



EUROALUEEN TALOUSNÄKYMÄ KOSKEVAT EKP:N ASiantuntijoiden arviot (SYYSKUU 2015)¹

1. EUROALUEEN TALOUSNÄKYMÄT TIIVISTETYSTI

Euroalueen talouden elpymisen odotetaan jatkuvan mutta etenevän jonkin verran odotettua hitaammin, joten kasvunäkymät on nyt arvioitu hieman edelliskertaista heikommiksi. Suotuisa kotimainen kehitys tukee elpymistä, kun taas ulkoisen ympäristön kehitys on heikentynyt. Inflaatiiovauhdin odotetaan pysyvän hyvin hitaana vuonna 2015 mutta nopeutuvan arviointijakson mittaan ja olevan 1,7 % vuonna 2017. Vuotuisen inflaatiiovauhdin odotetaan nyt nopeutuvan jonkin verran hitaammin kuin vielä kesäkuussa ennakoitiin. Myös YKHI-inflaatio on siis arvioitu hitaammaksi kuin edellisissä arvioissa pääasiassa öljyn hinnan laskun vuoksi.

Arvioiden pohjana olevat öljyn hintaa ja valuuttakursseja koskevat oletukset perustuvat 12.8.2015 käytettävissä olleisiin tietoihin. Sen jälkeen saadut tiedot öljyn hinnan ja euron valuuttakurssin kehityksestä ovat sen suuntaisia, että BKT:n kasvua ja YKHI-inflaatiota koskeviin arvioihin liittyy ennakoitua heikomman kehityksen riskejä.

Talouden odotetaan edelleen elpyvän, mutta jonkin verran hitaammin kuin aiemmin on odotettu. Kotimaisen talouskehityksen pitäisi vähitellen vahvistua EKP:n epätavanomaisten rahapoliittisten toimien ja muun rahapolitiikan tukemana. Maailmantalouden kehitysnäkymät ovat nyt hieman aiempaa heikommät, sillä osassa nousevista markkinatalousmaista kehitys on ollut epäsuotuisaa. Kaiken kaikkiaan maailmantalouden kasvun odotetaan kuitenkin vahvistuvan tarkastelujaksolla etenkin kehittyneiden talouksien suotuisan talouskehityksen ansiosta.

Ulkoisten tekijöiden odotetaan nyt edistävän euroalueen talouskehitystä vähemmän kuin vielä kesäkuussa arvioitiin. Kehittyneiden talouksien kasvua koskevat arviot ovat kutakuinkin samankaltaiset kuin kesäkuuisissa arvioissa, mutta tärkeimpien nousevien markkinatalousmaiden talous- ja tuontinäkymät on nyt arvioitu huomattavasti edelliskertaista vaimeammiksi. Kesäkuusiin arvioihin verrattuna euroalueen vientikysynnän arvioidaan siis piristyvän selvästi hitaammin. Euron valuuttakurssin taannoisen heikentymisen odotetaan kuitenkin edelleen edistävän euroalueen viennin kasvua.

EKP:n epätavanomaisten rahapoliittisten toimien vaikutus välittyy edelleen talouteen. Pankkien antolainauskorkojen lasku jatkui vuoden toisella neljänneksellä, ja niiden odotetaan pysyvän historiallisesti katsottuna erittäin matalina koko arviointijakson ajan. Kokonaiskysynnän sekä etenkin viennin ja kiinteän pääoman muodostuksen odotetaan hyötyvän siitä, että rahapolitiikka tukee vahvasti kasvua.

Kriisin jälkeinen sopeutumisprosessi jatkuu taloudessa, mikä tukee kasvua. Arviointijaksolla finanssipolitiikan odotetaan olevan hieman elvyttävää (kun tarkastellaan suhdannekorjatun perusjäämän

¹ EKP:n asiantuntijoiden arviot muodostavat osan aineistoa, jota EKP:n neuvosto käyttää arvioidessaan talouskehitystä ja hintavakauteen kohdistuvia riskejä. Arvioiden laatimisessa käytettävistä menetelmistä ja tekniikoista on tietoa oppaassa "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises" (EKP, kesäkuu 2001). Opas on luettavissa EKP:n verkkosivuilla. Öljyn hintaa ja valuuttakursseja koskevat oletukset sekä muut tekniset oletukset perustuvat 12.8.2015 käytettävissä olleisiin tietoihin. Muuten arviot perustuvat 21.8.2015 käytettävissä olleisiin tietoihin. Tämänkertaisissa arvioissa arviointijaksona ovat vuodet 2015–2017. Pitkän arviointijakson vuoksi arvioihin liittyy huomattavaa epävarmuutta, mikä on syytä muistaa niitä tulkittaessa. Ks. EKP:n toukokuun 2013 Kuukausikatsauksen kehikko "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections".

muutosta puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta). Vuoteen 2013 saakka julkista taloutta oli vakautettu usean vuoden ajan. Luotonantotilanne on edelleen kohentunut: tuoreimman euroalueen pankkien luotonantokyselyn mukaan sekä luottopolitiikan että luottoehtojen katsottiin nettomääräisesti keventyneen. Yritysten velkaantuneisuus (velan suhde omaan pääomaan) jatkoi supistumistaan vuoden 2015 alkupuolelle saakka, ja nyt se on jälleen kriisiä edeltäneissä lukemissa. Kotitalouksien velkataakka on sekin edelleen pienentynyt ja nettovarallisuus kasvanut viime vuosineljänneksen aikana. Asuntojen hintojen lasku näyttää taittuneen, ja hinnat ovat alkaneet nousta sekä euroalueella keskimäärin että useimmissa euroalueen maissa. Lisäksi työmarkkinakehityksessä on saavutettu käänne, ja kehitys tukee nyt yksityisen kulutuksen kasvua yhä vahvemmin.

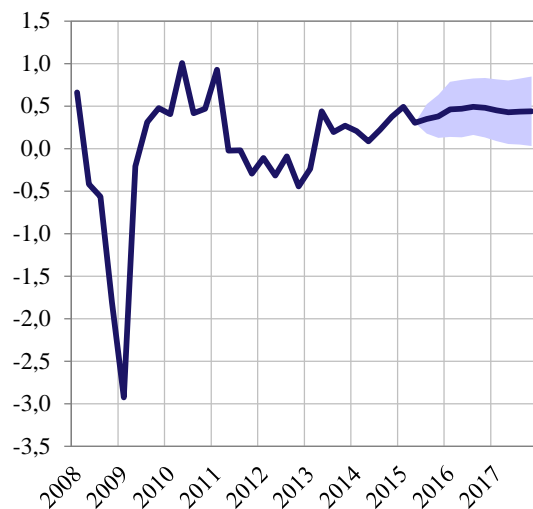
Kasvunäkymiä kuitenkin varjostavat edelleen useat tekijät. Osassa maista julkisen ja yksityisen sektorin velkataakka on yhä erittäin raskas. Rakenteellinen työttömyys on sekin edelleen suurta varsinkin eräissä vaikeuksista kärsivissä euroalueen maissa. Huolet pitkän aikavälin kasvupotentiaalista ja rakenneuudistusten verkkaisesta etenemisestä jarruttavat jatkossakin investointeja, ja lisäksi Kreikan kehitysnäkymät on maan viimeaikaisten tapahtumien vuoksi nyt arvioitu merkittävästi aiempaa heikommiksi.

Kuvio 1. Kokonaistaloudelliset arviot¹⁾

(neljännesvuosikehitys)

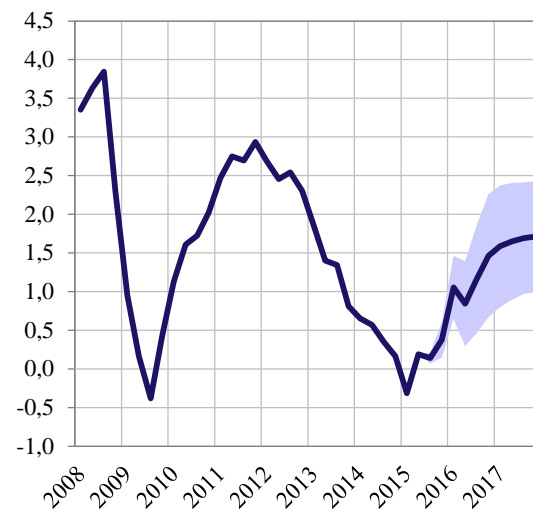
Euroalueen BKT²⁾

(neljännesvuositason prosenttimuutos)



Euroalueen YKHI

(vuositason prosenttimuutos)



1) Arvion keskilukua kuvaavan käyrän ympärille merkityt vaihteluvälit perustuvat aiempina vuosina laadittujen arvioiden ja toteutuneen kehityksen välisiin eroihin. Vaihteluvälien leveys on näiden erojen itseisarvojen keskiarvo kerrottuna kahdella. Vaihteluvälien laskentamenetelmää, johon sisältyy mekanismi poikkeuksellisten tapahtumien vaikutuksen korjaamiseksi, esitellään EKP:n verkkosivuilla julkaisussa "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges" (EKP, joulukuu 2009).

2) Työpäiväkorjattuja tietoja.

YKHI-inflaatio on kutakuinkin vakautunut ja ollut viime kuukaudet hieman yli nollan.

Inflaatiouauhti oli hitaimmillaan tammikuussa -0,6 %, mutta se on sittemmin piristynyt ja ollut viime kuukaudet (elokuuhun saakka) 0,2 prosentin tienoilla. Vaikka yleisindeksi on pysynyt jokseenkin vakaana, joidenkin erien kehitys on edennyt vastakkaisiin suuntiin. Energia- ja elintarvike-erissä näkyy öljyn ja elintarvikeraaka-aineiden hinnanlasku, joskin öljyn hinnanlaskun vaikutusta on hieman tasoittanut bensiinin jalostusmarginaalien kasvu. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatiouauhti on puolestaan nopeutunut jonkin verran viime kuukausina. Taustalla on muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen nousu; palvelujen hintakehitys taas on pysynyt varsin tasaisena.

YKHI-inflaation odotetaan pysyvän lyhyellä aikavälillä hitaana mutta alkavan nopeutua loppuvuodesta 2015. YKHI-inflaatiovauhdin arvioidaan olevan keskimäärin 0,1 % vuonna 2015 ja 1,1 % vuonna 2016 sekä 1,7 % vuonna 2017. YKHI:n energiaerän inflaatiota hidastavan vaikutuksen odotetaan lievenevän vuoden 2015 neljännestä neljänneksestä lähtien vertailuajankohdan vaikutuksen sekä öljyn eurohinnan oletetun nousun vuoksi. Energiaerän ei kuitenkaan odoteta nopeuttavan YKHI-inflaatiota ennen kuin vasta vuoden 2016 neljännellä neljänneksellä. Ilman energian hintoja lasketun YKHI-inflaation ennakoitaan nopeutuvan vähitellen arviointijaksolla palkkojen nousun ja voittomarginaalien kasvun jatkuessa. Pohjainflaation odotetaan nopeutuvan lähivuosina, kun talouden ja työmarkkinoiden käyttämätön kapasiteetti vähenee ja työmarkkinaolot kiristyvät (työttömyysasteen odotetaan laskevan 10,1 prosenttiin vuonna 2017). Pohjainflaatiota nopeuttaa odotusten mukaan myös ulkoisten hintapaineiden kasvu, joka johtuu siitä, että valuuttakurssikehitys näkyy kuluttajahinnoissa pitkään hitaan välittymisen vuoksi ja energian ja muiden raaka-aineiden hintojen oletetaan nousevan.

2. REAALITALOUS

Euroalueen talouden elpymisen ennakoitaan jatkuvan, tosin jonkin verran hitaampana kuin aiemmin odotettiin. Talouskehitys sai vuodenvaihteessa selvästi tukea öljyn hinnanlaskusta, mutta sitten kasvu jälleen hidastui jonkin verran ja BKT kasvoi vuoden 2015 toisella neljänneksellä enää 0,3 %. Kasvun odotetaan pysyvän jokseenkin samoissa lukemissa myös vuoden jälkipuoliskolla, kun yhtäältä ulkomaankaupan heikot näkymät vaimentavat euroalueen talouskasvua mutta toisaalta euron efektiivisen valuuttakurssin taannoinen heikkeneminen ja matala korkotaso todennäköisesti tukevat yritysten investointeja ja suotuisa työmarkkinakehitys ja energian hintojen lasku edistävät kulutusta. Koska nousevien markkinatalousmaiden kasvunäkymät ovat kuitenkin heikentyneet ja vientikysyntä on vaimentunut, talouden suhdanneluonteinen elpyminen jäänee odotettua heikommaksi ja negatiivinen tuotantokuilu sulkeutunee jonkin verran ennakoitua hitaammin. BKT:n vuotuisen kasvun arvioidaan nopeutuvan huomattavasti ja olevan keskimäärin 1,4 % vuonna 2015 ja 1,7 % vuonna 2016 sekä 1,8 % vuonna 2017. Vuonna 2014 BKT:n vuosikasvu oli keskimäärin 0,9 %.

Yksityisen kulutuksen odotetaan olevan edelleen tärkein elpymisen taustatekijä. Käytettävissä olevien reaalityulojen odotetaan kehittyvän suotuisasti lyhyellä aikavälillä, kun energian hintojen uuden laskun vaikutus tukee reaalityulojen kasvua. Myöhemmin työllisyyden vakaan kasvun ja työntekijää kohden laskettujen nimellisten työvoimakustannusten nousun nopeutumisen odotetaan vauhdittavan palkkatulojen kehitystä, ja myös muiden henkilökohtaisten tulojen pitäisi kasvaa talouden yleisen elpymisen myötä. EKP:n epätavanomaisten rahapoliittisten toimien tuella helpottuvien rahoitusolojen ja alhaisten rahoituskustannusten pitäisi tukea yksityistä kulutusta ja jossakin määrin myös kotitalouksien nettovarallisuuden kasvua, joka perustuu rahoitusvarallisuuden hintojen nousuun vuonna 2015 ja odotettuun asuntomarkkinatilanteen paranemiseen myös vuosina 2016–2017. Kaiken kaikkiaan yksityisen kulutuksen vuotuisen kasvun arvioidaan olevan arviointijaksolla keskimäärin 1,7 % (1,0 % vuonna 2014).

Säästämisasteen odotetaan ensin nousevan ja sitten laskevan seuraavien vuosineljännesten aikana, kun öljyn viimeaikaisen hintakehityksen vaikutus näkyy kulutuskäyttäytymisessä. Vuoden 2015 aikana säästämisasteen odotetaan nousevan hieman, sillä osa öljyn hinnan laskun myötä säästyneistä varoista pannaan säästöön, mutta vaikutuksen väistyessä säästämisaste laskenee vuoden 2016 kuluessa jälleen hieman. Muuten säästämisasteen odotetaan pysyvän kutakuinkin muuttumattomana arviointijakson loppuun saakka, kun eri taustatekijöiden vaikutukset kumoavat toisensa. Yhtäältä erittäin matalat korkotuotot vähentävät yleensä säästämishalukkuutta, sillä kuluttaminen vaikuttaa toistaiseksi kannattavammalta kuin säästäminen. Lisäksi joissakin maissa kuluttajien luottamus on parantunut ja työttömyys alkanut vähentyä, mikä voisi vähentää varovaisuussäästämistä. Yhä useammat kotitaloudet saattavat myös ryhtyä tekemään aiemmin lykkäämiään suuria hankintoja, mikä alentaisi säästämisastetta. Toisaalta korkeasta työttömyysasteesta ja suuresta velkataakasta aiheutuu yhä jonkin verran säästämispainetta. Lisäksi joissakin maissa saattaa olla tarvetta lisätä eläkesäästämistä erittäin alhaisen korkotason vuoksi.

Asuinrakennusinvestointien heikon kehityksen odotetaan piristyvän. Kahdeksan viime vuoden aikana asuinrakennusinvestoinnit ovat taantuneet yli 25 %. Niiden kehityksen odotetaan vakautuvan vuonna 2015, ja sen ennakoitaan vauhdittuvan arviointijakson aikana, kun käytettävissä olevien

reaalitulojen kasvu jatkuu, asuntolainojen korot ovat erittäin matalalla ja rahoitusolot helpottuvat osin EKP:n epätavanomaisten rahapoliittisten toimien ansiosta. Kotitalouksien lainakannan kasvun pitäisi siis vahvistua. Kotitaloudet ovat kuitenkin joissakin maissa jo erittäin velkaantuneita, ja eräissä toisissa maissa väestökehitys on luultavasti esteenä asuinrakennusinvestointien voimakkaalle kasvulle.

Yritysten investointien kehitys nopeutuu vähitellen EKP:n epätavanomaisten rahapoliittisten toimien ja talouden suhdanneluontoisen elpymisen tuella. Investointien vähittäiselle elpymiselle on hyvät edellytykset. Pääomainvestointeja tukevat arvion mukaan kysynnän kehitys, tarve nykyaikaistaa pääomakantaa vuosien investointitauon jälkeen, kasvua vahvasti tukeva rahapolitiikka ja voittomarginaalien kasvu. Edes yritysten velkataakan purkamisen ei odoteta jarruttavan niiden investointeja arviointijaksolla enää samassa määrin kuin aikaisemmin. Joissakin maissa yrityksillä on kuitenkin yhä rahoitusvaikeuksia ja suuri velkataakka, ja potentiaalisen tuotannon kasvun odotetaan jäävän aiempaa hitaammaksi, mikä sekin jarruttaa edelleen yritysten investointien elpymistä.

Euroalueen vientikysynnän odotetaan vahvistuvan vähitellen arviointijakson aikana, mutta hitaammin kuin aiemmin on arvioitu, sillä nousevien markkinatalousmaiden tuonnin kasvu jää huomattavasti odotettua heikommaksi. Euroalueen vientikysynnän kasvun arvioidaan jäävän selvästi hitaammaksi kuin ennen kriisiä, sillä odotusten mukaan maailmantalouden kehitys vaimenee ja maailmankauppa reagoi talouskehitykseen heikommin – pääasiassa siksi, että nousevien markkinatalousmaiden talouskasvun ei odoteta vauhdittavan näiden maiden tuontia samassa määrin kuin edellisissä asiantuntija-arvioissa (ks. kehikko 1).

Vienti euroalueen ulkopuolelle piristyneenä kuitenkin jonkin verran arviointijaksolla muun muassa euron valuuttakurssin aiemman heikkenemisen seurauksena. Vientimarkkinaosuuksien arvioidaan kasvavan. Odotusten mukaan tuonti euroalueen ulkopuolelta kasvaa vähitellen yhä nopeammin arviointijakson kuluessa, kun kokonaiskysyntä euroalueella vahvistuu. Vaihtotaseen ylijäämän (suhteessa BKT:hen) odotetaan kasvavan 3,0 prosenttiin vuonna 2015 vaihtosuhteen kehityksen ansiosta mutta pienenevän sitten ja olevan 2,7 prosenttia vuonna 2017. Vuonna 2014 vaihtotaseen ylijäämä oli 2,1 % suhteessa BKT:hen.

Tuotantokuilun odotetaan kapenevan pääasiassa potentiaalisen tuotannon kasvun heikkouden vuoksi. Potentiaalisen tuotannon kasvuvauhdin arvioidaan jäävän arviointijakson aikana noin 1 prosenttiin eli selvästi hitaammaksi kuin ennen kriisiä. Koska BKT:n kasvun arvioidaan olevan potentiaalista kasvua nopeampaa, negatiivisen tuotantokuilun arvioidaan hiljalleen kapenevan arviointijakson aikana.

Kehikko 1

KANSAINVÄLISTÄ YMPÄRISTÖÄ KOSKEVAT OLETUKSET

Maailmantalouden kasvu on edelleen hidasta ja epätasaista. Maailmantalouden kasvu oli vuoden ensimmäisellä neljänneksellä maltillista, ja tuoreimpien tietojen perusteella kehitys jää vaimeaksi myös lähitulevaisuudessa. Jatkossa maailmantalouden kasvun odotetaan vahvistuvan. Öljyn edullinen hinta, kasvua tukevat rahoitusolot maailmalla, julkisen talouden vakauttamisen hiipuminen, työmarkkinatilanteen koheneminen ja luottamuksen vahvistuminen edistänevät kasvun piristymistä kehittyneissä talouksissa. Nousevien markkinatalousmaiden kasvunäkymät sitä vastoin ovat heikentyneet huomattavasti, sillä osa edellisissä arvioissa esiin nostetuista ennakoitua heikemmän kehityksen riskeistä on toteutunut. Joissakin nousevissa markkinatalousmaissa rakenteelliset esteet ja makrotalouden epätasapaino rajoittavat kasvua, ja toisissa talouskehitys kärsii raaka-aineiden hintojen laskusta, poliittisesta epävarmuudesta ja ulkoisen rahoituksen saannin vaikeutumisesta. Heikon alkuvuoden jälkeen euroalueen ulkopuolisen maailman BKT:n kasvun arvioidaan olevan 3,2 % vuonna 2015 mutta jo 4 % vuonna 2017.

Maailmankaupan kasvu hidastui merkittävästi vuoden 2015 alkupuoliskolla, eikä sen odoteta vahvistuvan arviointijakson kuluessa kuin vähitellen. Tuonnin huomattava supistuminen joissakin

suurissa nousevissa markkinatalousmaissa on vaimentanut tuonin kehitystä koko maailmantaloudessa, vaikka kehittyneiden talouksien puolella kauppa ei olekaan kärsinyt yhtä paljon. Koska maailmankaupan kehityksessä on viimeisten neljän vuoden aikana koettu jatkuvasti takaiskuja ja tuonin pitemmän aikavälin kehitysnäkymät nousevissa markkinatalousmaissa ovat vaimeat, maailmankaupan ei enää arvioida piristyvän vahvasti. Kyselytutkimusten ja lyhyen aikavälin mallinnusten perusteella maailmankaupan elpyminen jää tänä vuonna hyvin vaatimattomaksi, minkä jälkeen tuonin kasvun arvioidaan seurailevan maailmantalouden BKT:n kasvua. Euroalueen vientikysynnän kasvun odotetaan olevan 1,5 % vuonna 2015 mutta jo 4,1 % vuonna 2017.

Maailmantalouden kehitys on nyt arvioitu heikommaksi kuin kesäkuuisissa asiantuntija-arvioissa koko arviointijaksolla nousevien markkinatalousmaiden kehitysnäkymien huonontumisen vuoksi. Myös euroalueen vientikysyntä on näissä arvioissa huomattavasti heikompi, sillä nousevien markkinatalousmaiden tuonin katsotaan kärsivän talouskehityksen heikkenemisestä enemmän kuin aiemmin odotettiin.

Kansainvälistä ympäristöä koskevat oletukset

(vuotuinen prosenttimuutos)

	Syyskuu 2015				Kesäkuu 2015			Muutos kesäkuun 2015 arvioihin verrattuna		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Maailmantalouden BKT (ilman euroaluetta)	3,7	3,2	3,8	4,0	3,4	4,1	4,1	-0,2	-0,3	-0,1
Maailmankauppa (ilman euroaluetta) ¹⁾	3,2	1,4	3,3	4,1	2,0	4,8	5,2	-0,6	-1,5	-1,1
Euroalueen vientikysyntä ²⁾	3,3	1,5	3,3	4,1	2,2	4,6	5,0	-0,7	-1,2	-0,9

Huom. Muutokset on laskettu pyöristämättömien lukujen pohjalta.

1) Eri maiden tuonin painotettu keskiarvo.

2) Euroalueen kauppakumppanimaiden tuonin painotettu keskiarvo.

Työmarkkinatilanteen odotetaan paranevan euroalueella edelleen arviointijakson kuluessa. Työllisiä oli vuoden 2015 alkupuoliskolla 1,9 miljoonaa enemmän kuin vuoden 2013 puolivälissä, jolloin työllisyys oli heikoimmillaan, mutta silti 3,9 miljoonaa vähemmän kuin parhaimmillaan kriisin edellä. Työssäkäyvien määrän arvioidaan elpävän edelleen merkittävästi arviointijaksolla, kun talustilanne kohenee. Joissakin maissa työssäkäyvien määrän kasvua tuetaan myös julkisten kannustimien ja palkkamaltin avulla, ja joissakin elpymistä edesauttavat jo aiemmin toteutetut työmarkkinauudistukset. Työntekijää kohden laskettujen tehtyjen työtuntien määrän arvioidaan kasvavan jonkin verran arviointijaksolla mutta pysyvän silti paljon pienempänä kuin ennen kriisiä. Työvoiman odotetaan kasvavan vain hitaasti, sillä suuri työttömyys ei rohkaise työnhakuun joissakin maissa ja toisissa maissa väestökehitys jarruttaa työvoiman kasvua. Työttömyysaste pieneni vuoden 2015 toisella neljänneksellä 11,1 prosenttiin, ja vuonna 2017 sen odotetaan olevan enää 10,1 %.

Kehikko 2

KORKOJA, VALUUTTAKURSSEJA JA RAAKA-AINEIDEN HINTOJA KOSKEVAT TEKNISET OLETUKSET

Suurin muutos kesäkuun arvioihin verrattuna on, että öljyn ja muiden kuin energiaraaka-aineiden dollarihinnat on nyt oletettu huomattavasti alemmiksi ja korot euroalueella hieman matalammiksi.

Korkoja ja raaka-aineiden hintoja koskevat tekniset oletukset perustuvat markkinaodotuksiin 12.8.2015. Lyhyitä korkoja mitataan kolmen kuukauden euriborkorolla, ja markkinaodotukset johdetaan futuurisopimusten pohjalta. Tällä menetelmällä keskimääräiseksi korkotasoksi saadaan 0,0 % vuosina 2015 ja 2016 sekä 0,1 % vuonna 2017. Markkinaodotusten mukaan valtion 10 vuoden joukkolainojen nimellistuotot euroalueella ovat keskimäärin 1,3 % vuonna 2015 ja 1,6 % vuonna 2016

sekä 1,8 % vuonna 2017.¹ Termiinikorkojen kehityksen perusteella pankkien euroalueen yksityiselle eirahoitussektorille myöntämien lainojen korkojen odotetaan laskevan jonkin verran vuonna 2015 ja alkavan vähitellen nousta vuosina 2016 ja 2017, kun markkinakorkojen muutokset välittyvät vähitellen antolainauskorkoihin. Raaka-aineiden hintoja koskevat oletukset perustuvat 12.8.2015 päättyneen kahden viikon jakson futuurimarkkinahintoihin. Brent-raakaöljyn barrelihinnan oletetaan ensin laskevan ja olevan keskimäärin 55,3 Yhdysvaltain dollaria vuonna 2015 mutta nousevan sitten ja olevan 56,1 dollaria vuonna 2016 sekä 60,9 dollaria vuonna 2017 (vuonna 2014 barrelihinta oli 98,9 dollaria). Muiden kuin energiaraaka-aineiden dollarihintojen oletetaan laskevan huomattavasti vuosina 2015 ja 2016 mutta nousevan jonkin verran vuonna 2017.² Kahdenvälisen valuuttakurssien oletetaan pysyvän arviointijakson aikana muuttumattomina sillä tasolla, jolla ne keskimäärin olivat elokuun 12. päivää edeltäneiden kahden viikon aikana. Euron dollarikurssin oletetaan siis olevan 1,10 koko arviointijakson ajan.

Tekniset oletukset

	Syyskuu 2015				Kesäkuu 2015			Muutos kesäkuun 2015 arvioihin verrattuna ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
3 kuukauden euriborkorko (vuosikorko prosentteina)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot (vuosituotto prosentteina)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Öljyn barrelihinta (Yhdysvaltain dollareina)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Muiden kuin energiaraaka-aineiden hintakehitys (Yhdysvaltain dollareina, vuotuinen prosenttimuutos)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
Euron dollarikurssi	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi 19 kauppakumppanimaan valuuttoihin nähden (vuotuinen prosenttimuutos)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0

1) Arvioissa tapahtuneet muutokset on laskettu pyöristämättömien tietojen pohjalta ja ilmaistu prosentteina tai kasvuvauhtien eroina. Korkoerot ja joukkolainojen tuottojen erot arvioiden välillä on ilmaistu prosenttiyksikköinä.

- 1 Valtion 10 vuoden joukkolainojen nimellistuottoja koskeva oletus perustuu valtioiden 10 vuoden viitejoukkolainojen tuottojen painotettuun keskiarvoon, jossa painoina on käytetty maiden vuotuisia BKT-lukuja. Tämän sarjan tuleva kehitys on ennakoitu käyttämällä EKP:n laatimia euroalueen joukkolainojen kymmenen vuoden futuurihintoja, ja sarjojen ero on pidetty samana arviointijakson alusta loppuun. Oletuksena on, että kunkin valtion joukkolainojen tuottoero euroalueen keskiarvoon nähden pysyy muuttumattomana koko arviointijakson ajan.
- 2 Öljyn ja elintarvikeraaka-aineiden hintoja koskevat oletukset perustuvat futuurihintoihin arviointijakson loppuun asti. Muiden raaka-aineiden kuin energian ja elintarvikkeiden hintojen oletetaan kehittyvän futuurihintojen mukaisesti vuoden 2016 kolmanteen neljänneksen asti ja seurailevan sen jälkeen maailman talouskehitystä.

Kasvunäkymät on nyt arvioitu heikommiksi kuin edellisissä arvioissa. Muutos johtuu pääasiassa siitä, että vientikysynnän kehitysnäkymien heikennyttyä (pääasiassa nousevien markkinatalousmaiden talouskehityksen vaimenemisen vuoksi) myös viennin kehitys – ja vuosina 2016 ja 2017 investointien kasvu – on nyt arvioitu aiempaa heikommaksi. Osasyynä on myös Kreikan viimeaikainen kriisi, jonka vuoksi maan talouden kasvunäkymät on nyt arvioitu huomattavasti heikommiksi koko arviointijaksolla.

3. HINNAT JA KUSTANNUKSET

Keskimääräisen YKHI-inflaatiovahdin arvioidaan olevan 0,1 % vuonna 2015 mutta nopeutuvan sitten ja olevan 1,1 % vuonna 2016 sekä 1,7 % vuonna 2017. YKHI-inflaation odotetaan pysyvän lähikuukaudet hitaana mutta alkavan nopeutua vuodenvaihteen tienoilla. Odotetun nopeutumisen taustalla ovat suureksi osaksi energiaerään liittyvä vertailuajankohdan vaikutus ja oletettu öljyn hinnannousu, joiden vuoksi energiaerään YKHI-inflaatiota nopeuttava vaikutus kasvanee merkittävästi. Myös ilman energian hintoja lasketussa YKHI:ssä alkanee hiljalleen näkyä nousupaineita. Kaiken kaikkiaan odotettu YKHI-inflaation nopeutuminen arviointijaksolla johtuu paitsi kotimaisten hintojen noususta, kun talouden ja työmarkkinoiden käyttämätön kapasiteetti vähenee ja tuotantokuilu vähitellen kapenee, myös ulkoisten

hintapaineiden kasvusta, kun euron valuuttakurssin aiemman heikkenemisen vaikutus siirtyy kuluttajahintoihin viiveellä ja energian ja muiden kuin energiaraaka-aineiden hintojen oletetaan nousevan.

Odotusten mukaan energian hintoihin liittyvät vertailuajankohdan vaikutukset ja euron valuuttakurssin aiemman heikkenemisen vaikutus alkavat nopeuttaa vuotuista inflaatiovauhtia loppuvuodesta 2015 alkaen. Ulkoisten hinnanlaskupaineiden väistyminen nousupaineiden tieltä on yksi keskeisistä tekijöistä YKHI-inflaation odotetun nopeutumisen taustalla. Tämänhetkinen erittäin hidaskin inflaatiovauhti johtuu suurelta osin energian ja muiden kuin energiaraaka-aineiden hintojen aiemmasta laskusta ja euron valuuttakurssin aiemmasta vahvistumisesta. Viimeaikaisesta öljyn hinnan jyrkästä laskusta aiheutuu lyhyellä aikavälillä myös uusia inflaation hidastumispaineita. Sen jälkeen vertailuajankohdan vaikutus, oletettu energian ja muiden kuin energiaraaka-aineiden hintojen nousu sekä euron aiemman heikkenemisen vaikutus edistävät kuluttajahintojen nousua arviointijaksolla.

Kotimaisten hintapaineiden odotetaan kasvavan arviointijakson aikana työmarkkinatilanteen parantumisen ja talouden käyttämättömän kapasiteetin vähenemisen myötä. Talouden elpymisen jatkuessa ja kysynnän vahvistuessa työttömyysasteen odotetaan laskevan ja yritysten hinnoitteluvoiman kasvavan, jolloin palkkojen nousu odotusten mukaan vauhdittuu ja voittomarginaalit kasvavat.

Useiden tekijöiden odotetaan jarruttavan palkkojen nousua talouden elpymisessä. Palkkakehitystä hidastaa muun muassa inflaatiovauhdin hitaus. Lisäksi seuraavien kahden vuoden aikana taloudessa on vielä runsaasti käyttämätöntä kapasiteettia. Myös kriisin aikana toteutetuilla työmarkkinoiden joustoa lisänneillä rakenneuudistuksilla on todennäköisesti palkkojen nousua hidastava vaikutus euroalueella, samoin kuin osassa euroalueen maista käynnissä olevalla kustannuskilpailukykyyn liittyvällä mukautusprosessilla.

Palkkojen maltillinen nousu ja tuottavuuden suhdanneluonteiden paraneminen vaikuttavat yksikkötyökustannusten kehitykseen arviointijaksolla. Yksikkötyökustannusten kasvun odotetaan olevan 1,1 % vuonna 2017 eli lähes samoissa lukemissa kuin vuonna 2014 (1,2 %). Koska palkkojen nousu seuraa tuottavuuden arvioitua suhdanneluonteista kohenemistä vasta viiveellä, yksikkötyökustannusten kasvun odotetaan hidastuvan tilapäisesti vuosina 2015–2016.

Arvioitu talouden elpymisen mahdollistaa voittomarginaalien kasvun vuoteen 2017 saakka. Viime vuosien heikon kehityksen jälkeen voittomarginaalien odotetaan kasvavan arviointijakson aikana, kun yritysten hinnoitteluvoima kasvaa kysynnän voimistumisen vuoksi ja ne saavat öljyn hinnan aiemman jyrkän laskun ansiosta odottamatonta voittoa. Kriisin aikana ja sen jälkeen toteutetuista rakenteellisista hyödykemarkkinauudistuksista johtuva kilpailun lisääntyminen kuitenkin odotusten mukaan vaimentaa voittomarginaalien kasvua.

YKHI-inflaatiovauhti on nyt arvioitu hitaammaksi kuin kesäkuuisissa arvioissa pääasiassa öljyn hinnan laskun vuoksi. Vuosien 2015 ja 2016 inflaatiovauhti on arvioitu edellisistä hitaammaksi ennen kaikkea siksi, että YKHIn energiaerän hintakehitys on arvioitu heikommaksi: öljyn dollarihinnat on nyt oletettu niin paljon matalammiksi, ettei oletettu euron dollarikurssin heikkous riitä kompensoimaan vaikutusta. Vuoden 2017 YKHI-inflaatiovauhdin arvioimiseen hitaammaksi ovat syynä hieman aiempaa heikommät BKT:n kasvunäkymät ja öljyn hinnan laskun viiveellä ilmenevät välilliset vaikutukset pohjainflaatioon.

4. JULKISEN TALOUDEN NÄKYMÄT

Finanssipolitiikalla arvioidaan olevan arviointijaksolla pieni kysyntää kasvattava vaikutus (suhdannekorjatun perusjäämän muutoksella mitattuna). Harkinnanvaraisten finanssipoliittisten toimien oletetaan olevan vaikutukseltaan jokseenkin neutraaleja, mutta muiden kuin harkinnanvaraisten tekijöiden vaikutus on hieman finanssipolitiikkaa keventävä: tärkeimpien makrotaloudellisten

verotusperusteiden osuus BKT:stä on vuonna 2015 hieman aiempaa pienempi (BKT:n rakenteen vaikutus), ja muiden tulojen kuin verotulojen odotetaan supistuvan hiveneron vuonna 2016.²

Julkisen talouden alijäämä- ja velkasuhteiden arvioidaan supistuvan. Arvioitu julkisen talouden alijäämäsuhteen supistuminen johtuu yksinomaan euroalueen taloustilanteen suhdanneluonteisesta kohenemisesta ja korkomenojen pienenemisestä. Rakenteellisen perusjäämän sitä vastoin arvioidaan heikkenevän arviointijaksolla jonkin verran. Julkisen talouden velkasuhteen arvioidaan supistuvan vuodesta 2015 lähtien.

Julkisen talouden näkymät ovat jonkin verran heikkommat kuin kesäkuussa julkaistuissa arvioissa. Julkisen talouden rahoitusaseman kehitys on nyt arvioitu hieman heikommaksi osin vakauttamistoimien vähenemisen vuoksi ja osin siksi, että joidenkin makrotaloudellisten verotusperusteiden odotetaan nyt kehittyvän jonkin verran heikommiksi. Velkasuhde on arvioitu selvästi suuremmaksi kuin kesäkuussa, etenkin kun nimellisen BKT:n kasvu on sekä nyt arvioitu hitaammaksi.

Taulukko 1. Euroalueen talousnäkyviä koskevat arviot¹

(vuotuinen prosenttimuutos)

	Syyskuu 2015				Kesäkuu 2015			Muutos kesäkuun 2015 arvioihin verrattuna ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
BKT ³⁾	0,9	1,4	1,7	1,8	1,5	1,9	2,0	-0,1	-0,2	-0,1
		[1,3–1,5] ⁴⁾	[0,8–2,6] ⁴⁾	[0,6–3,0] ⁴⁾	[1,2–1,8] ⁴⁾	[0,8–3,0] ⁴⁾	[0,7–3,3] ⁴⁾			
Yksityinen kulutus	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	-0,1	0,0	0,0
Julkinen kulutus	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0	0,1	-0,1
Kiinteän pääoman bruttomuodostus	1,3	2,1	3,4	3,9	1,9	3,5	3,9	0,2	-0,1	0,0
Vienti ⁵⁾	3,8	4,5	4,9	5,2	4,2	5,4	5,6	0,3	-0,5	-0,5
Tuonti ⁵⁾	4,2	4,7	5,4	5,7	4,8	5,8	5,9	-0,1	-0,3	-0,2
Työllisyys	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-0,1	-0,2	-0,1
Työttömyysaste (% työvoimasta)	11,6	11,0	10,6	10,1	11,1	10,6	10,0	-0,1	0,1	0,2
YKHI	0,4	0,1	1,1	1,7	0,3	1,5	1,8	-0,2	-0,3	-0,1
		[0,0–0,2] ⁴⁾	[0,5–1,7] ⁴⁾	[0,9–2,5] ⁴⁾	[0,2–0,4] ⁴⁾	[0,9–2,1] ⁴⁾	[1,0–2,6] ⁴⁾			
- ilman energian hintaa	0,7	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2
- ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja	0,8	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
- ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja ja välillisiä veroja ⁶⁾	0,7	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
Yksikkötyökustannukset	1,2	1,0	0,6	1,1	0,8	0,7	1,3	0,2	-0,1	-0,2
Työvoimakustannukset työntekijää kohden	1,5	1,6	1,6	2,1	1,4	1,7	2,3	0,2	-0,1	-0,2
Työn tuottavuus	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Julkisen talouden rahoitusasema (% suhteessa BKT:hen)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,3
Rakenteellinen rahoitusasema (% suhteessa BKT:hen) ⁷⁾	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-0,1	-0,2	-0,3
Julkisen talouden bruttovelka (% suhteessa BKT:hen)	91,7	91,6	90,7	89,4	91,5	90,2	88,4	0,1	0,5	1,0
Vaihtotaseen yli-/alijäämä (% suhteessa BKT:hen)	2,1	3,0	2,9	2,7	2,1	2,0	2,0	0,9	0,9	0,7

1) Liettua on mukana euroaluetta koskevissa arvioissa lukuun ottamatta YKHI:n muutosta vuonna 2014. YKHI:n keskimääräinen vuotuinen prosenttimuutos vuodelle 2015 pohjautuu sellaiseen euroalueen kokoonpanoon, jossa Liettua on mukana jo vuonna 2014.

² Finanssipolitiikkaa koskevissa oletuksissa ovat mukana vuoden 2015 talousarviolakeihin ja lisätalousarvioihin kirjatut toimet sekä 21.8.2015 käytettävissä olleet tiedot valtioiden keskipitkän aikavälin talousarviosuunnitelmista ja tarkistetuista vakausohjelmista. Oletuksiin on sisällytetty kaikki sellaiset julkisen vallan toimenpiteet, jotka on joko jo hyväksytty kansallisessa parlamentissa tai määritelty hallitustasolla riittävän yksityiskohtaisesti, jotta ne todennäköisesti läpäisevät lainsäädäntöprosessin.

- 2) Muutokset on laskettu pyöristämättömien lukujen pohjalta.
- 3) Työpäiväkorjattuja tietoja.
- 4) Arvioiden vaihteluvälit perustuvat aiempina vuosina laadittujen arvioiden ja toteutuneen kehityksen välisiin eroihin. Vaihteluvälien leveys on näiden erojen itseisarvojen keskiarvo kerrottuna kahdella. Vaihteluvälien laskentamenetelmää, johon sisältyy mekanismi poikkeuksellisten tapahtumien vaikutuksen korjaamiseksi, esitellään EKP:n verkkosivuilla julkaisussa "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges" (EKP, joulukuu 2009).
- 5) Ml. euroalueen sisäinen kauppa.
- 6) Alaindeksi perustuu arvioon välillisten verojen todellisesta vaikutuksesta. Arvioitu vaikutus saattaa poiketa Eurostatin tiedoista, jotka perustuvat oletukseen, että verotuksen vaikutus välittyy YKHiin välittömästi ja täydellisesti.
- 7) Julkisen talouden rahoitusasema ilman suhdanteiden ja tilapäisten valtion toimenpiteiden ohimenevää vaikutusta. (EKP:n menetelmää on esitelty EKP:n Working Paper -sarjan julkaisuissa numero 77 (syyskuu 2001) ja 579 (tammikuu 2007). Rakenteellista rahoitusasemaa koskevaa arviota ei johdeta koko euroalueen tuotantokuilun pohjalta. EKP:n menetelmässä suhdannekomponentit lasketaan erikseen tulo- ja menoveroille. Menetelmää on käsitelty EKP:n maaliskuun 2012 Kuukausikatsauksen kehikossa "Julkisen talouden rahoitusjäämän suhdannetasoitus" ja syyskuun 2014 Kuukausikatsauksen kehikossa "Rakenteellinen rahoitusasema julkisen talouden perusrahoitusaseman indikaattorina".

Kehikko 3

HERKKYYSANALYYSI

Asiantuntija-arviot perustuvat vahvasti teknisiin oletuksiin keskeisten muuttujien kehityksestä. Muuttujilla voi olla suurikin vaikutus euroalueen talouskehitystä koskeviin arvioihin, joten riskianalyysin kannalta on mielekästä tarkastella, miten herkästi arviot muuttuvat, jos kehitys poikkeaa oletetusta. Tässä kehikossa tarkastellaan öljyn hintakehitykseen ja valuuttakurssikehitykseen liittyvää epävarmuutta ja näiden muuttujien vaikutusta arviointituloksiin.

1) Poikkeava öljyn hintakehitys

Joidenkin öljyn hintakehitystä kuvaavien mallien mukaan öljyn hinta olisi vuonna 2017 korkeampi kuin futuurihintojen perusteella on oletettu. Perusskenaarion pohjana olevien, futuurimarkkinahintoihin perustuvien öljyn hintakehitystä koskevien teknisten oletusten perusteella öljyn hinta nousee tarkastelujaksolla (ks. kehikko 2). EKP:n käytössä olevien vaihtoehtoisten mallinnusmenetelmien¹ perusteella öljyn hinta nousisi tarkastelujaksolla vahvemmin kuin teknisten oletusten perusteella, jos öljyn kysyntä maailmalla lisääntyisi keskipitkällä aikavälillä ja jos öljyn tuotanto vähenisi jonkin verran sen vuoksi, että viimeaikaisen öljyn hinnan laskun takia öljyalan investoinnit olisivat vähentyneet ja öljyvarojen hyödyntämiskapasiteetti olisi siten heikentynyt joissakin maissa. Tällainen poikkeava öljyn hintakehitys, jossa öljyn hinta vuonna 2017 olisi 8,1 % korkeampi kuin perusskenaariossa, hidastaisi BKT:n kasvua hieman (0,1 prosenttiyksikköä vuonna 2017) ja nopeuttaisi YKHI-inflaatiota jonkin verran (noin 0,1–0,2 prosenttiyksikköä vuosina 2016 ja 2017) näihin asiantuntija-arvioihin verrattuna.

Vaihtoehtoisessa skenaariossa öljyn hinnan siis oletettiin nousevan nopeammin kuin perusskenaariossa. Teknisten oletusten pohjana olevien tietojen keruupäivän jälkeen öljyn hinta on kuitenkin laskenut, osaksi eräiden nousevien markkinatalousmaiden rahoitusmarkkinoilla vasta koettujen häiriöiden seurauksena. Jos öljyn hintakehitystä koskevissa oletuksissa otettaisiin huomioon 1.9.2015 käytettävissä olleet tiedot,² öljyn hinnan oletettaisiin olevan arviointijaksolla keskimäärin 6 % matalampi kuin näissä asiantuntija-arvioissa. Nykyiseen BKT:n kasvuarvioon liittyy siis hienoisia ennakoitua nopeamman kasvun riskejä ja inflaatioarvioon pieniä ennakoitua hitaamman inflaation riskejä.

2) Poikkeava valuuttakurssikehitys

Rahoitusmarkkinoilla aivan viime aikoina ilmenneet jännitteet voivat taas vahvistaa euron efektiivistä valuuttakurssia. Asiantuntija-arvioihin mahdollisesti liittyviä riskejä tarkastellaan tässä herkkyyssanalyysissä esittämällä perusskenaarion rinnalle vaihtoehtoinen skenaario, jossa euron valuuttakurssi edelleen vahvistuu. Skenaariossa euron dollarikurssin kehitys on johdettu 12.8.2015 päivättyjen valuuttakurssioptioiden riskineutraalin tiheysjakauman ylimmästä kvartiilista. Tässä simulaatiossa euron dollarikurssi vahvistuu vähitellen ja on vuonna 2017 jo 1,21 eli 10,6 % vahvempi kuin perusskenaariossa. Vastaavat euron nimellistä efektiivistä valuuttakurssia koskevat oletukset

noudattavat pitkän aikavälin säännönmukaisuuksia, joiden mukaan euron dollarikurssi reagoi efektiivisen valuuttakurssin muutoksiin noin 52 prosentin joustolla. Näin simuloitu euron efektiivinen valuuttakurssi erkanee vähitellen perusskenaariosta ja on 5,3 % sitä vahvempi vuonna 2017. Asiantuntijoiden arvioissa käytetyillä mallinnusmenetelmillä valuuttakurssin vahvistuminen hidastaisi BKT:n kasvua 0,2–0,4 prosenttiyksiköllä ja YKHI-inflaatiota 0,1–0,5 prosenttiyksiköllä vuosina 2016–2017.

- 1 Ks. neljän mallin yhdistelmä, jota on esitelty Talouskatsauksen numerossa 4/2015 julkaistussa artikkelissa ”Forecasting the price of oil”.
- 2 Tällöin oletusten pohjana olisivat öljyn futuurimarkkinahinnat 1.9.2015 päättyneellä kahden viikon jaksolla.

Kehikko 4

LISÄÄNTYNYT EPÄVARMUUS MAAILMALLA VAIKUTTAA EUROALUEEN TALOUSKEHITYKSEEN

Aivan viimeaikaiset jännitteet rahoitusmarkkinoilla ovat osoittaneet erittäin selvästi, että maailmantalouden näkymät ovat edelleen alttiina monelle epävarmuustekijälle. Erityisesti kasvavat huolet talouden kasvunäkymistä Kiinassa ja muissa nousevissa markkinatalousmaissa voisivat hyvinkin nopeasti johtaa rahoitusmarkkinoilla rajuihin kehityskulkuihin, jotka saattaisivat varjostaa euroalueenkin näkymiä. Tässä kehitössä esitetään vaihtoehtoinen skenaario, jolla kartoitetaan erilaisten maailmantalouden sokkien mahdollisia vaikutuksia euroalueen kasvunäkymiin.

Maailmantaloudessa epävarmuustekijöitä liittyy ensinnäkin Kiinan talouskasvun hidastumiseen. Perusskenaariossa oletetaan jo Kiinan talouskasvun hidastuvan, mutta vielä laajempi velkaantumiseen liittyvien tasapainottomuuksien purkautuminen saattaisi lisätä rahoitusmarkkinoiden jännitteitä ja hidastaa maan talouskehitystä entisestään. Tällöin Kiinan pankkien saamisten laatu heikkenisi nopeasti ja niiden kyky ja halukkuus luottaa taloutta voisivat kärsiä pahasti. Pankkien luotonanto saattaisi supistua odotettua voimakkaammin esimerkiksi epäsuotuisan asuntomarkkinakehityksen vuoksi (sillä pankeilla on huomattavia saamia suuren velkavivun varassa toimivilta kiinteistöyhtiöiltä). Lisäksi osakehintojen lasku voisi jatkua Kiinan kotimaisten sijoittajien tarkistaessa näkemystään osakeriskipreemioista. Saamisten laadun heikkenemisestä ja riskipremioiden suurenemisesta voisi aiheutua valtion joukkolainojen tuottojen kasvupaineita, kun pankkisektoria jouduttaisiin tukemaan laajamittaisesti valtion varoin. Tällöin investointien – ja vähäisemmässä määrin myös kulutuksen – kasvu jäisi paljon hitaammaksi kuin tämänkertaisessa perusskenaariossa on arvioitu. Koska talouskasvun hidastuminen voisi johtaa työttömyyden merkittävään kasvuun, voidaan olettaa, että Kiinan viranomaiset pyrkisivät pysäyttämään kasvun hidastumisen ryhtymällä mittaviin raha- ja finanssipoliittisiin elvytystoimiin ja kenties myös devalvoimalla renminbin uudestaan. Kaiken kaikkiaan skenaariossa oletetaan Kiinan talouskasvun olevan 1 prosenttiyksikön hitaampaa kuin perusskenaariossa vuosina 2016 ja 2017.

Toisekseen epävarmuustekijöitä liittyy Yhdysvaltain rahapolitiikan normalisoitumistahtiin. Asiantuntija-arvioiden pohjana olevat tekniset oletukset on johdettu Yhdysvaltain lyhyitä korkoja koskevista markkinaodotuksista, joiden mukaan lyhyet korot nousevat hyvin verkkaisesti ja ovat vuoden 2017 lopussakin vain 1,6 %. Jos kuitenkin korot seurailevat Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitean korkokehitysarvioiden mediaania, ne nousevatkin nopeammin kuin mitä markkinoiden odotuksiin on hinnoiteltu. Lisäksi maturiteettipremio on Yhdysvalloissa edelleen poikkeuksellisen pieni huolimatta rahapolitiikan normalisoitumista koskevista odotuksista. Jos epävarmuus lisääntyy maailmantaloudessa ja sen myötä myös Yhdysvaltain rahapolitiikan kehitykseen liittyvä epävarmuus kasvaa, on mahdollista, että maturiteettipremio suurenee äkillisesti. Tällaisen kehityksen mallintamiseksi vaihtoehtoisessa skenaariossa oletetaan, että maturiteettipremio kasvaa 1,30 prosenttiyksikköä ja premion kasvu välittyy Yhdysvaltain pitkiin korkoihin. Pitkien korkojen nousu Yhdysvalloissa vaikuttaisi pitkiin korkoihin myös muissa suurissa kehittyneissä talouksissa.

Nousevien markkinatalousmaiden talouskasvu kärsisi todennäköisesti näistä häiriöistä. Venäjä on syvässä taantumassa, ja odotuksena on, että julkiset menot vähenevät rajusti öljytulojen vähenemisen vuoksi. Brasiliassa kasvunäkymät ovat heikentyneet merkittävästi inflaation nopeutumisen myötä. Mikäli Kiinan talouskasvu hidastuisi odotettua selvemmin, etenkin raaka-aineiden viejämaiden talousnäkyymiin

voisi kohdistua merkittäviä ennakoitua heikomman kehityksen riskejä. Tuoreiden tietojen perusteella pääomavirrat nouseviin markkinatalousmaihin ovat taas hidastuneet samaan tapaan kuin vuoden 2013 puolivälissä, jolloin Yhdysvaltain keskuspankin aikeet vähentää joukkolainaostojaan aiheuttivat voimakkaita reaktioita. Pääomien pako nousevista markkinatalouksista kertoo epävarmuuden lisääntymisestä maailmantaloudessa sekä siitä, että sijoittajien luottamus nousevien markkinatalousmaiden kasvunäkymiin on järkkynyt. Tässä tilanteessa uudet Kiinan kasvunäkymiin liittyvät takaiskut ja/tai odottamaton pitkien korkojen nousu Yhdysvalloissa voisivat kiihdyttää pääomapakoa nousevista markkinatalousmaista, kiristää rahoitusoloja näissä maissa ja hidastaa siten niiden talouskasvua. Skenaariossa makrotalouden näkymiä koskevan epävarmuuden lisääntymisen vaikutusta nousevien markkinatalousmaiden talouskehitykseen on mallinnettu siten, että S&P 500 -indeksiopitoiden hinnoista johdettuun implisiittiseen volatilitettiin (volatilitiitti-indeksiin) kohdistuu kahden keskihajonnan suuruinen häiriö, joka haittaa maiden kotimaista kysyntää.

Epävarmuuden lisääntyminen maailmantaloudessa saattaisi vaikuttaa euroalueen talouskehitykseen sekä kaupan että rahoitusmarkkinoiden kytkösten välityksellä. Epävarmuuden lisääntyminen haittaisi euroalueen ja koko maailman talouden kasvua kaupan välityksellä, kun kysyntä heikkenisi niin Yhdysvalloissa (pitkien korkojen nousun vuoksi) kuin muissakin kehittyneissä talouksissa ja nousevissa markkinatalousmaissa, mikä heikentäisi myös euroalueen vientikysyntää. Haittavaikutukset näkyisivät pitkissä koroissa niin euroalueella kuin maailmallakin, jolloin yritysten, kotitalouksien ja valtioiden rahoituskustannukset nousisivat. Korkojen nousu Yhdysvalloissa voisi myös vaikuttaa euron efektiiviseen valuuttakurssiin vahvistamalla Yhdysvaltain dollaria euroon nähden, ja heilahtelut nousevien markkinatalousmaiden rahoitusmarkkinoilla voisivat vahvistaa euroa näiden maiden valuuttoihin nähden.

Arvion mukaan maailmantalouden epävarmuuden lisääntyminen (kun otetaan huomioon kaikki edellä mainitut epävarmuustekijät) heikentäisi euroalueen talouskasvua perusskenaarioon verrattuna 0,1–0,2 prosenttiyksiköllä vuonna 2016. Euroalueen BKT:n kasvu jäisi hitaammaksi osittain sen vuoksi, että euroalueen vientikysyntä heikkenisi Yhdysvaltain ja muiden kehittyneiden talouksien sekä Kiinan ja muiden nousevien markkinatalousmaiden talouskehityksen hidastumisen myötä. Lisäksi rahoitusmarkkinoiden välityksellä leviävät (euroalueen pitkiä korkoja nostavat) haittavaikutukset heikentäisivät euroalueen talouden kasvunäkymiä.

Tarkastellussa skenaariossa vaikutus euroalueeseen jää vähäiseksi – erinäisin varauksin. Skenaariossa ei esimerkiksi oteta huomioon yritysten ja kotitalouksien luottamuksen kautta välittyviä vaikutuksia. Epävarmuuden vaikutus voi myös näkyä osakkeiden ja muiden omaisuuserien markkinoilla vahvemmin kuin malleissa, jolloin hinnatkin laskevat enemmän. Lisäksi käytetyt mallit ovat lineaarisia, kun taas rahoitusmarkkinoiden rajuihin korjausliikkeisiin saattaa liittyä useampien muuttujien samanaikaisia epälineaarisia muutoksia, jotka mahdollisesti voimistavat vaikutuksia entisestään. Simulaatioissa ei myöskään oteta täysimääräisesti huomioon valuuttakurssivaikutuksia eikä haitallisia vaikutuksia raaka-aineiden hintoihin. Toisaalta euroalueen talouskehitystä haittaavat sokit voisivat myös jäädä vaikeammiksi, jos nousevissa markkinatalousmaissa toteutettaisiin kompensoivia toimia tai jos Yhdysvalloissa lykättäisiin rahapolitiikan kiristämistä, jotta nousevien markkinatalouksien heikentyminen ei vaikuttaisi yhtä voimakkaasti.

Kehikko 5

MUIDEN LAITOSTEN ENNUSTEET

Useat kansainväliset järjestöt ja yksityiset ennustelaitokset julkaisevat ennusteita euroalueen talousnäkyistä. Nämä ennusteet eivät kuitenkaan ole täysin vertailukelpoisia keskenään eivätkä EKP:n asiantuntijoiden laatimien kokonaistaloudellisten arvioiden kanssa, koska ne on laadittu eri ajankohtina. Lisäksi (osittain määrittelemättömät) menetelmät, joilla oletukset finanssipolitiikkaa, rahoitusmarkkinoita sekä ulkoisia tekijöitä koskevista muuttujista kuten öljyn ja muiden raaka-aineiden hinnoista johdetaan, poikkeavat toisistaan. Myös työpäiväkorjauksissa käytetyissä menetelmissä on eroja (ks. taulukko). Kuten taulukosta nähdään, useimmat saatavilla olevat muiden laitosten ennusteet eivät suuremmin poikkeaa

EKP:n asiantuntijoiden syyskuisista pistearvioista ja asettuvat niiden vaihteluväleille (taulukossa vaihteluvälit on esitetty hakasulkeissa).

Euroalueen BKT:n kasvua ja YKHI-inflaatiota koskevien ennusteiden vertailua

(vuotuinen prosenttimuutos)

	Julkistamis- ajankohta	BKT:n kasvu			YKHI-inflaatio		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
EKP:n asiantuntijoiden arviot	syyskuu 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,1	1,7
		[1,3–1,5]	[0,8–2,6]	[0,6–3,0]	[0,0–0,2]	[0,5–1,7]	[0,9–2,5]
Euroopan komissio	toukokuu 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Euro Zone Barometer -kyselytutkimus	elokuu 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Consensus Economics Forecasts	elokuu 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	elokuu 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
IMF	heinäkuu 2015	1,5	1,7	-	0,1	1,0	-

Lähteet: Euroopan komission talousennuste (kevät 2015), IMF World Economic Outlook (huhtikuu 2015 sekä BKT:n kasvua koskeva päivitetty ennuste heinäkuulta 2015), Consensus Economics Forecasts, MJEconomics ja EKP:n Survey of Professional Forecasters.

Huom. Eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijoiden arviot perustuvat työpäiväkorjattuihin tietoihin, kun taas Euroopan komission ja IMF:n luvuissa ei oteta huomioon, montako työpäivää kunakin vuonna on. Muissa ennusteissa ei mainita, perustuvatko ne työpäiväkorjattuihin tietoihin vai eivät.

© Euroopan keskuspankki, 2015

Käyntiosoite: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Germany

Postiosoite: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Puhelin: +49 69 1344 0

Faksi: +49 69 1344 6000

Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Kaikki oikeudet pidätetään.

Kopiointi on sallittu opetuskäyttöön ja ei-kaupallisiin tarkoituksiin, kunhan lähde mainitaan.