



EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

## EUROALUEEN TALOUSNÄKYMIÄ KOSKEVAT EKP:N ASiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2015)<sup>1</sup>

### 1. EUROALUEEN TALOUSNÄKYMÄT TIIVISTETYSTI

**Talouden elpyminen vauhdittui vähitellen vuoden 2014 jälkipuoliskolla.** Jatkossa euroalueen talouskehityksen arvioidaan hyötyvän ensinnäkin siitä, että öljyn hinnan nopea lasku kasvattaa käytettävissä olevia reaalitylöitä huomattavasti ja kotitalouksien odotetaan käyttävän merkittävän osan näistä lisävaroista kulutukseen. Toiseksi euroalueen ulkomaisen kysynnän asteittainen vahvistuminen ja euron heikkenemisen vaikutus tukevat euroalueen talouskehitystä arviointijaksolla yhä selvemmin.

**EKP:n neuvoston viimeaikaisten rahapoliittisten toimien odotetaan niin ikään tukevan talouskehitystä merkittävästi lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä.** Kotimaisen kysynnän ja erityisesti kiinteän pääoman muodostuksen odotetaan hyötyvän kasvua tukevasta rahapolitiikan mitoituksista ja erityisesti EKP:n laajennetusta omaisuuserien osto-ohjelmasta. Viimeaikaiset epätavanomaiset rahapoliittiset toimet hyödyttävät kotimaista kysyntää vaikuttamalla korkotasoon, euron valuuttakurssiin ja varallisuushintoihin. Lisäksi toimien odotetaan edistävän kysyntää muiden merkittävien rahoitusmarkkinakanavien välityksellä (ks. kehikko 1).

**Muidenkin kotimaisten tekijöiden odotetaan edistävän talouskehitystä arviointijaksolla.** Pankkien luotonantokyselyn viimeaikaisten tulosten perusteella luotonantokriteereitä on nettomääräisesti kevennetty, joten kotimaisen kysynnän pitäisi hyötyä luotonsaannin helpottumisesta. Yritysten pyrkimykset vähentää velkataakkaansa eivät nekään enää haittaa yritysinvestointeja entisessä määrin. Lisäksi finanssipolitiikan odotetaan pysyvän arviointijaksolla neutraalina.

**Monen muun talouskehitystä hidastavan tekijän vaikutus kuitenkin väistynee vain hitaasti.** Kotitalouksien ja julkisyhteisöjen velkaantuneisuuden kehityksessä ei ole vielä saavutettu samanlaista huomattavaa käännettä kuin yrityssektorilla. Lisäksi varsinkin vaikeuksista kärsivien maiden työmarkkinakehitystä leimaa edelleen korkea työttömyysaste, vaikka työmarkkinoiden tilanne onkin yleisesti ottaen paranemassa. Pitkän aikavälin kasvupotentiaaliin liittyvät huolet ja käyttämättömän kapasiteetin runsaus osassa maista jarruttavat samaten jatkossakin investointeja.

**BKT:n kasvun arvioidaan nopeutuvan ja olevan 1,5 % vuonna 2015 ja 1,9 % vuonna 2016 sekä 2,1 % vuonna 2017. Vuonna 2014 BKT kasvoi 0,9 %.** Sitä vastoin potentiaalisen tuotannon kehityksen arvioidaan pysyvän vaatimattomana: koska rakenteellinen työttömyys on edelleen suuri ja investointikehitys on ollut pitkään heikkoa, työvoiman ja pääoman vaikutus on yhä vaimea. Arvioidun negatiivisen tuotantokuilun pitäisi siis kaventua arviointijaksolla.

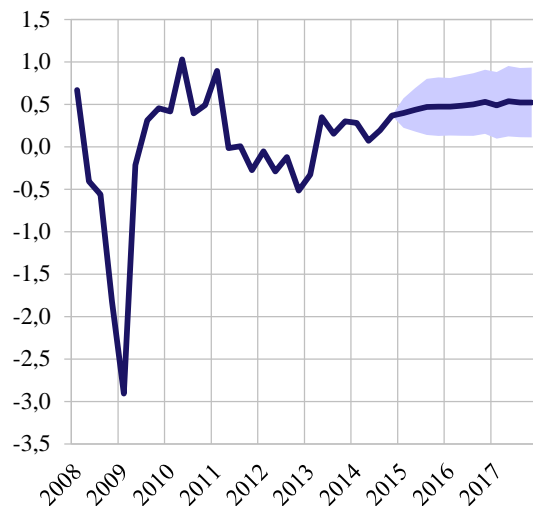
<sup>1</sup> EKP:n asiantuntijoiden arviot muodostavat osan aineistoa, jota EKP:n neuvosto käyttää arvioidessaan talouskehitystä ja hintavakauteen kohdistuvia riskejä. Arvioiden laatimisessa käytettävistä menetelmistä ja tekniikoista on tietoa oppaassa "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises" (EKP, kesäkuu 2001). Opas on luettavissa EKP:n verkkosivuilla. Arviot perustuvat 20.2.2015 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".

## Kuvio 1. Kokonaistaloudelliset arviot<sup>1)</sup>

(neljännesvuosikehitys)

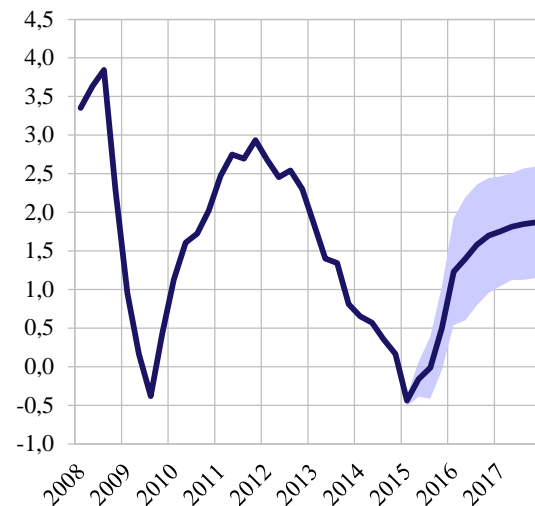
### Euroalueen BKT<sup>2)</sup>

(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, joulukuun 2009).

2) Työpäiväkorjattuja tietoja.

**YKHI-inflaatiovauhti on ollut viime kuukausina negatiivinen pääasiassa öljyn hinnanlaskun vuoksi.** Euron valuuttakurssin heikkeneminen ei ole merkittävästi lieventänyt Yhdysvaltain dollarin määräisten öljyn hintojen nopean laskun vaikutusta. Myös muiden YKHI-erien hintakehitys on hieman hidastunut viime kuukausina.

**Keskimääräisen YKHI-inflaatiovauhdin arvioidaan olevan nollassa vuonna 2015 mutta nopeutuvan sitten ja olevan 1,5 % vuonna 2016 sekä 1,8 % vuonna 2017.** YKHI-inflaation hitaus vuonna 2015 johtuu energiaerän hintakehityksen voimakkaasta negatiivisesta vaikutuksesta indeksiin. Energian hintakehityksestä aiheutuvien inflaatiovauhtia hidastavien paineiden arvioidaan kuitenkin hellittävän vuoden 2015 lopulla, kun aiempi energian hintojen lasku jää pois vertailusta ja öljyn hinta oletusten mukaan nousee tarkastelujaksolla öljyfutuuriin nousevaa hintakäyrää seurailleen. Energian hintakehityksen odotetaan siis vaikuttavan inflaatiovauhtia nopeuttavasti vuosina 2016 ja 2017.

**Inflaatiovauhdin muutos vuodesta 2015 vuoteen 2016 selittynee pääosin energian hintakehityksen käännteellä, mutta myös ilman energian hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan nopeutuvan talouden elpymisen myötä.** Syynä on negatiivisen tuotantokuilun odotettu merkittävä kapeneminen, joka puolestaan näkyy sekä voittomarginaalien että työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvun nopeutumisena. Lisäksi muiden kuin energiaraaka-aineiden hintojen nousun, öljyn hinnan nousun välillisten vaikutusten sekä viiveellä ilmenevien euron valuuttakurssin heikkenemisen vaikutusten odotetaan edesauttavan ilman energian hintoja lasketun YKHI-inflaation nopeutumista.

## VIIMEIKAISTEN EPÄTAVANOMAISTEN RAHAPOLIITTISTEN TOIMIEN OTTAMINEN HUOMIOON ASIAANTUNTIJA-ARVIOISSA

**Joulukuun 2014 arvioiden laatimisen jälkeen EKP:n epätavanomaisia rahapoliittisia toimia on viety eteenpäin kahdella saralla.** Ensinnäkin 11.12.2014 suoritettiin toinen kohdennettu pitempiaikainen rahoitusoperaatio, jossa jaettiin noin 130 miljardia euroa. Kahdessa ensimmäisessä operaatiossa pankeille jaettiin siis alkuvaiheen lainanantovaltuuksien nojalla yhteensä noin 212 miljardia euroa. Tarkoitus on toteuttaa vielä kuusi kohdennettua pitempi aikaista rahoitusoperaatiota. Toisekseen EKP:n neuvosto päätti 22.1.2015 käynnistää laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman, joka sisältää myös jo ennestään käynnissä olleet omaisuusvakuudellisten arvopaperien ja katettujen joukkolainojen osto-ohjelmat. Ostoja tehdään kaikkiaan noin 60 miljardin euron arvosta kuukaudessa. Ostoja jatketaan ainakin vuoden 2016 syyskuulle saakka ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes EKP:n neuvosto katsoo inflaatiovauhdin palautuvan kestävästi tavoitteen mukaiseksi eli hieman alle kahteen prosenttiin keskipitkällä aikavälillä.

**Jotta arvioissa pystytään ottamaan huomioon näiden epätavanomaisten rahapoliittisten toimien vaikutus reaalityalouden näkyymiin, arvioissa käytettyjä menettelytapoja on tarkistettu.** Aiemmin epätavanomaisten rahapoliittisten toimien makrotaloudellinen vaikutus otettiin huomioon vain, jos se näkyi vakiomallin mukaan johdetuissa rahoitusmarkkinoita koskevissa teknisissä oletuksissa (lisätietoa kehikossa 3) arvioiden laatimisajankohtana. Riskinä oli, että tällöin jäisi huomiotta välittymiskanavia, joita vakiomallin avulla ei pystytä kokonaan ottamaan huomioon. Menetelmää pidettiin silti tarkoituksenmukaisena, sillä epätavanomaisilla rahapoliittisilla toimilla jaettavan keskuspankkirahoituksen määrästä ei ollut varmuutta. Rahapolitiikan viimeaikaisen kehityksen vuoksi nyt on saatavilla aiempaa enemmän tietoa näillä toimilla jaettavan keskuspankkirahoituksen todennäköisestä määrästä, joten myös toimien vaikutusta makrotalouden näkyymiin pystytään arvioimaan tarkemmin.

**Aiemmissä arvioissa käytettyä menetelmää on siis täydennetty niin, että tämänkertaisissa arvioissa otetaan huomioon myös muiden rahoitusmarkkinakanavien (kuten sijoitusalkkujen uudelleenjärjestelyn, markkinoiden odotusten sekä reaalityalouden ja rahoitusmarkkinoiden keskinäisvaikutusten) kautta välittyvät vaikutukset, joita vakiomallia käytettäessä ei pystytä huomioimaan.** Näiden kanavien vaikutukset talousnäkyymiin on määritetty erityisesti kyseisten kanavien mallintamiseen tarkoitettujen ekonometristen välineiden avulla. Menetelmämuutoksen seurauksena maaliskuun 2015 asiantuntija-arvioissa on aiempaa kattavampi arvio epätavanomaisten rahapoliittisten toimien vaikutuksesta makrotalouden näkyymiin.

## 2. REAALITALOUS

**Yksityisen kulutuksen kasvun odotetaan olevan edelleen tärkeä talouskehityksen piristymisen taustatekijä.** Yksityinen kulutus vilkastui vuoden 2014 aikana, kun käytettävissä olevien reaalityulojen kasvu nopeutui palkkatulojen ja muiden tulojen kasvun vauhdittumisen ja energian hintojen laskun vuoksi. Samojen tekijöiden odotetaan edistävän käytettävissä olevien reaalityulojen kasvua myös lähitulevaisuudessa. Sen jälkeen työllisyyden ja palkkojen kasvun nopeutumisen odotetaan vauhdittavan palkkatulojen kehitystä, ja myös muiden henkilökohtaisten tulojen pitäisi kasvaa talouden yleisen elpymisen myötä. Yksityistä kysyntää tukevat todennäköisesti myös kotitalouksien nettovarallisuuden kasvu (varallisuushintojen noustessa vuonna 2015 ja asuntomarkkinoiden tilanteen edelleen kohentuessa vuosina 2016–2017) ja lainakannan kehityksen vahvistuminen sekä alhaiset rahoituskustannukset ja rahoituslaitosten helpottuminen, jota laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma huomattavasti edistää. Kaiken kaikkiaan yksityisen kulutuksen vuotuisen kasvun arvioidaan olevan arviointijaksolla keskimäärin 1,7 %.

**Säästämisasteen odotetaan ensin nousevan vuonna 2015 ja sen jälkeen jälleen laskevan.** Tilapäisen nousun taustalla on pitkälti se, että suuri osa öljyn hinnan laskun myötä säästyvistä varoista pannaan aluksi säästöön. Muuten keskimääräinen säästämisaste pysyy kutakuinkin muuttumattomana taustatekijöiden vaikuttaessa molempiin suuntiin. Yhtäältä hyvin alhaiset tuotot eivät juuri kannusta säästämään, ja myös kuluttajien luottamuksen paraneminen työttömyyden vähitellen helpottaessa saattaa

vähentää varovaisuussäästämistä. Lisäksi yhä useammat kotitaloudet saattavat ryhtyä tekemään aiemmin lykkäämiään suuria hankintoja, mikä alentaisi säästämistä. Toisaalta kotitalouksien velan suhde käytettävissä oleviin nimellistuloihin ei ole juuri laskenut, joten velkasuhteen pientämistarpeen arvioidaan aiheuttavan edelleen jonkin verran säästämispaineita.

**Asuinrakennusinvestointien kehitysnäkymät todennäköisesti paranevat vähitellen.** Investointien odotetaan elpävän vuodesta 2015 alkaen, kun asuntolainakorot ovat useimmissa maissa erittäin alhaiset, laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma nopeuttaa rahoitusolojen helpottumista huomattavasti ja käytettävissä olevien tulojen kasvu vahvistuu. Niissä maissa, joissa asuntomarkkinoilla on ollut käynnissä korjausliike, sopeutustarpeen väheneminen todennäköisesti vauhdittaa asuinrakennusinvestointien kehitystä. Asuinrakennusinvestointien arvioidaan elpävän vähitellen useimmissa maissa, joskin kotitalouksien velkaantuneisuus saattaa jarruttaa elpymistä osassa maista. Epäsuotuisan väestönkehityksen odotetaan kuitenkin alkavan heikentää asuntomarkkinoiden kehitystä joissakin maissa arviointijakson lopulla.

**Yritysten investointien elpymisen pitäisi vauhdittua.** Investointien elpyminen oli vuonna 2014 edelleen hidasta, kun käyttämätöntä kapasiteettia oli runsaasti ja osassa maista luotonannon rajoitteet eivät olleet vielä väistyneet. Näiden tekijöiden vaikutuksen hellittäessä pääomaintestointien odotetaan kasvavan. Kasvun taustalla ovat kotimaisen ja ulkomaisen kysynnän vahvistuminen, tarve nykyaikaistaa pääomapohjaa usean heikon investointivuoden jälkeen, odotettu voittomarginaalien suureneminen sekä kasvua tukeva rahapolitiikan mitoitus, jonka vaikutusta epätavanomaiset rahapoliittiset toimet ja erityisesti omaisuuserien ostojen laajentaminen vahvistavat. Lisäksi yritysten tarve purkaa velkataakkaansa väheni euroalueella vuonna 2014, eikä sen odoteta jarruttavan yritysten investointeja arviointijaksolla enää samassa määrin kuin aikaisemmin. Joissakin maissa yritysten investointien kasvu voisi kuitenkin olla vielä nopeampaa, elleivät yritykset olisi edelleen niin velkaisia.

**Euroalueen ulkomaisen kysynnän arvioidaan piristyvän jonkin verran maailmantalouden kehityksen elpymisen myötä (ks. kehikko 2) ja tukevan euroalueen ulkopuolelle suuntautuvan viennin vahvistumista.** Ulkomaisen kysynnän odotetaan voimistuvan arviointijaksolla, joskin maiden välillä on eroja sen mukaan, miten haitallisesti Venäjän ja IVY-maiden kehitys vaikuttaa niiden vientiin. Vientimarkkinaosuuksien odotetaan kasvavan jonkin verran kilpailukyvyn kohenemisen ansiosta, ja euroalueen ulkopuolelle suuntautuvan viennin ennakoitaan kasvavan vähitellen kokonaiskysynnän vahvistuessa euroalueella. Kaiken kaikkiaan ulkomaankaupan vaikutuksen arvioidaan tukevan BKT:n kasvua hieman. Kauppataseen hienoisesta heikkenemisestä vuoksi vaihtotaseen ylijäämä todennäköisesti pienenee jonkin verran. Sen odotetaan olevan 2,4 % suhteessa BKT:hen vuonna 2017.

## Kehikko 2

### KANSAINVÄLISTÄ YMPÄRISTÖÄ KOSKEVAT OLETUKSET

**Maailmantalouden asteittainen elpyminen jatkuu.** Euroalueen ulkopuolisen maailman BKT:n kasvun arvioidaan nopeutuvan tarkastelujaksolla. Vuonna 2014 kasvuvauhti oli 3,6 %, ja sen arvioidaan olevan 3,8 % vuonna 2015 ja hieman yli 4 % vuosina 2016 ja 2017. Maailmantalouden indikaattorien ja käytettävissä olevien maakohtaisten tietojen perusteella kasvu hidastui vuoden 2014 lopulla, mutta talouskehityksen odotetaan pysyvän verrattain vahvana.

**Maailmantalouden elpymistä tukevat useat tekijät,** kuten öljyn hinnan merkittävä lasku, jonka katsotaan juontuvan pääasiassa tarjontapuolelta ja yleisesti ottaen edistävän maailmantalouden kehitystä, sekä Yhdysvaltain talouden jatkuva elpyminen ja vahvat kasvunäkymät. Toisaalta maailmantalouden elpymistä kuitenkin jarruttavat muun muassa talouspakotteiden ja öljyn hinnan laskun vaikutukset Venäjän talouteen, valuuttakurssien nopeat vaihtelut (osittain rahapolitiikkasyklierojen suurenemisen vuoksi) sekä joidenkin kehittyvien markkinatalousmaiden odotettua vaisumpi talouskasvu, joka heikentää talouksien kasvupotentiaalia.

**Maailmantalouden kasvu jakautuu epätasaisesti kehittyneiden talouksien ja kehittyvien markkinatalousmaiden välillä.** Kehittyneissä talouksissa kasvun esteiden väistyminen jatkuu, kun velkaantuneisuuden purkaminen alkaa olla lopuillaan, finanssipolitiikka ei enää rajoita kasvua entisessä

määrin ja työmarkkinatilanne paranee. Kehittyvien markkinatalousmaiden talouskasvu sitä vastoin kärsii edelleen korjaamatta olevista rakenteellisista ongelmista ja rahoitusolojen kiristymisestä.

**Maailmankaupan kasvu oli heikkoa vuoden 2014 alkupuoliskolla mutta vauhdittui vuoden jälkipuoliskolla.** Kasvun odotetaan arviointijaksolla edelleen nopeutuvan jonkin verran. Maailmankaupan jousto suhteessa talouskasvuun pysynee pienempänä kuin ennen kriisiä. Euroalueen ulkopuolinen maailmankauppa kasvoi 2,9 % vuonna 2014. Kasvun arvioidaan nopeutuvan ja olevan 5,4 % vuonna 2017.

**Maailmantalouden kehitystä ja euroalueen ulkomaista kysyntää koskevat arviot asettuvat hyvin lähelle joulukuussa 2014 julkaistuja asiantuntija-arvioita, sillä eri suuntiin vaikuttavien taustatekijöiden vaikutukset kumoavat toisensa.**

#### Kansainvälistä ympäristöä koskevat oletukset

(vuotuinen prosenttimuutos)

	Maaliskuu 2015				Joulukuu 2014			Muutos joulukuun 2014 arvioihin verrattuna		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Maailmantalouden BKT (ilman euroaluetta)	3,6	3,8	4,2	4,1	3,6	4,0	4,2	0,0	-0,2	-0,1
Maailmankauppa (ilman euroaluetta) <sup>1)</sup>	2,9	3,9	5,1	5,4	2,7	3,9	5,2	0,2	0,0	-0,1
Euroalueen vientikyntä <sup>2)</sup>	2,8	3,2	4,7	5,1	2,3	3,4	4,9	0,5	-0,1	-0,2

Huom. Muutokset on laskettu pyöristämättömien lukujen pohjalta.

1) Eri maiden tuonin painotettu keskiarvo.

2) Euroalueen kauppakumppanimaiden tuonin painotettu keskiarvo.

**Työmarkkinatilanteen odotetaan kohenevan euroalueella arviointijaksolla.** Työllisyyden elpyminen jatkui vuonna 2014, ja se oli merkittävästi nopeampaa kuin mitä työllisyyden jousto suhteessa talouskasvuun koskevat pitkän aikavälin lainalaisuudet antoivat olettaa. Syynä olivat todennäköisesti aiemman palkkamaltin ja viimeaikaisten työmarkkinauudistusten suotuisat vaikutukset. Työssäkäyvien määrällä mitatun työllisyyden arvioidaan elpymisen jatkossakin. Elpymisen odotetaan olevan talouskasvuun suhteutettuna erityisen vahvaa niissä maissa, joissa on toteutettu työmarkkinauudistuksia. Työntekijää kohden tehtyjen työtuntien määrän arvioidaan kasvavan jonkin verran. Osassa maista taustalla on normaali suhdannekehitys, toisissa maissa kehityksessä olevat työvoiman tarjonnan kapeikat.

**Työttömyysasteen odotetaan edelleen laskevan.** Työttömien määrän ennakoitaan supistuvan arviointijaksolla noin 2,7 miljoonalla ja painuvan alimmilleen sitten vuoden 2009 puolivälin. Supistuminen johtuu työllisyyden kasvun (4,2 miljoonaa uutta työllistä) vaikutuksesta, jota työvoiman kasvun vaikutus kuitenkin vaimentaa jonkin verran. Työttömyysasteen odotetaan laskevan ja olevan 9,9 % vuonna 2017, kun se vuonna 2014 oli vielä 11,6 %.

**Talouden kasvunäkymät on nyt arvioitu huomattavasti paremmiksi kuin vielä joulukuussa 2014 julkaistussa asiantuntija-arvioissa.** Kasvuperintö on nyt viimekertaista positiivisempi, sillä BKT:n kasvu vuoden 2014 viimeisellä neljänneksellä oli odotettua vahvempaa, ja sen lisäksi talousnäkyminen tarkistaminen johtui suurelta osin öljyn hinnan laskun suotuisasta vaikutuksesta, euron valuuttakurssin heikkenemisestä ja EKP:n viimeaikaisten epätavanomaisten rahapoliittisten toimien vaikutuksesta.

#### Kehikko 3

##### KORKOJA, VALUUTTAKURSSEJA JA RAAKA-AINEIDEN HINTOJA KOSKEVAT TEKNISET OLETUKSET

**Suurin muutos joulukuun 2014 arvioihin verrattuna on, että öljyn ja muiden kuin energiaraaka-aineiden dollarihinnat on nyt oletettu huomattavasti alemmiksi, euron efektiivinen valuuttakurssi heikommaksi ja pitkät korot euroalueella matalammiksi.**

**Korkoja ja raaka-aineiden hintoja koskevat tekniset oletukset perustuvat markkinaodotuksiin 11.2.2015.** Lyhyitä korkoja mitataan kolmen kuukauden euriborkorolla, ja markkinaodotukset johdetaan futuurisopimusten pohjalta. Tällä menetelmällä keskimääräiseksi korkotasoksi saadaan 0,1 % vuosina 2015 ja 2016 sekä 0,2 % vuonna 2017. Markkinaodotusten mukaan valtion 10 vuoden joukkolainojen nimellistuotot euroalueella ovat keskimäärin 1,2 % vuonna 2015 ja 1,4 % vuonna 2016 sekä 1,6 % vuonna 2017.<sup>1</sup> 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 11.2.2015 päättyneen kahden viikon jakson futuurimarkkinahintoihin. Brent-raakaöljyn barrelihinnan oletetaan ensin laskevan ja olevan keskimäärin 58,5 Yhdysvaltain dollaria vuonna 2015 mutta nousevan sitten ja olevan 66,8 dollaria vuonna 2016 sekä 70,7 dollaria vuonna 2017 (vuonna 2014 barrelihinta oli 99,3 dollaria). Muiden kuin energiaraaka-aineiden dollarihintojen oletetaan laskevan huomattavasti vuonna 2015 mutta nousevan vuosina 2016 ja 2017.<sup>2</sup> Kahdenvälisen valuuttakurssien oletetaan pysyvän arviointijakson aikana muuttumattomina sillä tasolla, jolla ne keskimäärin olivat helmikuun 11. päivää edeltäneiden kahden viikon aikana. Euron dollarikurssin oletetaan siis olevan 1,14 vuonna 2015 ja 1,13 vuosina 2016 ja 2017.

#### Tekniset oletukset

	Maaliskuu 2015				Joulukuu 2014			Muutos joulukuun 2014 arvioihin verrattuna <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
3 kuukauden euriborkorko (vuosikorko prosentteina)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot (vuosituotto prosentteina)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Öljyn barrelihinta (Yhdysvaltain dollareina)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Muiden kuin energiaraaka-aineiden hintakehitys (Yhdysvaltain dollareina, vuotuinen prosenttimuutos)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Euron dollarikurssi	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi										
19 kauppakumppanimaan valuuttoihin nähden (vuotuinen prosenttimuutos)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

1) Arvioissa tapahtuneet muutokset on laskettu pyöristämättömien tietojen pohjalta ja ilmaistu prosentteina tai kasvuvauhtien eroina. Korkeerat 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 ensimmäiseen neljännekseen asti ja seurailevan sen jälkeen maailman talouskehitystä. Elintarvikkeiden kuluttajahintojen kehitystä ennakoidaan EU:n maatalouden (euromääräisiä) tuottajahintoja koskevien oletusten pohjalta. Tuottajahintojen kehitystä arvioidaan ekonometrisellä mallilla, jossa otetaan huomioon elintarvikeraaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen kehitys.



### 3. HINNAT JA KUSTANNUKSET

**Raaka-aineiden hintakehitys ja valuuttakurssikehitys ovat todennäköisesti tärkeimmät euroalueen inflaatiokehitykseen vaikuttavat tekijät tarkastelujaksolla.** Raakaöljyn hinnan viimeaikaisen jyrkän laskun odotetaan hidastavan energian hintainflaatiota selvästi vuonna 2015, eikä euron viimeaikainen heikkeneminen juurikaan lievennä vaikutusta. Muiden kuin energiaraaka-aineiden vaima hintakehitys viittaa siihen, että öljyn hintakehityksen lisäksi myös tuontihintojen kehitys hidastaa euroalueen kuluttajahintainflaatiota. Vuodesta 2016 eteenpäin euroalueen inflaatioon katsotaan kohdistuvan ulkomaisesta hintakehityksestä johtuvia nopeutumispaineita. YKHI-inflaation huomattava käänne vuonna 2016 johtuu suurelta osin siitä, että öljyn hinnan aiemman laskun vaikutus jää pois vertailusta ja että öljyn hinnan oletetaan nousevan öljyfutuuriin nousevaa hintakäyrää seuraillen vuoden 2017 puolelle asti. Lisäksi tuonnin deflaattori todennäköisesti kasvaa merkittävästi vuosina 2015–2016 muiden kuin energiaraaka-aineiden hintojen nousun, kansainvälisen kysynnän vahvistumisen ja euron valuuttakurssin viimeaikaisen heikkenemisen viiveellä ilmenevien vaikutusten vuoksi.

**Taulukko 1. Euroalueen talousnäkyviä koskevat arviot<sup>1</sup>**

(vuotuinen prosenttimuutos)

	Maaliskuu 2015				Joulukuu 2014			Muutos joulukuun 2014 arvioihin verrattuna <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
BKT <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
		[1,1–1,9] <sup>4)</sup>	[0,8–3,0] <sup>4)</sup>	[0,9–3,3] <sup>4)</sup>	[0,7–0,9] <sup>4)</sup>	[0,4–1,6] <sup>4)</sup>	[0,4–2,6] <sup>4)</sup>			
Yksityinen kulutus	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Julkinen kulutus	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Kiinteän pääoman bruttomuodostus	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Vienti <sup>5)</sup>	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Tuonti <sup>5)</sup>	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Työllisyys	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Työttömyysaste (% työvoimasta)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
YKHI	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
		[-0,3–0,3] <sup>4)</sup>	[0,8–2,2] <sup>4)</sup>	[1,0–2,6] <sup>4)</sup>	[0,5–0,5] <sup>4)</sup>	[0,2–1,2] <sup>4)</sup>	[0,6–2,0] <sup>4)</sup>			
- ilman energian hintaa	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
- ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
- ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja ja välillisiä veroja <sup>6)</sup>	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Yksikkötyökustannukset	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Työvoimakustannukset työntekijää kohden	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Työn tuottavuus	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Julkisen talouden rahoitusasema (% suhteessa BKT:hen)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Rakenteellinen rahoitusasema (% suhteessa BKT:hen) <sup>7)</sup>	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Julkisen talouden bruttovelka (% suhteessa BKT:hen)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Vaihtotaseen yli-/alijäämä (% suhteessa BKT:hen)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

1) Liettua on mukana euroaluetta koskevilla arvioissa lukuun ottamatta YKHIn muutosta vuonna 2014. YKHIn keskimääräinen

vuotuinen prosenttimuutos vuodelle 2015 pohjautuu sellaiseen euroalueen kokoonpanoon, jossa Liettua on mukana jo vuonna 2014.

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. (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 perusteella. EKPJ:n menetelmässä suhdannekomponentit lasketaan erikseen tulo- ja menovirroille. Menetelmää on käsitelty maaliskuun 2012 Kuukausikatsauksen kehikossa "Julkisen talouden rahoitusjäämän suhdannetasoitus" ja syyskuun 2014 Kuukausikatsauksen kehikossa "Rakenteellinen rahoitusasema julkisen talouden perusrahoitusaseman indikaattorina".

**Työmarkkinatilanteen paranemisesta ja talouden käyttämättömän kapasiteetin vähenemisestä päätellen kotimaiset inflaatiopaineet kasvavat arviointijaksolla.** Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvun arvioidaan työllisyyden jatkuvan kohenemisen ja työttömyysasteen jonkinasteisen alenemisen ansiosta vähitellen nopeutuvan ja olevan 2,3 % vuonna 2017 (1,5 % vuonna 2014). Kasvu olisi nopeampaa, jollei korkea työttömyysaste ja joissakin euroalueen maissa vielä meneillään oleva kustannuskilpailukyyn sopeutusprosessi jarruttaisi sitä. Öljyn hinnan nopean laskun kerrannaisvaikutusten ei odoteta mainittavasti hidastavan työvoimakustannusten kasvua, sillä palkat eivät juuri jousta alaspäin eikä vaikutus välity myöskään automaattisten indeksointijärjestelmien välityksellä (indeksointi toimii pääasiassa palkkoja nostettaessa, ja osassa maista indeksointijärjestelmistä on tilapäisesti luovuttu tai niiden käyttöä on kavennettu merkittävästi).

**Yritysten kannattavuuden (jota mitataan tuotantokustannushintaisen BKT:n deflaattorin ja yksikkötyökustannusten kasvuvauhtien erolla) arvioidaan kohenevan arviointijaksolla selvästi, kun talouden elpyminen vauhdittuu.** Voittomarginaalien odotetaan olevan tärkein tekijä kotimaisten kustannuspaineiden kasvun taustalla. Voittomarginaalien ennakoitaan hieman notkahtavan vuonna 2015 mutta suurenevan sitten arviointijakson loppuun saakka tuottavuuden kohentumisen ja talouskehityksen vahvistumisen myötä.

**Joulukuun 2014 asiantuntija-arvioihin verrattuna vuoden 2015 YKHI-inflaatiouauhti on nyt arvioitu huomattavasti hitaammaksi mutta vuoden 2016 YKHI-inflaatiouauhti hieman nopeammaksi.** Vuoden 2015 inflaatiouauhti on nyt arvioitu 0,8 prosenttiyksikköä hitaammaksi kuin edellisissä arvioissa. Taustalla on lähinnä se, että öljyn dollarihinta on alempi kuin edellisissä arvioissa oletettiin, eikä euron dollarikurssin heikkeneminen juuri lievennä vaikutusta. Ilman energian hintoja laskettu YKHI-inflaatio vuodelle 2015 on nyt arvioitu 0,2 prosenttiyksikköä hitaammaksi kuin joulukuussa. Arvion muutos liittyy aiempiin ennustevirheisiin, joiden taustalla ovat muun muassa öljyn hinnan laskun välilliset vaikutukset tavaroiden ja palvelujen hintoihin. Vuoden 2016 YKHI-inflaatio on arvioitu 0,2 prosenttiyksikköä nopeammaksi kuin edellisissä arvioissa. Syynä arvion muutokseen ovat aiempaa suotuisimmat talouden kasvunäkymät, euron valuuttakurssin heikkenemisen viiveellä ilmenevät vaikutukset sekä öljyfutuuriin hintakäyrän jyrkkeneminen. Viimeaikaiset epätavanomaiset rahapoliittiset toimet ja erityisesti omaisuuserien ostojen laajentaminen ovat vaikuttaneet tarkistukseen usean eri kanavan välityksellä.

#### 4. JULKISEN TALOUDEN NÄKYMÄT

**Finanssipolitiikan arvioidaan olevan arviointijaksolla kutakuinkin neutraalia (suhdannekorjatun perusjäämän muutoksella mitattuna),** sillä julkisten menojen kasvu on vähäistä BKT:n trendikasvuun nähden, mikä oletusten mukaan kutakuinkin kumoaa joissakin maissa toteutettavien veronalennusten vaikutuksen. Automaattisten vakauttajien suotuisa vaikutus kotimaiseen kysyntään väistyy ajan mittaan talouden elpymässä.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Finanssipolitiikkaa koskevissa oletuksissa ovat mukana vuoden 2015 talousarviolakeihin kirjatut toimet sekä 20.2.2015 käytettävissä olleet tiedot valtioiden keskipitkän aikavälin talousarvio suunnitelmista. 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.



**Julkisen talouden alijäämä- ja velkasuhteiden arvioidaan supistuvan vähitellen arviointijaksolla.** Alijäämäsuhteen supistumista edistää euroalueen talouden suhdannekehityksen koheneminen. Rakenteellisen rahoitusaseman arvioidaan paranevan hienokseltaan arviointijaksolla pääasiassa siksi, että korkomenot pienentyvät implisiittisen koron laskun vuoksi. Velkasuhteen arvioidaan saavuttaneen lakipisteensä vuonna 2014 ja alkavan supistua arviointijakson aikana julkisen talouden rahoitusaseman kohenemisen, talouskasvun vahvistumisen ja alhaisen korkotason ansiosta.

**Julkisen talouden näkymät ovat paremmat kuin joulukuussa 2014 julkaistuissa arvioissa.** Tietoon ei ole tullut uusia merkittäviä finanssipoliittisia toimia, joten muutos julkisen talouden rahoitusasemaa koskevassa arvioissa johtuu pääasiassa makrotalouden näkymien kohenemisesta ja korkomenojen pienenemisestä valtioiden lainanotokustannusten laskun vuoksi. Myös julkisen talouden velkaa koskevat näkymät ovat parantuneet, kun velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin ero – ja vähäisemmässä määrin myös perusjäämä – on arvioitu aiempaa suotuisammaksi.

#### Kehikko 4

### 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

**Teknisten oletusten perusteella öljyn hinta nousee arviointijaksolla.** Skenaarion taustaoletuksena on, että maailmantalouden kasvun vauhdittuessa öljyn kysyntä maailmanmarkkinoilla elpyy ja tarjonta supistuu hieman, sillä investoinnit ovat jääneet puutteellisiksi ja tuotantokapasiteettia on menetetty joissakin öljyntuottajamaissa.

**Öljyn hinta saattaisi kuitenkin myös pysyä kutakuinkin nykytasollaan koko arviointijakson ajan, jolloin ero perusskenaarion mukaiseen öljyn hintakehitykseen nähden kävisi yhä suuremmaksi.** Tämä vaihtoehtoinen skenaario on mahdollinen, jos öljyn tarjonta pysyy runsaana ja kysyntä maailmanmarkkinoilla elpyy vain hitaasti. EKP:n asiantuntijoiden arvioissa käytettyjen mallinnusmenetelmien perusteella alhaisena pysyvä öljyn hinta johtaisi perusskenaarioon verrattuna 0,1–0,2 prosenttiyksikköä hitaampaan YKHI-inflaatioon vuonna 2015 ja 0,3–0,6 prosenttiyksikköä hitaampaan inflaatioon vuonna 2016. Vuonna 2017 YKHI-inflaatio olisi 0,2–0,3 % hitampi kuin perusskenaariossa. Lisäksi vaihtoehtoinen öljyn hintakehitys edistäisi BKT:n kasvua noin 0,1–0,2 prosenttiyksiköllä vuosina 2016 ja 2017.

#### 2) Poikkeava valuuttakurssikehitys

**Perusskenaarion pohjana on oletus, että euron efektiivinen valuuttakurssi pysyy muuttumattomana arviointijakson loppuun saakka. Euron valuuttakurssi voisi kuitenkin entisestään heikentyä euroalueen ja Yhdysvaltain talouden kasvunäkymien erojen vuoksi** ja jos rahapolitiikan linjan odotettaisiin kehittyvän talousalueilla yhä selvemmin eri suuntiin. Vaihtoehtoisessa skenaariossa, jossa euron dollarikurssi heikkenee entisestään, kurssikehitys johdetaan 12.2.2015 päivättyjen valuuttakurssioptioiden riskineutraalin tiheysjakauman alimmasta kvartaalista. Tässä simulaatiossa euron dollarikurssi heikkenee vähitellen ja on vuonna 2017 enää 1,04 eli 8,8 % heikompi 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 4,8 % sitä heikompi vuonna 2017. EKP:n asiantuntijoiden arvioissa käytetyillä mallinnusmenetelmillä valuuttakurssin heikkeneminen nopeuttaisi BKT:n kasvua 0,1–0,3 prosenttiyksiköllä ja YKHI-inflaatiota 0,1–0,4 prosenttiyksiköllä vuosina 2015–2017.

## 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 (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).

### 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	maaliskuu 2015	1,5	1,9	2,1	0,0	1,5	1,8
		[1,1–1,9]	[0,8–3,0]	[0,9–3,3]	[-0,3–0,3]	[0,8–2,2]	[1,0–2,6]
Euroopan komissio	helmikuu 2015	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
OECD	marraskuu 2014	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
Euro Zone Barometer							
-kyselytutkimus	helmikuu 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	helmikuu 2015	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
Survey of Professional Forecasters	helmikuu 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
IMF	tammikuu 2015	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Lähteet: Euroopan komission talousennuste (talvi 2015), IMF World Economic Outlook (lokakuu 2014 sekä BKT:n kasvua koskeva päivitetty ennuste tammikuulta 2015), OECD Economic Outlook (marraskuu 2014), Consensus Economics Forecasts, MJEconomics ja EKP:n Survey of Professional Forecasters.

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.

**Tällä hetkellä käytettävissä olevissa muiden ennustelaitosten ennusteissa euroalueen BKT:n kasvuvauhdin ja YKHI-inflaatiiovauhdin odotetaan olevan samoissa lukemissa tai hieman hitaampia kuin EKP:n asiantuntija-arvioissa.**

© 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.