EUROOPA
KOMISJON

Strasbourg, 17.12.2024
COM(2024) 702 final

KOMISJONI TEATIS EUROOPA PARLAMENDILE, NÕUKOGULE NING EUROOPA MAJANDUS- JA SOTSIAALKOMITEELE

Häiremehhanismi aruanne 2025

koostatud vastavalt määruse (EL) nr 1176 (makromajandusliku tasakaalustamatuse ennetamise ja korrigeerimise kohta) artiklile 3

{SWD(2024) 700 final} - {SWD(2024) 701 final} - {SWD(2024) 702 final}

HÄIREMEHHANISMI ARUANDE TEATIS

Häiremehhanismi aruandes määratakse makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tulemustabeli majandusanalüüsi põhjal kindlaks liikmesriigid, kus komisjoni arvates võib esineda tasakaalustamatus või selle tekke oht ([1]). Tulemustabeli majandusanalüüsis võetakse arvesse 2023. aasta eelarve täitmise andmeid, mida tõlgendatakse tulevikku suunatud viisil. Seejuures võetakse arvesse võimalike riskide arengut, tuginedes 2024. aasta majandussuundumustele ning asjakohasel juhul komisjoni 2024. aasta sügisprognoosile 2025. ja 2026. aastaks. Pärast paljusid aastaid on tulemustabelis tehtud muudatusi ja käesolev häiremehhanismi aruanne on esimene läbivaadatud tulemustabelil põhinev aruanne. Peamised muudatused on esitatud tekstikastis 1 ja üksikasjalikum teave käesolevale teatisele lisatud komisjoni talituste töödokumendis ([2]), milles käsitletakse tulemustabeli läbivaatamist. Teine komisjoni talituste töödokument sisaldab käesoleva teatise aluseks olevat täielikku majandusanalüüsi ja sellele on lisatud tulemustabeli väärtusi sisaldav lisa ([3]).

2021. aastal alanud kiire inflatsioon on aeglustumas, kuna see on jõudmas sihttaseme lähedale, kuid teenuste inflatsioon on endiselt kiire. 2024. aasta keskpaigaks oli 2021. aastal alanud kiire inflatsioon aeglustunud. Üldiselt lähenevad tarbijahinnainflatsioonimäärad järk-järgult rahaasutuste seatud sihtasemele. Hoolimata üldisest leevenemisest on inflatsioonisurve endiselt olemas. Riigisisestest teguritest, peamiselt teenustest tulenev inflatsioon on üldiselt endiselt kiire ja riigiti erinev, kusjuures mõnes riigis eriti jõuline. Praegu tasakaalustab selle panust koguinflatsiooni inflatsiooni aeglustumine tänu imporditud allikate, peamiselt energia ja toiduainete hindade, aga ka kestvuskaupade hindade langus. See inflatsiooni aeglustumine on tingitud nii baasefektist kui ka madalamatest energiahindadest, mille mõju kandub edasi tootmise kaudu. Kuna nende protsesside mõju kahaneb, võib teenuste inflatsioon juhul, kui see ei ole vahepeal aeglustunud, koguinflatsiooni kiirendada. Kuna reaalpalk jõudis pandeemiaeelsele tasemele alles sel aastal, võib palgasurve olla jätkuvalt suur ning aidata kaasa sellele, et alusinflatsioon ja SKP deflaator jäävad kõrgele tasemele.

Majanduskasv on taas hoogustunud, kuid makromajanduslik keskkond on keeruline. Reaalkasv oli 2023. aastal nõrk, sest nii tarbimine kui ka investeeringud vähenesid kõrgete intressimäärade ning kiire hinna- ja kulukasvu koosmõju tõttu. 2024. aastal reaalkasv hoogustub, kuna tänu palgatõusule ja inflatsiooni aeglustumisele suureneb kodumajapidamiste ostujõud. Selle tulemusena peaks nominaalkasv jääma inflatsiooni aeglustumisest hoolimata suhteliselt tugevaks. Kuigi intressimäärad on endiselt oluliselt kõrgemad kui viimasel kümnendil, on need hakanud langema. See peaks hakkama leevendama survet, mida tunnevad kodumajapidamised, ettevõtted ja valitsused, kes peavad laene tagasi maksma. Kuigi finantstingimused on muutumas soodsamaks, on eelarvepoliitika mõnes riigis karmistumas ja see võib mõjutada majanduskasvu. Nüüd, kus pandeemia- ja energiahinnašokid on seljataha jäetud ja majanduskasv taastumas, hakkavad valitsused langetama riigi võlasuhet, mis on tõusnud osaliselt poliitikameetmete tõttu,

([1]) Euroopa Parlamendi ja nõukogu 16. novembri 2011. aasta määrus (EL) nr 1176/2011 makromajandusliku tasakaalustamatuse ennetamise ja korrigeerimise kohta.

([2]) Komisjoni talituste töödokument makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tulemustabeli muudatuste kohta, SWD(2024) 702.

([3]) Komisjoni talituste töödokument, 2025. aasta häiremehhanismi aruanne, SWD(2024) 700; komisjoni talituste töödokument, 2025. aasta häiremehhanismi aruande statistiline lisa, SWD(2024) 701.

millega toetati pandeemia- ja energiahinnašokkide tingimustes nõudlust. Üleilmne majandusmaastik on endiselt keeruline ning esilekerkivad geopoliitilised pinged ja võimalikud majandushäired tekitavad märkimisväärseid probleeme, mis võivad mõjutada valitsemissektori võlataset. Püsivad langusriskid, mis on tingitud üleilmsest olukorrast: konflikt Lähis-Idas, Venemaa jätkuv sõda Ukraina vastu ja üldiselt muutuv geopoliitiline olukord, mis võib mõjutada üleilmset kaubandust ja raskendada välistingimusi.

Lõppev inflatsiooniperiood jätab maha riigiti erineva kasvutempo ja erineva üldise hinnatõusu, mis võib kaasa tuua kulupõhise konkurentsivõimega seotud probleeme. Üldine tarbijahinnainflatsioon on üldiselt oluliselt aeglustunud ja mõnes riigis on viimasel aastal esinenud mõningast lühiajalist deflatsiooni. Tavaliselt on need riigid, kus energial ja muudel kaupadel oli hinnalangusele oluline mõju, osaliselt baasefekti tõttu. Mõnes riigis on alusinflatsioon siiski endiselt kiirem kui teistes riikides ja suurendab veelgi viimastel aastatel toimunud üldist kumulatiivset hinnatõusu. See suurendab tõenäosust, et palgakasvu ja hinnainflatsiooni vaheline tagasimõju jätkub. Riikide puhul, kus hinnatase on juba väga järsult tõusnud, võib selline jätkuv tagasimõju olla murettekitav. SKP kasv on samuti erinev. Kuigi laias laastus võib kõigi riikide kohta öelda, et 2023. aastal oli majanduskasv aeglasem ning 2024. ja 2025. aastal see kiireneb, on siiski suuri erinevusi. Puudub ühtne muster kiire alusinflatsiooni ja sisenõudluse vahel, mis osutab märkimisväärsetele erinevustele kriisijärgses olukorras. Kuigi mõnel juhul kaasnes kiire alusinflatsioon jätkuvalt jõulise SKP reaalkasvuga, siis teistel juhtudel püsib see hoolimata eelmise aasta negatiivsest majanduskasvust ja jätkuvalt tagasihoidlikust reaalse SKP kasvust võrreldes teiste riikide ja pandeemiaeelsete kasvumääradega.

<u>Sektoripõhine temaatiline analüüs</u>

- 2023. aastal **paranes jooksevkonto peaaegu kõigis liikmesriikides**, sest energiahinnad langesid ja nõudlus oli nõrk; see kompenseeris osaliselt kaubandusbilansi olulise vähenemise alates 2022. aastast. Sellest tõusust hoolimata jääb jooksevkonto paljudes riikides (eriti mõnes suures netovõlgnikriigis) allapoole pandeemiaeelset taset ja allapoole selle kiiret korrigeerimist võimaldavat taset. Mõnel erijuhul on sisenõudlus olnud jätkuvalt tugev ja suur jooksevkonto puudujääk näib püsivat. Mõnel muul juhul on jooksevkonto oluline paranemine või stabiliseerumine tagasihoidlikul tasemel tingitud nõudluse tsüklilisest või vähemalt ajutisest vähenemisest. Sellistel juhtudel võib soodsamate tingimuste naasmine tuua ilmsiks negatiivsema alusposits
ioon. Suure ülejäägiga riikides on olukord püsinud muutumatu ning mõnel juhul mängivad olulist rolli mõningad tulukonto ja riigispetsiifilised eripärad. Üldiselt kompenseerib 2024. aastal sisenõudluse järkjärguline suurenemine kaubandustingimuste jätkuva paranemise, mistõttu on jooksevkonto sel ja järgmisel aastal üldjoontes stabiilne, kuigi viimastel kvartalitel toimunud paranemine alles hakkab andmetes kajastuma. Võrreldes pandeemiaeelse ajaga on muutunud laenuandmine ja -võtmine eri majandussektorites, kuna valitsused on suurendanud oma netolaenuvõtmise positsiooni ja erasektor on suurendanud oma netolaenuandmise positsiooni. 2024. aastal ei ole see nii tuntav kui 2023. aastal, sest valitsemissektori laenuvõtmine on vähenenud ja erasektori säästmine suurenenud.

- Suured **negatiivsed netovälispositsioonid** vähenesid 2023. aastal oluliselt, kusjuures nimetaja muutuse mõjul oli oluline roll, mis enam kui kompenseeris mõne olulise puudujäägi. Mõnel juhul tõi tugev väärtusemuutuse mõju kaasa täiendava vähenemise, kajastades vahetuskursi muutusi. Suured **positiivsed netovälispositsioonid** on püsinud üldjoontes stabiilsed, kuna lugeja ja nimetaja muutuse mõju tasakaalustavad teineteist jooksevkonto jätkuva suure ülejäägi tingimustes.

- **Euroala jooksevkonto** hakkas 2023. aasta alguses pärast madalseisu tõusma ja tõus on sellest ajast alates jätkunud igas kvartalis. Kaubandustingimuste paranemine on toonud kaasa nominaalse bilansi järsu paranemise, samal ajal kui nõudlus on üldiselt olnud tagasihoidlik, mis

on kergitanud ka jooksevkonto saldot. Euroala jooksevkonto jääb endiselt allapoole pandeemiaeelset taset, mis kajastab kõrgete energiahindade püsivat mõju kaubandusbilansile ja esmase tulu saldo järkjärgulist vähenemist. Esmase tulu saldo vähenemine on koondunud vähestesse riikidesse ja mõnel juhul kajastab see selliste eriotstarbeliste üksuste tegevust, millel on tugevad piiriülesed finantssidemed, kuid piiratud seosed riigisisese majandusega. Samal ajal on vähenenud (väike) teenustekonto ülejääk, kuigi turismi panus on üldjoontes pikaajalise keskmise lähedal. Euroala jooksevkonto peaks sel aastal jätkuvalt paranema ja jääma järgmisel aastal üldjoontes stabiilseks, mis kajastab riigisiseste investeeringute pikaajalist puudujääki võrreldes säästudega. Üldiselt on netovõlgnike rahvusvahelise netoinvesteerimispositsiooni märgatav paranemine toonud kaasa **euroala välispositsioonide** ühepoolse tasakaalustumise, hoolimata sellest, et suurtes netovõlausaldajariikides ei ole korrektsiooni toimunud.

- **Tööjõu ühikukulu** kasv kiirenes 2023. aastal üldiselt märkimisväärselt, kuid riigiti oli olukord küllaltki erinev ja enamikul juhtudel tulenes see palgakasvu kiirenemisest ning aeglasest või isegi negatiivsest tootlikkuse kasvust. Tööjõu ühikukulu kasv oli enamikus liikmesriikides viimaste aastate kiireim. Palgatõus oli märkimisväärne, kuid mõnes liikmesriigis ei ole reaalpalk ikka veel jõudnud 2019. aasta tasemele. 2024. aastal palgatõus aeglustub, kuid paljudes riikides on prognoositud kasv endiselt rekordiliselt suur. Tööturud on üldiselt endiselt pingelised, mis tugevdab töötajate läbirääkimispositsiooni. Kuigi mõnes riigis töötus suureneb, on see madalal tasemel ja tõus on tagasihoidlik. Paljudel juhtudel on töötus suurenenud, kuid tööhõive on suurenenud veelgi rohkem, kuna ränne ja/või tööturul osalemine on kasvanud. Euroala suurtes netovõlgnikriikides on tööjõu ühikukulu kasv olnud alla euroala keskmise, samas kui paljudes netovõlausaldajariikides on kasv olnud kiirem; see peaks toetama euroala välispositsioonide sümmeetrilist tasakaalustumist.

- 2023. aastal tugevnes euro teiste peamiste valuutade suhtes, kuna EKP jätkas rahapoliitika karmistamise tsüklit. Väljaspool euroala on tugevnenud ka muud Euroopa valuutad, välja arvatud Rootsi kroon. Selle tulemusel **reaalsed tegelikud vahetuskursid** üldiselt tõusid, kusjuures erandiks olid Rootsi ja mõned palju aeglasema inflatsiooniga euroala riigid, kus reaalne tegelik vahetuskurss jäi üldjoontes stabiilseks. THHI-põhine reaalne tegelik vahetuskurss tõusis kiire inflatsiooniga riikides aasta jooksul üle 5 % ja veelgi rohkem euroalavälistes riikides, kus leidis aset nii omavääringu järsk tugevnemine kui ka kiire inflatsioon. 2024. aastal aeglustus euro tugevnemine märkimisväärselt, mille tulemusel püsis reaalne tegelik vahetuskurss euroalal üldiselt stabiilne, kusjuures nüüd on inflatsioonierinevused palju väiksemad ja nende mõju reaalsele tegelikule vahetuskursile suhteliselt piiratud.

- Kogu ELis langes **ettevõtete võla suhe SKPsse** 2023. aastal oluliselt kolmandat aastat järjest, kusjuures üldine võlasuhe jõudis viimase kümne aasta madalaimale tasemele. Kuigi languse kõige olulisem tegur oli inflatsiooni mõju nimetajale, aitasid ettevõtete võlakoormuse üldisele vähenemisele kaasa ka piiratud või mõnel juhul negatiivsed netokrediidivood. Üldiselt langesid krediidivood enam kui kümne aasta madalaimale tasemele. Ettevõtete võla vähenemine tulenes peamiselt laenujäägi vähenemisest, samas kui võlaväärtpaberite maht jäid üldjoontes stabiilseks. Karmid rahastamistingimused ja kõrged intressimäärad on suurendanud ettevõtete intressikulusid ja pärssinud ettevõtlussektori suutlikkust võlgu tagasi maksta. Hoolimata ettevõtete rahalise haavatavuse mõningasest suurenemisest, on praegu vähe märke laenukohustuste täitmata jätmise suurenemisest. Pärast 2022. aasta keskpaiga haripunkti langes kasumiosa 2023. aastal ja 2024. aasta alguses tagasi pandeemiaeelsele tasemele, mis võib kajastada ettevõtete kohandumist suuremate palkadega, kuigi tagasihoidlik majandustegevus ja tootlikkuse aeglane kasv on väidetavalt avaldanud ja avaldavad jätkuvalt mõnes riigis ja sektoris kasumile survet. 2024. aastal jätkub võla vähendamine, kuid aeglasemas tempos, sest inflatsioon aeglustub ja krediidivood suurenevad veidi, millega peaks kaasnema ka ettevõtete investeeringute järkjärguline, kuid aeglane taastumine. Investeeringute

taastumine peaks hoogustuma, kuna nõudlus suureneb ning rahastamistingimused ja ettevõtjate kindlustunne paranevad.

- Eluasemehindade kasv aeglustus 2023. aastal pärast tugevat kasvu aastatel 2020–2022. Riigiti oli olukord siiski küllaltki erinev, sest mõnes riigis hinnad langesid, kuid mõnes tõusid. Hinnalangus või aeglasem hinnatõus kajastab kohanemist suuremate laenukuludega, kuna kodumajapidamised suudavad teenindada väiksemat laenumahtu. Juba toimunud intressimäärade väike langus koos turu korrigeerumisega madalamale hinnatasemele viib nõudluse taastumiseni 2024. aastal, kuigi mõnes riigis jätkub mõõdukas hinnatõus. Hoolimata hinnatõusu pidurdumisest on eluasemed hinnanguliselt ülehinnatud kolmes neljandikus ELi riikidest, kusjuures üle poolte puhul on märke, et need on ülehinnatud üle 10 %. Olukord on selline hoolimata asjaolust, et eluasemehinnad on kõige rohkem langenud turgudel, mida peeti kõige rohkem ülehinnatuks. Samal ajal on eluasemehinnad mõnes riigis jätkuvalt väga kiiresti kasvanud. Üldiselt on eluasemete ehitamine ja ehituslubade taotlemine vähenenud, eriti riikides, kus on toimunud suurem hinnakorrektsioon, ning see peaks piirama pakkumist ka lähitulevikus ja tooma taas kaasa alusdünaamika, mis on viimastel aastatel põhjustanud järsu eluasemehindade tõusu.

- **Kodumajapidamiste võla suhe** langes ka 2023. aastal sarnaselt viimaste aastate suundumusega, jõudes enamikus ELi riikides rekordiliselt madalale tasemele. Kuigi 2023. aastal oli langus oluliselt tingitud kõrge inflatsiooni mõjust nimetajale, aitas krediidivoogude kahanemine vähendada ka uute laenude mõju võlale. Laenukasutuse kulutuste kasv on olnud järsk ja see on kohe mõjutanud uute laenude võtmist, vähendades nõudlust hüpoteeklaenude järele. Mõju olemasolevate laenude intressimaksetele oli kiiremini tunda riikides, kus suurem hulk hüpoteeklaene on muutuva intressimääraga või kus intressimäära fikseerimise perioodid on väga lühikesed ja hüpoteeklaenude tagasimaksetähtajad pikad. Kodumajapidamiste säästud kosusid 2023. aastal mõnevõrra, pärast seda, kui need olid kahe aasta jooksul pärast pandeemiast tingitud järsku tõusu vähenenud. Keskmiselt on kodumajapidamiste saadud intressid kasvanud pisut rohkem kui makstud intressid. Kuna aga varad ja laenud kuuluvad erinevatele kodumajapidamistele, võivad kõrged intressimäärad mitmes riigis seada mõned kodumajapidamised märkimisväärse surve alla. Intressimäärade väga hiljutine langus ja eeldatav palgakasv peaksid seda edaspidi mõnevõrra leevendama. 2024. aastal on kodumajapidamiste rahaline olukord üldiselt jätkuvalt paranenud, kuigi aeglasemas tempos kui 2023. aastal.

- Kiirest inflatsioonist tulenev tugev SKP nominaalkasv toetas 2023. aastal jätkuvalt **valitsemissektori võla** vähenemist, hoolimata endiselt märkimisväärsest valitsemissektori eelarvepuudujäägist. 2024. ja 2025. aastal ei tohiks valitsemissektori esmane eelarvepuudujääk mõnes suure võlakoormusega riigis oluliselt väheneda ning SKP nominaalkasvu ja intressimäärade ebasoodsama erinevuse tõttu peaks 2021. aastal alanud valitsemissektori võla ja SKP suhte märkimisväärne langus kas aeglustuma või peatuma. Mõnes riigis – eriti kõrge võlatasemega riikides – peaks prognooside kohaselt 2024. aastal siiski jätkuma võla märkimisväärne vähenemine. Nendes riikides on eelarve ülejääk või väike puudujääk ning SKP reaalkasv on jätkuvalt jõuline, mis peaks aitama võlga vähendada. Mõnes euroalavälises riigis võivad valitsemissektori laenudega kaasneda täiendavad riskid, kui suhteliselt suur osa riigivõlast on nomineeritud välisvaluutas ja seetõttu võivad seda mõjutada vahetuskursi muutused. Lähiaastatel toetab ELi uue eelarveraamistiku rakendamine valitsemissektori võla vähendamist.

- Üldiselt oli ELi **finantssektor** 2023. aastal jätkuvalt vastupidav, kuna pangad on saanud suurt intressitulu ja viivislaenude suhtarv on püsinud stabiilsena. Kõrgemad intressimäärad tõid kaasa suuremad intressimarginaalid, kuna pangad tõstsid intressimäärasid laenude puhul kiiremini kui hoiuste puhul. See on suurendanud pankade kasumlikkust, eriti pankade puhul, kes kasutavad

rohkem hoiustepõhist rahastamist. Esimese taseme põhiomavahendite suhtarv on pisut tõusnud. Üldiselt on viivislaenude maht olnud stabiilne, kuigi 2024. aastal täheldati mõningast kasvu, mis näib olevat peamiselt tingitud mitmes riigis toimunud ärikinnisvarahindade korrektsioonist, kuid ka üldiselt kehvematest tsüklilistest tingimustest. Laenutingimused karmistusid 2023. aastal ning nii kodumajapidamiste kui ka finantssektoriväliste ettevõtete laenude pakkumine ja nõudlus vähenes. Pangandussektor püsib vastupidav ka 2024. aastal, kuid on märke varade kvaliteedi halvenemisest, kuna teatavaid laenuvõtjaid, sealhulgas kinnisvaraga tegelevaid ettevõtteid mõjutavad kõrgemad intressimäärad ja likviidsuspuudujääk. Pangandusvälist finantssektorit mõjutavad väidetavalt täiendavad riskid, mis tulenevad karmistunud finantstingimustest, krediidikvaliteedi halvenemisest ja varahindade korrapäratu korrektsiooni ohust. Nende hulka kuuluvad likviidsusriskid ja omavahelise seotuse riskid, pidades silmas, et pangandussektor ja pangandusväline sektor on ELis eriti tugevalt seotud. Investeerimisfondi- või kindlustussektoris avalduvatel häiretel võib olla ülekanduv mõju pangandussektorile ja vastupidi. Ärikinnisvarasektori langus kujutab endast riski mõnele finantssektori osale ning sellel võib olla negatiivne ülekanduv mõju kogu finantssektorile ja reaalmajandusele.

Majandusliku tasakaalustamatuse väljavaated

Tasakaalustamatuse väljavaated tulenevad ebatavaliselt kiire inflatsiooni keskkonnast, mis on toonud kaasa võlasuhte olulise languse. 2023. aastal langesid inflatsioonimäärad jõudsalt, jäädes aasta lõpuks keskpankade seatud sihttaseme lähedale. Kogu aasta jooksul oli tasakaalustamatuse väljavaate määravaks teguriks siiski hinna- ja kulutõus. Kõrgetel SKP deflaatoritel oli peamistele võlasuhetele tugev nimetaja muutuse mõju. Sel viisil on varasemast ajast pärit tasakaalustamatus – peamiselt suur võlakoormus – jätkuvalt korrigeerunud ning paljud koondnäitajad, eelkõige ettevõtete ja kodumajapidamiste võlg, on nüüd paljude aastate madalaimal tasemel. Erandiks on valitsemissektori võlg mõnes riigis, kus võlasuhe ei ole hoolimata 2023. aastal aset leidnud edasisest langusest veel naasnud 2020. aasta eelsele tasemele.

Viimaste aastate inflatsioonisurve on jätnud endast maha muutunud majandusmaastiku. Kuigi inflatsiooni aeglustumine tähendab, et selle mõju võla vähendamisele on nüüd piiratum, püsib kiirema inflatsiooni mõju ja see on jätkuvalt tasakaalustamatust kujundav tegur. Prognooside kohaselt jätkub paljudes riikides tööjõu ühikukulu hoogne kasv, kuna palgad kompenseerivad kasutatava reaalsissetuleku vähenemist. Hoolimata asjaolust, et keskpangad, sealhulgas Euroopa Keskpank, on hakanud rahapoliitikat lõdvendama, jäävad intressimäärad eeldatavasti kõrgemale tasemele kui viimasel kümnendil. See mõjutab võlgnevusega seotud intressikoormust ja varade väärtust kõigis majandussektorites. Alates intressimäärade tõusust on juba vähenenud investeeringud nii eluasemesse kui ka ettevõtluse eesmärgil.

Nominaalkasv annab järgmistel aastatel võla passiivsesse vähendamisse väiksema panuse. Üldine nominaalkasv jääb prognooside kohaselt mõnevõrra tugevamaks kui enne pandeemiat, peamiselt seetõttu, et SKP deflaator püsib pisut kõrgemal tasemel. Järgmistel aastatel ei ole siiski võimalik laenuvõtmist piiramata laenukoormust veelgi vähendada. Suure võlakoormusega kodumajapidamised, kellel on hüpoteeklaenud, millel on ujuv intressimäär või mille intressi fikseerimise periood on lõppenud või lõppemas, võib tekkida raskusi suuremate intressimaksete tasumisel. Ettevõtete puhul on krediidivoogude vähenemine ilmne ja sellega kaasneb ühikukasumi vähenemine (pärast tugevat kasvu), et katta osa tööjõu ühikukulu tõusust, kuna palgad jõuavad elukallidusele järele.

Mõnes riigis on märkimisväärne jooksevkonto puudujääk ja netovälisvõlg võib hakata taas kasvama. Mõnel juhul on välisvõlg pöördepunktis, kus suurt jooksevkonto puudujääki ei tasakaalusta enam nominaalkasv, mistõttu netovälispositsioon lähiaastatel eeldatavasti halveneb. Kuigi see ei ole nii suurima välisvõlaga riikide puhul, puudutab see ka riike, kus tõhusate poliitikameetmete puudumine võib tuua kaasa välisvõla murettekitava suurenemise. Meetmete

võtmine nõuab tavaliselt eelarvepuudujäägi ohjeldamist, et pidurdada jõulist nõudlust, mis aitaks samal ajal pidurdada allesjäänud inflatsioonisurvet, kuid vaja võib olla ka kodumajapidamiste või ettevõtete sektori kohandamist.

Kulupõhise konkurentsivõime probleemid on viimastel aastatel suurenenud ning mõned riigid seisavad nüüd silmitsi palju kõrgema hinna- ja kulutasemega, mis on tingitud kumulatiivsest tõusust, mis mõnes riigis ikka veel jätkub. Kuigi inflatsioonierinevused on oluliselt kahanenud ja paljudel juhtudel kadunud, jätavad need mõnes liikmesriigis endast maha palju kõrgemad suhtelised hinnad ja kulud. Kuigi see kehtib peamiselt riikides, kus on veel mõningane järelejõudmispotentsiaal, näib tõus olevat palju suurem kui see, mida saab usaldusväärselt seostada selliste teguritega nagu Balassa-Samuelsoni efekt, ning seda ei mõjuta tootlikkuse kasv. Selle tulemusena on nende riikide hinnatase varasemast palju kõrgem, mis võib seada surve alla nende konkurentsivõime, eriti kui see oli juba enne pandeemiat nõrgenenud. Nende mõjude korrigeerimine võtab aega: selleks on vaja kas hindade ja kulude järsku alanemist, mis võib põhjustada majandushäireid, või pikemat hindade ja kulude kasvu aeglustumist võrreldes kaubanduspartneritega, mis kestab kauem või on tuntavam, kui see muidu oleks olnud.

Kõrgem hinna- ja kulutase võib seada veelgi suurema surve alla välispositsiooni ning mõnel juhul võib olla raske edasist hinna- ja kulukasvu pidurdada. Mõnes riigis, kus hinna- ja kulutase on märkimisväärselt tõusnud, on ka muid kahjulikke tegureid, mis kujutavad endast erilist riski. Eksporditurgude kaotust, mis võib olla tingitud geopoliitilistest põhjustest, võib olla raskem kompenseerida uute ekspordivõimaluste leidmise kaudu, võttes arvesse kõrgemaid hindu ja kulusid koduriigis. Kui maksebilanss on juba surve all, näiteks energiahinna mõjul püsivalt vähenenud saldo tõttu, võib suurenenud kulutase avaldada välispositsioonile täiendavat survet seni, kuni toimub kohandumine madalamale nõudluse tasemele. Kui ka majanduskasv on aeglustunud, võib täiendava inflatsioonisurve ohjeldamine pärast nõudluse taastumist olla keeruline. Majandustingimuste normaliseerumisel võivad ilmneda fundamentaalsed majandusprobleemid, näiteks struktuurselt nõrgem maksebilanss.

Kõrged eluasemehinnad on hoolimata hinnatõusu hiljutisest aeglustumisest jätkuvalt oluline probleem mitmes riigis. Eluasemehindade kasv, mis oli aastaid tugev ja pandeemia ajal isegi kiirenes enamikus riikides, on aeglustunud. Need korrektsioonid ei vähenda iseenesest oluliselt eluasemehindade arenguga seotud riski. Selle asemel kajastavad need haavatavust: riikides, kus eluasemehinnad on järsult langenud, on see olnud tingitud alusdünaamikast, mis viis need jätkusuutmatule tasemele. Üldiselt ei ole see alusdünaamika muutunud. Võib eeldada, et kui eluasemenõudlus on täielikult kohandunud kõrgemate intressimääradega, jätkub jõuline eluasemehindade kasv, pidades silmas pikaajalist tugeva eluasemenõudluse ja piiratud pakkumise lõhet. Seda võib veelgi süvendada eluasemeinvesteeringute vähenemine, mis on hiljuti mõnes liikmesriigis rekordiliselt kõrge rändesaldo tingimustes aset leidnud. Eluaseme taskukohasus, mis on paljudes riikides üha suurema surve all, halveneb tõenäoliselt veelgi. Mõne liikmesriigi suurlinnapiirkondades on eluasemehinnad saavutanud taseme, mis võib pidurdada nende riikide majanduse suutlikkust töötajaid ligi meelitada, mis omakorda võib muutuda üha olulisemaks takistuseks nende kasvumudelile. Mõnes riigis on eluasemehindade kasv endiselt väga kiire ja kiireneb. Mõnel juhul jätkub selline tugev kasv koos tugeva inflatsioonidünaamikaga, mida võib olla raske ohjeldada ilma tugeva majandusliku mõjuta.

Riigipõhised järeldused ja järelseire

2025. aastal koostatakse põhjalik analüüs üheksa liikmesriigi kohta, kus 2024. aastal tuvastati tasakaalustamatus või ülemäärane tasakaalustamatus ([4]). Häiremehhanismi aruandes antakse ülevaade tasakaalustamatuse aluseks olevate põhiandmete arengust. 2025. aasta põhjalikes analüüsides, mis avaldatakse 2025. aasta esimeses pooles, antakse majanduslik hinnang selle kohta, kas tasakaalustamatus on süvenev, korrigeerimisel või korrigeeritud, eesmärgiga ajakohastada olemasolevaid hinnanguid ja hinnata võimalikke järelejäänud poliitikavajadusi. See kehtib **Küprose, Saksamaa, Kreeka, Itaalia, Ungari, Madalmaade, Rumeenia, Slovakkia** ja **Rootsi** kohta.

Lisaks võib tulemustabeli majanduslikust analüüsist järeldada, et Eesti kohta tuleks teha põhjalik analüüs, kuna selles liikmesriigis esineb uue tasakaalustamatuse oht. See on kooskõlas tulevikku suunatud lähenemisviisiga, mida on viimastel aastatel järgitud. Selle lähenemisviisi kohaselt tuleks teha põhjalik analüüs siis, kui tekivad murettekitavad arengud, mitte oodata seni, kuni ollakse kindlad tasakaalustamatuse olemasolus. Eestis on viimastel aastatel olnud tugev kulusurve, samal ajal kui eluasemehinnad on märkimisväärselt tõusnud ja ka kodumajapidamiste laenud on kasvanud. Eesti torkab silma selle poolest, et see areng on pikalt jätkunud ja et on muid murettekitavaid tegureid, mis kujutavad endast täiendavaid riske.

Eestis jätkub kulupõhise konkurentsivõime kahanemine ja jooksevkonto on halvenenud, samal ajal kasvavad eluasemehinnad jätkuvalt märkimisväärses tempos. Eesti kohta tehti 2023. aasta kevadel põhjalik analüüs, kuid sel ajal tasakaalustamatust ei tuvastatud: konkurentsivõime, maksebilansi ja eluasemehindadega seotud haavatavus oli juba olemas, kuid leiti, et see on piiratud ja peaks kiiresti vähenema. Eesti praegune tulemustabel näitab, et 2023. aastal ületasid soovituslikku künnisväärtust kaks näitajat, nimelt reaalne tegelik vahetuskurss ja tööjõu ühikukulu. Tulemustabeli majanduslik analüüs, mis põhineb hiljutistel arengutel ja väljavaadetel, ei taga piisavat kindlust. Kulusurve on pisut taandunud, kuid on ikka üks euroala suurimaid. Riigis on jätkuvalt kõrge inflatsioon, kusjuures alusinflatsioon on viimasel ajal kasvanud ja ületab selgelt euroala keskmist. Eesti tugev hinna- ja kulukasv on vastuolus majanduse nõrga kasvuga. Majandus ei ole taastunud Venemaa Ukraina-vastase sõja põhjustatud kriisist ning langes 2023. ja 2024. aastal märkimisväärselt. Reaalne SKP on ligikaudu pandeemiaeelsel tasemel, mis on ELi halvim tulemus. Viimasel ajal on märkimisväärselt vähenenud eksport, samuti ekspordi turuosa. Jooksevkonto puudujääk on võrreldes 2022. aasta tasemega vähenenud, kuid edasist paranemist ei ole oodata. Lisaks on see puudujääk tekkinud aeglase majandustegevuse ajal, mis osutab nõrgemale välispositsioonile, ja majandustegevuse elavnemine, mis toob kaasa suurema nõudluse, vähendaks jooksevkontot. Samal ajal on eluasemehinnad viimastel aastatel märkimisväärselt tõusnud ja nominaalhinnad kasvasid 2024. aasta esimesel poolel üle 7 %. See on suurendanud ohtu, et eluasemehinnad on ülehinnatud. Kodumajapidamiste laenuvõtmine aeglustus 2023. aastal, kuid oli ikkagi märkimisväärne, hoolimata sellest, et laenukasutuse kulutused olid euroala suurimad.

Ülejäänud liikmesriikide kohta ei ole praegu vaja põhjalikku analüüsi teha.

([4]) Komisjoni teatis 2024. aasta Euroopa poolaasta kevadpaketi kohta, COM(2024) 600 final.

Tekstikast. Makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tulemustabeli 2024. aasta läbivaatamise tulemused

Kooskõlas makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse määrusega hindab komisjon korrapäraselt makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tulemustabeli asjakohasust ja vajaduse korral ajakohastab seda (määruse (EL) nr 1176/2011 artikli 4 lõige 7). Käesoleva häiremehhanismi aruandega tehakse mitmeid muudatusi nii tulemustabeli põhi- kui ka täiendavates näitajates. Nagu tulemustabeli varasemate läbivaatamiste puhul, on kavandatud muudatustest enne nende lõplikku vastuvõtmist teatatud Euroopa Parlamendile, nõukogule (sealhulgas selle eksperdikomiteedele) ja Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogule.

Vastuvõetud muudatustes võetakse arvesse statistiliste näitajate viimaseid arenguid ning nende eesmärk on muuta tulemustabel kompaktsemaks, eri teemaplokkide vahel paremini tasakaalustatuks ja rohkem tulevikku vaatavaks. Juhinduti järgmistest põhimõtetest: i) stabiilsus (vältida liiga sagedast läbivaatamist); ii) muutujate arvu ei suurendata (muutujate arv ei tohiks reeglina suureneda, et järgida määruse nõuet tulemustabeli optimaalsuse kohta); iii) asjakohasus ja tähtsus makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse järelevalve seisukohast ning iv) vajadus võtta arvesse statistika kvaliteedi pidevat paranemist. Allpool on esitatud põhinäitajate muudatused; rohkem teavet on esitatud käesolevale teatisele lisatud komisjoni talituste töödokumendis ([5]).

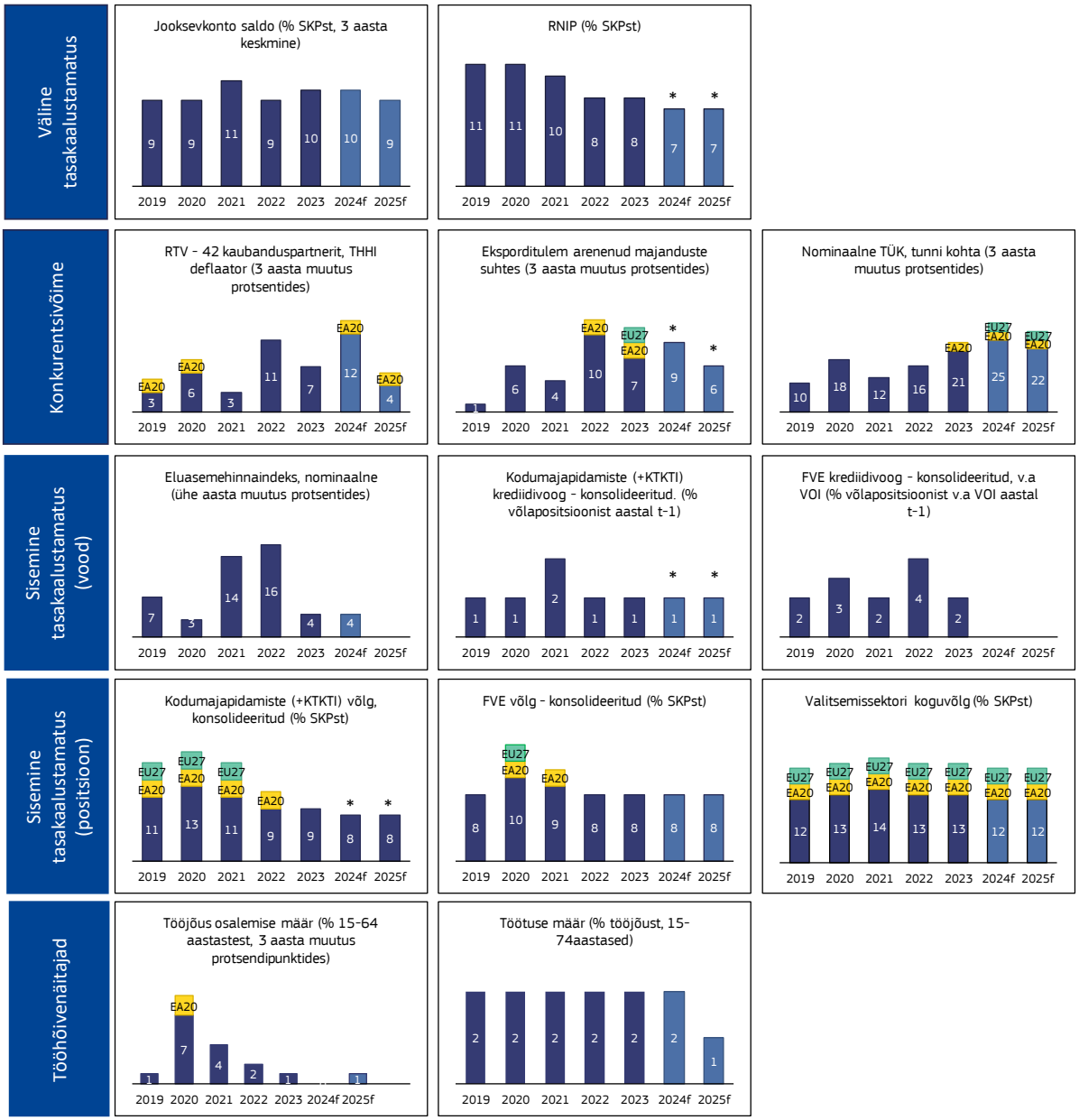
- Näitaja „eksporditulemused võrreldes arenenud majandusega riikidega“ on muudetud täiendavast näitajast põhinäitajaks, mida mõõdetakse kolme aasta jooksul toimunud muutusena. Sellele näitajale kehtestati uus künnis –3 %. Ekspordi turuosa näitaja on seevastu alandatud täiendavaks näitajaks.
- Erasektori võlapositsiooni ja krediidivoogude näitajad on jaotatud eraldi näitajateks kodumajapidamiste ja finantssektoriväliste ettevõtete kohta. Krediidivooge mõõdetakse protsendina eelmise aasta positsioonist ning finantssektoriväliste ettevõtete krediidivoo puhul jäetakse lugejast ja nimetajast välja välismaised otseinvesteeringud. Uued künnised on kodumajapidamiste ja finantssektoriväliste ettevõtete võlapositsiooni puhul vastavalt 55 % ja 85 % SKPst ning krediidivoogude puhul vastavalt 14 % ja 13 % eelmise aasta võlapositsioonist.
- Finantssektori kohustuste põhinäitajast on loobutud, kuna puudub terviklik finantssektori näitaja, mille künnise saaks mõistlikul viisil kindlaks määrata, ning on olemas mitu muud sõltumatut Euroopa tasandi finantssektori järelevalvemehhanismi, mis on loodud pärast makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse kasutuselevõttu. Pangandussektorit jälgitakse põhjalikumalt kolme täiendava näitaja kaudu: viivislaenude kogumaht (% laenude kogumahust), pangandussektori esimese taseme omavahendite suhtarv (% riskiga kaalutud varadest) ja pangandussektori omakapitali tulusus (%). Kuigi need näitajad annavad olulist teavet, on mõistlikke makromajanduslikke künniseid raske kindlaks määrata. Põhinäitaja puudumine tulemustabelis ei tähenda mingil juhul, et finantssektori tähtsus komisjoni makromajanduslikus järelevalves on vähenenud.
- Pikaajalise ja noorte töötuse määrast saavad täiendavad näitajad.
- Reaalse tegeliku vahetuskursi näitaja künnist alandatakse ± 5 %-lt euroala puhul ja ± 11 %-lt euroalaväliste riikide puhul vastavalt ± 3 %-le ja ± 10 %-le, et võtta arvesse uuemate andmete jaotuslikke omadusi.
- Mõne põhinäitaja määratlust ja ülesehitust on kohandatud, eelkõige puudutab see järgmist.
  - Nominaalse tööjõu ühikukulu indeksit mõõdetakse tunni kohta, mitte töötaja kohta.
  - Eluaseme hinnaindeksit mõõdetakse nominaalväärtuses, mitte reaalväärtuses, mis toob kaasa ka künnise muutmise +9 %-ks.
  - Töötuse määr esitatakse aastase näitajana, mitte kolme aasta keskmisena.

Mitmeid muudatusi on tehtud ka täiendavate näitajate puhul, sealhulgas on oluliselt vähendatud nende

([5]) Komisjoni talituste töödokument makromajandusliku tasakaalustamatuse menetluse tulemustabeli muudatuste kohta, SWD(2024) 702.

arvu, nagu on üksikasjalikult kirjeldatud käesolevale teatisele lisatud komisjoni talituste töödokumendis. Läbivaadatud tulemustabelis on üks põhinäitaja ja 5 (+ 5) täiendavat näitajat vähem kui varasemas tabelis.

Joonis 1. **Künnisväärtust ületavate tulemustabeli näitajatega liikmesriikide arv**



Nende liikmesriikide arv, kelle tulemustabeli muutujad ületavad teataval aastal asjakohaseid künnisväärtusi, põhineb andmetel, mis on esitatud 2025. aasta häiremehhanismi aruande tähtpäeva seisuga (31. oktoober 2024). Kuna andmeid võidakse hiljem muuta, võib muutuda ka nende väärtuste arv, mis varasemates häiremehhanismi aruannetes avaldatud tulemustabeli muutujatel põhinevate arvutuste kohaselt ületab künnisväärtust. * Koondandmed kogu prognoosiperioodi kohta ei ole kättesaadavad.

Allikas: Eurostat ja Euroopa Komisjoni prognoosid.

Joonis 2. **Häiremehhanismi aruande tulemustabeli näitajad 2023. aastal riikide kaupa**



Allikas: Eurostat