



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

Euroalueen talouden elpymisen arvioidaan vahvistuvan edelleen ja etenevän hieman aiempia odotuksia nopeammin. Arviona on, että elpymistä ylläpitävät arviointijaksolla paitsi maailmantalouden odotettu piristyminen ja vireänä pysyvä kotimainen kysyntä, jota kasvua vahvasti tukeva rahapolitiikka vauhdittaa, myös velkataakan vähentämisessä eri toimialoilla saavutettu edistys ja työmarkkinatilanteen jatkuva koheneminen.

YKHI-inflaatiiovauhdin odotetaan olevan tänä vuonna keskimäärin 1,7 % öljyn hinnan viimeaikaisen nousun vuoksi. Pohjainflaation nopeutumispaineiden ennakoidaan kuitenkin kasvavan vain hitaasti arviointijaksolla.

1

Reaalitalous

Lyhyen aikavälin indikaattorien perusteella talouskasvu jatkuu lähiaikoina vakaana. Euroalueen BKT kasvoi vuoden 2016 neljännellä neljänneksellä 0,4 % edellisestä neljänneksestä. Elpyminen on aiempaa laaja-alaisempaa ja ulottuu yhä useammalle sektorille ja yhä useampaan euroalueen maahan. Viime kuukausina työmarkkinatilanne on edelleen kohentunut, ja työttömyysaste on laskenut hieman odotettua enemmän. Epävarmuusindikaattorien perusteella rahoitusmarkkina- ja talouskehitystä koskeva epävarmuus on pysynyt vähäisenä, vaikka talouspoliittinen epävarmuus onkin kasvanut (ks. kehikko 1). Lisäksi luottamus on edelleen vahvistunut, mikä enteilee kasvun jatkumista vuoden 2017 alkupuoliskolla.

BKT:n vuotuisen kasvun odotetaan olevan 1,8 % vuonna 2017 ja 1,7 % vuonna 2018 sekä 1,6 % vuonna 2019. Elpyminen on vuoden 2013 puolivälistä lähtien perustunut pääasiassa kotimaiseen kysyntään, kun muun muassa yksityinen kulutus on ollut vahvaa ja investointien kehitys on sekin edistänyt elpymistä. Kotimaisen kysynnän odotetaan saavan arviointijaksolla edelleen vetoapua useista suotuisista tekijöistä, joita EKP:n erittäin vahvasti kasvua tukeva rahapolitiikka edesauttaa. Niin ikään euroalueen viennin kehityksen arvioidaan vahvistuvan

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 14.2.2017 käytettävissä olleisiin tietoihin (ks. kehikko 2). Muuten arviot perustuvat 20.2.2017 käytettävissä olleisiin tietoihin (poikkeuksena Saksan kansantalouden tilinpidon neljännesvuositiedot, jotka on julkistettu 23.2.). Tämänkertaisissa arvioissa arviointijaksona ovat vuodet 2016–2019. 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".

arviointijaksolla ja saavan tukea odotetusta maailmankaupan piristymisestä sekä euron valuuttakurssin aiemmasta heikkenemisestä.

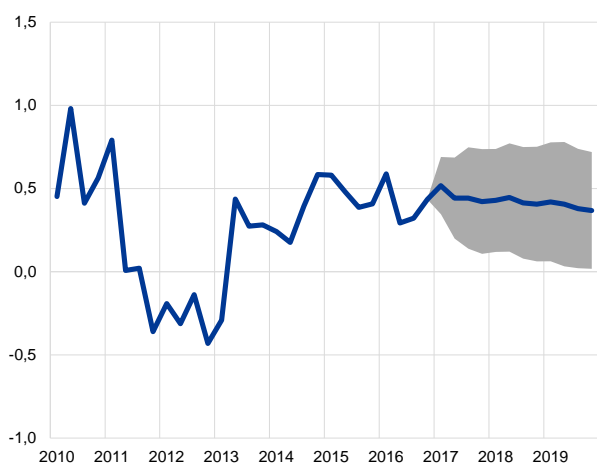
Kuvio 1.

Kokonaistaloudelliset arviot¹⁾

(neljännesvuosikehitys)

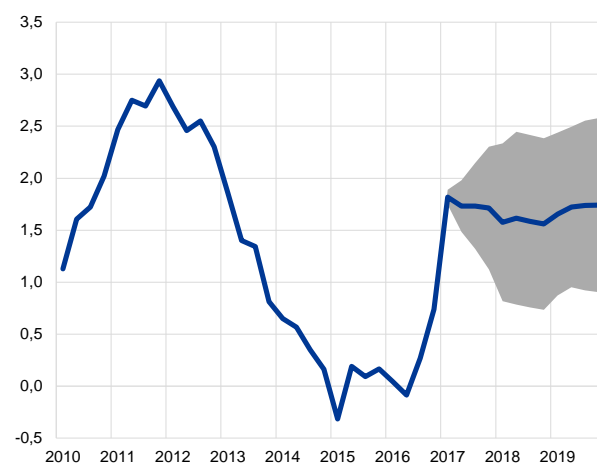
Euroalueen BKT²⁾

(neljännesvuositason prosenttimuutos)



Euroalueen YKHI

(vuositason prosenttimuutos)



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

2) Työpäiväkorjattuja tietoja.

Kehikko 1.

Taluspoliittisen epävarmuuden merkitys euroalueen talousnäkömien kannalta

Taluspoliittista epävarmuutta mittaavan EPU-indeksin² (Economic Policy Uncertainty)

mukaan epävarmuus on kasvanut rajusti viime kuukausina. Kasvun taustalla ovat

todennäköisesti Ison-Britannian päätös erota EU:sta sekä Yhdysvaltain presidentinvaalien tulos.

Tällä hetkellä indeksissä saattaa näkyä myös useissa euroalueen maissa lähestyviin vaaleihin liittyvä epävarmuus. Tässä kehikossa tarkastellaan EPU-indeksiä sekä yksinään että suhteessa muihin epävarmuusindikaattoreihin. Sen merkitys talousnäkömien kannalta vaikuttaa tarkastelun perusteella tällä hetkellä varsin vähäiseltä.

Taluspoliittisen epävarmuuden kasvu voi periaatteessa haitata talouskehitystä, jos

yritykset sen vuoksi päättävät luopua investointisuunnitelmistaan tai lykätä niitä, kunnes

epävarmuus on jälleen pienentynyt. Suuri epävarmuus saattaa saada myös kotitaloudet

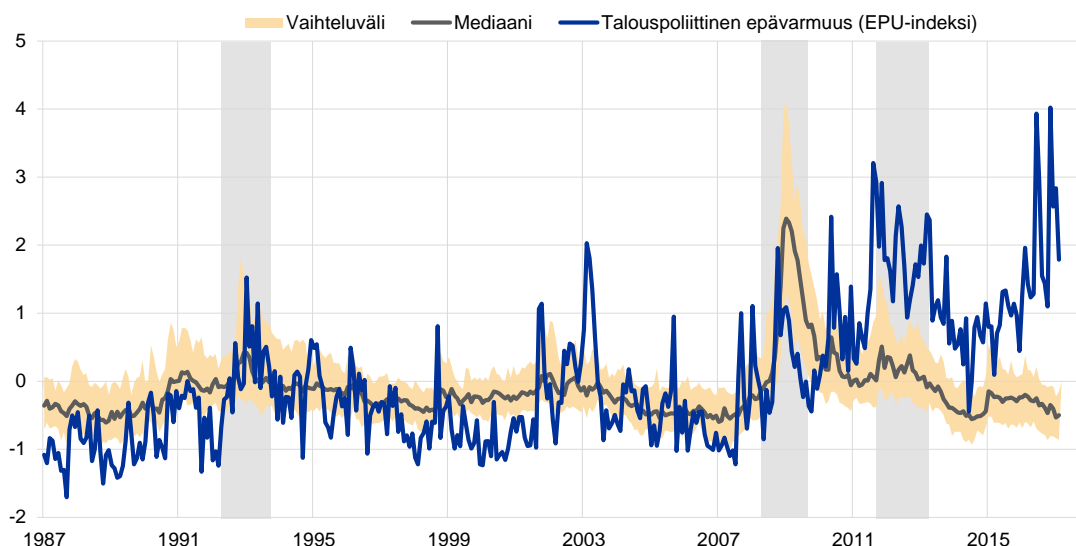
lykkäämään tai karsimaan suuria hankintoja ja lisäämään varovaisuussäästämistä. Epävarmuus voi haitata talouskehitystä myös silloin, jos sen seurauksena riskipreemiot ja siten myös

² EPU-indeksi perustuu sellaisten sanomalehtitietojen yleisyyteen, jotka sisältävät ainakin yhden tietyistä epävarmuutta kuvaavista sanoista, ainakin yhden tietyistä talouteen tai taloustieteeseen liittyvistä sanoista sekä ainakin yhden taluspoliittikkaan liittyvän, esimerkiksi alijäämää tai sääntelyä kuvaavan sanan. Aihetta on käsitelty tarkemmin S. Bakerin, N. Bloomin ja S. Davisin artikkelissa "Measuring economic policy uncertainty", *NBER Working Paper Series* -sarjan julkaisu nro 21633, lokakuu 2015.

rahoituskustannukset kasvavat tai pankkien halukkuus myöntää lainoja kotitalouksille ja yrityksille pienenee.³

Valikoituja euroaluetta koskevia epävarmuusmittareita

(keskihajonta)



Lähteet: Baker/Bloom/Davis, Consensus Economics, Eurostat, Euroopan komissio, EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaat palkit kuvaavat Centre for Economic Policy Research -instituutin määrittämiä taantumajaksoja euroalueella. Vaihteluväli perustuu noin 130 epävarmuusindikaattoriin (jotka mittaavat arvioitua taloudellista sekä rahoitusmarkkinoihin, ennusteisiin ja talouspolitiikkaan liittyvä epävarmuutta). Vaihteluvälissä ovat mukana keskikvartiilit.

Talouspoliittisen epävarmuuden kasvusta huolimatta euroalueen talouskehitys näyttää vahvistuneen viime aikoina. Euroalueen talouden elpyminen etenee nyt laaja-alaisemmin kuin aiempien taantumien jälkeen, ja koska se perustuu pääasiassa kotimaiseen kysyntään, se on myös vähemmän altis ulkoisille häiriöille.⁴ Lisäksi kaikkien institutionaalisten sektorien asema on tällä hetkellä vankempi kuin ennen kriisiä, sillä niiden velkaantuneisuusaste on saatu kestävämmälle pohjalle. Kotitalouksien ja yritysten luottamus on edelleen erittäin vahvaa, eikä rahoitusmarkkinahinnoissa näy riskilisiä ääritapahtumien varalle.

Vaikka siis talouspoliittinen epävarmuus on poikkeuksellisen suurta, muut taloudellisen ja rahoitusmarkkinoiden epävarmuuden indikaattorit ovat varsin maltillisissa lukemissa.

Kuviossa näkyvät noin 130:n euroalueen epävarmuusindikaattorin mediaani ja vaihteluväli (keskikvartiilit) sekä EPU-indeksin kuvaaja.⁵ Mediaanin etuna yksittäisiin indikaattoreihin nähden on, että sen avulla pystytään ottamaan paremmin huomioon epävarmuuden eri ulottuvuudet. Keskikvartiilien muodostaman vaihteluvälin avulla puolestaan pystytään kuvaamaan indikaattoreihin liittyvää epävarmuutta ja suodattamaan pois äärihavainnot. Mediaanin ja vaihteluvälin perusteella epävarmuus on euroalueella tällä hetkellä vähäistä. EPU-indeksi on sitä vastoin viimeisten kuuden

³ Epävarmuuden välittymiskanavia on tarkasteltu N. Bloomin artikkelissa "Fluctuations in uncertainty", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, nro 2/2014, s. 153–176.

⁴ Ks. kehikko "Economic growth in the euro area is broadening" Talouskatsauksen numerossa 1/2017.

⁵ Aiheesta on yleiskatsaus Talouskatsauksen numeron 8/2016 artikkelissa "The impact of uncertainty on activity in the euro area". Ks. myös A. Haddow'n, C. Haren, J. Hooleyn ja T. Shakirin artikkeli "Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?" Englannin pankin neljännesvuosikatsauksen (Quarterly Bulletin) numerossa 2013 Q2.

vuoden aikana ollut enimmäkseen vaihteluvälin ulkopuolella, ja nykyään se on entistäkin selvemmin äärihavainto.

EPU-indeksi ei välttämättä anna luotettavaa kuvaa epävarmuuden kehityksestä. Ensinnäkään siinä ei erotella kotimaiseen ja ulkomaiseen talouspolitiikkaan liittyvää epävarmuutta. Yrityksillä ja kotitalouksilla kuitenkin on taipumus tehdä selvä ero näiden välillä ja kiinnittää huomiota ensisijaisesti kotimaisiin epävarmuustekijöihin. Se saattaaakin selittää EPU-indeksin ja muiden epävarmuusindikaattorien jokseenkin löyhää korrelaatiota sekä sitä, että EPU-indeksin empiirinen hyöty euroalueen talouskehityksen ennakkoinnissa on ollut vähäinen. Lisäksi EPU-indeksin otos on niin pieni (kustakin maasta on mukana vain kaksi tärkeintä sanomalehteä), että indeksi ei välttämättä kuvasta suuren yleisön näkemyksiä. EPU-indeksi on myös paljon epävakampi kuin muut epävarmuusindikaattorit, ja siinä esiintyy usein piikkejä silloinkin, kun muut indikaattorit pysyvät maltillisissa lukemissa eikä talouskehityksessä näy muutoksia. EPU-indeksiin tulee siis suhtautua varauksella talouden kehityssuuntia arvioitaessa.⁶

Yksityisen kulutuksen kasvun arvioidaan jatkuvan vahvana arviointijaksolla, sillä kuluttajien luottamus on pysynyt viime kuukausina erityisen vankkana, kun odotukset niin yleisestä talouskehityksestä kuin oman taloudellisen tilanteenkin kehityksestä ovat parantuneet. Kun myös työmarkkinatilanne on parantunut, yksityisen kulutuksen kasvun odotetaan jatkuvan myös lähitulevaisuudessa.

Käytettävissä olevien nimellistulojen kasvu on edelleen vahvaa. Arvion mukaan bruttopalkkojen vaikutus käytettävissä olevien nimellistulojen kasvuun suurenee arviointijaksolla.

Yksityisen kulutuksen kasvu saanee tukea pankkien suotuisasta luotonantotilanteesta, jota EKP:n rahapoliittiset toimet vahvistavat. Vaikka alhainen korkotasoo 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 vähentämisen etenemisestä sekä siitä, että kotitalouksien nettovarallisuuden arvioidaan kasvavan asuntohintojen nousun jatkuessa.

Öljyn hinnan nousu kuitenkin heikentää käytettävissä olevien reaalityulojen kehitystä, mutta heikentävä vaikutus ei näy kokonaisuudessaan kulutuksessa, sillä kulutustasoa ylläpidetään säästöjen avulla. Säästämisaste nousi vuoden 2015 puolivälistä vuoden 2016 puoliväliin kotitalouksien jättäessä säästöön osan öljyn hintakehityksen ansiosta säästyneistä tuloistaan. Kehitys jäi tilapäiseksi, ja säästämisasteen arvioidaan kääntyneen laskuun vuoden 2016 jälkipuoliskolla. Laskun odotetaan jatkuvan vuonna 2017 öljyn hinnan viimeaikaisen nousun vahvistamana. Sen jälkeen säästämisasteen arvioidaan vakautuvan ja pysyvän

⁶ Ks. myös K. Forbesin puhe "Uncertainty about uncertainty" J.P. Morgan Cazenoven Best of British -konferenssissa Lontoossa 23.11.2016. Puheessa Forbes esittää samankaltaisia päätelmiä Isosta-Britanniasta.

ennallaan arviointijakson loppuun asti, sillä sitä nostavien ja laskevien tekijöiden vaikutus on yhtä vahva: säästämisastetta laskevat työttömyyden väheneminen, luotonsaannin helpottuminen ja alhainen korkotaso, ja nousupaineita puolestaan aiheutuu jatkuvasta velkaantuneisuuden vähentämistarpeesta sekä siitä, että kaikkia suhdannetilanteen kohenemisen tuomia lisävaroja ei ohjata kulutukseen.

Kehikko 2.

Korkoja, valuuttakursseja ja raaka-aineiden hintoja koskevat tekniset oletukset

Suurin muutos joulukuun 2016 arvioihin verrattuna on, että pitkät korot on nyt oletettu hieman korkeammiksi, öljyn dollarihinta merkittävästi korkeammaksi ja euron efektiivinen valuuttakurssi hieman heikommaksi. Korkoja ja raaka-aineiden hintoja koskevat tekniset oletukset perustuvat markkinaodotuksiin 14.2.2017. Lyhyitä korkoja mitataan kolmen kuukauden euriborkorolla, ja markkinaodotukset johdetaan futuurisopimusten pohjalta. Tällä menetelmällä keskimääräiseksi korkotasoksi saadaan -0,3 % vuonna 2017 ja -0,2 % vuonna 2018 sekä 0,0 % vuonna 2019. Markkinaodotusten mukaan valtion 10 vuoden joukkolainojen nimellistuotot euroalueella ovat keskimäärin 1,3 % vuonna 2017 ja 1,6 % vuonna 2018 sekä 1,9 % vuonna 2019.⁷ Lyhyitä korkoja koskevat oletukset eivät ole muuttuneet verrattuna joulukuun 2016 arvioihin, mutta pitkät korot on nyt oletettu 0,10–0,20 prosenttiyksikköä korkeammiksi. Termiinikorkojen kehityksen perusteella pankkien euroalueen yksityiselle ei-rahoitussektorille myöntämien lainojen korkojen odotetaan pysyvän kutakuinkin muuttumattomina vuonna 2017 mutta nousevan jonkin verran vuosina 2018 ja 2019.

Raaka-aineiden hintoja koskevat oletukset perustuvat 14.2.2017 päättyneen kahden viikon jakson keskimääräisiin futuurimarkkinahintoihin. Brent-raakaöljyn barrelihinnan oletetaan ensin nousevan ja olevan keskimäärin 56,4 Yhdysvaltain dollaria vuonna 2017 ja 56,5 dollaria vuonna 2018 mutta laskevan sitten ja olevan 55,9 dollaria vuonna 2019 (vuonna 2016 barrelihinta oli 44,0 dollaria). Joulukuun 2016 arvioihin verrattuna öljybarrelin dollarihinta on siis nyt oletettu 14,3 % korkeammaksi vuonna 2017 ja 7,3 % korkeammaksi vuonna 2018 sekä 2,5 % korkeammaksi vuonna 2019. Muiden kuin energiaraaka-aineiden dollarihintojen oletetaan nousevan vuonna 2017 huomattavasti ja sen jälkeen maltillisemmin.⁸

Kahdenvälisten valuuttakurssien oletetaan pysyvän arviointijakson aikana muuttumattomina sillä tasolla, jolla ne keskimäärin olivat 14.2. päättyneen kahden viikon jakson aikana. Euron keskimääräisen dollarikurssin oletetaan siis olevan 1,07 vuosina 2017–2019 (joulukuun 2016 arvioissa 1,09). Euron efektiivinen valuuttakurssi 38 kauppakumppanimaan valuuttoihin nähden vuosina 2017–2019 on tämänkertaisten oletusten mukaan 1,3 % heikompi kuin mitä joulukuisissa arvioissa oletettiin.

⁷ 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.

⁸ 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 ensimmäiseen neljännekseen asti ja seurailevan sen jälkeen maailman talouskehitystä.

Tekniset oletukset

| | Maaliskuu 2017 | | | | Joulukuu 2016 | | | |
|--|----------------|------|------|------|---------------|------|------|------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| 3 kuukauden euriborkko (vuosikorko prosentteina) | -0,3 | -0,3 | -0,2 | 0,0 | -0,3 | -0,3 | -0,2 | 0,0 |
| Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot (vuosituotto prosentteina) | 0,8 | 1,3 | 1,6 | 1,9 | 0,8 | 1,2 | 1,5 | 1,7 |
| Öljyn barrelihinta (Yhdysvaltain dollareina) | 44,0 | 56,4 | 56,5 | 55,9 | 43,1 | 49,3 | 52,6 | 54,6 |
| Muiden kuin energiaraaka-aineiden hintakehitys (Yhdysvaltain dollareina, vuotuinen prosenttimuutos) | -3,9 | 13,2 | 3,5 | 4,6 | -4,0 | 6,6 | 3,8 | 4,5 |
| Euron dollarikurssi | 1,11 | 1,07 | 1,07 | 1,07 | 1,11 | 1,09 | 1,09 | 1,09 |
| Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi 38 kauppakumppanimaan valuuttoihin nähden (vuotuinen prosenttimuutos) | 3,7 | -1,0 | 0,0 | 0,0 | 3,8 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |

Asuinrakennusinvestointien elpymisen odotetaan jatkuvan euroalueella.

Vuonna 2016 investointikehitys piristyi selvästi käytettävissä olevien tulojen vahvan kasvun ja suotuisien rahoitusolojen tukemana. Odotuksena on, että asuinrakennusinvestointien elpyminen jatkuu, kun arvioitu käytettävissä olevien nimellistulojen kasvu, asuntolainojen erittäin alhainen korkotaso ja vaihtoehtoisten sijoituskohteiden puute edistävät asuinrakentamista. Suotuisista kehitysnäkymistä kertovat myös myönnettyjen rakennuslupien määrän kasvu sekä asuntolainojen kysynnän vahvistuminen lainansaannin helpottumisen myötä. Lisäksi useissa maissa asuntomarkkinoiden korjausliike vaikuttaa päättyneen ja asuntojen hinnat ovat nyt nousussa. Joissakin maissa työttömyys on kuitenkin suuri ja velkaantuneisuutta on edelleen tarpeen vähentää, minkä odotetaan edelleen jarruttavan asuinrakennusinvestointien kehitystä. Toisissa maissa sitä hidastaa arvioiden mukaan paitsi epäsuotuisa väestökehitys myös se, että asuinrakennusinvestointien suhde kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin on jo ennestään korkea.

Yritysten investointien kehityksen odotetaan elpävän. Investointien kehitystä tukee ensinnäkin se, että luottamus on yhä lujittunut suotuisien tuotanto-odotusten, tilauskannan kasvun ja myyntihintoja koskevissa odotuksissa tapahtuneen käänteen ansiosta. Lisäksi kapasiteetin käyttöaste on noussut jo yli kriisiä edeltäneen ajan keskiarvon, ja rahoitusolot edistävät edelleen vahvasti investointeja. Myös kotimaisen kysynnän odotetaan pysyvän vireänä, ja ulkomaisenkin kysynnän pitäisi vahvistua. Investointien elpymistä tukee sekin, että pääomakantaa on tarpeen uudenaikaistaa vuosien investointitauon jälkeen, ja voittomarginaalien odotetaan kasvavan ennestäänkin hyvästä kassatilanteesta nauttivalla yrityssektorilla. Lisäksi yritysten keskimääräinen velkaantuneisuusaste (velan suhde taseen kokonaisvaroihin) on laskenut pitkällä aikavälillä tarkastellen äärimmäisen alhaiseksi, kun osakkeiden hinnat ovat viime vuosina nousseet vahvasti ja velkarahoituksen käyttö on lisääntynyt vain maltillisesti. Yritysten investointien elpymistä kuitenkin jarruttavat edelleen hyödykemarkkinoiden jäykkyydet, odotukset potentiaalisen tuotannon kasvun jäämisestä aiempaa hitaammaksi sekä joissakin euroalueen maissa vielä jäljellä oleva tarve vähentää velkaantuneisuutta. Lisäksi pankkien heikko kannattavuus ja järjestämättömien saamisten runsaus niiden taseissa heikentävät useissa maissa edelleen pankkisektorin rahoituksenvälityskykyä.

Kehikko 3.

Kansainvälistä ympäristöä koskevat oletukset

Maailmantalouden elpymisen odotetaan jatkuvan. Viimeaikaiset tiedot vahvistavat, että maailmantalouden kehitys piristyi odotusten mukaisesti vuoden 2016 jälkipuoliskolla. Tietojen perusteella kasvun odotetaan myös jatkuvan lyhyellä aikavälillä. Kasvunäkymissä on kuitenkin edelleen jonkin verran vaihtelua niin kehittyneissä kuin nousevissakin markkinatalousmaissa. Kehittyneistä talouksista Yhdysvaltain talous hyötynee suotuisista rahoitusoloista, työmarkkinatilanteen kohenemisesta ja kasvua tukevasta finanssipolitiikasta, mutta Ison-Britannian talouskehityksen odotetaan kärsivän keskipitkällä aikavälillä kasvaneesta epävarmuudesta ja Japanin talouskasvun odotetaan olevan jatkossakin maltillista. Nousevien markkinatalousmaiden kehitys edistää maailmantalouden kasvua pääasiassa siksi, että talouskasvu jatkuu eräissä suurissa nousevissa talouksissa ja joidenkin suurten raaka-aineen viejämaiden syvä taantuma hellittää vähitellen. Kiinan talouskasvun asteittainen hidastuminen puolestaan jarruttaa edelleen maailmantalouden kehitystä. Öljyn hinnan nousun odotetaan vaikuttavan maailmantalouden kehitykseen kaiken kaikkiaan vain vähän. Se tosin tukee öljytuottajamaiden talouskehitystä jonkin verran, mutta näiden maiden taloudessa tarvitaan edelleen huomattavaa sopeutusta (myös julkisen talouden vakauttamista) vuonna 2014 alkaneen öljyn hinnan merkittävän laskun vuoksi. Raaka-aineita tuovissa maissa kuluttajien odotetaan sopeutuvan hintasokkiin osittain vähentämällä säästämistä. Euroalueen ulkopuolisen maailmantalouden kasvuarviot ovat nyt hieman suotuisimmat kuin edellisissä asiantuntija-arvioissa. Kasvuvauhdin odotetaan nopeutuvan ja olevan 3,5 % vuonna 2017 ja 3,8 % vuosina 2018 ja 2019 (3,1 % vuonna 2016).

Kansainvälistä ympäristöä koskevat oletukset

(vuotuinen prosenttimuutos)

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

1) Eri maiden tuonnin painotettu keskiarvo.

2) Euroalueen kauppakumppanimaiden tuonnin painotettu keskiarvo.

Maailmankaupan kehitys piristyi vuoden 2016 jälkipuoliskolla, ja vilkastumisen odotetaan jatkuvan arviointijaksolla. Keskipitkällä aikavälillä maailmankaupan kasvun odotetaan etenevän maailmantalouden elpymistä myötäillen (ks. taulukko). Joulukuun 2016 asiantuntija-arvioihin verrattuna euroalueen vientikysyntä on nyt arvioitu 0,4 prosenttiyksikköä vahvemmaksi vuonna 2017. Vuosien 2018 ja 2019 vientikysyntää koskevat arviot ovat pysyneet kutakuinkin ennallaan.

Euroalueen ulkopuolelle suuntautuvan viennin arvioidaan saavan tukea kansainvälisen kysynnän elpymisestä ja euron valuuttakurssin hienoisesta heikkenemisestä. Euroalueen vientikysynnän kasvuvauhdin odotetaan pysyvän viimeaikaisissa lukemissa koko arviointijakson ajan, kun sekä kehittyneistä markkinatalouksista että nousevista markkinatalousmaista (erityisesti Venäjältä ja Brasiliasta) tuleva kysyntä kasvaa. Vientikysyntä kasvaisi kuitenkin vielä vahvemmin, elleivät Isoon-Britanniaan suuntautuvan viennin kasvunäkymät olisi niin vaimeat.

Vientikysynnän kasvun arvioidaan kaiken kaikkiaan jäävän selvästi kriisiä edeltäneistä lukemista. Euron valuuttakurssin heikkenemisen vuoksi odotuksena on, että euroalueen ulkopuolelle suuntautuva vienti kasvaa vientikysyntää nopeammin, etenkin vuonna 2017. Euroalueen ulkopuolelta tulevan tuonnin odotetaan kasvavan vientiä nopeammin ja reagoivan kokonaiskysynnän kehitykseen samalla joustolla kuin pitkällä aikavälillä keskimäärin. Vaihtotaseen ylijäämän odotetaan pysyvän jokseenkin vakaana ja olevan koko arviointijakson ajan noin 3,1–3,3 % suhteessa BKT:hen.

Negatiivisen tuotantokuilun odotetaan kapenevan tasaisesti arviointijaksolla potentiaalisen kasvun jäädessä vaimeaksi.

Potentiaalisen tuotannon kasvuvauhdin arvioidaan olevan arviointijaksolla hieman yli prosentin eli selvästi varsinaista BKT:n kasvua hitaampaa (BKT:n vuotuisen kasvuvauhdin arvioidaan olevan noin 1,7 %). Potentiaalisen tuotannon kasvun vaimeus johtuu pääasiassa siitä, että pääoman vaikutus jää sangen pieneksi, kun investointien kasvu on jo pidempään ollut poikkeuksellisen vaimeaa. Työvoiman vaikutuksen odotetaan voimistuvan. Taustalla ovat työikäisen väestön määrän suureneminen maahanmuuton myötä sekä työvoimaosuuden kasvu rakenneuudistusten ansiosta. Työvoiman vaikutuksen odotetaan kuitenkin jäävän väestön ikääntymisen vuoksi jonkin verran pienemmäksi kuin kriisiä edeltäneenä aikana. Kokonaistuottavuuden vaikutuksen ennakoitaan jäävän vain hieman pienemmäksi kuin kriisiä edeltäneenä aikana.

Euroalueen työmarkkinatilanne kohentunee edelleen arviointijaksolla.

Työllisyyden kasvun odotetaan jatkuvan arviointijaksolla mutta hidastuvan vähin erin. Lyhyellä aikavälillä hidastuminen johtuu pääasiassa siitä, että tilapäisten työllisyyden kasvua vauhdittavien tekijöiden vaikutus heikkenee. Myöhemmin tarkastelujaksolla ammattitaitoisen työvoiman saannin arvioidaan muodostuvan joissakin maissa yhä suuremmaksi ongelmaksi ja jarruttavan työllisyyden kasvua, jolloin työnantajien kohden laskettujen tehtyjen työtuntien määrä kasvaa. Täältä pohjalta työn tuottavuuden kasvun odotetaan nopeutuvan vuoteen 2019 mennessä 0,8 prosenttiin (vuonna 2016 työn tuottavuus kasvoi 0,4 %), kun sekä pääoman että työvoiman käyttöaste nousee suhdannekehityksen myötä. Työttömyysasteen odotetaan laskevan. Lasku on kuitenkin viimeaikaista hitaampaa, sillä työllisyyden kasvu hidastuu enemmän kuin työvoiman kasvu.

BKT:n kasvu vuosina 2017 ja 2018 on nyt arvioitu hieman nopeammaksi kuin joulukuun 2016 asiantuntija-arvioissa.

Taustalla on se, että lyhyen aikavälin vientikysyntä on nyt oletettu hieman vahvemmaksi ja euron valuuttakurssi heikommaksi ja luottamus talouteen on lujittunut. Talouskasvua edistävä vaikutus on vahvempi kuin öljyn hinnan noususta aiheutuva epäsuotuisa vaikutus.

2

Hinnat ja kustannukset

Kokonaisinflaation lyhyen aikavälin kehitys on öljyn hinnan viimeaikaisen nousun vuoksi arvioitu nyt merkittävästi nopeammaksi kuin vielä joulukuussa. Inflaatiovauhdin arvioidaan nyt olevan keskimäärin 1,7 % vuosina 2017–2019.

Energian hintakehitys poikkeaa kuitenkin ilman energian hintoja lasketun inflaatiiovauhdin kehityksestä. Odotuksena on, että energian hintakehityksen vaikutus YKHI-inflaation nopeutumiseen vuosien 2016 ja 2017 välillä on 1,2 prosenttiyksikköä. Energian hintakehityksen vaikutuksen raju muutos (vahvasti negatiivisesta selvästi positiiviseksi) johtuu suotuisista vertailuajankohdan vaikutuksista sekä öljyn hinnan viimeaikaisesta noususta. Öljyfutuuriin hintakäyrä on arviointijaksolla kuitenkin varsin loiva, minkä perusteella energiaerällä ei vuosina 2018 ja 2019 ole enää yhtä suurta kokonaisinflaatiota nopeuttavaa vaikutusta.

Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan nopeutuvan arviointijaksolla huomattavasti energian hintainflaatiota maltillisemmin.

Sen ennakoitaan olevan keskimäärin 1,1 % vuonna 2017 ja nopeutuvan sitten 1,5 prosenttiin vuonna 2018 ja 1,8 prosenttiin vuonna 2019. Asteittaisen nopeutumisen taustalla on pääasiassa se, että yksikkötyökustannusten odotetaan nousevan talouden elpymisen edetessä ja vahvistuessa. Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten nousun odotetaan vauhdittuvan, kun käyttämätön kapasiteetti vähenee työmarkkinoilla ja palkkojen nousua viime vuosina jarruttaneet kriisiin liittyvät tekijät väistyvät vähin erin. Myös yksikkötyökustannusten ennakoitaan nousevan, sillä tuottavuuden ei arvioida piristyvän samaa tahtia palkkakehityksen kanssa. Öljyn hinnan nousun odotetaan senkin lisäävän yksikkökustannusten nousupaineita välillisesti tuotantokustannusten nousun ja nimellispalkkavaikutusten kautta. Voittomarginaalien ennakoitaan kasvavan tasaisesti, joskin työvoimakustannusten nousu ja viimeaikainen ulkomaankaupan vaihtosuhteen heikkeneminen jarruttanevat kasvua jonkin verran.

Ulkoisten inflaatiopaineiden käänne johtuu ennen kaikkea öljyn ja muiden raaka-aineiden hintojen noususta.

Tuontihinnat ovat laskeneet viimeiset neljä vuotta erityisesti raaka-aineiden hintojen selvän laskun vuoksi, mutta vuonna 2017 tuontihintojen vuotuisen muutosvauhdin odotetaan muuttuvan positiiviseksi. Käänteen taustalla on ennen kaikkea öljyn ja muiden raaka-aineiden kuin energian hintojen nousu. Myös maailmantalouden inflaatiopaineiden vähittäisen kasvun odotetaan nostavan tuontihintoja ajan mittaan. Tuotantokustannusten ennakoitaan nousevan maailmalla raaka-aineiden kallistumisen vaikutusta voimakkaammin, kun käyttämätön kapasiteetti vähenee maailmantaloudessa vähitellen. Koska käyttämätöntä kapasiteettia on kuitenkin yhä huomattavasti ja halpatuotantomaat tuovat markkinoille runsaasti kilpailua, maailmantalouden inflaatiopaineiden odotetaan pysyvän maltillisina.

Työvoimakustannusten odotetaan nousevan arviointijaksolla yhä selvemmin työmarkkinatilanteen kohenemisen myötä.

Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten nousun odotetaan vauhdittuvan: vuonna 2016 nousuvauhti oli arvioiden mukaan 1,3 %, ja vuonna 2019 sen ennakoitaan olevan jo 2,4 %. Pääasiallisia syitä työvoimakustannusten huomattavaan nousuun ovat ennakoitu työmarkkinatilanteen koheneminen sekä työvoiman saatavuuden ongelmat joissakin euroalueen osissa. Haitallisten kerrannaisvaikutusten riskiä pienentää lyhyellä aikavälillä inflaatiiovauhdin viimeaikainen merkittävä nopeutuminen, jonka myötä reaali-palkkojen nousu on hidastunut selvästi. Joissakin maissa inflaation

vauhdittuminen voi näkyä ajan mittaan myös nimellispalkkojen nousuna, jos palkkasopimusneuvotteluissa huomioidaan olennaisena tekijänä myös toteutunut hintakehitys. Inflaation nopeutumisen vaikutus ei kuitenkaan todennäköisesti näy sopimuspalkoissa selvästi vielä vuonna 2017, sillä tämänvuotisia palkkoja koskevat sopimukset on useimmissa maissa jo tehty. Lisäksi palkkakehityksen inflaatioidonaisuutta on osassa maista heikennetty huomattavasti viime vuosina. Joissakin euroalueen maissa indeksointiperusteeksi on myös otettu ilman tuontien energian hintoja laskettu inflaatiovauhti, joka ei tähän mennessä ole merkittävästi nopeutunut. Palkkojen nousua edistänee arviointijaksolla sekkin, että palkkamallit ei ole enää yhtä välttämätöntä joidenkin maiden kilpailukyvyyn palauttamiseksi ja patoutunut palkankorotustarve alkaa purkautua. Saattaa myös olla, että eräissä euroalueen maissa kriisin aikana toteutettujen työmarkkinauudistusten vaikutus ei enää jarruta palkkojen nousua entisessä määrin, kun talouden suhdanneluonteinen elpyminen etenee ja käy laaja-alaisemmaksi. Talouden elpymisen edetessä myös työmarkkinoiden rakenteesta aiheutuva palkkojen nousua hidastava vaikutus väistyne, sillä työllisyyden kohenemisen odotetaan olevan aiempaa laaja-alaisempaa ja keskittyvän viime vuosia vähemmän matalapalkka-aloille, joilla tuottavuus on heikko.

Voittomarginaalien ennakoitaan kasvavan arviointijaksolla viimeaikaista vauhtia tai hieman sitä hitaammin. Voittomarginaalien kehityksen odotetaan hyötyvän talouden elpymisen jatkumisesta arviointijaksolla. Lyhyellä aikavälillä öljyn hinnan viimeaikainen nousu saattaa kuitenkin heikentää voittomarginaalien kehitystä, sillä yritykset eivät välttämättä sisällytä kustannusten nousua kokonaisuudessaan myyntihintoihinsa, varsinkin kun aiempi öljyn hinnan lasku vaikuttaa kasvattaneen voittomarginaaleja. Myös odotettu yksikkötyökustannusten nousu jarruttaa voittomarginaalien kasvua arviointijaksolla.

Vuoden 2017 YKHI-inflaatiovauhti on nyt arvioitu merkittävästi nopeammaksi kuin joulukuun 2016 arvioissa. Vuoden 2018 inflaatiovauhti on arvioitu hieman nopeammaksi. YKHIn energiaerän vuoden 2017 hintakehitys on arvioitu huomattavasti nopeammaksi sen vuoksi, että öljyn hintakehitys on nyt oletettu nopeammaksi kuin joulukuun 2016 arvioissa. Energian hintainflaatio vuodesta 2018 eteenpäin on sitä vastoin arvioitu nyt hieman hitaammaksi, sillä öljyfutuuri hintakäyrä on nyt paljon loivempi kuin vielä joulukuussa 2016. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio vuosina 2018 ja 2019 on puolestaan arvioitu nyt hieman nopeammaksi. Syynä ovat öljyn hinnan nousun välittömät ja välilliset vaikutukset sekä euron valuuttakurssin heikkenemisen inflaatiota nopeuttava vaikutus. Inflaatiota nopeuttavan vaikutuksen odotetaan olevan vuonna 2018 hieman vahvempi kuin YKHIn energiaerän hintakehitystä koskevan arvion tarkistamisesta johtuva päinvastainen vaikutus, ja vuonna 2019 näiden erisuuntaisten vaikutusten ennakoitaan kutakuinkin kumoavan toisensa.

3 Julkisen talouden näkymät

Finanssipolitiikan arvioidaan olevan kutakuinkin neutraalia vuosina 2017–2019. Finanssipolitiikan mittarina käytetään suhdannekorjatun perusjäämän

muutosta puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Finanssipolitiikan lievä elvyttävyys vuonna 2016 johtui pääasiassa harkinnanvaraisista finanssipoliittisista toimista, kun taas muiden finanssipoliittisten tekijöiden vaikutus jäi pienemmäksi. Muista tekijöistä vaikutusta oli lähinnä sillä, että muut tulot kuin verotulot supistuivat hieman.

Julkisen talouden alijäämä- ja velkasuhteiden arvioidaan supistuvan arviointijaksolla. Vuosina 2017–2019 alijäämäsuhteiden supistuminen jatkuu, kun korkomenot pienenevät entisestään ja suhdannekomponentti kohenee. Suhdannekorjatun perusjäämän arvioidaan pysyvän jokseenkin muuttumattomana. Velkasuhteet supistuvat arviointijaksolla vähitellen pääasiassa siksi, että talouskasvun ja velan koron suhde kehittyy suotuisasti. Myös peruslijäämän arvioidaan vaikuttavan suotuisasti velkasuhteiden kehitykseen.

Joulukuun 2016 arvioihin verrattuna sekä alijäämä- että velkasuhteiden kehitys on nyt arvioitu suotuisammaksi. Alijäämäsuhteiden vuosien 2017–2019 kehitysnäkymien koheneminen johtuu osaksi vuoden 2016 positiivisesta kasvuperinnöstä ja osaksi siitä, että perusmenot on nyt oletettu pienemmiksi. Velkasuhteiden kehitys on arvioitu aiempaa suotuisammaksi paitsi julkisen talouden rahoitusasemaa koskevien näkymien paranemisen vuoksi myös siksi, että talouskasvun ja velan koron suhde pienentää velkasuhteita aiempiin arvioihin verrattuna enemmän (etenkin vuonna 2017) euroalueen nimellisen BKT:n kasvunäkymien kohenemisen vuoksi.

Taulukko 1.

Euroalueen talousnäkyimiä koskevat arviot¹

(vuotuinen prosenttimuutos)

| | Maaliskuu 2017 | | | | Joulukuu 2016 | | | |
|---|----------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| BKT¹⁾ | 1,7 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,6 |
| | | [1,5–2,1] ²⁾ | [0,7–2,7] ²⁾ | [0,5–2,7] ²⁾ | [1,6–1,8] ²⁾ | [1,1–2,3] ²⁾ | [0,6–2,6] ²⁾ | [0,4–2,8] ²⁾ |
| Yksityinen kulutus | 1,9 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,7 | 1,5 | 1,5 | 1,4 |
| Julkinen kulutus | 2,0 | 1,1 | 1,0 | 1,1 | 2,0 | 1,3 | 1,1 | 1,1 |
| Kiinteän pääoman bruttomuodostus | 2,5 | 2,8 | 3,2 | 2,8 | 3,0 | 3,1 | 3,1 | 2,7 |
| Vienti³⁾ | 2,9 | 4,3 | 4,1 | 4,0 | 2,7 | 3,7 | 3,9 | 4,0 |
| Tuonti³⁾ | 3,5 | 4,6 | 4,4 | 4,2 | 3,3 | 4,1 | 4,3 | 4,1 |
| Työllisyys | 1,3 | 1,0 | 1,0 | 0,8 | 1,4 | 1,1 | 0,8 | 0,8 |
| Työttömyysaste (% työvoimasta) | 10,0 | 9,4 | 8,9 | 8,4 | 10,0 | 9,5 | 9,1 | 8,7 |
| YKHI | 0,2 | 1,7 | 1,6 | 1,7 | 0,2 | 1,3 | 1,5 | 1,7 |
| | | [1,4–2,0] ²⁾ | [0,9–2,3] ²⁾ | [0,8–2,6] ²⁾ | [0,2–0,2] ²⁾ | [0,8–1,8] ²⁾ | [0,7–2,3] ²⁾ | [0,9–2,5] ²⁾ |
| - ilman energian hintaa | 0,9 | 1,2 | 1,6 | 1,8 | 0,9 | 1,1 | 1,4 | 1,7 |
| - ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja | 0,9 | 1,1 | 1,5 | 1,8 | 0,9 | 1,1 | 1,4 | 1,7 |
| - ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja ja välillisten verojen muutoksia⁴⁾ | 0,8 | 1,1 | 1,5 | 1,8 | 0,8 | 1,1 | 1,4 | 1,7 |
| Yksikkötyökustannukset | 0,9 | 1,1 | 1,4 | 1,6 | 0,8 | 1,0 | 1,3 | 1,5 |
| Työvoimakustannukset työntekijää kohden | 1,3 | 1,8 | 2,1 | 2,4 | 1,2 | 1,7 | 2,1 | 2,4 |
| Työn tuottavuus | 0,4 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,3 | 0,6 | 0,8 | 0,9 |
| Julkisen talouden rahoitusasema (% suhteessa BKT:hen) | -1,6 | -1,4 | -1,2 | -0,9 | -1,8 | -1,6 | -1,5 | -1,2 |
| Rakenteellinen rahoitusasema (% suhteessa BKT:hen)⁵⁾ | -1,7 | -1,5 | -1,4 | -1,1 | -1,8 | -1,8 | -1,6 | -1,4 |
| Julkisen talouden bruttovelka (% suhteessa BKT:hen) | 89,3 | 88,0 | 86,4 | 84,5 | 89,4 | 88,5 | 87,3 | 85,7 |
| Vaihtotaseen yli-/alijäämä (% suhteessa BKT:hen) | 3,4 | 3,1 | 3,2 | 3,3 | 3,2 | 3,1 | 3,0 | 3,1 |

1) Työpäiväkorjattu tietoja.

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.

Herkkyys- ja skenaarioanalyysit

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. Lisäksi pohditaan Yhdysvaltain uuden hallinnon mahdollisten politiikkavaihtojen vaikutuksia Yhdysvaltain ja euroalueen talouden sekä maailmantalouden kehitysnäkymiin.

1) Poikkeava öljyn hintakehitys

Joidenkin vaihtoehtoisten öljyn hintakehitystä kuvaavien mallien perusteella öljyn hinta nousisi tarkastelujaksolla nopeammin kuin futuurien perusteella. Perusskenaarion pohjana olevien, futuurimarkkinahintoihin perustuvien öljyn hintakehitystä koskevien teknisten oletusten perusteella Brent-raakaöljyn barrelihinta pysyy tarkastelujaksolla melko muuttumattomana ja on siis vuoden 2019 loppuun asti noin 56 Yhdysvaltain dollaria. Skenaariossa öljyn kysyntä maailmanmarkkinoilla vilkastuu kohtalaisesti maailmantalouden elpymisen vauhdittuessa. Öljyfutuurihintojen perusteella OPEC-maiden sopimus ei kuitenkaan näyttäisi nostavan öljyn hintaa pitkäkestoisesti, mikä todennäköisesti johtuu siitä, että varastot ovat lähes ennätyksellisen suuret ja liuskeöljyn tuotanto saattaa kasvaa. EKP:n asiantuntijoiden käytössä olevien vaihtoehtoisten mallien⁹ perusteella öljyn hinta nousisi arviointijaksolla enemmän kuin teknisten oletusten perusteella. Tällainen poikkeava öljyn hintakehitys, jossa öljyn hinta vuonna 2019 olisi 12,4 % korkeampi kuin perusskenaariossa, hidastaisi BKT:n kasvua tuskin havaittavasti ja nopeuttaisi YKHI-inflaatiota jonkin verran (0,1 prosenttiyksikköä vuonna 2017 ja 0,2 prosenttiyksikköä vuosina 2018 ja 2019) näihin asiantuntija-arvioihin verrattuna.

2) Poikkeava valuuttakurssikehitys

Tässä herkkyysanalyysissä esitetään perusskenaarion rinnalla vaihtoehtoinen euron valuuttakurssin kehitysskenaario. Euron valuuttakurssikehitys voisi olla oletettua heikompaa ennen kaikkea silloin, jos rahapolitiikan mitoituksen erot euroalueen ja Yhdysvaltain välillä kasvaisivat odotettua enemmän. Varsinkin odotettua nopeammasta ohjauskoron nostosta Yhdysvalloissa aiheutuisi lisää euron valuuttakurssin heikkenemispaineita. Ohjauskorkoa voitaisiin nostaa ennakoitua nopeampaan tahtiin erityisesti siksi, että inflaatio-odotukset vahvistuvat elvyttävän finanssipolitiikan ja kireän työmarkkinatilanteen vuoksi. Vaihtoehtoisessa skenaariossa euron dollarikurssin kehitys on johdettu 14.2.2017 päivättyjen valuuttakurssioptioiden riskineutraalin tiheysjakauman alakvartiilista. Simulaatiossa euron dollarikurssi heikkenee vähitellen ja on vuonna 2019 enää 0,98 eli 7,6 % heikempi 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 % sitä heikempi vuonna 2019. Asiantuntija-arvioissa käytetyillä mallinnusmenetelmillä valuuttakurssin heikkeneminen nopeuttaisi BKT:n kasvua 0,1–0,3 prosenttiyksikköä vuodessa sekä

⁹ Ks. neljän mallin yhdistelmä, jota on esitelty Talouskatsauksen numerossa 4/2015 julkaistussa artikkelissa "Forecasting the price of oil".

YKHI-inflaatiota 0,1 prosenttiyksikköä vuonna 2017 ja 0,3–0,4 prosenttiyksikköä vuosina 2018 ja 2019.

3) Skenaarioanalyysi: Yhdysvaltain uuden hallinnon politiikkavalintojen vaikutus Yhdysvaltain ja euroalueen talouden sekä maailmantalouden kehitykseen

Yhdysvaltain republikaanipuolueen ehdottama kohdemaaperusteinen kassavirtaverotus, johon sisältyy viennin verotuki (destination-based border-adjusted cash flow tax, DBCFT)¹⁰, merkitsisi perinpohjaista muutosta Yhdysvaltain yritysverotukseen ja voisi vaikuttaa merkittävästi Yhdysvaltain talouden ja sen myötä myös euroalueen talouden ja maailmantalouden kehitysnäkymiin. Tässä skenaariossa tarkastellaan ehdotetun verouudistuksen mahdollisia vaikutuksia Yhdysvaltain ja euroalueen talouksien sekä maailmantalouden kehitykseen.

Ehdotuksessa on neljä ydinelementtiä: 1) Yritykset voisivat vähentää ulkomaankaupan vientitulot verotuksessa, mutta tuontikustannusten vähentäminen ei enää olisi mahdollista.

2) Yritysverotuksessa ei enää noudatettaisi lähtömaaperiaatetta (tähän saakka verotus on kohdistunut sijaintipaikan perusteella Yhdysvalloissa toimiviin ja siellä varojaan pitäviin yrityksiin) vaan kohdemaaperiaatetta, jolloin yrityksiä verotettaisiin Yhdysvalloissa kertyneistä myyntivoitoista. Yhdysvaltain ulkopuolelta kertyneitä myyntivoittoja ei siis enää verotettaisi – riippumatta siitä, missä yrityksen varat sijaitsevat. Uudistuksen myötä yrityksille ei olisi enää yhtä kannattavaa siirtää voittojaan veroparatiiseihin, vaan niitä kannustettaisiin pitämään veronalaiset ulkomaan tulonsa Yhdysvalloissa. 3) Yritysverokanta laskettaisiin 35 prosentista 20 prosenttiin. 4) Yhdysvaltoihin tehtäville uusille investoinneille luotaisiin verokannustimia: investointimenot voitaisiin vähentää kokonaisuudessaan, ja korkomaksujen vähennysoikeus poistuisi tuloverotuksessa.

Vientiryityksille annettava verotuki ja tuontiryitysten verottaminen parantaisivat huomattavasti Yhdysvaltain kilpailukykyä ja vähentäisivät tuontikysyntää Yhdysvalloissa, mikä saattaisi kasvattaa maan BKT:tä. Yhdysvaltain dollarin vahvistuminen kuitenkin luultavasti söisi osan hyödystä. Lisäksi inflaatio nopeutuisi, sillä tuontiryitykset siirtäisivät osan veromenojensa kasvusta Yhdysvaltain kotimaisiin hintoihin ja talouskehityksen nopeutuminen ja työllisyyden koheneminen nostaisivat palkkatasoa. Yksityinen kulutus saattaisi kuitenkin vähentyä inflaation nopeutumisen seurauksena. Verouudistus saattaisi siis yhtäältä johtaa Yhdysvaltain talouden tasapainottumiseen ulkomaankaupan alijäämän supistumisen myötä, mutta toisaalta kuluttajien hyvinvointi saattaisi heiketä ja kotitalouksien kulutus vähentyä.

Vientiryitysten verotuella olisi kielteisiä kerrannaisvaikutuksia muualla maailmassa.

Verouudistus vaikuttaisi Yhdysvaltain tuontikysyntään kahdella vastakkaisella tavalla. Yhtäältä yritysverokannan alentaminen lisäisi kysyntää Yhdysvalloissa ja kasvattaisi siten myös tuontia. Toisaalta uusi tuontivero heikentäisi ulkomailla tuotettujen hyödykkeiden ja palvelujen kilpailukykyä Yhdysvalloissa. Kaiken kaikkiaan viennin verotuen kauppaa vääristävä vaikutus olisi todennäköisesti vahvempi kuin verokannan alentamisesta aiheutuva tuontia piristävä vaikutus, ellei valuuttakurssimuutosten vaikutus riittäisi kumoamaan vääristävän vaikutuksen.

Mikäli Yhdysvaltain kauppakumppanit ryhtyisivät viennin verotuen vuoksi koordinoituihin vastatoimiin, maailmankauppa kärsisi merkittävästi enemmän kuin perusskenaariossa ja uudistuksesta Yhdysvaltain taloudelle aiheutuva hyöty pienenesi. Koska viennin verotuen

¹⁰ Ks. [A better way – our vision for a confident America](#), 24.6.2016.

käyttöönotto Yhdysvalloissa haittaisi maailmantaloutta huomattavasti, vastatoimet olisivat mahdollisia. Muut maat voisivat esimerkiksi asettaa yhdysvaltaistuotteille tuontitulleja, joiden seurauksena yhdysvaltaistuotteiden hintakilpailukyky heikkenisi ja Yhdysvaltain BKT:n kasvu kärsisi. Yritysverokannan alentamisesta Yhdysvalloissa aiheutuva talouskehitystä piristävä vaikutus voisi kuitenkin kumota vastatoimista aiheutuvat haittavaikutukset ainakin osittain. Maailmankauppa kärsisi kuitenkin merkittävästi enemmän kuin perusskenaariossa.

Kerrannaisvaikutukset euroalueen taloudessa riippuisivat välittymiskanavien vahvuudesta sekä siitä, miten muutos vaikuttaisi maailmantalouteen ja miten muut maat vastaisivat siihen. Mikäli muut maat eivät ryhtyisi vastatoimiin, vaikutus euroalueen BKT:hen olisi selvästi negatiivinen. Euroalueen ja kaikkien muidenkin Yhdysvaltain kauppakumppanien ulkomaankaupan vaihtosuhteet heikkenisivät. Kaiken kaikkiaan euroalueen hyödykkeiden ja palvelujen kysyntä heikkenisi Yhdysvalloissa, kun yhdysvaltaistuotteiden hinnat olisivat kilpailukykyisempiä. Euroalueen vientikysyntä siis kärsisi.

Jos muut maat ryhtyisivät vastatoimiin, haittavaikutus euroalueen BKT:hen jäisi pienemmäksi. Muiden maiden asettamat kahdenväliset tuontitullit saattaisivat tasoittaa viennin verotuesta aiheutuvaa Yhdysvaltain talouden kilpailukykyä vahvistavaa vaikutusta. Silti euroalueen vientikysyntä ja BKT todennäköisesti heikkenisivät, sillä Yhdysvaltain tuontikysynnän supistuminen haittaisi niiden kehitystä paitsi suoraan myös muun maailman talouskasvua hidastavan vaikutuksen kautta.

Vaikutus muuhun maailmaan voisi olla vielä vahvempi, jos nousevien markkinatalousmaiden rahoitusmarkkinoilla ilmenisi vakavia häiriöitä Yhdysvaltain dollarin suurten kurssimuutosten ja rahoitusolojen kiristymisen vuoksi Edellä tarkastellut skenaariot perustuvat oletukseen, että Yhdysvaltain dollari vahvistuu jonkin verran eikä nousevien markkinatalousmaiden rahoitusmarkkinoilla ilmene muita kerrannaisvaikutuksia. Jos dollarin vahvistumisesta kuitenkin aiheutuisi vakavia häiriöitä näiden maiden rahoitusmarkkinoilla, haittavaikutukset maailmantalouteen voisivat olla huomattavasti suurempia.

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 | Maaliskuu 2017 | 1,8 [1,5–2,1] | 1,7 [0,7–2,7] | 1,6 [0,5–2,7] | 1,7 [1,4–2,0] | 1,6 [0,9–2,3] | 1,7 [0,8–2,6] |
| Euroopan komissio | Helmikuu 2017 | 1,6 | 1,8 | - | 1,7 | 1,4 | - |
| OECD | Maaliskuu 2017/ Marraskuu 2016 | 1,6 | 1,6 | - | 1,2 | 1,4 | - |
| Euro Zone Barometer -kyselytutkimus | Helmikuu 2017 | 1,5 | 1,6 | 1,4 | 1,5 | 1,5 | 1,6 |
| Consensus Economics Forecasts | Helmikuu 2017 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 1,6 | 1,4 | 1,6 |
| Survey of Professional Forecasters | Tammikuu 2017 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 1,5 | 1,6 |
| IMF | Tammikuu 2017/ Joulukuu 2016) | 1,6 | 1,6 | - | 1,1 | 1,3 | 1,5 |

Lähteet: Euroopan komission talousennuste (talvi 2017), IMF World Economic Outlook (YKHI, lokakuu 2016, sekä BKT:n kasvua koskeva päivitetty ennuste, tammikuu 2017), OECD Interim Economic Outlook (BKT, maaliskuu 2017) ja OECD Economic Outlook (YKHI, marraskuu 2016), Consensus Economics Forecasts (helmikuu 2017), MJEconomics (Euro Zone Barometer, helmikuu 2017) ja EKP:n Survey of Professional Forecasters (tammikuu 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 www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-461X (pdf)
EU:n luettelonumero QB-CE-17-001-FI-N (pdf)