske. Pangandussektori koguvare ja -kohustuste maht suurenes 2018. aasta lõpus oluliselt, sest üks pank kolis oma peakorteri Rootsist Soome. Nii töötuse kui ka tööhõive näitajad paranesid 2018. aastal oluliselt, kuid edasised edusammud kulgevad ilmselt aeglasemalt. Ühtlasi langes 2018. aastal noorte ja pikaajalise töötuse määr.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis jätkuvalt erasektori võlakoormusega seotud probleeme, kuid tundub, et riskid on mõõdukad. Seepärast ei pea komisjon praegu vajalikuks teha makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Rootsi. 2019. aasta veebruaris jõudis komisjon järeldusele, et Rootsis esineb *makromajanduslik tasakaalustamatus*, mis on eelkõige seotud eluasemete väärtuse ülehindamisega olukorras, kus kodumajapidamiste võlg suureneb. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt erasektori võlakoormus ja ekspordi turuosa, soovituslikku künnisväärtust.

Jooksevkonto ülejääk vähenes 2018. aastal veelgi, samal ajal kui rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon paranes ja on nüüd selgelt positiivne. Ekspordi turuosa langus kiirenes 2018. aastal ja see näitaja ületab nüüd künnisväärtust. Nominaalse tööjõu ühikukulu kasv on hoogustunud, kuigi reaalne tegelik vahetuskurss on Rootsi krooni nõrgenemise tõttu nõrgenenud. Erasektori võlakoormus on suur, mille peamine põhjus on hüpoteeklaenudest tingitud kodumajapidamiste võlg. Kodumajapidamiste võlatase tõusis 2018. aastal natuke veelgi. Eluasemehinnad langesid 2017. aasta lõpus, aga jäid 2018. aastal samale tasemele, mille tulemusena need küll 2018. aasta arvestuses

Joonis A27. **Kodumajapidamiste võlg ja eluasemehinnaindeks**



Allikas: Eurostat ja EKP

tervikuna vähenesid, kuid jäävad üldiselt väga kõrgele tasemele, kusjuures on märke ülehindamisest. Eluasemehinnad ja kodumajapidamiste võlakoormus, mida suurendavad eluaseme omanike soodne maksukohtlemine, väga madalad hüpoteeklaenude intressimäärad, hüpoteeklaenuturu eripärad ja pakkumispoolega seotud piirangud, kujutavad endast ohtu makromajanduslikule stabiilsusele. Pangasüsteemi riskid tunduvad olevat mõõdukad, sest varade kvaliteet on endiselt kõrge ja kasumlikkus suur ning kodumajapidamised on üldiselt rahaliselt heas seisus. Sealjuures on muutunud rangemaks makrotasandi usaldatavusjärelevalve. Tööturu olukord paranes 2018. aastal veelgi ja töötus vähenes, kuid hiljutised suundumused osutavad olukorra halvenemisele.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis erasektori suure võla ja eluasemesektoriga seotud probleeme. Seepärast leiab komisjon, et võttes arvesse ka veebruaris kindlaks tehtud tasakaalustamatust, tuleks analüüsida tasakaalustamatuse püsimist või selle korrigeerimist.

Ühendkuningriik. Eelmise makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse käigus Ühendkuningriigis *makromajanduslikku tasakaalustamatust ei tuvastatud*. Ajakohastatud tulemustabelis ületab mitu näitajat, nimelt jooksevkonto puudujääk, reaalne tegelik vahetuskurss ning era- ja valitsemissektori võlg, soovituslikku künnisväärtust.

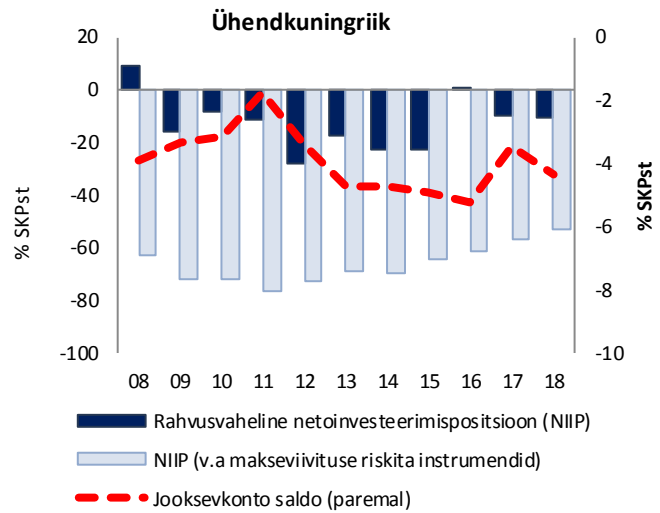
Jooksevkonto puudujääk oli juba varem suur, kuid kasvas 2018. aastal veelgi, tekitades ulatusliku vajaduse välisrahastamise järele. Kaubandusbilanss ning ülekannete ja investeringutega seotud tulubilanss olid negatiivsed, neist esimene rohkem, teine vähem. Positiivne teenuste bilanss tasakaalustas neid ainult osaliselt. Hoolimata püsivast maksebilansi puudujäägist on rahvusvaheline

netoinvesteeringu positsioon peaaegu tasakaalus, muu hulgas tänu sellele, et 2016. aastal nõrgenes Inglise naela kurss. Reaalse tegeliku vahetuskursi nõrgenemise ja sellega seotud

hinnapõhise konkurentsivõime paranemise netomõju kaubandusele on siiski valmistanud pettumuse, lisaks on viimasel ajal vähenenud ekspordi turuosa. Erasektori võlakoormust vähendati pärast kriisi mõnda aega, kuid võla suhe SKPsele püsib kõrge ja enam ei lange. Eelkõige tuleks tähelepanelikult jälgida kodumajapidamiste võlakoormust, mis on endiselt suur. Eluaseme reaalhindade kasv on peatunud, kuid nende tase jääb kõrgeks. Valitsemissektori võlg on suur ja üldiselt stabiilne. Jätkuva suure tööhõive kasvuga kaasnes madal töötuse määr, kuid investeringud ja tööviljakus on endiselt väikesed.

Kokkuvõttes rõhutatakse majandusanalüüsis teatavaid majanduse välisnäitajate ja erasektori võlaga seonduvaid probleeme, kuid tundub, et nendest tulenev oht finantsstabiilsusele on lühemas perspektiivis piiratud. Seepärast ei pea komisjon praegu vajalikuks teha makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse raames täiendavat põhjalikku analüüsi.

Joonis A28. NIIP ja jooksevkonto saldo



Allikas: komisjoni talitused

Tabel 1.1. Makromajandusliku tasakaalustamatus menetluse tulemustabel 2018

Aasta 2018	Välise tasakaalustamatus ja konkurentsivõime					Sisemine tasakaalustamatus						Tööhõivenäitajad ¹		
	Jooksevkonto - % SKPst (3 aasta keskmise)	Rahvus- vaheline neto- investeeringu- positsioon (% SKPst)	Reaalne tegelik vahetuskurs - 42 kaubandus- partnerit, THH deflaator (3 aasta muutus, %)	Eksporti turuosas - % maailma eksportidist (5 aasta muutus, %)	Nominaalne tööjõu ühikukulu (2010=100) (3 aasta muutus, %)	Eluaseme- hinnaindeks (2015=100), defla- teeritud (1 aasta muutus, %)	Erasektori krediidi- voog, konsoli- deeritud (% SKPst)	Erasektori võlg, konsoli- deeritud (% SKPst)	Valitsemis- sektori koguvõlg (% SKPst)	Töötuse määr (3 aasta keskmise)	Finants- sektori kohtustused kokku, konsoli- deerimata (1 aasta muutus, %)	Aktiivsuse määr - % aktiivsest rahvastikust vanuses 15-64 (3 aasta muutus (pp))	Pikaajalise töötuse määr - % aktiivsest rahvastikust vanuses 15-74 (3 aasta muutus (pp))	Noorte töötuse määr - % aktiivsest rahvastikust vanuses 15-24 (3 aasta muutus (pp))
Künnisväärtus	-4/6%	-35%	±5% (euroala) ±11% (mitteeuroala)	-6%	9% (euroala) 12% (mitteeuroala)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	0.3	41.3	6.9	-1.5	3.7	1.0	0.8	178.5	100.0	7.0b	-2.9	1.0	-1.5	-6.3
BG	4.0	-35.2	3.9	13.4	18.3p	4.5	3.9	95.0	22.3	6.3	6.8	2.2	-2.6	-8.9
CZ	1.2	=A1-23.5	11.0	11.9	13.5	6.1p	5.3	70.7	32.6	3.0	7.4	2.6	-1.7	-5.9
DK	7.5	48.5	2.6	-1.5	4.0	3.5	2.4	199.4	34.2	5.6	-4.7	0.9	-0.6	-1.6
DE	8.0	62.0	5.3	3.1	5.6	5.1	6.6	102.4	61.9	3.8	2.0	1.0	-0.6	-1.0
EE	2.1	-27.7	7.7	0.8	14.3	2.1	3.7	101.5	8.4	6.0	6.9	2.4	-1.1	-1.2
IE	2.3	-165.0	2.3	77.4	-2.8	8.3	-7.8	223.2	63.6	7.0	5.1	0.8	-3.2	-6.4
EL	-2.2	-143.3	3.6	6.9	1.4p	1.3e	-1.1p	115.3p	181.2	21.5	-5.0	0.4	-4.6	-9.9
ES	2.6	-80.4	4.1	4.6	0.7p	5.3	0.4p	133.5p	97.6	17.4	-2.2	-0.6	-5.0	-14.0
FR	-0.6	-16.4	4.5	-0.2	2.4p	1.5	7.9p	148.9p	98.4	9.5	1.6	0.6	-0.8	-4.0
HR	2.4	-57.9	4.2	22.9	-2.4d	4.6	2.3p	94.0p	74.8	10.9	4.6	-0.6	-6.8	-18.9
IT	2.6	-4.7	3.3	0.3	2.7	-1.6	1.6	107.0	134.8	11.2	-0.1	1.6	-0.7	-8.1
CY	-4.6	-120.8	1.8	16.6	-0.4p	0.2	8.4p	282.6p	100.6	10.8	0.3	1.1	-4.1	-12.6
LV	0.6	-49.0	4.9	8.6	14.7	6.6	-0.2	70.3	36.4	8.6	-3.0	2.0	-1.4	-4.1
LT	-0.1	-31.0	6.4	3.5	16.5	4.6	4.3	56.4	34.1	7.1	8.2	3.2	-1.9	-5.2
LU	4.9	59.8	3.3	10.7	7.9	4.9	-0.5	306.5	21.0	5.8	-2.0	0.2b	-0.5	-2.5
HU	2.1	-52.0	2.0	8.4	12.4	10.9	4.3	69.3	70.2	4.3	-9.2	3.3	-1.7	-7.1
MT	8.9	62.7	4.9	24.0	3.2	5.1p	7.5	129.8	45.8	4.1	2.3	5.9	-1.3	-2.5
NL	9.9	70.7	3.2	1.7	3.0p	7.4	4.5p	241.6p	52.4	4.9	-3.3p	0.7	-1.6	-4.1
AT	2.2	3.7	4.8	3.9	4.7	2.5	3.9	121.0	74.0	5.5	1.7	1.3	-0.3	-1.2
PL	-0.5	-55.8	0.1	25.8	8.1p	4.9	3.4	76.1	48.9	5.0	3.0	2.0	-2.0	-9.1
PT	0.9	-105.6	3.1	9.4	5.3p	8.9	-0.1p	154.3p	122.2	9.1	0.7	1.7	-4.1	-11.7
RO	-3.3	-44.1	-0.7	23.7	33.6p	1.8	1.9p	47.8p	35.0	5.0	3.3	1.7	-1.2	-5.5
SI	5.5	-18.9	2.0	20.4	6.1	7.4	1.3	72.8	70.4	6.6	4.1	3.2	-2.5	-7.5
SK	-2.4	-68.1	2.5	3.2	10.9	5.0	2.0	90.9	49.4	8.1	8.9e	1.5	-3.6	-11.6
FI	-1.4	-2.0	3.0	-3.0	-2.6	-0.2	1.6	142.1	59.0	8.3	19.9	2.1	-0.7	-5.4
SE	2.8	10.3	-4.0	-6.3	7.4	-3.0	9.0	200.0	38.8	6.6	-2.9	1.2	-0.3	-3.6
UK	-4.3	-10.5	-13.0	-3.8	7.8	0.7	5.3	169.1	85.9	4.4	-0.6	1.0	-0.5	-3.3

Toonitud taustal näitajad kattuvad künnisväärtusega või ületavad seda. Tähistes: b - katkenud aegrida, d - erinev määratlus, e - hinnang, p - esialgne.

1) Tööhõivenäitajate puhul vt "Häiremehhanismi aruanne 2016", lk 2. 2) Eluasemehinnaindeks e. Allikas Kreeka keskpang. 3) Nominaalne tööjõu ühikukulu d. Horvaatia andmed ei ole esitatud residentide põhjal, vaid riigi territooriumi järgi. 4) Töötuse määr. Belgia puhul on muudetud uuringu meetoodikat.

5) Finantssektori kohustused kokku. Slovakkia puhul on tuletisinstrumentide andmed hinnangulised.

Allikas: Euroopa Komisjon, Eurostat ning majandus- ja rahandusküsimuste direktoraat (reaalse tegeliku vahetuskursi puhul) ja Rahvusvahelise Valuutafondi maailmamajanduse väljavaated (maailma kaupade ja teenuste ekspordi puhul).

Tabel 2.1. Täiendavad näitajad, 2018

Aasta 2018	Reaalne SKP (1 aasta muutus, %)	Kapitali kogumahutus põhivarasse (% SKPst)	Riigisisesed kogukulud TTA-le (% SKPst)	Jooksev ja kapitalikonto (netolaenuandmine ja - võtmine) (% SKPst)	Rahvusvaheline netoinvesteeringu- positsioon, v.a makseviituse riskita instrumendid (% SKPst)	Välismaised otseinvesteeringud aruandvasse riiki - vood (% SKPst)	Välismaised otseinvesteeringud aruandvasse riiki - varud (% SKPst)	Energiatoodete netokaubandusbilanss (% SKPst)	Reaalne tegelik vahetuskurs - euroala kaubanduspartnerid (3 aasta muutus, %)	Eksportinõitajad võrreldes arenenud riikidega (5 aasta muutus, %)	Kaubandustingimused (5 aasta muutus, %)	Eksporti turuosa maht (1 aasta muutus, %)	Tootlikkus (1 aasta muutus, %)	Kohalike ja väliskuste viivislaenu- brutosumma (% laenu- brutosummast)	Tööjõu ühikukulu näitaja euroala suhtes (10 aasta muutus, %)	Eluasemehinnaindeks (2015=100) - nominaalne (3 aasta muutus, %)	Elamuehitus (% SKPst)	Kodumajapidamiste võlg, konsolideerimata (sh TKTKid, % SKPst)	Kohaliku ja välismaise pangandussektori konsolideeritud finantsvõimendus (koguvara ja omakapitali suhe)
BE	1.5	23.8	na	-1.0	36.6	-11.8	170.1	-3.5	2.8	-3.4	0.3	-2.2	0.1	2.3p	0.7	9.4p	5.8	60.9	13.1p
BG	3.1	18.8	0.8p	6.4	35.4	1.9	82.3	-3.4	-1.1	11.1	7.5	-1.7	3.2p	7.7p	43.3	24.0	2.7	23.4	7.5p
CZ	3.0	25.5	1.9p	0.6	28.3	3.5	77.5	-2.9	7.6	9.7	1.9	1.0	1.6	2.1p	5.0	30.0p	4.0	32.3	12.5p
DK	1.5	22.4	3.1p	7.1	11.0	0.3	55.5	-0.2	-1.8	-3.5	1.6	-3.0	-0.3	2.3p	-2.2	14.8	4.8	126.4	16.4p
DE	1.5	21.2	3.1e	7.4	44.7	2.7	44.7	-2.0	0.4	1.1	3.5	-1.3	0.2	1.4p	11.4	21.7	6.3	53.6	13.9p
EE	4.8	23.9	1.4p	3.4	25.7	3.8	92.7	-1.0	4.1	-1.3	4.3	0.9	3.5	1.3p	16.2	17.1	4.6	38.9	6.9p
IE	8.2	23.4	1.2	-5.8	-251.7	16.8	466.2	-1.4	-3.0	73.8	-0.5	7.0	4.8	5.5p	-42.0	31.4	2.4	41.7	6.7p
EL	1.9p	11.1p	1.2p	-2.6	-130.6	1.8	18.5	-2.4p	-1.5	4.7	3.6p	5.3p	0.2p	41.6p	-15.1	-1.9e	0.7p	56.5	11.5p
ES	2.4p	19.4p	na	2.4	-53.6	3.4	65.4	-2.1p	-0.2	2.5	-2.3p	-1.2p	0.1p	3.7p	-14.5	18.6	5.3p	59.0	13.6p
FR	1.7p	22.9p	na	-0.6	-33.0	2.2	45.8	-1.9p	-0.1	-2.2	2.8p	0.1p	0.7p	2.7p	-0.3	7.2	6.4p	60.0	15.3p
HR	2.6p	20.1p	na	3.3	-13.7	1.9	48.1	-3.2p	1.2	20.5	1.8p	4.0p	0.8d	7.3p	-15.5	11.1	na	34.2	7.5p
IT	0.8	17.7	na	2.6	-6.2	1.9	27.3	-2.3	-1.3	-1.7	6.0	-1.6	-0.1	8.4p	-1.2	-1.4	4.2	41.0	13.1p
CY	4.1p	19.1p	na	-3.8	-175.0	22.2	1890.1	-4.2p	-3.2	14.2	1.4p	1.2p	0.0p	20.2p	-9.7	4.4	5.8p	97.0	14.1p
LV	4.6	22.5	0.6p	1.1	-2.4	1.3	55.5	-3.4	1.3	6.5	5.0	0.6	3.0	5.3p	-4.4	29.3	2.2	20.8	7.8p
LT	3.6	20.5	0.9p	1.8	-2.7	2.7	43.4	-4.0	3.0	1.4	4.5	2.9	2.2	2.6p	7.9	23.2	2.7	22.9	10.4p
LU	3.1	16.8	na	6.1	-3523.8	-722.2	7466.2	-3.3	0.4	8.5	-0.2	-2.9	-0.6	0.8p	13.4	19.9	3.8	66.3	14.6p
HU	5.1	25.2	1.5	2.1	-4.2	-43.8	163.1	-3.8	-1.0	6.3	0.3	0.9	2.7	5.3p	9.1	45.5	3.0	18.0	9.4p
MT	6.8	19.0	0.6	12.3	248.0	32.2	1568.6	-8.5	0.3	21.5	2.0	-0.8	1.3	3.1p	4.5	17.5p	5.2	49.4	12.1p
NL	2.6p	20.3p	na	10.8	-14.0	-27.3	581.8	-1.5p	-0.8	-0.4	1.1p	0.3p	0.1p	1.9p	-1.8	23.6	4.8p	102.4p	16.1p
AT	2.4	23.9	3.2p	2.3	-5.0	0.9	67.4	-2.5	1.7	1.8	1.5	2.5	0.7	2.6p	4.7	19.6	4.5	49.6	11.4p
PL	5.1	18.2	1.2p	1.1	-16.9	2.8	47.8	-2.8	-3.0	23.2	3.8	3.6	4.8p	6.2p	-0.1	12.7	2.0	35.1	9.3p
PT	2.4p	17.6p	1.4p	1.4	-57.1	2.7	79.0	-2.5p	-0.3	7.2	4.8p	0.4p	0.1p	9.4p	-6.6	29.0	3.0p	66.9	11.0p
RO	4.0p	21.2p	na	-3.4	-3.9	3.1	44.0	-1.6p	-4.1	21.2	5.3p	2.0p	3.7p	5.3p	25.9	18.6	3.5p	16.0	9.3p
SI	4.1	19.2	2.0p	5.2	-1.9	2.8	39.1	-2.9	-0.4	18.0	2.6	3.2	0.9	6.0p	-0.3	22.5	2.1	27.0	8.2p
SK	4.0	21.2	0.8	-1.3	-16.5	2.4	69.2	-4.1	-0.4	1.1	-1.7	2.0	2.0	3.2p	3.9	21.3	3.4	42.1	9.5p
FI	1.7	23.7	2.8	-1.3	3.9	-1.9	48.9	-2.0	-1.4	-5.0	3.4	-1.2	-0.9	1.5p	1.9	2.9	7.3	65.4	16.1p
SE	2.3	25.9	3.3	1.7	-11.4	1.6	81.1	-1.3	-7.6	-8.2	-1.1	-0.3	0.4	1.0p	6.2	14.4	5.4	87.9	18.8p
UK	1.4	17.0	na	-4.5	4.9	1.3	83.9	-0.7	-16.2	-5.7	3.3	-4.3	0.2	1.2p	7.8	15.4	3.8	87.2	15.3p

Tähised: d - erinev määratlus, e - hinnang, p - esialgne.

1) TTA-le tehtud riigisisesed kogukulutused 2018. aasta andmete esitamise ametlik tähtaeg on 31. oktoober 2019, andmed võeti 25. oktoobri 2019. aasta seisuga. 2) Eluasemehinnaindeks e. Allikas Kreeka keskpank. 3) Tootlikkus d. Horvaatia andmed ei ole esitatud residentide põhjal, vaid riigi territooriumi järgi.

Allikas: Euroopa Komisjon, Eurostat ning majandus- ja rahandusküsimuste peadirektoraat (reaalse tegeliku vahetuskursi puhul), Euroopa Keskpank (kohalike ja välismaiste viivislaenu brutosumma ning kohaliku ja välismaise pangandussektori konsolideeritud finantsvõimenduse puhul) ja Rahvusvahelise Valuutafondi maailmamajanduse väljaväed (maailma kaupade ja teenuste ekspordi puhul).

Tabel 2.1 (järg). Täiendavad näitajad, 2018

Aasta 2018	Tööhõive määr (1 aasta muutus, %)	Aktiivsuse määr - % kogu- rahvastikust vanuses 15-64 (%)	Pikaajalise töötuse määr - % aktiivsest rahvastikust vanuses 15-74 (%)	Noorte töötuse määr - % aktiivsest rahvastikust vanuses 15-24 (%)	Mittetöötavad ja mitteõppivad noored - % kogurahvastikust vanuses 15-24		Vaesuse või sotsiaalse tõrjutuse ohus elavad inimesed - % kogurahvastikust		Vaesuse ohus elavad inimesed pärast sotsiaaltoetuste maksmist - % kogurahvastikust		Suures materiaalses puuduses elavad inimesed - % kogurahvastikust		Väga madala tööhõivega leibkonnas elavad inimesed - % kogurahvastikust	
					%	3 aasta muutus (pp)	%	3 aasta muutus (pp)	%	3 aasta muutus (pp)	%	3 aasta muutus (pp)	%	3 aasta muutus (pp)
BE	1.4	68.6	2.9	15.8	9.2	-3.0	19.8	-1.3	16.4	1.5	4.9	-0.9	12.1	-2.8
BG	-0.1p	71.5	3.0	12.7	15.0	-4.3	32.8	-8.5	22.0	0.0	20.9	-13.3	9.0	-2.6
CZ	1.3	76.6	0.7	6.7	5.6	-1.9	12.2	-1.8	9.6	-0.1	2.8	-2.8	4.5	-2.3
DK	1.8	79.4	1.1	10.5	6.8	0.6	17.4	-0.3	12.7	0.5	3.4	-0.3	11.1	-0.5
DE	1.4	78.6	1.4	6.2	5.9	-0.3	18.7	-1.3	16.0	-0.7	3.1	-1.3	8.1	-1.7
EE	1.2	79.1	1.3	11.9	9.8	-1.0	24.4	0.2	21.9	0.3	3.8	-0.7	5.2	-1.4
IE	3.2	72.9	2.1	13.8	10.1	-4.2	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1.7p	68.2	13.6	39.9	14.1	-3.1	31.8	-3.9	18.5	-2.9	16.7	-5.5	14.6	-2.2
ES	2.2p	73.7	6.4	34.3	12.4	-3.2	26.1	-2.5	21.5	-0.6	5.4	-1.0	10.7	-4.7
FR	1.0p	71.9	3.8	20.7	11.1	-0.9	17.4	-0.3	13.4	-0.2	4.7	0.2	8.0	-0.6
HR	1.8d	66.3	3.4	23.4	13.6	-4.5	24.8	-4.3	19.3	-0.7	8.6	-5.1	11.2	-3.2
IT	0.9	65.6	6.2	32.2	19.2	-2.2	27.3	-1.4	20.3	0.4	8.5	-3.0	11.3	-0.4
CY	4.1p	75.0	2.7	20.2	13.2	-2.1	23.9	-5.0	15.4	-0.8	10.2	-5.2	8.6	-2.3
LV	1.6	77.7	3.1	12.2	7.8	-2.7	28.4	-2.5	23.3	0.8	9.5	-6.9	7.6	-0.2
LT	1.4	77.3	2.0	11.1	8.0	-1.2	28.3	-1.0	22.9	0.7	11.1	-2.8	9.0	-0.2
LU	3.7	71.1	1.4	14.1	5.3	-0.9b	21.9	3.4	18.3	3.0	1.3	-0.7	8.3	2.6
HU	2.4	71.9	1.4	10.2	10.7	-0.9b	19.6	-8.6	12.8	-2.1	10.1	-9.3	5.7	-3.7
MT	5.4	74.7	1.1	9.1	7.3	-3.2	19.0	-4.0	16.8	0.2	3.0	-5.5	5.5	-3.7
NL	2.5p	80.3	1.4	7.2	4.2	-0.5	16.7	0.3	13.3	1.7	2.4	-0.2	8.6	-1.6
AT	1.7	76.8	1.4	9.4	6.8	-0.7	17.5	-0.8	14.3	0.4	2.8	-0.8	7.3	-0.9
PL	0.3p	70.1	1.0	11.7	8.7b	-2.3b	18.9	-4.5	14.8	-2.8	4.7	-3.4	5.6	-1.3
PT	2.3p	75.1	3.1	20.3	8.4	-2.9	21.6	-5.0	17.3	-2.2	6.0	-3.6	7.2	-3.7
RO	0.2p	67.8	1.8	16.2	14.5	-3.6	32.5	-4.9	23.5	-1.9	16.8	-5.9	7.4	-0.5
SI	3.2	75.0	2.2	8.8	6.6	-2.9	16.2	-3.0	13.3	-1.0	3.7	-2.1	5.4	-2.0
SK	2.0	72.4	4.0	14.9	10.2	-3.5	na	na	na	na	na	na	na	na
FI	2.6	77.9	1.6	17.0	8.5	-2.1	16.5	-0.3	12.0	-0.4	2.8	0.6	10.8	0.0
SE	1.9	82.9	1.2	16.8	6.1	-0.6	18.0	-0.6	16.4	0.1	1.6	0.5	9.1	0.4
UK	1.2	77.9	1.1	11.3	10.4	-0.7	na	na	na	na	4.6p	-1.5p	na	na

Tähised: b - katkestus aegreast, d - erinev määratlus, p - esialgne.

1) Tööhõive määr d. Horvaatia andmed ei ole esitatud residentide põhjal, vaid riigi territooriumi järgi. 2) Mittetöötavad ja mitteõppivad noored. Poola on muutnud kaalumismenetlust. 3) Sissetulekuid ja elamistingimusi käsitleva ELi statistika 2018. aasta andmete esitamise ametlik tähtaeg on 30. november 2019, andmed võeti 25. oktoobri 2019. aasta seisuga.

Allikas: Euroopa Komisjon, Eurostat