



EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

# EUROALUEEN TALOUSNÄKYMÄ KOSKEVAT EUROJÄRJESTELMÄN ASiantuntijoiden Arviot (Joulukuu 2015)<sup>1</sup>

## 1. EUROALUEEN TALOUSNÄKYMÄT TIIVISTETYSTI

*Euroalueen talouden elpymisen odotetaan jatkuvan. BKT:n arvioidaan kasvavan 1,5 % vuonna 2015 ja 1,7 % vuonna 2016 sekä 1,9 % vuonna 2017. Talouden kokonaisnäkömät ovat pitkälti samanlaiset kuin edellisissä asiantuntija-arvioissa, mutta kotimaiset kysyntänäkömät ovat vahvistuneet ja ulkomaiset kysyntänäkömät heikentyneet. Inflaatiiovauhdin odotetaan nopeutuvan arviointijaksolla ja olevan 1,6 % vuonna 2017. Inflaationäkömät on arvioitu hieman heikommiksi kuin edellisissä arvioissa pääasiassa öljyn hinnan laskun vuoksi.*

**Elpymisen odotetaan etenevän vuosina 2016–2017 kotimaisen kysynnän vauhdittamana ja saavan edelleen tukea useista suotuisista tekijöistä.** EKP:n kasvua tukevan rahapolitiikan vaikutus välittyy edelleen talouteen: luotonantotilanne on edelleen kohentunut jonkin verran, luottokannan kehityksessä on hiljattain tapahtunut käänne ja euron efektiivinen valuuttakurssi on heikentynyt. Öljyn halvan hinnan odotetaan tukevan sekä kulutusta että investointeja. Lisäksi kotimainen kysyntä hyötyy finanssipolitiikan jonkinasteisesta kevenemisestä – osittain myös viimeaikaisten pakolaisvirtojen vuoksi, sillä niiden odotetaan johtavan julkisen kulutuksen lisääntymiseen ja tulonsiirtoihin kotitalouksille. Kotimaisen kysynnän odotetaan vahvistuvan lähivuosina, kun velkaantuneisuuden vähentämisen tarve yksityisellä sektorilla pienenee ja investoinnit lisääntyvät. Lisäksi työmarkkinatilanteen kohenemisen odotetaan jatkuvan, minkä pitäisi tukea kulutusta. Sitä vastoin maailmantalouden elpymisen ei edelleenkään odoteta edistävän euroalueen talouskehitystä kovin vahvasti. Syynä on lähinnä nousevien markkinatalousmaiden heikko talouskasvu.

**YKHI-inflaatiiovauhdin arvioidaan nopeutuvan ja olevan 1,0 % vuonna 2016 ja 1,6 % vuonna 2017.** Energian hintakehityksen odotetaan vaikuttavan YKHI-inflaation kehitykseen merkittävästi arviointijaksolla. Energian hintojen pohjalta laskettu YKHI-inflaatiouvauhti on nyt negatiivinen, mutta sen arvioidaan nopeutuvan huomattavasti. Taustalla ovat vahva vertailuajankohdan vaikutus vuodenvaihteessa ja vuoden 2016 jälkipuoliskolla sekä futuurihintojen pohjalta oletettu öljyn hinnan nousu vuoteen 2017 saakka. Lisäksi ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan vahvistuvan vähitellen arviointijaksolla. Palkkojen nousun ja voittomarginaalien kasvun ennakoitaan nopeuttavan pohjainflaatiota talouden elpymisen vauhdittuessa. Lisäksi euron valuuttakurssin huomattavan heikkenemisen vaikutus näkynee jatkossakin YKHI-inflaatiouvauhdissa.

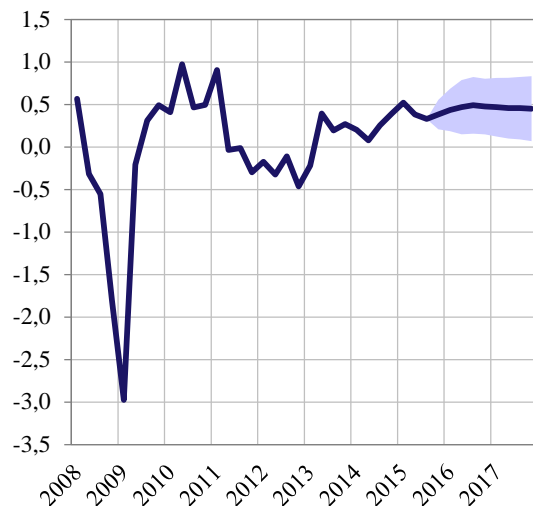
<sup>1</sup> Eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot muodostavat osan aineistoa, jota EKP:n neuvosto käyttää arvioidessaan talouskehitystä ja hintavakauteen kohdistuvia riskejä. Arvioiden laatimisessa käytettävistä menetelmistä ja tekniikoista on tietoa oppaassa "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises" (EKP, kesäkuu 2001). Opas on luettavissa EKP:n verkkosivuilla. Öljyn hintaa ja valuuttakursseja koskevat oletukset sekä muut tekniset oletukset perustuvat 12.11.2015 käytettävissä olleisiin tietoihin (ks. kehikko 3). Muuten arviot perustuvat 19.11.2015 käytettävissä olleisiin tietoihin. Tämänkertaisissa arvioissa arviointijaksona ovat vuodet 2015–2017. Pitkän arviointijaksossa vuosiksi 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)

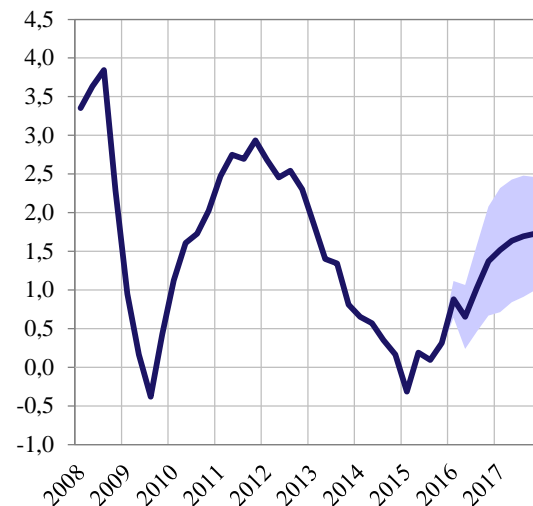
### Euroalueen BKT<sup>2)</sup>

(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.

## 2. REAALITALOUS

**Euroalueen talouden elpymisen odotetaan jatkuvan arviointijaksolla ja saavan yhä enemmän tukeaa kotimaisesta kysynnästä.** Euroalueen BKT kasvoi vuoden 2015 kolmannella neljänneksellä 0,3 % edellisestä neljänneksestä. Kasvun odotetaan jatkuvan tasaisena lyhyellä aikavälillä, sillä yritysten ja kuluttajien luottamus on pysynyt vahvana viime kuukausina. Myöhemmin tarkastelujaksolla BKT:n kasvua tukevat odotusten mukaan eritoten kasvua tukeva rahapolitiikan mitoitus, finanssipolitiikan jonkinasteinen keveneminen, öljyn halpa hinta sekä kansainvälisten kysyntänäkymien vähittäinen koheneminen ja vientimarkkinaosuusien kasvu euron valuuttakurssin suhteellisen heikkouden vuoksi.

**Yksityisen kulutuksen odotetaan olevan edelleen tärkein elpymisen taustatekijä.** Käytettävissä olevien nimellistulojen kasvun odotetaan nopeutuvan arviointijaksolla. Taustalla on palkkatulojen kasvu työllisyyden vahvan kehityksen ja työntekijää kohden laskettujen nimellisten työvoimakustannusten kasvun nopeutumisen vuoksi sekä aiempaa nopeampi muiden henkilökohtaisten tulojen kasvu. Tulonsiirtojen kasvu ja välittömien verojen lasku kasvattavat nekin kotitalouksien tuloja vuonna 2016. Käytettävissä olevien reaalityulojen kasvun odotetaan jatkuvan vakaana vuonna 2016 mutta hidastuvan vuonna 2017 kuluttajahintojen nousun vuoksi. Alhaiset rahoituskustannukset ja kotitalouksien nettovarallisuuden kasvu (joita molempia omaisuuserien osto-ohjelma edistää) tukenevat yksityistä kulutusta, joskin käytettävissä olevien tulojen kehitys kärsii siitä, että korkotulot jäävät alhaisen korkotason vuoksi vähäisiksi. Kaiken kaikkiaan yksityisen kulutuksen vuotuisen kasvun arvioidaan olevan vuosina 2015–2017 keskimäärin 1,7 % (0,8 % vuonna 2014).

**Säästämisasteen odotetaan pysyvän lyhyellä aikavälillä jokseenkin vakaana mutta laskevan hieman vuonna 2017.** Säästämisasteen arvioidaan nousevan jonkin verran vuonna 2015, sillä kulutus ei reagoi välittömästi öljyn hintakehityksestä johtuvaan käytettävissä olevien reaalityulojen kasvuun. Vuonna 2016 säästämisasteen odotetaan pysyvän jokseenkin ennallaan, mutta vuonna 2017 se laskenee jonkin verran.

Odotuksena on, että korkea työttömyysaste ja suuri bruttovelka aiheuttavat säästämisasteen nousupaineita joissakin maissa, ja toisissa maissa hyvin alhainen korkotaso voi kertoa tarpeesta lisätä säästämistä. Säästämisastetta laskevien tekijöiden odotetaan kuitenkin ajan mittaan muuttuvan hallitseviksi. Ensinnäkin öljyn hinnan laskusta johtuvan käytettävissä olevien tulojen kasvun pitäisi vähitellen näkyä kotitalouksien kulutuksen kasvuna. Toiseksi varovaisuussäästäminen vähentyy työttömyysasteen vähittäisen laskun myötä, jolloin kotitaloudet uskaltavat tehdä myöhemmäksi lykkäämiään suuria hankintoja. Lisäksi erittäin matalat korkotuotot vähentävät yleensä säästämishalukkuutta, sillä kuluttaminen vaikuttaa toistaiseksi kannattavammalta kuin säästäminen.

**Asuinrakennusinvestointien heikon kehityksen odotetaan piristyvän.** Tarkistettujen tilastojen perusteella asuinrakennusinvestointien kehitys oli vuoden 2015 alkupuoliskolla jonkin verran luultua vahvempaa, ja sen ennakoidaan vauhdittuvan arviointijakson aikana, kun käytettävissä olevien reaalityulojen kasvu jatkuu, asuntolainojen korot ovat erittäin matalalla ja rahoitusolot helpottuvat osin omaisuuserien osto-ohjelman ansiosta. Kotitalouksien lainakannan kasvun pitäisi siis vahvistua ja tukea siten asuinrakennusinvestointeja. Osassa euroalueen maista kotitalouksien suuri velkataakka ja epäsuotuisa väestönkehitys ovat kuitenkin luultavasti esteenä asuinrakennusinvestointien voimakkaammalle kasvulle.

**Yritysten investointien kehitys nopeutuu vähitellen rahoitusolojen kohenemisen ja talouden suhdanneluontoisen elpymisen tuella.** Pääomainvestointien arvioidaan saavan vetoapua kasvu tukevasta rahapolitiikasta, kotimaisen ja ulkomaisen kysynnän elpymisen kerrannaisvaikutuksista, tarpeesta nykyaikaistaa pääomakantaa vuosien investointitauon jälkeen, joissakin maista toteutetuista finanssipoliittisista toimita sekä voittomarginaalien kasvusta ennestäänkin hyvästä kassatilanteesta nauttivalla yrityssektorilla. Edes yritysten velkataakan purkamisen ei odoteta jarruttavan niiden investointeja arviointijaksolla enää samassa määrin kuin aikaisemmin. Useimmissa maissa yritysten velan suhde omaan pääomaan onkin supistunut huomattavasti finanssikriisin aikaisista huippulukemista ja on nyt historiallisen pieni. Joissakin maissa yrityksillä on kuitenkin yhä rahoitusvaikeuksia sekä suuri velkataakka, ja potentiaalisen tuotannon kasvun odotetaan jäävän aiempaa hitaammaksi, mikä sekkin jarruttaa edelleen yritysten investointien elpymistä.

**Finanssipolitiikalla arvioidaan olevan arviointijaksolla lievä kysyntää kasvattava vaikutus (mitattuna suhdannekorjatun perusjäämän muutoksella, josta on poistettu rahoitussektorille annetun julkisen tuen vaikutus).** Vuonna 2015 finanssipolitiikkaa on lievästi tiukennettu harkinnanvaraisin toimin, mutta oletusten mukaan harkinnanvaraiset toimet ovat vuonna 2016 finanssipolitiikkaa keventäviä ja vuonna 2017 neutraaleja.<sup>2</sup> Julkisen sektorin reaali-investointien kasvun odotetaan vauhdittuvan jonkin verran vuonna 2016 ja jo selvemmin vuonna 2017, ja julkisen kulutuksen oletetaan kasvavan verrattain vahvasti. Pakolaisvirtojen odotetaan edistävän finanssipolitiikan kevenemistä euroalueella (ks. kehikko 2).

**Euroalueen vientikysynnän odotetaan kärsivän nousevien markkinatalousmaiden talouskasvun heikkoudesta sekä siitä, että kasvu on luonteeltaan vain heikosti ulkomaankauppaa tukevaa. Vientikysynnän arvioidaan kuitenkin vähitellen elpyvän arviointijaksolla (ks. kehikko 1).** Vientikysynnän odotetaan vahvistuvan vähitellen arviointijakson aikana, mutta vain hitaasti, sillä nousevien markkinatalousmaiden tuonin kasvu jää heikoksi. Kehityksen odotetaan jäävän selvästi hitaammaksi kuin ennen finanssikriisiä, mikä johtuu sekä maailmantalouden aiempaa hitaammasta kasvusta että kansainvälisen kaupan pienemmästä kasvujoudesta – etenkin nousevissa markkinatalousmaissa.

**Vienti euroalueen ulkopuolelle kasvaneen arviointijaksolla.** Arvion mukaan vienti euroalueen ulkopuolelle kasvaa arviointijaksolla edelleen nopeammin kuin vientikysyntä, sillä vienti hyötyy euron efektiivisen valuuttakurssin heikkenemisen viiveellä ilmenevästä vaikutuksesta ja kilpailukyyn

<sup>2</sup> Finanssipolitiikkaa koskevilla oletuksilla ovat mukana vuoden 2016 talousarviolakeihin kirjatut toimet sekä muut 19.11.2015 käytettävissä olleet olennaiset tiedot. 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.

kohenemisestä. Odotuksena on, että tuonti euroalueen ulkopuolelta kasvaa arviointijakson ajan verrattain vaimeasti, kun kokonaiskysyntä koostuu pääasiassa julkisen ja yksityisen kulutuksen kaltaisista menokomponenteista, joissa tuonnin osuus on pieni. Vaihtotaseen ylijäämän (suhteessa BKT:hen) odotetaan kasvavan 3,0 prosenttiin vuonna 2015 mutta pienenevän sitten ja olevan 2,9 % vuonna 2016 ja 2,7 % vuonna 2017. Vuonna 2014 vaihtotaseen ylijäämä oli 2,4 % suhteessa BKT:hen.

**Negatiivisen tuotantokuilun odotetaan kapenevan potentiaalisen tuotannon maltillisen kasvun vuoksi.** Potentiaalisen tuotannon kasvuvauhdin arvioidaan jäävän arviointijakson aikana vain noin 1 prosenttiin eli selvästi hitaammaksi kuin ennen kriisiä. Koska BKT:n kasvun arvioidaan olevan potentiaalista kasvua nopeampaa, negatiivisen tuotantokuilun odotetaan kapenevan huomattavasti arviointijakson aikana.

## Kehikko 1

### KANSAINVÄLISTÄ YMPÄRISTÖÄ KOSKEVAT OLETUKSET

**Maailmantalouden vähittäinen elpyminen jatkuu, mutta kasvu on edelleen vaatimatonta.** Maailmantalouden kehitysindikaattorien ja saatavilla olevien maakohtaisten tietojen perusteella maailmantalouden kasvu oli maltillista myös vuoden 2015 kolmannella neljänneksellä. Asteittainen hidas elpyminen jatkunee, tosin epätasaisesti. Taustalla ovat odotukset kasvun jatkumisesta useimmissa kehittyneissä talouksissa, kun taas nousevien markkinatalousmaiden näkymät ovat pitkän aikavälin keskiarvoon nähden edelleen vaimeat. Kehittyneiden talouksien kasvunäkymiä edistänevät öljyn halpa hinta, suotuisat rahoitusolot, työmarkkinatilanteen ja luottamuksen koheneminen sekä yksityisen sektorin velkaantumisen purkamisesta ja julkisen talouden vakauttamisesta johtuvien kasvun esteiden väistyminen. Nousevien markkinatalouksien keskipitkän aikavälin kehitysnäkymät sitä vastoin ovat vaihtelevammat. Yhtäältä kehittyneiden talouksien kysynnän vahvistumisen pitäisi tukea talouskehityksen piristymistä, mutta toisaalta useiden suurten nousevien markkinatalousmaiden kasvunäkymiä heikentävät edelleen rakenteelliset esteet ja makrotalouden epätasapaino. Osassa näistä talouksista on myös käynnissä sopeutuminen raaka-aineiden hintojen laskuun sekä Yhdysvaltain rahapolitiikan normalisoitumista enteilevään ulkoisen rahoituksen ehtojen kiristymiseen. Lisäksi poliittinen epävarmuus on edelleen suurta joissakin maissa. Euroalueen ulkopuolisen maailman talouskasvun arvioidaan olevan 3,1 % vuonna 2015 mutta nopeutuvan sitten vähitellen ja olevan 3,6 % vuonna 2016 ja 3,9 % vuonna 2017. Vuoden 2015 talouskasvu on nyt arvioitu 0,1 prosenttiyksikköä ja vuoden 2016 kasvu 0,2 prosenttiyksikköä hitaammaksi kuin syyskuussa julkaistuissa arvioissa.

**Maailmankaupan kehitys oli vuoden 2015 alkupuoliskolla äärimmäisen heikkoa, mutta sen odotetaan vahvistuvan vähin erin.** Tarkistettujen tilastojen mukaan maailmankauppa supistui vuoden alkupuoliskolla huomattavasti selvemmin kuin aiemmin arvioitiin. Venäjän ja Brasilian tuonnin merkittävä supistuminen selittyi osittain kotimaisen kysynnän vähenemisellä ja valuuttakurssin heikkenemisellä, mutta muiden talouksien (kuten Ison-Britannian, Japanin ja Kiinan) kaupan kehityksen taustalla vaikuttaisi olevan pääasiassa tilastokohina. Viimeaikaisten indikaattorien mukaan kaupan kehitys vakautui vuoden kolmannella neljänneksellä jonkin verran, mutta se pysyy lähiajat kaiken kaikkiaan vaimeana. Sitten maailmankaupan kehityksen odotetaan vähitellen vahvistuvan maailmantalouden elpymistä seurailleen. Kehitys jää kuitenkin edelleen selvästi heikommaksi kuin finanssikriisin edellä. Maailmantalouden kokonaistuonnin ja euroalueen vientikysynnän kehityksen arvioidaan olevan arviointijaksolla melko heikkoa maailmantalouden BKT:n kehitykseen verrattuna. Euroalueen vientikysynnän kehityksen odotetaan olevan -0,1 % vuonna 2015, mutta sen ennakoidaan sitten nopeutuvan ja olevan 2,7 % vuonna 2016 ja 3,8 % vuonna 2017. Vuoden 2015 vientikysyntä on siis arvioitu 1,6 prosenttiyksikköä heikommaksi, vuoden 2016 vientikysyntä 0,7 prosenttiyksikköä heikommaksi ja vuoden 2017 vientikysyntä 0,3 prosenttiyksikköä heikommaksi kuin syyskuuisissa asiantuntija-arvioissa.

## Kansainvälistä ympäristöä koskevat oletukset

(vuotuinen prosenttimuutos)

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

Huom. Muutokset on laskettu pyöristämättömien lukujen pohjalta.

1) Eri maiden tuonnin painotettu keskiarvo.

2) Euroalueen kauppakumppanimaiden tuonnin painotettu keskiarvo.

**Työmarkkinatilanteen odotetaan paranevan euroalueella edelleen arviointijakson kuluessa.** Työssäkävien määrän odotetaan kasvavan vahvasti myös vuoden 2015 jälkipuoliskolla. Kasvun arvioidaan jatkuvan vuosina 2016 ja 2017. Sitä edistävät pääasiassa talouden elpyminen, joissakin maissa luodut finanssipoliittiset kannustimet, palkkamallit, aiempien työmarkkinauudistusten vaikutus sekä pakolaisten vähittäinen siirtyminen työmarkkinoille. Työntekijää kohden laskettujen tehtyjen työtuntien määrän arvioidaan kasvavan jonkin verran arviointijaksolla mutta pysyvän paljon pienempänä kuin ennen kriisiä. Tältä pohjalta työn tuottavuuden kasvun odotetaan nopeutuvan suhdannekehitystä tavanomaiseen tapaan myötäillen ja olevan 0,9 % vuonna 2017 (vuonna 2014 työn tuottavuus kasvoi 0,3 %) Työvoiman odotetaan kasvavan aiempia arvioita vahvemmin eli 0,5 % sekä vuonna 2016 että vuonna 2017 (0,2 % vuosina 2014 ja 2015). Taustalla ovat jatkuvat pakolaisvirrat (ks. kehikko 2) ja työnhaun muuttuminen houkuttelevammaksi. Työttömyysasteen odotetaan laskevan 10,1 prosenttiin vuonna 2017. Silloinkin se on kuitenkin selvästi korkeampi kuin ennen kriisiä (7,5 % vuonna 2007).

**BKT:n kasvunäkymät ovat pitkälti samanlaiset kuin syyskuussa julkaistussa asiantuntija-arvioissa.** BKT:n kasvu vuonna 2015 on nyt arvioitu hieman nopeammaksi kuin syyskuussa, mikä johtuu pääasiassa siitä, että toisen neljänneksen kasvuluvut olivat ennakoitua vahvemmat. Kasvuarvot vuosille 2016 ja 2017 ovat pysyneet jokseenkin ennallaan, sillä taustatekijöiden vaikutukset kumoavat toisensa: yhtäältä yksityisen kulutuksen näkymät ovat vahvistuneet ja julkinen kulutus kasvaa muun muassa pakolaisvirtoihin liittyvien finanssipoliittisten toimien vuoksi, ja toisaalta vientinäkymät ovat aiempaa heikommat ulkomaisen kysynnän heikkenemisen vuoksi.

## Kehikko 2

### PAKOLAISVIRTOJEN VAIKUTUS EUROALUEEN TALOUSKEHITYKSEEN

**Meneillään on ennennäkemätön pakolaisvirta euroalueelle.** YK:n pakolaisjärjestön (UNHCR) mukaan Eurooppaan oli marraskuun 2015 loppuun mennessä tullut Välimeren yli noin 850 000 pakolaista eli huomattavasti enemmän kuin Balkanin kriisin aikana 1990-luvun alussa. Näissä arvioissa oletuksena on, että euroalueelle tulee vuoteen 2017 mennessä 2,4 miljoonaa pakolaista enemmän kuin vielä kesäkuuisissa arvoissa oletettiin (määrä vastaa alle yhtä prosenttia euroalueen väestöstä).

**Pakolaisvirtojen vaikutusta reaalityömarkkinoille ja julkiseen talouteen on erittäin vaikea arvioida varmasti.** Pakolaisten määrästä ja osaamisesta ei ole vielä mitään varmuutta, eikä perässä seuraavien perheenjäsenten määrää pystytä ennustamaan juuri lainkaan. Myöskään pakolaisten jakautumisesta euroalueen maiden kesken ei ole vielä selvyyttä. Lisäksi kansallisia turvapaikkasääntöjä mukautetaan parhaillaan, mikä vaikuttaa myös makrotalouteen ja julkiseen talouteen.

**Tarjontapuolella vaikutus makrotalouteen riippuu ennen kaikkea siitä, missä määrin ja miten nopeasti pakolaiset siirtyvät työmarkkinoille.** Yleensä pakolaisten siirtyminen vastaanottamaan

virallisille työmarkkinoille on pitkälinen prosessi. Ensin heidän täytyy saada turvapaikka ja joissakin tapauksissa myös työlupa sekä hankkia tarvittava kielitaito ja tunnustus ammattipätevyydelleen. Oikeudellisten ja käytännöllisten rajoitteiden vuoksi pakolaisten pääsy euroalueen työmarkkinoille kestää keskimäärin vähintään puoli vuotta, mutta maiden välillä on suuria eroja ja pysyvän työpaikan löytäminen voi monilla kestää käytännössä useita vuosia. Perusskenaariossa oletuksena on, että euroalueelle saapuvat pakolaiset ovat valtaosin nuoria ja kilpailevat kotoperäisten kanssa töistä, joissa osaamisvaatimukset ja palkkataso ovat suhteellisen alhaiset. Lisäksi vain noin neljänneksen kaikista pakolaisista oletetaan siirtyneen työmarkkinoille arviointijakson loppuun mennessä.

**Pakolaisvirrat vaikuttavat makrotalouteen lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä sekä kysyntä- että tarjontapuolen välityksellä.** Alkuvaiheessa yksityisen ja julkisen kulutuksen lisääntymisestä aiheutuva positiivinen kysyntäshokki nostaa hintoja ja kasvattaa tuotantoa, etenkin kun pakolaisten säästämisaste on suhteellisen alhainen ja taipumus kuluttamiseen vahva. Sokin voimakkuuteen voi vaikuttaa sekin, miten suuria rahamääriä pakolaiset lähettävät alkuperämaahansa. Samanaikaisesti joidenkin maiden talouskehitystä saattaa haitata kuluttajien ja yritysten luottamuksen rapautuminen, jonka taustalla voivat olla pelko siitä, että pakolaisten tulo työmarkkinoille heikentää kotoperäisen väestön työllisyysnäkyviä (elleivät pakolaiset työllisty tehtäviin, joihin ei ole löydetty työntekijöitä) ja että suuria pakolaismääriä vastaanottaneiden Etelä-Euroopan maiden matkailuelinkeino kärsii. Pakolaisten alkaessa siirtyä työmarkkinoille työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset ja tuottavuus voivat heikentyä, kun matalapalkkatöitä tekevien vähän koulutettujen työntekijöiden määrä lisääntyy. Lyhyellä aikavälillä inflaatiovauhti voi kuitenkin olla jopa nopeampaa kuin perusskenaariossa, sillä skenaariossa ei oteta huomioon pakolaismäärän suurenemisesta johtuvaa kotimaisen kysynnän kasvua, tuottavuuden heikkenemistä ja vuokrien nousua. Myöhemmin työvoiman tarjonnan ja työllisyyden yleinen kasvu saattaisi vauhdittaa talouskasvua yksityisen kulutuksen ja asuinrakennusinvestointien lisääntymisen välityksellä. Pitkällä aikavälillä kehitys voi edistää myös potentiaalisen tuotannon kasvua.

**Perusskenaariossa vaikutus euroalueen työllisyyteen, tuotantoon ja hintoihin vaihtelee maittain ja jäänee kaiken kaikkiaan vaatimattomaksi. Vaikutus julkiseen talouteen on kuitenkin huomattava.** Odotuksena on, että pakolaisvirrat vaikuttavat julkiseen talouteen etenkin julkisin varoin kustannettavien ruoka- ja majoituskulujen sekä pakolaisille maksettavien tulonsiirtojen muodossa mutta myös koulutus- ja terveydenhuoltokustannusten ja muiden kotoutukseen liittyvien kustannusten kasvun kautta. Odotettujen lyhyen aikavälin vaikutusten taustalla on se, että vaikka on nähtävissä viitteitä lisämajoitustarpeesta, merkittävistä uusista julkisista investoinneista ei ole tietoja. Osittain pakolaisvirtojen vuoksi euroalueen finanssipolitiikka oletetaan kevyemmäksi kuin edellisissä arvioissa. Pakolaistilanteen odotetaan vaikuttavan julkiseen talouteen koko arviointijakson ajan niissä maissa, joissa pakolaisvirrat näkyvät vahvimmin. Muutamissa maissa pakolaisten vastaanottamisesta aiheutuvat (rajalliset) kustannukset katettaneen kohdentamalla menoja uudelleen tai turvautumalla vararahastoihin, mutta muuten pakolaiskustannusten odotetaan kasvattavan julkisen talouden alijäämiä, semminkin kun vakaus- ja kasvusopimus jättää siinä suhteessa jonkin verran liikkumavaraa. Pitkällä aikavälillä vaikutus julkiseen talouteen voi muuttua suotuisemmaksi sen mukaan, miten nopeasti ja missä määrin pakolaiset siirtyvät työmarkkinoille.

### Kehikko 3

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

**Suurin muutos syyskuisiin arvioihin verrattuna on, että öljyn ja muiden kuin energiaraaka-aineiden dollarihinnat on nyt oletettu alemmiksi, euron efektiivinen valuuttakurssi hieman vahvemmaksi ja korot euroalueella matalammiksi.**

**Korkoja ja raaka-aineiden hintoja koskevat tekniset oletukset perustuvat markkinaodotuksiin 12.11.2015.** Lyhyitä korkoja mitataan kolmen kuukauden euriborkorolla, ja markkinaodotukset johdetaan futuurisopimusten pohjalta. Tällä menetelmällä keskimääräiseksi korkotasoksi saadaan 0,0 % vuonna 2015 ja -0,2 % vuonna 2016 sekä -0,1 % vuonna 2017. Markkinaodotusten mukaan valtion 10 vuoden joukkolainojen nimellistuotot euroalueella ovat keskimäärin 1,2% vuonna 2015 ja 1,4%

vuonna 2016 sekä 1,7 % vuonna 2017.<sup>1</sup> Terminiinikorkojen kehityksen perusteella pankkien euroalueen yksityiselle ei-rahoitussektorille myöntämien lainojen korkojen odotetaan pysyvän jokseenkin muuttumattomina vuonna 2016 ja nousevan sitten hieman vuonna 2017, kun markkinakorkojen muutokset välittyvät vähitellen antolainauskorkoihin. Raaka-aineiden hintoja koskevat oletukset perustuvat 12.11.2015 päättyneen kahden viikon jakson futuurimarkkinahintoihin. Brent-raakaöljyn barrelihinnan oletetaan nousevan ja olevan 52,2 Yhdysvaltain dollaria vuonna 2016 ja 57,5 dollaria vuonna 2017 (kahden viikon viitejaksolla barrelihinta oli 45 dollaria). Muiden kuin energiaraaka-aineiden dollarihintojen oletetaan nousevan.<sup>2</sup> Kahdenvälisten valuuttakurssien oletetaan pysyvän arviointijakson aikana muuttumattomina sillä tasolla, jolla ne keskimäärin olivat marraskuun 12. päivää edeltäneiden kahden viikon aikana. Euron dollarikurssin oletetaan siis olevan 1,09 koko arviointijakson ajan.

#### Tekniset oletukset

	Joulukuu 2015				Syyskuu 2015			Muutos syyskuun 2015 arvioihin verrattuna <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
3 kuukauden euriborkorko (vuosikorko prosentteina)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot (vuosituotto prosentteina)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Öljyn barrelihinta (Yhdysvaltain dollareina)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Muiden kuin energiaraaka-aineiden hintakehitys (Yhdysvaltain dollareina, vuotuinen prosenttimuutos)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
Euron dollarikurssi	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi 38 kauppakumppanimaan valuuttoihin nähden (vuotuinen prosenttimuutos)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	0,0

1) Arvioissa tapahtuneet muutokset on laskettu pyöristämättömien lukujen pohjalta ja ilmaistu prosentteina tai kasvuvauhtien eroina. Korkeerot 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 neljanteen neljänneksen asti ja seurailevan sen jälkeen maailman talouskehitystä.

### 3. HINNAT JA KUSTANNUKSET

**YKHI-inflaatio on ollut viime kuukaudet nollan tuntumassa.** Inflaatiovauhdin hitaus johtuu siitä, että energian hintakehityksen inflaatiota hidastava vaikutus on voimistunut öljyn hinnan viimeaikaisen laskun vuoksi. Ilman energian hintoja laskettu YKHI-inflaatio on puolestaan hieman nopeutunut viime kuukausina elintarvikkeiden ja muiden teollisuustuotteiden kuin energian hinnannousun vauhdittumisen vuoksi. Teollisuustuotteiden hintainflaatiota on nopeuttanut euron selvä heikkeneminen. Palvelujen hinnat sitä vastoin ovat pysyneet viime kuukaudet lähes muuttumattomina (pienää vaihtelua lukuun ottamatta), sillä kotimaiset kustannuspaineet ovat olleet vähäisiä.

**Keskimääräisen YKHI-inflaatiovauhdin arvioidaan olevan 0,1 % vuonna 2015 mutta nopeutuvan sitten ja olevan 1,0 % vuonna 2016 sekä 1,6 % vuonna 2017.** Energian hintakehityksen odotetaan vaikuttavan merkittävästi YKHI-inflaation kehitykseen arviointijaksolla. Energian hintojen pohjalta lasketun YKHI-inflaatiovauhdin arvioidaan nopeutuvan huomattavasti vuoteen 2017 saakka. Taustalla ovat merkittävä vertailuajankohdan vaikutus sekä futuurihintojen pohjalta oletettu öljyn hinnan nousu. Ilman energian hintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan nopeutuvan vähitellen ja seurailevan kotimaisten hintapaineiden kasvua negatiivisen tuotantokuilun kaventuessa. Ilman energian hintoja

laskettua YKHI-inflaatiota nopeuttanevat myös euron valuuttakurssin merkittävä heikkeneminen ja välillisesti myös oletettu raaka-aineiden hintojen nousu arviointijaksolla. Hallinnollisesti säänneltyjen hintojen ja välillisten verojen muutoksilla odotetaan olevan vain vähäinen vaikutus inflaatiiovauhtiin.

**Odotusten mukaan euron valuuttakurssin heikkeneminen, öljyn hintakehitykseen liittyvä vertailuajankohdan vaikutus ja oletettu raaka-aineiden hintojen nousu nopeuttavat inflaatiota eniten arviointijaksolla.** Ulkomaankauppa on usean vuoden ajan vaikuttanut inflaatiota hidastavasti, mutta arviointijaksolla tuontihintojen odotetaan nousevan ja edistävän YKHI-inflaation nopeutumista. Tuonin deflaattorin arvioidaan supistuvan vuositasolla 2,0 % vuonna 2015, mutta sen jälkeen vuotuisen kasvun arvioidaan nopeutuvan ja olevan 0,4 % vuonna 2016 ja 1,8 % vuonna 2017. Kehityksen taustalla on muun muassa euron valuuttakurssin huomattava heikkeneminen, joka vaikuttaa tuontihintoihin ja niiden kautta viiveellä myös kotimaisiin hintoihin – niissä vaikutuksen odotetaan näkyvän vuosina 2016 ja 2017. Myös energian ja muiden raaka-aineiden hintakehitys nostaa tuontihintoja ja nopeuttaa kuluttajahintainflaatiota arviointijaksolla.

**Myös kotimaisten hintapaineiden odotetaan nopeuttavan YKHI-inflaatiota erityisesti arviointijakson lopulla.** Odotettu talouden elpymisen jatkuminen ja kysynnän vahvistuminen näkynevät työmarkkinatilanteen kohenemisena ja yritysten hinnoitteluvoiman kasvuna. Sekä palkkojen että voittomarginaalien kehityksen odotetaan piristyvän ja kasvattavan siten kotimaisia inflaatiopaineita.

**Työmarkkinoiden käyttämättömän kapasiteetin vähenemisen arvioidaan nopeuttavan työntekijää kohden laskettujen nimellisten työvoimakustannusten kasvua.** Palkkojen odotetaan kuitenkin nousevan edelleen verrattain maltillisesti. Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvua jarruttavat muun muassa työmarkkinoilla jäljellä oleva käyttämätön kapasiteetti sekä nykyinen hidas inflaatiiovauhti. Palkkojen nousua vaimentaneet myös joissakin euroalueen maissa meneillään oleva hintakilpailukyvyyn parantamiseen tähtäävä sopeutusprosessi. Lisäksi kriisin aikana toteutetut rakenteelliset työmarkkinauudistukset – ja kriisin aikaisesta nimellispalkkojen joustamattomuudesta johtuva palkkamallit – voivat jarruttaa palkkojen nousua talouden elpymisen edetessä. Yksikkötyökustannusten kasvun odotetaan jatkuvan suunnilleen nykyisenlaisena alkuvuoteen 2017 saakka, sillä vaikka palkat vähitellen nousevat, suhdannekehitykseen liittyvä tuottavuuden kasvu kompensoi arvioiden mukaan niiden vaikutuksen. Vuoden 2017 kuluessa yksikkötyökustannusten kasvun odotetaan nopeutuvan tuottavuuden kasvun tasaantumisen ja palkkojen nousun vauhdittumisen myötä.

**Voittomarginaalien odotetaan kasvavan talouden elpymisen edetessä.** Kysynnän vahvistumisen ja talouden käyttämättömän kapasiteetin vähenemisen odotetaan kasvattavan yritysten hinnoitteluvoimaa ja tukevan hiljattain alkanutta voittomarginaalien elpymistä arviointijaksolla. Voittomarginaalien elpymistä ovat edistäneet taannoiseen rajuun öljyn ja raaka-aineiden hintojen laskuun liittyvät odottamattomat voitot sekä euron valuuttakurssin heikkenemiseen liittyvät voitot, joita vientiyritykset ovat saaneet markkinaehtoisen hinnoittelun ansiosta. Kriisin aikana ja sen jälkeen toteutettujen rakenteellisten hyödykemarkkinauudistusten odotetaan kuitenkin vaimentavan voittomarginaalien kasvua, sillä kilpailun odotetaan lisääntyneen joillakin markkinoilla uudistusten vuoksi. Kaiken kaikkiaan voittomarginaalien odotetaan viime vuosien heikon kehityksen jälkeen elpyvän arviointijaksolla ja kasvavan vuosina 2015–2017 vuosittain noin 0,5 %.

**YKHI-inflaationäkymät on arvioitu hieman heikommiksi kuin syyskuuisissa asiantuntija-arvioissa.** Syynä on pääasiassa ulkoisten hintapaineiden heikkeneminen oletettua alhaisemman öljyn hinnan vuoksi.

#### 4. JULKISEN TALOUDEN NÄKYMÄT

**Julkisen talouden rahoitusaseman arvioidaan kohenevan.** Alijäämäsuhteen vähittäinen koheneminen johtuu osaksi suhdannetilanteen paranemisesta ja osaksi korkokulujen pienenemisestä. Rakenteellisen perusjäämän arvioidaan kuitenkin heikenevän jonkin verran vuonna 2016 ja pysyvän ennallaan vuonna 2017. Julkisen talouden velkasuhteen arvioidaan supistuvan vuodesta 2015 lähtien. Vuoteen 2014 asti se kasvoi.



**Julkisen talouden näkymät ovat pitkälti samanlaiset kuin syyskuisissa arvioissa.** Vuoden 2015 rahoitusasema on nyt arvioitu hieman paremmaksi ja vuoden 2017 rahoitusasema hieman heikommaksi kuin syyskuussa. Taustalla ovat muutokset julkisen talouden vakauttamisessa. Velkasuhteen kehitys arviointijaksolla on arvioitu suotuisammaksi kuin syyskuisissa arvioissa, sillä BKT:n kasvuvauhdin ja koron välinen ero on suotuisampi ja alijäämä-velkakoikaisu vaikuttaa myönteisesti.

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

(vuotuinen prosenttimuutos)

	Joulukuu 2015				Syyskuu 2015			Muutos syyskuun 2015 arvioihin verrattuna <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
BKT <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,7	1,9	1,4	1,7	1,8	0,1	0,0	0,0
		[1,4–1,6] <sup>4)</sup>	[1,1–2,3] <sup>4)</sup>	[0,9–2,9] <sup>4)</sup>	[1,3–1,5] <sup>4)</sup>	[0,8–2,6] <sup>4)</sup>	[0,6–3,0] <sup>4)</sup>			
Yksityinen kulutus	0,8	1,6	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	-0,1	0,2	0,0
Julkinen kulutus	0,8	1,4	1,2	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,4	0,3
Kiinteän pääoman bruttomuodostus	1,3	2,3	2,8	3,8	2,1	3,4	3,9	0,2	-0,7	-0,1
Vienti <sup>5)</sup>	4,1	4,8	4,0	4,8	4,5	4,9	5,2	0,4	-0,8	-0,4
Tuonti <sup>5)</sup>	4,5	5,3	4,8	5,3	4,7	5,4	5,7	0,6	-0,7	-0,4
Työllisyys	0,6	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	0,2	0,3	0,1
Työttömyysaste (% työvoimasta)	11,6	11,0	10,5	10,1	11,0	10,6	10,1	-0,1	-0,1	0,0
YKHI	0,4	0,1	1,0	1,6	0,1	1,1	1,7	0,0	-0,2	0,0
		[0,1–0,1] <sup>4)</sup>	[0,5–1,5] <sup>4)</sup>	[0,9–2,3] <sup>4)</sup>	[0,0–0,2] <sup>4)</sup>	[0,5–1,7] <sup>4)</sup>	[0,9–2,5] <sup>4)</sup>			
- ilman energian hintaa	0,7	0,9	1,3	1,5	0,9	1,3	1,6	0,0	-0,1	-0,1
- ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja	0,8	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	-0,1	-0,1	0,0
- ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja ja välillisiä veroja <sup>6)</sup>	0,7	0,8	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	0,0	-0,1	0,0
Yksikkötyökustannukset	1,1	0,9	0,9	1,2	1,0	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,1
Työvoimakustannukset työntekijää kohden	1,4	1,4	1,5	2,1	1,6	1,6	2,1	-0,2	0,0	0,0
Työn tuottavuus	0,3	0,5	0,7	0,9	0,7	1,0	1,0	-0,1	-0,3	-0,1
Julkisen talouden rahoitusasema (% suhteessa BKT:hen)	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-2,0	-1,7	0,1	0,0	-0,1
Rakenteellinen rahoitusasema (% suhteessa BKT:hen) <sup>7)</sup>	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	0,1	0,0	-0,2
Julkisen talouden bruttovelka (% suhteessa BKT:hen)	92,1	91,1	90,1	88,9	91,6	90,7	89,4	-0,5	-0,7	-0,5
Vaihtotaseen yli-/alijäämä (% suhteessa BKT:hen)	2,4	3,0	2,9	2,7	3,0	2,9	2,7	0,0	0,0	0,0

1) Liettua on mukana euroaluetta koskevissa 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 YKHIn 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 pohjalta. EKPJ:n menetelmässä suhdannekomponentit lasketaan erikseen tulo- ja menovirroille. Menetelmää on käsitelty EKP:n maaliskuun 2012 Kuukausikatsauksen kehikossa "Julkisen talouden rahoitusjäätävän suhdannetasoitus" ja syyskuun 2014 Kuukausikatsauksen kehikossa "Rakenteellinen rahoitusasema julkisen talouden perusrahoitusaseman indikaattorina".

## 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 vuosina 2016 ja 2017 korkeampi kuin futuurihintojen perusteella on oletettu.** Perusskenaarion pohjana olevien, futuurimarkkinahintoihin perustuvien öljyn hintakehitystä koskevien teknisten oletusten perusteella öljyn hinta nousee tarkastelujaksolla (ks. kehikko 3). Skenaariossa öljyn kysyntä maailmalla elpyy jonkin verran maailmantalouden kehityksen vauhdittumisen myötä ja öljyn tuotannon kasvun hidastuu. EKP:n käytössä olevien vaihtoehtoisten mallinnusmenetelmien<sup>1</sup> perusteella öljyn hinta nousisi tarkastelujaksolla hieman vahvemmin kuin teknisten oletusten perusteella, jos öljyn kysyntä maailmalla lisääntyisi keskipitkällä aikavälillä vielä enemmän ja/tai jos öljyn tuotannon kasvu hidastuisi selvemmin 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 hinnannousu olisi hieman nopeampaa eli öljyn hinta vuonna 2017 olisi 5,8 % korkeampi kuin perusskenaariossa, hidastaisi BKT:n kasvua hieman (0,1 prosenttiyksikköä vuonna 2017) ja nopeuttaisi YKHI-inflaatiota jonkin verran (noin 0,1 prosenttiyksikköä vuosina 2016 ja 2017) näihin asiantuntija-arvioihin verrattuna.

### 2) Poikkeava valuuttakurssikehitys

**Euron efektiivisen valuuttakurssin kehitykseen liittyy sekä ennakoitua vahvemman että odotettua heikomman kehityksen riskejä.** Valuuttakurssikehitys voisi olla oletettua heikompi ennen kaikkia, jos rahapolitiikan mitoituksen erot euroalueen ja Yhdysvaltain välillä kasvavat entisestään. Varsinkin kasvua tukevan rahapolitiikan tehostamisesta euroalueella ja ohjauksen nostosta Yhdysvalloissa aiheutuisi euron valuuttakurssin heikkenemispaineita. Toisaalta euron valuuttakurssikehitys voisi olla oletettua vahvempi nousevien markkinatalousmaiden ja etenkin Kiinan talouskasvua koskevien epäilysten vuoksi. Näistä huolista johtuva markkinoiden heilahtelujen lisääntyminen voisi johtaa euron valuuttakurssin vahvistumiseen, kun suuria korkoerokauppapositioneja puretaan.

**Asiantuntija-arvioihin mahdollisesti liittyviä riskejä tarkastellaan tässä herkkyyssanalyysissä esittämällä perusskenaarion rinnalla kaksi vaihtoehtoista euron valuuttakurssin kehitysskenaariota.** Ensimmäisessä skenaariossa euron dollarikurssin kehitys on johdettu 12.11.2015 päivättyjen valuuttakurssioptioiden riskineutraalin tiheysjakauman alimmasta kvartiilista. Simulaatiossa euron dollarikurssi heikkenee vähitellen ja on vuonna 2017 enää 0,99 eli 8,1 % heikompi kuin perusskenaariossa. Toisessa skenaariossa euron dollarikurssin kehitys perustuu saman tiheysjakauman ylimpään kvartiiliin. Siinä euron dollarikurssi vahvistuu vähitellen ja on vuonna 2017 jo 1,18 eli 8,9 % 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. Heikkenemissimulaatiossa euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi erkanelee vähitellen perusskenaariosta ja on vuonna 2017 kaikkiaan 4,3 % heikompi kuin perusskenaariossa. Vahvistumissimulaatiossa euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi on vuonna 2017 jo 4,5 % vahvempi kuin perusskenaariossa.

**Asiantuntijoiden arvioissa käytetyillä mallinnusmenetelmillä kummallakin skenaariolla olisi verrattain suuri vaikutus BKT:hen ja YKHI-inflaatioon vuosina 2016 ja 2017.** Euron valuuttakurssin heikkeneminen nopeuttaisi YKHI-inflaatiota 0,1–0,3 prosenttiyksikköä vuonna 2016 ja 0,3–0,5 prosenttiyksikköä vuonna 2017 sekä BKT:n kasvua 0,1–0,2 prosenttiyksikköä vuonna 2016 ja 0,2–

0,3 prosenttiyksikköä vuonna 2017, ja valuuttakurssin vahvistumisella olisi samankaltainen YKHI-inflaatiota ja BKT:n kasvua hidastava vaikutus.

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

## Kehikko 5

### MUIDEN LAITOSTEN ENNUSTEET

**Useat kansainväliset järjestöt ja yksityiset ennustelaitokset julkaisevat ennusteita euroalueen talousnäkymistä.** Nämä ennusteet eivät kuitenkaan ole täysin vertailukelpoisia keskenään eivätkä eurojärjestelmän asiantuntijoiden laatimien kokonaistaloudellisten arvioiden kanssa, koska ne on laadittu eri ajankohtina. Lisäksi (osittain määrittelemättömät) menetelmät, joilla oletukset finanssipolitiikkaa, rahoitusmarkkinoita sekä ulkoisia tekijöitä koskevasta 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 poikkea eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuisista pistearvioista ja asettuvat niiden vaihteluväleille (taulukossa vaihteluvälit on esitetty hakasulkeissa).

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

(vuotuinen prosenttimuutos)

	Julkistamisajan- kohta	BKT:n kasvu			YKHI-inflaatio		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot	Joulukuu 2015	1,5	1,7	1,9	0,1	1,0	1,6
		[1,4–1,6]	[1,1–2,3]	[0,9–2,9]	[0,1–0,1]	[0,5–1,5]	[0,9–2,3]
Euroopan komissio	marraskuu 2015	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OECD	marraskuu 2015	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Euro Zone Barometer -kyselytutkimus	marraskuu 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Consensus Economics Forecasts	marraskuu 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	marraskuu 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
IMF	lokakuu 2015	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

Lähteet: Euroopan komission ennuste (syksy 2015), IMF World Economic Outlook (lokakuu 2015), OECD Economic Outlook (marraskuu 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

Postiosoite: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Puhelin: +49 69 1344 0

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

Kaikki oikeudet pidätetään.

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