# EURO&TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

# Euro & talous 4 • 2017

Julkaisupäivä 28.9.2017
25. vuosikerta
Julkaisu ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

**Päätoimittaja**
Erkki Liikanen

**Toimitusneuvosto**
Jenni Hellström, puheenjohtaja
Hanna Freystätter
Esa Jokivuolle
Juha Kilponen
Paavo Miettinen
Elisa Newby
Petri Uusitalo, sihteeri

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous -numeron artikkelit on laadittu Suomen Pankin rahapolitiikka- ja tutkimusosastolla toimistopäällikkö Hanna Freystätterin johdolla.

**Kirjoittajat**
Maria Eskelinen
Juhana Hukkinen
Pasi Ikonen
Juuso Kaaresvirta
Eeva Kerola
Jarmo Kontulainen
Tomi Kortela
Mika Kortelainen
Kimmo Koskinen
Helinä Laakkonen
Elisa Newby
Sami Oinonen
Seija Parviainen
Heli Simola
Lauri Vilmi

**Kuviot ja taulukot**
Heli Honkaharju

**Toimitus**
Suomen Pankin kielipalvelutoimisto ja viestintäyksikkö

**Uutiskirjeiden tilaukset**
eurojatalous.fi

Julkaisun aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-5862 (verkkojulkaisu)

# Sisältö


Kasvua tukevaa rahapolitiikkaa jatketaan, kunnes hintavakaustavoite saavutetaan kestävästi 3

Kasvu vahvistunut, mutta inflaatio vaimeaa 6

Maailmantaloudessa käynnissä noususuhdanne 25

Tuottavuuden heikko kehitys hidastaa maailmantaloutta 39

Vaihtoehtoislaskelma: Mitä jos Kiinan talouskasvu hidastuu voimakkaasti? 44

Yhdysvaltojen keskuspankki purkaa rahapolitiikan epätavanomaisia toimia 48

Talouden muutokset haastavat rahapolitiikan perinteiset mittarit 51

Vastaavatko markkinaodotukset EKP:n ennakoivaa viestintää? 60

## PÄÄKIRJOITUS

# Kasvua tukevaa rahapolitiikkaa jatketaan, kunnes hintavakaustavoite saavutetaan kestävästi

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 4/2017 • PÄÄKIRJOITUS

Resurssien vajaakäytön odotetaan asteittain vähenevän, ja maailmantalouden suotuisa kehitys tukee euroalueen kasvua. Nämä tekijät vahvistavat myös odotuksia, että vaimea inflaatio palautuu vähitellen tavoitteen mukaiseksi.

*Talouskasvu nopeutui vuoden 2017 alkupuoliskolla odotettua enemmän ja jatkuu edelleen vahvana ja ulottuu tasaisesti eri maihin ja toimialoille.* Taloudellisten resurssien vajaakäytön odotetaan asteittain supistuvan, ja myös maailmantalouden suotuisa kehitys tukee euroalueen elpymistä. Nämä tekijät vahvistavat myös odotuksia, että vaimeana jatkunut inflaatiovauhti palautuu vähitellen tavoitteen mukaiseksi. Edelleen tarvitaan rahapolitiikkaa, joka tukee vahvasti kasvua, jotta pohjainflaation nopeutumispaineet voivat asteittain lisääntyä ja tukea kokonaisinflaation kehitystä keskipitkällä aikavälillä.

*EKP:n neuvosto päättää syksyn 2017 kuluessa rahapoliittisten toimien mitoituksesta vuodenvaihteesta eteenpäin. Päätöksessä otetaan huomioon odotettu inflaatiokehitys sekä se, millaisia rahoitusoloja inflaatiovauhdin kestävä palautuminen hieman alle 2 prosenttiin edellyttää.*

EKP soveltaa ennakoivaa viestintää tiedottaessaan korkojen tulevasta kehityksestä. Ennakoiva viestintä on tehokasta, jos se vaikuttaa tulevia korkoja koskeviin markkinaodotuksiin. Suomen Pankissa tehty analyysi osoittaa, että vallitseva aikaan sidottu ennakoiva viestintä, jossa EKP:n ensimmäinen koronnosto on selkeästi kytketty omaisuuserien osto-ohjelman kestoon, on vaikuttanut koronnoston ajoitusta koskeviin markkinoiden odotuksiin.[1] Vaikka euroalueen talouden elpyminen on vauhdittunut, markkinoiden odotukset ensimmäisen koronnoston ajoituksesta eivät ole merkittävästi varhentuneet. Markkinaodotukset ovat jatkuvasti olleet sopusoinnussa EKP:n ennakoivan viestinnän mukaisen omaisuuserien ostojen keston kanssa. *Ennakoiva viestintä on tullut pysyväksi osaksi rahapolitiikkaa ja lisää sen läpinäkyvyyttä. Osaltaan ennakoiva viestintä auttaa taloudenpitäjiä tulkitsemaan keskuspankin rahapoliittisia toimia myös jatkossa.*

Miksi EKP:n neuvosto on asettanut eurojärjestelmän kvantitatiivisen hintavakautta koskevan määritelmän siten, että se on ”*alle 2 %, mutta lähellä sitä*”? Ensiksi määritelmän asettaminen ankkuroi inflaatio-odotuksia ja parantaa rahapolitiikan läpinäkyvyyttä. Toiseksi rahapolitiikassa tarvitaan joustavuutta, minkä vuoksi tavoite on asetettu keskipitkälle aikavälille ja koskee euroaluetta kokonaisuutena. Lopuksi hintavakaus on tärkeä rahapolitiikan ensisijaisena tavoitteena, koska se tukee talouskasvua keskipitkällä aikavälillä.

Hintavakauden kvantitatiivinen määrittely ei tarkoita, että rahapolitiikalla pyrittäisiin kaikissa oloissa itsepintaisesti pitämään euroalueen keskimääräinen hintojen nousu alle 2 prosentissa. Tämä johtaisi aiottua kireämpään rahapolitiikkaan sekä siihen, että inflaatio-odotukset vaimenisivat selvästi alle 2 prosentin.[2] *Sen vuoksi on mahdollista, että inflaatio aika ajoin on yli 2 % – niin kuin historiassa on käynytkin – jolloin inflaatiotavoite muodostuu enemmän symmetriseksi.*

Euroalueen kevyt rahapolitiikka on tukenut myös Suomen talouden elpymistä. Lainakorot ovat pysyneet matalina, ja talouskasvu on jatkunut Suomen viennin kannalta tärkeällä euroalueella. Suomen vientiä tukevat nyt kansainvälisen talouden kehitys laajemminkin sekä vuodenvaihteessa voimaan tullut kilpailukykysopimus.

Kun vienti sekä yritysten kone- ja laiteinvestoinnit ovat kääntyneet kasvuun, Suomen talouden elpyminen on aiempaa laaja-alaisempaa ja vahvempaa. Elpyminen ja viime vuosien toimet julkisen talouden vahvistamiseksi ovat pienentäneet julkisen talouden alijäämää, ja kehityksen odotetaan jatkuvan. Julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyyttä ei kuitenkaan ole varmistettu, kun tulevina vuosina väestön ikääntyminen kasvattaa eläke- ja hoivamenoja sekä pienentää työikäisen väestön määrää.

Taloutta vahvistavien toimien jatkaminen onkin keskeistä. Vuosikymmenen aikana syntyneitä kilpailukyvyn menetyksiä on nyt kyetty kuromaan osittain kiinni, mutta työ on silti kesken ja otteen täytyy pitää. Ensiarvoisen tärkeitä ovat niin ikään toimet, jotka

---

1. Eskelinen, Maria – Kortela, Tomi (2017) Vastaavatko markkinaodotukset EKP:n ennakoiva viestintää? Euro & talous 4/2017.
2. Łyziak, Tomasz – Paloviita, Maritta (2016) Anchoring of inflation expectations in the euro area: recent evidence based on survey data. ECB Working Paper Series No 1945. Ks. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1945.en.pdf.

parantavat työllisyyden ja tuottavuuskasvun edellytyksiä. Erityistä huomiota tulee kiinnittää nuorisotyöttömyyteen. On olennaista vahvistaa myös julkista taloutta ja sen pitkän aikavälin kestävyyttä.

Talous- ja rahaliiton vahvistaminen on keskeinen prioriteetti. Myös Suomessa olisi hyödyllistä jatkaa keskustelua talous- ja rahaliiton institutionaalisten järjestelyjen tehostamisesta. Pankkiunionissa yhteinen pankkivalvonta ja kriisinratkaisu ovat jo toiminnassa, mutta näiden lisäksi pankkiunionin saattamiseksi päätökseen tarvittaisiin myös yhteinen talletussuoja. Aihe on ollut valmisteltavana jo pitkään.[3] Kuitenkin ennen kuin yhteiseen talletussuojaan siirrytään, on varmistuttava, että hoitamattomien luottojen ongelmaan on löydetty asteittainen ratkaisu ja että talletussuojaan liittyvien pankkien riskiasema on arvioitu riittävän yhdenmukaisin kriteerein varmistuen pankkien vakavaraisuudesta. Yhteinen, vakuutustyyppinen talletussuoja on sekä yksittäisen maan että talous- ja rahaliiton etu.

Pääomamarkkinaunioni mahdollistaa yhä tehokkaamman riskien jaon rahoitusmarkkinoilla. Pääomamarkkinaunionin kautta rahoituksen välitys tehostuu ja rahoituslähteet monipuolistuvat. Jotta kokonaisuus etenisi, tulisi laajan toimintaohjelman tavoitteet kuitenkin priorisoida. Samoin avainasemassa on jäsenmaiden avoin ja aloitteellinen suhtautuminen hankkeiden edistämiseen.

Helsingissä 28.9.2017

Erkki Liikanen

*Suomen Pankin pääjohtaja*


## Avainsanat

hintavakaus, kilpailukyky, rahapolitiikka, talous- ja rahaliitto


3. Arvio Euroopan talous- ja rahaliiton kehittämistarpeista (2015) Valtiovarainministeriön julkaisu – 37a/2015. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1945.en.pdf.

# Kasvu vahvistunut, mutta inflaatio vaimeaa

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 4/2017 • RAHAPOLITIIKKA

**Maailmantalous kasvaa laaja-alaisesti ja ripeästi tänä vuonna. Maailmankaupassa on käynnissä kasvupyrähdys. Samaan aikaan inflaatio on yhä vaimeaa. Öljyn hinnasta johtuneen vuodenvaihteen nopeutumisvaiheen jälkeen inflaatio on vaimentunut maailmanlaajuisesti uudelleen.**

Vuonna 2016 maailmantalouden kasvu jäi vielä hitaimmilleen sitten finanssikriisin. Suomen Pankki arvioi maailmantalouden kasvun voimistuvan 3,5 prosenttiin vuonna 2017 ja pysyvän selvästi yli 3 prosentin vauhdissa vuosina 2018–2019. Myös maailmankaupan kasvu voimistuu merkittävästi viimevuotisesta, jolloin se oli poikkeuksellisen heikkoa.

Maailmantalouden suhdanneluonteisen elpymisen jälkeen kehittyneiden maiden hidas potentiaalinen kasvu ja Kiinan rakennemuutos vaimentavat vauhtia. Maailmantalouden kasvuun kohdistuvat riskit ovat vähentyneet, mutta painottuvat yhä heikomman kehityksen suuntaan. Muutama myönteinen vaihtoehtoinen kehityskulku on kuitenkin mahdollinen, jos tuottavuuden kasvu kiihtyy ja rakenneuudistukset etenevät.

Yhdysvalloissa kasvu jatkuu, vaikka elvytysodotukset ovat hiipuneet ja talouspolitiikan suunta on epäselvä. Kiinassa kasvun odotetaan hidastuvan, joskin hieman keväällä arvioitua myöhemmin. Kiinan talouden odotetaan kasvavan 6 % vuonna 2018 ja 5 % vuonna 2019.

Ostovoimakorjatuilla painoilla mitattuna Kiina on maailman suurin talous, joten sen vaikutus maailmantalouteen on merkittävä. Kehittyneiden maiden paino maailmantaloudessa onkin pienentynyt. Kiinan velkavetoisen kasvun ennustettua

rajumpi hidastuminen heikentäisi luottamusilmapiiriä maailmanlaajuisesti ja vaimentaisi kasvua merkittävästi.

Euroopan talous kasvaa tasaisesti, ja euroalueen vahva talouskehitys kompensoi Ison-Britannian brexitin aiheuttamaa hieman vaimenevaa kehitystä. Euroalueen bruttokansantuote on kasvanut viime vuosina noin 2 prosentin vauhdilla. Vahvasta kasvusta huolimatta pohjainflaatio on vasta aivan viime aikoina osoittanut lieviä nopeutumisen merkkejä EKP:n rahapolitiikan tukemana.

Investoinnit ovat euroalueella piristyneet, ja työllisyyden kasvu on jatkunut noin neljä vuotta. Globaali suhdannenousu tukee myös euroalueen kasvua. Noususuhdanteen lisäksi niin ikään rakenneuudistukset ovat tukeneet työllisyyden kasvua kohottamalla osallistumisastetta. Talouden rakenteiden uudistaminen tukee tuottavuuden ja siten talouden pidemmän aikavälin kasvua, ja myös ennustettua myönteisempi talouskehitys on mahdollista.

Rakenneuudistusten vauhti on kuitenkin hidastunut kriisivuosista, ja useat euroalueen maat ovat vielä jäljessä maailman parhaimpia. Lisäksi euroalueella on vielä finanssi- ja velkakriisin jäljiltä periytyneitä ongelmia. Pidemmällä aikavälillä hidas väestönkasvu ja heikko tuottavuuskehitys vaimentavat euroalueen kasvunäkymiä.

## Euroalueen rahoitusolot ovat edelleen suotuisat

EKP:n neuvosto on viime vuosina ylläpitänyt kasvua voimakkaasti tukevaa rahapolitiikkaa. Rahapoliittiset korot ovat poikkeuksellisen matalalla. Maaliskuusta 2016 alkaen perusrahoitusoperaatioiden korko on ollut 0,0 %, talletuskorko –0,40 % ja maksuvalmiusluoton korko 0,25 %. EKP:n neuvosto päätti tammikuussa 2015 käynnistää laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman. Osto-ohjelma jatkuu vuoden 2017 loppuun asti 60 mrd. euron kuukausittaisella ostotahdilla ja tarvittaessa pidempään, kunnes inflaatio kiihtyy hintavakaustavoitteen mukaiseksi. EKP:n neuvosto on ilmoittanut tekevänsä syksyn 2017 aikana päätöksen vuodenvaihteen jälkeistä aikaa koskevan rahapolitiikan toimien kalibroinnista. Vuoden 2017 loppuun mennessä ohjelmassa hankittuja arvopapereita on eurojärjestelmän taseessa noin 2 300 mrd. euron edestä. Kun ohjelmassa ostetut omaisuuserät erääntyvät, takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen vielä netto-ostojen päätyttyä.

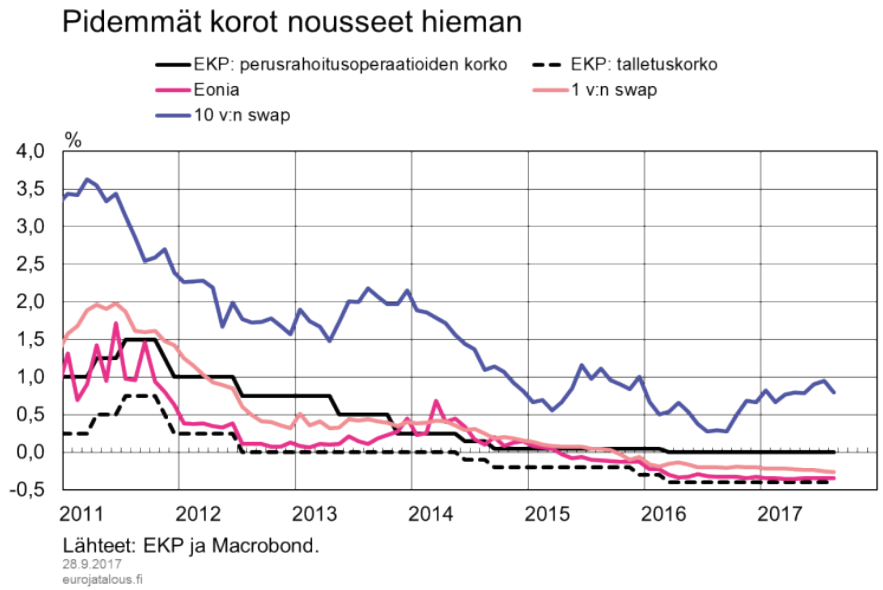
Rahapoliittiset toimet ylläpitävät kevyitä rahoitusoloja, kunnes hintavakaustavoite saavutetaan kestävästi. Talouden kasvunäkymät ovat parantuneet, mutta hintavakaustavoitteen saavuttamiseen on vielä matkaa, ja siksi rahapoliittiset toimet pysyvät elvyttävinä. Vaikka neuvosto ei enää odota korkojen laskevan, korkojen odotetaan silti pysyvän nykyisellä matalalla tasollaan pidemmän aikaa ja vielä osto-ohjelman netto-ostojen päätyttyäkin.[1]

Kriisin aikana käyttöön otettu täyden jaon huutokauppamenettely sekä arvopaperiostojen tuoma runsas likviditeetti ovat ajaneet pankkien välisen yön yli -koron eonian seuraamaan läheisesti EKP:n talletuskorkoa (kuvio 1). Pankkien väliset

1. EKP:n ennakoivasta viestinnästä ja sen vaikutuksista markkinoiden odottamaan korkokehitykseen lähemmin artikkelissa eurojatalous 4/2017 Vastaavatko markkinaodotukset EKP:n ennakoivaa viestintää?

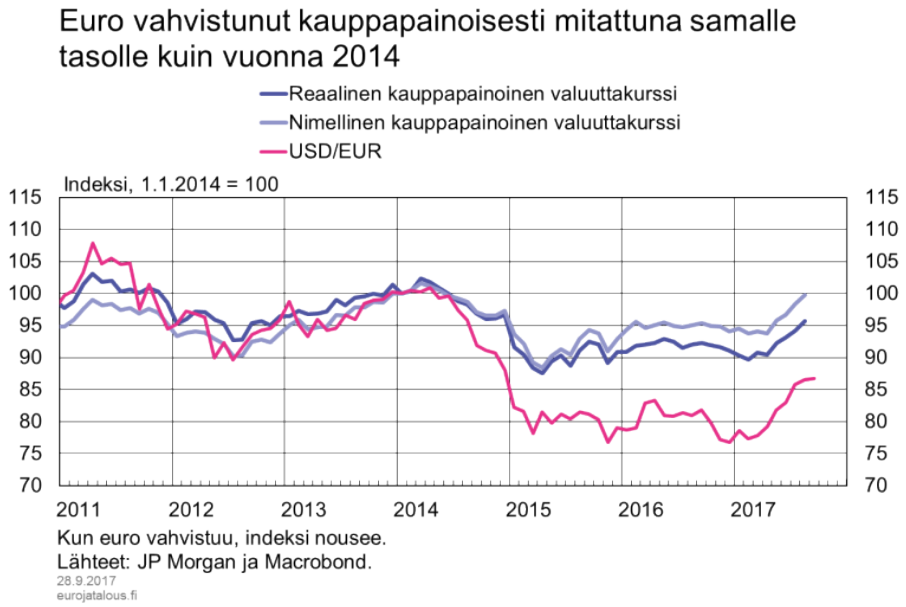
euriborkorot ovat vuoden 2017 aikana pysyneet hyvin matalalla tasolla. Pidemmät korot ovat kuitenkin nousseet selvästi aiempaa korkeammiksi, ja lyhyiden ja pitkien korkojen välinen ero on suurentunut. Kymmenen vuoden koronvaihtosopimuksen korko (10 vuoden swapkorko) on noussut lokakuusta 2016 reilut ½ prosenttiyksikköä (kuvio 1).

Kuvio 1.




Pidempien korkojen nousu kuvastaa sekä talousnäkymien paranemista ja keskipitkän aikavälin inflaatio-odotusten maltillista vahvistumista että odotuksia rahapolitiikan epätavanomaisten toimien asteittaisesta vähentämisestä. Talousnäkymien paranemista ilmentää osaltaan myös euron selvä vahvistuminen keväästä 2017 lähtien (kuvio 2). Euro on voimistunut selvästi suhteessa kaikkiin päävaluuttoihin, ja laajalla valuuttakorilla mitattuna euron nimellinen valuuttakurssi on vahvistunut jo suunnilleen samalle tasolle kuin vuoden 2014 alussa. Kasvunäkymien voimistuminen ja merkittävä vaihtotaseen ylijäämä lisäävät euron vahvistumispainetta. Euron dollarikurssin vahvistumista tukevat myös Yhdysvaltojen talouden elvytysodotusten hiipuminen ja poliittinen epävarmuus sekä odotukset keskuspankkien rahapolitiikasta.

Kuvio 2.

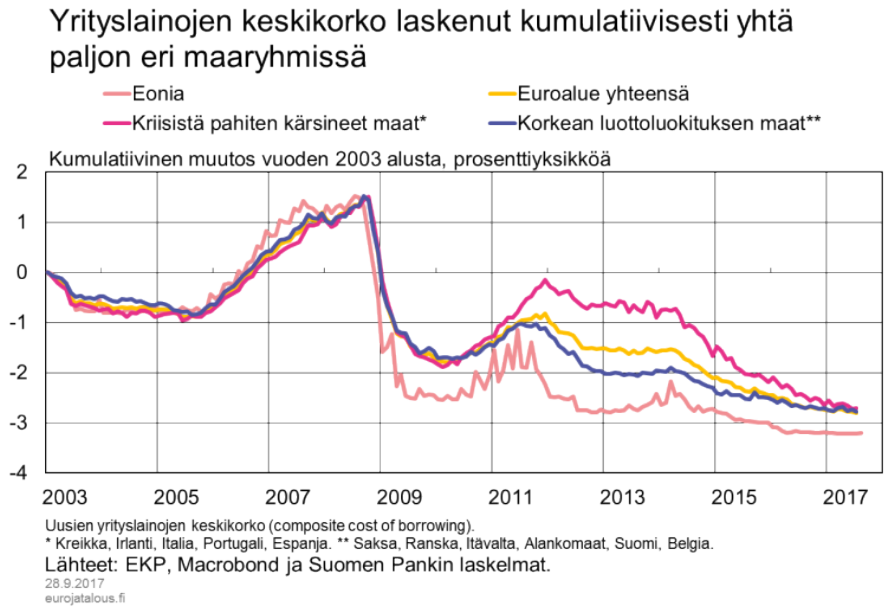



Hintavakauden kannalta on tärkeää, että euroalueen rahoitusolot pysyvät suotuisina. Vaikka EKP:lla ei ole valuuttakurssitavoitetta, valuuttakurssien muutokset voivat vaikuttaa merkittävästikin inflaationäkymiin ja siten rahapolitiikan mitoitukseen. Korkojen ja valuuttakurssin lisäksi rahoitusoloihin vaikuttavat myös varallisuushintojen kehitys ja rahoituksen saatavuus. Erityisesti rahoituksen saatavuus on helpottunut selvästi, kun luotonanto euroalueen yrityksille ja kotitalouksille on parantunut ja lainanottokustannukset ovat pienentyneet.

## Rahapolitiikka välittyy antolainauskorkoihin entistä paremmin

Euroalueella rahapolitiikka vaikuttaa kokonaiskysyntään erityisesti kotitalouksien ja yritysten pankkirahoituksen hinnan kautta, koska valtaosa yksityisen sektorin luotonannosta tulee pankeilta. Tavallisesti keskuspankki vaikuttaa pankkien antolainauskorkoihin muuttamalla ohjauskorkoja. Pankkien antolainauskorot puolestaan vaikuttavat kulutukseen ja investointeihin. Finanssi- ja valtionvelkakriisin aikana vaikuttaminen antolainauskorkoihin tavanomaisin keinoin ei riittänyt, vaan käyttöön otettiin rahapolitiikan epätavanomaisia toimia, kuten laajennettu arvopapereiden osto-ohjelma. Vuosina 2003–2009 EKP pystyi hyvin ohjailemaan pankkien perimiä lainakorkoja (kuvio 3). Tuona aikana uusien yrityslainakorkojen muutokset seurasivat eonian kumulatiivista muutosta lähes täydellisesti. Jos eonia laski prosenttiyksikön, laskivat myös yrityslainakorot sekä euroalueella keskimäärin että maakohtaisesti. Vuoden 2009 aikana tilanne muuttui. Euroalueen uusien yrityslainojen keskikorko aleni vuosien 2009–2010 aikana lähes prosenttiyksikön vähemmän kuin eonia. Erot euromaiden välillä repesivät suuremmiksi vuoden 2011 aikana. Kriisistä pahiten kärsineissä maissa (Kreikka, Irlanti, Italia, Portugali ja Espanja) uusien yrityslainojen keskikorko oli vuoden 2011 lopulla noussut lähes samalle tasolle kuin se oli ollut vuoden 2003 alussa.

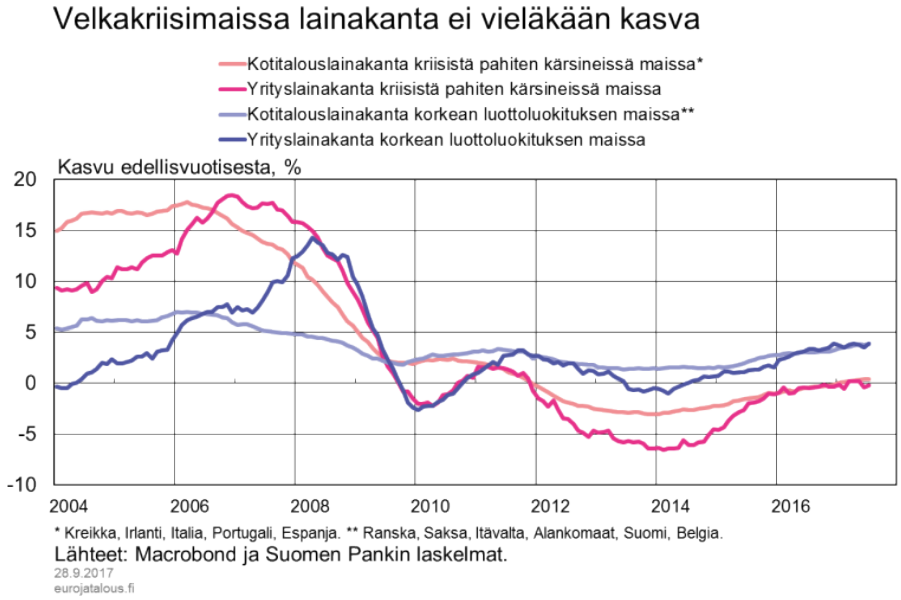
Kuvio 3.




Velkakriisin akuuteimmissa vaiheissa eonian liikkeet eivät enää tavalliseen tapaan näkyneet antolainauskoroissa kaikkialla rahaliitossa. Kohentaakseen rahapolitiikan välittymistä EKP:n neuvosto päätti kesällä 2014 luotonantoa tukevista toimista ja tammikuussa 2015 laajennetusta arvopapereiden osto-ohjelmasta hintavakauden ylläpitämiseksi. Tällä hetkellä yrityslainakorkojen aleneminen miltei vastaa eonian reilun 3 prosenttiyksikön laskua vuoden 2003 jälkeen. Lisäksi maaryhmien välinen ero on supistunut lähes pois. Uusien yrityslainojen keskikorot ovat laskeneet kriisistä pahiten kärsineissä maissa kumulatiivisesti jo yhtä paljon kuin korkean luottoluokituksen maissa. Tällä hetkellä keskimääräinen yrityslainakorko on kriisistä pahiten kärsineissä maissa 2,2 % ja korkean luottoluokituksen maissa 1,6 %. Kun maaryhmien ero oli suurimmillaan, olivat vastaavat keskimääräiset korot 4,3 % ja 2,4 % .

Tämä tarkastelu on suuntaa antava, sillä esimerkiksi sääntelymuutokset tai rahoitusmarkkinoiden ja talouden rakenteiden muutokset ovat voineet samaan aikaan vaikuttaa rahapolitiikan välittymiseen. Selvää kuitenkin on, että rahapolitiikan välittyminen on kriisiajoista selvästi parantunut. EKP:n pankkien luotonantokyselyn (Bank Lending Survey, BLS) mukaan myös luottoehdot ovat yhä keventyneet sekä yritys- että asuntoluotoissa.

Kuvio 4.

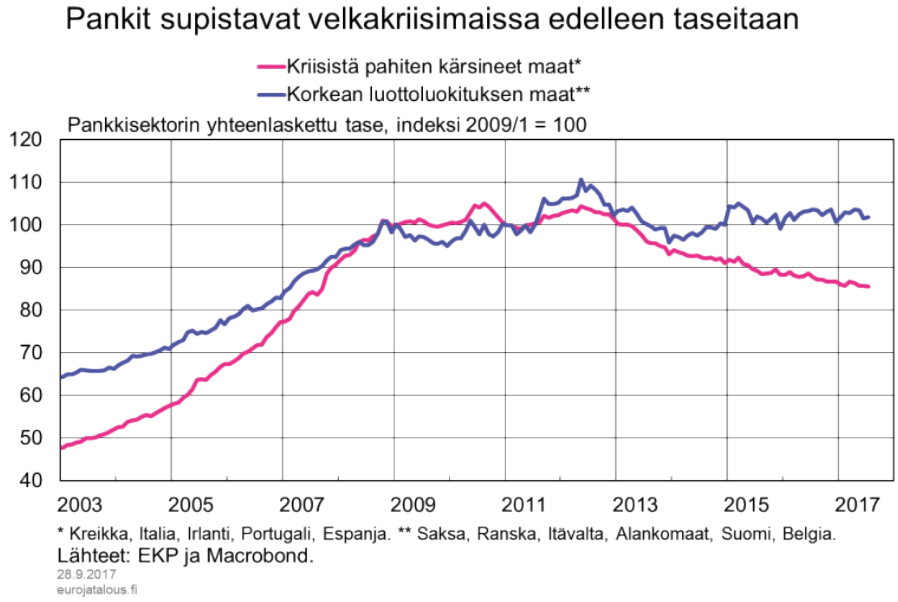



## Yksityisen sektorin lainakanta supistuu yhä osassa euromaita

Lainakanta suurenee euroalueella nykyään selvästi sekä yritys- että kotitalouslainoissa (noin 2,5 %). Luotonanto kasvaa kuitenkin vielä eritahtisesti eri maissa (kuvio 4). Euroalueella on maita, joissa yrityslainakannan kasvuvauhti on jo kiihtynyt kaksinumeroiseksi (esimerkiksi Malta ja Slovakia), ja niitä, joissa lainakanta edelleen supistuu (esimerkiksi Kreikka, Irlanti ja Portugali). Kotitalouslainakannan vuosikasvu on ollut isoista euromaista voimakkainta Ranskassa (6 %). Saksassa ja Italiassa kasvu on ollut suunnilleen alueen keskiarvon mukaista. Kotitalouslainakanta kuitenkin supistuu edelleen Espanjassa, Irlannissa, Kreikassa, Portugalissa, Kyproksella ja Alankomaissa.

Erot luotonannon kehityksessä eri euromaiden välillä heijastuvat myös koko pankkisektorin taseen kehitykseen (kuvio 5). Pankkijärjestelmän taseiden kehityksestä voikin lukea finanssikriisin tarinan. Kriisiä edeltävä aika oli voimakkaan luotonannon kasvun kautta. Erityisen voimakasta tämä kasvu oli niissä maissa, jotka myös lopulta kärsivät kriisistä eniten. Kreikan, Irlannin, Italian, Portugalin ja Espanjan yhteenlasketun pankkisektorin koko kaksinkertaistui vuosina 2003–2008.

Kuvio 5.




Finanssikriisi pysäytti kehityksen, luotonannon kasvu hidastui ja pankit alkoivat korjata taseitaan. Vakavaraisuutta kasvatettiin myös taseita supistamalla. Korkean luottoluokituksen maissa pankkisektorin taseet ovat kasvaneet jo yli vuoden 2009 alun tason. Sitä vastoin kriisistä pahiten kärsineissä maissa pankkisektorin taseiden koko supistuu yhä.

## Lainananto kannattaa heikosti, mutta pankkisektorin näkymät parantuneet

Euroalueen pankkien kannattavuusnäkymät ovat tällä hetkellä valoisammat kuin viime vuosina. Pankkien osakekurssit ovat pääosin nousseet ja pankkien velkakirjalainojen riskilisät pysyneet pieninä. Yhteisen valvontamekanismin (SSM) mukaan euroalueen pankkien oman pääoman tuotto oli vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä 7,1 %, kun se vuotta aiemmin oli 5,1 %. Pankkien kannattavuutta ovat alkuvuonna parantaneet etenkin talouskasvun vahvistuminen ja suotuisa rahoitusmarkkinakehitys. Samalla EKP:n elvyttävä rahapolitiikka on pitänyt pankkien varainhankinnan kustannukset historiallisen pieninä. Sijoittajien luottamusta sektoriin ovat parantaneet inflaatio-odotusten maltillinen kasvu ja lyhyiden ja pitkien korkojen välisen eron suureneminen. Yhdessä talousnäkymien kohenemisen kanssa nämä ennakoivat myös pankkien tulosnäkymien parantumista keskipitkällä aikavälillä.

Sijoittajien kasvavasta luottamuksesta kertoo osaltaan myös pankkiosakkeiden kurssikehityksen erityinen sitkeys suhteessa erilaisiin negatiivisiin markkinasokkeihin ja poliittisiin riskeihin. Esimerkiksi kesäkuussa 2017 toteutetut pankkiunionin sekä Italian ja Espanjan kriisinratkaisutoimet otettiin rahoitusmarkkinoilla vastaan positiivisesti. Toimenpiteiden vähäiset vaikutukset muihin pankkeihin nähdään merkiksi pankkisektorin aiempaa paremmasta vastustuskyvystä ongelmia kohtaan sekä sijoittajien luottamuksesta pankkiunionin kriisinratkaisujärjestelmää kohtaan. Pankkien häiriönsietokykyä on parantanut myös vakavaraisuuden koheneminen. EKP:n mukaan

euroalueen pankkien keskimääräinen ensisijaisiin omiin varoihin perustuva ns. Tier 1 -vakavaraisuussuhde oli vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä 14,8 %, kun se vielä ennen euroalueen velkakriisin kärjistymistä vuonna 2010 oli keskimäärin noin 10 %.

Pankkien kannattavuuden kehitystä varjostavat kuitenkin edelleen useat rakenteelliset ja suhdanteista johtuvat riskit. Euroopassa peruspankkitoiminta on kehittynyt edelleen vaisusti. Matalan korkotason ja lainakannan heikon kasvun takia pankeilla on edelleen vaikeuksia kattaa operatiivisia kustannuksiaan perusliiketoiminnallaan eli pankkilainoilla. Vaikka pankkien muiden tuottojen kehitys on alkuvuonna 2017 ollut rohkaisevaa, on monien pankkien edelleen vaikeaa kompensoida korkokatten heikkenemistä muilla tuottolähteillä. Lisäksi pankkien keskinäisen kilpailun kiristyminen sekä uusien toimijoiden merkityksen kasvu esim. maksuliikepalveluissa, varainhoidossa ja tietyissä lainasegmenteissä, kuten kuluttajaluottomarkkinoilla, saattavat edelleen heikentää pankkien kykyä aikaansaada lisätuottoja tulevaisuudessa.

Rakenteellisten ongelmien lisäksi euroalueen pankeilla on taseissaan edelleen merkittävä määrä järjestämättömiä lainoja. Yhteisen valvontamekanismin (SSM) mukaan alueen pankeilla oli näitä lainoja vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä 865 mrd. euroa, mikä oli 9 % vähemmän kuin vuotta aiemmin. Myönteisestä kehityksestä huolimatta järjestämättömien lainojen suuret määrät heikentävät edelleen joidenkin pankkien kannattavuutta ja ylläpitävät yhä osaltaan euromaiden välistä luotonannon eriytyneisyyttä. Markkinoilla odotetaan Euroopan pankkien siivoavan heikkolaatuisia lainoja taseistaan tänä vuonna ainakin noin 80–90 mrd. euron edestä.[2] Järjestämättömien lainojen suuren määrän vuoksi pankkien ongelmalainoja vähentäviä toimia on syytä jatkaa, mikä vahvistaisi luottamusta pankkisektoria kohtaan, tukisi pankkien varainhankintaa ja parantaisi niiden luotonantokykyä jatkossa.

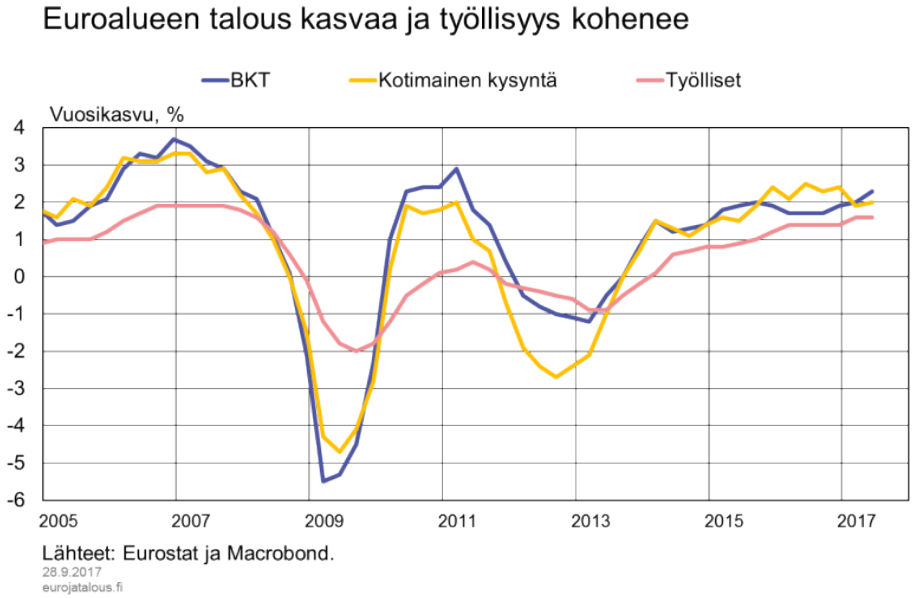
Kun otetaan huomioon nykyinen tuottojen kehitys, euroalueen pankkien kannattavuusnäkymät pysynevät lähitulevaisuudessa vaikeina, mutta kuitenkin valoisampina kuin viime vuosina. Talouskehityksen lisäksi tulevaa kannattavuutta ohjailevat myös pankkien pyrkimykset sopeuttaa oma toimintansa vastaamaan muuttuvaa toimintaympäristöä ja sääntelyn kiristymistä. Pitkän aikavälin kannattavuuden korjaamiseksi moni pankki miettiikin toimintaansa ja strategiaansa uudella tavalla. Pankit suhtautuvat toiveikkaasti etenkin automaation ja digitalisaation kautta saataviin kustannussäästöihin. IT-investoinnit ja digitalisaatiohankkeet ovat kuitenkin lisänneet merkittävästi myös pankkien kuluja, mistä syystä kulujen ja tuottojen suhde on euroalueen pankeissa sitkeästi pysynyt huomattavana. Uudishankkeiden kalleuden takia vaarana onkin, että vanhojen ongelmien kanssa painivat heikosti kannattavat pankit eivät kykene uudistumaan.

2. Markkinaodotuksia kasvattavat keväällä 2017 toteutettujen espanjalaisen ja italialaisten pankkijärjestelyiden lisäksi erilaiset valvontahankkeet. Näitä ovat mm. tuleva IFRS 9 -uudistus, EKP:n keväällä 2017 julkaisemat ohjeet järjestämättömien saamisten vähentämiseksi ja Euroopan pankkiviranomaisen (EBA) vuoden 2017 Transparency Exercise.

## Euroalueen talous kasvaa rahapolitiikan tukemana

Luottamus euroalueen talouteen on vuoden 2017 aikana ollut vankkaa. Kaikki keskeiset luottamusindikaattorit ennakoivat kasvun jatkuvan vahvana lähimpien vuosineljännesten aikana (kuvio 6).

Kuvio 6.




Yksityinen kulutus ja yksityiset investoinnit ovat olleet viime vuosina eniten euroalueen kasvua tukevia kokonaiskysynnän osatekijöitä. Kasvun rakenne pysyy lähivuosina samankaltaisena. Julkinen kulutus tukee keskimäärin hieman kasvua, mutta nettoviennin vaikutus on hyvin vaatimaton.

Työllisyys on kasvanut yhtäjaksoisesti noin neljä vuotta. Vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä euroalueen työllisyys koheni 1½ % edellisvuotisesta. Maittain tarkasteltuna työllisyyden kasvu on ollut laaja-alaista, mutta paikoin sen taustalla ovat myös finanssipoliittiset toimet. Työttömyysaste painui euroaluella vuoden 2017 toisella neljänneksellä 9,2 prosenttiin, eli työttömyys on vähäisimmillään sitten alkuvuoden 2009.

Yksityistä kulutusta tukee euroalueella kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu, kun työllisyystilanne yhä kohenee ja työtulot lisääntyvät edelleen. Toisaalta inflaation lievä kiihtyminen vaimentaa käytettävissä olevien reaalitulojen kasvua.

Kotitalouksien kokonaisvelka suhteessa tuloihin on supistunut euroalueella muutamia prosenttiyksikköjä vuodesta 2011 lähtien ja on nyt keskimäärin noin 95 % käytettävissä olevista tuloista. Velanhoitokustannukset suhteessa tuloihin ovat isoissa euromaissa vähentyneet edelleen. Erityisesti Espanjassa ja Saksassa korkokulujen ja lainojen lyhennysten suhde tuloihin (ns. velanhoitosuhde) on pienentynyt jo selvästi alle pitkän aikavälin keskiarvon. Suurista euromaista poikkeuksen tekee Ranska, jossa velanhoitosuhde on pysytellyt noin 10 % keskiarvoaan suurempana. Ranska on myös

ainoa iso euromaa, jossa kotitalouksien kokonaisvelka on kasvanut käytettävissä olevia tuloja nopeammin.

## Euroalueen yritykset lisänneet investointejaan

Euroalueen kiinteistä investoinneista yli puolet on peräisin yrityssektorilta. Kun yritykset ovat kriisin jälkeen pienentäneet velkaantuneisuuttaan, investointeja on tehty enemmän yritysten sisäistä rahoitusta käyttäen. Sitä mukaa kuin yrityssektorin liikevoitto ja käytettävissä olevat tulot ovat lisääntyneet, myös investoinnit ovat lähteneet kasvuun. Investoinnit eivät kuitenkaan vielä vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä olleet saavuttaneet sitä tasoa, jolla ne olivat kriisin puhjetessa (kuvio 7). Tämä on suurelta osin seurausta siitä, että rakennusinvestointien osuus kaikista investoinneista kattaa lähes puolet: sekä asunto- että muut rakennusinvestoinnit supistuivat jyrkästi kriisissä ja ovat edelleen noin 20 % vähäisemmät kuin vuonna 2008.

Aineettomat investoinnit (sijoitukset esimerkiksi tutkimus- ja tuotekehitykseen tai tietokoneohjelmiin) eivät supistuneet kriisissä niin paljon kuin aineelliset, vaan niiden kanta on kasvanut vuoden 2008 tasosta jo yli 30 %. Aineettomien investointien osuus kaikista yritysten investoinneista on kasvanut vuonna 1995 toteutuneesta 12 prosentista reiluun 20 prosenttiin vuoden 2017 alkuun mennessä.

Kuvio 7.

Aineettomien investointien suotuisa kehitys vuoden 2016 lopulla johtuu suurelta osin Irlannista, jossa vuoden 2016 viimeisen neljänneksen vuosikasvu suureni 85 prosenttiin, kun muutamat monikansalliset yritykset siirsivät maahan toimintojaan.
Lähteet: Eurostat ja Suomen Pankin laskelmat.
28.9.2017
eurojatalous.fi

EKP:n puolivuosittaisen yritysten rahoituksensaantia koskevan kyselyn (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) mukaan maaliskuuhun 2017 ulottuneella puolivuotisjaksolla yritysten lainahakemuksia hylättiin kriisin jälkeen vähemmän kuin kertaakaan aiemmin. Yritykset raportoivat parantuneesta liikevaihdosta, vakaasta tuottokehityksestä ja kasvavista kustannuksista. Euroopan komission yrityskyselystä selviää, että teollisuusyrityksistä enää viidesosa kokee riittämättömän kysynnän rajoittavan tuotantoaan. Kriisin pahimmassa vaiheessa näin koki yli 60 % teollisuusyrityksistä. Työvoiman saatavuus sen sijaan on muodostunut ongelmaksi 10

prosentille teollisuusyrityksistä. Osuus on viimeksi ollut näin suuri vuoden 2008 alussa. Rakennusalan yrityksillä on muuten samankaltainen tilanne kuin teollisuusyrityksillä, mutta kriisin myötä pahentuneet ongelmat rahoituksensaannissa eivät ole vieläkään helpottaneet.

Yritykset odottavat kaikilla toimialoilla (palvelut, rakentaminen, teollisuus ja vähittäiskauppa) työvoiman kysynnän kasvavan vuoden kolmannen neljänneksen aikana ja työllisyysnäkymien pysyvän suotuisina. Luottamus- ja ostopäällikköindeksit ovat läpi sektorien korkealla, ja teollisuuden tilauskannat ovat kriisin jälkeen suurimmillaan.

Yrityssektori sulattelee edelleen velkaantuneisuuttaan. Suhteessa yritysten tuottamaan arvonlisään kokonaisvelka on kutistunut vuodesta 2009 noin 10 prosenttiyksikköä eli 120 prosenttiin. Samalla yritysten velanhoitosuhde – eli korkokulujen ja lainanlyhennysten suhde nettotuloihin – on pienentynyt selvästi isoissa euromaissa, eniten Italiassa ja Espanjassa. Yrityssektori onkin kriisin jälkeen tullut omavaraisemmaksi. Rahoituksensaantikyselyssä (SAFE) yritykset ovat ilmoittaneet velkaantuneisuuden vähentämisen syiksi mm. luottoluokitusten parantamisen ja taseen vahvistamisen tulevaisuutta varten.

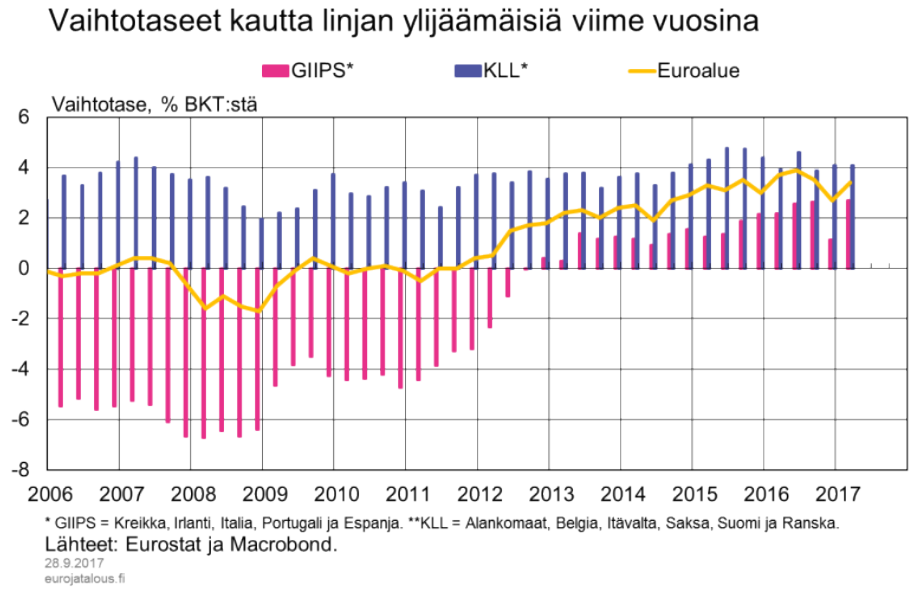
Kaiken kaikkiaan yritysten näkymät ovat kohentuneet viimeisen vuoden aikana. Yksityisten tuotannollisten investointien kasvua tukevat lähivuosina erittäin alhainen korkotaso, rahoituksen saatavuuden paraneminen, tarve uudistaa pääomakantaa vuosia kestäneen heikon investointiaktiivisuuden jälkeen sekä aiempaa pienempi yrityssektorin velan pääomasuhde. Yritysten positiivisesta vireestä näyttääkin tulleen itseään ylläpitävä kierre, kun kasvuodotukset lisäävät yritysten investointi- ja rekrytointihalukkuutta.

## Vaihtotaseen ylijäämä historiallisen suuri

Ennen finanssikriisiä useassa euroalueen maassa oli suuri vaihtotaseen alijäämä. Ns. GIIPS-maiden[3] vaihtotaseiden suuret alijäämät ovat sulaneet talouden sopeutustoimien ja uudistusten myötä (kuvio 8). Erityisesti Alankomaissa, Saksassa, Sloveniassa ja Maltalla on tällä hetkellä poikkeuksellisen suuri vaihtotaseen ylijäämä. Vuonna 2016 peräti 13 maassa euroalueen 19 maasta oli ylijäämäinen vaihtotase. Koko euroalueen vaihtotase oli ennen kriisiä suunnilleen tasapainossa, ja nyt ylijäämä on suurentunut jo noin 3 prosenttiin suhteessa bruttokansantuotteeseen. Vaihtotaseen ylijäämää ovat kasvattaneet raaka-aineiden hintojen (erityisesti öljyn) halpuus sekä edelleen alhainen investointiaste. Myös viime vuodet huippuvuosiaan heikompana pysytellyt euro on tukenut vientiä.

3. Kreikka, Italia, Irlanti, Portugali, Espanja.

Kuvio 8.




Kustannuskilpailukyvyllä pystytään vaikuttamaan talouden ulkoiseen tasapainoon sekä tukemaan työllisyyden kehitystä. Viimeisen vuoden aikaiset muutokset euroalueen maiden yleisimmissä kustannuskilpailukykymittareissa heijastelevat hyvin kunkin maan vaihtotaseen tasapainottumiseen tarvittavaa kehitystä. Viime vuosina yksikkötyökustannuksilla mitattu kustannusten lisääntyminen on ollut euroalueella voimakkainta suuren ylijäämän Saksassa. Sen sijaan kustannusten kasvu on ollut hyvin vaatimatonta talouskriisistä yhä toipuvissa Portugalissa, Kreikassa, Espanjassa ja Kyproksella. Euroalueella kaikkein voimakkainta yksikkötyökustannusten pieneneminen on ollut Suomessa.

## Suurten euromaiden kasvunäkymät aiempaa paremmat

**Saksan** talouden kasvu oli vuoden 2017 ensimmäisellä puoliskolla vahvaa. Sitä tukivat yksityinen ja julkinen kulutus sekä investoinnit. Asuntoinvestoinnit ovat lisääntyneet melko voimakkaasti, mutta myös tuotannolliset ja julkiset investoinnit ovat kasvussa. Saksan talouden odotetaan jatkavan vahvaa kasvuaan lähivuosina yksityisen kulutuksen ja työllisyyden kohenemisen vetämänä. Talouden perustekijät ovat Saksassa otolliset: kilpailukyky on hyvä, sekä kotitalouksien että julkisen talouden velkaantuneisuus maltillista ja työttömyys euroalueen vähäisimpiä. Ylijäämäisen julkisen talouden ja suurista euromaista alhaisimman velka-asteen ansiosta julkisen talouden kyky tukea tarvittaessa talouskasvua on hyvä.

**Ranskan** talouskasvun odotetaan vuonna 2017 piristyvän selvästi edellisvuotisesta, jolloin talous kasvoi noin prosentin. Vuoden 2017 alkupuolella ripeää kasvua ylläpiti kotimainen kysyntä. Talouskasvun odotetaan jatkuvan kohtuullisen hyvänä myös lähivuosina yksityisen kulutuksen ja investointien tukemana. Pankkien antolainauskorkojen mataluus tukee taloutta, ja luotot kasvavat vauhdikkaasti. Ranskan uusi hallitus on ottanut tavoitteekseen pitää julkisen talouden alijäämän korkeintaan

vakaus- ja kasvusopimuksen minimivaatimuksen mukaisena (3 % BKT:stä). Suuri rakenteellinen työttömyys hidastaa työttömyyden vähenemistä. Tilannetta pyritään parantamaan työmarkkinauudistuksilla.

**Italiassa** bruttokansantuote kasvoi vuoden ensimmäisellä puoliskolla odotettua nopeammin, ja vuoden 2017 kasvua koskevia ennusteita on korotettu reiluun prosenttiin. BKT:n kasvun merkittävää paranemista selittävät vahvasti kehittyvät investoinnit ja vienti sekä odotettua voimakkaampi yksityisen kulutuksen vilkastuminen työllisyyden kohentumisen myötä. Työllisyys kasvaa Italiassa, vaikka työttömyys ei juuri vähene, koska osallistumisaste nousee. Italian BKT kasvaa nyt pitkään kestäneen supistumisen jälkeen kolmatta vuotta perättäin.

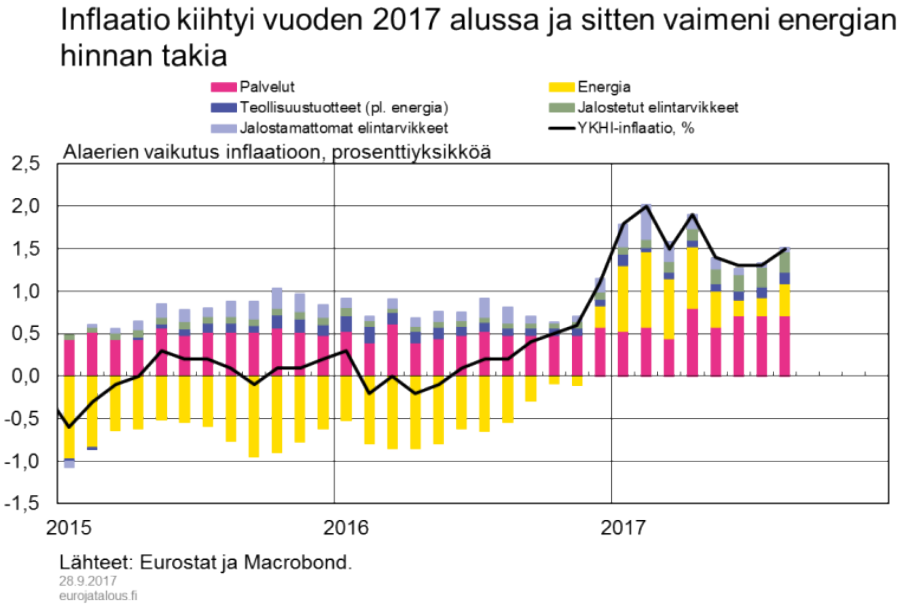
**Espanjan** talous on kasvanut ripeästi vuoden 2013 käännepisteen jälkeen. Bruttokansantuote ylitti vuoden 2017 alkupuoliskolla finanssikriisiä edeltäneen tasonsa. Kasvun odotetaan jatkuvan euroalueen keskiarvoa nopeampana, mutta vaimenevan asteittain. Kasvua tukevat hintakilpailukyvyn paraneminen, rakenneuudistukset, asuntojen hintojen lievä nousu sekä kevyet rahoitusolot. Ripeänä jatkuva kasvu vähentää työttömyyttä sekä voimistaa inflaatiota. Suotuisa kehitys kohentaa julkisen talouden tilaa, mutta julkinen velka on yhä noin 100 prosentissa suhteessa bruttokansantuotteeseen.

## Suhdannenoususta huolimatta huolimatta inflaatio yhä vaimeaa

Euroalueen kasvu on vuoden ensimmäisellä puoliskolla ollut ripeää, ja alueen resurssien vajaakäyttöä mittaavan ns. tuotantokuilun odotetaan umpeutuvan aiemmin kuin keväällä arvioitiin. Inflaatiossa ei kuitenkaan vielä näy merkkejä kestävästä kiihtymisestä.

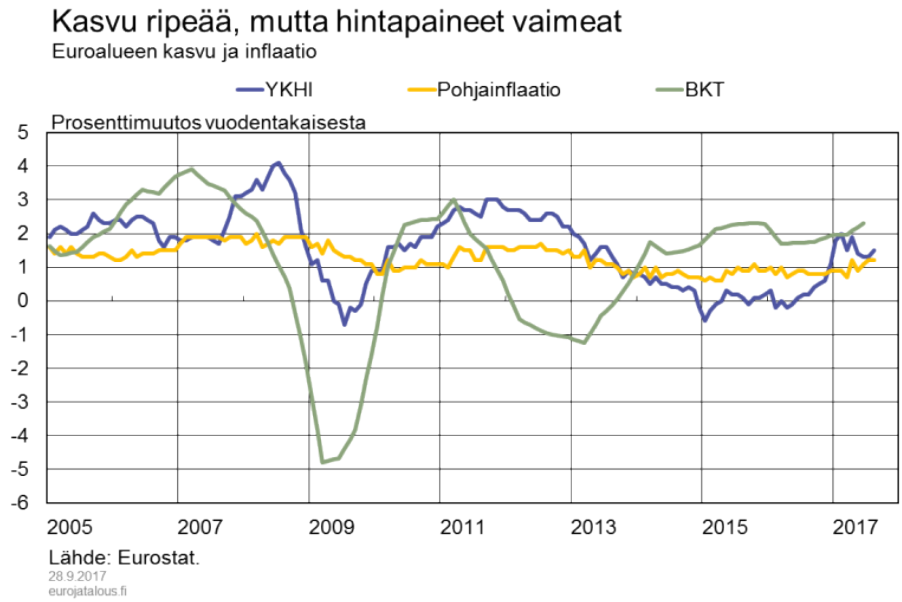
Alkuvuodesta inflaatiota kiihdytti pääosin energian hinnan pohjavaikutus eli nousu suhteessa vuodentakaiseen vertailuajankohtaan. Öljyn hinta kohosi tammikuusta 2016 tammikuuhun 2017 reilut 70 %, mikä kiihdytti kuluttajahintainflaatiota merkittävästi vuoden ensimmäisellä neljänneksellä. Tammi-huhtikuussa energiaosatekijän vaikutus euroalueen inflaatioon oli keskimäärin noin 0,8 prosenttiyksikköä. Alkuvuoden jälkeen tämä pohjavaikutus vaimeni ja inflaatio hieman hidastui. Elokuussa euroalueen kuluttajahintainflaatio oli 1,5 % ja energian ja ruuan hinnoista puhdistettu ns. pohjainflaatio 1,2 % (kuvio 9).

Kuvio 9.



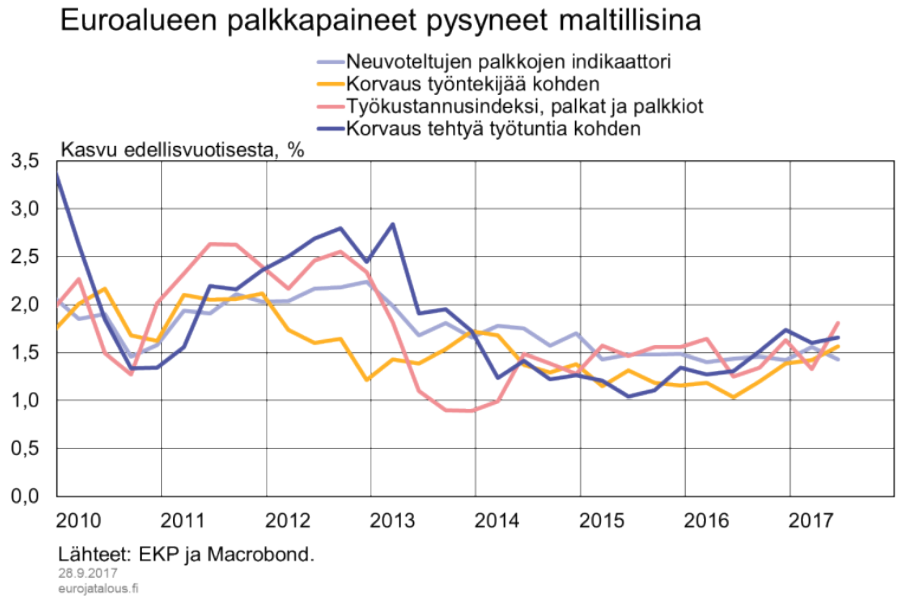

Euroalueen ulkoiset hintapaineet – sekä globaalista inflaatiokehityksestä että raaka-aineiden hintakehityksestä johtuvat – ovat yhä maltilliset. Lisäksi euroalueen tuontihintojen mahdollisen nousun aiheuttamaa inflaatiopainetta hillitsee euron viimeaikainen vahvistuminen. Euroalue on kuitenkin suuri sisämarkkina, minkä takia valuuttakurssimuutosten tuontihintojen kautta tulevat vaikutukset välittyvät lopulta melko vähän ja hitaasti kuluttajahintoihin saakka. Lisäksi siinä määrin kuin euron viimeaikainen vahvistuminen heijastaa euroalueen kasvunäkymien paranemista, valuutan vahvistumisen vaikutus inflaatioon pienenee entisestään. Jos taas valuuttakurssin vahvistuminen on seurausta euroalueen ulkoisista eksogeenisista tekijöistä, inflaatiota hidastavat vaikutukset voivat olla voimakkaampia.

Kuvio 10.



Euroalueen sisäisiä hintapaineita kuvaava pohjainflaatio ei juuri ole vielä kiihtynyt (kuvio 10). Yhä melko korkea työttömyysaste ja monissa maissa tehdyt työmarkkinoiden sopeutustoimet ovat pitäneet palkkapaineet vähäisinä. Euroalueen työkustannusten kasvu onkin ollut globaalin finanssikriisin jälkeen hitaampaa kuin ennen sitä. Tämä ei kuitenkaan välttämättä liity finanssikriisiin, vaan taustalla voi olla tuotannontekijämarkkinoiden globaali tehostuminen. Kovempi kilpailu, digitalisaatio ja taitotiedon vaivaton siirrettävyys merkitsevät, että yritykset optimoivat tuotantoketjunsa yhä paremmin. Tämä optimointi ilmenee tuotannontekijöiden – mm. työn ja pääoman – kysynnän hintajoustojen kasvuna. Tässä tilanteessa työtekijät saattavat hyväksyä aiempaa pienemmät palkankorotukset, jotta työpaikat säilyvät. On hyvin mahdollista, että euroalueenkin työmarkkinoilla palkankorotusvaatimukset ovat näistä syistä aiempaa maltillisempia (kuvio 11).

Kuvio 11.




Euroalueen taloudellisen tilan koheneminen ja kasvunäkymien paraneminen luovat kuitenkin edellytyksiä kysynnän kasvulle ja siten palkkojen nousuvauhdin nopeutumiselle, kun työttömyys vähenee tasaisesti ja talouden vapaan kapasiteetin määrä pienenee. Huolena kuitenkin on, että reaalitalouden vahva kehitys ei voimista inflaatiota siinä määrin kuin aiemmin on totuttu. Tästä on ollut viitteitä keskeisillä talousalueilla, joissa inflaatio on laajalti pysynyt odotettua hitaampana talouskasvusta huolimatta.

Rahapolitiikan ja hintavakaustavoitteen näkökulmasta oleelliset pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat edelleen verraten maltilliset (kuvio 12). Toisaalta ammattiennustajille suunnatuissa kyselytutkimuksissa pitkän aikavälin odotukset ovat edelleen vakaasti vajaan 2 prosentin tuntumassa. Kaiken kaikkiaan inflaatio-odotukset ennakoivat, ettei euroalueen inflaatio kiihdy kovin ripeästi ja hintavakaustavoitteen saavuttaminen kestävästi tulee vielä viemään aikaa.

Kuvio 12.

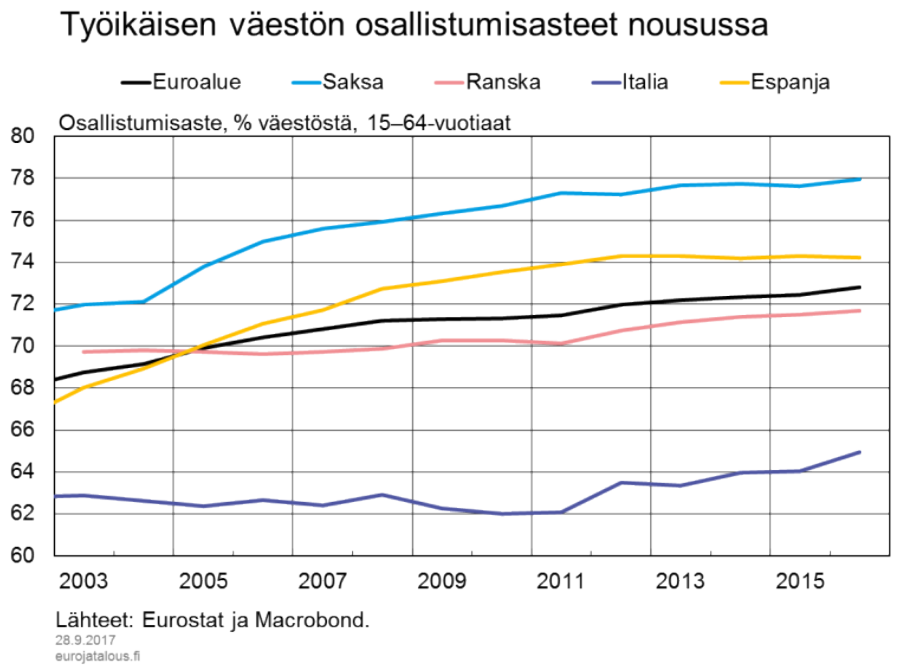
Tällä hetkellä arvioidaan, että inflaatio hidastuu hieman uudelleen vuoden 2018 alussa tilapäistekijöiden vuoksi. Tämän jälkeen inflaation odotetaan nopeutuvan asteittain. Vaikka inflaation kiihtymiseen liittyy yhä paljon epävarmuutta, kasvun jatkuminen vahvana tukee hintavakaustavoitteen saavuttamista lähivuosina.

## Rakenneuudistukset lieventävät väestön ikääntymisen haasteita

Vaikka euroalueen talouskasvu on viime aikoina kiihtynyt, finanssikriisin jälkeinen kasvu on jäänyt maltilliseksi. Tähän ovat vaikuttaneet euroalueen hidas väestönkasvu sekä heikko tuottavuuskehitys kaikissa alueen suurimmissa talouksissa. Viime vuosina työikäisen (15–64-vuotiaat) väestön määrän kasvu on ollut euroalueella heikkoa ja jopa vähentynyt useissa alueen jäsenmaissa mukaan lukien suurimpiin kuuluvat Espanja ja Italia. Toimivilla talouden rakenteilla on myönteisiä vaikutuksia työllisyyteen ja tuottavuuden kehitykseen, ja sitä kautta ne auttavat lieventämään väestön ikääntymisestä koituvia epäsuotuisia vaikutuksia talouteen. Samalla ne osaltaan voimistavat rahapolitiikan tehoa nostamalla luonnollisen koron tasoa[4], parantamalla rahapolitiikan välittymistä sekä vähentämällä talouden jäykkyyksiä.

4. Luonnollinen korko on talouden tasapainottava reaalikorko, joka vallitsisi, jos tuotanto olisi potentiaalissaan eli tilanteessa, jossa talous ei ole nousu- eikä laskusuhdanteessa. Tasapaino johtaisi pitkällä aikavälillä vakaaseen inflaatioon.

Kuvio 13.




Rakenneuudistukset ovat nostaneet osallistumisastetta (työllisten ja työttömien yhteenlaskettu määrä suhteessa kaikkiin 15–64-vuotiaisiin) euroalueella merkittävästi, mikä vähentää työikäisen väestön määrän supistumisesta aiheutuvia vaikutuksia talouskasvuun. Euroalueen 15–64-vuotiaiden osallistumisaste on noussut viimeisen kymmenen vuoden aikana reilut 2 prosenttiyksikköä. Osallistumisaste on kohonnut kaikissa suurimmissa jäsenmaissa sekä erityisesti Baltian maissa ja Maltalla. Myönteinen kehitys johtuu ennen kaikkea 50–64-vuotiaiden naisten aikaisempaa aktiivisemmasta osallistumisesta työmarkkinoille. Tätä ovat edesauttaneet eläkejärjestelmän uudistukset, väestön korkeampi koulutustaso ja terveystilanteen paraneminen (kuvio 13).

Sääntelyn purkaminen ja yritystoiminnan harjoittamisen helpottaminen tukevat osaltaan tuottavuuden ja talouden kasvua. Rakenteiden uudistaminen onkin ollut keskeinen osa euroalueen kriisimaille annettuja talousohjelmapaketteja. Tehdyt uudistukset näkyvät Maailmanpankin Doing business -indikaattorilukemien[5] paranemisena verrattuna vuoden 2010 tilanteeseen niin Espanjassa, Italiassa, Kreikassa ja Portugalissa kuin myös Baltian maissa.

Kaiken kaikkiaan useat euromaat ovat vielä huomattavasti jäljessä maailman parhaimpia niin hyödyke- kuin työmarkkinoiden rakenteissa. Myös euroalueen jäsenmaiden väliset erot ovat merkittäviä. Tästä huolimatta toteutuneiden uudistusten vauhti on hidastunut kriisivuosista. Rakenneuudistuksilla voitaisiin kuitenkin yhä parantaa talouden toimivuutta ja rahapolitiikan välittymistä euroalueella.

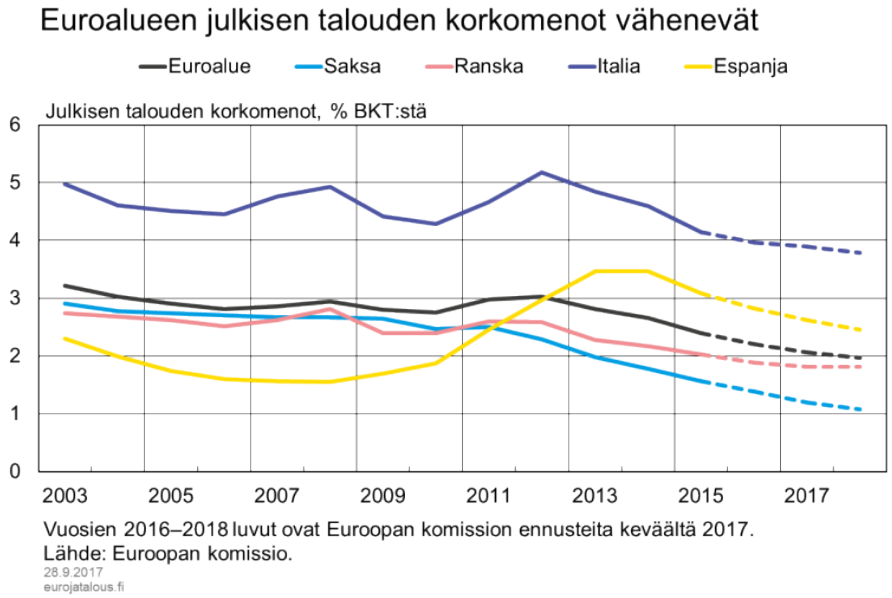
5. Indikaattori pyrkii mittaamaan yritystoiminnan joustavuutta liiketoiminnan harjoittamisen kannalta 11 oleellisella osa-alueella.

## Julkisen talouden tila kohenee hitaasti euroalueella

Vuonna 2014 huippunsa (noin 92 % suhteessa bruttokansantuotteeseen) saavuttanut euroalueen julkisen velan suhde kutistui noin 90 prosenttiin vuonna 2016, ja sen odotetaan jatkavan asteittaista pienenemistään. Euroalueen maiden väliset merkittävät erot eivät kuitenkaan ole häviämässä. Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa julkisen sektorin velkaantuneisuuden odotetaan pysyvän lähivuosina suunnilleen ennallaan, kun Saksassa julkisen velan suhde bruttokansantuotteeseen pienenee selvästi.

Euroalueen julkisen talouden kokonaisvajeen odotetaan vuonna 2017 supistuvan jonkin verran edellisvuoden 1,5 prosentista suhteessa bruttokansantuotteeseen. Jo vuonna 2016 kokonaisvaje oli historiallisesti tarkasteltuna varsin pieni. Julkisen velkaantuneisuuden tapaan myös vajeen suuruuserot euromaiden välillä näyttävät säilyvän. Saksassa julkinen talous pysyy ylijäämäisenä ja muissa euroalueen suurissa maissa tuntuvasti alijäämäisenä.

Kuvio 14.




Suhdannetilanne ja korkomenojen väheneminen ovat parin viime vuoden ajan parantaneet euroalueen julkisen talouden tilaa. Suhdannetilanne on näistä kahdesta tekijästä tärkeämpi. Silti myös korkomenojen väheneminen on selvästi kohentanut julkista taloutta. Vallitseva korkotaso on yhä hyvin matala. Korkomenoja on pienentänyt se, että kuoleentuvat pitempiaikaiset lainat ovat korkeampikorkoisia kuin niiden tilalle otettavat uudet lainat (kuvio 14).

Kolmas julkisen talouden tilaan ja näkymiin vaikuttava tekijä, finanssipolitiikan päätösperäiset toimet, ei enää viime vuosina ole ollut tärkeä euroalueen julkisen talouden vakautumisessa. Euroalueen finanssipolitiikan näkymät ovat säilyneet keväästä 2017 kutakuinkin ennallaan, ja finanssipolitiikan mitoituksen odotetaan lähivuosina pysyvän suunnilleen neutraalina.

Vaikka julkisen talouden tila kohenee matalien korkojen ja potentiaalista kasvua ripeämmän talouskasvun myötä lähivuosina, julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen pysyy yhä suurena. Epäsuotuisammissa oloissa tuntuvasta velkaantuneisuudesta voisi aiheutua merkittäviä ongelmia eräissä euromaissa. Finanssipoliittisessa päätöksenteossa olisi varauduttava myös huonompiin aikoihin. Rahoitusmarkkinoiden luottamuksen säilymisen kannalta tämä on erityisen tärkeää niissä maissa, joissa julkinen velka on suuri.


## Avainsanat

EKP, inflaatio, kasvu, rahapolitiikka, työllisyys

# Maailmantaloudessa käynnissä noususuhdanne

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 4/2017 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Maailmantalous kasvaa vuonna 2017 laaja-alaisesti ja ripeästi. Suomen Pankki ennustaa maailmantalouden kasvun voimistuvan tänä vuonna 3,5 prosenttiin ja pysyvän selvästi yli 3 prosentin vauhdissa myös vuosina 2018–2019. Maailmankaupassa on käynnissä kasvupyrähdys. Inflaatio on kuitenkin globaalisti yhä vaimeaa. Yhdysvalloissa ja EU22-alueella kasvu jatkuu, ja Kiinan kasvun odotettu hidastuminen siirtyy myöhemmäksi. Ennustejakson 2017–2019 lopulla maailmantalous kohenee hieman vaimeammin. Vaikka kasvuun liittyvät riskit ovat vähentyneet, on yhä mahdollista, että kasvu jää ennustettua vähäisemmäksi.

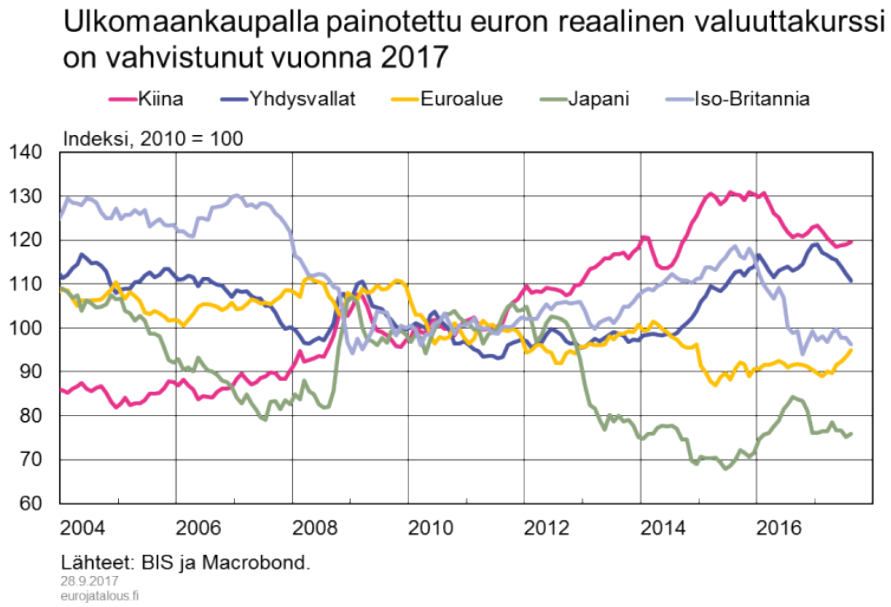
## Euron valuuttakurssi on vahvistunut

Vielä alkuvuodesta Yhdysvalloissa oli vahvoja elvytysodotuksia, mutta ne ovat sittemmin hiipuneet. Tämä sekä Ison-Britannian tuleva EU-ero ovat näkyneet valuuttakursseissa. Englannin punta heikkeni jo EU-eroa koskeneen äänestyksen aikoihin, kun taas Yhdysvaltain dollarin tapauksessa sama kehitys alkoi talven 2017 jälkeen. Euroalueen kasvunäkymät ovat vahvistuneet ja poliittinen epävarmuus vähentynyt, ja nämä seikat vahvistavat valuuttaa.

Reaalisissa valuuttakursseissa (kuvio 1) otetaan nimellisten valuuttakurssien kehityksen lisäksi huomioon myös hintakehitys. Jos nimellinen valuuttakurssi vahvistuu, mutta inflaatio hidastuu suhteessa kansainväliseen kehitykseen, reaalinen valuuttakurssi – jota

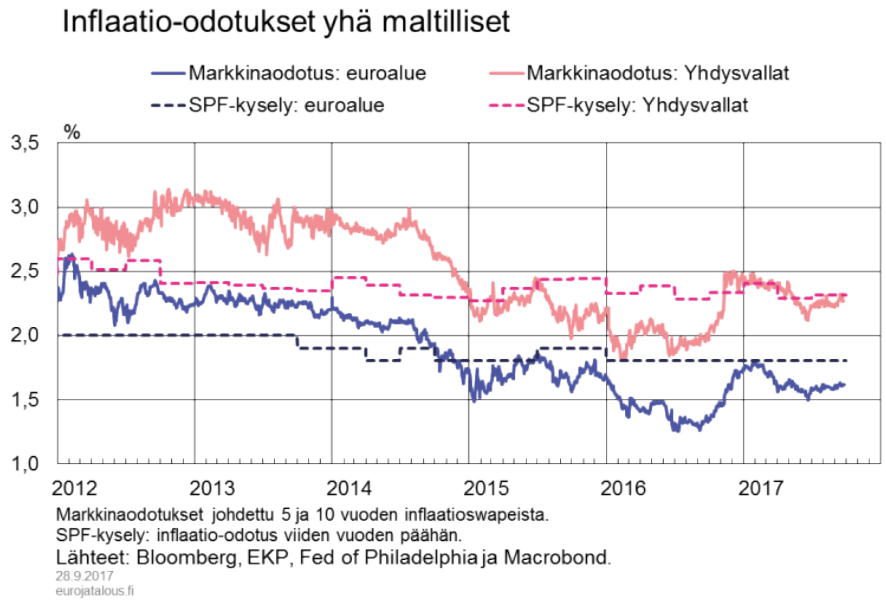
pidetään yhtenä kustannuskilpailukyvyn mittarina – voi pysyä ennallaan. Lyhyellä aikavälillä reaalisten valuuttakurssien muutokset ovat pitkälti seurausta nimellisten valuuttakurssien liikkeistä, sillä muutokset inflaatiovauhdissa eivät tyypillisesti ole yhtä nopeita kuin valuuttakursseissa.

Kuvio 1.




Odotukset Yhdysvaltain talouden kasvusta ovat viime aikoina muuttuneet aiempaa maltillisemmiksi. Tämä on hiukan laskenut pitkien valtionlainojen korkoja sekä vaimentanut inflaation kehitykseen kohdistuvia odotuksia, jotka vuodenvaihteessa olivat vahvistuneet. Myös euroalueen inflaatiota koskevat odotukset vaimenivat vuoden 2017 alkupuoliskolla, mutta ovat silti selvästi voimakkaammat kuin kesällä 2016 (kuvio 2). (Lue lisää euroalueen rahoitusoloista.)

Kuvio 2.




Öljyn maailmanmarkkinahinta laski keväällä 2017 hieman mutta on sittemmin palannut lähelle kevään noin 55 dollarin tasoa, jossa sen termiinihintojen perusteella odotetaan edelleen pysyvän lähivuosina. Koska Yhdysvaltain talouskasvuun kohdistuvat odotukset ovat maltillistuneet ja toisaalta koska öljyntuottajamailla on ollut vaikeuksia sopia tuotantorajoitteista, ovat öljyn hinnan muutokset pysyneet pieninä. Kaiken kaikkiaan raaka-aineiden hinnat laskivat yleisesti hieman alkuvuonna, mutta ovat viime aikoina pysytelleet melko vakaina (kuvio 3).

Kuvio 3.

## Kasvu ennakoitua vahvempaa, inflaation kiihtymistä odotellaan

Suomen Pankki ennustaa, että maailmantalouden kasvu voimistuu 3,5 prosenttiin vuonna 2017 ja pysyy selvästi yli 3 prosentin vauhdissa myös vuosina 2018–2019. Maailmankaupan kasvun ennakoidaan ripeytyvän merkittävästi eli noin 5 prosentin vauhtiin tänä vuonna vaimean vuoden 2016 jälkeen. Tämä kasvupyrähdys tulee Latinalaisen Amerikan, Kiinan ja muun nousevan Aasian kaupan vilkastumisesta. Ennustejakson 2017–2019 lopulla vauhti kuitenkin vaimenee kohti maailman bruttokansantuotteen reilun 3 prosentin kasvunopeutta. Inflaatio on globaalisti yhä vaimeaa, ja useassa kehittyneessä maassa odotellaankin, että se vahvan kasvun ja kevyen rahapolitiikan tukemana kiihtyisi (taulukot 1 ja 2).

Yhdysvalloissa talouden kasvun ennakoidaan kiihtyvän viimevuotisen notkahduksen jälkeen hieman yli 2 prosenttiin ja jatkuvan tasaisena koko ennustejakson. Vielä vuoden 2017 alussa vallinneet odotukset uuden hallinnon kasvua kiihdyttävistä toimista ovat hiipuneet. Yritysten ja kotitalouksien vahvana pysynyt luottamus on kuitenkin ylläpitänyt suotuisaa kehitystä. Vaikka inflaatio tämän vuoden alkupuolella hieman hidastui, sen kuitenkin odotetaan kiihtyvän hieman yli 2 prosenttiin, kun kasvu jatkuu tasaisena ja työttömyysaste on jo alentunut kriisiä edeltävälle tasolleen.

Myös EU22-alueen (euroalue, Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska) kasvu kiihtyy vuonna 2017 reilun 2 prosentin vauhtiin. Ennustejaksolla 2017–2019 euroalueen suhdannenousun voimakkain vaihe hieman vaimenee ja brexitin vaikutukset hidastavat Ison-Britannian kasvua. Vaikka EU22-alue kasvaa vakaasti koko ennustejakson, inflaatio ei kuitenkaan kiihdy merkittävästi vaan pysyy alle 2 prosentissa.

Kiinan kasvu on jatkunut ripeänä. Kiinassa kasvun odotetaan yhä hidastuvan – joskin hieman arvioitua myöhemmin, 6 prosenttiin vuonna 2018 ja 5 prosenttiin vuonna 2019. Kiinan talouskasvu on hidastunut asteittain koko tämän vuosikymmenen. Tämä kehityskulku on Kiinalle luonnollinen, sillä suuret rakenteelliset tekijät jarruttavat kasvua: Kiina on jo kehittynyt maailman suurimmaksi taloudeksi, työikäinen väestö supistuu, kasvun rakenne muuttuu kulutuksen suuntaan ja helpoimmat tuottavuutta parantavat uudistukset on jo tehty.

Japanin talous on kasvanut yhtäjaksoisesti jo kuusi perättäistä neljännestä. Vuoden 2017 jälkeen kasvu kuitenkin hieman hiipuu, ja vuoteen 2019 ajoittuva kulutusveron korotus hidastaa kasvua ennustejakson lopulla. Inflaatio pysyy hyvin vaimeana, paitsi vuonna 2019, jolloin kulutusveron kiristyminen näkyy inflaation kiihtymisenä.

Venäjän kasvu jatkuu jo saavutettua 1,5 prosentin vauhtia vuosina 2017–2019, koska talouskasvu on jo lähellä potentiaaliaan ja öljyn hinnan odotetaan pysyvän lähellä nykytasoaan ennustejakson loppuun saakka.

Kaiken kaikkiaan maailmantalouden suhdanneluonteinen elpyminen on tällä hetkellä vahvaa. Kehittyneiden maiden vaimea potentiaalinen kasvu ja Kiinan rakennemuutos painavat kuitenkin maailmantalouden kasvua hieman vuonna 2019.

Taulukko 1.

## BKT:n ja maailmankaupan muutos

Prosenttimuutos edellisvuotisesta (alla edellinen ennuste)

| BKT | 2016 | 2017e | 2018e | 2019e |
|---|---|---|---|---|
| Yhdysvallat | 1,5 | 2,1 | 2,2 | 2,0 |
| | | (2,4) | (2,2) | (2,2) |
| EU22 | 1,8 | 2,1 | 1,8 | 1,6 |
| | | (1,8) | (1,7) | (1,6) |
| Japani | 1,0 | 1,5 | 0,9 | 0,7 |
| | | (1,1) | (0,8) | (0,7) |
| Kiina | 6,7 | 6,5 | 6 | 5 |
| | | (6) | (5) | (5) |
| Venäjä | -0,2 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |
| | | (1,5) | (1,5) | (1,5) |
| Maailma* | 3,1 | 3,5 | 3,4 | 3,2 |
| | | (3,4) | (3,3) | (3,3) |
| Maailmankauppa* | 1,9 | 4,8 | 3,9 | 3,6 |
| | | (3,4) | (3,6) | (3,5) |

e = ennuste.

EU22 = euroalue, Ruotsi, Tanska ja Iso-Britannia.

* = Maapainot muuttuneet.

**Lähde: Suomen Pankki.**

Taulukko 2.

## Inflaatio keskeisissä maissa

Prosenttimuutos edellisvuotisesta (alla edellinen ennuste)

| | 2016 | 2017e | 2018e | 2019e |
|---|---|---|---|---|
| Yhdysvallat | 1,3 | 2,2 | 2,2 | 2,2 |
| | | (2,5) | (2,5) | (2,4) |
| EU22 | 0,3 | 1,7 | 1,5 | 1,7 |
| | | (1,9) | (1,6) | (1,7) |
| Japani | -0,1 | 0,4 | 0,8 | 1,4 |
| | | (0,5) | (0,7) | (1,3) |

e = ennuste.

EU22 = euroalue, Ruotsi, Tanska ja Iso-Britannia.

**Lähteet: Maiden tilastoviranomaiset ja Suomen Pankin laskelmat.**

# EU22-alue kasvaa tasaisesti, inflaatio pysyy alle 2 prosentissa

EU22-alueen (euroalue, Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska) kasvua kiihdyttää vuonna 2017 euroalueen suotuisa kehitys. Tämän jälkeen EU22-alueen kasvu hieman vaimenee kohti pidemmän aikavälin vauhtia. Euroalueen talouden kehitys pohjautuu pitkälti kotimaisen kysynnän kasvuun. Finanssipolitiikka on neutraalia, ja nettoviennin vaikutus kasvuun on vain lievästi positiivinen. Kevyt rahapolitiikka ja vakaa maailmantalouden kehitys tukevat edelleen euroalueen kasvua. (Lue lisää euroalueen rahapolitiikasta ja talouden tilasta.)

Englannin punta heikkeni reilut 10 % Ison-Britannian äänestettyä[1] maan EU-erosta, mikä on nopeuttanut inflaation lähes 3 prosenttiin eli yli keskuspankin 2 prosentin tavoitteen. Inflaation kiihtyminen heikentää reaalitulojen ja siten kulutuksen kasvua. Valuuttakurssin heikkeneminen ei ole kasvattanut vientiä odotetusti. Vuoden 2017

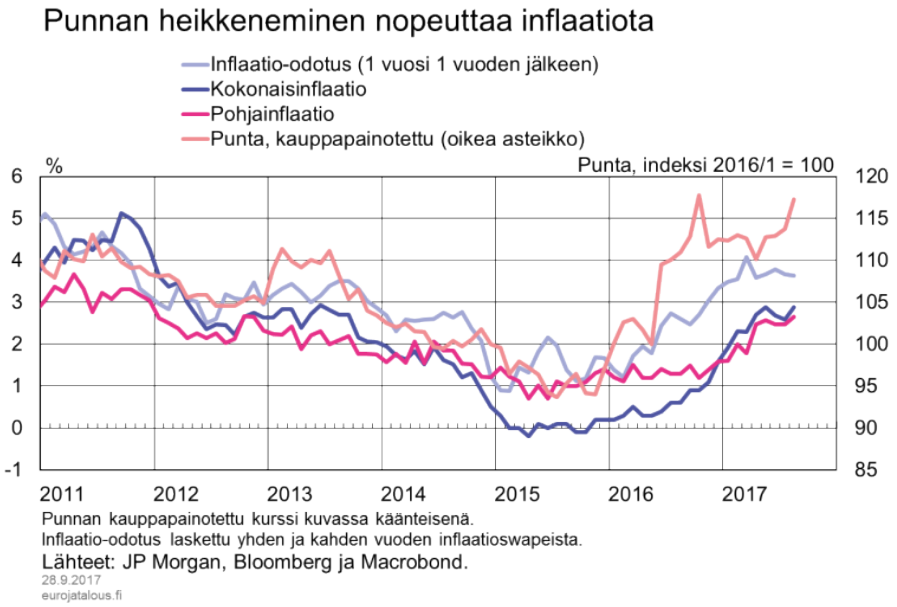
1. Iso-Britannia jätti virallisen EU-eroilmoituksen 29.3.2017. Tästä alkoi Lissabonin sopimuksen mukainen vetäytymisprosessi, jolla on kahden vuoden määräaika. Jos määräaikaa ei yksimielisellä sopimuksella pidennetä, Iso-Britannia eroaa EU:sta maaliskuun 2019 lopulla. Neuvottelut EU-vetäytymisestä on käynnistetty, ja Ison-Britannian lopullisena tavoitteena kahdenvälisille suhteille on pitkälle viety vapaakauppasopimus. Vapaakauppaneuvotteluiden pitkäkestoisuuden vuoksi yhä todennäköisemmältä näyttääkin väliaikainen sopimus, joka tulisi voimaan maaliskuun 2019 EU-eron jälkeen. Sen myötä nykyisen kaltainen tilanne saattaa jatkua vielä vuosia.

ensimmäisellä puoliskolla talouskasvu vaimeni selvästi. Bruttokansantuotteen kasvun odotetaan kuitenkin lähivuosina jatkuvan tasaisena.

Sekä Ruotsissa että Tanskassa kasvu on vahvan alkuvuoden myötä ripeää vuonna 2017, mutta sen odotetaan jatkossa hieman vaimenevan. Ruotsissa kasvu on laaja-alaista, yksityinen kulutus ja investoinnit vilkastuvat, vienti on kehittynyt hyvin ja teollisuustuotanto kasvaa. Suurimpia riskejä vahvan talouskasvun kannalta ovat yhä kotitalouksien velkaantuminen ja asuntojen hintojen mahdollinen korjausliike. Tanskassa reaalitulojen hyvä kehitys on näkynyt yksityisen kulutuksen ja vähittäiskaupan kasvuna. Myös vienti on vetänyt selvästi aiempaa paremmin.

EU22-alueen inflaatio kiihtyy osin tilapäisten tekijöiden kuten öljyn hinnan vaikutusten takia 1,7 prosenttiin vuonna 2017 mutta vaimenee vastaavasti tilapäisesti vuonna 2018. Vuonna 2019 EU22-alueen inflaation ennustetaan kiihtyvän jälleen 1,7 prosenttiin. Vaikka Englannin punnan heikkeneminen kiihdyttää osaltaan EU22-alueen inflaatiota, vauhti pysyy alle 2 prosentissa ennustejakson loppuun saakka (kuvio 4). Vakaasta kasvusta huolimatta toistaiseksi ei näy merkkejä, että palkkakehitys merkittävästi vahvistuisi. Myös rahoitusmarkkinoiden inflaatio-odotukset ovat pysyneet maltillisina.

Kuvio 4.




## Yhdysvalloissa kasvu jatkuu, vaikka talouspolitiikan suunta epävarma

Yhdysvalloissa talouden ilmapiiriä sävyttivät uuden hallinnon alkuvaiheessa suuret odotukset, mutta viime kuukausina on orastanut pettymys uudistusten hitauteen. Vaikka sekä kuluttajien että yritysten luottamus ja pörssikurssit ovat yhä vahvat, on poliittisen epävarmuuden lisääntyminen näkynyt osaltaan dollarin kurssin heikkenemisenä.

Suomen Pankin ennusteessa Yhdysvaltain uuden hallinnon mahdollisia elvytystoimia ei ole otettu huomioon, sillä näistä toimista ei ole päätöksiä. Melko vaimeaksi jäänyt kasvu

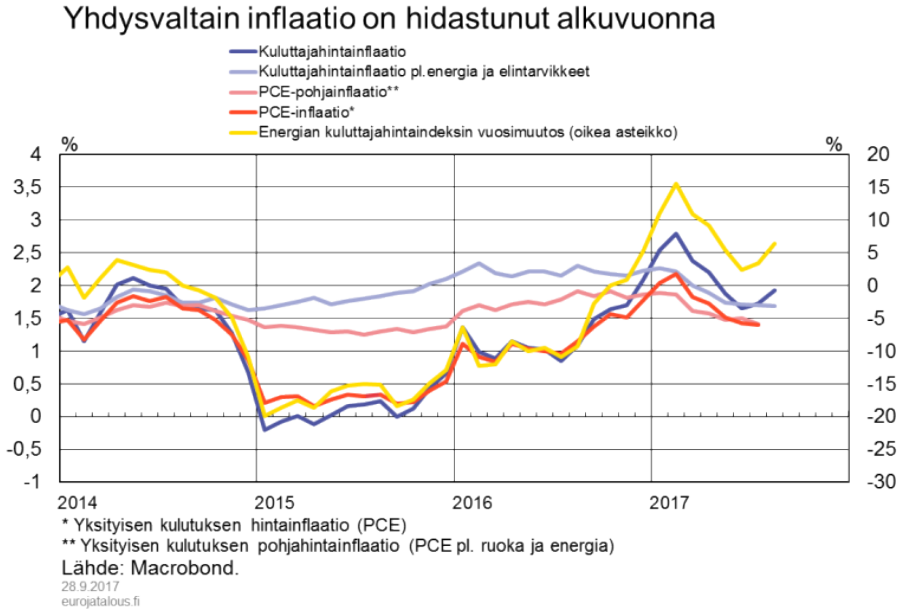
vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä vetää koko vuoden kasvuennustetta heikomman kehityksen suuntaan. Bruttokansantuotteen kasvu jatkuu ennustejakson aikana tasaista reilun 2 prosentin vauhtia. Kasvua ylläpitää erityisesti yksityinen kulutus. Nettoviennin vaikutus kasvuun pysyy ennusteen mukaan koko ennustejakson 2017–2019 negatiivisena. Yhdysvaltain lähivuosien potentiaalisen kasvun on arvioitu hiipuneen lähinnä demografisten tekijöiden ja heikon tuottavuuskehityksen vuoksi. Ennustejakson lopulla kasvu hidastuu kohti potentiaalista vauhtiaan.

Palkkojen vuotuinen nousu on ollut viimeisen parin vuoden aikana keskituntiansioilla mitattuna runsaat 2,5 %. Palkkojen kohoamista on hillinnyt se, että työllisyystilanteen parantuessa työmarkkinoille palanneista monet joutuvat aloittamaan jopa entistä alemmalla tuntipalkalla. Atlantan keskuspankissa on kehitetty mittari, jossa tämän kaltaisten rakenteellisten työmarkkinamuutosten vaikutus palkkatilastoihin on poistettu. Tämän mittarin mukaan asemansa työmarkkinoilla säilyttäneiden palkat ovatkin nousseet nopeammin kuin keskituntiansiot, viimeisten parin vuoden aikana keskimäärin 3,3 prosentin vuosivauhtia.

Yhdysvaltain inflaatio on alkuvuoden jälkeen hidastunut merkittävästi, selvästi alle 2 prosenttiin (kuvio 5). Energian hinnan vaihtelut heiluttavat kokonaisinflaatiota. Kuitenkin myös energian ja ruoan hinnoista puhdistettu ns. pohjainflaatio on hidastunut pysyteltyään vuoden 2016 reilusti yli 2 prosentin.[2] Syynä ovat mm. monien tuontihyödykkeiden hintojen lasku sekä palvelujen hintojen hidas kehitys. Vaimean inflaation odotetaan kuitenkin olevan väliaikaista, ja inflaatiovauhdin arvioidaan pysyvän reilussa 2 prosentissa lähivuosina. Inflaation odotettu kiihtyminen ja hyvä työmarkkinakehitys luovat Yhdysvaltojen keskuspankille tilaa jatkaa joulukuussa 2015 aloitettuja koronnostoja ja purkaa rahapolitiikan epätavanomaisia toimia (ks. Yhdysvaltojen keskuspankki purkaa rahapolitiikan epätavanomaisia toimia).

2. Yhdysvaltojen keskuspankin seuraama ns. PCE-pohjainflaatio on pysynyt viime vuosina selvästi kuluttajahintaindeksillä mitattua pohjainflaatiota hitaampana.

Kuvio 5.




## Kiinassa talouden vakaus keskiössä, uudistukset etenevät verkkaisesti

Poliittiset tekijät ovat viime ajat dominoineet Kiinan talouskehitystä. Vaikka rakenteelliset tekijät – kuten työvoiman määrän supistuminen ja talouden rakenteellinen muutos investointivetoisesta kohti kulutus- ja palveluvetoisempaa taloutta – hidastavat asteittain Kiinan luonnollista kasvuvauhtia, maa on pitänyt tiukasti kiinni tavoitteestaan kaksinkertaistaa BKT vuodesta 2010 vuoteen 2020. Jotta tavoitteeseen päästään, Kiina on tukenut talouskasvua voimakkaalla velanotolla. Velkaantuminen on jatkunut vahvana myös vuonna 2017.

Lokakuussa 2017 Kiinassa järjestetään puoluekongressin kokous, jossa valitaan puolueen päättäviin elimiin uusia jäseniä. Pitkälti kulisseissa käytävä valtapeli on näkynyt talouspolitiikassa niin, että ylenmääräinen vakauden tavoittelu on nostettu talouspolitiikan keskiöön eikä uudistuksissa ole juuri edetty. Lisäksi on osittain liikuttu kiristävään suuntaan vakauden nimissä, mistä ovat esimerkkinä pääomanliikkeiden rajoitukset.

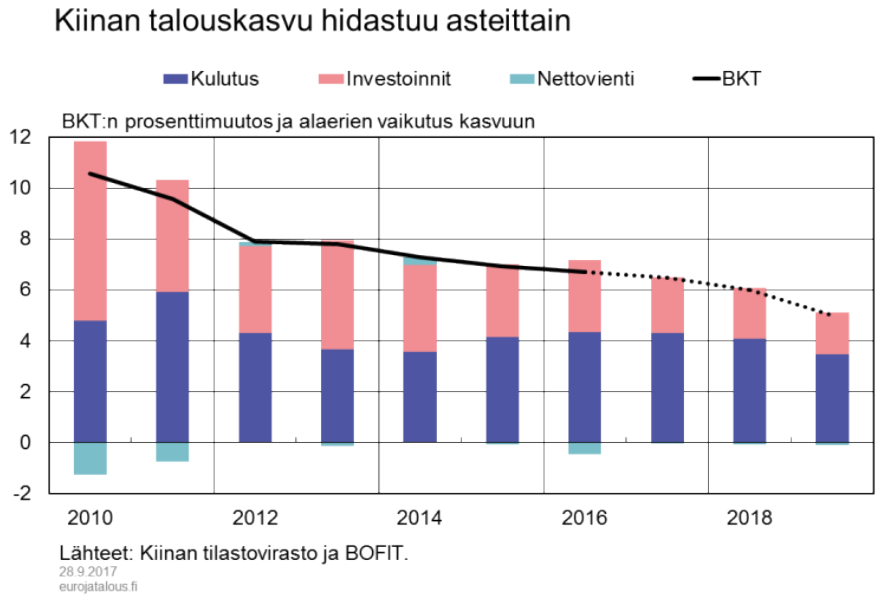
Kiinan viralliset BKT-luvut ovat osoittaneet parin vuoden ajan poikkeuksellisen tasaista ja pitkän aikavälin tavoitteen mukaista 6,5–7 prosentin kasvua. Ilmoitettuihin kasvulukuihin liittyvä epävarmuus on kuitenkin lisääntynyt. Vuoden alussa viranomaiset nostivat esiin mittavan tilastomanipulaatiotapauksen Liaoningin provinssissa. Kesäkuussa viranomaiset ilmoittivat tutkivansa tilastomanipulaatioepäilyjä kahdessa muussa provinssissa. Tapaukset liittyvät siihen, että aluepäättäjien onnistumista arvioidaan erityisesti tavoitteiden mukaisen talouskehityksen perusteella.

Kiinan talouskasvu on hidastunut asteittain koko tämän vuosikymmenen (kuvio 6). Kasvun odotetaan vaimenevan myös tulevina vuosina (vuonna 2017 BKT kasvaa 6,5 %, vuonna 2018 kasvua on 6 % ja vuonna 2019 vastaavasti 5 %). Talouskasvun

hidastuminen on Kiinalle luonnollinen kehityskulku, sillä suuret rakenteelliset tekijät jarruttavat kasvua. Ensinnäkin Kiina on jo maailman suurin talous, ja koko itsessään luo rajoitteita kasvulle. Toiseksi Kiinan väestö ikääntyy nopeasti ja siksi työikäisen väestön määrä vähenee jo. Kolmanneksi talouden rakennemuutos etenee parhaillaan. Tämä muutos näkyy siinä, että investointien kehitys hidastuu ja vastaavasti kotimaisen kulutuskysynnän ja palveluiden merkitys lisääntyy. Lisäksi tuottavuuden koheneminen näyttää hidastuneen, kun helpoimmat tuottavuutta parantaneet uudistukset on jo tehty. On vaikeaa nähdä merkittäviä tuottavuusloikkia ennustejaksolla 2017–2019. Myös ympäristöongelmat jarruttavat kasvua.

Nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun on vähäinen, mutta maailmankaupan kannalta on kiinnostavaa, että Kiinan ulkomaankauppa on vilkastunut selvästi odotettua nopeammin. Sekä tavaranviennin että -tuonnin vuosikasvu on ollut 10 prosentin luokkaa vuonna 2017. Kasvu on laaja-alaista sekä maittain että hyödykkeittäin tarkasteltuna. Maailmantalouden hienoisen piristymisen ohella vientiä on tukenut juanin reaalisen kauppapainotetun valuuttakurssin heikentyminen noin 10 prosentilla reilun vuoden aikana. Tosin viime kuukausina juan on jälleen vahvistunut. Viennin ripeä kasvu on osaltaan vauhdittanut myös tuontia, sillä kolmasosa viennistä perustuu ulkomaisten tuotantopanosten jatkojalostukseen ja kokoonpanoon.

Kuvio 6.




Inflaatio on Kiinassa virallisten tilastojen mukaan pysynyt vakaana, noin 2 prosentin vauhdissa. Sen sijaan varallisuushinnoissa on nähty voimakkaita liikkeitä. Vuoden 2015 osakemarkkinakuplaa on seurannut hintojen nopea nousu asuntomarkkinoilla. Keskimäärin virallisten tilastojen mukaan asuntojen hinnat ovat edelleen selvässä nousussa, vaikka joissakin suurissa kaupungeissa hintaralli on tasoittunut.

Se, kuinka hyvin Kiinan talouskehitystä koskeva ennuste toteutuu, riippuu useasta seikasta. Kiina voi edelleen jatkaa BKT:n kasvulukujen pakottamista vuodeksi 2020 asettamiensa tavoitteiden mukaiseksi, mikä johtaisi ennustettua suurempiin kasvulukuihin mutta samalla aiempaakin kestämättömämpään talouspolitiikkaan ja

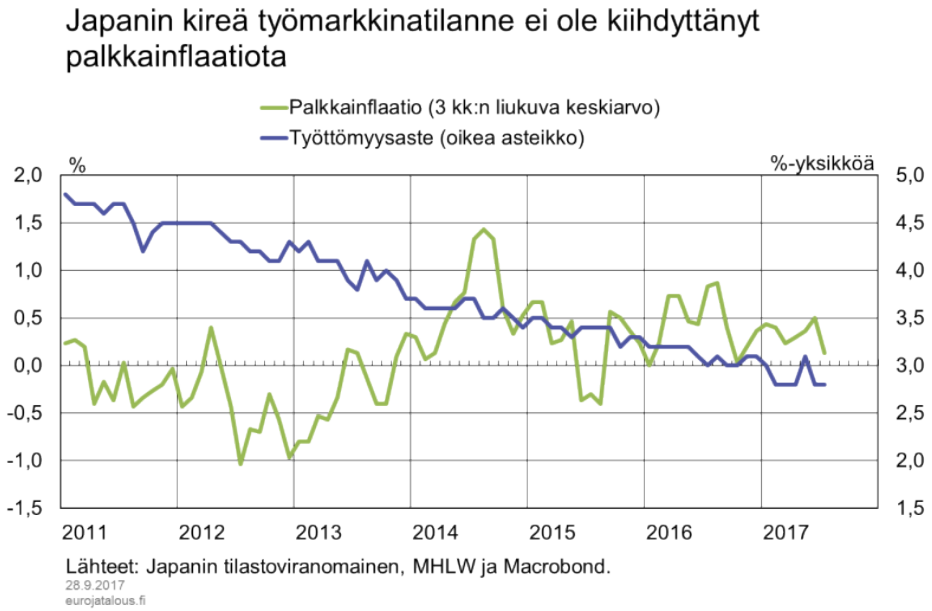
entisestään kasvaviin vääristymiin taloudessa. Velkaantuminen lisääntyisi, jopa kiihtyvään tahtiin, mikä puolestaan kasvattaisi finanssikriisin todennäköisyyttä ja mahdollisuutta, että talous hidastuisi odotettua nopeammin. Kriisin mahdollisuutta ei voi poissulkea. Kuluvana vuonna rahoitusmarkkinariskien ehkäisy on noussut näkyvästi esiin Kiinan johdon puheissa. Riskien torjuminen olisi kestävän kasvun kannalta toivottavaa, mutta toistaiseksi teot ovat jääneet vähäisiksi. Syksyn puoluekongressi saattaa olla talouspolitiikassa taitekohta. Tosin viime aikojen voimakkaat toimet mm. sensuurin lisäämiseksi ja puolueen vallan kasvattamiseksi vievät uskoa todellisilta markkinauudistuksilta.

## Japanin lyhyen ajan näkymä valoisa

Japanin taloudessa on meneillään hyvä vire ja yhtäjaksoista kasvua on nyt takana jo kuusi perättäistä neljännestä. Kasvu on pohjautunut ensisijaisesti vientiin, jota on tukenut jenin heikentyminen vuoden 2016 puolivälistä alkaen. Lisäksi kasvun pohjaa on luonut elvyttävä finanssipolitiikka. Nyt kuitenkin myös kotimainen kysyntä on piristynyt, ja yksityinen kulutus sekä investoinnit ovat olleet kasvussa. Kasvun jatkumisen edellytykset eivät kuitenkaan ole vahvat, koska elvyttävää finanssipolitiikkaa ei maan mittavan velkaantuneisuuden takia voida enää jatkaa kovin pitkään.

Talouskasvun keskeisenä pullonkaulana on väestön ikääntymisestä johtuva työvoimapula. Työikäisen väestön määrä supistuu, eikä korvaavaa työvoimaa ole saatavilla. Avoimia työpaikkoja on puolitoistakertainen määrä suhteessa työnhakijoihin. Tästä huolimatta palkankorotukset ovat edelleen olleet hyvin varovaisia, mikä heikentää yksityisen kulutuksen kasvupotentiaalia ja hillitsee siten myös yritysten investointihalukkuutta kotimaahan (kuvio 7).

Kuvio 7.




Japanin talous kasvaa potentiaalista vauhtiaan nopeammin. Näin ollen talouskasvu hidastuu keskipitkällä aikavälillä lähemmäksi arvioitua, vajaan 1 prosentin potentiaalisen

tuotannon vauhtia. Supistuvan väestömäärän oloissa maltillinenkin talouskasvu riittää kuitenkin hyvinvoinnin ylläpitämiseen, ja henkeä kohti laskettuna Japanin bruttokansantuote onkin kasvanut tasaisesti. Pidemmällä aikavälillä talouden rakenneuudistusten läpivienti on ensiarvoisen tärkeää, jotta saavutetaan kestävä kasvu ja taitetaan suuri velkaantuneisuus.

Talouskasvusta ja voimakkaasta rahapoliittisesta elvytyksestä huolimatta inflaatio on edelleen hidasta. Vaisu palkkakehitys ja kotimaisen talouskasvun ennustettu hidastuminen hillitsevät kuluttajahintojen nousua ennustejaksolla ja inflaatio jää vajaan prosentin tuntumaan. Ennustejakson lopulla inflaatiota nopeuttaa loppuvuoteen 2019 kaavailtu kulutusveron nosto, mutta inflaatio jää silti vielä alle keskuspankin 2 prosentin tavoitteen. Japanin keskuspankki on viestinyt pitävänsä rahapolitiikan kevyenä, kunnes inflaatio ylittää keskuspankin tavoitteen.

## Venäjän talous elpyy vähitellen

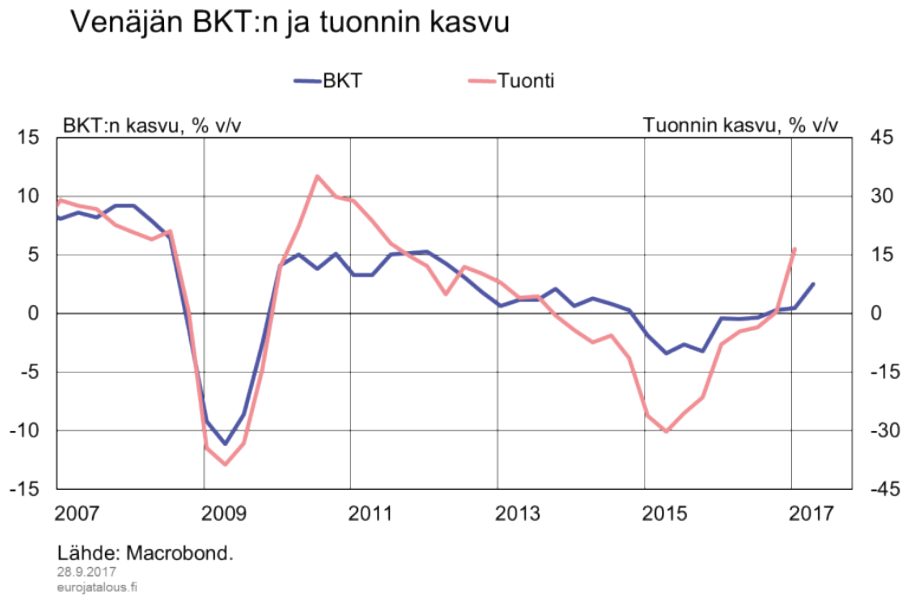
Venäjän taloudessa on odotustenmukaisesti vuonna 2017 nähty käänne kasvuun. Sekä kotimainen kysyntä että vientikysyntä ovat piristyneet jopa ennakoitua reippaammin, mutta ne ovat tukeneet suurelta osin tuonnin kasvua. Siten BKT kasvoi tammi-kesäkuussa maltilliset 1,5 % vuotta aiemmasta (kuvio 8). Tämän vauhdin ennustetaan jatkuvan vuosina 2017–2019, koska talouskasvu on jo lähellä potentiaaliaan ja öljyn hinnan odotetaan pysyvän lähellä nykytasoaan ennustejakson loppuun saakka.

Kasvua pönkittää vähitellen elpyvä kotitalouksien kulutus, jota tukevat palkkojen nousu ja luotonoton lisääntyminen. Myös investoinnit kasvavat, mutta niitä rajoittavat näkymien epävarmuus ja heikko liiketoimintaympäristö. Julkiset menot supistuvat tämän vuoden budjettikorjausten myötä aiemmin suunniteltua maltillisemmin. Kevään 2018 presidentinvaalit voivat aiheuttaa paineita lykätä menoleikkauksia edelleen, mikä voisi väliaikaisesti nopeuttaa kasvua. Kotimaista kysyntää tukee myös se, että inflaatio on hidastunut lähelle keskuspankin tavoittelemaa 4:ää prosenttia. Keskuspankki on viestinyt jatkavansa rahapolitiikan keventämistä laskemalla avainkorkoa, jos inflaatiopaineet sallivat.

Venäjän tuonti on vuonna 2017 elpynyt voimakkaasti kotimaisen kysynnän kasvun ja ruplan vahvistumisen tukemana. Alkuvuoden reippaan kasvun perusteella tuonnin määrän odotetaan lisääntyvän tänä vuonna 15 % ja kasvun hidastuvan seuraavina vuosina 6 prosenttiin. Tuonnin voimakasta elpymistä on tasapainottanut viennin ripeähkö kasvu.

Venäjän lyhyen aikavälin talouskehitys voi poiketa ennustetusta, mikäli öljyn hinta eroaa odotetusta. Pidemmän aikavälin kasvuedellytykset eivät ole kohentuneet, koska kipeästi tarvittavia rakenteellisia uudistuksia ei ole tehty. Siksi Venäjän odotetaan saavuttavan potentiaalisen 1,5 prosentin kasvuvauhtinsa ja pysyvän siinä ennustejakson 2017–2019 ajan.

Kuvio 8.




# Maailmantalouden kasvuriskit vähentyneet, mutta painottuvat heikomman kehityksen suuntaan

## Kansainvälisen talouden kasvuriskit

Tällä hetkellä maailmantaloudessa on suuri epävarmuus Yhdysvaltojen talouspolitiikan suunnasta sekä uuden hallinnon suunnitelmien toteutumisesta. Yhdysvaltojen hallinnon finanssipoliittiset suunnitelmat ovat toistaiseksi jääneet toteutumatta. Toteutuessaan täysimääräisesti verotuksen uudistus ja infrastruktuuri-investoinnit voimistaisivat talouskasvua. Vaikutukset riippuvat kuitenkin siitä, miten nämä toimet rahoitettaisiin. Myös sääntelyn purkaminen voi vahvistaa kasvua lyhyellä aikavälillä, mutta erityisesti rahoitusmarkkinasääntelyn purkaminen lisää rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä pidemmällä aikavälillä. Maailmantalouden kasvun kannalta huolta aiheuttavat yhä Yhdysvaltain uuden hallinnon esille nostamat tullit ja kauppasopimusten uudelleenneuvottelut.

Kansainvälinen talous voi kehittyä ennakoitua heikommin erityisesti, jos Kiinan velkavetoinen kasvu hidastuisi voimakkaasti (ks. Mitä jos Kiinan talouskasvu hidastuu voimakkaasti?). Kiinan kasvu on pitkälti perustunut velkaantumiseen, mistä syystä maan talous on altis rahoitusmarkkinahäiriöille. Kiinan kasvun raju hidastuminen heikentäisi luottamusta maailmanlaajuisesti ja nostaisi rahoituksen hintaa, millä olisi merkittävä kasvua hidastava vaikutus koko maailmantalouteen. Viime aikoina huolta on myös aiheuttanut geopoliittisten jännitteiden lisääntyminen mm. Korean niemimaalla. Nämä jännitteet voivat kärjistyessään johtaa vakaviin ja arvaamattomiin seurauksiin.

Maailmantaloutta hidastaa tällä hetkellä tuottavuuden vaatimaton kehitys (ks. Tuottavuuden heikko kehitys hidastaa maailmantaloutta). Työn tuottavuuden kasvu on hidastunut useissa kehittyneissä talouksissa, eikä tarkkoja syitä tähän vielä tiedetä. Viime vuosina työn tuottavuuden kasvu on ollut jopa ennätyksellisen heikkoa. On

kuitenkin mahdollista, että ilmiö on väliaikainen ja että esimerkiksi digitalisaation seuraava aalto nopeuttaa tuottavuuden kasvua nykyisestä.

## EU22-alueen sisäiset kasvuriskit

Huoli eräiden euromaiden pankkisektorin tilasta ja julkisen talouden näkymistä on hieman lieventynyt, kun euroalueen kasvu on jatkunut ja vahvistunut. Velkaantuneisuuden vähentäminen ja pankkisektorin yhä jäljellä olevien ongelmien pienentäminen vievät kuitenkin aikaa. Euroopan pankeissa on velkakriisin jäljiltä järjestämättömiä lainoja, joiden määrä edelleen hitaasti supistuu. Julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen pysyy euroalueella yhä suurena, ja epäsuotuisammissa oloissa huomattavasta velkaantuneisuudesta voisi joissain euromaissa aiheutua merkittäviä ongelmia. Lisäksi EU22-alueen näkymiä varjostaa Ison-Britannian tuleva EU-ero, sillä on epäselvää, miten nopeasti prosessi etenee ja mikä on neuvotteluiden lopputulema.

Toimivat talouden rakenteet vaikuttavat myönteisesti työllisyyteen ja tuottavuuden kehitykseen ja sitä kautta kasvuun. Rakenteiden uudistaminen onkin ollut keskeinen osa euroalueen kriisimaille annettuja talousohjelmapaketteja. On mahdollista, että jo tehtyjen uudistusten kasvua lisäävä vaikutus alkaa vasta hiljalleen näkyä. Lisäksi useissa euroalueen maissa olisi mahdollista yhä parantaa talouden toimivuutta rakenneuudistuksilla.

## Avainsanat

inflaatioennuste, kasvuriskit, maailmantalouden kasvuennuste

# Tuottavuuden heikko kehitys hidastaa maailmantaloutta

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 4/2017 • TALOUDEN NÄKYMÄT

**Työn tuottavuuden kasvu on useissa kehittyneissä talouksissa hidastunut. Tarkkoja syitä tähän ilmiöön ei vielä tiedetä. Optimistit uskovat, että kasvun hidastumisen taustalla ovat väliaikaiset syyt tai mittausvirheet, kun taas pessimistisemmän näkökannan mukaan ilmiö olisi pysyvä.**

## Tuottavuuden kasvu hidastunut kehittyneissä talouksissa

Työn tuottavuudella tarkoitetaan tuotannon määrää tehtyä työtuntia kohden.[1] Työn tuottavuuden heikko kehitys on yksi nykyisen hitaan talouskasvun keskeisimpiä syitä.

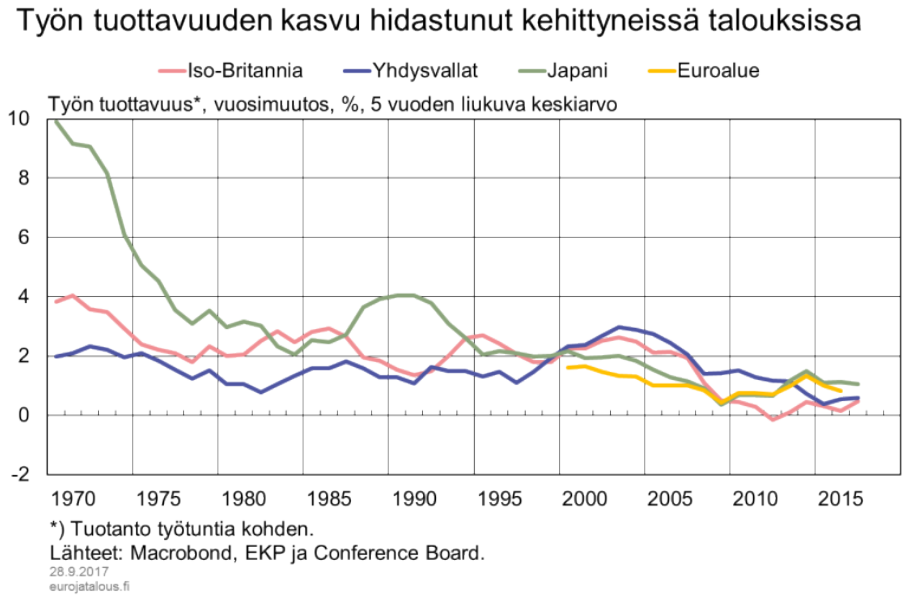
Työn tuottavuuden vuosikasvu kehittyneissä talouksissa konvergoitui 1970-luvulla 2 prosentin tuntumaan (kuvio 1). Kuitenkin 1990-luvun lopulla ja 2000-luvun alussa työn tuottavuuden kasvu kiihtyi väliaikaisesti erityisesti informaatioteknologian kehittymisen myötä. Etenkin Yhdysvalloissa työn tuottavuuden paraneminen oli tuona ajanjaksona poikkeuksellisen nopeaa. Arvioiden mukaan tämän tuottavuusloikan taustalla oli juuri informaatioteknologian kehitys.[2]

Nopein tuottavuuskasvu hiipui asteittain jo ennen vuoden 2008 finanssikriisin alkua. Kriisin jälkeen työn tuottavuuden kasvuvauhti on useissa kehittyneissä talouksissa hidastunut ennätyksellisen vaimeaksi. Euroalueella, Japanissa ja Yhdysvalloissa

1. Vaihtoehtoisesti työn tuottavuutta voitaisiin mitata yhtä työntekijää kohden lasketun tuotannon avulla. Viime aikoina näiden kahden mittarin kehityksessä ei kuitenkaan ole ollut merkittävää eroa.
2. Gordon, R. (2015) Secular Stagnation: A Supply-Side View. American Economic Review, 105(5): 54–59.

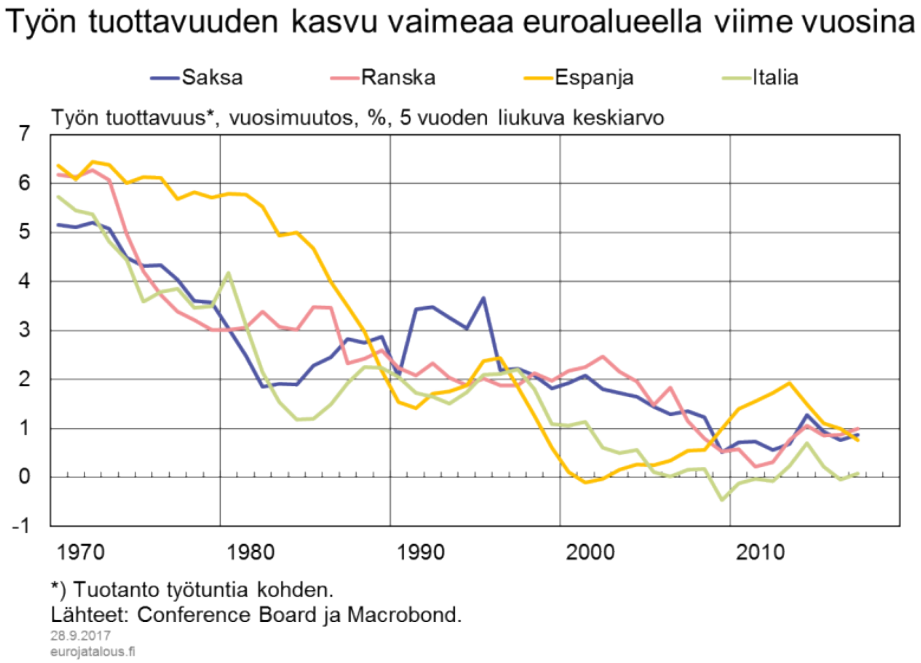
kasvuvauhti on hidastunut 1 prosentin tuntumaan kriisiä edeltäneestä noin 2 prosentin vauhdista. Isossa-Britanniassa tuottavuuden kasvun hidastuminen on ollut vielä tätäkin voimakkaampaa.

Kuvio 1.




Myös euroalueen yksittäisissä jäsenmaissa on nähtävissä samanlainen hidastuva trendi, ja viime vuosina työn tuottavuuden kasvu on pysytellyt vaimeampana kuin 2000-luvun alussa (kuvio 2). Työn tuottavuuden kehityksessä euroalueella on kuitenkin maakohtaisia eroja. Ranskassa, Saksassa ja myös monessa pienemmässä taloudessa työn tuottavuuden kasvu on hidastunut asteittain ja toipunut vain hieman finanssikriisin aikaisista pohjaluvuista. Italiassa tuottavuuden kasvun hidastuminen alkoi sen sijaan jo vuosituhannen vaihteessa, ja vuodesta 2006 lähtien vauhti on pysytellyt nollan tuntumassa. Espanjassa tuottavuuden kasvu piristyi, kun kriisinaikainen työllisyyden väheneminen näkyi tuottavuuden kasvuna.

Kuvio 2.




## Onko tuottavuuden heikko kehitys pysyvää vai väliaikaista?

Näkemykset siitä, miksi työn tuottavuus on hidastunut, voidaan karkeasti jakaa pessimistisiin ja optimistisiin. Pessimistit näkevät kehityksen eri syyt pysyviksi, kun taas optimistit uskovat kehityksen olevan väliaikaista tai johtuvan mittausvirheistä.

Syyksi on esitetty, että uusien, kokonaistuottavuutta merkittävästi parantavien keksintöjen kehittäminen on yhä hankalampaa ja vaatii entistä enemmän resursseja.[3] Höyrykone, polttomoottori ja informaatiotekniikan käyttöönotto toivat merkittäviä tuottavuushyötyjä, mutta tänä päivänä on aiempaa työläämpää kehittää vastaavan loikan tuovia uusia keksintöjä. Toisaalta tätä näkökantaa on kritisoitu tuomalla esille, että tekninen kehitys on tarjonnut myös entistä tehokkaampia työkaluja uusien innovaatioiden tekemiseen.[4]

Verrattuna 2000-luvun alkuun erityisesti informaatioteknologian tuomat parannukset tehokkuuteen ovat saattaneet vähentyä. Siihen mennessä suurin osa teollisuudenaloista oli jo muokannut toimintaansa niin, että informaatioteknologian tarjoamia mahdollisuuksia hyödynnettiin paremmin.[5] Tutkimukset osoittavatkin, että Yhdysvaltojen tuottavuuden kasvu on hidastunut erityisen voimakkaasti informaatioteknologiaa intensiivisesti käyttävillä toimialoilla.[6] Toisaalta

3. Bloom, N. – Jones, C. – Reenen van, J. – Webb, M. (2017) Are Ideas Getting Harder to Find? Mimeo, 4. 1.2017.
4. Mokyr, J. – Vickers, C. – Ziebarth, N. (2015) The History of Technological Anxiety and the Future of Economic Growth: Is This Time Different. Journal of Economic Perspectives, 29 (3), 31–50.
5. Fernald, J. (2015) Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession. NBER Macroeconomics Annual 29.

informaatioteknologiasta tuottavuuteen koituvat hyödyt ovat voineet viime aikoina hiipua myös muilla sektoreilla, mikä saattaa selittää tuottavuuden kasvun hidastumista laajasti eri sektoreilla. Digitalisaation seuraava aalto aiempaa tehokkaamman tekoälyn ja robotisaation hyödyntämisen myötä saattaisi kuitenkin vauhdittaa tuottavuuden kasvun takaisin samalle tasolle kuin 2000-luvun alkuvuosina.

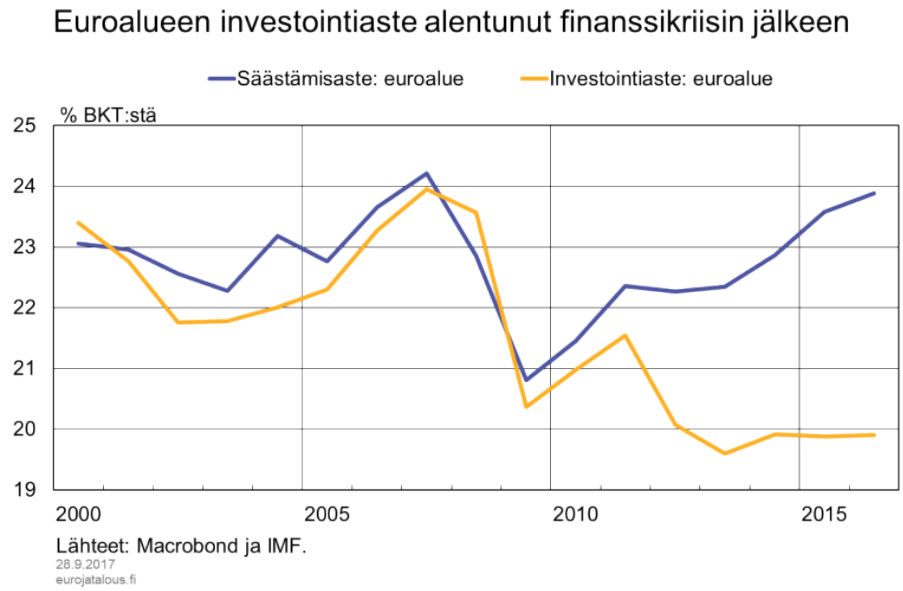
Tuottavuuskasvun hidastumista on selitetty sillä, että kehittyneiden talouksien panostus tutkimukseen ja tuotekehitykseen on vähentynyt.[7] Sekä Japanissa että Yhdysvalloissa tutkimus- ja tuotekehityshenkilöstön määrän kasvu on hidastunut 2000-luvulla selvästi. Toisaalta taas Euroopassa tutkimus- ja tuotekehityshenkilöstön määrän kasvu on säilynyt lähes ennallaan. Etenkään Yhdysvalloissa väestön koulutustaso ei enää viime vuosikymmeninä ole parantunut entiseen tahtiin. Tämä on saattanut hidastaa tuottavuuskehitystä.[8]

Mahdollinen, edellä kuvattua myönteisempi syy tuottavuuden heikkoon kasvuun voisivat olla digitalisaation mukanaan tuomat mittausvirheet. Näiden takia tuotannon ja tuottavuuden kasvun todellinen nopeus saatetaan aliarvioida. Erityisesti ilmaispalveluiden tuottavuuden kehityksen ja laadun parantumisen mittaamista on vaikea ottaa huomioon kansantalouden tilinpidossa.[9]

Myös vuonna 2008 alkaneen globaalin finanssikriisin vaikutusten jatkuminen poikkeuksellisen pitkään on voinut hidastaa tuottavuuden kehitystä. Yksityinen ja julkinen sektori on vähentänyt velkaantuneisuuttaan investoimalla vähemmän. Euroalueella kokonaisinvestointien osuus kokonaistuotannosta on kutistunut lähes 3 prosenttiyksikköä verrattuna taantumaa edeltäneeseen aikaan (kuvio 3). Tämän myötä myös kokonaiskysyntä on vähentynyt. Onkin esitetty, että kysynnän vaimeus on hidastanut talouskasvua ja tuottavuuden kehitystä.[10], [11]

6. Fernald, J. – Hall, R., Stock, J. – Watson, M. (2017) The Disappointing Recovery of Output after 2009. NBER Working Paper No. 23543, kesäkuu 2017.
7. Jones, C. (2017) Discussion: Long-Term Growth in Advanced Economies. ECB Sintra Forum 28.6.
8. Gordon (2015) Secular Stagnation: A Supply-Side View. American Economic Review, 105(5): 54–59. Acemoglu, D. – David Autor, D. (2012) What Does Human Capital Do? A Review of Goldin and Katz's The Race between Education and Technology. Journal of Economic Literature, 50(2): 426–463
9. Itkonen, J. (2017) Miten taloutta mitataan digitalisaation aikakaudella? Euro & talous 3/2017.
10. Rogoff, K. (2015) Debt supercycle, not secular stagnation. VoxEU 22.4.2015.
11. Yellen, J. (2016) Macroeconomic Research After the Crisis. Konferenssipuhe (16.10.2016). 60th Annual Economic Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of Boston. Boston, Massachusetts.

Kuvio 3.




## Avainsanat

kehittyneet taloudet, tuottavuuden kasvu, työn tuottavuus

# Mitä jos Kiinan talouskasvu hidastuu voimakkaasti?

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 4/2017 • TALOUDEN NÄKYMÄT

**Tässä arviossa tarkastellaan lyhyesti kahden eri skenaarion avulla, miten Kiinan talouden ripeä mutta hallittu rakennemuutos sekä velkavetoisen kasvun äkkijarrutus vaikuttaisivat Kiinan ja euroalueen talouteen. Näissä arvioissa Kiinan kasvun voimakaskaan hidastuminen ei vaimenna merkittävästi euroalueen kasvua. Jos kuitenkin luottamus heikkenisi maailmanlaajuisesti, euroalueen kasvu hidastuisi arvioitua merkittävästi enemmän.**

Kiinan talous on kasvanut hämmästyttävän nopeasti maan aloitettua markkinauudistukset 1980-luvun alussa. Viime vuosina kasvu on perustunut suurelta osin velkaantumiseen. Voimakkaaseen velkaantumiseen perustuva kasvu ei tyypillisesti ole kestävää, ja vaarana on talouden äkkipysäys, jos velkakupla puhkeaa. Vakaan kehityksen näkökulmasta olisikin toivottavaa, että kasvun rakenne muuttuisi asteittain investointivetoisesta kulutukseen pohjautuvaksi. Vaikka tällainen rakennemuutos onnistuttaisiinkin toteuttamaan hallitusti, Kiinan kasvu hidastuisi silti nykyisestä vauhdista.

Seuraavassa tarkastellaan lyhyesti kahta vaihtoehtoista tilannetta.[1] Ensimmäisessä arvioidaan Kiinan talouden rakennemuutoksen vaikutuksia sekä maan omaan että euroalueen kasvuun. Toisessa tarkastellaan tilannetta, jossa rahoitusmarkkinahäiriö

1. IMF:n maailmantalouden yleisen tasapaino malli, Kumhof – Laxton – Muir – Mursula (2010) IMF WP 10/34.

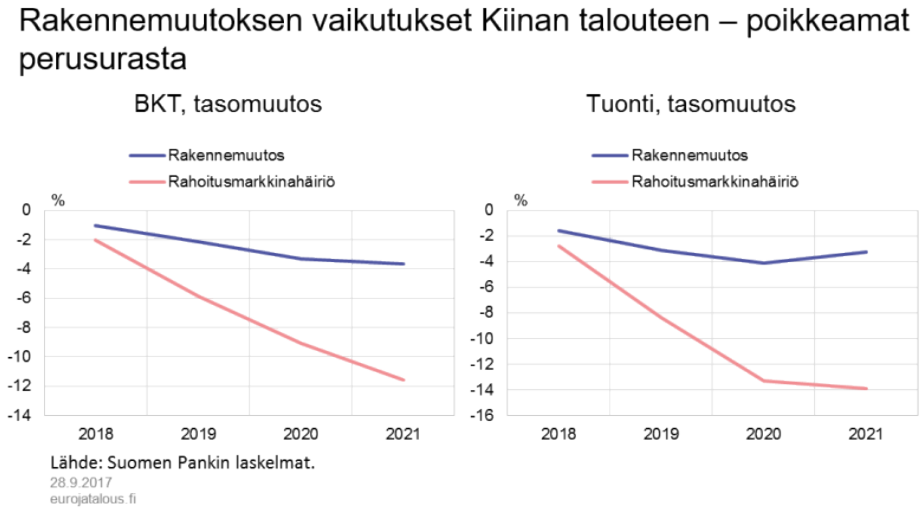
johtaisi Kiinan velkavetoisen kasvun voimakkaaseen hidastumiseen. Laskelmissa oletetaan, että Kiinan keskuspankki pitää juanin ja dollarin välisen valuuttakurssin ennallaan, mutta muutoin sen harjoittama rahapolitiikka reagoi inflaatioperusteisen politiikkasäännön mukaisesti.

## Skenaario 1. Kiinan talouden rakenne muuttuu

Ensimmäisessä vaihtoehtoisessa tilanteessa arvioidaan, miten Kiinan talouden rakennemuutos vaikuttaa maan omaan ja euroalueen kasvuun.

Oletetaan, että Kiinan investointitahti hidastuu, mikä johtaa kasvun hiipumiseen, vaikka samaan aikaan yksityisen kulutuksen kasvu hieman voimistuu. Tällöin investointien väheneminen heikentää potentiaalista tuotantoa, kun tuottavuuden kasvu vaimenee. Tätä kautta Kiinan bruttokansantuotteen voidaan arvioida olevan neljän vuoden päästä noin 4 % pienempi kuin ennusteessa (ks. kuvio 1).[2] Tämä merkitsee Kiinan kasvun hidastumista reilun prosenttiyksikön verran seuraavaksi kolmeksi vuodeksi, minkä jälkeen kasvu elpyy asteittain. Kotimaisen investointikysynnän heikkeneminen johtaa Kiinan tuonnin vähenemiseen, mikä on kuitenkin tilapäistä.

Kuvio 1.




## Skenaario 2. Kiinan velkavetoinen kasvu pysähtyy äkillisesti

Toisessa vaihtoehdossa oletetaan, että Kiinan voimakkaaseen velkaantumiseen perustuva kasvu hidastuu rajusti ja pitkäkestoisesti. Kasvun hidastuminen johtuu rahoitussektorilta peräisin olevasta häiriöstä, jonka seurauksena yritysten rahoituskustannukset kasvavat jyrkästi. Kun yritysten ulkoisen rahoituksen riskipreemiot suurenevat äkillisesti, yritykset supistavat investointejaan voimakkaasti.

2. Maailman BKT supistuu noin ½ % rakennemuutosskenaariossa keskipitkällä aikavälillä. Rahoitusmarkkinahäiriön tapauksessa maailman BKT:n supistuminen on noin kolminkertainen.

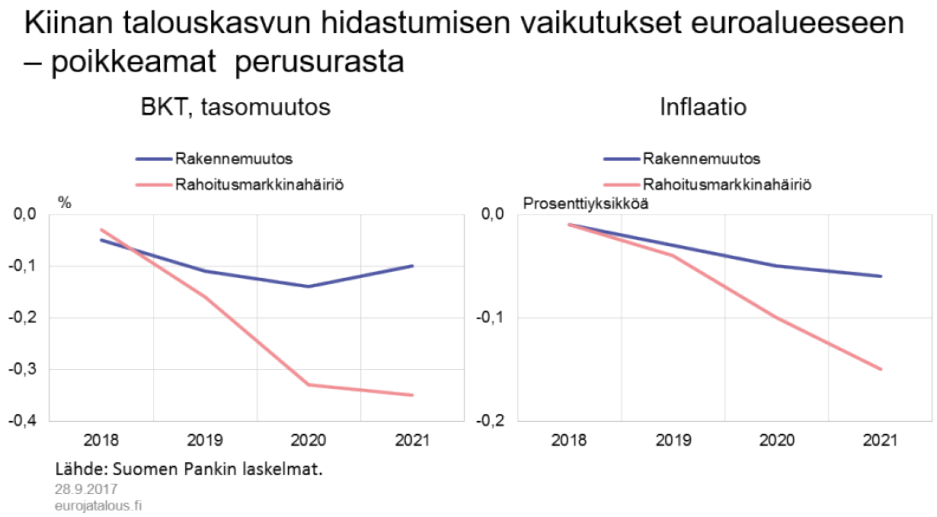
Arviossa investointien väheneminen heikentää myös potentiaalista tuotantoa. Talouden luottamuksen romahdus vähentää samalla yksityistä kulutusta voimakkaasti. Kiinan bruttokansantuotteen voidaan nyt arvioida olevan neljän vuoden päästä noin 12 % pienempi kuin ennusteessa (kuvio 1). Tämä merkitsee, että bruttokansantuotteen vuotuinen kasvuvauhti hidastuu 2–4 prosenttiyksikköä vuosina 2018–2021. Tällöin Kiinan keskimääräinen kasvu puolittuu, mikä vastaa suuruusluokaltaan samanlaista Kiinan kasvun hidastumista kuin finanssikriisin yhteydessä. Tuonti vähenee nyt jyrkästi, jopa hieman voimakkaammin kuin bruttokansantuote.

## Vaikutukset euroalueeseen

Kun vertaillaan kahden vaihtoehtoisen Kiina-skenaarion vaikutuksia euroalueeseen (kuvio 2), havaitaan skenaarion 1 mukaisessa kehityskulussa, että Kiinan talouskasvun rakennemuutoksen seurauksena euroalueen bruttokansantuote jäisi vain hieman ennustettua pienemmäksi. Kuluttajahintainflaatio hidastuu bruttokansantuotteen kasvua vähemmän.

Jos taas Kiinan talouteen kohdistuisi rahoitusmarkkinahäiriö, vaikutukset olisivat hieman suuremmat kuin edellisessä tilanteessa: euroalueen bruttokansantuote jäisi vajaat 0,4 % ennustettua pienemmäksi ja inflaatio vaimenisi noin 0,1 prosenttiyksikön verran muutamana seuraavana vuotena.

Kuvio 2.




Syitä siihen, miksi jopa Kiinan velkavetoisen kasvun äkkijarrutus vaikuttaisi euroalueeseen vain hyvin vähän, on useita.

Kiinan talouskasvun heikkeneminen voi vaikuttaa monella tavalla euroalueeseen. Suorat vaikutukset tulevat kauppavirtakanavien, ulkomaisten nettovarallisuuserien muutosten ja valuuttakurssimuutosten kautta. Lisäksi Kiinan talouden merkittävä hidastuminen alentaa kansainvälistä reaalikorkoa. Nämä tekijät on otettu huomioon arvioissa.

Sen sijaan luottamukseen ja riskipreemioihin liittyvien tekijöiden välittymistä eri maiden välillä ei laskelmissa ole otettu huomioon. Tämän vuoksi arvioituja heijastusvaikutuksia

euroalueeseen voi pitää jonkinasteisena alarajana. On kuitenkin hyvin todennäköistä, että Kiinan kasvun voimakas hidastuminen heikentäisi luottamusilmapiiriä maailmanlaajuisesti sekä nostaisi rahoituksen hintaa. Tällöin myös euroalueen kasvu hidastuisi selvästi enemmän kuin näissä laskelmissa.

Luottamuksen heikkenemisestä johtuvien vaikutusten lisäksi euroalueen kasvu voisi hidastua arvioitua enemmän, jos Kiina sallisi valuuttakurssinsa heikkenemisen. Mikäli Kiinan valuuttakurssin annettaisiin heikentyä, euroalueen kasvu ja inflaatio vaimenisivat vielä arvioitua voimakkaammin.

## Avainsanat

euroalue, Kiina, vaihtoehtoislaskelma

# Yhdysvaltojen keskuspankki purkaa rahapolitiikan epätavanomaisia toimia

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 4/2017 • RAHAPOLITIIKKA

**Yhdysvaltojen talous on elpynyt finanssikriisin jälkeen. Työttömyysaste on alentunut kriisiä edeltäneelle tasolle ja inflaatio kiihtynyt lähelle keskuspankin tavoittelemaa 2:ta prosenttia. Maan keskuspankki Fed on alkanut luopua kriisin aikana käyttöön ottamastaan epätavanomaisesta rahapolitiikasta. Se lopetti arvopapereiden netto-ostot asteittain vuoden 2014 aikana ja nosti ensimmäisen kerran ohjauskorkoaan joulukuussa 2015. Syyskuussa 2017 Fed päätti alkaa vähentää taseestaan kolmessa arvopaperien osto-ohjelmassa ostamiensa papereiden määrää lokakuusta alkaen. Vaikka arvopaperien hallussapidon piti alun perin olla väliaikainen politiikkatoimi, on julkisessa keskustelussa esitetty perusteluja myös sille, että Fedin tase jäisi pysyvästi suuremmaksi kuin ennen finanssikriisiä.**

Keväällä 2013 Yhdysvaltojen keskuspankin Fedin pääjohtaja Ben Bernanke arvioi kongressin kuulemistilaisuudessa osto-ohjelmien kuukausiostomäärän pienentämisen lähestyvän. Tämä hermostutti kansainväliset rahoitusmarkkinat. Valuutta- ja korkomarkkinoiden volatiliteetti kasvoi, ja korkojen nousu käänsi kansainväliset pääomavirrat kehittyvistä talouksista Yhdysvaltoihin, mikä vahvisti dollaria. Tämä vuoden 2013 rahoitusmarkkinoiden reaktio eli ns. taper tantrum -episodi osoitti, ettei rahoitusmarkkinoiden kannalta ole yhdentekevää, millä tavalla ja vauhdilla rahapolitiikan epätavanomaiset toimet puretaan.

Varsinaisen osto-ohjelman kaventamispäätöksen Fed teki joulukuussa 2013. Arvopapereiden netto-ostot Fed lopetti asteittain vuoden 2014 aikana, ja siitä lähtien se on pitänyt arvopaperiomistuksensa muuttumattomana noin 4 200 mrd. dollarissa korvaamalla erääntyvät arvopaperit uusilla. Fedin arvopaperiomistuksista 57 % on

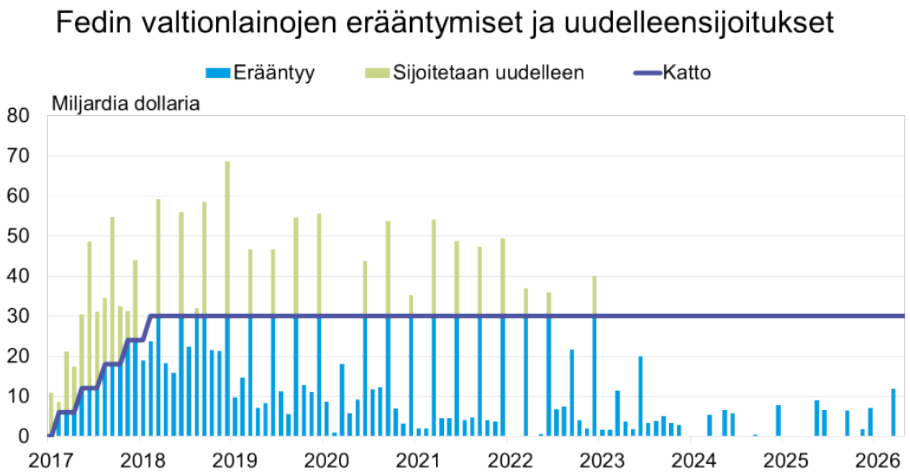
valtiolainoja ja loput ovat kiinteistövakuudellisia arvopapereita (mortgage-backed securities, MBS).

Osto-ohjelmien päättymisen jälkeen Fed on säännöllisesti viestinyt suunnitelmistaan vähentää ohjelmien aikana hankkimiaan arvopapereita. Julkistamiensa periaatteiden mukaan Fed aikoo pienentää arvopaperiomistuksiaan asteittain, ennakoivasti ja vasta sen jälkeen, kun ohjauskorkoa on nostettu riittävästi.

Kesäkuun 2017 kokouksessaan Fedin rahapolitiikasta päättävä avomarkkinakomitea (Federal Open Market Committee, FOMC) julkisti aikaisempaa yksityiskohtaisemman selvityksen siitä, kuinka taseen supistaminen toteutetaan. Komitea aikoo asettaa erääntyville valtiolainoille kuukausittaisen enimmäistason, jota kasvatetaan asteittain vuoden aikana 6 mrd. dollarista 30 mrd. dollariin. Kiinteistövakuudellisten arvopapereiden tapauksessa vastaavat luvut ovat 4 ja 20 mrd. dollaria. Vuoden päästä supistamisen aloituksesta arvopapereiden määrä Fedin taseessa supistuu siis yhteensä 50 mrd. dollaria kuukaudessa. Syyskuussa Fedin avomarkkinakomitea päätti, että kesäkuussa julkaistun suunnitelman mukaisesti taseen supistaminen aloitetaan lokakuussa 2017.

Fedin omistamista arvopapereista suurin osa on jäljellä olevalta juoksuajaltaan 1–3 vuoden mittaisia valtiolainoja. Näin ollen valtiolainoja erääntyy keskimäärin 30–35 mrd. dollarin edestä kuukausittain lähivuosien aikana (kuvio). Osan erääntyvistä arvopapereista Fed korvaa ostamalla erääntymishetkellä uusia valtiolainapapereita. Kiinteistövakuudellisten arvopapereiden juoksuajat ovat keskimäärin huomattavasti Fedin hallussa olevia valtiolainoja pidempiä. Näiden arvopapereiden omistuksia Fed on ennakoinut pienentävänsä myös myymällä niitä vähitellen pois.

Kuvio.




Kuviossa ovat mukana kaikki ns. SOMA-salkun (The System Open Market Account) erääntymiset ilman kiinteistövakuudellisia arvopapereita (MBS). Laskelmassa ei oteta huomioiin tai tehdä oletuksia uudelleensijoitettavien varojen kohtesta (näitä kertyy yli 500 mrd. dollaria).
Lähteet: Fed ja omat laskelmat.
28.9.2017
eurojatalous.fi

Välttääkseen äkillisiä muutoksia arvopapereiden hinnoissa ja koroissa Fed vähentää arvopaperiomistuksiaan hitaasti. Lisäksi avomarkkinakomitea pyrkii hillitsemään korkojen nousua viestimällä rahapolitiikan normalisoinnista huolellisesti ja

pitkäjänteisesti. Viestinnän ansiosta markkinat ovatkin jo pystyneet hinnoittelemaan osan taseen pienentämisen vaikutuksista ennakkoon. Avomarkkinakomitean ilmoituksella taseen pienentymisen aloittamisesta oli joitakin välittömiä markkinavaikutuksia. Dollari vahvistui suhteessa euroon yli prosentin, mutta juoksuajaltaan 10 vuotta pitkän valtionlainan korko nousi vain 0,05 prosenttiyksikköä.

Fedin taseen pienentymisellä saattaa olla myös pitempikestoisia markkinavaikutuksia. Kun Fedin arvopaperiomistukset supistuvat, yksityisen sektorin hallussaan pitämien arvopaperien määrä vastaavasti kasvaa, mikä voi nostaa niiden korkoja. Keskuspankkien osto-ohjelmat ja taseen koon pitäminen ennallaan uudelleeninvestointien avulla ovat laskeneet ennen kaikkea pitkiä korkoja. Vaikutus on kohdistunut arvopaperien korkojen aikapalkkioon (term premium) eli odotetun korkotason päälle epävarmuuden vuoksi maksettavaan lisään, joka on pienentynyt. Fedin arvopaperiomistusten purkamisen voidaan odottaa vastaavasti kasvattavan tätä preemiota.

Vaikka Fedin tavoitteena on supistaa tasettaan, on todennäköistä, että Fedin hallussa on jatkossa enemmän arvopapereita kuin ennen finanssikriisiä. Osittain tämä selittyy käteisen kysynnän kasvulla, josta osa on peräisin Yhdysvaltojen ulkopuolelta. Toisaalta pankkien likviditeetin turvaamiseen tähtäävät sääntelymuutokset ohjaavat pankkeja pitämään varoja keskuspankkitileillään. Jotkut tutkijat ovat puolestaan ehdottaneet, että Fedin aktiivinen rooli rahoitusmarkkinoilla pienentäisi markkinatoimijoiden kannustinta liialliseen riskinottoon.[1]Tämä edellyttäisi, että Fed harjoittaisi jatkossa aktiivista tasepolitiikkaa, mitä varten se pitäisi hallussaan aiempaa enemmän valtiolainoja.

## Avainsanat

epätavanomainen rahapolitiikka, Fed, keskuspankin tase, kiinteistövakuudelliset arvopaperit, valtionlainat

1. Greenwood, R. – Hanson, S. – Stein, J. (2016) The Federal Reserve's Balance Sheet as a Financial-Stability Tool. Jackson Hole Symposium 2016.

# Talouden muutokset haastavat rahapolitiikan perinteiset mittarit

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 4/2017 • RAHAPOLITIIKKA

Euroalueen rahapolitiikka on viime vuosina tukenut taloutta poikkeuksellisen voimakkaasti. Monet perinteiset rahapolitiikkamittarit kuten ns. Taylorin sääntö osoittaisivatkin kireämpää rahapolitiikkaa. Yksinkertaisesta Taylorin säännöstä voidaan kuitenkin muodostaa useita muunnelmia, jotka johtavat hyvin erilaisiin korkouriin. Toteutunut rahapolitiikan mitoitus ei siis välttämättä merkittävästi poikkea muunnellun säännön mukaisesta rahapolitiikasta. Lisäksi viimeaikaisesta talouskehityksestä löytyy useita syitä kevyeen rahapolitiikkaan, mitä yksinkertaiset säännöt eivät ota huomioon. Siksi rahapolitiikan päätöksiä ei voi tehdä yksinkertaisten sääntöjen perusteella.

## Rahapolitiikan mitoitus kevyempää kuin perinteisten sääntöjen mukaan

Rahapolitiikan mitoitusta verrataan usein Taylorin vuonna 1993 esittämään sääntöön. Tämä sääntö määrittelee keskuspankin ohjauskorolle tason, joka riippuu siitä, miten paljon inflaatio poikkeaa keskuspankin tavoitteesta ja kuinka suuri on tuotantokuilu – eli miten paljon bruttokansantuote eroaa potentiaalisesta tuotannosta. Sääntöä seuraamalla rahapolitiikka sidottaisiin talouden vaihtuviin tiloihin, mistä seuraa, että rahapolitiikka olisi johdonmukaista talouden kehityksen kanssa.

Sääntöä seuraavan rahapolitiikan on osoitettu useissa malleissa johtavan hyvin lähelle parasta mahdollista rahapolitiikkaa.[1] Keskeisten keskuspankkien toteuttamaa rahapolitiikkaa voitiinkin viime vuosikymmeninä kuvata jonkinlaisella Taylorin

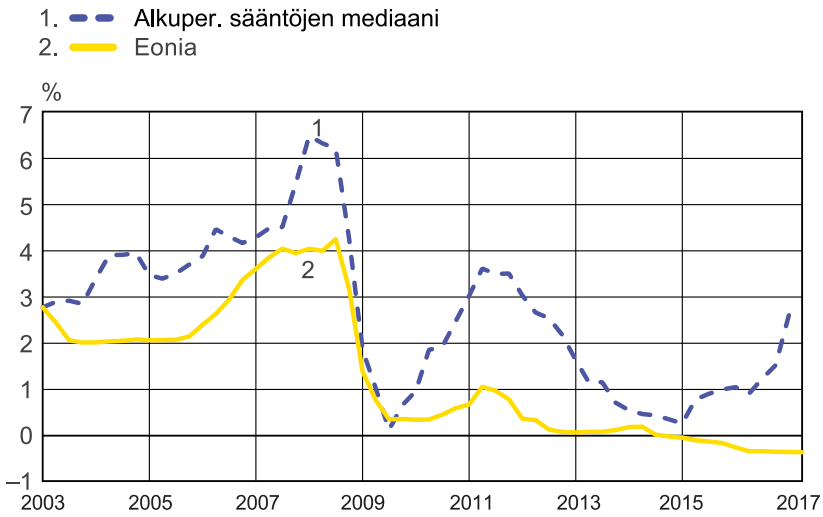
1. Ks. esim. Woodford (2003) ja Taylor (1999).

säännöllä.[2] Osittain tämän rahapolitiikan ansiosta suhdannevaihtelut olivat finanssikriisiä edeltävien vuosikymmenten aikana aiempaa vaimeampia ja inflaatio pysyi hyvin vakaana.

Yhdysvaltain finanssikriisin jälkeen rahapolitiikka on monilla talousalueilla kuitenkin poikennut perinteisestä Taylorin säännön mukaisesta politiikasta.[3] Tämä käy ilmi, kun verrataan toisiinsa Taylorin alun perin vuonna 1993 esittämään sääntöön perustuvaa korkoa ja rahapolitiikan mitoitusta kuvaavaa eoniakorkoa (kuvio 1).[4] Nähdään, että alkuperäisen Taylorin säännön mukaan rahapolitiikan mitoitusta olisi pitänyt kiristää jo vuoden 2015 alusta lähtien. Kesällä 2017 ero toteutuneeseen lyhyeen korkoon olisi kasvanut jo 2 prosenttiyksikköön. Eoniakorko mittaa kuitenkin rahapolitiikan mitoitusta vain osittain, jos keskuspankilla on käytössään pidempiin korkoihin vaikuttavia epätavanomaisia toimia, kuten vuonna 2015 aloitettu laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma. Tällaisessa tilanteessa olisi toteutuneen rahapolitiikan poikkeuksellisen kevyen mitoituksen ja Taylorin säännön mukaisen ohjauskoron ero vieläkin suurempi.

Kuvio 1.

Alkuperäiseen Taylorin (1993) sääntöön perustuva korko euroalueella ja efektiivinen politiikkakorko (eonia)




Lähteet: Macrobond ja Suomen Pankki.

28.9.2017
eurojatalous.fi

2. McCallum – Nelson (1999) sekä Taylor (2016a).

3. Ks. esim. Hofmann – Bogdanova (2012).

4. Taylorin (1993) sääntöön perustuva politiikka on laskettu käyttämällä erilaisten tuotantokuilu- ja inflaatiomittareiden tuottamien korkourien mediaania. Tuotantokuilun mittaamismenetelmissä on suuria eroja. Käyttämällä eri mittareihin perustuvaa mediaania tuotantokuilun mittaamisesta mahdollisesti johtuvia virheitä voidaan tasoittaa. Myös inflaatiomittarina voidaan käyttää pohja- tai kokonaisinflaatiota.

Poikkeamat perinteisistä säännöistä ovat johtaneet väitteisiin, että rahapolitiikka on kriisin jälkeen ollut merkittävästi liian elvyttävää.[5] Yhdysvalloissa rahapolitiikan päättäjät ovat puolustaneet harjoitettua politiikkaa siten, että Taylorin säännön ajatellaan kehittyneen ajan kuluessa tai että talouden rakennemuutoksen vuoksi säännön keskeiset muuttujat – erityisesti luonnollinen korko – ovat muuttuneet.[6] Molemmissa tapauksissa on päädytty tulokseen, että nämä seikat huomioon ottaen rahapolitiikan mitoituksen poikkeama Taylorin säännöstä ei ole merkittävä.[7]

Taylorin säännöstä voidaan siis tehdä monenlaisia tulkintoja. Tämä johtuu siitä, että säännössä olevien muuttujien mittaaminen ja kertoimien määrittäminen ei ole yksiselitteistä. Myös euroalueen tapauksessa voidaan laskea useita eri Taylorin sääntöjä käyttämällä erilaisia yleisesti tutkimuskirjallisuudessa käytettyjä kertoimia sekä eri tavoin mitattuja muuttujia. Tässä analyysissä tuloksena on yhteensä noin 1 300 erilaista Taylorin sääntöjen muunnelmien mukaista ohjauskoron uraa. Tämänkaltainen tarkastelu auttaa ottamaan huomioon säännön muuttujiin ja parametrien valintaan liittyvät epävarmuudet.

Käyttämällä suurta joukkoa erilaisia korkosääntöjä voidaan kattavasti arvioida euroalueen rahapolitiikan mitoitusta suhteessa säännön antamaan mitoitukseen. Tarkastelun perusteella euroalueen rahapolitiikka ei poikkea säännöstä niin paljoa kuin suoraviivainen vertailu alkuperäiseen Taylorin sääntöön osoittaisi. Toisaalta voidaan myös esittää monia syitä, miksi nykyinen rahapolitiikan mitoitus voi poiketa yksinkertaisen politiikkasäännön mukaisesta mitoituksesta. Vaikka rahapolitiikan tuleekin olla johdonmukaista, rahapoliittista päätöksentekoa ei voida perustaa yhteen yksinkertaiseen sääntöön.

## Taylorin sääntö ei anna yksiselitteistä ohjetta rahapolitiikan mitoitukseen

Taylorin säännössä muuttujina ovat inflaation poikkeama keskuspankin tavoitteesta, tuotantokuilu, luonnollinen korko eli tasapainoinen reaalikorko ja politiikkakoron edellinen arvo. Jokainen näistä muuttujista vaikuttaa jollakin kertoimella keskuspankin ohjauskorkoon. Näiden kertoimien suuruudesta on olemassa erilaisia tutkimustuloksia. Tässä analyysissa hyödynnetään yleisimpiä tutkimuskirjallisuudessa käytettyjä kertoimien arvoja.[8] Lisäksi jokaista Taylorin säännön muuttujaa voidaan mitata monella eri tavalla. Esimerkiksi kuluttajahintainflaatiota voidaan mitata käyttäen joko

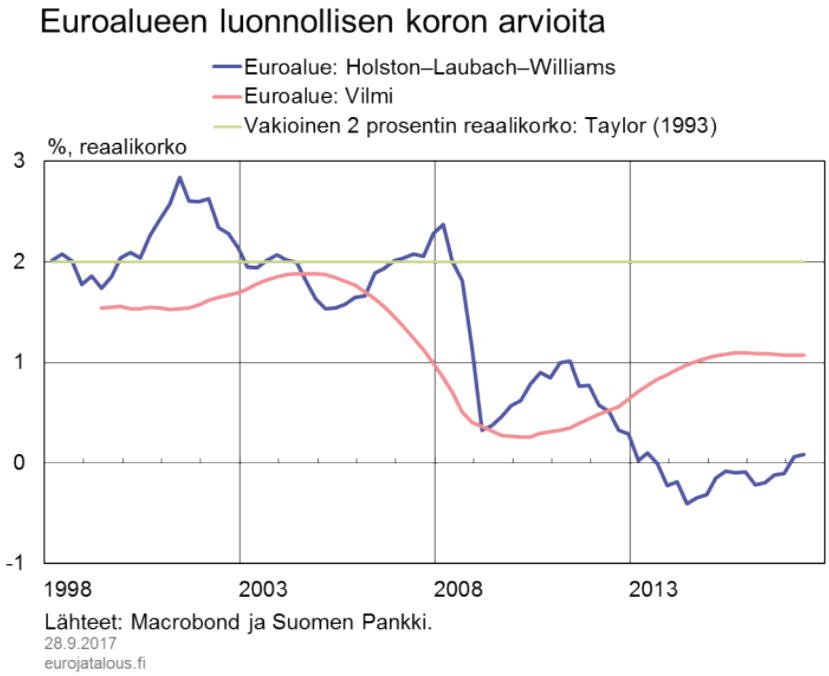
5. Yhdysvaltain osalta ks. esim. Taylor (2016a, 2016b, 2017). Euroalueen osalta Saksan talouspolitiikkaa arvioivan neuvoston jäsen Volker Wieland on pitänyt useita puheenvuoroja, joissa hän pitää harjoitettua politiikkaa liian kevyenä (ks. esim. GCEE 2016, luku 5). Ks. myös Michaelis – Wieland (2017).
6. Luonnollisella korolla tarkoitetaan talouden tasapainottavaa lyhyttä reaalikorkoa, joka vallitsisi, jos talouden tuotanto olisi potentiaalissaan eli tilanteessa, jossa talous ei ole nousu- eikä laskusuhdanteessa.
7. Bernanken (2015) mukaan Taylor-säännön parametrit ja muuttujat ovat ajan saatossa muuttuneet. Yellen esittää (2015 ja 2017) puolestaan luonnollisen koron laskeneen.
8. Tarkastelussa haarukoitiin jokaiselle parametrille kolme eri arvoa. Toinen tapa määrittää Taylorin säännön parametrit olisi estimoida ne – eli valita parametrit tilastollisin menetelmin niin, että ne ovat mahdollisimman lähellä historiassa harjoitettua rahapolitiikkaa. Tässä tarkastellaan säännön mahdollisia muutoksia, jolloin tilastollisten menetelmien käyttö on hankalaa. Todennäköisyys, että euroaluetta koskeva estimoitu Taylorin sääntö sisältyisi kuitenkin tässä käytettyjen Taylorin sääntöjen joukkoon, on suuri.

kokonaisindeksiä tai pohjainflaatiota, josta on poistettu kokonaisindeksissä mukana olevat paljon heilahtelevat hinnat.

Erityisesti luonnollisen koron tason ja tuotantokuilun suuruuteen liittyy epävarmuutta, ja eri arviot poikkeavat toisistaan huomattavasti. Tässä analyysissä tuotantokuilusta käytetään neljää eri arviota: EKP:n arviota, kansainvälisten instituutioiden arvioiden keskiarvoa, Holstonin, Laubachin ja Williamsin (2017) arviota sekä Vilmin (2017) arviota. Luonnollisesta korosta käytetään tässä analyysissä vakioista, Vilmin (2017) sekä Holstonin, Laubachin ja Williamsin (2017) arviota. Näitä kahta erilaista luonnollisen koron arviota sekä Taylorin (1993) alun perin käyttämää vakioista 2 prosentin luonnollisen koron tasoa on havainnollistettu oheisessa kuviossa (kuvio 2).

Toisin kuin alkuperäisessä säännössä on oletettu, estimoidut arviot osoittavat luonnollisen koron laskeneen selvästi finanssikriisin aikana. Nämä erilaiset arviot luonnollisen koron tasosta poikkeavat jopa noin prosenttiyksikön verran toisistaan. Erilaiset luonnollisen koron arviot johtavat myös hyvin erilaisiin säännönmukaisiin korkotasoihin ja ovat siten yksi merkittävimmistä epävarmuuden lähteistä säännönmukaista korkoa laskettaessa.

Kuvio 2.



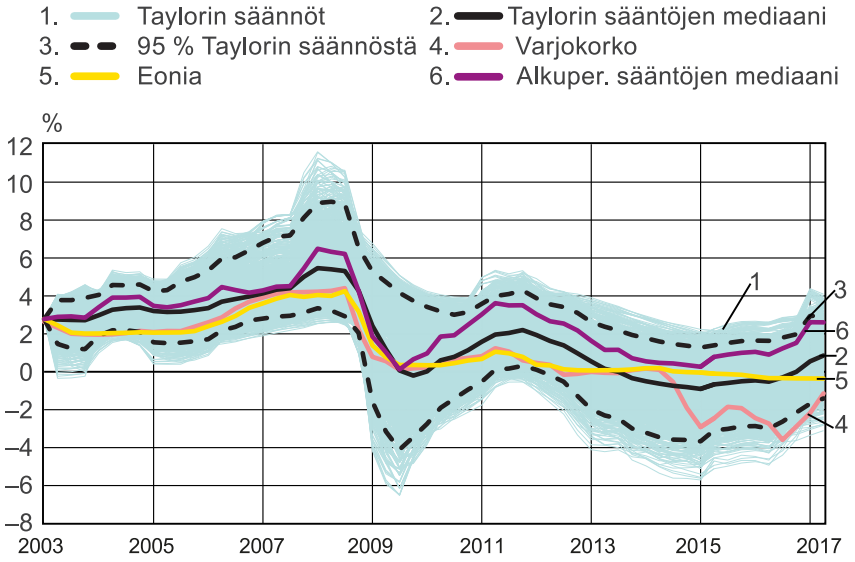

Näiden eri muuttujien ja kertoimien arvojen avulla voidaan laskea 1 300 erilaista Taylorin säännön mukaista korkouraa (turkoosit viivat kuviossa 3). Keskeinen tulos on, että eri muuttujien ja kertoimien yhdistelmiä käyttäen voidaan päätyä hyvin erilaisiin korkouriin. Osa näistä muunnelluista säännöistä osoittaakin selvästi alkuperäisen säännön mukaista kevyempää rahapolitiikan mitoitusta.

Erityisen suuriksi Taylorin sääntöihin perustuvien korkojen erot kasvavat suurten muutosten aikoina, kuten vuoden 2008 suhdannehuipussa ja sitä seuranneessa globaalin finanssikriisin jälkeisessä voimakkaassa taantumassa. Esimerkiksi vuoden 2009

puolivälissä Taylorin säännön mukainen ohjauskorko olisi voinut olla alimmillaan –6 % ja ylimmillään 5 %. Näin suuri ero kuvastaa Taylorin säännön muuttujien valintaan liittyvää epävarmuutta, joka kasvoi kriisin aiheuttamien suurten muutosten myötä. Esimerkiksi vuonna 2005 vastaava korkoero oli vain noin 4 prosenttiyksikköä.

Kuvio 3.

Taylorin sääntöjen mukaiset korot sekä rahapolitiikan mitoitusta kuvaavat korot euroalueella




Lähteet: Macrobond ja Suomen Pankki.

28.9.2017
eurojatalous.fi

Harjoitettua rahapolitiikkaa voidaan verrata Taylorin säännön antamaan korkouraan, kun pyritään arvioimaan euroalueen rahapolitiikan säännönmukaisuutta. Hyvänä vertailukohtana on eri sääntöjen mukaisten korkojen mediaani (musta viiva kuviossa 3).[9] Rahapolitiikan mitoitusta voidaan kuvata joko eoniakorolla tai epätavanomaisen rahapolitiikan vaikutuksen paremmin huomioon ottavalla varjokorolla.[10]

Euroalueen rahapolitiikka näyttää vuoteen 2014 asti olleen linjassa useimpien Taylorin sääntöjen kanssa: politiikkakorko seuraili eri Taylorin sääntöjen mediaania. Myös kriisivuosien 2008 ja 2009 aikana lyhyt korko pysytteli hyvin lähellä Taylorin säännön mediaania, vaikka tuolloin eri sääntöjen osoittamien korkojen erot kasvoivat poikkeuksellisen suuriksi. Kun otetaan huomioon eri Taylorin sääntöjen antamat

9. Taylorin sääntöjen mediaani on laskettu periodikohtaisesti kaikista Taylorin sääntöjen ko. periodin arvojen jakaumasta.
10. Varjokorko kuvaa kuvitteellista ohjauskorkoa tilanteessa, jossa ns. oikea ohjauskorko on rajoittunut alarajalleen. Varjokoron käyttämisestä rahapolitiikan mitoituksen mittaamisessa, ks. Kortela (2016a) ja Kortela (2016b).

korkourat, voidaan sanoa, että aina vuoteen 2014 saakka rahapolitiikka ei merkittävästi ja pitkäaikaisesti eronnut Taylor-sääntöjen mediaanista. Tämänkin jälkeen eoniakorko on seuraillut läheisesti eri sääntöjen antamaa mediaania.

Vuoden 2014 jälkeen epätavanomaiset rahapolitiikkatoimet, erityisesti vuoden 2015 alussa käynnistetty laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma, ovat selvästi laskeneet myös pitkiä korkoja ja keventäneet rahapolitiikan mitoitusta, mikä näkyy varjokoron laskuna alle eoniakoron (kuvio 3). Vastaavaan aikaan suurin osa Taylorin säännöistä osoittaa vain pientä koron laskua. Varjokorko onkin tämän jälkeen jäänyt pitkäaikaisesti alle Taylorin sääntöjen mediaanin mukaisen koron. Toki on edelleen olemassa Taylorin sääntöjä, jotka pystyvät osoittamaan havaitun kaltaista matalaa korkotasoa. Erityisesti säännöt, jotka sallivat luonnollisen koron laskun, osoittavat matalampia korkouria kuin muut säännöt.

Kaiken kaikkiaan euroalueen rahapolitiikka kuitenkin näyttää viime aikoina eronneen Taylorin säännön antamista urista. Samankaltainen poikkeama perinteisestä säännönmukaisesta korosta on havaittu myös Yhdysvalloissa.[11] Taylorin sääntö kuvaa rahapolitiikkaa muutaman keskeisen muuttujan avulla, jolloin se jättää huomiotta monia muuttujia. Tämä on säännön vahvuus ja heikkous. Rahapolitiikan mitoituksen asettamisen yksinkertaistaminen on tehnyt Taylorin säännöstä erittäin suositun tavan hahmottaa rahapolitiikkaa, mutta samalla tämä piirre johtaa siihen, että Taylorin sääntö ei ota huomioon monia taloudessa muuttuvia tekijöitä.

## Yksinkertainen sääntö ei ota huomioon talouden muutoksia

Talouskriiseistä toipuminen on ollut poikkeuksellisen hidasta monilla talousalueilla, mikä viittaa siihen, että taloudessa on tapahtunut pitkäaikaisia muutoksia. Talouskehityksessä onkin löydettävissä useita syitä siihen, miksi rahapolitiikka poikkeaa Taylorin säännön mukaisesta politiikasta.

Ensinnäkin kehittyneiden talouksien rakenne on finanssikriisin aikana muuttunut ja myös kasvu hidastunut. Mahdolliset rakennemuutokset taloudessa ovatkin saattaneet oikeuttaa muutoksiin Taylorin säännön kertoimissa tai luonnollisen koron arvossa. Useimmat arviot osoittavat euroalueen luonnollisen koron laskeneen vähintään 1 prosenttiyksikön verran finanssikriisiä edeltäneestä tasosta.[12] Tämän tulisi johtaa myös aikaisempaa matalimpiin politiikkakorkoihin.

Toiseksi aikaisemmat havainnot Taylorin säännön toiminnasta eri malleissa perustuvat laajasti tuloksiin, joissa suhdannevaihtelut aiheuttavat verrattain pieniä poikkeamia trendin ympärillä. Nykytilanteessa, jossa talous on kaukana historiallisista keskiarvoista, jää epäselväksi, miten hyvin lähellä historiallisia keskiarvoja saadut tulokset pätevät. Talouden rakenteiden merkittävä muuttuminen voi vaatia normaalia pidempään elvyttävää rahapolitiikkaa.

11. Ks. esim. Michaelis – Wieland (2017).
12. Ks. esim. Vilmi (2017) ja Del Negro ym. (2017).

Kolmanneksi korkojen efektiivinen alaraja on viime vuosien aikana rajoittanut ohjauskorkojen asettamista. Tämä on saattanut vähentää inflaatio-odotuksia, jolloin voidaan tarvita aikaisempaa voimakkaampaa rahapolitiikan reaktiota.[13]

On myös otettava huomioon, että epätavanomaisten toimien vaikutukset talouteen eroavat tavanomaisten rahapolitiikkatoimien vaikutuksista. Vaikka varjokorolla pyritäänkin mittaamaan näitä vaikutuksia, liittyy varjokoron laskentaan epävarmuuksia, ja on mahdollista, että varjokorko ei kuvaa rahapolitiikan mitoitusta samalla lailla kuin lyhyt ohjauskorko. Osa Taylorin säännöistä osoittaa hyvin negatiivista korkoa euroalueella, eikä ohjauskorkoja voida näin alas laskea. Taylorin sääntö jättääkin avoimeksi, miten rahapolitiikan mitoitus saadaan vastaamaan hyvin negatiivisia ohjauskoron arvoja.

## Pelkkä yksinkertainen politiikkasääntö ei riitä ohjenuoraksi

Rahapolitiikan mitoitus ei ole viime vuosina poikennut Taylorin säännön mukaisesta mitoituksesta euroalueella niin paljoa kuin suoraviivainen alkuperäisen Taylorin säännön mukaiseen korkotasoon tehtävä vertailu osoittaa. Taylorin säännöstä saadaan erilaisia muunnelmia, kun säännössä käytetään eri muuttujia ja kertoimia. Taylorin sääntöjä on siis yhden sijasta useita. Osa näistä muunnelluista säännöistä osoittaa, että rahapolitiikan mitoituksen on pitänytkin olla finanssikriisin jälkeen selvästi alkuperäisen säännön mukaista kevyempää. Esimerkiksi luonnollisen koron laskun huomioon ottaminen johtaa kevyempään rahapolitiikan mitoitukseen kuin alkuperäisen säännön mukaan.

Taylorin sääntö ottaa huomioon ainoastaan muutamat keskeisimmät rahapolitiikan mitoituksen asettamiseen liittyvät tekijät. Koska talous on monimutkainen prosessi, joudutaan rahapoliittisessa päätöksenteossa ottamaan lukuun myös monia tekijöitä, joita Taylorin sääntö ei ota huomioon. Erityisesti viimeaikaisten talouskriisien jälkeen taloudessa näyttää olevan monia pitkäaikaisia muutoksia, jolloin voi olla myös syitä poiketa kriisiä edeltäneistä politiikkasäännöistä.

### Lähteet

Bernanke, B. (2015) The Taylor Rule: A benchmark for monetary policy? Brookings Blog 28.4.2015.

Del Negro, M. – Giannone, D. – Giannoni, M. – Tambalotti, A. (2017) Safety, liquidity, and the natural rate of interest. BPEA Conference Drafts, 23.–24.3.2017.

German Council of Economic experts (GCEE), (2016). Low interest rates not appropriate for either euro area or Germany. Annual Report 2016/17, Chapter 5.

Hills, T. – Nakata, T. – Schmidt, S. (2016) The Risky Steady State and the Interest Rate Lower Bound. Working Paper. Joulukuu.

13. Ks. esim. Hills – Nakata – Schmidt (2016).

Hofmann, B. – Bogdanova, B. (2012) Taylor rules and monetary policy: a global “Great Deviation”? BIS Quarterly Review. Syyskuu.

Holston, K. – Laubach, T. – Williams, J. (2017) Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinant. Ilmestymässä lähiaikoina. Journal of International Economics.

Kortela, T. (2016a) Nykyisin ohjauskorko on varjo entisestään. Blogikirjoitus 9.8.2016. Euro & talous -sivusto.

Kortela, T. (2016b) A Shadow Rate Model with Time-Varying Lower Bound of Interest Rates. Bank of Finland Research Discussion Paper No. 19/2016.

McCallum, B. – Nelson, E. (1999) Performance of Operational Policy Rules in an Estimated Semiclassical Structural Model. Teoksessa Taylor, J. (toim.) (1999) Monetary Policy Rules, Business Cycles Series. Volume 31.

Michaelis, H. – Wieland, V. (2017) R-Star and the Yellen rules. VoxEU.org 3.2.2017.

Taylor, J. (1993) Discretion versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 195–214.

Taylor, J. (1999) Introduction teoksessa Taylor, J. (toim.) (1999) Monetary Policy Rules, Business Cycles Series. Volume 31.

Taylor, J. (2016a) Remarks on Monetary Rules for a Post-Crisis World. Esitys konferenssissa Monetary Rules for a Post-Crisis World 7.9.2016.

Taylor, J. (2016b) Central Bank Models: Lessons from the Past and Ideas for the Future. Keynote Presentation at the Workshop ”Central bank Models: The Next Generation”. Bank of Canada 17.11.2016.

Taylor, J. (2017) Sound Monetary Policy. Testimony before the Subcommittee on Monetary Policy and Trade Committee on Financial Services. U.S. House of Representatives 16.3.2017.

Vilmi, L. (2017) Two Tales of the Natural Rate of Interest. BoF Economics Review 1/2017.

Woodford, M. (2003) Interest & Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton University Press.

Yellen, J. (2015) Normalizing Monetary Policy: Prospects and Perspectives. Puhe 27.3.2015 tutkimuskonferenssissa ”The New Normal Monetary Policy”.

Yellen, J. (2017) The Economic Outlook and the Conduct of Monetary Policy. Puhe 19.1.2017, the Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford University, Stanford, California.

## Avainsanat

euroalueen rahapolitiikka, Taylorin sääntö

# Vastaavatko markkinaodotukset EKP:n ennakoivaa viestintää?

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 4/2017 • RAHAPOLITIIKKA

Maria Eskelinen

Tomi Kortela
Vanhempi neuvonantaja

**Keskuspankki voi elvyttää taloutta lupaamalla pitää korot matalina tulevaisuudessa. Tätä kutsutaan ennakoivaksi viestinnäksi. Ennakoivan viestinnän tehokkuutta voidaan arvioida sen perusteella, kuinka viestintä vaikuttaa markkinoiden korko-odotuksiin. Tässä artikkelissa analysoidaan, kuinka hyvin EKP:n ennakoiva viestintä on onnistunut ohjaamaan markkinaodotuksia. Tarkastelu osoittaa, että EKP:n viimeaikainen ennakoiva viestintä on ollut erityisen tehokasta silloin, kun se on suoraan kytketty omaisuuserien osto-ohjelman kestoon.**

## Ennakoiva viestintä rahapolitiikan välineenä

Ennakoiva viestintä voidaan määritellä keskuspankin ilmoitukseksi rahapolitiikan tulevasta mitoituksesta. Perinteisemmin se on viestintää ohjuskoron tulevasta kehityksestä. Ennakoiva viestintä voi olla tehokas rahapolitiikan väline talouskasvun vahvistamiseksi erityisesti tilanteessa, jossa korkojen efektiivinen alaraja rajoittaa lyhyiden korkojen laskua. Tämän politiikan tehokkuus pohjautuu siihen, että talouden kehitykseen vaikuttavat niin lyhyiden korkojen nykyhetken taso kuin niiden tuleva urakin, sillä investointi- ja kulutuspäätökset perustuvat myös odotuksiin korkojen tulevasta kehityksestä.[1]

Ennakoivan viestinnän tehokkuus perustuu keskuspankin kykyyn vaikuttaa markkinoiden odotuksiin lyhyiden korkojen tulevasta kehityksestä. Jos keskuspankki pystyy laskemaan lyhyiden korkojen odotettua uraa ennakoivan viestinnän avulla, se pystyy alentamaan myös pitkiä korkoja, sillä ne muodostuvat osaltaan lyhyiden korkojen perusteella. Jos ennakoiva viestintä ei vaikuta markkinoiden odotuksiin, sen vaikutukset jäävät rajallisiksi.

Tässä artikkelissa tarkastellaan, ovatko markkinaodotukset EKP:n neuvoston ennakoivan viestinnän mukaiset. Etenkin analysoidaan markkinoiden odotuksia koronnoston ajoituksesta eli päivämäärästä, jona EKP:n odotetaan nostavan ohjauskorkoaan ensimmäisen kerran. Näitä odotuksia verrataan EKP:n ennakoivaan viestintään. Erityisesti tarkastellaan, kuinka EKP:n omaisuuserien osto-ohjelma on vaikuttanut odotuksiin lyhyiden korkojen kehityksestä.

Tarkastelun perusteella markkinoiden odotukset osoittautuvat EKP:n ennakoivan viestinnän mukaisiksi. Ennakoiva viestintä, jossa koronnoston ajoitus kytketään omaisuuserien netto-ostojen lopettamiseen, näyttää osoittautuneen tehokkaaksi välineeksi vaikuttaa markkinoiden odotuksiin korkojen tulevasta kehityksestä.

## Delfoilainen tai odysseialainen ennakoiva viestintä

Ennakoiva viestintä voidaan jakaa kahteen alatyyppiin: delfoilaiseen ja odysseialaiseen.[2], [3] Delfoilainen ennakoiva viestintä on keskuspankin avoimesti ilmaisema ennuste tai odotus talouden tulevasta tilasta tai rahapolitiikan tulevasta mitoituksesta. Delfoilainen ennakoiva viestintä on tehokasta, jos markkinoilla on käsitys, että keskuspankilla on muita parempaa tietoa talouden tai rahapolitiikan kehityksestä. Delfoilainen ennakoiva viestintä ei kuitenkaan koskaan sitouta keskuspankkia toimiin – se on ainoastaan ennustus. Tyypillinen esimerkki delfoilaisesta ennakoivasta viestinnästä löytyy Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitean joulukuussa 2008 antamasta lausunnosta[4], jossa todetaan, että ”avomarkkinakomitea *odottaa,* että heikko taloustilanne todennäköisesti edellyttää ohjauskoron (federal funds) pitämistä poikkeuksellisen alhaisena jonkin aikaa.”

Delfoilaisen ennakoivan viestinnän mahdollinen ongelma on sitoutumisen puute. Ennakoivan viestinnän tehokkuus perustuu sen kykyyn vaikuttaa markkinoiden odotuksiin rahapolitiikan tulevasta mitoituksesta. Ilman sitoutumista tiettyihin tuleviin rahapoliittisiin toimiin ennakoiva viestintä ei kuitenkaan välttämättä vaikuta markkinoiden odotuksiin. Siksi delfoilainen ennakoiva viestintä ei ehkä ole kovin tehokasta. Keskuspankit voivatkin käyttää muuntyyppistä ennakoivaa viestintää, jolla annetaan vahvempi sitoumus tulevasta rahapolitiikasta.

---

1. Toinen vaikutuskanava on inflaatio-odotusten kasvu, joka laskee reaalisia korkoja, mikä taas kannustaa lisäämään kulutusta nykyhetkenä. Tarkemmin, ks. Eggertsson – Woodford (2003).
2. Campbell ym. (2012).
3. Termit delfoilainen ja odysseialainen viittaavat Kreikan tarustoon. Ilmaus ”delfoilainen” liittyy taruston Delfoin oraakkeliin, ja käsitteellä ”odysseialainen” puolestaan viitataan erityisesti Odysseian kohtaan, jossa Odysseus antaa sitoa itsensä laivan mastoon, jotta kykenisi vastustamaan seireenien kutsua niin, että nämä eivät saisi häntä harhautumaan.
4. Avomarkkinakomitean lausunto 16.12.2008.

Odysseialainen ennakoiva viestintä sitouttaa keskuspankin julkisesti tiettyihin ennalta määriteltyihin rahapoliittisiin toimenpiteisiin ja voi siten olla tehokkaampaa kuin vastaava delfoilainen viestintä. Odysseialainen ennakoiva viestintä saattaa kuitenkin kärsiä aikaepäjohdonmukaisuudesta: kun talous alkaa elpyä, keskuspankille voi tulla houkutus nostaa korkoja luvattua nopeammin. Jos markkinat odottavat keskuspankilta aikaepäjohdonmukaisia toimia, ennakoiva viestintä ei todennäköisesti vaikuta rahapolitiikan tulevaa mitoitusta koskeviin odotuksiin eikä sillä ole elvyttävää vaikutusta talouteen. Keskuspankit ovat pyrkineet lisäämään ennakoivan viestintänsä uskottavuutta käyttämällä viestinnässä erilaisia sidonnaisuuksia eli aika- ja tilasidonnaisuutta.

Aikaan sidottu odysseialainen ennakoiva viestintä on selkeästi kytköksissä kalenteriin. Esimerkiksi Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitea totesi elokuussa 2011: ”Avomarkkinakomitea odottaa nyt, että taloustilanne…edellyttää ohjauskoron pitämistä poikkeuksellisen alhaisena *ainakin vuoden 2013 puoliväliin*”.[5] Tilaan sidotussa odysseialaisessa ennakoivassa viestinnässä sitä vastoin politiikkatoimet riippuvat talouden näkymistä tai tietyistä talouden muuttujista. Avomarkkinakomitea käytti tällaista viestintää joulukuussa 2012, jolloin se totesi lausunnossaan seuraavasti: ”avomarkkinakomitea…ennakoi tällä hetkellä ohjauskoron vaihteluvälin pysyvän poikkeuksellisen alhaisena ainakin niin kauan kuin *työttömyysaste on yli 6,5 %*”.[6] Tehostaakseen ennakoivan viestintänsä uskottavuutta keskuspankki voi myös kytkeä siihen muita epätavanomaisia politiikkavälineitä.

## Arvopaperiostot sitoutumisen välineenä

Ennakoivan viestinnän lisäksi keskuspankit voivat käyttää myös muita epätavanomaisia rahapoliittisia toimia tilanteessa, jossa korkojen alaraja rajoittaa ohjauskoron laskua. Tärkeimpiä epätavanomaisia toimia ovat keskuspankin laajamittaiset arvopaperiostot, joita kutsutaan myös määrälliseksi keventämiseksi. Määrällinen keventäminen vaikuttaa markkinoihin kahta kautta: portfolio- ja signalointikanavan. Portfoliovaikutuksesta on kyse silloin, kun investoijien edellyttämä korvaus riskipitoisten arvopaperin hallussapidosta pienenee, koska keskuspankki on ostanut riskillisiä eriä sijoittajien salkuista. Tämän myötä riskipitoisten omaisuuserien – kuten pitkäaikaisten valtion joukkolainojen ja yrityslainojen – tuotot pienenevät, mikä laskee taloudessa vallitsevaa korkotasoa.

Toista kanavaa eli signalointikanavaa on joskus vaikea erottaa ennakoivasta viestinnästä.[7] Sitoutumalla laajamittaiseen määrällisen keventämisen ohjelmaan, jonka kesto on tiedossa, keskuspankki voi signaloida sitoumuksensa kevyempään rahapolitiikan mitoitukseen pidemmäksi aikaa eli vähintään ohjelman loppuun asti. Määrällinen keventäminen toimii sitoutumisen välineenä ennakoivassa viestinnässä, sillä koronnosto on melko epätodennäköistä ajanjaksona, jona keskuspankki harjoittaa määrällistä keventämistä. Näin ollen ennakoiva viestintä ja muut epätavanomaiset rahapolitiikan välineet voivat yhdessä vahvistaa rahapolitiikan mitoitusta.

---

5. Avomarkkinakomitean lausunto 9.8.2011.
6. Avomarkkinakomitean lausunto 12.12.2012.
7. Ennakoivaa viestintää ja määrällisen keventämisen vaikutuksia tarkastellaan lähemmin teoksessa Krishnamurthy – Vissing-Jorgensen (2011).

## EKP:n ennakoiva viestintä ja omaisuuserien ostojen kesto

EKP otti ennakoivan viestinnän käyttöön heinäkuussa 2013, jolloin EKP:n neuvosto totesi, että ”ohjauskorkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla tai sitä alempina pidemmän aikaa”. Lausunnon tarkoituksena oli tuolloin ennen kaikkea suojata euroalueen rahamarkkinoita Yhdysvaltain markkinoiden volatiliteetilta eikä niinkään toimia aktiivisena välineenä talouden elvyttämiseksi.[8] Tämän jälkeen ennakoiva viestintä on ollut tärkeä osa EKP:n rahapolitiikkaa. EKP:n ennakoiva viestintä on ajan mittaan muuttunut (taulukko 1). EKP:n neuvosto on myös ilmoittanut muutoksista omaisuuserien osto-ohjelman aiottuun vähimmäiskestoon: ohjelma sekä ennakoiva viestintä ovat kytköksissä toisiinsa – erityisesti ennakoivan viestinnän myöhemmässä vaiheessa.

Taulukko 1.

8. Praet (2016) tarkastelee EKP:n ennakoivan viestinnän aloittamisen perusteluja.

## EKP:n ennakoivan viestinnän keskeiset muutokset

| Päivämäärä | Ennakoiva viestintä | EKP:n ilmoittama omaisuuserien osto-ohjelman aiottu vähimmäiskesto |
|---|---|---|
| 4.7.2013 | ”EKP:n neuvosto odottaa EKP:n rahapoliittisten korkojen pysyvän **nykyisellä tasollaan tai sitä alempina pidemmän aikaa**.” | – |
| 22.1.2015 | ”EKP:n neuvosto päätti **ennakoivan viestintänsä mukaisesti** jättää EKP:n ohjauskorot ennalleen.” | ”Ostoja **jatketaan ainakin vuoden 2016 syyskuun loppuun saakka** ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes EKP:n neuvosto katsoo inflaatiovauhdin palautuvan kestävästi tavoitteen mukaiseksi eli hieman alle kahteen prosenttiin keskipitkällä aikavälillä.” |
| 3.12.2015 | ”EKP:n neuvosto odottaa EKP:n rahapoliittisten korkojen pysyvän **nykyisellä tasollaan tai sitä alempina pidemmän aikaa**.”1) | ”Noin 60 miljardin euron kuukausittaisia ostoja on **tarkoitus jatkaa ainakin vuoden 2017 maaliskuun loppuun asti** ja tarvittaessa sen jälkeenkin.” |
| 10.3.2016 | ”Ohjauskorkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla tai sitä alempina pidemmän aikaa ja **vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin.**” | ”...päätettiin lisätä laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtävien kuukausittaisten ostojen määrää nykyisestä 60 miljardista eurosta 80 miljardiin euroon. Ostoja **jatketaan ainakin vuoden 2017 maaliskuun loppuun saakka** ja tarvittaessa sen jälkeenkin” |
| 8.12.2016 | ”Ohjauskorkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla tai sitä alempina pidemmän aikaa ja **vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin**.” | ”Huhtikuusta 2017 lähtien **ostoja tehdään** 60 miljardin euron arvosta kuukaudessa. Näin on tarkoitus toimia **joulukuun 2017 loppuun saakka** ja tarvittaessa sen jälkeenkin” |

1) Tarkasti ottaen joulukuun 2015 lausunto ei näytä sisältävän ennakoivaa viestintää korkojen tulevasta polusta sen jälkeen, kun talletuskorko oli laskettu –0,30 prosenttiin. Koska kuitenkin sekä loka- että tammikuun kokouksien jälkeinen ennakoiva viestintä sisälsi muotoilun ”nykyisellä tasollaan tai sitä alempina”, jätetään tässä yksinkertaistamisen vuoksi huomiotta ennakoivan viestinnän muutos joulukuussa.

**Lähde: Suomen Pankki.**

EKP:n ennakoivassa viestinnässä voidaan hahmottaa kolme vaihetta. Ensimmäinen on delfoilainen avoimeksi jätetyn ennakoivan viestinnän vaihe heinäkuusta 2013 ja tammikuuhun 2015. Toinen vaihe alkoi laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman käyttöönotosta tammikuussa 2015. Tuolloin ennakoivaan viestintään lisättiin aikaan ja talouden tilaan sidottu osa, joka koski ohjelman kestoa, mutta ennakoiva viestintä korkojen kehityksestä pysyi muuttumattomana. Tässä vaiheessa korkojen kehitystä koskevan ennakoivan viestinnän uskottavuutta vahvistettiin kuitenkin omaisuuserien osto-ohjelman signalointikanavan avulla. Maaliskuussa 2016 alkaneessa kolmannessa vaiheessa korkoja koskevaan ennakoivaan viestintään lisättiin selkeästi aikaan sidottu osa, kun EKP:n neuvosto totesi, että ohjauskorkoa ei nosteta ennen omaisuuserien ostojen päättymistä. Toisessa vaiheessa omaisuuserien osto-ohjelma ja korkoja koskeva ennakoiva viestintä olivat kytkettyinä toisiinsa ainoastaan osto-ohjelman signalointikanavan kautta. Sitä vastoin kolmannessa vaiheessa ostojen päättymisen ja koronnostojen ajoituksen kytkeminen toisiinsa tuo korkoja koskevaan ennakoivaan viestintään aikaan sidotun odysseialaisen elementin. Näin ollen omaisuuserien osto-ohjelma tukee korkojen kehitystä koskevaa ennakoivaa viestintää enemmän kolmannessa kuin toisessa vaiheessa. Kolmas vaihe sisältää myös delfoilaisen osan eli ennakoivan viestinnän korkojen kehityksestä osto-ohjelman päättymisen jälkeen, kuten käy ilmi muotoilusta ”vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin”.

Yhtäläisenä piirteenä EKP:n ennakoivassa viestinnässä on, että se antaa ymmärtää korkojen olevan alemmalla tai nykyisellä tasolla vielä jonkin aikaa. Toisin sanoen ennakoivan viestinnän mukaan EKP ei ainakaan nosta korkoja vallitsevalta tasolta vähään aikaan. Ennakoivaa viestintää voi siten kuvailla koronnoston aikahorisontilla eli ajanjaksolla, jonka odotetaan kuluvan ennen kuin EKP nostaa ohjauskorkoaan ensimmäisen kerran.

Ennakoivan viestinnän ensimmäistä vaihetta on vaikea kuvailla koronnoston aikahorisontin perusteella, sillä EKP:n neuvosto käytti avoimeksi jätettyä ennakoivaa viestintää. Yhdysvaltalaisten tutkimustulosten perusteella menestyksekäs avoimeksi jätetty ennakoiva viestintä näyttäisi luovan markkinoilla odotuksia, että koronnoston aikahorisontti on noin 12–18 kuukautta.[9] Ennakoivan viestinnän kahden muun vaiheen tapauksessa voidaan antaa tarkempi koronnoston ajankohta, sillä EKP:n neuvosto on ilmoittanut omaisuuserien osto-ohjelman aiotun vähimmäiskeston. EKP:n ennakoiva viestintä koronnostoista sisältää viittauksen ”omaisuuserien netto-ostot”, minkä vuoksi on analysoitava myös ostojen mahdollisen alasajon kestoa.[10] Bloombergin kyselytutkimusten tuloksia voidaan käyttää määritettäessä, kuinka alasajon kestoa koskevat odotukset ovat kehittyneet.[11] Näitä molempia osatekijöitä – omaisuuserien osto-ohjelman aiottua vähimmäiskestoa sekä markkinoiden odotuksia ostojen alasajon kestosta – sekä niiden summaa, joka on omaisuuserien netto-ostojen odotettu kesto, tarkastellaan oheisessa kuviossa (kuvio 1). Tämä mittari kuvaa EKP:n ennakoivan viestinnän perusteella pääteltävissä olevaa koronnostoa edeltävää vähimmäisajanjaksoa, kun omaisuuserien osto-ohjelma on ollut voimassa.

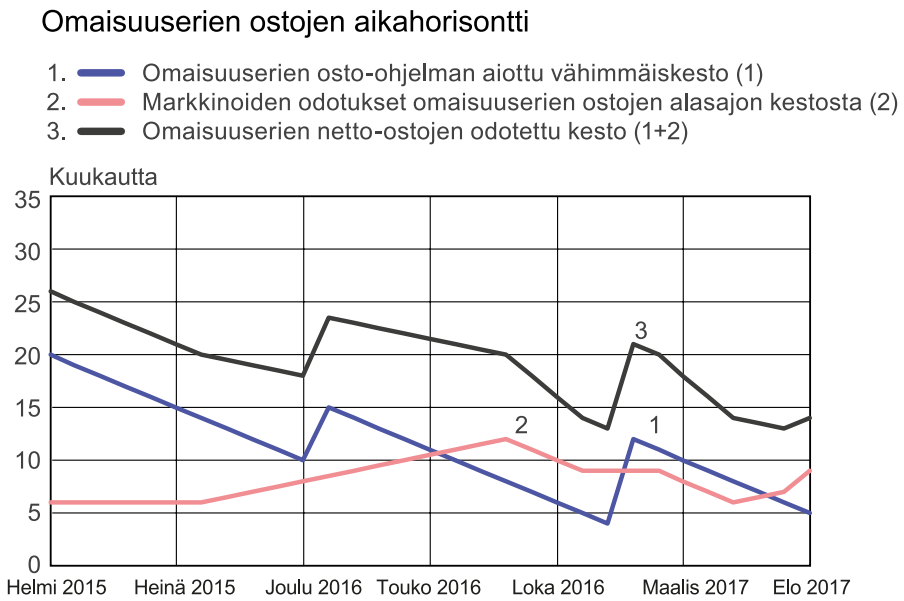
---

9. Ks. esim. Swanson – Williams (2014), Swanson (2017) ja Moessner (2013).

10. Alasajolla tarkoitetaan tässä ajanjaksoa, jona keskuspankki vähentää ostojen nettomäärän nollaan.

11. Kaikkia ajanjaksoja koskevia Bloombergin kyselytietoja ei ole saatavissa, mutta puuttuvat arvot on korvattu interpoloimalla ja ekstrapoloimalla lineaarisesti.

Kuvio 1.




Lähteet: Bloomberg ja Suomen Pankki.

28.9.2017
eurojatalous.fi

Omaisuuserien osto-ohjelman aiottu vähimmäiskesto on kasvanut kahteen otteeseen, kun EKP:n neuvosto on pidentänyt osto-ohjelmaa, ensin 6 kuukauden verran joulukuussa 2015 ja sitten 9 kuukauden verran joulukuussa 2016 (kuvio 1). Kasvuhypähdyksien jälkeen osto-ohjelman aiottu vähimmäiskesto lyhenee lineaarisesti ajan kuluessa, koska ostojen päättymisen ilmoitettu päivä lähenee. Odotukset ohjelman alasajon kestosta ovat vaihdelleet 6 ja 12 kuukauden välillä ohjelman käynnistymisestä lähtien. Näiden kahden mittarin summa vastaa omaisuuserien netto-ostojen odotettua vähimmäiskestoa. Muutokset osto-ohjelman aiotussa vähimmäiskestossa muuttavat merkittävästi omaisuuserien netto-ostojen odotettua kestoa kuvaavaa sarjaa tarkastelujakson alkupuolella, sillä ohjelman aiottu vähimmäiskesto oli melko pitkä. Ostojen alasajoa koskevien odotusten tärkeys kuitenkin lisääntyy sitä mukaa kuin ilmoitettu aiottu vähimmäiskesto lyhenee. Erityisesti tarkastelujakson lopussa alasajon keston muutokset alkavat dominoida odotettua kestoa kuvaavaa mittaria.

Tulosten kannalta voi olla ongelmallista, että omaisuuserien netto-ostojen odotetun keston mittari on osaltaan johdettu suoraan markkinoiden odotuksista. Tämä saattaa luoda yhteyden markkinoiden odotusten ja tässä johdetun ostojen keston mittarin välille. Tämä puolestaan voi aiheuttaa endogeenisyysongelmaa, sillä näitä mittareita verrataan toisiinsa. Ostojen odotettuun kestoon vaikuttaa kuitenkin myös osto-ohjelman vähimmäiskeston lyheneminen, joka on riippumaton ostojen alasajo-odotuksista. Lisäksi ostojen odotetun keston mittarin nousu tarkastelujakson lopussa osoittaa, että ajan mittaan muuttuvat ostojen alasajo-odotukset ovat tärkeä ostojen odotettuun kestoon vaikuttava tekijä, jolloin muuttumattoman ostojen lopettamisjakson käyttö (esimerkiksi

6 kuukautta) johtaisi harhaisiin tuloksiin. Tästä syystä päädytäänkin kontrolloimaan muuttuvia ostojen alasajo-odotuksia.

Omaisuuserien netto-ostojen odotettu kesto toimii vertailukohtana koronnoston aikahorisontille, jonka pitäisi näkyä korkojen kehityksessä, jos markkinoiden odotukset ovat EKP:n ennakoivan viestinnän mukaiset. Jos markkinaodotukset toisin sanoen ovat EKP:n ennakoivan viestinnän mukaiset, markkinat odottavat, että koronnostoa edeltävä ajanjakso on yhtä pitkä tai pidempi kuin omaisuuserien osto-ohjelman odotettu kesto. Omaisuuserien odotetun keston mittaria verrataan siis markkinoiden odotuksiin koronnoston aikahorisontista. Ensin on kuitenkin analysoitava, kuinka markkinoiden koronnosto-odotuksia arvioidaan.

## Koronnoston aikahorisontin arvioiminen

Markkinoiden käsitystä ennakoivasta viestinnästä voidaan (karkeasti) arvioida termiinikorkojen perusteella, koska termiinikorot heijastavat markkinoiden odotuksia lyhyen koron tulevasta kehitysurasta.[12] Termiinikorko on tuleva korko, joka voidaan laskea nykyhetkessä korkojen aikarakenteen pohjalta.[13] Markkinoiden koronnosto-odotus ajoittuu siihen päivään, jona termiinikorko ylittää tietyn raja-arvon. Koronnoston raja-arvoksi määritellään tässä EKP:n kulloisenkin talletuskoron ylitys 0,25 prosenttiyksikön verran.[14]

Termiinikorko lasketaan usein suoraan havaituista tuotoista. Tähän menetelmään liittyy kuitenkin kaksi mahdollista heikkoutta. Ensinnäkään suoraan havaituista tuotoista mitattu termiinikorko ei riipu ainoastaan lyhyiden korkojen odotetusta kehitysurasta, vaan siihen vaikuttaa myös aikapalkkio. Aikapalkkio on sijoittajien vaatima kompensaatio pitkäaikaisen velan hallussapidosta sen sijaan, että sijoitus tehtäisiin lyhytaikaiseen velkaan ja uusittaisiin. On huomattava, että EKP:n laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman vuoksi aikapalkkiot ovat saattaneet viime aikoina muuttua negatiivisiksi, mikä voi johtaa koronnoston ajankohdan yliarviointiin. Pelkästään markkinaodotuksia mittaavaa termiinikorkoa ei havaita suoraan, vaan se pitää estimoida. Tämän analyysin estimaatit perustuvat Kortelan esittämään korkojen aikarakennemalliin vuodelta 2016.[15]

Toiseksi efektiivinen alaraja vaikeuttaa lyhyiden korkojen tulevan kehityksen arvioimista, koska termiinikoron jakauman arvot alarajan alapuolella vastaavat itse alarajaa, eli jakauma on rajoitettu alhaalta. Tällöin termiinikorkojakauman keskiarvoon perustuva termiinikorko ei tuota optimaalista ennustetta koronnoston ajankohdasta,

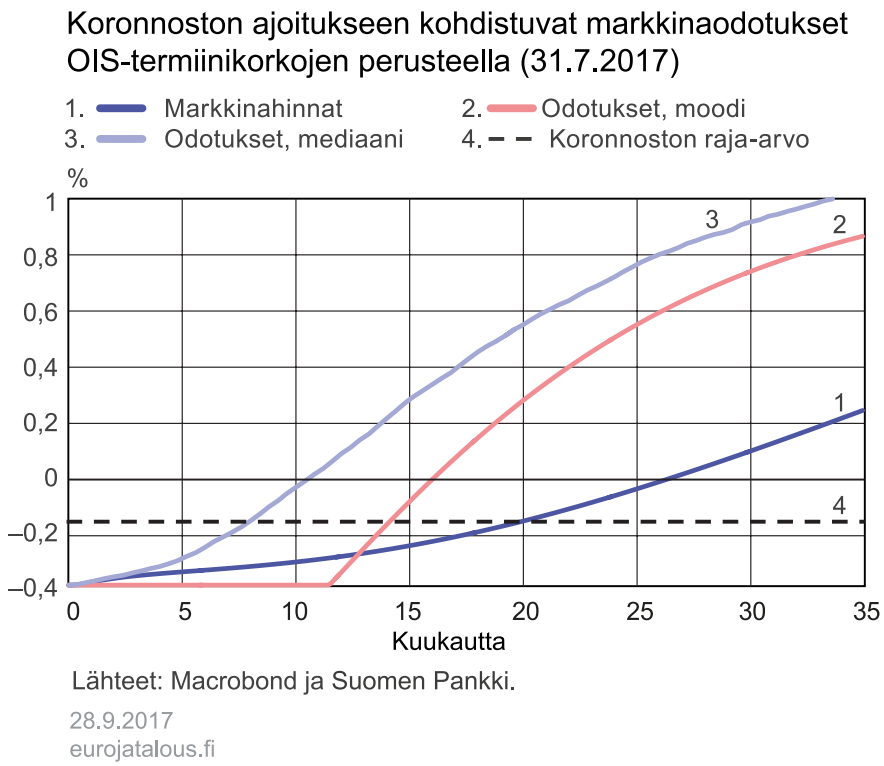
---

12. Tässä analyysissä ei oteta huomioon Jensenin epäyhtälön vaikutuksia. Epäyhtälön termin vaikutus lyhyisiin korkoihin on tyypillisesti pieni.
13. Euroalueella rahapolitiikkaa koskevia markkinaodotuksia voidaan arvioida käyttämällä yön yli -indeksiswapkorkoja (overnight index swap rates, OIS), joista saadaan pankkien välisiin vakuudettomiin yön yli -lainoihin perustuvan eoniakoron aikarakenne.
14. Tähän asti ohjauskoron noston suuruus on tavanomaisesti ollut 0,25 prosenttiyksikköä, ja EKP:n talletuskorko toimii ohjauskorkona silloin, kun pankkisektorilla on käytössään runsaasti ylimääräistä likviditeettiä.
15. Alhaisen korkotason vallitessa estimaateissa on otettava huomioon efektiivisen alarajan vaikutukset korkoihin. Muutoin tulokset voivat olla harhaisia. Tätä tarkoitusta varten aikarakennemalleissa käytetään yleisesti niin sanottuja varjokorkomalleja. Kortelan (2016) lisäksi ks. myös Lemke – Vladu (2016) ja Wu – Xia (2017).

koska se johtaisi koronnoston aikahorisontin aliarviointiin.[16] Tästä syystä markkinoiden odottaman koronnoston aikahorisontin arvioimiseksi käytetään termiinikorkojakauman moodin antamaa uraa.[17]

Seuraavaksi tarkastellaan termiinikoron kolmea kehitysuraa ja koronnoston raja-arvoa 31.7.2017 (kuvio 2). Termiinikorko ”markkinahinnat” perustuu havaittuihin tuottoihin, jolloin aikapalkkio voi vaikuttaa sen kehitysuraan. Kaksi muuta termiinikorkoa eli ”odotukset, keskiarvo” ja ”odotukset, moodi” kuvaavat korkouria, joista on poistettu aikapalkkion vaikutus. Keskiarvoon perustuva korkoura ei tuota optimaalista ennustetta toisin kuin moodiin perustuva korkoura. Tarkastelu (kuvio 2) osoittaa, että heinäkuun 2017 lopussa markkinat odottivat EKP:n neuvoston nostavan ohjauskorkoa efektiiviseltä alarajalta 14 kuukauden kuluttua eli syyskuussa 2018.

Kuvio 2.




Tarkastelu tuo myös esiin kunkin termiinikoron ominaisuudet, joita jo edellä käsiteltiin (kuvio 2). Odotus koronnostosta voi yhtäältä tulla yliarvioiduksi, jos se perustuu havaittuihin tuottoihin. Näin arvioituna korko nousisi 20 kuukauden kuluttua (”markkinahinnat” kuviossa 2). Toisaalta korkojen efektiivinen alaraja aiheuttaa termiinikoron kehitysuran jakaumaan epäsymmetriaa (keskiarvo on suurempi kuin

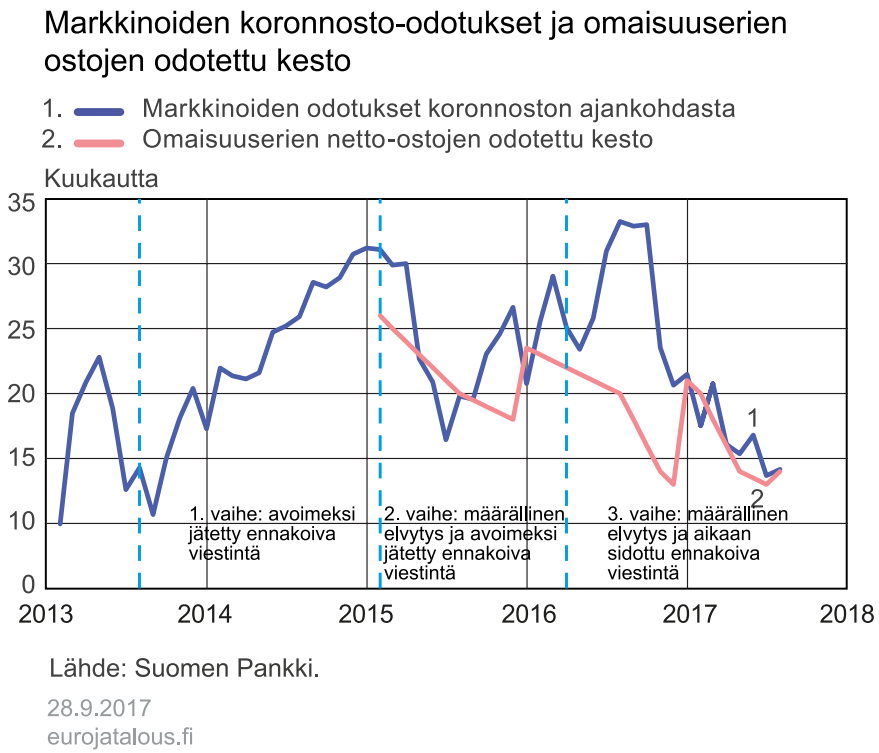
16. Optimaalinen ennuste koronnoston ajankohdasta riippuu merkittävästi tappiofunktiosta, jota käytetään ennusteiden tarkkuuden arvioinnissa. Tässä analyysissä käytetään absoluuttisen virheen tappiofunktiota.
17. Moodin antama kehitysura on hyvin lähellä koronnoston ajankohdan jakauman mediaania, joka on optimaalinen ennuste arvioituna absoluuttisen virheen tappiofunktion avulla. Koronnoston aikahorisontin estimoinnista tarkemmin, ks. Bauer – Rudebusch (2016).

moodi), mikä voi puolestaan johtaa koronnoston ajoituksen aliarviointiin. Tätä arviota käytettäessä korko nousisikin jo kahdeksan kuukauden kuluttua. Optimaalista ennustetta (arvioituna absoluuttisen virheen tappiofunktion avulla) kuvaa moodin antama ura, joka on siis 14 kuukautta, kuten aiemmin todettiin.

## Ovatko markkinaodotukset EKP:n ennakoivan viestinnän mukaiset?

Tässä verrataan markkinoiden koronnosto-odotuksia vasten omaisuuserien ostojen odotettua kestoa sen selvittämiseksi, ovatko markkinaodotukset EKP:n ennakoivan viestinnän mukaiset. Jos markkinoiden odotukset koronnoston ajankohdasta vastaavat omaisuuserien ostojen odotettua kestoa tai ulottuvat sitä pidemmälle, markkinaodotukset eivät ole ristiriidassa EKP:n ennakoivan viestinnän kanssa. Tällöin täyttyy välttämätön edellytys, että odotukset ovat ennakoivan viestinnän mukaiset. Markkinaodotusten ja netto-ostojen odotetun keston kehitystä tarkastellaan seuraavaksi kolmessa vaiheessa edellä esitettyjen EKP:n ennakoivan viestinnän kolmen vaiheen mukaisesti (kuvio 3).

Kuvio 3.




Ensimmäisessä vaiheessa heinäkuusta 2013 tammikuuhun 2015 EKP käytti avoimeksi jätettyä ennakoivaa viestintää. Yhdysvaltalaisten tutkimustulosten perusteella menestyksekäs avoimeksi jätetty ennakoiva viestintä näyttäisi luovan markkinoilla odotuksia 12–18 kuukauden pituisesta koronnoston aikahorisontista. Koska markkinoiden odotukset pysyivät kutakuinkin tällä vaihteluvälillä, voidaan päätellä, että

ensimmäisessä vaiheessa odotukset olivat EKP:n ennakoivan viestinnän mukaiset. Koronnosto-odotukset alkoivat vähitellen siirtyä myöhemmäksi vuoden 2014 aikana. Vaikka kehityksen tarkkoja taustatekijöitä ei voida määritellä, kehitys voi viitata siihen, että odotukset määrällisen elvytyksen aloittamisesta alkoivat vahvistua erityisesti syksyllä 2014.

Ennakoivan viestinnän toisessa vaiheessa tammikuusta 2015 maaliskuun 2016 alkuun omaisuuserien netto-ostojen odotetun keston pitäisi muodostaa alaraja koronnoston ajankohtaa koskeville markkinaodotuksille signalointikanavan kautta. Markkinoiden odotusten tulisi siis vähintään vastata tätä alarajaa. Näin kävikin alussa, kun markkinat odottivat koronnoston ajoittuvan jonkin verran omaisuuserien netto-ostojen odotettua kestoa myöhemmäksi. Keväällä 2015 inflaatio alkoi kuitenkin nopeutua ja talousnäkymät kohenivat, minkä myötä odotukset koronnoston ajoituksesta lähenivät ostojen odotetun keston alarajaa ja tilapäisesti jopa alittivat sen. Kun talousnäkymät jälleen heikkenivät, odotukset alkoivat voimakkaasti siirtyä myöhemmäksi. Markkinaodotukset olivat koronnostoa koskevan avoimeksi jätetyn ennakoivan viestinnän mukaiset myös toisessa vaiheessa, koska koronnoston aikahorisontti oli jatkuvasti yli 15 kuukautta. Aikahorisontti on jälleen siis linjassa aiempien yhdysvaltalaisten tutkimustulosten kanssa ja kutakuinkin sama kuin ennakoivan viestinnän ensimmäisessä vaiheessa. Aika ajoin markkinoiden odotukset koronnoston ajoituksesta kuitenkin alittivat omaisuuserien ostojen odotetun vähimmäiskeston, mikä viittaa siihen, että määrällisen elvytyksen signalointikanava kykeni vain rajoitetusti kontrolloimaan lyhyen koron kehitykseen kohdistuvia odotuksia.

Maaliskuussa 2016 alkaneen ennakoivan viestinnän kolmannen vaiheen aikana EKP:n neuvosto ilmoitti, että ohjauskorot pysyvät nykyisellä tasolla tai sitä alempina ”pidemmän aikaa ja vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin”. Viestimällä näin annettiin ymmärtää, että koronnosto ajoittuisi vasta EKP:n omaisuuserien ostojen päättymisen jälkeiseen aikaan. Ilmoitusta seuranneina kuukausina koronnosto-odotukset siirtyivät myöhemmäksi tulevaisuuteen osaksi talousnäkymien heikkenemisen ja kesäkuussa 2016 pidetyn Britannian EU-kansanäänestyksen vuoksi. Tarkastelujakson lopussa ostojen odotettu kesto korreloi vahvasti markkinoiden koronnosto-odotusten kanssa ja näyttää muodostaneen odotuksille alarajan. Merkittävä havainto on, että toisen vaiheen aikana markkinoiden odotukset koronnoston ajoituksesta alittivat omaisuuserien ostojen odotetun keston, mutta kolmannen vaiheen aikana näin ei periaatteessa käynyt kertaakaan. Tämä viittaa siihen, että omaisuuserien osto-ohjelman kestoon kytketty aikaan sidottu ennakoiva viestintä kontrolloi tehokkaasti lyhyisiin korkoihin kohdistuvia markkinaodotuksia. Tulos on sopusoinnussa Yhdysvaltain keskuspankin ennakoivaa viestintää käsittelevien tutkimusten kanssa, sillä myös Yhdysvaltain keskuspankin aikasidonnaisen ennakoivan viestinnän on havaittu vaikuttaneen tehokkaasti markkinoiden odotuksiin.[18]

18. Ks. esim. Cambell ym. (2017), Bernanke (2013) ja Femia ym. (2013).

## Ennakoiva viestintä ollut menestyksekäs osa epätavanomaisia rahapolitiikkatoimia

Heinäkuusta 2013 lähtien EKP on soveltanut ennakoivaa viestintää tiedottaessaan korkojen tulevasta kehityksestä. Ennakoivaa viestintää voidaan pitää tehokkaana, jos se vaikuttaa tuleviin korkoihin kohdistuviin markkinaodotuksiin.

Analyysin perusteella markkinoiden odotukset EKP:n ensimmäisestä koronnostosta ovat olleet ennakoivan viestinnän mukaiset. Lisäksi analyysi osoittaa, että maaliskuusta 2016 lähtien sovellettu aikaan sidottu ennakoiva viestintä, jossa EKP:n ensimmäinen koronnosto on selkeästi kytketty omaisuuserien osto-ohjelman kestoon, on luonut tiukan alarajan koronnoston ajoitukseen kohdistuville markkinaodotuksille.

Vaikka euroalueen talouden elpyminen on vauhdittunut vuoden 2017 aikana, markkinoiden odotukset ensimmäisen koronnoston ajoituksesta eivät ole merkittävästi varhentuneet. Markkinaodotukset ovat jatkuvasti olleet sopusoinnussa EKP:n ennakoivan viestinnän mukaisen omaisuuserien ostojen keston kanssa. Ennakoivaa viestintää voidaan siis pitää onnistuneena osana euroalueella käyttöön otettuja epätavanomaisia rahapoliittisia toimia.

### Lähteet


Bauer, M. D. – Rudebusch, G. D. (2016) Monetary policy expectations at the zero lower bound. Journal of Money, Credit and Banking, 48(7), s. 1439–1465.

Bernanke, B. S. (2013) Communication and monetary policy. Speech at the National Economists Club Annual Dinner, Herbert Stein Memorial Lecture. Washington DC 9.11.2013.

Campbell, J. R. – Evans, C. L. – Fisher, J. D. – Justiniano, A. (2012) Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance. Brookings Papers on Economic Activity, 2012(1), s. 1–80.

Campbell, J. R. – Fisher, J. D. – Justiniano, A. – Melosi, L. (2017) Forward guidance and macroeconomic outcomes since the financial crisis. NBER Macroeconomics Annual, 31(1), s. 283–357.

Eggertsson, G. B. – Woodford, M. (2003) Optimal monetary policy in a liquidity trap. NBER Working Paper No. 9968.

Femia, K. – Friedman, S. – Sack, B. (2013) The effects of policy guidance on perceptions of the Fed's reaction function. Staff Report No. 652. Federal Reserve Bank of New York.

Kortela, T. (2016) A shadow rate model with time-varying lower bound of interest rates. Bank of Finland Research Discussion Papers No. 19/2016.

Krishnamurthy, A. – Vissing-Jorgensen A. (2011) The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy. Brookings Papers on Economic Activity, s. 215–265.

Lemke, W. – Vladu, A. L. (2016) Below the zero lower bound: a shadow-rate term structure model for the euro area. Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 32/2016.

Moessner, R. (2013) Effects of explicit FOMC policy rate guidance on interest rate expectations. Economics Letters, 121(2), s. 170–173.

Praet, P. (2016) The ECB's monetary policy response to disinflationary pressures. Speech at ECB and Its Watchers XVII conference organised by Center for Financial Studies. Frankfurt 7.4.2016.

Swanson, E. T. (2017) Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset Purchases on Financial Markets. NBER Working Paper No. 23311.

Swanson, E. T. – Williams, J. C. (2014) Measuring the effect of the zero lower bound on medium-and longer-term interest rates. The American Economic Review, 104(10), s. 3154–3185.

Wu, J. C. – Xia, F. D. (2017) Time-varying lower bound of interest rates in Europe. Chicago Booth Research Paper No. 17-06.

## Avainsanat

EKP, ennakoiva viestintä, markkinaodotukset, rahapolitiikka

## Kirjoittajat

Maria Eskelinen
*etunimi.sukunimi(at)bof.fi*

Tomi Kortela
*Vanhempi neuvonantaja*
*etunimi.sukunimi(at)bof.fi*