

## JUHTKIRI

EKP nõukogu tegi 2013. aasta 4. juuli istungil oma korraliste majandus- ja monetaaranalüüside põhjal otsuse jätta EKP baasintressimäärad muutmata. Kättesaadav teave kinnitab varasemat hinnangut. Keskpikas perspektiivis peaks hinnasurve euroalal jääma vaoshoituks. Samamoodi püsivad rahapakkumise areng ja eelkõige laenukasv mõõdukad. Inflatsiooniootused euroalal on ka edaspidi kindlalt kooskõlas nõukogu eesmärgiga hoida inflatsioonimäär keskmise aja jooksul 2% tasemest allpool, ent selle lähedal. Küsitlusandmetel põhinevad hiljutised kindlustunde näitajad on aga varasema madala tasemega võrreldes veel mõnevõrra paranenud. Rahapoliitika kursi eesmärk on olla toetav määral, mida eeldab hinnastabiilsuse väljavaade, ja edendada rahaturu stabiilsust. Nii aitab rahapoliitika kaasa majandusaktiivsuse taastumisele aasta teises pooles ja 2014. aastal. Rahapoliitika kurss jääb toetavaks senikauaks, kui vaja. EKP nõukogu prognoosi kohaselt jäävad EKP baasintressimäärad praegusele või madalamale tasemele pikemaks ajaks. See ootus põhineb inflatsiooniväljavaatel, mis on ka keskpikas perspektiivis tagasihoidlik, arvestades reaalmajanduse laiapõhjalist nõrkust ja rahapakkumise dünaamika vaoshoitust. Eeloleval perioodil jälgib nõukogu kõiki andmeid majanduse ja rahapakkumise arengu kohta ning hindab hinnastabiilsuse väljavaadet mõjutavaid tegureid.

Majandusanalüüs näitab, et pärast 0,6% langust 2012. aasta neljandas kvartalis aeglustus SKP reaalkasv 2013. aasta esimeses kvartalis 0,3%. Tööturutingimused püsivad kehvad. Eelkõige küsitlusandmetel põhinevad tsüklilised näitajad on viimasel ajal varasema madala tasemega võrreldes paranenud. 2013. aasta teisel poolel ja 2014. aastal soodustab euroala ekspordi kasvu tõenäoliselt üleilmse nõudluse järkjärguline taastumine. Sisenõudlusele peaksid samal ajal tuge pakkuma rahapoliitika toetav kurss ning hiljutine reaalse tulu kasv, mis tulenes üldiselt väiksemast inflatsioonist. Vaatamata viimase aja arengule peaksid reaalmajanduses hakkama avalduma mõjud, mille on kaasa toonud finantsturgude olukorra üldine paranemine alates 2012. aasta suvest ning edusammud eelarvete konsolideerimisel. Majandusaktiivsust pärsib aga jätkuvalt vajalik bilansside



korrigeerimine avalikus ja erasektoris. Kokkuvõttes peaks euroala majandusaktiivsus aasta jooksul stabiliseeruma ja taastuma, ehkki tagasihoidlikus tempos.

Euroala majanduskasvu väljavaadet ohustavad endiselt langusriskid. Üleilmsete raha- ja finantsturu tingimuste hiljutine karmistumine ning seonduv ebakindlus võivad avaldada majandustingimustele negatiivset mõju. Muude langusriskide hulgas on oodatust väiksem sisenõudlus ja üleilmne nõudlus ning euroala riikide struktuurireformide aeglane või ebapiisav elluviimine.

Nagu varasematel kuudel öeldud, peaks aastainflatsioon olema kogu aasta jooksul veidi volatiilne eelkõige baasefektide tõttu. Eurostati kiirhinnangu kohaselt kasvas euroala aastane ÜTHI-inflatsioon 2013. aasta juunis maiga võrreldes 1,4%lt 1,6%ni. See kajastab positiivset baasefekt, mis on seotud energiahindade arenguga kaksteist kuud tagasi. Hinnasurve peaks keskpika aja vältel jääma siiski vaoshoituks, kajastades kogunõudluse laiapõhjalist nõrkust ja taastumise tempo tagasihoidlikkust. Keskpikas perspektiivis püsivad inflatsiooniootused hinnastabiilsusega kindlalt kooskõlas.

Keskpika aja jooksul hindade arengu väljavaadet ohustavad riskid on üldjoontes jätkuvalt tasakaalus. Tõusuriskid on seotud riiklikult reguleeritud hindade ja kaudsete maksude eeldatust kiirema tõusuga ning kõrgemate toormehindadega; langusriskid tulenevad väiksemast majandusaktiivsusest.

Monetaaranalüüsiga seoses võib öelda, et hiljutised andmed kinnitavad rahapakkumise kasvu ja eelkõige laenukasvu vaoshoitust. Laia rahaagregaadi (M3) aastakasv aeglustus mais aprilliga võrreldes 3,2%lt 2,9%ni. M1 aastakasv aeglustus mais aprilliga võrreldes aga 8,7%lt 8,4%ni. Erasektorile antud laenude aastakasv jäi negatiivseks. Kodumajapidamistele antud laenude aastane kasvumäär (kohandatuna laenude müügi ja väärtpaberistamisega) jäi mais 0,3% tasemele ehk aastavahetusega võrreldes üldjoontes samaks, ent mittefinantsettevõtetele antud laenude aastakasv (kohandatuna laenude müügi ja väärtpaberistamisega) aeglustus mais aprilliga võrreldes -1,9%lt -2,1%ni. Nagu aprillis, tehti ka mais palju eeskätt lühiajaliste laenude kuiseid netotagasihoidlikke, mis võib viidata käibekapitali

nõudluse langusele seoses tellimuste vähenemisega varakevadel. Üldjoontes peegeldab nõrk laenudünaamika endiselt eelkõige majandustsükli praegust etappi, kõrgendatud krediidiriski ning finants- ja muude sektorite bilansside jätkuvat korrigeerimist.

Alates 2012. aasta suvest on tehtud märkimisväärseid edusamme pankade rahastamisolukorra parandamisel ja eriti hoiusebaasi tugevdamisel mitmes riigis, kus valitsevad pinged. See on aidanud vähendada tuginemist eurosüsteemilt saadavale rahastamisele, mida näitab kolmeaastase tähtajaga pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide käigus saadud summade ennetähtaegne tagasimaksmine. Selleks, et tagada rahapoliitika piisav ülekandumine rahastamistingimustele euroala riikides, on oluline jätkata euroala laenuturgude killustatuse vähendamist ning vajadust mööda pankade vastupanuvõime tugevdamist. Eespool nimetatud eesmärki aitavad saavutada edasised otsustavad sammud pangandusliidu loomisel. Tulevane ühtne järelevalvemehhanism ja ühtne kriisilahendusmehhanism on väga tähtsad sammud pangandussüsteemi taastõimimise poole. Seetõttu tuleb hakata neid mehhanisme kiiresti rakendama.

Kokkuvõttes näitab majandusanalüüs, et hindade areng peaks püsima keskmise aja jooksul kooskõlas hinnastabiilsuse eesmärgiga. Seda hinnangut kinnitab ka majandusanalüüsi ja monetaaranalüüsi tulemuste võrdlus.

Seoses muude majanduspoliitika valdkondadega juhib EKP nõukogu tähelepanu 2013. aasta 27. ja 28. juunil kokku tulnud Euroopa Ülemkogu algatustele, mis puudutavad noorte tööhõivet, investeringuid ning väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate rahastamist, samuti asjaolule, et Euroopa Ülemkogu kinnitas 2013. aasta Euroopa poolaastal antud riigipõhised soovitusel. EKP nõukogu rõhutab, et nende soovitusel rakendamine on euroala kestliku taastumise tagamisel väga oluline. Lisaks tuleks Euroopa uut eelarve- ja majanduspoliitika juhtimise raamistikku rakendada vankumatult ning kasvu ja tööhõive edendamiseks tuleks struktuurireforme viia läbi palju otsustavamalt. Sellega seoses peab EKP nõukogu eriti tähtsaks töö- ja tooteturgude konkurentsivõime tõstmist. EKP nõukogu leiab, et pangandusliidu loomiseks vajaliku üksikasjaliku tegevuskava

koostamine oli samm õiges suunas, ent kavas sätestatud tuleb asuda kiiresti ellu viima.

Kuubülletäänis on seekord kaks artiklit. Esimeses vaadeldakse eurosüsteemi tagatiste raamistikus finantskriisi eri etappidele reageerimiseks tehtud muudatusi ning näidatakse, kuidas need on mõjutanud nii eurosüsteemi kõlblike kui ka kasutatud tagatiste mahtu ja koosseisu. Teises artiklis kirjeldatakse kaubandusproteksionismi hiljutisi ja pikaajalisi suundumusi ning hinnatakse, kuidas finantskriis on seda mõjutanud.

## EKP nõukogu eelkommunikatsioon EKP baasintressimäärade kohta

EKP nõukogu teatas pärast oma 2013. aasta 4. juuli istungit, et prognoosib EKP baasintressimäärade jäämist praegusele või madalamale tasemele pikemaks ajaks. See ootus põhineb inflatsiooniväljavaatel, mis jääb tagasihoidlikuks ka keskpikas perspektiivis, arvestades reaalmajanduse laiapõhjalist nõrkust ja rahapakkumise dünaamika vaoshoitust. Rahapoliitika kursi eesmärk on olla toetav määral, mida eeldab hinnastabiilsuse väljavaade, ja edendada rahaturu stabiilsust.

Käesolevas taustinfos selgitatakse EKP baasintressimäärasid puudutava eelkommunikatsiooni põhjuseid ja üksikasju.

### Eelkommunikatsiooni põhjused

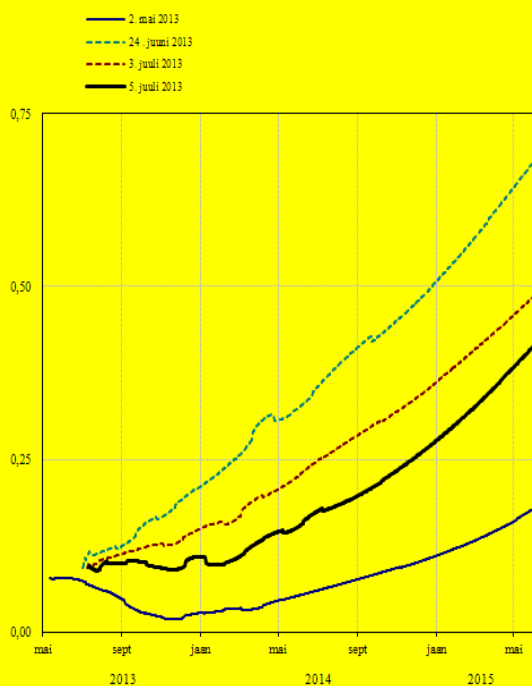
2013. aasta esimesel poolel on euro rahaturu intressimäärad olnud väga volatiilsed. Hiljuti põhjustas rahaturu intressimäärade jätkuv tõusutrend rahaturu laenu tingimuste karmistumise, mistõttu tegelikkuses osaliselt eemalduti rahapoliitika toetavast kursist, mille EKP nõukogu võttis, kui ta rahapoliitika kurssi viimati muutis. Näiteks üleööintressimäärade vahetustehingutel põhinevad forvardintressimäärad – üleööintressimäärade arenguga seotud ootuste oluline näitaja – kerkisid 2. maist kuni 3. juulini lühikesest tähtajast pisut pikemate kuni keskpikkade tähtaegade puhul ligikaudu 20–30 baaspunkti (vt joonis). Juuni lõpus oli muutus kõige suurem.

Ehkki sellisele arengule võisid kaasa aidata mitmed tegurid, on rahaturu intressimäärade suurem volatiilsus muutnud rahapoliitika kurssi puudutavad ootused ülemäära haavatavaks šokkidele, mis ei ole seotud majanduslike ja rahapoliitiliste tingimustega, millest lähtuvalt kurssi kujundatakse.

EKP nõukogu rahapoliitika kursi täpse kommunikatsiooni abil, mis sõltub nõukogu hinnangust hinnastabiilsuse väljavaatele ja selle ennustatavast arengust alustingimuste muutumise korral, on võimalik rahaturul valitsevaid tingimusi stabiliseerida ja turu ootusi püsivamalt kinnistada.

#### Joonis

Üleööintressimäärade vahetustehingutest tuletatud forvardintressimäärad  
(protsenti aastas; päevased andmed)



Allikad: Thomson Reuters ja EKP arvutused.

Hinnang, mille kohaselt peaks rahapoliitika kurss jääma toetavaks pikemaks ajaks, on kooskõlas ootusega, et hindade areng on keskpikas perspektiivis vaoshoitud. Selle ootuse aluseks on korralised majandus- ja monetaaranalüüsid, mida EKP nõukogu teeb oma kahesambalise raamistiku osana.

Majandusanalüüsi järgi on hinnasurve keskpikas perspektiivis praeguste hinnangute põhjal nõrk kogunõudluse laiapõhjalise vaoshoituse tõttu nõrga tööturu ja tootmisvõimsuse vähesel rakendatuse tingimustes. Seda prognoosi kinnitab ka majandusanalüüsi ja monetaaranalüüsi tulemuste võrdlus. Tuge ei paku ka rahapakkumise dünaamika, mida kajastavad laiade rahaagregaatide aeglane kasv ja laenude väga nõrk areng. Pankade rahastamistingimuste paranemine, mida on täheldatud alates aastavahetusest, ei ole veel kiirendanud mittefinantsteenuseid pakkuvale erasektorile suunatud laenupakkumise kasvu. Avalikus ja erasektoris vajalik bilansside korrigeerimine pärsib jätkuvalt majandusaktiivsust.

Selle hinnangu põhjal ennustab nõukogu EKP baasintresside jäämist praegusele või madalamale tasemele pikemaks ajaks. EKP baasintresside edasine areng sõltub inflatsiooniväljavaatetest ja see vaadatakse aja jooksul üle EKP rahapoliitika strateegia analüüsiraamistikus. Eeloleval perioodil jälgib nõukogu kõnealuse raamistiku piires kõiki

andmeid majanduse ja rahapakkumise arengu kohta ning hindab hinnastabiilsuse väljavaadet mõjutavaid tegureid. Jooniselt on näha, et pärast EKP nõukogu 4. juuli eelkommunikatsiooni on üleööintressimäärade vahetustehingutel põhinevad forvardintressimäärad märkimisväärselt langenud.

### **Eelkommunikatsiooni üksikasjad**

EKP eelkommunikatsioonil on kolm põhielementi.

Esiteks esitati eelkommunikatsioon enne EKP baasintressimäärade täiendavate langetamisvõimaluste ärakasutamist. Rahapoliitika kursiga seotud ebakindlust on võimalik vähendada sõltumata väga lühiajaliste intressimäärade tasemest. EKP intressimäärasid saab veelgi langetada, kui hinnastabiilsuse väljavaate kujunemise käigus selgub, et see on vajalik.

Teiseks, eelkommunikatsioon on küll koosõlas EKP nõukogu 2. mai otsusega jätkata piiramatult mahuga ja fikseeritud intressimääraga pakkumismenetluste tegemist 2014. aasta juulini, ent pole otsusega seotud. See otsus pidi tagama, et pankade juurdepääs keskpanga likviidsusele ja seega stabiilsele rahastamisallikale ei halvene isegi juhul, kui ebastabiilsus finantsturgudel süveneb ja erasektori laenude kättesaadavus väheneb. Selliseid eelkinnitusi saab anda ja on ka varem antud sõltumata EKP baasintressimäärade tasemetest.

Kolmas ja kõige tähtsam element on see, et eelkommunikatsioon on täielikult koosõlas EKP mandaadi ja rahapoliitika strateegiaga. Eelkõige tuleks märkida järgmist.

- EKP nõukogu on öelnud, et EKP baasintressimäärade edasise arengu alus on keskpikk inflatsiooniväljavaade. See on koosõlas EKP põhieesmärgiga, milleks on hinnastabiilsuse säilitamine, ja nõukogu eesmärgiga hoida inflatsioon keskpikas perspektiivis alla 2%, ent selle ligidal.
- Pikem periood, mille jooksul EKP baasintressimäärad peaksid nõukogu hinnangul jääma praegusele või sellest madalamale tasemele, on paindlik ja lõppkuupäevata, ent sõltub nõukogu hinnangutest alusinflatsiooni määravate majandusnäitajate kohta.
- Tingimused, millel EKP baasintressimääradega seotud ootused põhinevad, kajastavad EKP lähenemist hinnastabiilsuse riskide hindamise seisukohast asjakohase teabe korrastamisele, hindamisele ja võrdlemisele. Kui inflatsioon jääb vaoshoituks, siis on põhjust hoida baasintressimäärasid väga madalal tasemel senikaua, kuni esinevad kogunõudluse laiapõhjaline langussurve ning püsivalt nõrgad raha- ja laenupakkumise suundumused.

Praeguse seisuga aitab eelkommunikatsioon kaasa EKP hinnastabiilsuse mandaadi tõhusale täitmisele eespool nimetatud raamistiku piires ja täies kooskõlas EKP strateegiaga. Pärast EKP nõukogu otsust eelkommunikatsiooni kohta peaks hinnastabiilsus keskpikas perspektiivis säilima ja kajastuma keskpikkades kuni pikaajalistes inflatsiooniootustes.