



Euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (syyskuu 2017)¹

Euroalueen talouskasvun arvioidaan jatkuvan arviointijaksolla selvästi potentiaalista kasvuvauhtia nopeampana. Vuonna 2017 BKT:n vuotuisen kasvun odotetaan olevan 2,2 % eli nopeampaa kuin kertaakaan kriisin jälkeen, ja vuosina 2018 ja 2019 sen ennakoitaan olevan keskimäärin noin 1,8 %. Arviona on, että kasvua erittäin vahvasti tukeva rahapolitiikka, velkataakan purkamisen eteneminen eri sektoreilla ja työmarkkinatilanteen jatkuva koheneminen pitävät yllä kotimaista kysyntää, ja maailmantalouden elpymisen odotetaan tukevan euroalueen vientiä euron viimeaikaisesta vahvistumisesta huolimatta.

Kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan lyhyellä aikavälillä pääasiassa energiaerään liittyvien vertailuajankohdan vaikutusten vuoksi mutta nopeutuvan sitten jälleen ja olevan 1,5 % vuonna 2019. Vaikka euron viimeaikainen vahvistuminen on vaimentanut pohjainflaation kehitystä, senkin ennakoitaan nopeutuvan ajan mittaan sitä mukaa, kun talouden käyttämätön kapasiteetti vähenee.

1 Reaalitalous

Luottamusindikaattorien suotuisien lukemien perusteella talouden elpyminen jatkuu vakaana. Euroalueen BKT kasvoi vuoden 2017 toisella neljänneksellä 0,6 % edellisestä neljänneksestä vahvan kotimaisen kysynnän tukemana. Työmarkkinatilanne on viime kuukausina edelleen kohentunut, kun työttömyysaste on laskenut odotettua nopeammin. Koska viennin kasvuvauhdin odotetaan tasaantuvan jonkin verran alkuvuoden vahvoista lukemista, BKT:n kasvukin hidastunee hieman lyhyellä aikavälillä. BKT kasvun odotetaan kuitenkin jatkuvan selvästi potentiaalista kasvua nopeampana, sillä yritysten ja kuluttajien luottamus on vahva.

¹ EKP:n asiantuntijoiden arviot muodostavat osan aineistoa, jota EKP:n neuvosto käyttää arvioidessaan talouskehitystä ja hintavakauteen kohdistuvia riskejä. Asiantuntijoiden arviot eivät ole EKP:n neuvoston vahvistamia, eivätkä ne välttämättä vastaa sen näkemystä euroalueen talousnäkyimistä. Arvioiden laatimisessa käytettävistä menetelmistä ja tekniikoista on tietoa oppaassa "A guide to Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises" (EKP, heinäkuu 2016). Opas on luettavissa EKP:n verkkosivuilla. Öljyn hintaa ja valuuttakursseja koskevat oletukset sekä muut tekniset oletukset perustuvat 14.8.2017 käytettävissä olleisiin tietoihin (ks. kehikko 1). Muuten arviot perustuvat 21.8.2017 käytettävissä olleisiin tietoihin (poikkeuksena Espanjan kansantalouden tilinpidon neljännesvuositiedot, jotka on julkistettu 24.8.). Tämänkertaisissa arvioissa arviointijaksona ovat vuodet 2017–2019. 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".

Keskeisten taulukoiden ja kuvien taustalla oleviin tilastoihin voi tutustua osoitteessa <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

Myös keskipitkällä aikavälillä kasvunäkymiin vaikuttaa eniten kotimainen kysyntä, joka saa tukea suotuisista rahoitusoloista ja työmarkkinatilanteen kohenemisesta. Useiden suotuisien tekijöiden odotetaan edelleen tukevan yksityistä kulutusta ja investointeja arviointijaksolla. EKP:n erittäin vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan vaikutus välittyy edelleen talouteen, ja arvioiden pohjana olevissa teknisissä oletuksissa huomioon otetut korkojen kehitystä koskevat markkinaodotukset viittaavat yhä korkojen pysymiseen alhaisina arviointijaksolla. Pankkien luotonanto yksityiselle sektorille kasvaa edelleen alhaisen korkotason ja suotuisan luotonantotilanteen vauhdittamana. Työmarkkinatilanteen jatkuva koheneminen edistää yksityistä kulutusta, ja yritysten investointien elpyminen jatkuu muun muassa sen ansiosta, että katteet paranevat, kun velkataakan purkamistarve pienenee ja kysyntäpainet kasvavat. Asuinrakennusinvestoinnit saavat tukea hyvistä tulokehitysnäkymistä ja rahoitusoloista sekä siitä, että vaihtoehtoisten sijoituskohteiden tuottotaso on matala. Myös suotuisa ulkomainen kehitys tukee euroalueen talouskasvua, kun maailmantalouden kehitys vahvistuu ja euroalueen vientikysyntä sen myötä voimistuu.

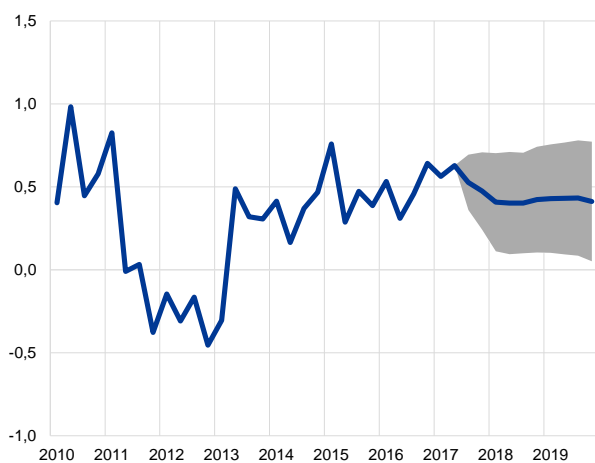
Kuvio 1

Kokonaistaloudelliset arviot¹⁾

(neljännesvuosikehitys)

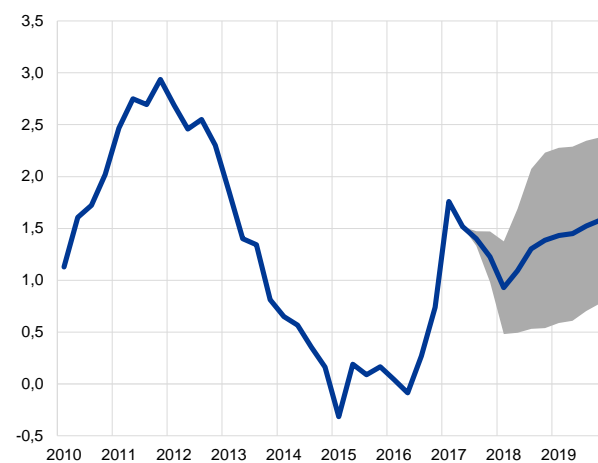
Euroalueen BKT²⁾

(neljännesvuositason prosenttimuutos)



Euroalueen YKHI

(vuositason prosenttimuutos)



1) Arvion keskilukua kuvaavan käyrän ympärillä merkityt vaihteluvälit perustuvat aiempina vuosina laadittujen arvioiden ja toteutuneen kehityksen väliin 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, joulukuun 2009).
2) Työpäiväkorjattuja tietoja.

Yksityisen kulutuksen arvioidaan jatkuvan vahvana arviointijaksolla.

Tuoreimpien luottamusindikaattorien mukaan kuluttajien luottamus on edelleen pitkän aikavälin keskiarvoa vahvempi, ja kun työmarkkinatilannekin jatkuvasti kohenee, kulutuksen odotetaan pysyvän lähiajat vireänä. Keskipitkällä aikavälillä yksityisen kulutuksen kehityksen arvioidaan pitkälti seurailevan käytettävissä olevien reaalityulojen kasvua.

Käytettävissä olevien nimellistulojen kasvun ennakoitaan vauhdittuvan arviointijaksolla, joskin inflaation nopeutuminen todennäköisesti hillitsee kotitalouksien reaalisen ostovoiman kasvua. Bruttopalkkojen vaikutus

käytettävissä olevien nimellistulojen kasvuun pysynee arviointijaksolla verrattain vakaana, kun yhtäältä työllisyyden kasvu hidastuu ja toisaalta työntekijää kohti laskettujen työvoimakustannusten kasvu nopeutuu. Muiden henkilökohtaisten tulojen kuin palkkatulojen kasvukehityksen arvioidaan olevan voittojen ja kiinteistötulojen kehityksen ansiosta suotuisaa. Käytettävissä olevien reaalityulojen kasvu on hiljattain hidastunut, mutta sen odotetaan vahvistuvan jälleen jonkin verran ja pysyvän vakaana arviointijaksolla.

Yksityinen kulutus saanee tukea myös velkataakan purkamisessa saavutetusta edistyksestä sekä pankkien luotonantotilanteen kohenemisesta, jota EKP:n rahapoliittiset toimet edistävät. Vaikka alhainen korkotaso on vaikuttanut sekä kotitalouksien korkotuloihin että korkomenoihin, se hyödyttää pääsääntöisesti nettovelallisia nettosäästäjien kustannuksella. Koska nettovelallisten rajakulutusalttius on tyypillisesti suurempi kuin nettosäästäjien, korkohyödyn uudelleenjako todennäköisesti vauhdittaa yksityistä kokonaiskulutusta. Kulutus saanee tukea myös velkataakan vähentämisessä saavutetusta edistyksestä.

Euroaleen kotitalouksien säästämisasteen odotetaan pysyvän suurin piirtein muuttumattomana arviointijaksolla, kun kaksi vastakkaista vaikutusta kumooa toisensa. Yhtäältä säästämisastetta laskevat työttömyyden (ja sen myötä varovaisuussäästämisestä) väheneminen, luotonsaannin helpottuminen ja alhainen korkotaso, ja toisaalta säästämisasteen nousupaineita aiheuttavat tarve vähentää edelleen velan määrää sekä se, että kaikkia suhdannetilanteen kohenemisen tuomia lisävaroja ei ohjata kulutukseen.

Kehikko 1.

Korkoja, valuuttakursseja ja raaka-aineiden hintoja koskevat tekniset oletukset

Kesäkuun 2017 asiantuntija-arvioihin verrattuna euron efektiivinen valuuttakurssi on nyt oletettu merkittävästi vahvemmaksi ja korot jonkin verran matalammiksi. Korkoja ja raaka-aineiden hintoja koskevat tekniset oletukset perustuvat markkinaodotuksiin 14.8.2017. Lyhyitä korkoja mitataan kolmen kuukauden euriborkorolla, ja markkinaodotukset johdetaan futuurisopimusten pohjalta. Tällä menetelmällä keskimääräiseksi korkotasoksi saadaan -0,3 % vuosina 2017 ja 2018 sekä -0,1 % vuonna 2019. Markkinaodotusten mukaan valtion 10 vuoden joukkolainojen nimellistuotot euroalueella ovat keskimäärin 1,1 % vuonna 2017 ja 1,3 % vuonna 2018 sekä 1,6 % vuonna 2019.² Lyhyet ja pitkät korot on nyt arvioitu 0,10–0,20 prosenttiyksikköä matalammiksi kuin kesäkuun 2017 asiantuntija-arvioissa.

Raaka-aineiden hintoja koskevat oletukset perustuvat 14.8.2017 päättyneen kahden viikon jakson keskimääräisiin futuurimarkkinahintoihin. Brent-raakaöljyn barrelihinnan oletetaan nousevan ja olevan keskimäärin 51,8 Yhdysvaltain dollaria vuonna 2017 ja 52,6 dollaria vuonna 2018 sekä 53,1 dollaria vuonna 2019 (vuonna 2016 barrelihinta oli 44,0 dollaria). Kesäkuun 2017 arvioihin

² Valtion 10 vuoden joukkolainojen nimellistuottoja koskeva oletus perustuu valtioiden 10 vuoden viitelainojen tuottojen painotettuun keskiarvoon, jossa painoina on käytetty maiden vuotuisia BKT-lukuja. Kymmenen vuoden nimellistuottojen tuleva kehitys on johdettu EKP:n laatiman euroalueen joukkolainojen nimellistuottokäyrän pohjalta, ja sarjojen ero on pidetty samana arviointijakson alusta loppuun. Oletuksena on, että kunkin valtion joukkolainojen tuottoero euroalueen keskiarvoon nähden pysyy muuttumattomana koko arviointijakson ajan.

verrattuna öljybarrelin dollarihinta on siis nyt oletettu 0,5 % korkeammaksi vuonna 2017 ja 2,3 % korkeammaksi vuonna 2018 sekä 3,0 % korkeammaksi vuonna 2019. Muiden kuin energiaraaka-aineiden dollarihintojen oletetaan nousevan vuonna 2017 huomattavasti ja sen jälkeen maltillisemmin.³

Kahdenvälisten valuuttakurssien oletetaan pysyvän arviointijakson aikana muuttumattomina sillä tasolla, jolla ne keskimäärin olivat 14.8. päättyneen kahden viikon jakson aikana. Euron keskimääräisen dollarikurssin oletetaan siis olevan 1,13 vuonna 2017 ja 1,18 vuosina 2018–2019 (kesäkuun arvioissa 1,09). Tämänkertaisten oletusten mukaan euron efektiivinen valuuttakurssi 38 kauppakumppanimaan valuuttoihin nähden on 2,1 % vahvempi vuonna 2017 ja noin 4,4 % vahvempi vuosina 2018–2019 kuin kesäkuuissa arvioissa.

Tekniset oletukset

	Syyskuu 2017				Kesäkuu 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
3 kuukauden euriborkko (vuosikorko prosentteina)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot (vuosituotto prosentteina)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Öljyn barrelihinta (Yhdysvaltain dollareina)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Muiden kuin energiaraaka-aineiden hintakehitys (Yhdysvaltain dollareina, vuotuinen prosenttimuutos)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Euron dollarikurssi	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi 38 kauppakumppanimaan valuuttoihin nähden (vuotuinen prosenttimuutos)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

Asuinrakennusinvestointien elpymisen odotetaan jatkuvan. Viime vuosineljänneksinä asuinrakennusinvestointien kehitys on piristynyt selvästi monissa euroalueen maissa, kun rahoitusolot ovat olleet suotuisat, työmarkkinakehitys on jatkuvasti kohentunut ja varoja on siirretty asuntosijoituksiin muiden pitkäaikaisten sijoituskohteiden matalien tuottojen vuoksi. Lisäksi useimmissa maissa asuntomarkkinoiden korjausliike vaikuttaa päättyneen. Perusedellytykset asuinrakennusinvestointien elpymisen jatkumiselle arviointijaksolla ovat yhä kohdallaan. Kasvun odotetaan kuitenkin hidastuvan jonkin verran, sillä asuntomarkkinoiden sykli on kypsässä vaiheessa, asuinrakennuskannustimien vaikutus on väistymässä osassa maista, velkaantuneisuutta on edelleen vähennettävä joissakin maissa ja väestönkehitys on epäsuotuisaa.

Yritysten investointien elpymisen arvioidaan jatkuvan arviointijaksolla.

Elpymistä tukee muun muassa se, että yritysten luottamus on pysynyt vahvana erittäin suotuisien tuotanto-odotusten ja tilauskannan kehityksen ansiosta. Lisäksi kapasiteetin käyttöaste on edelleen noussut ja on yhä korkeampi kuin ennen kriisiä keskimäärin, ja rahoitusolojen odotetaan pysyvän arviointijaksolla erittäin suotuisina. Myös pääomakantaa on tarpeen uudenaikaistaa vuosien investointitauon jälkeen, ja

³ 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 2018 kolmanteen neljännekseen asti ja seurailevan sen jälkeen maailman talouskehitystä.

voittomarginaalien odotetaan kasvavan ennestäänkin hyvästä kassatilanteesta nauttivalla yrityssektorilla. Lisäksi yritysten velkaantuneisuusaste on laskenut, kun varallisuushinnat ovat nousseet ja velkarahoituksen käytön kasvu on ollut maltillista koko euroalueella. Yritysten investointien kasvua kuitenkin jarruttanevat edelleen muun muassa odotukset potentiaalisen tuotannon kasvun hidastumisesta ja pankkien rahoituksenvälityskyvyn rajoitteet joissakin maissa.

Kehikko 2.

Kansainvälistä ympäristöä koskevat oletukset

Maailmantalous kasvaa edelleen vakaasti. Maailmantalouden BKT:n kasvuvauhti hidastui hetkellisesti alkuvuodesta, mutta tilasto- ja kyselytietojen perusteella kasvu piristyi jälleen vuoden toisella neljänneksellä. Yritysten ja kuluttajien luottamus on indikaattorien mukaan edelleen vahva. Vaikka pitkien joukkolainojen tuotot ovat viime viikkoina kasvaneet, ovat kehittyneiden talouksien rahoitusolot edelleen talouskasvulle suotuisat ja saavat vetoapua kasvua tukevasta rahapolitiikasta. Kehittyvien markkinatalousmaiden rahoitusmarkkinoilla kehitys jatkuu vakaana, ja maihin virtaa tasaisesti ja runsaasti pääomaa. Maailmantalouden kehityksen odotetaan jatkossa vauhdittuvan maltillisesti. Kehittyneiden talouksien suhdanneluontoinen elpyminen jatkuu tuotantokuilujen vähitellen sulkeutuessa. Talouskehitys saa tukea raha- ja finanssipolitiikasta, joskin odotuksia Yhdysvaltain finanssipoliittisesta elvytyksestä on tarkistettu maltillisemmiksi poliittisten äänenpainojen muutoksen vuoksi. Kehittyvistä markkinatalousmaista talouskasvun odotetaan jatkuvan Intian ja Kiinan kaltaisissa raaka-aineiden tuojamaissa, ja raaka-aineiden viejämaissakin talouskehityksen heikkenemisen odotetaan olevan päättymässä syvän taantuman jälkeen. Euroalueen ulkopuolisen maailmantalouden arvioidaan kasvavan 3,7 % vuonna 2017 ja 3,8 % vuosina 2018–2019. Vuonna 2016 alkanut maailmantalouden kasvun piristyminen johtuu paljolti raaka-aineiden viejämaiden syvän taantuman asteittaisesta hellittämisestä. Maailmantalouden BKT:n kasvuarvot ovat pysyneet jokseenkin samoina kuin kesäkuussa 2017, sillä vaikka Yhdysvaltain talouskehitys on arvioitu nyt heikommaksi (finanssipoliittista elvytystä koskevien oletusten tarkistamisen vuoksi), kehittyvien markkinatalousmaiden talouskehitys on vastaavasti oletettu vahvemmaksi.

Kansainvälistä ympäristöä koskevat oletukset

(vuotuinen prosenttimuutos)

	Syyskuu 2017				Kesäkuu 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Maailmantalouden BKT (ilman euroaluetta)	3,2	3,7	3,8	3,8	3,2	3,5	3,8	3,8
Maailmankauppa (ilman euroaluetta) ¹⁾	1,1	5,3	3,8	3,8	0,9	4,4	3,8	3,9
Euroalueen vientikysyntä ²⁾	1,6	4,7	3,4	3,5	1,3	3,7	3,4	3,5

1) Eri maiden tuonnin painotettu keskiarvo.

2) Euroalueen kauppakumppanimaiden tuonnin painotettu keskiarvo.

Maailmankaupan kasvu oli odotettua vahvempaa alkuvuonna 2017. Keskipitkällä aikavälillä maailmankaupan kasvun arvioidaan myötäilevän maailmantalouden kehitystä. Euroalueen vientikysynnän odotetaan kasvavan 4,7 % vuonna 2017 ja 3,4 % vuonna 2018 sekä 3,5 % vuonna 2019. Kesäkuisiin arvioihin verrattuna vientikysynnän kasvu vuonna 2017 on nyt arvioitu 1,1 prosenttiyksikköä nopeammaksi pääasiassa siksi, että ensimmäisen vuosineljänneksen lukuja on tarkistettu ylöspäin.

Arviona on, että euron viimeaikaisesta vahvistumisesta aiheutuva kilpailukyvyn heikkeneminen vaimentaa euroalueen ulkopuolelle suuntautuvan viennin kehitystä. Vienti euroalueen ulkopuolelle kasvoi vuoden 2017

ensimmäisellä neljänneksellä vahvasti, sillä vientikysyntä oli vireää ja euro heikkeni vuoden 2016 jälkipuoliskolla ja alkuvuodesta 2017. Euroalueen ulkopuolelle suuntautuvan viennin kasvun odotetaan jatkuvan vankkana arviointijaksun loppuun saakka vientikysynnän pysyessä vahvana niin kehittyneissä kuin nousevissakin talouksissa. Vienti euroalueen ulkopuolelle kuitenkin kasvaisi odotusten mukaan vielä vahvemmin, ellei euron valuuttakurssin vahvistuminen arviointijaksolla jarruttaisi kasvua. Tämän negatiivisen vaikutuksen vuoksi vientimarkkinaosuuksien kehitys on nyt arvioitu aiempaa heikommaksi: niiden arvioidaan supistuvan 1,1 prosenttiyksikköä arviointijaksolla. Euroalueen ulkopuolelta tulevan tuonnin sitä vastoin odotetaan hyötyvän kotimaisen kysynnän hienoisesta piristymisestä ja euron valuuttakurssin vahvistumisesta. Ulkomaankaupan nettovaikutus talouskasvuun pienentynee siis jonkin verran.

Talouden potentiaalinen kasvuvauhti on maltillinen, joten taloudessa jäljellä oleva käyttämätön kapasiteetti kuroutunee umpeen arviointijaksun aikana.

Siinä missä BKT:n toteutunut kasvu on suhteellisen vireää, potentiaalisen tuotannon odotetaan kasvavan arviointijaksolla vain hieman yli prosentin. Potentiaalisen tuotannon kasvun vaikeus johtuu pääasiassa siitä, että pääomakannan vaikutus jää melko pieneksi, kun investointien kehitys on jo pidempään ollut poikkeuksellisen vaikeaa. Työvoimalla odotetaan olevan potentiaalista kasvua edistävä vaikutus, joka johtuu pääasiassa siitä, että työvoimaosuus kasvaa toteutettujen rakenneuudistusten ansiosta. Työvoiman vaikutuksen odotetaan kuitenkin jäävän jonkin verran kriisiä edeltäneen ajan keskiarvoa pienemmäksi työikäisen väestön vähenemisen vuoksi. Kokonaistuottavuuden vaikutuksen ennakoidaan senkin jäävän hieman pienemmäksi kuin kriisiä edeltäneenä aikana.

Euroalueen työmarkkinatilanteen kohenemisen arvioidaan jatkuvan arviointijaksolla.

Työllisten määrä kasvoi vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä 0,4 %, ja kasvun arvioidaan jatkuneen kutakuinkin samoissa lukemissa myös toisella neljänneksellä. Työllisyyden viimeaikainen vahva kasvu on ulottunut tasaisesti eri maihin, joskin sen taustalla ovat osaksi myös tilapäiset tekijät, kuten joissakin euroalueen maissa toteutetut finanssipoliittiset elvytystoimet. Arviona onkin, että tilapäistekijöiden vaikutuksen vähitellen väistyessä työllisyyden kasvu jonkin verran hidastuu, kun myös ammattitaitoisen työvoiman saatavuus muodostuu yhä suuremmaksi ongelmaksi.

Työn tuottavuuden kasvun odotetaan vahvistuvan keskipitkällä aikavälillä suhdannekehitystä myötäillen.

Pääoman ja työvoiman käyttöasteiden nousu (talouden käyttämättömän kapasiteetin vähentymisen myötä), työntekijää kohden laskettujen työtuntien määrän kasvu ja kokonaistuottavuuden hienoinen paraneminen viittaavat siihen, että tuottavuuden kasvu vahvistuu edelleen.

Työttömyysasteen odotetaan edelleen laskevan. Euroalueen työttömyysaste laski vuoden 2017 toisella neljänneksellä 9,2 prosenttiin eli alemmaksi kuin kertaakaan

sitten maaliskuun 2009. Työttömien määrän arvioidaan vähenevän jatkossakin tuntuvasti, ja työttömyysasteen odotetaan laskevan niin, että se on 8,1 % vuonna 2019. Silloinkin se on kuitenkin korkeampi kuin ennen kriisiä (7,5 % vuonna 2007).

BKT:n kasvu vuonna 2017 on nyt arvioitu hieman nopeammaksi kuin kesäkuuisissa asiantuntija-arvioissa. Sitä pidemmän aikavälin kasvunäkymät ovat pysyneet jokseenkin muuttumattomina. BKT:n vuoden 2017 kasvuarviota on tarkistettu ylöspäin pääasiassa siksi, että viimeaikaiset BKT-luvut ovat kertoneet odotettua vahvemmassa kehityksestä. Muutoin taustatekijöiden vaikutus on kutakuinkin neutraali, kun yhtäältä kotimaisen kysynnän kehitysnäkymät ovat parantuneet yritysten ja kuluttajien luottamuksen vahvistumisen ja korkojen laskun myötä ja toisaalta euron viimeaikaisesta vahvistumisesta aiheutuva hintakilpailukyvyyn menetys heikentää vientinäkyviä.

2

Hinnat ja kustannukset

YKHI-inflaation odotetaan ensin hidastuvan ja sitten nopeutuvan arviointijaksolla, kun energian hintakehitykseen liittyvä vertailuajan vaikutus aluksi hidastaa inflaatiota lyhyellä aikavälillä ja pohjainflaation asteittainen nopeutuminen myöhemmin nopeuttaa sitä. Keskimääräisen YKHI-inflaatiovauhdin arvioidaan olevan 1,5 % vuonna 2017, hidastuvan 1,2 prosenttiin vuonna 2018 ja nopeutuvan sitten 1,5 prosenttiin vuonna 2019. YKHIn energiaerän hintakehitys hidastaa kokonaisinflaatiota merkittävästi vuosien 2017 ja 2018 välillä vertailuajankohdan vaikutuksen vuoksi. Arviointijakson loppua kohden öljyn hinnan oletetaan öljyfutuuriin hintakäyrän perusteella hieman nousevan, joten energian hintojen perusteella lasketun YKHI-inflaation odotetaan nopeutuvan taas jonkin verran vuonna 2019. Elintarvikkeiden hintojen perusteella laskettu YKHI-inflaatio on viime aikoina hieman elpynyt, ja elpymisen odotetaan jatkuvan arviointijakson ajan kutakuinkin samaan tahtiin, sillä elintarvikeraaka-aineiden hintojen nousu on nyt oletettu hieman aiempaa nopeammaksi. Odotuksena on, että talouden elpyminen nopeuttaa vähitellen ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettua YKHI-inflaatiota arviointijaksolla. Yksi keskeinen tekijä nopeutumisen taustalla on odotettu työvoimakustannusten nousu sitä mukaa, kun työmarkkinoiden käyttämätön kapasiteetti vähenee.

Kotimaisten kustannuspaineiden odotetaan nousevan lähivuosina pääasiassa työmarkkinatilanteen kohenemisen vaikutuksesta. Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten nousun arvioidaan olevan 1,5 % vuonna 2017 ja nopeutuvan sitten niin, että se on 2,3 % vuonna 2019. Koska myös tuottavuuden kasvun ennakoitaan nopeutuvan, odotuksena on, että yksikkötyökustannusten nousu vauhdittuu hieman hitaammin ja on 0,8 % vuonna 2017 ja 1,4 % vuonna 2019. Palkkojen nousun keskeisiä taustatekijöitä ovat käyttämättömän kapasiteetin väheneminen euroalueen työmarkkinoilla ja yhä suuremmat työvoiman saatavuusongelmat joissakin euroalueen osissa. Kokonaisinflaation viimeaikainen merkittävä nopeutuminen saattaa sekin ajan mittaan näkyä suurempina nimellispalkkojen korotuksina euroalueen maissa, jos palkanmuodostuksessa

otetaan huomioon toteutunut tai odotettu hintakehitys. Lisäksi odotuksena on, että erinäiset palkkojen nousua hidastavat tekijät vähitellen väistyvät, kun esimerkiksi palkkamallit ei ole enää yhtä välttämätöntä joidenkin maiden hintakilpailukyvyyn palauttamiseksi eikä kriisin aikaisesta nimellispalkkojen joustamattomuudesta johtuvalle palkankorotusten lykkäämiselle ole enää perusteita. Lisäksi tilapäisten sosiaaliturvamaksuhelpotusten odotetaan päättyvän.

Voittomarginaalien odotetaan kasvavan arviointijaksolla. Öljyn hinnan nousu sekä sen vaikutus tuotantopanosten hintoihin ja yleisemmin ulkomaankaupan vaihtosuhteeseen heikensivät voittomarginaalien kehitystä alkuvuonna 2017. Odotuksena on, että kun nämä hidastavat vaikutukset väistyvät, voittomarginaalien kehitys saa vauhtia talouden jatkuvasta elpymisestä, joskin yksikkötyökustannusten kasvun nopeutuminen jarruttaa sitä jonkin verran arviointijakson aikana.

Ulkoiset inflaatiopaineet ovat kasvaneet voimakkaasti viime vuosineljänneksinä, ja niiden odotetaan kasvavan arviointijaksolla edelleen jonkin verran. Tuontihinnat ovat laskeneet viimeiset neljä vuotta, mutta vuonna 2017 niiden odotetaan alkavan jälleen nousta vuositasolla. Käänteen taustalla on ennen kaikkea öljyn ja muiden raaka-aineiden kuin energian hintojen nousu vuodesta 2016 lähtien. Hinnannousun odotetaan myöhemmin tasaantuvan raaka-aineiden hintakehityksen vaimenemisen ja euron viimeaikaisen vahvistumisen vaikutuksesta. Maailmantalouden pohjainflaation yleisten nopeutumispaineiden odotetaan voimistuvan vähitellen arviointijaksolla, kun tuotantokustannukset nousevat maailmalla ja käyttämätön kapasiteetti vähenee. Maailmantaloudessa on kuitenkin jäljellä niin runsaasti käyttämätöntä kapasiteettia ja kilpailukyypaineet ovat niin suuria, että euroalueen tuontihintojen ei odoteta nousevan merkittävästi kehityksen vuoksi.

YKHI-inflaatiovauhti on nyt arvioitu hieman hitaammaksi kuin kesäkuuisissa asiantuntija-arvioissa. Euron valuuttakurssi on kesäkuun jälkeen vahvistunut, mikä aiheuttaa YKHI-inflaation hidastumispaineita. Pohjainflaation hidastumispaineita lieventää se, että euroalueen kotimaiset kysyntänäkymät ovat parantuneet. Euron vahvistumisen vaikutusta inflaationäkymiin tarkastellaan lähemmin kehikossa 3.

Kehikko 3

Euron viimeaikaisen vahvistumisen vaikutus euroalueen inflaationäkymiin

Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi on viime kuukausina vahvistunut, ja sen kymmenen päivän keskiarvo oli 14.8.2017 jo 4,4 % vahvempi kuin mitä kesäkuuisissa asiantuntija-arvioissa oletettiin. Tässä kehikossa tarkastellaan tekijöitä, jotka tulisi ottaa huomioon arvioitaessa valuuttakurssin viimeaikaisen vahvistumisen vaikutusta euroalueen inflaationäkymiin.

Euro on vahvistunut viime kuukausina siinä määrin, että vaikka eri vakiomallien välillä on merkittäviä eroja inflaatiokehityksen valuuttakurssijoustoissa, mallien perusteella saman mittakaavan valuuttakurssisokilla olisi pääsääntöisesti tuntuva vaikutus euroalueen

inflaationäkymiin.⁴ Näillä malleilla saadut joustot kuvaavat kuitenkin vain ulkoisten valuuttakurssisokkien vaikutusta, kun taas euron viimeaikainen vahvistuminen johtuu todennäköisesti suureksi osaksi euroalueen talousnäkyvien kohenemisesta, jonka taustalla puolestaan ovat kohentuneet kotimaiset kysyntänäkymät. Tämä on otettava huomioon arvioitaessa kehityksen vaikutusta inflaationäkymiin.

Näissä syyskuun 2017 asiantuntija-arvioissa valuuttakurssin vahvistumisen kokonaisvaikutus inflaatiokehitykseen on oletettu vakiomalleilla saatuja valuuttakurssijoustoja lievemmäksi, sillä ne kuvaavat yleensä nimenomaan ulkoisen valuuttakurssisokin vaikutusta. Viimeaikaisissa empiirisissä tutkimuksissa on otettu huomioon valuuttakurssimuutosten sisäsyntyisyys ja todettu, että valuuttakurssimuutoksen vaikutus inflaatioon voi olla erilainen sen mukaan, minkä luonteinen sokki muutoksen taustalla on, sillä vaikutus voi välittyä eri kanavien välityksellä.⁵ Jos esimerkiksi valuuttakurssin vahvistuminen johtuu kokonaan suotuisasta kysyntäsokista, sen seurauksena saattaa empiiristen arvioiden perusteella olla jopa hintojen nousu, kun kotimaiset kysyntänäkymät vahvistuvat. Koska euron viimeaikaisen vahvistumisen taustalla ovat ensisijaisesti juuri kotimaisten kysyntänäkyvien kohenemisesta johtuvat odotukset talouskasvun nopeutumisesta, vaikutus inflaatioon on odotusten mukaan huomattavasti pienempi kuin valuuttakurssijouston kuvaama vaikutus vakiomallinnuksessa, jossa valuuttakurssisokki on puhtaasti ulkoinen.

3 Julkisen talouden näkymät

Finanssipolitiikan arvioidaan olevan keskimäärin kutakuinkin neutraalia arviointijaksolla. Finanssipolitiikan mittarina käytetään suhdannekorjatun perusjäämän muutosta puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Vuonna 2017 finanssipolitiikan mitoitukseen vaikuttavat valtion investointien lisääntyminen edellisvuoden heikon investointikehityksen jälkeen sekä Saksan valtion kertaluonteinen maksusuoritus ydinvoiman tuottajille (suuruudeltaan noin 0,2 % maan BKT:stä)⁶. Mitoitus on kutakuinkin neutraali, sillä meno- ja tulopuolen vaikutukset kumoavat toisensa.

Julkisen talouden alijäämä- ja velkasuhteiden arvioidaan supistuvan arviointijaksolla. Alijäämäsuhteen arvioidaan supistuvan vähitellen koko arviointijakson ajan pääasiassa suhdannekomponentin kohenemisen ja korkomaksujen pienemisen vuoksi. Suhdannekorjattu perusjäämä pysynee jokseenkin muuttumattomana. Velkasuhteen odotetaan edelleen pienenevän

⁴ Ks. esimerkiksi artikkeli "Exchange rate pass-through into euro area inflation" EKP:n Talouskatsauksen numerossa 7/2016.

⁵ Ks. esimerkiksi J. Shambaugh, "A new look at pass-through", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, nro 4, s. 560–591, kesäkuu 2008; K. Forbes, I. Hjortsoe ja T. Nenova, "The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through", *Discussion Paper* nro 43, Bank of England, External MPC Unit, marraskuu 2015; ja M. Ciccarelli ja C. Osbat, "Low inflation in the euro area: Causes and consequences", *Occasional Paper* -sarjan julkaisu nro 181, EKP, tammikuu 2017.

⁶ Maksusuoritus johtui siitä, että Saksan perustuslakituomioistuin katsoi vuosina 2011–2016 käytössä olleen ydinpolttoaineveron perustuslain vastaiseksi.

arviointijaksolla perusjäämän kohenemisen sekä velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin suotuisan eron⁷ tukemana.

Kesäkuun 2017 asiantuntija-arvioihin verrattuna alijäämäsuhdetta koskeva arvio on pysynyt jokseenkin ennallaan. Velkasuhde on nyt arvioitu hieman pienemmäksi pääasiassa siksi, että velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin ero vuodelle 2017 on oletettu suotuisammaksi.

Taulukko 1

Euroalueen talousnäkyimiä koskevat arviot¹⁾

(vuotuinen prosenttimuutos)

	Syyskuu 2017				Kesäkuu 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
BKT	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7
		[2,1–2,3] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾		[1,6–2,2] ²⁾	[0,8–2,8] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Yksityinen kulutus	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Julkinen kulutus	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Kiinteän pääoman bruttomuodostus	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Vienti ³⁾	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Tuonti ³⁾	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Työllisyys	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Työttömyysaste (% työvoimasta)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
YKHI	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6
		[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–1,8] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾		[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾
- ilman energian hintaa	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
- ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7
- ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja ja välillisten verojen muutoksia ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,5	0,8	1,1	1,4	1,7
Yksikkötyökustannukset	0,8	0,8	1,2	1,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Työvoimakustannukset työntekijää kohden	1,2	1,5	2,0	2,3	1,3	1,7	2,1	2,4
Työn tuottavuus	0,4	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5	0,8	0,9
Julkisen talouden rahoitusasema (% suhteessa BKT:hen)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Rakenteellinen rahoitusasema (% suhteessa BKT:hen) ⁵⁾	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Julkisen talouden bruttovelka (% suhteessa BKT:hen)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
Vaihtotaseen yli-/alijäämä (% suhteessa BKT:hen)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

⁷ Ero lasketaan julkisen talouden nimelliselveln efektiivisen koron ja nimellisen BKT:n kasvuvauhdin erotuksena.

1) BKT:tä ja sen eriä koskevat arviot perustuvat työpäiväkorjattuihin tietoihin.

2) Arvioiden vaihteluvälit perustuvat aiempina vuosina laadittujen arvioiden ja toteutuneen kehityksen väliin 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).

3) Ml. euroalueen sisäinen kauppa.

4) Alaindeksi perustuu arvioon välillisten verojen todellisesta vaikutuksesta. Arvioitu vaikutus saattaa poiketa Eurostatin tiedoista, jotka perustuvat oletukseen, että verotuksen vaikutus välittyy YKHiin välittömästi ja täydellisesti.

5) Julkisen talouden rahoitusasema ilman suhdanteiden ja tilapäisten valtion toimenpiteiden ohimenevää vaikutusta. (EKPJ: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. EKPJ:n menetelmässä suhdannekomponentit lasketaan erikseen tulo- ja menovirroille. 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 4

Herkkyysanalyysit

Asiantuntija-arviot perustuvat vahvasti teknisiin oletuksiin keskeisten muuttujien

kehityksestä. Oletuksilla 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 joihinkin keskeisiin oletuksiin liittyvää epävarmuutta ja näiden oletusten vaikutusta arviointituloksiin.

1) Poikkeava öljyn hintakehitys

Joidenkin vaihtoehtoisten öljyn hintakehitystä kuvaavien mallien perusteella öljyn hinta olisi tarkastelujaksolla korkeampi kuin futuurien perusteella.

Perusskenaarion pohjana olevien, futuurimarkkinahintoihin perustuvien öljyn hintakehitystä koskevien teknisten oletusten perusteella Brent-raakaöljyn barrelihintaa nousee tarkastelujaksolla hieman ja on vuoden 2019 lopussa noin 53 Yhdysvaltain dollaria. Futuurihintoihin perustuvassa skenaariossa öljyn kysyntä maailmanmarkkinoilla kasvaa maltillisesti maailmantalouden elpymisen vauhdittuessa jonkin verran. Tarjontapuolen tekijöistä OPEC-maiden ja muiden tärkeimpien öljyntuottajamaiden välisen sopimuksen jatkaminen ei ole saanut öljyfutuuriin hintakäyrää nousemaan merkittävästi, mikä todennäköisesti johtuu siitä, että varastot ovat edelleen suuret (joskin pienemässä) ja että joidenkin suurimpien öljyntuottajien epäillään voivan poiketa sopimuksesta. Lisäksi liuskeöljyn tuotannon vahva kasvu Yhdysvalloissa on kompensoinut osan perinteisen öljyntuotannon leikkauksista. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden käytössä olevien vaihtoehtoisten mallien⁸ perusteella öljyn hinta nousisi tarkastelujaksolla hieman enemmän kuin teknisten oletusten perusteella. Näin voisi käydä, jos öljyn tarjonnassa esiintyisi lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä uusia odottamatonta häiriöitä. Tällöin öljyn tarjonnan ja kysynnän suhde voisi kiristyä odotettua nopeammin, mikä nostaisi öljyn hintaa. Tällainen poikkeava öljyn hintakehitys, jossa öljyn hinta vuonna 2019 olisi 3,8 % korkeampi kuin perusskenaariossa, hidastaisi BKT:n kasvua tuskin havaittavasti ja nopeuttaisi YKHI-inflaatiota vuonna 2019 aavistuksen eli 0,1 prosenttiyksikköä näihin asiantuntija-arvioihin verrattuna.

2) Poikkeava valuuttakurssikehitys

Tässä herkkyysanalyysissä esitetään perusskenaarion rinnalla vaihtoehtoinen skenaario,

jossa euron valuuttakurssin kehitys on vahvempaa kuin perusskenaariossa. Vaihtoehtoisessa skenaariossa euron dollarikurssin kehitys on johdettu 14.8.2017 päivättyjen valuuttakurssioptioiden riskineutraalin tiheysjakauman yläkvartiilista. Simulaatiossa euron dollarikurssi vahvistuu vähitellen ja on vuonna 2019 jo 1,31 eli noin 11 % vahvempi kuin perusskenaariossa. Vastaavat euron

⁸ Ks. neljän mallin yhdistelmä, jota on esitelty Talouskatsauksen numerossa 4/2015 julkaistussa artikkelissa "Forecasting the price of oil".

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 noin 6 % sitä vahvempi vuonna 2019. Asiantuntija-arvioissa käytetyillä mallinnusmenetelmillä valuuttakurssin vahvistuminen heikentäisi BKT:n kasvua 0,3 prosenttiyksiköllä vuosina 2018 ja 2019 ja YKHI-inflaatiota 0,4 prosenttiyksiköllä vuonna 2018 ja 0,5 prosenttiyksiköllä vuonna 2019. On kuitenkin huomattava, että mallinnuksen tulos kuvaa vain puhtaasti ulkoisesta valuuttakurssisokista aiheutuvaa vaikutusta BKT:n ja inflaation kehitykseen (ks. kehikko 3).

Kehikko 5

Muiden laitosten ennusteet

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

Kuten taulukosta nähdään, muiden laitosten BKT- ja inflaatioennusteet asettuvat kaiken kaikkiaan EKP:n asiantuntija-arvioiden vaihteluväleille (taulukossa vaihteluvälit on esitetty hakasulkeissa).

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

(vuotuinen prosenttimuutos)

	Julkistamisajankohta	BKT:n kasvu			YKHI-inflaatio		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
EKP:n asiantuntijoiden arviot	Syyskuu 2017	2,2 [2,1–2,3]	1,8 [1,0-2,6]	1,7 [0,6-2,8]	1,5 [1,4-1,6]	1,2 [0,6-1,8]	1,5 [0,7–2,3]
Euroopan komissio	Toukokuu 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OECD	Kesäkuu 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Euro Zone Barometer -kyselytutkimus	Elokuu 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	Elokuu 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	Heinäkuu 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
IMF	Heinäkuu 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Lähteet: Euroopan komission talousennuste (kevät 2017), IMF:n neljännen sopimusartiklan mukainen maaraportti (25.7.2017), OECD Economic Outlook (kesäkuu 2017), Consensus Economics Forecasts (elokuu 2017), MJEconomics (Euro Zone Barometer, elokuu 2017) ja EKP:n Survey of Professional Forecasters (heinäkuu 2017).

Huom. Eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijoiden arviot ja OECD:n ennusteet 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, 2017

Postiosoite: 60640 Frankfurt am Main, Germany
Puhelin: +49 69 1344 0
Internet: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-461X (pdf-julkaisu)
EU:n luettelonumero QB-CF-17-002-FI-N (pdf-julkaisu)