EURO&TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Euro & talous 1 • 2019

Julkaisupäivä 15.3.2019
27. vuosikerta
Julkaisu ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

Päätoimittaja
Olli Rehn

Toimitusneuvosto
Elisa Newby, puheenjohtaja
Hanna Freystätter
Niko Herrala
Esa Jokivuolle
Paavo Miettinen
Meri Obstbaum
Petri Uusitalo, sihteeri

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

Kirjoittajat
Hanna Freystätter
Juhana Hukkinen
Pasi Ikonen
Eeva Kerola
Jarmo Kontulainen
Tomi Kortela
Mika Kortelainen

Helinä Laakkonen
Olli-Matti Laine
Sami Oinonen
Seija Parviainen
Michaela Schmöller
Lauri Vilmi

Kuviot ja taulukot
Heli Honkaharju

Toimitus
Suomen Pankin kielipalveluryhmä ja viestintäyksikkö

Uutiskirjeiden tilaukset
eurojatalous.fi

Julkaisun aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-5862 (verkkojulkaisu)

Suomen Pankki
PL 160
00101 HELSINKI

Puhelin: 09 1831

www.eurojatalous.fi
www.suomenpankki.fi

Sisältö

Pääkirjoitus: Euroopan keskuspankki vahvistaa rahapolitiikan elvyttävää vaikutusta – EKP:n rahapolitiikan strategiaa tulisi arvioida uudelleen 3

Näkymät heikentyneet nopeasti – korjautuuko tilanne? 7

EKP:n pitkät rahoitusoperaatiot kasvattaneet pankkien luotonantoa yksityiselle sektorille 31

Dollarin valta-aseman vuoksi Yhdysvaltojen riskit ovat muidenkin riskejä 37

Hidas inflaatio ja alhaiset korot haastavat keskuspankit tarkastelemaan rahapolitiikan strategioitaan 41

Vaihtoehtoislaskelmia Yhdysvaltojen finanssi- ja kauppapolitiikan kärjistymisen globaaleista vaikutuksista 52

PÄÄKIRJOITUS

Euroopan keskuspankki vahvistaa rahapolitiikan elvyttävää vaikutusta – EKP:n rahapolitiikan strategiaa tulisi arvioida uudelleen

15.3.2019 11:00 • EURO & TALOUS 1/2019 • PÄÄKIRJOITUS

Vuoden 2019 ensi kuukausina on varmistunut, että maailmantalouden kehityksessä on tapahtunut käänne huonompaan suuntaan. Poliittinen epävarmuus ja kauppajännitteet ovat jäytäneet talouden näkymiä. Kyse ei näillä näkymin silti ole ajautumisesta taantumaan, vaan siirtymästä hitaamman kasvun vaiheeseen. Vielä viime vuoden lopulla monet toivoivat, että kasvun hyytyminen olisi tilapäistä, mutta se on nyt osoittautumassa pysyvämmäksi ilmiöksi, minkä seurauksena kuluvan vuoden kasvuennusteita on lähes kaikkialla tarkistettu olennaisesti alaspäin.

Luonnollisesti maailmantalouden käänne heijastuu myös Euroopan ja Suomen talouden näkymiin. Euroopan keskuspankki on jo reagoinut tähän 7.3.2019 tekemillään päätöksillä, jotka vahvistavat rahapolitiikan elvyttävää vaikutusta. Suomen kannalta maailmantalouden käänne heikompaan korostaa vaalikeväänäkin julkisen talouden kestävyyden sekä suomalaisen työn ja tuotannon kilpailukyvyn ylläpitämisen merkitystä.

EKP:n kannalta tilanne on haastava, sillä se joutuu elämään ikään kuin kahta aikaa. Yhtäältä se joutuu toimimaan lyhyellä aikavälillä voimakkaasti hintavakaustavoitteen saavuttamiseksi tilanteessa, jossa energian ja ruoan hinnasta puhdistettu pohjainflaatio on yhden prosentin tasolla. On osoittautunut, että näin matalalla pohjainflaatioon tasolla

ei voida kestävästi saavuttaa EKP:n hintavakaustavoitetta, joka on ”alle mutta lähellä kaksi prosenttia”. Toisaalta EKP:n on valmistauduttava pidemmän aikavälin haasteisiin, jotka edellyttäisivät sen rahapolitiikan strategian uudelleenarviointia – eli rahapolitiikan taustalla vaikuttavien periaatteiden, perusoletusten ja välineiden tarkastelua. Tällainen ajatus on ollut esillä jo jonkin aikaa[1], ja Yhdysvaltain keskuspankki Federal Reserve ilmoitti marraskuussa ryhtyvänsä vastaavaan harjoitukseen. EKP tekee varmasti samoin, kunhan aika on kypsä.

Maailmantalouden näkymät vaimenivat vuonna 2018

Maailmantalouden näkymät vaimenivat vuoden 2018 toisella puoliskolla, kun kauppapoliittinen protektionismi ja epävarmuus suurimpien talousalueiden kasvusta heikensivät luottamusilmapiiriä ja vaimensivat maailmankaupan kasvua. Viennin kasvuvauhti kehittyneissä talouksissa supistui jyrkästi. Huolta aiheuttaa myös kasvun hidastuminen Kiinassa.

Euroalueen bruttokansantuotteen ennakoidaan kasvavan lähivuosina selvästi hitaammin kuin aiemmin arvioitiin. EKP:n asiantuntijoiden ennusteessa BKT:n kasvu vuodelle 2019 on vain 1,1 prosenttia. Vuosille 2020 – 2021 ennustetaan 1,6 ja 1,5 prosentin kasvua. Vuoden 2019 ennustetta on korjattu alaspäin peräti 0,6 prosenttiyksikköä.

Myös hintanäkymät ovat vaimentuneet viime vuoden joulukuusta. Rahoitusmarkkinahintojen (inflaatioswapit) nojalla arvioidut inflaatio-odotukset ovat laskeneet selvästi. Pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat nyt noin 1,5 prosentin tasolla. Inflaatio-odotusten etääntyminen EKP:n tavoitteesta on rahapolitiikan tehon ja strategian kannalta ongelmallista.

EKP:n asiantuntijat ennustavat hintojen nousevan euroalueella selvästi aiempia arvioita hitaammin. Virallisen inflaation ennuste vuodelle 2019 on 1,2 prosenttia ja vuosille 2020 – 2021 1,5 ja 1,6 prosenttia. Lyhyellä aikavälillä pudotuksen selittää pääosin öljyn hinnan lasku. Pohjainflaation ennustetaan kehittyvän euroalueella suunnilleen samaan tahtiin: 1,2 prosenttia vuonna 2019 ja 1,4 ja 1,6 % vuosina 2020 – 2021, mikä heijastaa vain hitaasti kasvavia hintapaineita ja aiempia arvioita matalammaksi ennustettua tuotantokapasiteetin käyttöastetta.

Talousnäkymien vaimeneminen on heijastunut rahapolitiikkaan koko maailmassa. Euroopan keskuspankin neuvosto päätti kokouksessaan maaliskuussa pitää EKP:n ohjauskorot ennallaan aiemmin ennakoimaansa pidempään: niiden odotetaan nyt pysyvän nykytasollaan ainakin vuoden 2019 loppuun. Pankkien luotonannon tukemiseksi neuvosto päätti myös käynnistää uuden kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjan (TLTRO-III), jotka toteutetaan neljännesvuosittain, alkaen syyskuussa 2019 ja päättyen maaliskuussa 2021.

Näiden EKP:n rahapoliittisten päätösten tarkoituksena on tukea sitä, että inflaatio

1. Vrt. keynote-puheeni “Monetary policy normalisation in the world of uncertainties”. Bank of Finland monetary policy seminar, 31 October 2018.

palautuisi kestävästi kohti hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä tilanteessa, jossa pohjainflaatio on edelleen vaimeaa ja talouden liian heikko kasvuvauhti hidastaa inflaation palautumista tavoitteen mukaiseksi. Talousnäkymien vaimeneminen sai myös Yhdysvaltojen keskuspankin jo vuoden vaihteessa korostamaan kärsivällisyyttä rahapolitiikassaan ja viivyttämään korkojen nostoa.

Miksi pyrkiä noin kahden prosentin inflaatioon?

Voidaan tietysti kysyä, miksi pyrkiminen 2 prosentin inflaation tuntumaan on niin tärkeää. Eikö hintavakaus voitaisi tulkita saavutetuksi jo selvästi matalammankin inflaatiovauhdin vallitessa? Kun EKP:n nykyinen tavoite määriteltiin vuonna 2003, sitä perusteltiin kolmella syyllä.[2]

Ensimmäinen oli se, että haluttiin vähentää sellaisen tilanteen todennäköisyyttä, että korkojen ns. nollaraja rajoittaisi rahapolitiikan liikkumatilaa. Keskimääräisen inflaatiovauhdin aleneminen selvästi alle kahden prosentin painaisi nimittäin myös nimelliskorkojen tasoa alaspäin ja siten kaventaisi korkopolitiikan tilaa. Tämä seikka on sittemmin osoittautunut painavammaksi kuin mitä aikanaan ilmeisesti osattiin odottaakaan.

Toinen syy oli, että haluttiin vähentää todennäköisyyttä siihen, että jotkin maat joutuisivat toimimaan negatiivisen inflaatiovauhdin oloissa, jos niiden kilpailukyvyn palauttaminen edellyttäisi euroalueen keskiarvoa hitaampaa inflaatiota. Negatiiviseen inflaatioon liittyy nimittäin monia haittoja mm. hintojen ja palkkojen alasuuntaisen jäykkyyden vuoksi. Tämäkin peruste on osoittautunut hyvin päteväksi.

Kolmas syy, johon vuonna 2003 viitatiin, oli se, että inflaation mittaamiseen liittyy jonkin verran harhaa ja todellinen inflaatio on eri syistä hieman hitaampaa kuin kuluttajahintaindeksit osoittavat.

Kaikki nämä seikat on luonnollisesti ymmärretty euroalueen ulkopuolellakin, minkä vuoksi kahdesta prosentista on tullut maailmalla yleinen viitearvo, kun rahapolitiikan tavoitteita määritellään.

EKP:n rahapolitiikan strategia kaipaa uudelleenarviointia

Keskuspankkien toimintaympäristö on viimeisen noin 10 vuoden aikana olennaisesti muuttunut mm. finanssi- ja velkakriisin vaikutusten, väestön ikääntymisen sekä yleisen korkotason laskun vuoksi. Toimintaympäristön muutokset, viime vuosien kokemukset epätavanomaisesta rahapolitiikasta sekä karttunut tutkimustieto haastavat keskuspankit tarkastelemaan rahapolitiikan strategiaansa.[3]

---

2. ”The ECB’s Monetary Policy Strategy After the Evaluation and Clarification of May 2003” Speech by Jean-Claude Trichet, Frankfurt am Main, 20.11.2003." The Monetary Policy of the ECB”. Frankfurt am Main: European Central Bank 2004, pp. 51–54.
3. Ks. Federal Reserven varapääjohtaja Richard H. Claridan puhe strategian uudelleenarvioinnin perusteista ja tavoitteista: The Federal Reserve's review of its monetary policy strategy, tools, and communication practices. Speech at the2019 US Monetary Policy Forum, New York City, 22 February 2019.

EKP:n rahapolitiikan strategia on viimeksi päivitetty vuonna 2003, siis ennen finanssikriisiä ja muita sen jälkeisiä tapahtumia ja muutoksia. Rahapolitiikan strategioista keskustellaan maailmalla nyt vilkkaammin kuin pitkään aikaan. Myös eurojärjestelmän tulisi harkita uutta systemaattista arviota rahapolitiikkansa strategiasta.

Strategian uudelleenarviointiin on useita syitä. Yksi niistä on lyhyiden riskittömien nimelliskorkojen painuminen hyvin alas. Jos tämä nykyinen hyvin matalien korkojen ympäristö osoittautuu pitkäaikaiseksi ilmiöksi, mihin useat tutkimukset viittaavat, perinteisen korkopolitiikan liikkumatila varsinkin elvyttävään suuntaan jää pienemmäksi kuin mihin ennen finanssikriisin aikaa totuttiin. Korkopolitiikkaa on pystytty viime vuosina täydentämään ns. epätavanomaisilla keinoilla, kuten keskuspankkien arvopaperiostoilla, mutta inflaatio ei ole vielä kiihtynyt toivotusti euroaluella.

Toinen rahapolitiikan kannalta merkittävä seikka on, että taloudellisen aktiviteetin ja inflaatiopaineiden välinen riippuvuus on ilmeisesti viime vuosina heikentynyt. Puhutaan ns. Phillipsin käyrän loivenemisesta. Jos tämä ilmiö osoittautuu pysyväksi, se merkitsisi, että rahapolitiikan vaikutus kokonaiskysynnän kautta inflaatioon olisi heikentynyt.

Kolmanneksi inflaatio-odotukset ovat viime vuosina euroalueella laskeneet ja näin etääntyneet EKP:n hintavakauden määritelmästä (siis inflaatio, joka keskipitkällä aikavälillä on alle mutta lähellä 2 prosenttia). Yksi selitys tälle on, että edellä mainituista syistä luottamus keskuspankkien kykyyn vaikuttaa inflaatiovauhtiin voi olla heikentynyt.

Nämä kolme seikkaa yhdessä puoltavat EKP:n rahapolitiikan strategian uudelleenarviointia. Tämä ei luonnollisesti merkitsisi hintavakauden ensisijaisen tavoitteen asettamista kyseenalaiseksi, mutta kylläkin rahapolitiikan toteuttamista ohjaavien periaatteiden, perusoletusten ja välineiden kattavaa tarkastelua.

Rahapolitiikan strategian tärkeimpiä tehtäviä on ohjata rahapolitiikkaa ja inflaatiota koskevia odotuksia siten, että ne tukevat rahapolitiikan tavoitteiden – ensisijaisesti tietenkin hintavakauden – saavuttamista nykyisissä, aiempaa selvästi vaativammissa olosuhteissa. Hyvä strategia toteuttaa tämän tehtävän siten, että se samalla tukee rahapolitiikan mahdollisuuksia vakauttaa reaalitaloudellista kehitystä ja siten ylläpitää kestävää kasvua ja korkeaa työllisyyttä. Jos strategian uudelleenarviointi johtaisi sellaisiin täsmennyksiin, jotka lisäävät rahapolitiikan tehoa ja uskottavuutta, olisi se saavuttanut tarkoituksensa.

Helsingissä 15. maaliskuuta 2019

Olli Rehn
Suomen Pankin pääjohtaja

Avainsanat

rahapolitiikka, maailmantalous, inflaatio

Näkymät heikentyneet nopeasti – korjautuuko tilanne?

15.3.2019 11:00 • EURO & TALOUS 1/2019 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Maailmantalouden kasvun ennakoidaan jäävän tänä vuonna jonkin verran hitaammaksi kuin viime vuonna. Kasvun odotetaan vaimenevan asteittain Yhdysvalloissa, kun finanssipoliittisen elvytyksen vaikutukset hiipuvat. Kiinan talouskasvun hidastuminen on jatkunut. Ison-Britannian EU-eron lähestyminen on heikentänyt Ison-Britannian taloutta. Myös euroalueen talouskasvu on hidastunut nopeasti ja pitkäkestoisemmin kuin aiemmin on arvioitu. Maailmankauppa ja kehittyneiden maiden teollisuustuotanto heikentyivät huolestuttavan jyrkästi viime vuoden lopulla. Maailman tavarakaupan vuosikasvuvauhti muuttui joulukuussa negatiiviseksi. Teollisuuden luottamus on heikentynyt laaja-alaisesti, viime vuoden lopulla myös Yhdysvalloissa.

Maailmantaloudessa odotettua heikomman kehityksen riski on yhä suuri. Reilu vuosi sitten alkanutta Yhdysvaltojen ja Kiinan välistä kauppakiistaa ei toistaiseksi ole saatu sovittua neuvottelujen jatkumisesta huolimatta. Tällä hetkellä tullikorotukset koskevat valtaosaa Kiinan ja Yhdysvaltojen välisestä tavarakaupasta. Kauppapoliittisten jännitteiden lisääntyminen ja Kiinan talouskasvun ennakoitua nopeampi hidastuminen voivat heikentää merkittävästi maailmantalouden kasvua.

Brexit heikentää eniten Ison-Britannian taloutta, mutta joillekin euroalueen maille ja talouden sektoreille vaikutukset voivat olla merkittäviä. Lyhyellä aikavälillä sovun löytyminen sekä kauppaneuvotteluissa että brexitin suhteen hälventäisi epävarmuutta, kun taas pidemmällä aikavälillä keskeistä ovat neuvottelujen lopputulokset.

Euroalueen nopeimman talouskasvun vaihe ajoittui vuoteen 2017. Euroalueen kasvun äkillinen hidastuminen vuoden 2018 aikana on yllättänyt eikä merkkejä kasvun nopeutumisesta uudelleen vielä ole. Erityisesti teollisuuden luottamus on heikentynyt

nopeasti, ja teollisuustuotanto supistui viime vuoden lopulla. Bruttokansantuotteen kasvun ennakoidaan jäävän tänä vuonna hieman alle sen pitkän ajan tasapainovauhdin.

Talouden kasvun vaimenemisen myötä myös työllisyyden kasvu on hieman hidastunut. Usean kasvuvuoden ansiosta työttömyysaste on kuitenkin jo laskenut vuoden 2013 huipun noin 12 prosentista hieman alle 8 prosenttiin vuoden 2019 alussa. Palkkojen nousuvauhti vastaa nyt suunnilleen pidemmän ajan keskiarvoa.

Palkkainflaation kiihtyminen ei kuitenkaan ole heijastunut odotetusti pohjainflaatioon, joka on pysynyt sitkeästi noin prosentissa. Myös kansainvälisessä vertailussa euroalueen pohjainflaatio on jäänyt vaimeaksi. Euroalueen pohjainflaation odotetaan kuitenkin asteittain kiihtyvän lähivuosina. Heikentyneet kasvunäkymät ja hieman alentuneet inflaatio-odotukset hidastavat kuitenkin inflaation palautumista kestävästi tavoitteeseen.

Kevyet rahoitusolot tukevat yhä euroalueen talouskasvua. Yritysten ja kotitalouksien pankkilainojen korot ovat alhaisia, ja korkojen maakohtaiset erot varsin pieniä. Italiassa poliittinen epävarmuus pitää sen valtionlainakorkoja yhä koholla ja pankkien luottoehdot ovat hieman kiristyneet. Italian rahoitusolojen kiristyminen ei kuitenkaan ole tarttunut muihin euromaihin. Euroalueen talousnäkymien yleinen heikkeneminen voi kuitenkin hidastaa julkisen velkaantuneisuuden alentamista sekä pankkisektorin tilan kohenemista useassa maassa.

Pidemmällä aikavälillä euroalueen jarruna on yhä vaimea tuottavuuskehitys. Euroalue jää tutkimus- ja tuotekehittelyssä jälkeen Yhdysvalloista, mikä heikentää tulevaisuudennäkymiä. Maakohtaiset erot ovat merkittäviä, ja suurista euromaista vain Saksassa tuottavuus ja panostus tutkimus- ja tuotekehittelyyn vastaavat suunnilleen Yhdysvaltojen tasoa.

Maailmantalouden kasvu hidastuu, epävarmuus painaa näkymiä

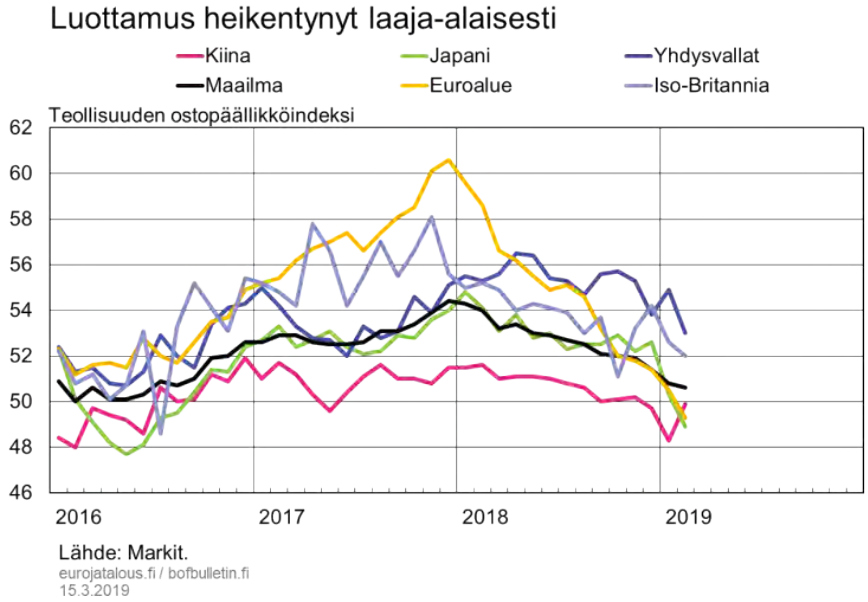
Maailmantalous kasvoi viime vuoden alkupuolella vajaan 4 prosentin vauhtia. Loppuvuoden aikana näkymät heikentyivät, ja maailmantalouden kasvun ennakoidaan jäävän tänä vuonna hitaammaksi kuin viime vuonna. Protektionistiset toimet ja epävarmuus päätalousalueiden talouskasvusta ovat heikentäneet luottamusilmapiiriä ja vaimentaneet maailmankaupan kasvua. Tuoreimpien ennusteiden mukaan maailmantalouden kasvun ennakoidaan pysyvän lähivuosina noin 3,5 prosentissa (ks. Kuvio 2), mutta ennusteita heikompikin kehitys on mahdollinen.[1]

Viimeisen puolen vuoden aikana euroalueen ulkoisen ympäristön tilanne on heikentynyt. Osa maailmantalouden kasvua vaimentavista riskitekijöistä on toteutunut. Reilu vuosi sitten alkanutta Kiinan ja Yhdysvaltojen välistä kauppakiistaa ei ole saatu sovittua neuvotteluiden jatkumisesta huolimatta. Tällä hetkellä tullikorotukset koskevat valtaosaa Kiinan ja Yhdysvaltojen välisestä tavarakaupasta[2]. Kauppapoliittiset jännitteet ovat

1. IMF:n tammikuun ennustepäivitys sekä OECD:n ja EKP:n (pl. euroalue) uudet arviot maaliskuulta.
2. Tullikorotukset koskevat puolta Kiinan viennistä Yhdysvaltoihin (arvoltaan n. 250 mrd. Yhdysvaltain dollaria) ja 80:tä % Yhdysvaltojen viennistä Kiinaan (arvoltaan n. 110 mrd. Yhdysvaltain dollaria). Yhdysvaltojen yleiset tullikorotukset pesukoneille, aurinkopaneeleille, alumiinille ja teräkselle ovat edelleen voimassa yksittäisiä

pitkittyessään lisänneet epävarmuutta tulevasta ja näkyvät osittain jo toteutuneissa investointi- ja vientiluvuissa. Luottamusindikaattorit, jotka ennakoivat tulevaa talouskasvua, ovat heikentyneet (ks. Kuvio 1).

Kuvio 1.



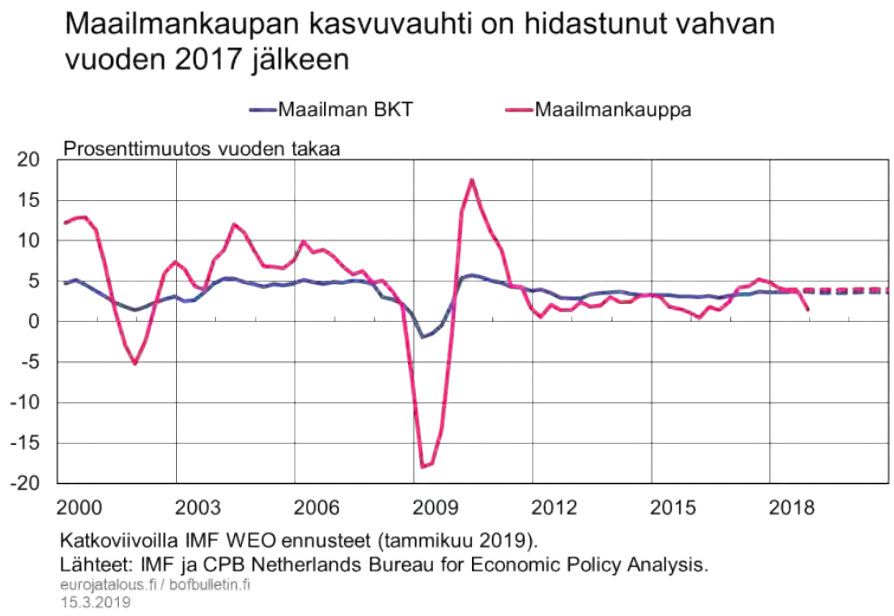
Huolta aiheuttaa etenkin kasvun hidastuminen Kiinassa. Kiinan merkitys on kasvanut niin suureksi[3], että sen taloustilanteen heikkeneminen tuntuu jo väistämättä muuallakin maailmantaloudessa. Talouskasvun odotetaan hidastuvan asteittain myös Yhdysvalloissa, kun finanssipoliittisen elvytyksen vaikutukset hiipuvat. Yhdysvaltojen ja Kiinan kauppapoliittisen välienselvittelyn lisäksi edelleen epäselvä brexit-tilanne näkyy osaltaan Ison-Britannian talouskasvun nopeana heikentymisenä ja vaimentaa euroalueen ulkoista kysyntää.[4] EU:n ja Yhdysvaltojen väliset kauppaneuvottelut ovat nekin kesken – tullikorotukset autoille ja autonosille ovat edelleen mahdolliset ja osuisivat toteutuessaan kipeästi erityisesti Saksan autoteollisuuteen.

Kuvio 2.

poikkeusluvan saaneita maita lukuun ottamatta.

3. Kiinan osuus maailman yhteenlasketusta bruttokansantuotteesta on vajaa viidennes.

4. Ison-Britannian parlamentti hylkäsi brexit-sopimuksen uudestaan 12.3.2019.



Maailman tavarakaupan kasvuvauhti on viimeisen vuoden aikana hidastunut, vaikka kasvoikin vuonna 2018 edelleen reilun 3 prosentin vauhtia vuoden takaiseen verrattuna (ks. Kuvio 2). Viennin kasvuvauhti on kehittyneissä talouksissa vuoden aikana lähes puolittunut. Teollisuustuotannon kasvu on hidastunut kaikilla päätalousalueilla, ja erityisesti uudet vientitilaukset ovat vähentyneet.

Yhdysvalloissa talouskasvu hidastuu, kun finanssipoliittinen elvytys hiipuu

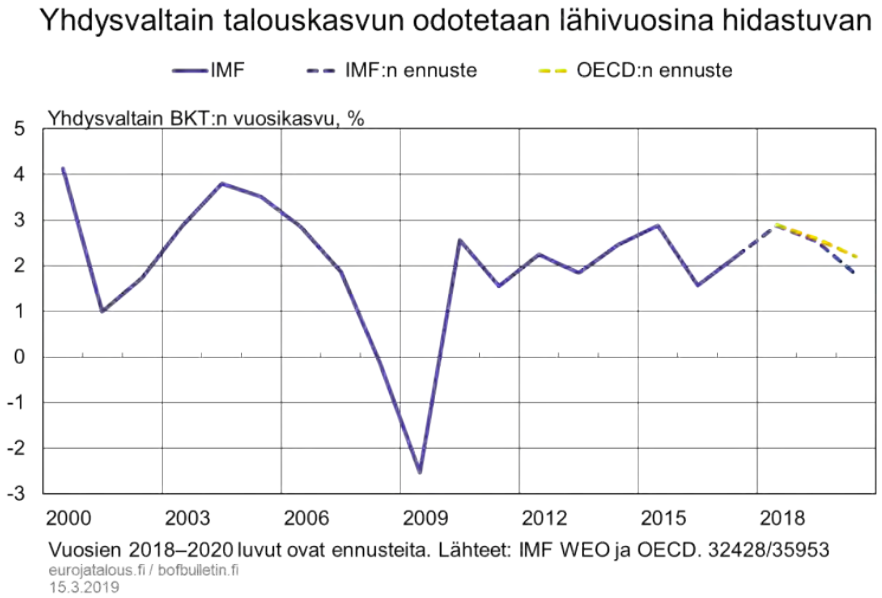
Yhdysvaltain talous kasvoi vuonna 2018 ripeästi, lähes 3 prosentin vauhtia (ks. Kuvio 3). Kasvunäkymät ovat kuitenkin heikentyneet syksyyn verrattuna. Sekä kuluttajien että teollisuuden luottamus vähentyivät vuodenvaihteessa. Osittain tähän ovat vaikuttaneet kauppakiistojen seurauksena nousseet tuontitullit ja liittovaltion hallinnon osittainen sulkeminen[5]. Yksityinen kulutus – Yhdysvaltain talouskasvun perinteinen moottori – voi jäädä alkuvuonna aiemmin odotettua vaisummaksi.

Vuoden 2018 alussa Yhdysvalloissa tulivat voimaan merkittävät yritys- ja henkilöveronalennukset. Veronalennukset yhdessä vuosille 2018–2019 tehtyjen menolisäysten kanssa ovat johtaneet voimakkaasti elvyttävään finanssipolitiikkaan noususuhdanteen aikana. Yhdysvaltain talouskasvun odotetaan lähivuosina hidastuvan, kun finanssipoliittinen elvytys hiipuu, mutta olevan kuitenkin 2,5 prosentin tuntumassa vuonna 2019. Tämän jälkeen kasvu hidastuu lähelle potentiaalisen tuotannon noin kahden prosentin kasvuvauhtia. Yritysverotuksen kevennykset nostavat pääoman tuottoa verojen jälkeen, mikä lisää kannustimia investointeihin. Henkilöverotuksen kevennykset puolestaan lisäävät työn tarjontaa. Arviot vaikutusten suuruudesta kuitenkin vaihtelevat.[6]

5. Korkeampien tuontitullien vaikutuksista Yhdysvaltojen talouteen, ks. Amiti, M., ym. (2019) The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare, CEPR Discussion Paper no.13564 ja Fajgelbaum, P.D., ym. (2019) The Return to Protectionism, Working Paper, maaliskuu 2019.

Yhdysvaltain julkisen talouden kokonaisvajeen odotetaan pysyvän suurena ja julkisen velan kasvavan (ks. artikkeli Vaihtoehtoislaskelmia Yhdysvaltojen finanssi- ja kauppapolitiikan kärjistymisen globaaleista vaikutuksista). IMF:n tuoreimmissa ennusteissa julkisen talouden kokonaisvaje säilyy seuraavien vuosien aikana noin 5 prosentissa BKT:stä ja julkinen velka kasvaa 112 prosenttiin BKT:stä vuonna 2021. Yhdysvalloissa suuret julkisen talouden alijäämät lisäävät tuontikysyntää, joka osaltaan ylläpitää kauppa- ja vaihtotaseiden alijäämiä.

Kuvio 3.



Yhdysvaltojen inflaatio hidastui vuoden 2018 lopussa noin 2 prosenttiin pääasiassa raakaöljyn hinnan laskun vuoksi. Pohjainflaatio on pysynyt hieman yli 2 prosentissa. Työmarkkinoilla arvioidaan vallitsevan täystyöllisyys, mikä tukee inflaatiovauhdin pysymistä 2 prosentin tuntumassa. Työttömyysaste on noin 4 prosentissa, ja palkkojen keskituntiansioina laskettu vuotuinen kasvu kiihtyi loppuvuonna yli 3 prosenttiin.

Kiinan talouskasvu on heikentynyt laaja-alaisesti

Kiinan talouskasvu hidastui viime vuoden loppua kohti. Yksityisen kulutuskysynnän kasvu heikentyi, ja investointien kasvu pysyi vaimeana. Myös työttömyyden lisääntymisestä on uutisoitu etenkin vientialoilla. Kauppasota on vaikuttanut yleiseen ilmapiiriin, ja epävarmuus on saanut yrityksiä arvioimaan uudelleen investointipäätöksiään. Kiina on vastannut talouskasvun hidastumiseen lisäämällä elvytystä. Talouspolitiikan liikkumavara on kuitenkin rajallinen. Sen viritys on jo ennestään elvyttävä, sillä Kiina on itsepintaisesti pitänyt kiinni tavoitteestaan kaksinkertaistaa reaalinen BKT vuodesta 2010 vuoteen 2020. Julkisen talouden alijäämä on viime vuosina ollut IMF:n arvion mukaan 10 % BKT:stä. Myös yritykset ja kotitaloudet ovat velkaantuneet vauhdilla. Talouden kokoon suhteutettu velkataso on

6. Ks. esim. JCT (2017) Macroeconomic Analysis of the Conference Agreement for H.R. 1, The “Tax Cuts and Jobs Act”, JCX-69-17, tai Barro (2018) Tax Reform Will Pay Growth Dividends, WSJ 4.1.2018.

nousevalle taloudelle hyvin suuri, yli 250 % BKT:stä (pl. rahoitussektori).

Kiinan talouskasvun odotetaan seuraavien vuosien aikana edelleen hidastuvan (ks. BOFIT Kiina-ennuste), mikä on Kiinalle luonnollinen kehityskulku. Rakennemuutos kohti palveluvaltaisempaa taloutta jarruttaa tuottavuuden kasvua. Väestö ikääntyy nopeasti, ja työikäisen väestön määrä supistuu. Myös talouden valtava koko ja ympäristöongelmat luovat omat jarrunsa kasvulle.

Japanissa talouspolitiikka edelleen elvyttävää

Japanin talouskasvu vaimeni vuonna 2018 vajaaseen yhteen prosenttiin. Huolimatta naisten osallistumisasteen noususta, kasvupotentiaalia jarruttaa vanhenevasta väestöstä johtuva työvoimapula. Sitä pyritään paikkaamaan työperäistä maahanmuuttoa helpottamalla. Tehdyt toimet ovat kuitenkin vielä riittämättömiä työvoiman tarpeeseen nähden.

Talouspolitiikka jatkuu elvyttävänä. Lokakuussa voimaan tuleva kulutusveron korotus tuo lisää verotuloja, mutta niiden arvioidaan kattavan vain noin kaksi kolmasosaa valtion rahoitustarpeesta. Maan velkasuhde on edelleen n. 240 % BKT:stä, ja tavoite budjettitasapainosta on siirretty vuodesta 2020 vuoteen 2025.

Inflaatio on pysynyt vaimeana. Keskuspankki jatkaa kevyttä rahapolitiikkaa ja on vahvistanut pitävänsä korot vielä pitkään alhaisina ja jatkavansa arvopaperien osto-ohjelmaa, kunnes inflaatio ylittää kestävästi 2 prosentin tavoitetason. Keskuspankki omistaa nyt puolet Japanin valtionvelasta, ja sen taseen koko ylitti jo maan BKT:n.

Ison-Britannian EU-ero lähestyy

Isossa-Britanniassa kokonaistuotanto kasvoi viime vuonna vain reilun prosentin edelliseen vuoteen verrattuna. Epävarmuus brexitin etenemisestä on näkynyt osaltaan sekä talouden luottamusindikaattorien että toteutuneen talouskehityksen selvänä heikentymisenä. Tulevien vuosien talousnäkymät ovat Isossa-Britanniassa riippuvaisia brexit-prosessin etenemisestä.

Ruotsin talouskasvu hidastuu tänä vuonna lievästi myötäillen maailmantalouden kasvun heikkenemistä. Kuitenkin keskipitkällä aikavälillä Ruotsin talouskasvu palaa lähelle kahta prosenttia. Myös inflaation odotetaan pysyvän lähellä Ruotsin keskuspankin tavoittelemaa kahta prosenttia. Asuntomarkkinoiden hiljeneminen kääntyi viime vuonna hienoiseen vilkastumiseen.

Venäjän talouden elpyminen kiihtyi vuoden 2018 aikana. Kasvun ennakoidaan kuitenkin hidastuvan potentiaalisen kasvuvauhdin, eli noin 1,5 prosentin, tuntumaan (ks. BOFIT Venäjä-ennuste). Arvonlisäveron nousu hidastaa yksityisen kulutuksen kasvua, ja poliittinen epävarmuus heikentää erityisesti yksityisten yritysten investointinäkymiä. Jos öljyn hinta jää nykytasolleen, sekä valtiontalous että vaihtotase tulevat pysymään ylijäämäisinä.

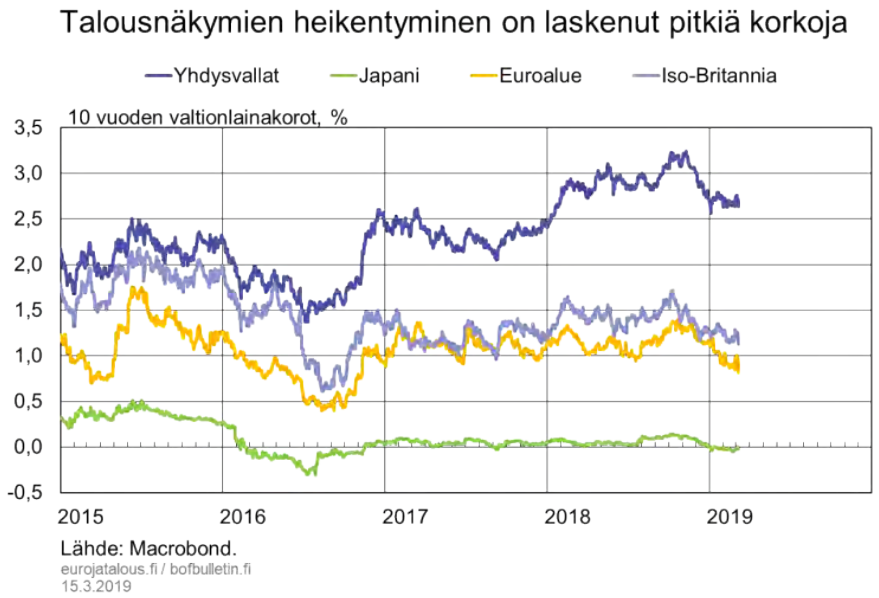
Kansainväliset rahoitusmarkkinat heijastelevat

näkymien heikentymistä

Näkymien laaja-alainen heikkeneminen ja epävarmuus ovat vaimentaneet koronnosto-odotuksia sekä heilauttaneet pörssikursseja. Pörssikurssit laskivat voimakkaasti vuoden 2018 lopulla, mutta nousivat taas alkuvuonna. Pörssi-indeksejä ovat nostaneet Yhdysvaltojen keskuspankin viestintä kevyemmästä rahapolitiikasta ja positiiviset uutiset Yhdysvaltain ja Kiinan välisten kauppaneuvotteluiden edistymisestä. Myös öljyn hinta laski jyrkästi viime vuoden lopulla, mutta on taas noussut erityisesti tuotantorajoitusten myötä. Öljyn hinnan lasku veti loppuvuoden inflaatiolukuja selvästi alaspäin kaikilla päätalousalueilla. OECD-maiden inflaatio hidastui vuodenvaihteessa alle 2,5 prosenttiin (pohjainflaatio noin 2 %).

Talousnäkymien vaimeneminen ja epävarmuus ovat maltillistaneet odotuksia keskeisten maiden rahapolitiikan vähittäisestä kiristymisestä. Viime vuonna Yhdysvalloissa tehtiin neljä koronnostoa. Talousnäkymien heikentyminen loppuvuodesta sai Yhdysvaltojen keskuspankin korostamaan koronnostotahdin maltillistamista. Nyt korkoja odotetaankin nostettavan aiempaa selvästi hitaammassa tahdissa. Koronnosto-odotusten myöhentyminen näkyy pörssikurssien nousun lisäksi pitkien korkojen laskuna (ks. Kuvio 4).

Kuvio 4.



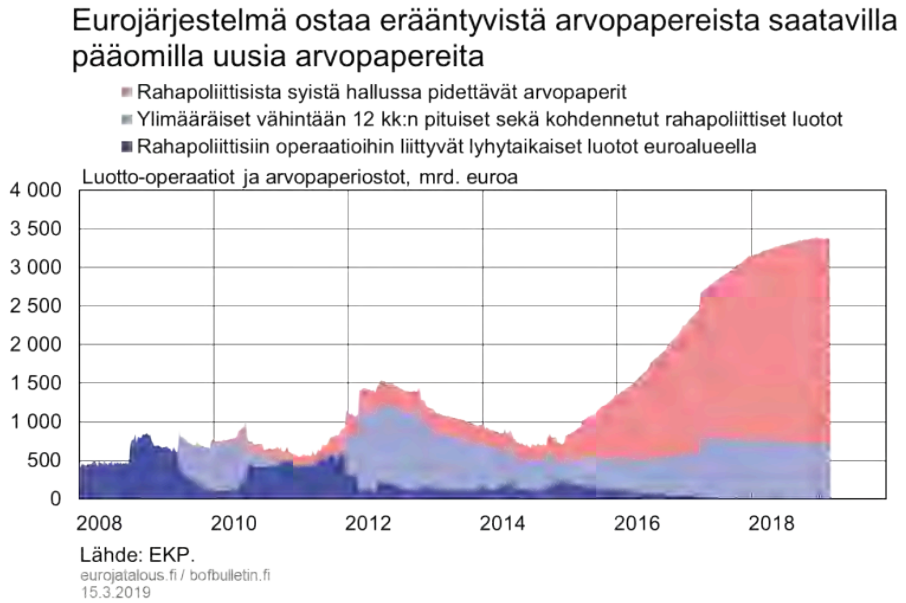
Rahapolitiikan hitaampi kiristystahti Yhdysvalloissa helpottaa osaltaan niitä nousevia talouksia, jotka nojaavat dollarimääräiseen rahoitukseen. Yhdysvaltain dollari on viime vuoden lopulta heikentynyt maltillisesti (ks. Dollarin vuoksi Yhdysvaltojen riskit ovat muidenkin riskejä). Dollarin heikentyminen ja korkojen aleneminen tukevat nousevien talouksien valuuttakursseja, pienentävät niiden velanhoitokustannuksia ja vähentävät näin painetta pääoman ulosvirtaukseen.

EKP:n rahapolitiikka jatkuu kevyenä

Euroalueen talouskasvu hidastui viime vuoden jälkimmäisellä puoliskolla merkittävästi. Työmarkkinatilanne on kuitenkin edelleen parantunut ja palkkojen nousu kiihtynyt, minkä pitäisi edesauttaa inflaation voimistumista kestävästi lähelle tavoitteen mukaista hieman alle 2 prosentin vauhtia. Alkuvuoden talouskehitys näyttää kuitenkin vaimealta ja ennusteita kuluvan vuoden kasvuvauhdista on laskettu huomattavasti.

EKP:n neuvosto lopetti ennakoidusti laajan omaisuuserien osto-ohjelman arvopaperien netto-ostot vuoden 2018 lopussa. Eurojärjestelmä kuitenkin ostaa arvopapereita edelleen, kun erääntyvät pääomat jo ostetuista arvopapereista sijoitetaan uudelleen (ks. Kuvio 5). Ostoja tehdään arviolta keskimäärin 17 mrd. eurolla kuukaudessa vuonna 2019. Joulukuussa neuvosto täsmensi arvopaperien uudelleensijoituksia koskevaa ennakoivaa viestintää ilmoittamalla, että uudelleensijoituksia jatketaan vielä pidemmän aikaa sen jälkeen, kun neuvosto alkaa nostaa EKP:n ohjauskorkoja, ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen suotuisan likviditeettitilanteen ja vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan ylläpitämiseksi.

Kuvio 5.



Maaliskuussa EKP laski ennusteita euroalueen bruttokansantuotteen kasvusta ja inflaatiosta. EKP:n neuvosto totesi kasvuriskien olevan euroalueella edelleen alasuuntaiset. Markkinoiden koronnosto-odotukset olivat alkusyksyn jälkeen siirtyneet merkittävästi myöhemmäksi (ks. kuvio 6).

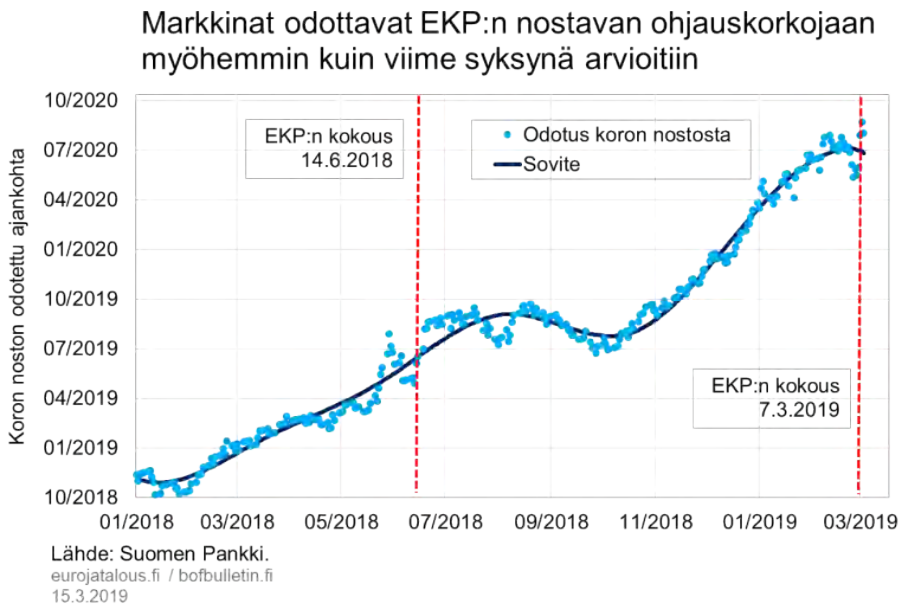
Heikentyneiden talousnäkymien seurauksena EKP:n neuvosto muutti maaliskuun kokouksessa korkoja koskevaa ennakoivaa viestintäänsä. EKP:n neuvosto odottaa nyt ohjauskorkojen pysyvän nykyisellä tasolla ainakin vuoden 2019 loppuun asti ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen sen varmistamiseksi, että inflaatio palautuu kestävästi lähemmäksi hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä. Aikaisemmin korkojen odotettiin pysyvän nykyisellä tasolla ensi kesän yli. Korkoja

koskevan viestinnän muuttaminen pidentää ajanjaksoa, jolloin arvopapereiden uudelleensijoitukset jatkuvat, sillä nämä uudelleensijoitukset on kytketty ohjauskorkojen nostojen alkamiseen.

Maaliskuussa EKP:n neuvosto ilmoitti myös uudesta pankeille tarjottavasta pitempiaikaisten neljännesvuosittaisten rahoitusoperaatioiden sarjasta (TLTRO III). Eurojärjestelmä antaa syyskuusta 2019 maaliskuuhun 2021 pankeille mahdollisuuden nostaa kahden vuoden pituisia luottoja, joiden korko on sidottu perusrahoitusoperaatioiden korkoon. Näillä lainoilla ylläpidetään pankkilainojen suotuisaa kehitystä euroalueella.

EKP:n neuvosto päätti maaliskuussa myös, että eurojärjestelmän luotto-operaatiot toteutetaan jatkossakin ainakin vuoden 2021 maaliskuuhun asti kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti. EKP:n neuvosto on valmis tarpeen mukaan tarkistamaan kaikkia välineitään sen varmistamiseksi, että inflaatiovauhti palautuu kestävästi kohti EKP:n neuvoston tavoitetta.

Kuvio 6.



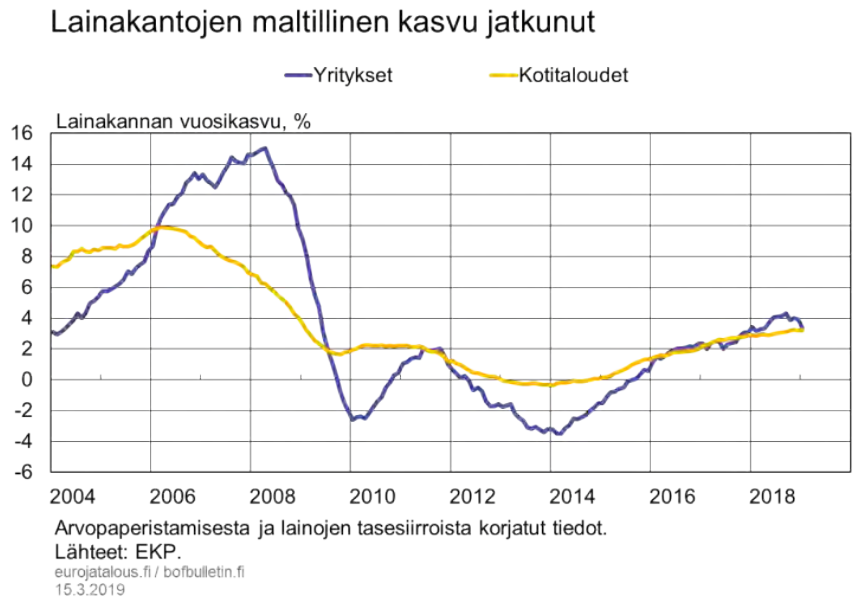
EKP:n neuvoston maaliskuun päätökset lisäävät rahapolitiikan elvyttävää vaikutusta. Päätösten jälkeen odotukset ensimmäisestä koronnostosta siirtyivät eteenpäin, pitkien valtiolainojen korot laskivat ja euro heikentyi suhteessa muihin valuuttoihin. Euroalueen rahoitusolot pysyvät kevyinä vielä pitkään ja tukevat siten talouskasvua.

Pankkien luotonanto on kasvanut maltillisesti

Viime vuoden loppupuolella yrityslainakannat kasvoivat noin 4 prosentin ja kotitalouslainakannat reilun 3 prosentin vuosivauhtia (ks. Kuvio 7). Kasvun kiihtyminen on viime kuukausina tasaantunut. Kasvu on kuitenkin maltillista verrattuna finanssikriisiä edeltävään aikaan, jolloin yritysluottokanta kasvoi enimmillään noin 15 prosentin ja kotitalouslainakanta noin 10 prosentin vuosivauhtia. Lainakantojen

kasvussa on merkittäviä maiden välisiä eroja. Lainakannat ovat kasvaneet suhteellisen hitaasti eteläisessä Euroopassa, kun taas pohjoisessa kasvu on ollut keskimäärin selvästi nopeampaa.

Kuvio 7.



EKP on tukenut pankkisektorin luotontarjontaa mm. kohdennetuilla pitempiaikaisilla rahoitusoperaatioilla, joista kolmas sarja alkaa syyskuussa 2019 (ks. viittaus TLTRO-kehikkoon). Pitkät, edulliset rahoitusoperaatiot ovat osaltaan laskeneet pankkien varainhankinnan kustannuksia, mikä on heijastunut pankkien antolainauskorkoihin. Euroalueen pankkien antolainauskorot yksityiselle sektorille ovatkin pysyneet historiallisen alhaisina, hieman alle 2 prosentissa.

Uusimmissa EKP:n pankkien luotonantokyselyissä (Bank Lending Survey, BLS) on viitteitä yksityisen sektorin luottoehtojen kiristymisestä Italiassa. Lainamarginaaleja on nostettu ja vakuusvaatimuksia kiristetty. Italian valtionlainakorot nousivat poliittisen epävarmuuden myötä viime vuoden toukokuun lopulla. Yhdessä taloustilanteen hidastumisen kanssa valtionlainakorkojen nousu heikentää italialaisten pankkien taseita ja lisää niiden varainhankinnan kustannuksia.

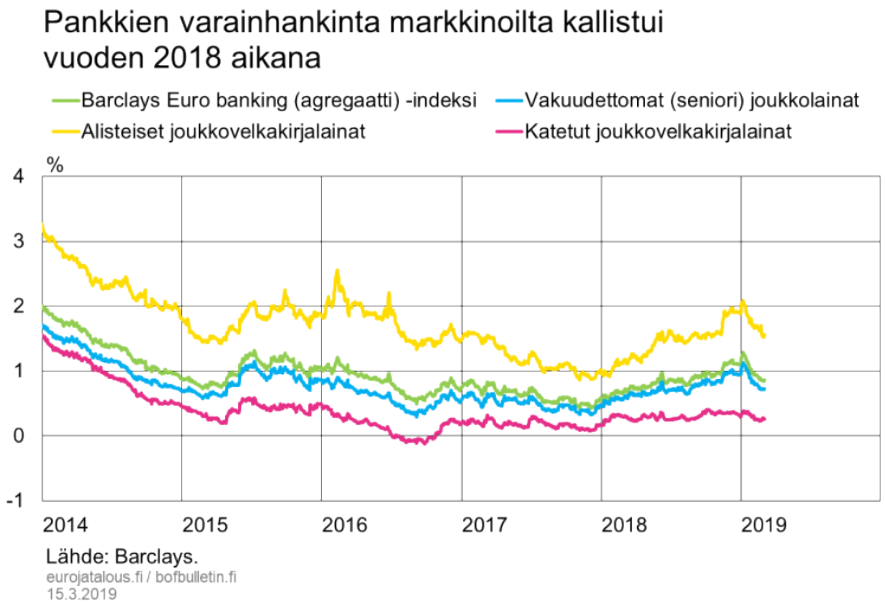
Euroalueen yritykset kertovat rahoituksen saatavuuden parantuneen edelleen. EKP:n yritysten rahoituksensaantia kartoittavassa kyselyssä (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) enää noin 7 % yrityksistä kertoo rahoituksen saatavuuden olevan yritystoimintansa suurin ongelma[7]. Osuus on laskenut yhtäjaksoisesti vuodesta 2012 asti. Kasvavista lainakannoista huolimatta yrityssektorin kokonaisvelka suhteessa BKT:hen on euroalueella keskimäärin supistunut edelleen.

7. Tuorein SAFE-kysely koskee ajankohtaa huhtikuusta syyskuuhun vuonna 2018.

Pankkisektorin kannattavuus pysyy haasteellisena

Hienoisesta kohentumisesta huolimatta euroalueen pankkisektorin kannattavuus polkee paikallaan. Alhainen korkotaso, poliittisten riskien kasvu ja vaimentuneet talousnäkymät ovat heikentäneet pankkien kannattavuusnäkymiä. Euroalueen pankkien osakekurssit ovatkin viimeisen vuoden aikana laskeneet selvästi yleisindeksejä enemmän. Samalla markkinarahoituksen hinta on noussut (ks. Kuvio 8). Markkinat ja pankit odottavat suurten euroalueen pankkien oman pääoman tuoton kohenevan vain hieman vuoteen 2020 mennessä, noin 8 prosenttiin (2018 kolmannella neljänneksellä luku oli 6,9 %).

Kuvio 8.



Kannattavuuskehityksen kannalta ongelmallista on edelleen peruspankkitoiminnan tuottojen vaisu kehitys. Haastava toimintaympäristö on syönyt erityisesti pankkien korkokatetta, vaikka pankkien luotonanto on viime vuosina alkanutkin kasvaa. Useat pankit eivät ole pystyneet merkittävästi kompensoimaan muilla tulolähteillä pankkien tuottojen kannalta tärkeän korkokatteen heikkoa kehitystä.

Pankkeja vaivaavat lisäksi pitkän aikavälin rakenteelliset ongelmat. Monissa euroalueen maissa pankkien kustannusrakenne on raskas ja pankkeja on talouden kokoon nähden paljon. Tulevina vuosina pankkien tulee vastata myös isojen trendien, kuten digitalisaation, tuomiin haasteisiin.

Kaikesta huolimatta euroalueen pankit ovat pystyneet edelleen vähentämään luottoriskejä taseistaan. Samalla pankkien vakavaraisuus on parantunut ja riskinkantokyky kohentunut. Luottotappioiden ja luottoriskien vähentymisellä on ollut merkittävä vaikutus etenkin velkakriisistä eniten kärsineiden maiden pankkien kannattavuuden elpymiseen. Euroopan pankkivalvontamekanismin (SSM) mukaan euroalueen pankeilla oli vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä taseissaan 628 mrd. euron edestä järjestämättömiä lainoja – noin 17 % vähemmän kuin vuotta aiemmin. Suhteessa koko lainakantaan järjestämättömiä lainoja oli vuoden kolmannella

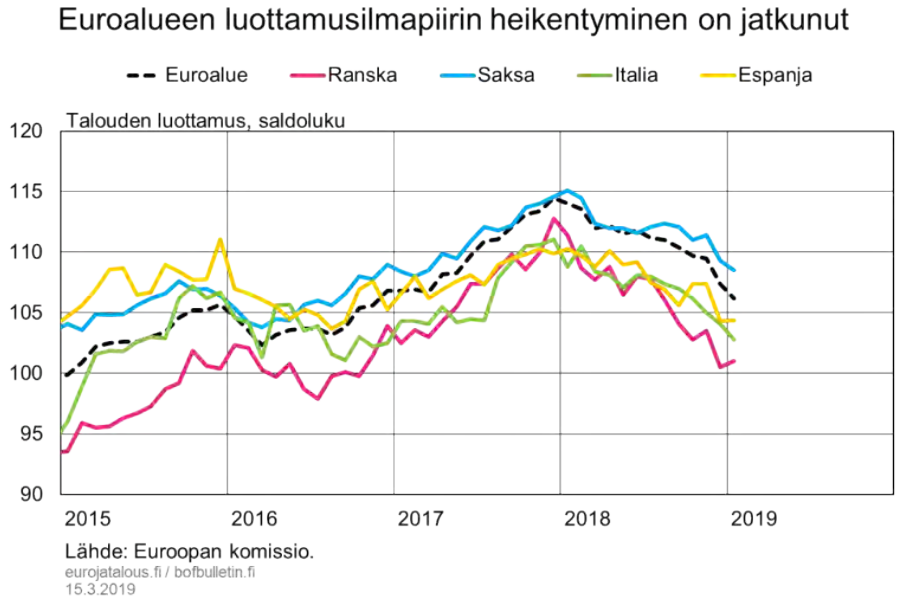
neljänneksellä 4,2 %. Verrattain laaja-alaisesta positiivisesta kehityksestä huolimatta järjestämättömien lainojen tilanne on edelleen muutamissa Euroopan maissa haastava.

Euroalueen kasvuvauhti on hidastunut nopeasti

Euroalueen BKT:n kasvu oli vuonna 2017 vahvaa (2,5 %). Vuoden 2018 aikana talouskasvu ja luottamusindikaattorit alkoivat heikentyä vuoden 2017 jälkipuoliskon huippulukemista (ks. Kuvio 9). Vielä vuoden 2018 toisella vuosineljänneksellä euroalueen BKT kasvoi etenkin investointien hyvän kehityksen ansiosta melko vahvasti. Sittemmin kasvuvauhti hidastui, kun maailmankaupan heikkeneminen muutti nettoviennin negatiiviseksi ja teollisuustuotanto supistui. Luottamusilmapiirin heikentyminen vaimensi yksityisen kulutuksen kasvua.

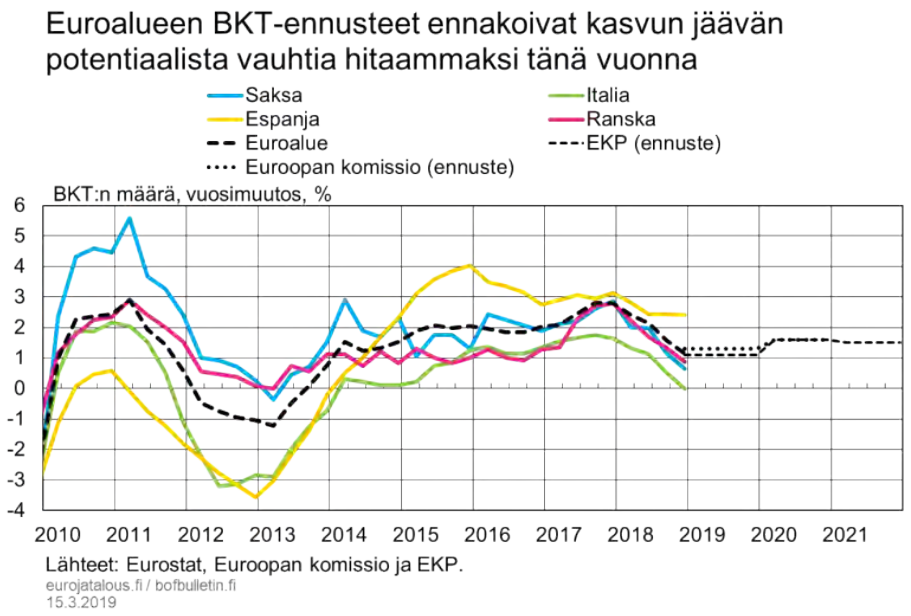
Loppuvuoden 2018 ja alkuvuoden 2019 aikana luottamusilmapiirin heikentyminen jatkui ja vientitilausten määrä väheni. Yksityisen kulutuksen indikaattoreissakaan ei ollut havaittavissa paranemista. Kasvu oli valtaosin investointien varassa.

Kuvio 9.



BKT:n kasvun euroalueella ennakoidaankin jäävän vuonna 2019 aiemmin arvioitua selvästi hitaammaksi (ks. Kuvio 10). EKP:n tuoreimman ennusteen mukaan euroalueen BKT kasvaa 1,1 % (joulukuun ennuste 1,7 %) vuonna 2019, 1,6 % (1,7 %) vuonna 2020 ja 1,5 % (1,5 %) vuonna 2021. Komission helmikuun ennusteen mukaan BKT kasvaa 1,3 % vuonna 2019 ja 1,6 % vuonna 2020.

Kuvio 10.



Yksityisen kulutuksen kasvuvauhti jää vuoden 2019 alkupuoliskolla aiemmin odotettua hitaammaksi. Yksityinen kulutus on kuitenkin euroalueen kasvun yksi tukijalka, kun kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu jatkuu työllisyystilanteen paranemisen ja työtulojen kasvun turvin.

Euroalueen investointien kasvu on ollut vuoden 2014 jälkeen laaja-alaista. Tuotannolliset investoinnit ja asuntoinvestoinnit ovat kasvaneet lähes kaikissa euroalueen maissa. Investointien kasvua tukevat alhainen korkotaso, tarve uudistaa pääomakantaa sekä aiempaa pienempi yrityssektorin velan suhde pääomaan. Investointien tarpeeseen ja kasvuun viittaa myös euroalueen kapasiteetin käyttöaste. Se oli vuoden 2018 lopulla vain hieman alempi kuin kesällä, jolloin se oli melko lähellä vuodesta 1980 alkaneen mittaushistorian korkeinta arvoa.

Euroalueen viennin kasvu euroalueen ulkopuolelle hidastui vuoden 2018 aikana. Vienti supistui etenkin Isoon-Britanniaan ja Turkkiin. Talouskasvun hidastuminen Kiinassa vaimensi myös sinne suuntautuvan viennin kasvua. Kasvulukuja ylläpiti vuonna 2018 viennin hyvä kehitys Yhdysvaltoihin. Nettoviennin näkymät ovat heikot, ja se vaikuttaa kasvua supistavasti vuoden 2019 alkupuoliskolla. Kiinan kulutuskysynnän kasvun heikentyminen, kauppapoliittiset kiistat ja brexit-epävarmuus painavat osaltaan euroalueen vientinäkymiä.

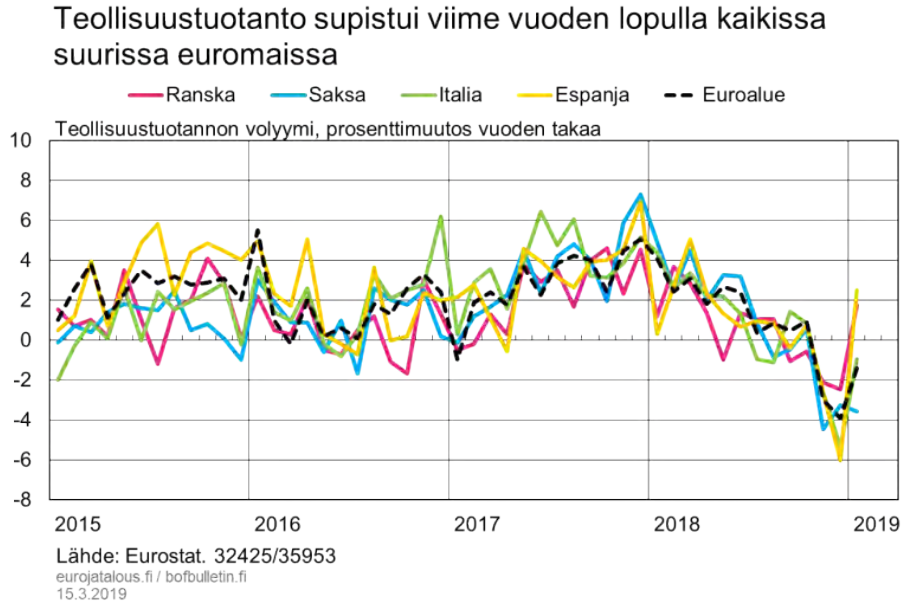
Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä oli vuoden 2018 lopulla noin 3 % suhteessa BKT:hen. Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä vakauttaa talouskehitystä, jos mahdolliset epäsuotuisat sokit toteutuvat. Toisaalta se merkitsee myös sitä, että säästäminen ylittää investoinnit, eli euroalueen investointikehitys on yhä siihen nähden vaimeaa.

Kaiken kaikkiaan euroalueen nopeimman kasvun vaiheen arvioidaan olevan ohi, ja kasvu on viime vuoden jälkimmäisellä puoliskolla hidastunut jo alle pitkän ajan tasapainoa kuvaavan potentiaalisen kasvuvauhdin. Keskeisimmät arviot euroalueen potentiaalisen tuotannon vuotuisesta kasvuvauhdista ovat viime aikoina pysyneet 1,4–1,5 prosentissa. Potentiaalisen kasvuvauhdin arvioon liittyy kuitenkin aina huomattavaa epävarmuutta.

Saksan talouden heikentyminen on yllättänyt

Kaikkien neljän suuren euromaan talousnäkymät ovat heikentyneet viime syksystä. Komissio pienensi helmikuussa niiden kaikkien BKT-kasvuennusteita tälle vuodelle – eniten Italian ja Saksan osalta. Teollisuustuotanto on kärsinyt vientikysynnän heikkoudesta ja kauppasotaan liittyvästä epävarmuudesta (ks. Kuvio 11). Lisäksi maa- ja alakohtaiset tekijät ovat koetelleet varsinkin Saksaa, Ranskaa ja Italiaa.

Kuvio 11.



Saksan talouden ja etenkin sen teollisuustuotannon heikkeneminen viime vuoden jälkipuoliskolla on ollut yllättävän nopeaa ja syvää. Vientikysynnän vaimeus yhdessä teollisuuden kotimaisten tekijöiden kanssa on syönyt luottamusta ja kasvunäkymiä. Viime vuonna vienti kasvoi hitaammin kuin tuonti, joten nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun oli negatiivinen. Teollisuustuotanto supistui viime vuoden lopulla usealla alalla – eniten autoteollisuudessa, joka on kärsinyt päästömittauksiin liittyvistä tilapäisistä ongelmista. Viime vuonna BKT kasvoi 1,5 %, mutta tämän vuoden kasvun komissio arvioi jäävän runsaan prosentin tasolle. Komissio on laskenut merkittävästi tämän vuoden ennustettaan, mutta pitänyt ensi vuoden ennusteen ennallaan, 1,7 prosentissa. Saksan talouskasvua on pitänyt yllä lähinnä kotimainen kysyntä, jota ovat tukeneet vielä hyvänä pysynyt työllisyys- ja palkkakehitys sekä alhainen korkotaso.

Ranskan BKT kasvoi viime vuonna samaa vauhtia kuin Saksassa eli 1,5 %. Tälle vuodelle Ranskassa odotetaan kuitenkin hieman hitaampaa kasvua, mutta parempaa kuin Saksassa. Poliittinen epävarmuus ja levottomuudet ovat heijastuneet kielteisesti kuluttajien luottamukseen. Epäsuosittujen rakennemuutosten on ilmoitettu jatkuvan, mutta vastapainoksi on kaavailtu julkisia menoja lisääviä myönnytyksiä. Niiden pelätään heikentävän julkisen talouden tilaa – etenkin kun Ranskan julkinen talous on jo valmiiksi alijäämäinen.

Italiassa talouskasvu on ollut jo vuosia suurten euromaiden heikointa. Sen BKT kasvoi

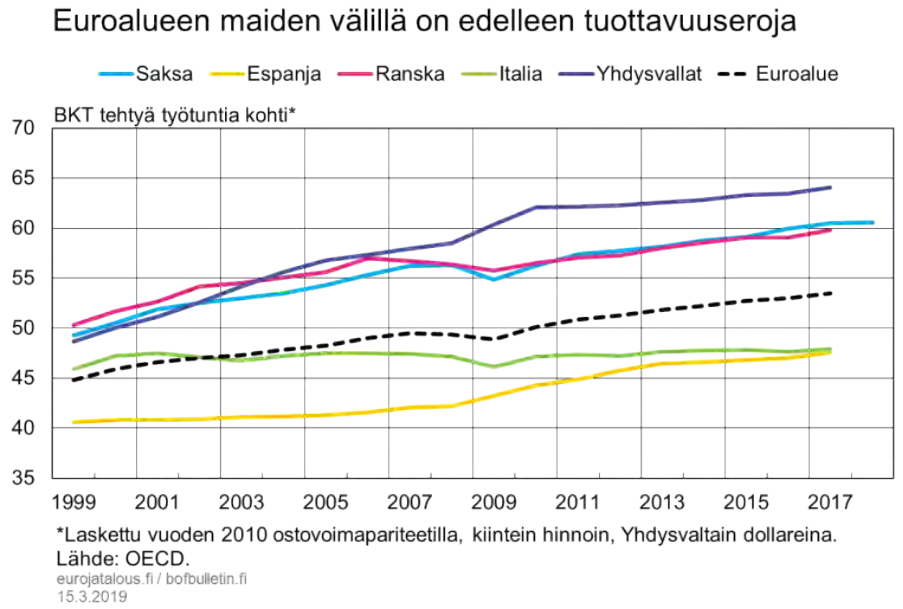
viime vuonna vain prosentin verran, ja tämän vuoden kasvun arvioidaan jäävän lähelle nollaa. Italia ajautui viime vuoden jälkipuoliskolla tekniseen taantumaan, kun BKT supistui kahdella neljänneksellä peräkkäin. Saksan tavoin myös Italiassa teollisuustuotanto supistui viime vuoden lopulla merkittävästi. Maan julkinen velka suhteessa BKT:hen on korkea (noin 130 % suhteessa BKT:hen), ja poliittisen epävarmuuden myötä viime vuonna nousseet valtionlainakorot ovat edelleen selvästi korkeampia kuin viime toukokuun alussa.

Suurten euromaiden talouskasvu on ollut vuosien ajan nopeinta Espanjassa, missä viime vuoden BKT:n kasvu ylsi 2,5 prosenttiin. Vaikka Espanjankin talouskasvu on hidastunut ja ennusteita on pienenetty, odotetaan kasvun pysyvän yhä parin prosentin tuntumassa tänä ja ensi vuonna. Myös Espanjassa teollisuustuotannon ja viennin kehitys on ollut heikompaa, mutta investoinnit ovat kasvaneet hyvin. Julkinen talous on kehittynyt parempaan suuntaan, ja julkisen velan suhteessa BKT:hen ennustetaan supistuvan – joskin hitaasti.

Vaimea tuottavuuskehitys euroalueen kasvun jarruna

Euroalueen pidemmän aikavälin näkymiä vaimentaa heikko tuottavuuden kehitys. Tuottavuuden kasvu alkoi hidastua euroalueella jo 2000-luvun alkuvuosina. Se hidastui entisestään euroalueen kriisien aikana ja on pysynyt vaimeana tähän asti. Tuottavuuden kasvu on hidastunut euroalueella laaja-alaisesti.[8] Jos vertaillaan tuottavuutta tehtyjä työtunteja kohden lasketulla BKT:llä, maiden välillä on kuitenkin selviä tuottavuuseroja (ks. kuvio 12).

Kuvio 12.



Ranskassa ja Saksassa työn tuottavuus on samalla tasolla, ja niissä tuottavuus on myös

8. Ks. myös artikkeli The slowdown in euro area productivity in a global context, EKP:n Talouskatsaus 3/2017.

kehittynyt kahdella viime vuosikymmenellä samankaltaisesti. Maat ovat edelleen Italian ja Espanjan edellä tuottavuudessa, mutta Yhdysvaltoihin verrattuna Ranskan ja Saksan tuottavuuslukemat ovat heikompia ja koko euroalueen tuottavuus on selvästi jäljessä Yhdysvalloista.

Euroalueella tuottavuuserot ovat edelleen merkittäviä. Vuonna 2017 tuottavuus oli Saksassa Espanjaan nähden 1,3-kertainen, eli suhde oli kutakuinkin sama kuin jo vuonna 2000, jolloin suhdeluku oli 1,2. Italiassa tuottavuuden kasvu on polkenut viimeiset kaksi vuosikymmentä lähestulkoon paikoillaan. Espanjassa työn tuottavuuden kasvu oli 2000-luvun alkuvuosina samalla tavalla seisahduksissa aina finanssikriisiin asti. Kriisien jälkeen tuottavuuden kasvu on alkanut nopeutua, mutta kaiken kaikkiaan kasvu on edelleen varsin hidasta. Maiden väliset tuottavuuserot eivät siis ole hävinneet kahden viime vuosikymmenen kuluessa vaan ovat olemassa edelleen, eikä niiden pieneneminen ole nyt käytettävissä olevien tietojen perusteella näköpiirissä.[9]

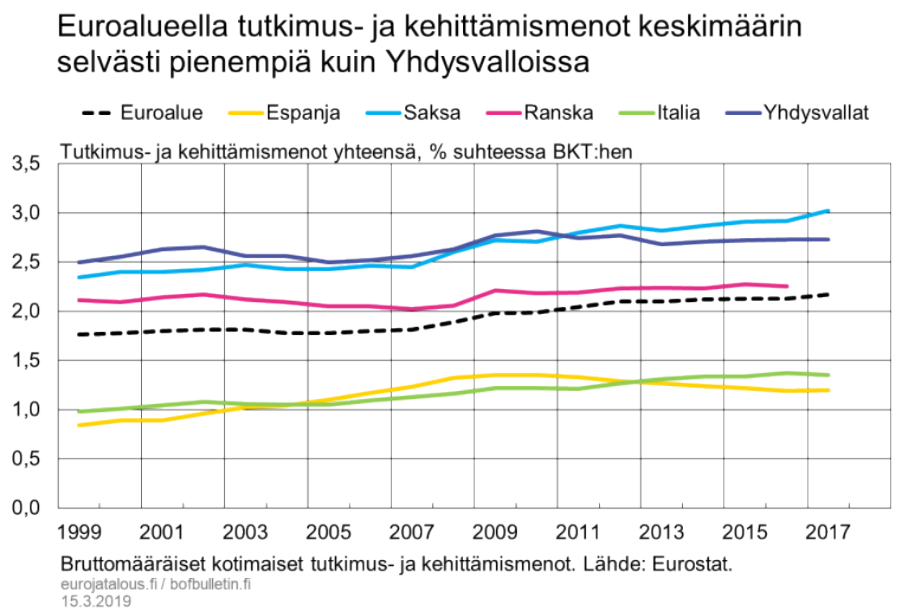
Maiden väliset tuottavuuserot heijastelevat osaltaan eroja tutkimus- ja kehittämisinvestoinneissa

Työn tuottavuuden kasvuun vaikuttavat yleensä useat eri tekijät, kuten pääomaintensiteetin kasvu, hallintokäytännöt, yritysdynamiikka sekä se, miten tehokkaasti tuotantotekijät ovat jakautuneet eri toimialoille ja eri yrityksiin. Tärkeimpiin vaikuttaviin tekijöihin kuuluvat maan innovointikyky ja sen veturina toimiva tutkimus- ja kehittämistoiminta.[10] Vaikka euroalueen sisäisten ja euroalueen ja Yhdysvaltain välisten tuottavuuserojen taustalla on siis monia eri tekijöitä, euroalueen ja Yhdysvaltain välinen tuottavuusero selittyneekin ainakin osaksi myös maiden välisillä eroilla innovaatioinvestoinneissa.[11]

Kuviossa 13 vertaillaan tutkimus- ja kehittämismenojen kehitystä euroalueen eri maissa ja Yhdysvalloissa. Euroalueen yhteenlasketut tutkimus- ja kehittämisinvestoinnit olivat vuonna 2017 suuruudeltaan 2,2 % suhteessa BKT:hen. Euroalueella innovaatioinvestoinnit suhteessa BKT:hen ovat jääneet selvästi pienemmiksi kuin Yhdysvalloissa, mikä heikentää tulevaisuudennäkymiä.

Kuvio 13.

9. Tuottavuuseroihin yhtäältä euroalueen sisällä ja toisaalta euroalueen ja Yhdysvaltain välillä ovat kiinnittäneet huomiota myös muun muassa Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) ja Euroopan komissio (ks. IMF:n vuoden 2017 raportti IMF Country Report No. 17/236: Euro Area Policies ja komission vuoden 2018 julkaisu Science, Research and Innovation Performance of the EU 2018: Strengthening the Foundations for Europe's Future).
10. Tutkimus- ja kehittämistoiminnan, innovoinnin ja tuottavuuden kasvun välisestä yhteydestä ks. Romer (1990) Endogenous Technological Change, Journal of Political Economy, Vol. 98 (5), ja Grossman ja Helpman (1991) Quality Ladders in the Theory of Growth, Review of Economic Studies, Vol. 58, s. 43–61.
11. Tutkimus- ja kehittämistoiminnan merkityksestä euroalueen tuottavuuden kasvun edistämisessä ja euroalueen ja Yhdysvaltain välisestä tuottavuuserosta ks. Euroopan komissio (2018).



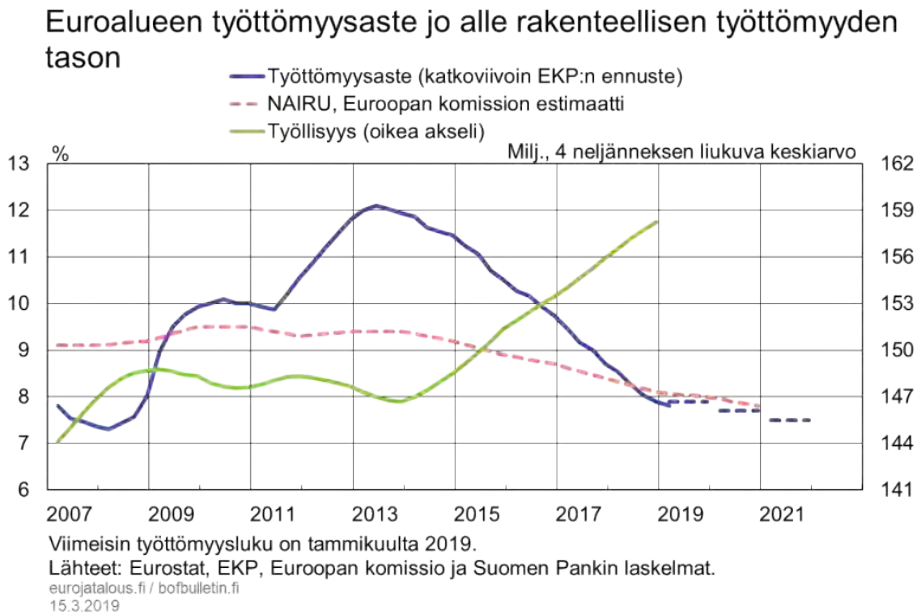
Euroalueen maiden välillä on huomattavia eroja tutkimus- ja kehittämismenoissa. Saksassa innovaatiomenot suhteessa BKT:hen olivat 3 % vuonna 2017, ja ne ovat yleensä olleet samaa luokkaa kuin Yhdysvalloissa. Ranskassakin tutkimus- ja kehittämistoimintaan liittyvät investoinnit suhteessa BKT:hen ovat olleet hieman euroalueen keskiarvoa suuremmat: vuonna 2016 ne olivat 2,3 %. Italiassa ja Espanjassa innovaatioinvestoinnit ovat sitä vastoin olleet kahtena viime vuosikymmenenä verrattain vähäisiä, ja vuonna 2017 ne olivat BKT:hen suhteutettuna Italiassa 1,4 % ja Espanjassa 1,2 %.

Euroalueen työmarkkinat ovat kiristyneet

Työttömyys on vähentynyt euroalueella edelleen vuonna 2018. Työttömyysaste on supistunut tasaisesti vuoden 2013 huipun noin 12 prosentista noin 8 prosenttiin eli alle kriisiä edeltävän euroajan keskimääräisen tason (ks. Kuvio 14). Samaan aikaan työllisten määrä on kasvanut merkittävästi ja työvoiman osallistumisaste on noussut.

Euroalueella onkin jo monin paikoin nähtävissä työvoimapulaa. Kilpailu työntekijöistä kiristyy, sillä avointen työpaikkojen osuus on kasvanut. Kyselytutkimusten mukaan monilla yrityksillä on jo pulaa osaavasta työvoimasta. Euroalueen työttömyysaste on jo arvioiden mukaan saavuttanut tasapainotyöttömyyttä kuvaavan ns. NAIRU-tason (non-accelerating inflation rate of unemployment), jolla tarkoitetaan inflaation kannalta neutraalia työttömyysastetta. EKP:n arvion mukaan työttömyys laskee lähivuosina edelleen huolimatta suhdannekehityksen heikkenemisestä.

Kuvio 14.



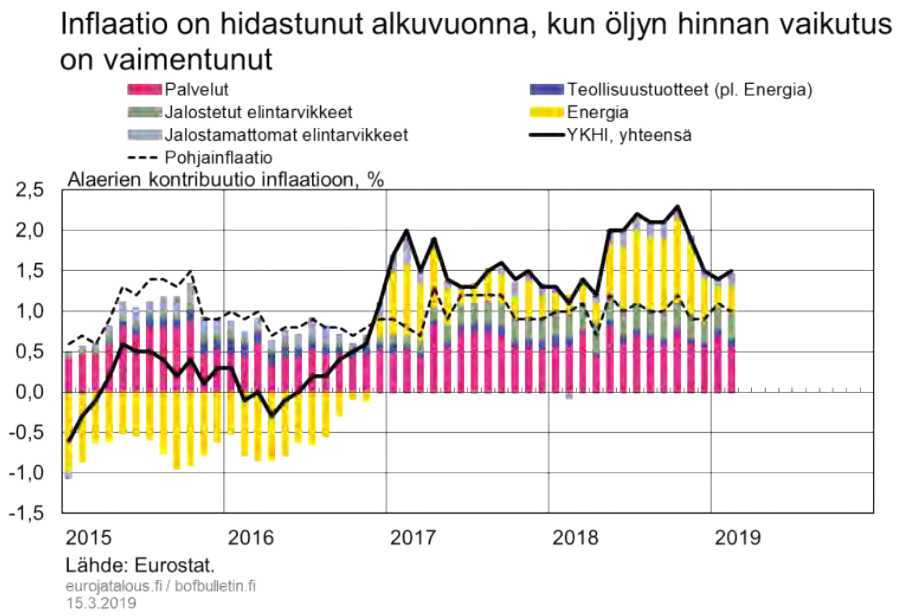
Työmarkkinatilanteessa on kuitenkin vielä huomattavia eroja eri euromaiden välillä. Erityisesti Saksassa työmarkkinat ovat jo hyvin kireät monella mittarilla mitattuna. Toisaalta nuorisotyöttömyys on edelleen merkittävä ongelma monessa euromaassa.

Palkkojen nousu ei ole vielä kiihdyttänyt pohjainflaatiota

Euroalueen inflaatio oli vuonna 2018 keskimäärin 1,7 %. Inflaatio kiihtyi toukokuussa kahden prosentin tuntumaan ja pysyi tällä tasolla marraskuuhun saakka (ks. Kuvio 15). Joulukuusta lähtien inflaatiovauhti on ollut hitaampaa.

Inflaatiota kiihdytti pääosin öljyn hinnan nousu, jonka vaikutukset inflaatioon heijastuvat sekä kustannusten kallistumisena että mekaanisesti ns. pohjavaikutusten kautta. Inflaatiota mitataan hintojen muutoksena vuodentakaiseen verrattuna. Näin vertailuajankohtaa korkeammalla öljyn hinnalla on inflaatiota kiihdyttävä vaikutus. Energian osuus vuoden 2018 inflaatiosta oli noin kolmannes. Maaliskuun alun öljyfutuurien perusteella öljyn hinta vakiintuu lähivuosina reiluun 60 dollariin barrelilta, mikä hidastaisi inflaatiota kuluvan vuoden aikana.

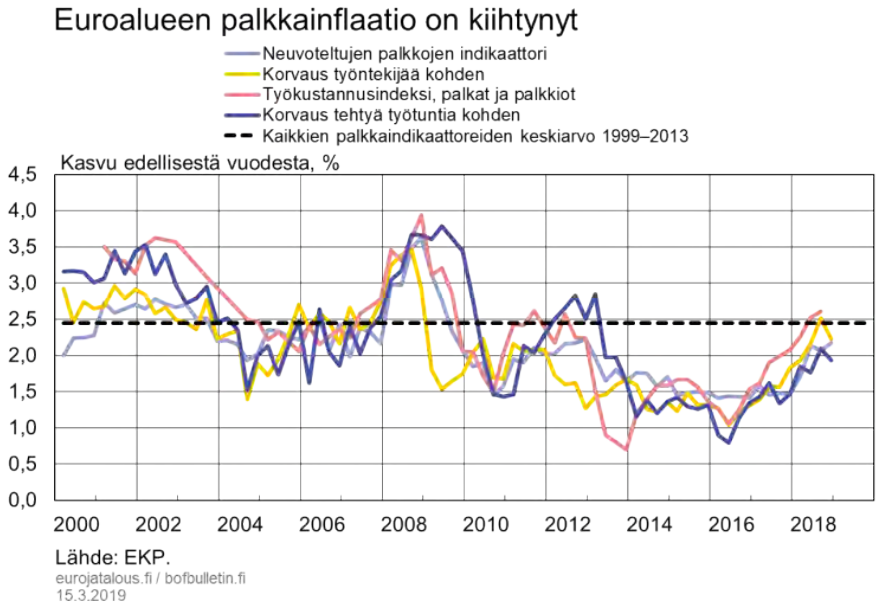
Kuvio 15.



Öljy on kuitenkin euroalueen ulkopuolinen tekijä, joka aiheuttaa inflaatioon tilapäistä heilahtelua eikä kuvaa hintamekanismin taustalla olevia pysyvämpiä tekijöitä. Hintavakaustavoitteen näkökulmasta on hyvä tarkastella myös energian ja ruuan hintavaikutuksista puhdistettua ns. pohjainflaatiota. Se heijastaa keskeisesti euroalueen sisäisiä hintapaineita ja on vuodesta 2014 lähtien pysynyt sitkeästi noin yhden prosentin tasolla.

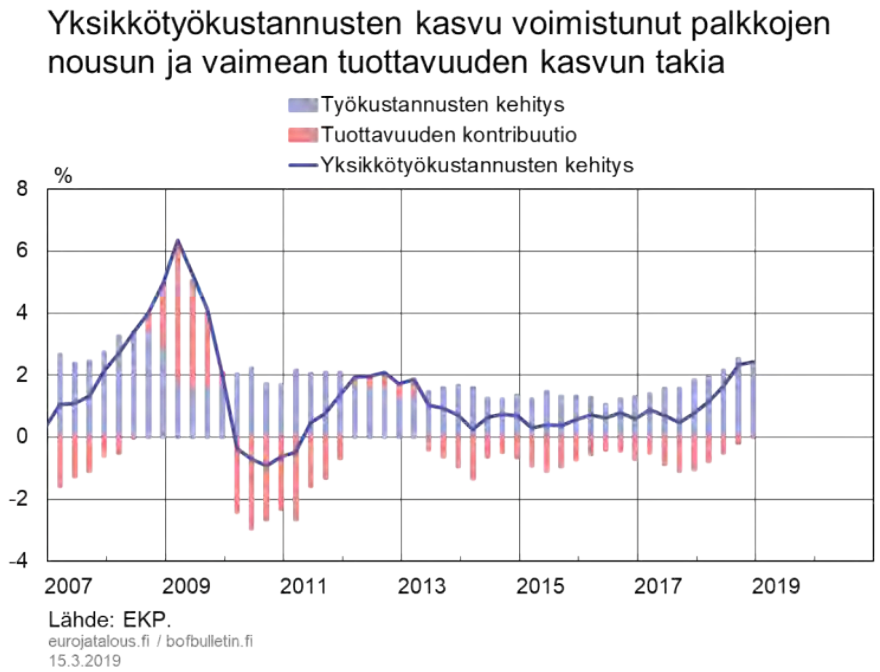
Pohjainflaatiota on hillinnyt euroalueella pitkään jatkunut palkkojen vaisu kasvuvauhti. Vuodesta 2017 lähtien palkat ovat kuitenkin nousseet tasaisesti (ks. Kuvio 16). Se tuo inflaatiopaineita kustannusten nousun ja kuluttajien ostovoiman kasvun kautta.

Kuvio 16.



Samanaikaisesti viime aikoina suhteellisen vaisuna pysynyt tuottavuuskehitys on johtanut yksikkötyökustannusten nousuun (ks. Kuvio 17). Jos yritysten voittomarginaalit pysyvät ennallaan, tämä lisää yritysten paineita nostaa hintoja. Palkkainflaation kiihtymistä edesauttaa euroalueen talouskasvun jatkuminen ja kireät työmarkkinat. Euroalueen tuotantokuilu, joka mittaa talouden todellisen ja potentiaalisen tuotannon erotusta, on sulkeutunut. Työttömyys on laskenut jo luonnollisen tasonsa (NAIRU) alapuolelle. Talouden kapasiteetti on siis koko lailla täydessä käytössä, mikä johtaa siihen, että kilpailu vähistä resursseista luo paineita nostaa palkkoja. Palkkojen nousuvauhdin kiihtyminen ei kuitenkaan toistaiseksi ole näkynyt pohjainflaatiovauhdin kiihtymisenä. Yhtenä syynä tähän on esitetty sitä, että yritykset siirtävät osan nousseista kustannuksista omalle kontolleen pienentämällä voittomarginaalejaan. Myös palkkojen nousun syyt vaikuttavat siihen, miten voimakkaasti se heijastuu inflaatioon.[12] Lisäksi hitaan inflaation vallitessa kallistuneet työkustannukset saattavat siirtyvät hintoihin hitaammin.[13]

Kuvio 17.



Sekä markkinainformaatiosta johdetut että kyselytutkimusten mukaiset inflaatio-odotukset ovat heikentyneet (ks. Kuvio 18). Markkinaperusteiset inflaatio-odotukset ovat alentuneet jo viime kesästä lähtien. Huomionarvoista on erityisesti suhdannesyklin yli ulottuvan pidemmän aikavälin odotusten heikentyminen, mikä jatkuessaan voi johtaa itseään ruokkivaan kierteeseen ja aiheuttaa hintojen kasvuvauhdin hidastumisen.

Kuvio 18.

12. Ks. ECB Economic Bulletin 5/2018: The role of wages in the pick-up of inflation.

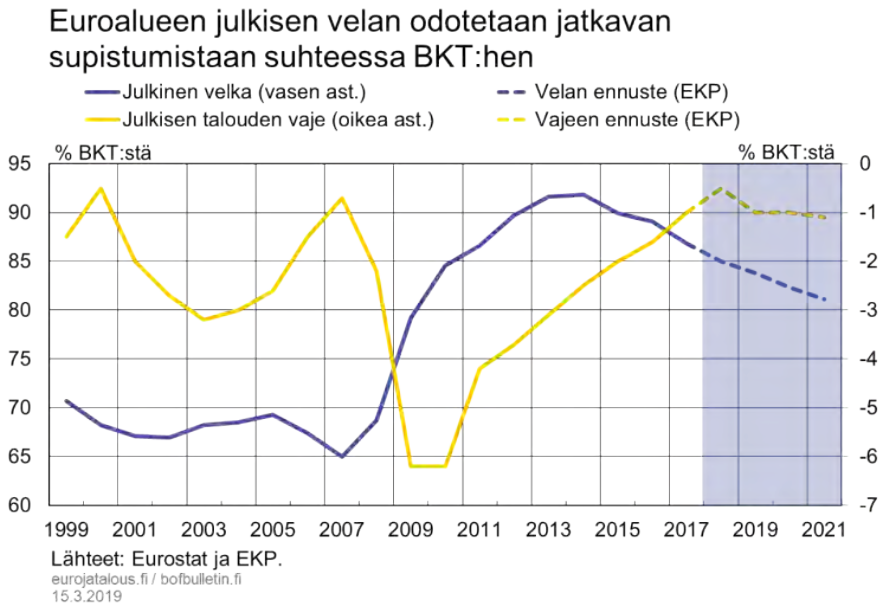
13. Ks. Bobeica, Ciccarelli ja Vansteenkiste (2019) The link between labor cost and price inflation in the euro area, ECB Working Paper No. 2235/2019.

Viime vuoden loppuun verrattuna inflaationäkymät ovat jonkin verran heikentyneet. Tuoreimmissa ennusteissaan sekä EKP että komissio pienensivät inflaatioarvioitaan. Inflaatiovauhti hidastuu kuluvan vuoden aikana selvästi lähinnä öljyn hinnan pohjavaikutusten takia. Pohjavaikutusten poistuttua inflaatio kiihtyy vähitellen. Komission arvion mukaan tämän ja seuraavan vuoden inflaatiovauhti jää 1,5 prosentin tuntumaan. Tämä on kutakuinkin yhteneväinen EKP:n maaliskuisen ennusteen kanssa, jonka mukaan inflaatio on 1,2 % vuonna 2019, 1,5 % vuonna 2020 ja 1,6 % vuonna 2021.

Euroalueen finanssipolitiikka hieman aiempaa kevyempää

Euroalueen julkinen velka supistui noin 85 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2018. Velkasuhteen odotetaan pienenevän edelleen, mutta säilyvän silti lähivuosina finanssikriisiä edeltävän tason (alle 70 % BKT:stä) yläpuolella (ks. Kuvio 19). Saksassa julkinen velka oli noin 60 % suhteessa BKT:hen vuonna 2018, Ranskassa ja Espanjassa lähes 100 % ja Italiassa 130 %. Maakohtaisten erojen odotetaan pysyvän suurina. Euroalueen julkisen talouden kokonaisvaje supistui noin 0,5 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2018. Sen odotetaan hieman suurenevan.

Kuvio 19.



Julkisen velan suhteessa BKT:hen odotetaan supistuvan euroalueella pääasiassa siksi, että BKT:n nimelliskasvun odotetaan säilyvän julkisen velan korkoa suurempana samaan aikaan kun perusjäämä pysyy positiivisena. Finanssipolitiikan odotetaan olevan hieman elvyttävää lähivuosina. Syitä elvyttävään viritykseen ovat suunniteltu eläkeuudistusten peruminen ja kansalaistulo Italiassa sekä tuloverojen ja sosiaaliturvamaksujen alentaminen esimerkiksi Saksassa ja Alankomaissa.

Blanchard (2019) on nostanut esille näkökulman, jonka mukaan julkisesta velasta ei välttämättä aiheudu julkiselle taloudelle kustannuksia tilanteessa, jossa julkisen velan koron odotetaan pysyvän BKT:n nimelliskasvua pienempänä pitkän aikaa.[14] Euroalueen näkökulmasta tällaiset olosuhteet eivät päde kaikissa maissa, kuten Italian valtionlainakorkojen nousu vuonna 2018 kouriintuntuvasti osoitti (ks. Kuvio 20 riskiosiossa).[15] Velkaantuneissa maissa julkisen talouden asteittainen sopeuttaminen vahvistaisi rahoitusmarkkinoiden luottamusta ja laajentaisi finanssipoliittista liikkumavaraa.

Maailmantaloudessa ennustettua heikomman kehityksen uhka yhä suuri

Maailmantalouden odotetaan lähivuosina kasvavan noin 3,5 % vauhdilla, mutta näkymiä varjostavat kasvun heikentymiseen viittaavat riskit. Erityisesti euroalueen ulkopuolelta tulevien poikkeuksellisten tapahtumien todennäköisyys on kasvanut. Tämä on osaltaan heijastunut volatiliteettina rahoitusmarkkinoilla. Euroalueen tavarakaupan kolme tärkeintä kauppakumppania ovat Yhdysvallat, Iso-Britannia ja Kiina. Kaikissa näissä talouksissa on huomattavia negatiivisen kehityskulun riskejä.

14. Ks. Blanchard (2019) Public Debt and Low Interest Rates, AEA Presidential Lecture, tammikuu 2019.
15. Italian valtionlainakorkojen nousun talouskasvua heikentävästä vaikutuksesta ks. Blanchard ja Zettelmeyer (2018) The Italian Budget: A Case of Contractionary Fiscal Expansion?, PIIE Realtime Economic Issues Watch, lokakuu 2018.

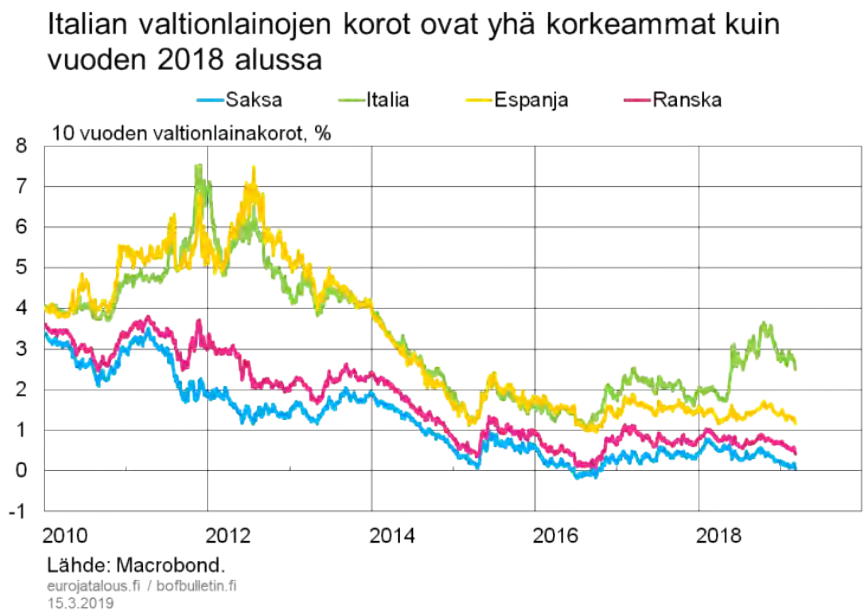
Ison-Britannian EU-eron eli brexitin lopullinen muoto oli vielä maaliskuun alussa epäselvä, vaikka sen pitäisi alkuperäisen aikataulun mukaan toteutua 29.3.2019. Ison-Britannian parlamentti ei vielä maaliskuun alussa ollut hyväksynyt EU:n kanssa neuvoteltua hallittuun ja pehmeään eroon tähtäävä erosopimusta. Sopimuksettomalla brexitillä olisi merkittävät negatiiviset vaikutukset Ison-Britannian kauppaan muiden EU-maiden kanssa ja myös sen talouden pitkän ajan näkymiin. Brexit heikentää eniten Ison-Britannian taloutta. Koska Iso-Britannia on euroalueen tärkeä kauppakumppani, sopimukseton brexit näkyisi myös euroalueen viennin ja talouskasvun heikentymisenä. Vaikutukset olisivat merkittävät erityisesti Irlannille, mutta Iso-Britannia on tärkeä kauppakumppani myös esimerkiksi Alankomaille ja Belgialle.[16] Eniten Isoon-Britanniaan viedään euroalueelta koneita, laitteita ja kulkuvälineitä. Neuvotteluperiodin merkittävä venyminen pitkittäisi epävarmuuden jatkumista ja hidastaisi investointeja ja vientiä.

Myös Yhdysvaltojen kauppa- ja finanssipolitiikkaan liittyy huomattavia negatiivisia kasvuriskejä (ks. artikkeli Vaihtoehtoislaskelmia Yhdysvaltojen finanssi- ja kauppapolitiikan kärjistymisen globaaleista vaikutuksista). Protektionististen toimien osalta Yhdysvallat on sopinut EU:n ja Kiinan kanssa neuvotteluperiodista, jolloin osapuolet pidättäytyvät uusista tullikorotuksista. Tämä on rauhoittanut tilannetta, mutta mikäli neuvotteluperiodilla ei päästä sopimukseen, kansainvälisen kaupan esteet uhkaavat laajentua.[17] Toisaalta kestävän sovun saavuttaminen vähentäisi epävarmuutta, tekisi parhaimmillaan kansainvälisestä kaupasta entistä reilumpaa ja voisi tuoda positiivisia kasvuvaikutuksia.

Kiina on velkaantunut nopeasti, ja vastaava kehitys on johtanut lähes kaikissa muissa maissa BKT:n kasvun nopeaan hidastumiseen. Viime vuoden lopulla Kiinan talouskehitys on laaja-alaisesti heikentynyt. Ristiriitaisten tavoitteiden paineissa tempoilevaksi muuttunut talouspolitiikka yhdessä kasvun hidastumisen ja velkaongelman pahentumisen kanssa merkitsee sitä, että markkinahäiriöiden määrä voi kasvaa. Toimijoiden on syytä varautua ennustettua voimakkaampaan kasvun hidastumiseen. Kiinan kasvun jyrkällä hidastumisella voisi olla merkittäviä vaikutuksia maailmantalouden luottamusilmapiiriin, raaka-aineiden hintoihin, maailmankauppaan ja maailmantalouden kasvuun. Kiinan kasvun heikentyminen voi kärjistää ongelmia myös muissa nousevissa talouksissa.

Kuvio 20.

16. Belgian keskuspankin selvitys brexit-vaikutuksista EU-alueelle: Bisciari (2019): A survey of the long-term impact of Brexit on the UK and the EU27 economies, National Bank of Belgium Working Paper no. 366 ja Englannin keskuspankin laskelmat Brexit-vaikutuksista Isoon-Britanniaan: BoE (2018) EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability: A response to the House of Commons Treasury Committee.
17. Protektionististen toimien talousvaikutuksia on arvioitu esimerkiksi seuraavissa artikkeleissa: Euro & talous (4/2018) Kauppapoliittiset jännitteet varjostavat talousnäkymiä, julkaistu 4.10.2018, sekä EKP (2018) Implications of rising trade tensions for the global economy, EKP Bulletin 3/2018.



Euroalueen sisäisistä, heikompaan kasvuun viittaavista riskeistä keskeisin on joidenkin euroalueen maiden finanssipolitiikkaan ja rahoitusmarkkinoiden epävarmuuteen liittyvät kehityskulut. Erityisesti Italian valtionlainojen riskilisät ovat yhä koholla. Komission arvion mukaan kaikkien jäsenmaiden vuoden 2019 budjettiesitykset noudattivat vakaus- ja kasvusopimusta. Osassa jäsenmaita velkatasot ovat kuitenkin yhä korkealla, ja komission arvion mukaan näiden maiden talouskehityksessä on keskipitkällä aikavälillä merkittäviä riskejä. Riskien vähentämiseksi jäsenmaiden pitäisi huolehtia riittävän finanssipoliittisen liikkumavaran rakentamisesta. Talouden rakenteiden parantamisella pystyttäisiin pienentämään euroalueen rakennetyöttömyyttä ja mahdollisesti kohentamaan kriisin jälkeistä heikkoa tuottavuuskehitystä. Uhkana on, että euroalueen yleinen näkymien heikkeneminen voi hidastaa julkisen velkaantuneisuuden pienenemistä ja pankkisektorin tilan kohenemista useassa maassa.

Avainsanat

euroalue, inflaatio, kansainvälinen talous, rahapolitiikka

EKP:n pitkät rahoitusoperaatiot kasvattaneet pankkien luotonantoa yksityiselle sektorille

15.3.2019 11:00 • EURO & TALOUS 1/2019 • RAHAPOLITIIKKA

EKP on tukenut euroalueen pankkien luotonantoa viime vuosina tarjoamalla pankeille pitkäkestoista rahoitusta. Erityisesti viimeisimmässä pitkien rahoitusoperaatioiden sarjassa tavoitteena on ollut kannustaa pankkeja lisäämään luototustaan yksityiselle sektorille. Pitkät rahoitusoperaatiot ovat olleet keskeinen osa EKP:n viime vuosien epätavanomaista rahapolitiikkaa, ja erityisesti viimeisin operaatioiden sarja näyttäisi kasvattaneen pankkien luotonantoa yrityksille.

EKP:n neuvosto päätti maaliskuussa 2016 toteuttaa sarjan uusia kohdennettuja pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita (targeted longer-term refinancing operations eli TLTRO II), joissa pankit saivat edullisin ehdoin pitkäaikaista rahoitusta keskuspankilta. Ensimmäiset TLTRO II -luotot erääntyvät kesällä 2020.

Kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden tavoitteena on ollut tehostaa rahapolitiikan välittymistä reaalitalouteen kannustamalla pankkeja kasvattamaan luotonantoa yrityksille ja kotitalouksille. Luotontarjonnan lisäys kasvattaa investointeja ja kulutusta, jotka puolestaan lisäävät kokonaistuotantoa, vähentävät työttömyyttä ja tukevat näin osaltaan pääsyä EKP:n hintavakaustavoitteeseen. TLTRO:t ovat olleet osa EKP:n epätavanomaista rahapolitiikkaa, johon on rahoitusoperaatioiden lisäksi kuulunut mm. arvopaperien osto-ohjelmia.[1]

TLTRO II:ssa pankeille tarjottiin edullista pitkäaikaista keskuspankkiluottoa vakuuksia

1. Muista epätavanomaisista välineistä ja niiden käyttöönoton syistä voi lukea esimerkiksi artikkelista Finanssikriisi muutti rahapolitiikan välineitä mutta ei tavoitteita.

vastaan. EKP aloitti neljän neljännesvuosittain järjestetyn kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjan kesällä 2016. Näissä operaatioissa pankeilla oli mahdollista saada rahoitusta neljäksi vuodeksi määrä, joka oli enintään 30 % operaation ehdot täyttävästä lainakannasta tammikuun 2016 lopussa.[2] Operaatioissa käytettävä korko oli perusrahoitusoperaatioiden korko. Pankeille annettiin kuitenkin vahva kannustin lisätä luotonantoaan: mikäli TLTRO II -luottoa ottanut pankki kasvatti luotonantoaan yrityksille ja kotitalouksille (pl. asuntolainat) riittävästi, keskuspankkiluoton korko aleni parhaimmillaan negatiiviseksi (–0,40 %).[3] TLTRO II:ta ennen EKP oli toteuttanut usean vuoden pituisia rahoitusoperaatioita jo loppuvuodesta 2011 alkaen.[4] Uudet vuonna 2016 aloitetut operaatiot poikkesivat aiemmista operaatioista, sillä ne sisälsivät selvästi aiempaa voimakkaammat kannustimet lisätä luotonantoa yrityksille ja kotitalouksille.

TLTRO II kelpasi pankeille hyvin, ja sitä nostettiin yhteensä 739 mrd. euron edestä.[5] Kuviossa 1 on esitetty EKP:n kaikkien rahoitusoperaatioiden kokonaismäärän kehitys. Kuten kuviosta havaitaan, pankkien ottamat keskuspankkiluotot koostuvat tällä hetkellä lähestulkoon pelkästään TLTRO II:sta. Vaikka pankit voivat ottaa myös lyhyttä keskuspankkiluottoa, TLTRO II:n osuus kaikista luotto-operaatioista on tällä hetkellä noin 98 %. Loput 2 % koostuvat viikon ja kolmen kuukauden pituisista operaatioista. Yhteensä EKP:n rahoitusoperaatioita on tällä hetkellä avoinna noin 730 mrd. Luotto-operaatiot ovat täten merkittävä osa (n. 16 %) myös eurojärjestelmän tämänhetkisestä taseesta, jonka suuruus on likimain 4 700 mrd. euroa.

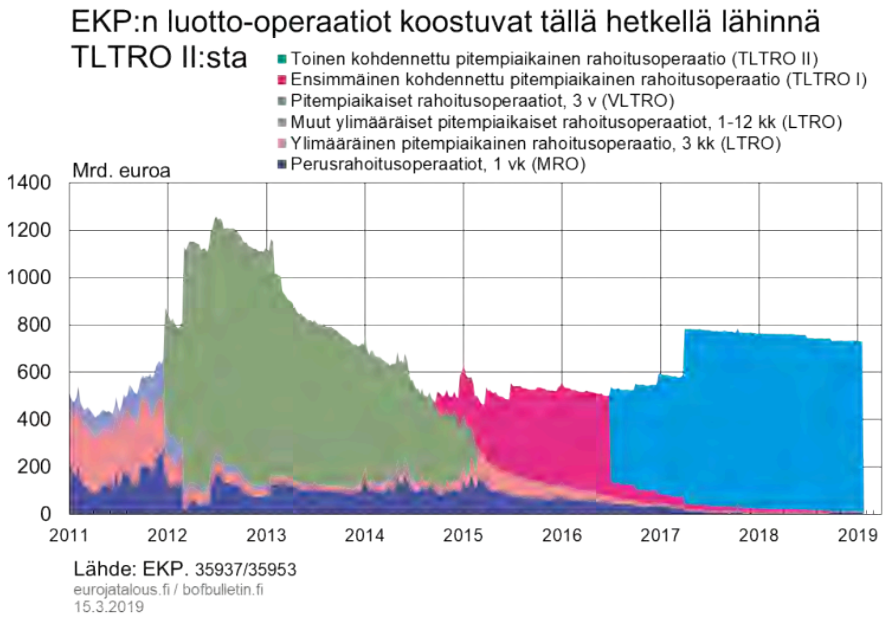
Kuvio 1.

2. Ehdot täyttävä lainakanta oli kotitalouslainojen (pl. asuntolainat) ja yrityslainojen summa vähennettynä vuonna 2014 nostetuilla takaisin maksamattomilla TLTRO-luotoilla.

3. Teknisistä yksityiskohdista voi lukea EKP:n tiedotteesta: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_1.en.html.

4. Joulukuussa 2011 ja helmikuussa 2012 toteutettiin pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita (ns. VLTRO), jossa luottojen juoksuaika oli kolme vuotta. Syyskuusta 2014 kesäkuuhun 2016 toteutettiin ensimmäinen TLTRO-ohjelma, jossa juoksuajat vaihtelivat nostoajankohdasta riippuen kahdesta neljään vuoteen.

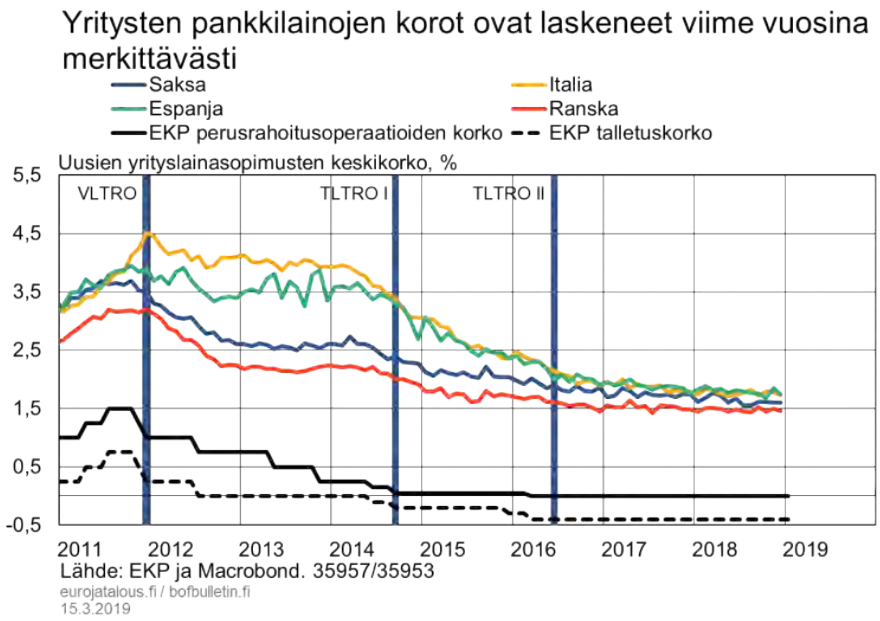
5. Ensimmäisessä operaatiossa kesäkuussa 2016 yhteensä 514 pankkia nosti TLTRO II-luottoa 399 mrd. euron edestä. Yksittäisistä operaatioista EKP ilmoittaa esim. rahoitusta hakeneiden pankkien lukumäärän ja operaatiosta nostetun kokonaiseuromäärän: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html.



Euroalueen rahapolitiikan yhtenä ongelmana oli vuosina 2013–2014 se, että alhaiset korot eivät välittyneet pankkien antolainauskorkoihin ja että pankkien lainananto yrityksille oli vaimeaa. Kuviosta 2 havaitaan, että pankkien antolainauskorot eivät laskeneet vuosina 2013–2014 siitä huolimatta, että EKP:n neuvosto laski ohjauskorkoa. Kohdennetuilla operaatioilla EKP:n neuvosto on pyrkinyt alentamaan pankkien pidempiaikaisia rahoituskustannuksia ja tätä kautta laskemaan yritysten pankkilainojen korkoja. Kuten kuviosta havaitaan, EKP:n luotonantoa tukevat toimet näyttäisivätkin tehonneen yhdessä muiden korkotasoa alentaneiden toimien, kuten ohjauskorkojen laskun ja laajennetun osto-ohjelman, kanssa. Rahoitusoperaatioiden aikaansaama pankkien varainhankinnan kustannusten lasku laski yrityslainojen korkoja myös tutkimustiedon perusteella.[6] Havaittua kehitystä selittää kuitenkin myös moni muu tekijä, kuten vähentynyt epävarmuus.

Kuvio 2.

6. Esimerkiksi Altavilla ym. (2019) sekä van Dijk ja Dubovik (2018) ovat havainneet TLTRO-luottojen laskeneen yrityslainojen korkoja.



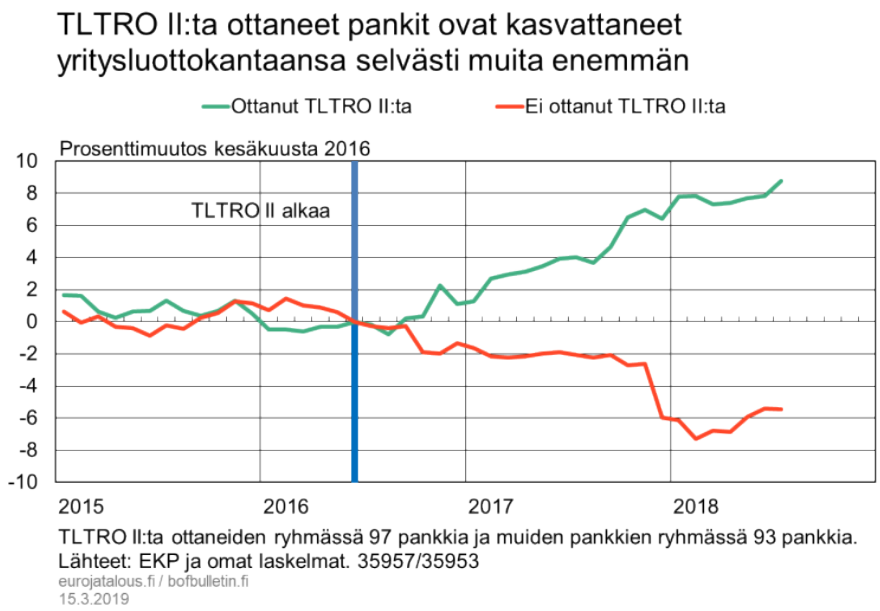
TLTRO II -luottoa ottaneet pankit näyttävät kasvattaneen yritysluotonantoaan enemmän kuin ne pankit, jotka eivät osallistuneet operaatioihin.[7] Kuviossa 3 on tarkasteltu, miten pankkien keskimääräinen yritysluottokanta on kehittynyt näissä kahdessa ryhmässä: vihreä viiva kuvaa TLTRO II -luottoa ottaneiden pankkien luottokantojen keskimääräistä kehitystä ja punainen viiva operaatioihin osallistumattomien pankkien keskimääräistä luottokannan kehitystä. Luottokannat kehittyivät hyvin samalla tavalla kesään 2016 asti. TLTRO II:n alkamisen myötä operaatioihin osallistuneiden pankkien luottokanta alkoi kuitenkin kasvaa voimakkaasti, kun taas muiden pankkien luottokannat supistuivat. TLTRO II siis mitä todennäköisimmin kasvatti operaatioihin osallistuneiden pankkien yritysluotonantoa.[8] Vastaava kehitys havaitaan myös, kun tarkastellaan kulutusluottoja. Operaatioiden kohdentaminen yritys- ja kotitalouslainanantoon näyttää siis toimineen halutusti.

EKP:n rahoitusoperaatiot ovat herättäneet myös kritiikkiä. Esimerkiksi Crosignani ym. (2017) havaitsevat vuosina 2011 ja 2012 toteutettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (VLTRO) lisänneen pankkien valtionlainaostoja ja siten pahentaneen pankkien ja valtioiden välistä kohtalonyhteyttä. Vuodesta 2014 alkaen myönnetyt TLTRO-luotot ovat kuitenkin olleet vahvasti kohdennettuja reaalitalouteen suuntautuvaan luotonantoon, toisin kuin VLTRO-luotot.

Kuvio 3.

7. Tarkastelussa hyödynnetään EKP:n IBSI-aineistoa, joka sisältää tiedot noin 300 pankin taseista kuukausitasolla. Osa pankeista on jätetty pois tarkastelusta puuttuvien tietojen vuoksi tai siksi, ettei niillä ole taseessaan yrityslainoja.

8. TLTRO II -luottoja koskeva tutkimus on keskittynyt analysoimaan vaikutuksia korkoihin (ks. alaviite 6). Andrade ym. (2018), Boeckx, De Sola Perea ja Peersman (2017), Boeckx, Dossche ja Peersman (2017), Carpinelli ja Crosignani (2017) sekä Darracq-Paries ja De Santis (2015) havaitsevat aiempien kohdentamattomien VLTRO-luottojen lisänneen pankkien luotonantoa, joten on syytä olettaa luotonantoon kohdennettujen TLTRO-luottojen kasvattaneen pankkien luotonantoa merkittävästi.



Koska EKP:n rahoitusoperaatiot ovat kasvattaneet pankkien luotonantoa, ne ovat myös välillisesti lisänneet kulutusta ja investointeja sekä kiihdyttäneen inflaatiota.[9] EKP:n viimeaikaiset rahoitusoperaatiot ovat siis vieneet kansantalouden kehitystä EKP:n tavoittelemaan suuntaan. TLTRO II -luottoja on ollut mahdollista maksaa takaisin ennenaikaisesti jo viime kesästä lähtien. Ani harva pankki on tosin halunnut maksaa edullista keskuspankkiluottoa vielä takaisin.

Maaliskuussa EKP:n neuvosto päätti uudesta kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjasta (TLTRO III). TLTRO III käynnistyy syyskuussa 2019 ja operaatiot toteutetaan neljännesvuosittain maaliskuuhun 2021 asti. Jokaisen operaation maturiteetti on kaksi vuotta ja korko on indeksoitu perusrahoitusoperaatioiden korkoon kunkin operaation koko voimassaoloajaksi. Pankeilla on mahdollista saada TLTRO III-luottoa määrä, joka on enintään 30 % niiden operaation ehdot täyttävästä lainakannasta helmikuun 2019 lopussa. Myös uusissa operaatioissa on mukana kannustinmekanismeja, joilla varmistetaan luotonantotilanteen pysyminen suotuisana[10]. Uusilla operaatioilla ylläpidetään edelleen pankkien suotuisaa varainhankintatilannetta ja rahapolitiikan sujuvaa välittymistä.

Lähteet

Altavilla, C., Canova, F. & Ciccarelli, M. (2019) Mending the broken link: heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through. Journal of Monetary Economics.

Andrade, P., Cahn, C., Fraisse, H. & Mésonnier, J. S. (2018) Can the Provision of Long-term Liquidity Help to Avoid a Credit Crunch? Evidence from the Eurosystem's LTRO. Journal of the European Economic Association.

9. TLTRO:n osalta vaikutuksia ovat tutkineet Balfoussia ja Gibson (2016), VLTRO:n osalta puolestaan Boeckx, Dossche ja Peersman (2017) sekä Darracq-Paries ja De Santis (2015).
10. Lisätietoja TLTRO III- sarjan tarkoista ehdoista annetaan myöhemmin.

Balfoussia, H. & Gibson, H. D. (2016) Financial conditions and economic activity: the potential impact of the targeted long-term refinancing operations (TLTROs). Applied Economics Letters 23(6), 449–456.

Boeckx, J., De Sola Perea, M. & Peersman, G. (2017) The transmission mechanism of credit support policies in the Euro Area.

Boeckx, J., Dossche, M. & Peersman, G. (2017) Effectiveness and Transmission of the ECB's Balance Sheet Policies. International Journal of Central Banking 13(1), 297–333.

Carpinelli, L. & Crosignani, M. (2017) The effect of central bank liquidity injections on bank credit supply.

Crosignani, M., Faria-e-Castro, M. & Fonseca, L. (2017) The (unintended?) consequences of the largest liquidity injection ever.

Darracq-Paries, M. & De Santis, R. A. (2015) A non-standard monetary policy shock: The ECB's 3-year LTROs and the shift in credit supply. Journal of International Money and Finance 54, 1–34.

Dijk, M. van & Dubovik, A. (2018). Effects of Unconventional Monetary Policy on European Corporate Credit. CPB Discussion Paper, 372.

Avainsanat

euroalueen pankkisektori, luotonanto, pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot, TLTRO

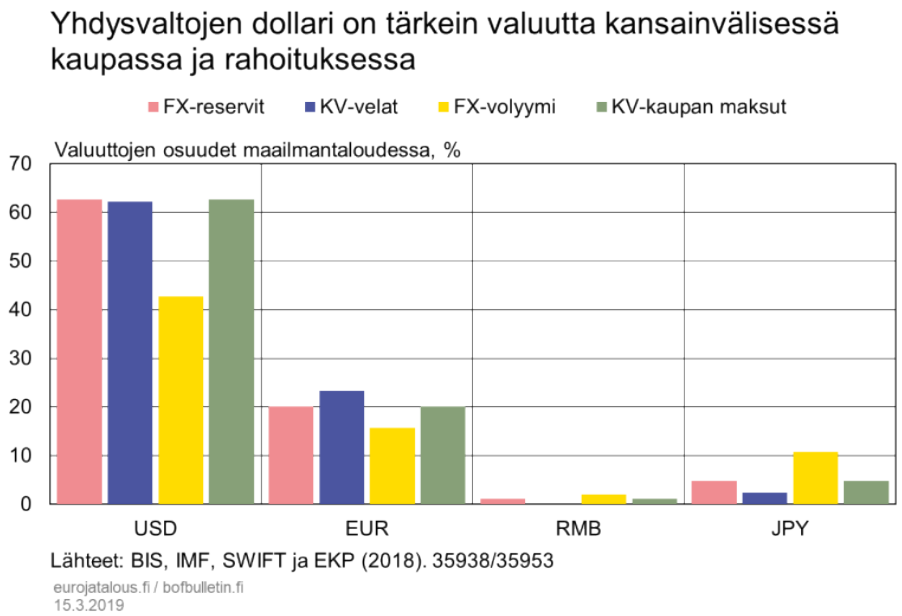
Dollarin valta-aseman vuoksi Yhdysvaltojen riskit ovat muidenkin riskejä

15.3.2019 11:00 • EURO & TALOUS 1/2019 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Yhdysvaltojen dollarin dominoiva asema altistaa muut maat Yhdysvaltojen talouden kehityksen ja politiikan muutoksille ja luo globaalin tason järjestelmäriskejä. Dollarin aseman on odotettu heikentyvän ajan myötä, kun muiden talousalueiden ja niiden valuuttojen rooli kasvaa. Koska realistiset kilpailijavaluutat puuttuvat, dollarin valta-aseman heikentyminen on kuitenkin tällä hetkellä melko epätodennäköistä, mikä korostaa tarvetta yhteistyöhön kansainvälisen rahoitusjärjestelmän riskienhallinnassa.

Yhdysvaltojen dollari on ollut merkittävin kansainvälinen valuutta toisen maailmansodan jälkeisestä Bretton Woods -järjestelmästä lähtien. Järjestelmän kaatumisesta ja 1970-luvun epävakaista vuosista huolimatta Yhdysvaltojen dollarin säilytti asemansa turvasatamana ja tärkeimpänä reservivaluuttana. Reservivaluutta-asemansa lisäksi dollari on vakiinnuttanut asemansa myös tärkeimpänä kansainvälisenä valuuttana, jota käytetään laskentayksikkönä kansainvälisessä kaupankäynnissä, maksuliikenteessä ja rahoitussitoumuksissa (kuvio 1).

Kuvio 1.



Dollarikeskeistä rahoitusjärjestelmää on kritisoitu vuosikymmenien kuluessa useista eri syistä. Dollarin keskeinen rooli altistaa muut maat Yhdysvaltojen talouden kehityksen ja politiikan muutoksille ja tekee Yhdysvaltojen ulkopuoliset maat riippuvaiseksi dollarien häiriöttömästä välityksestä (IMF 2016). Yhdysvaltojen on myös sanottu olevan etuoikeutetussa asemassa (exorbitant privilege) muihin nähden hyötyessään valuuttansa asemasta. Hyödyistä keskeisin on reservisijoituskysynnästä johtuvat alhaisemmat rahoituskustannukset (Canzoneri ym., 2013). Viime vuosina poliittisen epävarmuuden kasvu on lisännyt kritiikkiä dollarin nykyasemaa kohtaan entisestään. Kansainvälinen rahoitusjärjestelmä nojaa luottamukseen, jota tämänhetkinen poliittinen arvaamattomuus ja heikentyvät edellytykset kansainväliseen yhteistyöhön eivät tue.

Yhden hallitsevan välitysvaluutan (ns. vehichle currency) olemassaolo helpottaa kaupankäyntiä ja rahoituksenvälitystä, mutta luo myös järjestelmätason riskejä. Yksi keskeinen haavoittuvuus – dollarirahoituksen rakenteellinen likviditeettiriski – paljastui finanssikriisissä, kun lyhytaikaisen dollarirahoituksen tarjonta supistui äkillisesti epävarmuuden kasvettua[1]. Palauttaakseen rahoitusvakauden kansainvälisille rahoitusmarkkinoille Yhdysvaltojen keskuspankin täytyi tarjota dollarilikviditeettiä useisiin keskuspankkeihin Yhdysvaltojen ulkopuolelle.

Toisen järjestelmäriskin muodostaa Yhdysvaltojen liittovaltion pitkän aikavälin velkakestävyys, mikä on noussut esille Yhdysvaltojen finanssipoliittisen elvytyksen yhteydessä. Kirjallisuudessa esitetyn ns. Triffinin dilemman mukaan reservisijoituskysynnän aiheuttama ulkoisen velan kasvu voi johtaa Yhdysvaltojen ylivelkaantumiseen (Bordo ja McCauley, 2018). Riskinä on, että jossain vaiheessa turvasatamana pidetty sijoituskohde ei olekaan sitä enää. Dollarin aseman takia on kuitenkin erityisen vaikea määritellä, mikä määrä velkaa juuri Yhdysvalloille on liikaa.

1. Koskinen ja Laakkonen (2018) käyvät läpi tarkemmin kansainvälisen rahoitusjärjestelmän dollaririippuvuudesta syntyviä riskejä ja sitä, miten ne ovat kehittyneet kriisin jälkeisinä vuosina.

Yhdysvaltojen taloudellinen mahti on heikentynyt viime vuosikymmeninä esimerkiksi mitattuna sen osuudella maailman bruttokansantuotteesta. Monet ovatkin odottaneet, että dollarin rooli pienenisi ajan myötä (Seghezza ja Morelli, 2018). Taloudellisen koon lisäksi kansainväliseksi valuutaksi tulo edellyttää kuitenkin myös rahoitusmarkkinoiden syvyyttä, mitä on mahdollisesti aliarvioitu dollarin roolia käsittelevässä kirjallisuudessa (Frankel, 2012). Vaikka talouden koossa Yhdysvaltojen asema heikkeneekin, pääomamarkkinoiden osalta Yhdysvallat on edelleen ylivoimaisesti merkittävin. Nykyinen dollarikeskeinen rahoitusjärjestelmä on vuosikymmenien saatossa kehittynyt keskuspankkien, pankkien ja varjopankkien hybridi, jonka likviditeetin luonti ulottuu suuressa osin myös Yhdysvaltojen ulkopuolelle. Pääomamarkkinoiden suuri koko tarkoittaa myös laajaa turvallisten sijoituskohteiden tarjontaa Yhdysvaltojen valtionlainojen ja muiden korkean luottokelpoisuuden arvopaperien muodossa (Tooze ja Odendahl, 2018).

Keskeisessä osassa nykyisessä rahoituksenvälityksessä ovat myös omistusoikeuksia määrittävät lait ja sääntely, lakeja valvovat ja toimeenpanevat elimet sekä kansainvälinen luottamus siihen, että järjestelmä toimii luotettavasti ja tehokkaasti. Seghezzan ja Morellin (2018) mukaan missään dollarin haastavissa valuutoissa nämä edellytykset eivät toteudu. Euroalueella lainsäädäntö ja sääntely ovat pitkälti edelleen maakohtaisia ja pääoma- ja pankkiunionin eteneminen on hidasta. Kiinassa taas omistusoikeuksien lait ovat vasta kehittymässä. On mahdollista, että Euroopan integraation eteneminen ja Kiinan rahoitusmarkkinoiden avaaminen sekä molempien aktiivinen politiikka valuuttansa kansainvälistämiseksi[2] voisivat pitkällä aikavälillä parantaa euron ja renmimbin edellytyksiä pärjätä kilpailussa reservivaluutan asemasta dollarin kanssa. On kuitenkin hyvin epätodennäköistä, että dollari olisi menettämässä nykyistä asemaansa hallitsevana valuuttana lähivuosina.

Dollarin aseman takia Yhdysvaltojen talouden ja rahoitusmarkkinoiden kansainväliset kytkökset ovat moniulotteisempia kuin mitä voidaan huomioida esimerkiksi perinteisissä makrotaloudellisissa malleissa. Näin ollen myös mahdollisten häiriöiden vaikutuskanavat ja lopulliset vaikutukset voivat olla vaikeammin arvioitavissa. Vaikka kriisin jälkeisillä sääntelyuudistuksilla on tehty rahoitusjärjestelmästä aiempaa vakaampi, ei riskejä voida poistaa kokonaan. Globaalin rahoitusjärjestelmän riskienhallinnassa korostuukin siten tarve kansainväliseen yhteistyöhön sääntelyn kehittämisessä ja keskuspankkien yhteistyöhön mahdollisiin sokkeihin reagoinnissa.

Lähteet

Bordo, D., McCauley, R. (2018) Triffin: Dilemma or myth? NBER Working Paper 24195.

Canzoneri M., Cumby, R., Diba, B., Lopez-Salido, D. (2013) Key currency status: An exorbitant privilege and an extraordinary risk. Journal of International Money and Finance 37, 371–393.

EKP (2018) The international role of the euro. Interim report, June 2018.

2. Ks. lisää renminbin ja euron kansainvälistämiseen liittyvistä pyrkimyksistä esim. Nuutilaisen (2018) ja Pösön (2018) artikkeleista.

Frankel, J. (2012) Internationalization of the RMB and Historical Precedents. Journal of Economic Integration.

IMF (2016) Strengthening the International Monetary System – A Stocktaking. IMF Staff Report.

Koskinen, K., Laakkonen, H. (2018) Dollaririippuvuus luo globaaliin rahoitusjärjestelmään riskin. Euro & talous -analyysi, 7.2.2018.

Nuutilainen, R. (2018) Juanin kansainvälistyminen ei etene suoraviivaisesti. BOFIT Policy Brief 2018 No. 11.

Pösö, M. (2018) Pitäisikö euron ottaa vahvempaa kansainvälistä roolia? Euro & talous -blogi, 31.12.2018.

Seghezza, E., Morelli, P. (2018) Rule of law and balance of power sustain US dollar preeminence. Journal of Policy Modelling 40, 16–36.

Tooze, A., Odendahl, C. (2018) Can the euro rival the dollar? CER Insight, 4.12.2018.

Avainsanat

dollari, järjestelmäriskit, rahoitusjärjestelmä, valuuttajärjestelmä

Hidas inflaatio ja alhaiset korot haastavat keskuspankit tarkastelemaan rahapolitiikan strategioitaan

15.3.2019 11:00 • EURO & TALOUS 1/2019 • RAHAPOLITIIKKA

Tomi Kortela
Vanhempi neuvonantaja

Rahapolitiikan strategia määrittää ne keskeiset periaatteet, joita keskuspankki noudattaa pyrkiessään tavoitteeseensa. EKP:n ensisijainen tavoite on hintavakauden tavoite. Keskuspankkien toimintaympäristö on muuttunut finanssi- ja velkakriisin pitkittymisen, väestön ikääntymisen sekä alhaisen korkotason vuoksi. Uusia rahapolitiikan välineitä on otettu käyttöön. Tutkimustieto rahapolitiikan keinoista ja toimenpiteiden tehosta on lisääntynyt. Toimintaympäristön muutokset ja lisääntynyt tutkimustieto haastavat keskuspankit tarkastelemaan rahapolitiikan strategiaansa.

Onnistunut rahapolitiikan strategia lisää rahapolitiikan tehoa

Rahapolitiikan strategia vastaa siihen, minkälaisella rahapolitiikalla keskuspankki aikoo saavuttaa tavoitteensa. Esimerkiksi EKP:n – tai tarkemmin Euroopan keskuspankkijärjestelmän – tavoite on määritelty Euroopan unionin toiminnasta tehdyssä sopimuksessa (artikla 127): ”ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason

vakautta”.

Jos ensisijainen tavoite ei vaarannu, voi EKP tukea ”yleistä talouspolitiikkaa unionissa”, johon kuuluu mm. tasapainoinen talouskasvu. Rahapolitiikan tavoite ei yleensä ole keskuspankin päätettävissä, mutta strategia on.[1]

Rahapolitiikan strategia on tärkeä osa rahapolitiikkaa, koska onnistunut strategia tehostaa rahapolitiikkaa kahdella tavalla. Ensinnäkin odotukset tulevasta rahapolitiikasta – esimerkiksi ohjauskorkojen urasta – vaikuttavat mm. kulutukseen ja investointeihin. Jos keskuspankki pystyy ohjaamaan odotuksia haluamaansa suuntaan, kasvaa rahapolitiikan tehokkuus. Tällöin rahapolitiikan pitää kuitenkin olla ennustettavaa ja ajallisesti johdonmukaista.

Toiseksi keskuspankin sitoutuminen ennakoitavaan päätöksentekotapaan rahapolitiikassaan johtaa siihen, että talouden kohtaamilla yllättävillä muutoksilla on pienemmät vaikutukset verrattuna tilanteeseen, jossa keskuspankki hoitaa rahapolitiikkaa täysin tapauskohtaisen harkinnan perusteella.[2] Ilman sitoutumista vaarana on, että tehdyt päätökset ovat ajallisesti epäjohdonmukaisia, jolloin talouden toimijoiden odotukset voivat poiketa rahapolitiikan tavoitteista. Tämä heikentää rahapolitiikan tehokkuutta.[3]

Ajallisesti johdonmukaisesta rahapolitiikasta saadaan merkittäviä hyötyjä kuitenkin ainoastaan silloin, kun keskuspankin uskotaan noudatettavan sitä. Jos talouden toimijat eivät usko keskuspankin olevan sitoutunut ilmoittamaansa rahapolitiikkaan, ei ilmoitus vaikuta halutusti odotuksiin. Rahapolitiikan strategian avulla keskuspankki pyrkiikin lisäämään uskottavuuttaan asetetun tavoitteen saavuttamisessa esimerkiksi lisäämällä toiminnan läpinäkyvyyttä.

Rahapolitiikan strategia kuvaa keskuspankin senhetkiseen tietoon perustuvaa parasta tapaa toimia sille asetetun tavoitteen toteuttamiseksi. Tämä ei tarkoita, etteikö sitä voisi muuttaa. Jos käsitys rahapolitiikan välittymisestä tai haasteista muuttuu ajan mittaan, on luonnollista, että keskuspankki ainakin tarkastelee – ja mahdollisesti myös muuttaa – strategiaansa. Keskuspankit ovatkin historian saatossa muuttaneet merkittävästi rahapolitiikan strategioitaan hintavakauden saavuttamiseksi.

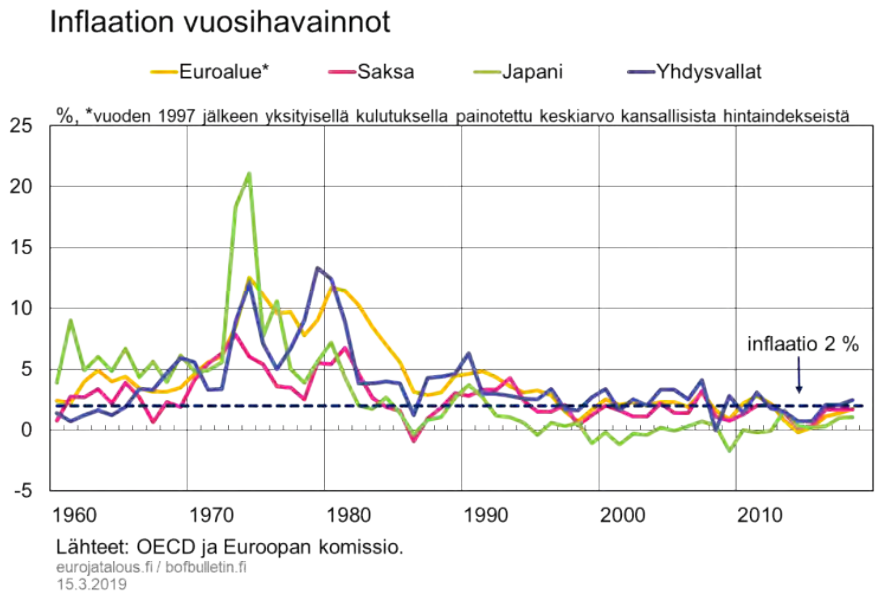
---

1. EKP:n tapauksessa hintavakaustavoitteen operationaalinen määrittely on kuitenkin osa EKP:n itse määrittelemää strategiaa. EKP:n rahapolitiikan strategia on kuvattu täällä.
2. Ks. Clarida, Gáli ja Getler (1999) ja Woodford (2003).
3. Ilmiö koskee kaikkea talouspolitiikkaa ja tunnetaan aikaepäjohdonmukaisuusongelmana (Kydland ja Prescott, 1977). Aikaepäjohdonmukaisuusongelma syntyy, kun ilmoitettua politiikka halutaan muuttaa sen ilmoittamisen jälkeen. Esimerkiksi keskuspankilla voi olla tavoitteena hidas inflaatio ja alhainen työttömyys, joilla on käänteinen riippuvuus. Hitaan inflaation vallitessa keskuspankki voi alentaa työttömyyttä merkittävästi, jos se harjoittaa elvyttävää rahapolitiikkaa joka nopeuttaa inflaatiota. Kun talouden toimijat ymmärtävät keskuspankin houkutuksen tehdä näin, inflaatio-odotukset kiihtyvät ja talous päätyykin tilaan, jossa on nopea inflaatio ja korkea työttömyys. Välttääkseen tämän kaltaisen kehityskulun keskuspankin tulee sitoutua hitaan inflaation politiikkaan

Hintavakauteen on pyritty erilaisilla rahapolitiikan strategioilla

1970-luvun puolivälissä öljykriisi nosti energian hintaa ja siten myös nopeutti inflaatiota. Silloinen rahapolitiikka kiihdytti inflaatiota pitkäaikaisesti. Inflaatio kiihtyi monissa maissa yli 10 prosenttiin ja oli merkittävästi nopeampaa kuin 1960-luvulla (kuvio 1).

Kuvio 1.



Nopeutuneen inflaation takia rahapolitiikan haasteeksi muodostui inflaation hidastaminen. Lisäksi uudelle rahapolitiikan strategialle oli tarvetta, koska valuuttakurssit määrännyt Bretton Woods -järjestelmä kaatui vuonna 1971. Kiinteiden valuuttakurssien tavoite ja dollarin kultasidonnaisuus olivat toisesta maailmansodasta lähtien määritelleet rahapolitiikan viitekehyksen. Uusiin olosuhteisiin keskuspankit vastasivat muuttamalla rahapolitiikan strategiaa. Keskeisten talousalueiden – kuten Saksan, Yhdysvaltain ja Japanin – keskuspankit ottivat käyttöön rahapolitiikan strategian, joka perustui rahan määrän kasvutavoitteisiin.[4]

Rahanmäärän kasvutavoitteisiin perustuvat rahapolitiikan strategiat tuottivat aluksi erilaisia tuloksia. Yhdysvalloissa 1980-luvun alussa inflaatio oli lähellä 10:tä prosenttia, mutta Japanissa ja Saksassa inflaatio hidastui nopeammin (kuvio 1). Osaltaan tämä johtui siitä, että keskuspankkien sitoutuminen strategioihin vaihteli: Japanissa ja Saksassa sitoutuminen oli uskottavaa, mutta Yhdysvalloissa vasta Paul Volckerin pääjohtajanimityksen mukanaan tuoma kireämpi rahapolitiikka taittoi inflaatio-odotukset.

4. Yhdysvaltain ja Saksan keskuspankit ilmoittivat vuodesta 1975 alkaen rahan määrälle kasvutavoitteet, ja Japanissa keskuspankki ilmoitti rahan määrälle ennusteen vuonna 1978. Rahan määrän keskeinen asema strategiassa oli seurausta taloustieteen tutkimustuloksista, joissa rahan määrän kasvuvauhdin katsottiin määräävän inflaation. Tätä ajattelua kuvaa hyvin Friedman (1968).

1990-luvulle tultaessa inflaatio oli jo hidastunut, mutta rahan määrän kasvuun perustuviin rahapolitiikan strategioihin sitoutuminen hankaloitui, koska inflaation ja rahan määrän välinen suhde muuttui yhä epävakaammaksi. Uudelle rahapolitiikan strategialle oli tarvetta.

1990-luvun alussa joukko keskuspankkeja – mukaan lukien Suomen Pankki vuonna 1993 – otti rahapolitiikan ohjenuorakseen ns. joustavan inflaatiotavoitteen. Muutoksen takana oli taloustieteellisen ajattelun muutos siitä, että inflaatiota voitaisiin hallita tehokkaimmin sitoutumalla ennalta annettuun inflaatiotavoitteeseen.[5]Joustavan inflaatiotavoitteen strategia sisältää tyypillisesti kolme elementtiä: 1) julkisesti ilmoitettu numeerinen inflaatiotavoite, 2) inflaatiotavoitteeseen pyrkiminen keskipitkällä aikavälillä ja 3) keskuspankin toiminnan avoimuus ja tilivelvollisuus.[6]

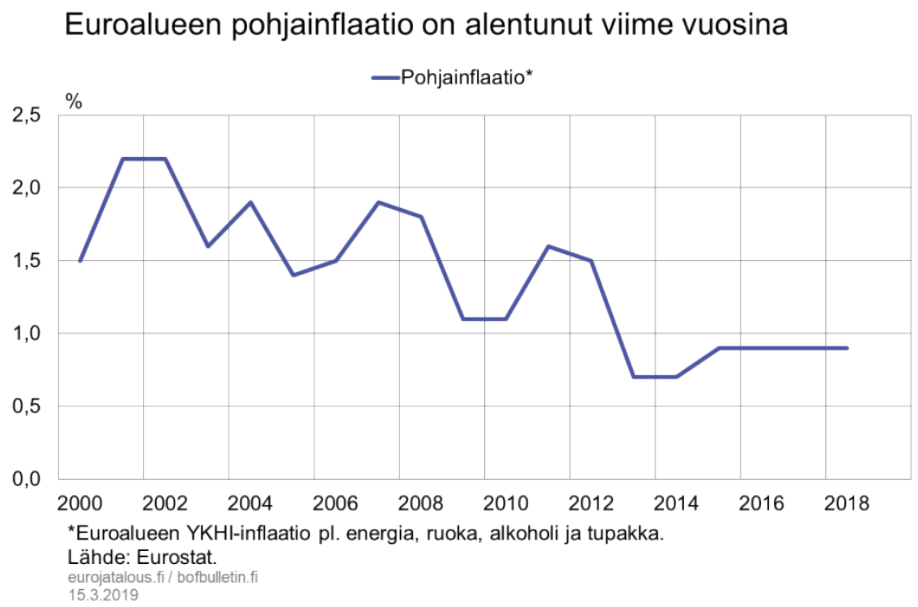
Joustavan inflaatiotavoitteen strategian vaikuttavuus perustuu pitkälti siihen, että keskuspankki pyrkii ohjaamaan inflaatio-odotuksia yhteneväisiksi rahapolitiikan tavoitteiden kanssa. Strategian avulla keskuspankki myös osoittaa sitoutumistaan johdonmukaiseen rahapolitiikkaan, joka pyrkii vakauttamaan inflaation lähelle sille asetettua tavoitetta. Näin keskuspankki pystyy ankkuroimaan inflaatio-odotukset tavoitteensa mukaiseksi, ja siitä paljolti seuraa strategian toimivuus ja rahapolitiikan tehokkuus.

Ottamalla käyttöön joustavan inflaatiotavoitteen keskuspankit yleisesti ottaen saavuttivat asettamansa hintavakaustavoitteet. 1990-luvun aikana inflaatio hidastui päätalousalueilla 2 prosentin tuntumaan ja inflaation vaihtelut jäivät pieniksi (kuvio 1). Joustavan inflaatiotavoitteen aikana rahapolitiikan haasteeksi kuitenkin muodostui tavoitetta pitkäaikaisesti hitaampi inflaatio. Japanissa inflaatio on ollut viimeisten 25 vuoden aikana keskimäärin nolla, kun taas euroalueella ja Yhdysvalloissa on inflaatio ollut hidasta viimeisten 5 vuoden aikana. Globaalin rahoituskriisin jälkeistä aikaa leimaa erityisesti pohjainflaation hidastuminen euroalueella (kuvio 2) noin prosentin tuntumaan. Viimeksi kuluneita 50:tä vuotta koskevassa tarkastelussa tilanne on poikkeuksellinen, koska keskuspankkien ongelma on aikaisemmin ollut liian nopea eikä hidas inflaatio.

Kuvio 2.

5. Ks. esimerkiksi Woodford (2003).

6. Nämä kolme ulottuvuutta perustuvat Svenssonin (2010) tekemään määrittelyyn.



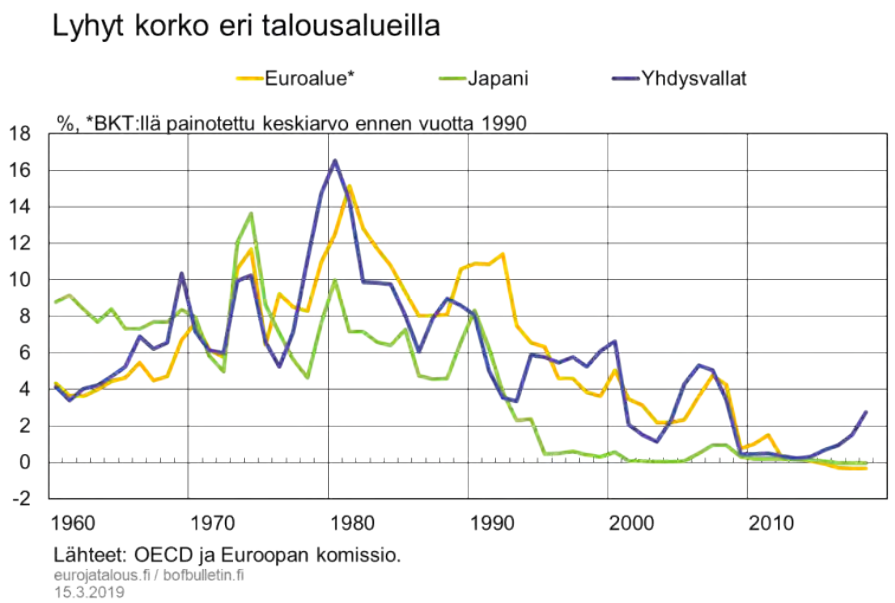
Miksi rahapolitiikan strategiaa tulisi tarkastella?

Joustavan inflaatiotavoitteen strategiassa keskuspankit vastaavat tavoitetta hitaampaan inflaatioon elvyttävällä rahapolitiikalla – normaaliaikana laskemalla ohjauskorkoja. Elvyttävä rahapolitiikka kasvattaa kokonaiskysyntää ja nopeuttaa siten inflaatiota. Keskuspankkien nykyisessä toimintaympäristössä on kuitenkin tapahtunut kaksi muutosta, jotka ovat vähentäneet keskuspankkien mahdollisuuksia vaikuttaa inflaatioon ja inflaatio-odotuksiin tämän perinteisen kanavan kautta.

Ensinnäkin finanssikriisin jälkeen lyhyet nimelliskorot laskivat kaikilla talousalueilla lähes nollaan ja kehittyneistä talouksista ainoastaan Yhdysvalloissa lyhyitä korkoja on voitu nostaa merkittävästi alarajaltaan (kuvio 3). Yksi syy tähän voi olla se, että ns. luonnollinen korkotaso on laskenut, jolloin myös pitkällä aikavälillä lyhyet korot jäävät historiassa valinnutta keskimääräistä tasoa alhaisemmiksi.[7] Tällöin myös korkojen alaraja rajoittaa tulevaisuudessa rahapolitiikkaa enemmän kuin historialliseen tarkasteluun perustuen voisi päätellä. Toisin sanoen ohjauskorkoja laskemalla ei todennäköisesti voida elvyttää taloutta yhtä paljon kuin ennen.

Kuvio 3.

7. Luonnollisen korkotason aleneminen johtuu syistä, jotka ovat rahapolitiikasta riippumattomia, esimerkiksi väestön ikääntyminen. Katso tarkemmin Euro & talous 4/2018.



Keskuspankit ovat vastanneet lisäelvytystarpeeseen korkojen alarajalla käyttämällä rahapolitiikan epätavanomaisia toimia, kuten laajoja arvopaperiostoja. Näillä poikkeuksellisilla toimilla on ollut myönteinen vaikutus BKT:n kasvuun ja inflaatioon,[8] mutta inflaatio voi silti jäädä keskuspankin tavoitetta hitaammaksi – kuten Japanissa. Tällä hetkellä on vielä epäselvää, tarjoaako epätavanomainen rahapolitiikka kaikissa tapauksissa riittävää elvytystä taloudelle.

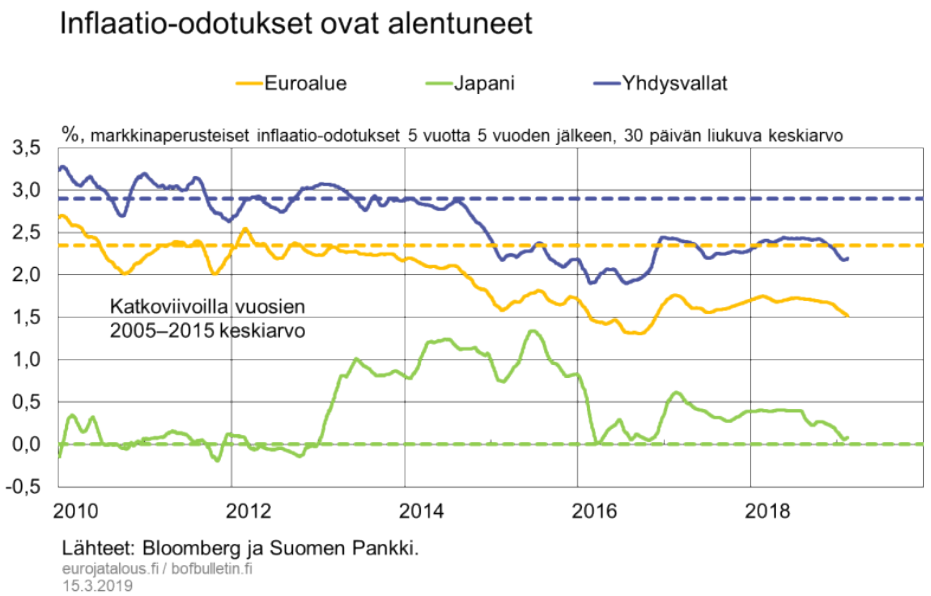
Kun korkojen alaraja rajoittaa rahapolitiikkaa, keskuspankki voi ilmoittaa jatkavansa kevyen rahapolitiikan harjoittamista kauemmin kuin mitä se tekisi normaalitilanteessa. Tätä rahapolitiikan ennakoivaa viestintää keskuspankit ovat käyttäneet laajasti ja menestyksellisesti viime vuosina. Alhaisen korkopolitiikan jatkumiseen kytketty ennakoiva viestintä ja määrällinen keventäminen eli laajat arvopaperiostot ovat laskeneet korkoja ja tasoittaneet tuottokäyrää siten, että myös pitkät korot ovat laskeneet ennätyksellisen alhaisiksi. Yhdysvalloissa tämä politiikka on toiminut, mikä on mahdollistanut siirtymisen rahapolitiikassa asteittaisen normalisoinnin vaiheeseen. Korkotasoa on nostettu ja taseen supistaminen on käynnistynyt. Yhdysvalloissa strategiaa, rahapolitiikan välineitä ja kommunikaatiota voidaan arvioida täystyöllisyyden ja hintavakauden oloissa ilman että keskusteluun sekoittuu sen hetkinen rahapolitiikan viritys.

Toiseksi näyttää siltä, että ns. Phillipsin käyrän kulmakerroin on mahdollisesti pienentynyt. Tämä tarkoittaa, että kokonaiskysynnällä (talouden aktiviteetilla) tai keskeisesti sitä heijastavilla muuttujilla – kuten työttömyydellä – on aiempaa heikompi vaikutus inflaatioon. Jos kokonaiskysynnän muutokset vaikuttavat inflaatioon aiempaa vähemmän, pitää kokonaiskysyntää muuttaa rahapolitiikan avulla enemmän, jotta saadaan aikaan haluttu vaikutus inflaatioon. Tätä vaikeuttaa merkittävästi se, että nimelliskorkojen alaraja on vähentänyt rahapolitiikan mahdollisuuksia vaikuttaa kokonaiskysyntään.

8. Ks. yhteenvetona eri tutkimuksista Dell'Ariccia ym. (2018).

Jos keskuspankin kyky elvyttää taloutta on rajoittunut, on luonnollista, että inflaatio poikkeaa sille asetetusta tavoitteesta. Ilmiö ei välttämättä ole väliaikainen, vaan inflaatiotavoitteen saavuttaminen voi vaikeutua myös pidemmällä aikavälillä. Tämä johtuu siitä, että inflaatio-odotukset alenevat taloudessa tavoitetta hitaamman inflaation vuoksi. Jos taloudenpitäjät huomaavat, että nimelliskorkojen alaraja rajoittaa merkittävästi rahapolitiikan kykyä kiihdyttää inflaatiota, inflaatio-odotukset heikentyvät.[9] Tällöin tavoitetta hitaampi inflaatio jää pysyväksi. Alentuneet inflaatio-odotukset johtavat myös siihen, että inflaation nopeuttaminen vaikeutuu laskusuhdanteissa, koska alhaisen kokonaiskysynnän lisäksi myös vaimeat inflaatio-odotukset hidastavat inflaatiota. Inflaatio-odotusten aleneminen voikin olla yksi syy siihen, miksi inflaatio on jäänyt aikaisempaa hitaammaksi viime aikoina (kuvio 4).[10]

Kuvio 4.



Edellä kuvatun kaltaisen kehityksen uhatessa voi inflaatiotavoitteeseen sitoutunut keskuspankki pyrkiä tavoitteeseensa muuttamalla inflaatiotavoitettaan väliaikaisesti. Väliaikaisesti tavoitetta hitaamman inflaation ajanjaksoa seuraisi siten ajanjakso, jolloin inflaatio olisi tavoitetta nopeampaa. Tällöin sekä inflaatio keskimäärin että inflaatio-odotukset muodostuisivat yhteneväisiksi keskuspankin tavoitteen kanssa.[11]

Inflaatiotavoitetta tilapäisesti nopeamman inflaation toteuttamiseksi on ehdotettu siirtymistä hintavakaustavoitteeseen, jolloin keskuspankki kompensoisi liian hitaan inflaation nopeammalla hintojen nousulla tulevaisuudessa, jotta se pysyisi tavoitteessaan. Tällöin rahapolitiikka reagoisi myös inflaation menneisiin poikkeamiin tavoitteistaan. Hintatasotavoitteen etuna olisi, että jos siihen luotetaan, se muuttaisi odotuksia tulevasta inflaatiosta keskuspankin haluamaan suuntaan inflaation ylittäessä

9. Ks. Hills ym. (2018), Reifschneider ja Williams (2000) sekä Coenen, Orphanides ja Wieland (2004).
10. Inflaatio-odotusten kehitystä euroalueella ovat tarkemmin analysoineet Lyziak ja Paloviita (2017).
11. Ks. Nakata ja Schmidt (2019).

tai alittaessa tavoitteensa. Tämä parantaisi rahapolitiikan tehoa. Yksikään keskuspankki ei ole toistaiseksi ilmoittanut soveltavansa pysyvää hintavakaustavoitetta. Sen edut suhteessa joustavaan inflaatiotavoitteeseen on arvioitu vähäisiksi normaaliaikoina. Sen sijaan on arvioitu, että hintatasotavoitteen edut olisivat suuremmat rahapolitiikan nollakorkorajalla. Tämä perustuu hintatasotavoitteen kokonaiskysyntää vakauttavaan ominaisuuteen, kun odotetut reaalikorot laskevat inflaation hidastuessa.[12]

Koska hintatasotavoite näyttäisi sisältävän merkittäviä etuja nollakorkorajalla, mutta normaaliaikoina inflaatiotavoitteen politiikka olisi joustavampi, on esitetty ajatus väliaikaisesta hintatasotavoitteesta. Kun nimelliskorkojen alaraja rajoittaa rahapolitiikkaa, keskuspankki lupautuisi pitämään inflaatiota tavoitetasoa nopeampana, kunnes tavoitetta hitaampi inflaatio olisi kokonaisuudessaan korvattu. Tämän jälkeen keskuspankki palaisi inflaatiotavoitteen mukaiseen rahapolitiikkaan.[13]

Väliaikainen hintavakaustavoite voidaan tulkita myös joustavan inflaatiotavoitteen laajennukseksi ja toteuttaa se keskimääräisen inflaation tavoitteen politiikalla[14]. Tällöin inflaatiotavoite tulkitaan symmetriseksi ja politiikassa asetetaan suurempi paino menneelle inflaatiokehitykselle. Näin vältetään inflaatiotavoitteen ja ennen pitkää myös inflaatio-odotusten aleneminen. Vaarana nimittäin on, että jos keskuspankki harjoittaa rahapolitiikkaansa kiinnittämällä enemmän huomiota inflaation kiihtymiseen tavoitetta nopeammaksi kuin hitaammaksi, efektiivinen inflaatiotavoite alenee.[15] Keskimääräisen inflaation politiikka täydentäisi joustavaa inflaatiotavoitetta tuomalla ennustettavan rahapolitiikan toimintamallin hitaan inflaation oloihin.

Sitoutuminen johonkin edellä kuvatuista rahapolitiikkavaihtoehdoista vaatisi rahapolitiikan strategian muutosta tai ainakin sen tarkentamista. Tämä johtuu siitä, että keskuspankin pyrkimys väliaikaisesti inflaatiotavoitetta nopeampaan inflaatioon ilman uskottavaa strategiaa saattaisi luoda aikaepäjohdonmukaisuusongelman joustavan inflaatiotavoitteen kanssa. Edellä kuvatut strategian vaihtoehdot ovat siis tehokkaita ainoastaan silloin, kun keskuspankki on uskottavasti sitoutunut niihin.

Myös inflaatiotavoitteen nostoa on ehdotettu ratkaisuksi korkojen alarajan rahapolitiikalle luomaan rajoitteeseen.[16] Tällöin korkojen alaraja ei rajoittaisi rahapolitiikkaa niin usein, koska nimelliskorkojen taso olisi keskimäärin korkeampi. Edelleen olisi kuitenkin mahdollista, että inflaatio muodostuisi keskuspankin tavoitetta hitaammaksi, koska alaraja voi rajoittaa rahapolitiikkaa. Tässä mielessä inflaatiotavoitteen nosto ei välttämättä ratkaise korkojen alarajan tuomaa ongelmaa rahapolitiikalle. Korkeampi inflaatiotavoite aiheuttaisi taloudelle myös korkeammat kustannukset.

---

12. Hintatasotavoitteen rahapolitiikkaa ovat analysoineet mm. Svensson (1999) ja Gaspar ym. (2007) ja keskimääräisen inflaatiotavoitteen regiimiä esimerkiksi Nessen ja Vestin (2005). Tarkemmin tässä esitettyjen rahapolitiikkavaihtojen vaikutuksia ovat tutkineet Mertens ja Williams (2019).
13. Tällaista rahapolitiikka on esittänyt Bernanke (2017) ja sen vaikutuksia on arvioinut Bernanke ym. (2019).
14. Ks. Mertens, T. ja Williams, J. (2019).
15. Ks. esim. Paloviita ym. (2017).
16. Ks. Summers ym. (2018).

Osa keskuspankeista on jo tarkastelemassa rahapolitiikan strategiaansa

Keskeisten keskuspankkien rahapolitiikan strategiat voidaan nähdä erilaisina versioina joustavan inflaatiotavoitteen strategiasta. Tämä strategia osoittautui toimivaksi siinä mielessä, että nopea ja paljon heilahdellut inflaatio saatiin sen avulla maltilliseksi ja vakaaksi. Hyvät tulokset historiassa eivät kuitenkaan takaa sitä, että sama rahapolitiikan strategia tuottaisi hyviä tuloksia myös toisenlaisissa olosuhteissa. Tätä heijastelee se, että keskuspankit ovat muuttaneet rahapolitiikan strategioitaan historiassa saavuttaakseen hintavakaustavoitteensa.

Jää nähtäväksi, arvioivatko keskuspankit välttämättömäksi muuttaa rahapolitiikan strategioitaan. Keskuspankit voivat myös arvioida, että nykyinen tavoitetta hitaampi inflaatio osoittaa, että tulevaisuudessa keskuspankkien pitää vain entistä aggressiivisemmin käyttää niiden käytettävissä olevia välineitä. Lisäksi hitaan inflaation aika voi lopulta osoittautua väliaikaiseksi. Tällöin hitaan inflaation syy voisi olla muualla kuin rahapolitiikan strategiassa, esimerkiksi talouden arvioitua suuremmassa vapaassa kapasiteetissa.

Nykyisessä toimintaympäristössä yhtenä keskeisenä rahapolitiikan haasteena ovat alhaiset korot ja tavoitetta hitaampi inflaatio. Kuten edellä on todettu, korkojen alaraja on omalta osaltaan heikentänyt rahapolitiikan tehokkuutta. Tämä on voinut näkyä inflaatio-odotusten ja toteutuneen inflaation alhaisuutena. Tästä näkökulmasta on olemassa hyvät perusteet sille, että keskuspankit tarkastelevat strategioitansa. Monet keskuspankeista ovatkin sen aloittaneet tai ovat sen jo tehneet.[17] Jotkin keskuspankit tarkastelevat rahapolitiikan strategiaansa säännöllisin väliajoin, kun taas toiset päätösperäisesti eri ajankohtina. Mitä kauemmin rahapolitiikan strategiassa ei huomioida muuttuneita olosuhteita, sitä suuremmat kustannukset voi siitä taloudelle aiheutua. Onkin hyvin vähän perusteluja sille, miksi rahapolitiikan strategiaa ei tulisi tarkastella aika ajoin.

Lähteet

Bernanke, B., Kiley, M. ja Roberts, J. (2019) Monetary policy strategies for a low-rate environment, Finance and Economics Discussion Series, No. 2019–009, Federal Reserve Board

Bernanke, B. (2017) Temporary price-level targeting: An alternative framework for monetary policy. Brookings Blog, saatavilla täältä.

Clarida, R. (2019) The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices, Puhe, 2019 U.S. Monetary Policy Forum.

17. Yhdysvaltain keskuspankki ilmoitti tarkastelevansa rahapolitiikan strategiaansa (katso täältä tarkemmin sekä Clarida, 2019), ja myös Kanadan keskuspankki on ilmoittanut tarkastelusta (katso täältä tarkemmin). Japanin keskuspankki sitoutui väliaikaisesti ylittämään inflaatiotavoitteen (overshooting commitment) vuonna 2016, ja Ruotsin keskuspankki muutti vuonna 2017 inflaation mittaamistapaa ja ilmoitti samalla inflaatiolle tyypillisen vaihteluvälin.

Clarida, R., Gáli, J. ja Getler, M. (1999) The science of monetary policy: A new Keynesian perspective. Journal of Economic Literature, Vol. XXXVII, s. 1661–1707.

Coenen, G., Orphanides, A. ja Wieland, V. (2004) Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero. The B.E. Journal of Macroeconomics, Vol. 4, No. 1, s. 1–25.

Dell'Ariccia, G., Rabanal, P. ja Sandri, D. (2018) Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom. Journal of Economic Perspectives, Vol. 32, No. 4, s. 147–172.

Friedman, M. (1968) The role of monetary policy. The American Economic Review, Vol. LVIII, No. 1, s. 1–17.

Gaspar, V., Smets, F. ja Vestin, D. (2007) Is time ripe for price level path stability. Working Paper Series, No. 818, European Central Bank.

Hills, T., Nakata, T. ja Schmidt, S. (2018) Effective Lower Bound Risk. Mimeo. Saatavilla täältä.

Kydland, F. ja Prescott, E. (1977) Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy, Vol. 85, No. 3, s. 473–492.

Lyziak, T. ja Paloviita, M. (2017) Formation of inflation expectations in turbulent times: Can ECB manage inflation expectations of professional forecasters? Research Discussion Papers 13/2017, Bank of Finland.

Mertens, T. ja Williams, J. (2019) Monetary Policy Frameworks and the Effective Lower Bound on Interest Rates. Staff Reports No. 877, Federal Reserve Bank of New York.

Nakata, T. ja Schmidt, S. (2019) Gradualism and liquidity traps. Review of Economic Dynamics, Vol. 31, s. 182–199.

Nessen, M. ja Vestin, D (2005) Average Inflation Targeting, Journal of Money Credit and Banking, Vol. 37 s. 837–863.

Paloviita, M., Haavio, M., Jalasjoki, P. ja Kilponen, J. (2017) What does "below, but close to, two percent" mean? Assessing the ECB's reaction function with real time data. Research Discussion Papers 29/2017, Bank of Finland.

Summers L., Wessel D. ja Murray J. (2018) Rethinking the Fed's 2 percent inflation target, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings, June 2018.

Svensson, L. (1999) Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 31, No. 3, s. 277–295.

Svensson, L. (2010) Inflation Targeting. Teoksessa: Handbook of Monetary Economics, edition 1, volume 3, chapter 22, s. 1237–1302. Toim. Friedman, Benjamin M. ja Woodford, Michael. Elsevier.

Reifschneider, D. ja Willams, J. (2000) Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 32, No. 4, s. 936–966.

Woodford, M. (2003) Interest & prices. Princeton University Press.

Avainsanat

rahapolitiikka, rahapolitiikan strategia

Kirjoittaja(t)

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

Vaihtoehtoislaskelmia Yhdysvaltojen finanssi- ja kauppapolitiikan kärjistymisen globaaleista vaikutuksista

15.3.2019 11:00 • EURO & TALOUS 1/2019 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Pasi Ikonen
Ekonomisti

Lauri Vilmi
Vanhempi ekonomisti

Yhdysvaltojen noususuhdanteeseen ajoittunut finanssipoliittinen elvytys sekä asteittain lisääntyneet protektionistiset toimet ovat herättäneet huolta talouspolitiikan kärjistymisestä edelleen ja tämän kehityskulun globaaleista vaikutuksista. Tässä artikkelissa havainnollistetaan mallilaskelmien avulla Yhdysvaltojen talouspolitiikasta kumpuavia vaihtoehtoisia maailmantalouden kehityskulkuja. Vaikka Yhdysvallat jatkaisi finanssipoliittisten toimiensa voimassaoloa, laskelmien mukaan kauppasodan samanaikainen laajeneminen hidastaisi merkittävästi talouskasvua erityisesti Yhdysvalloissa ja Kiinassa. Kauppasodan laajeneminen voi johtaa nousevien talouksien rahoitusolojen kiristymiseen. Euroalue näyttäisi olevan herkkä nousevien talouksien rahoitusolojen kiristymisestä johtuvalle kasvun hidastumiselle. Jos rahoitusmarkkinahäiriö leviäisi koko globaalitalouteen, maailmantalouden kasvu hidastuisi mallilaskelmissa merkittävästi, jopa noin 2,5 prosenttiyksikköä, joka vastaa noin puolta globaalin finanssikriisin vaikutuksesta.

Laskelmien avulla voidaan havainnollistaa

maailmantalouden vaihtoehtoisia kehityskulkuja

Finanssipoliittinen elvytys on kiihdyttänyt Yhdysvaltojen talouskasvua, mutta kun toimien vaikutukset hiipuvat, kasvu hidastuu selvästi.[1] Jäljelle jää merkittävästi kasvanut julkinen velka. Samanaikaiset lisääntyneet protektionistiset toimet vaimentavat globaalia kasvua luomalla epävarmuutta koko globaaliin talouteen ja heijastuvat näin epäsuotuisasti takaisin myös Yhdysvaltojen talouteen. Sekä Yhdysvaltojen että maailmantalouden kasvun odotetaan hidastuvan. Entä jos Yhdysvallat kuitenkin vielä jatkaisi finanssipoliittisten toimiensa voimassaoloa välttääkseen kasvun hidastumisen, mutta toisaalta lisäisi samanaikaisesti protektionistisia toimia nykyisestä? Mitä vaikutuksia tällä olisi euroalueen, Kiinan ja maailmantalouden kasvuun?

Artikkelissa esitellään neljä erilaista Yhdysvaltojen talouspolitiikasta kumpuavaa maailmantalouteen vaikuttavaa riskiskenaariota, jotka pyrkivät vastaamaan näihin kysymyksiin.[2] Ensimmäisessä skenaariossa Yhdysvallat jatkaa vuosina 2017–2018 päätettyjen elvyttävien finanssipoliittisten toimien voimassaoloa. Toisessa skenaariossa Yhdysvaltojen tullikiistat Kiinan ja EU:n kanssa kärjistyvät, ja maat asettavat toisilleen lisätulleja. Kolmannessa skenaariossa nousevien talouksien rahoitusolot kiristyvät. Neljännessä skenaariossa rahoitusmarkkinoiden häiriö laajenee ja ulottuu myös kehittyneisiin talouksiin. Laskelmien tulokset on esitetty ensimmäisen vuoden vaikutuksina kokonaistuotantoon, koska silloin vaikutukset ovat voimakkaimmillaan. Tarkasteltujen skenaarioiden vaikutukset näkyvät kuitenkin kokonaistuotannossa useita vuosia.

Skenaario 1: Yhdysvallat jatkaa finanssipoliittisten toimiensa voimassaoloa

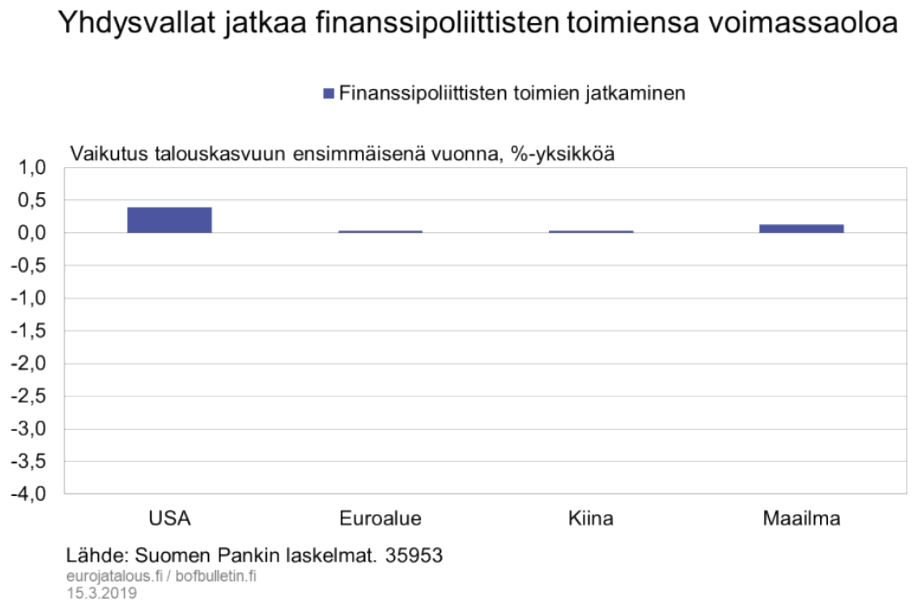
Vuoden 2018 alussa Yhdysvalloissa astuivat voimaan merkittävät yritys- ja henkilöveronalennukset.[3] Veronalennukset yhdessä vuosille 2018–2019 tehtyjen menolisäysten kanssa ovat johtaneet voimakkaasti elvyttävään finanssipolitiikkaan noususuhdanteen aikana. Yhdysvaltojen talouskasvun ennakoidaan kuitenkin hidastuvan viime vuoden noin 3 prosentin vauhdista hieman alle 2 prosenttiin vuonna 2020[4], kun näiden toimien vaikutukset vaimenevat. Tässä vaihtoehtoislaskelmassa oletetaan, että Yhdysvallat pyrkii ylläpitämään vahvaa kasvua ja jatkaa finanssipoliittisten toimiensa voimassaoloa. Menolisäykset oli alun perin sovittu kaksivuotisiksi, mutta tässä skenaariossa niiden voimassaolo jatkuu vuoden 2019 jälkeen.[5] Myös henkilöveronalennusten voimassaolon oletetaan jatkuvan vuoden 2025

1. Tämä perusura on nähtävissä myös keskeisimmissä ennusteissa, kuten IMF (2019).
2. Nämä skenaariot havainnollistavat vaihtoehtoisia maailmantalouden kehityskulkuja. Ne eivät siis ole ennusteita eivätkä edusta kaikista todennäköisintä kehityskulkua. Laskelmat on tehty IMF:n kehittämällä globaalilla kokonaistaloudellisella mallilla (GIMF). Katso esim. Kumhof et al. (2010).
3. Yritysverouudistuksen tärkein toimi oli pysyvä yritysveron lasku 35 prosentista 21 prosenttiin. Vastapainoksi verovähennyksiä karsittiin tai rajoitettiin. Henkilöverouudistuksen seurauksena keskimääräinen palkkatuloveroaste on noin 1 prosenttiyksikön ja marginaaliveroaste noin 2,5 prosenttiyksikköä pienempi. Henkilöveronalennusten voimassaolo päättyy vuoden 2025 jälkeen.
4. Katso esim. IMF (2018b ja 2019).
5. Tämän kaltainen oletus näyttää olevan tehty OECD:n (2018) marraskuussa 2018 julkaistussa ennusteessa.

jälkeen.

Finanssipoliittisten toimien voimassaolon jatkamisen vaikutukset kokonaistuotantoon eri talouksissa on esitetty kuviossa 1. Yksittäinen pylväs kuvaa, kuinka monta prosenttiyksikköä BKT:n kasvu nopeutuu odotetusta ensimmäisenä vuonna. Tulosten mukaan finanssipoliittisten toimien voimassaolon jatkamisella pystyttäisiin parantamaan Yhdysvaltojen talouskasvua ensimmäisenä vuonna 0,4 prosenttiyksikköä. Jos siis kasvu hidastuisi ilman lisäelvytystä 1,8 prosenttiin, niin tässä laskelmassa kasvu olisikin 2,2 %. Yhdysvaltojen finanssipoliittisten toimien voimassaolon jatkaminen ei kuitenkaan juuri voimistaisi maailmantalouden kasvua. Vaikutukset muiden talouksien ja koko maailman kokonaistuotantoon näyttävät jäävän vähäisiksi.

Kuvio 1.



Toimet kiihdyttäisivät hieman Yhdysvaltojen inflaatiota, jolloin keskuspankki nostaisi vähän ohjauskorkoaan. Yhdysvaltojen dollari vahvistuisi noin yhden prosentin, ja vaihtotaseen alijäämä kasvaisi jonkin verran tuonnin kasvun takia. Euroalueella ja Kiinassa vaihtotaseen ylijäämä kasvaisi hieman. Yhdysvaltojen julkinen velkaantuneisuus kasvaisi perusuraa enemmän.

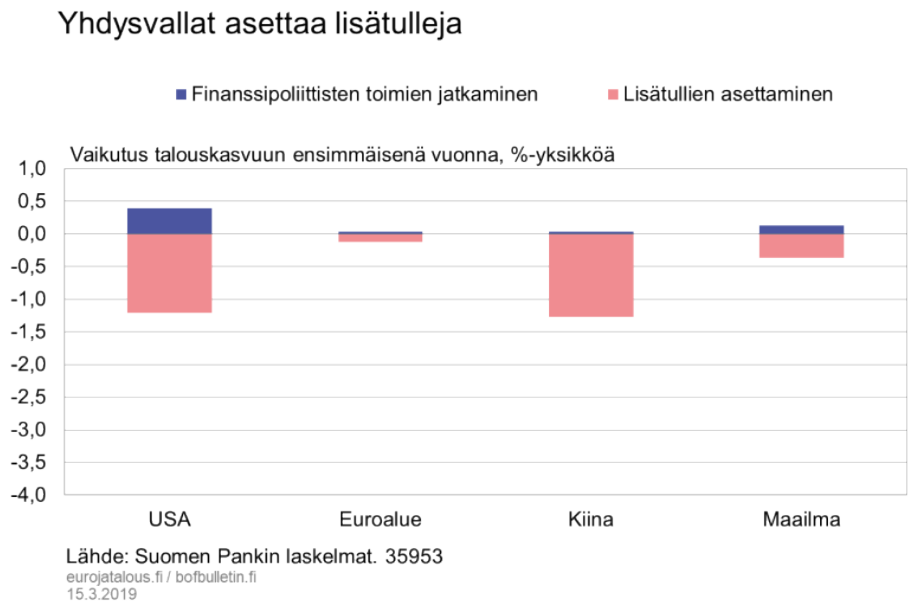
Skenaario 2: Yhdysvallat asettaa lisätulleja

Yhdysvallat on toistaiseksi asettanut lisätulleja noin puolelle tuonnistaan Kiinasta sekä aurinkopaneelien, pesukoneiden, alumiinin ja teräksen tuonnille.[6] Tässä vaihtoehtoislaskelmassa tarkastellaan, mitä maailmantaloudessa tapahtuu, jos Yhdysvallat asettaa vielä lisää tulleja. Laskelmassa oletetaan, että Yhdysvaltain ja Kiinan

6. Yhdysvallat on asettanut 25 prosentin lisätullit 50 mrd. dollarin ja 10 prosentin lisätullit 200 mrd. dollarin arvoiselle tuonnille Kiinasta, ja niistä jälkimmäiset mahdollisesti nousevat 25 prosenttiin, mikäli kauppaneuvottelut eivät etene. Lisätulleja on myös ehdotettu ulotettavaksi koskemaan koko lähes 500 miljardin euron arvoista tuontia Kiinasta sekä Yhdysvaltain auto- ja autonosatuontia.

välinen kauppakiista kärjistyy siten, että 25 prosentin tuontitullikorotukset koskevat molempien maiden koko kahdenvälistä kauppaa pysyvästi.[7] Tämän lisäksi oletetaan, että Yhdysvallat asettaa 25 prosentin pysyvästi voimassa olevan tuontitullikorotuksen EU:sta tuotaville autoille ja EU vastaa asettamalla autovientiä vastaavan dollarimäärän yhdysvaltalaistuontia 25 prosentin tuontitullikorotusten alaiseksi. Skenaariossa suoran kauppakanavan lisäksi tullikorotukset vähentäisivät investointeja globaalisti, koska tullit lisäisivät epävarmuutta tulevista kauppavirroista ja pirstoisivat tuotantoketjuja.[8] Mallilaskelmassa saadut vaikutusarviot ovat pitkälti Euro & talous -julkaisun 9/2018 kehikossa esitettyjen tulosten mukaisia.[9]

Kuvio 2.



Mallilaskelman tulosten mukaan lisätullit eristäisivät Yhdysvaltoja maailmankaupasta, mikä yhdessä lisääntyneen epävarmuuden heikentämän investointikysynnän kanssa johtaisi Yhdysvaltojen talouskasvun hidastumiseen reilun prosenttiyksikön verran ensimmäisenä vuonna (punainen palkki kuviossa 2). Vaikka finanssipoliittisten toimien voimassaoloa jatkettaisiin, kasvu hidastuisi silti 0,8 prosenttiyksikköä (kuvion 2 sininen ja punainen palkki yhdessä). Kauppasodan kärjistyminen lisäisi kansainvälisen kaupan kustannuksia, joten sillä olisi suuri vaikutus ulkomaankauppaan (ensimmäisenä vuonna vientiin –7 % ja tuontiin –5 %). Samalla Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämä suurenisi jonkin verran. Lisätulleilla olisi heikentävä vaikutus myös kulutukseen (–0,5 %). Talouskasvun hidastuminen vaimentaisi inflaatiota hieman, minkä vuoksi ohjauskorko olisi alhaisempi. Tässä riskiskenaariossa talouskasvu hidastuisi selvästi Kiinassakin, jossa investointien lisäksi myös ulkomaankaupan ja kulutuksen kasvu heikkenisi.

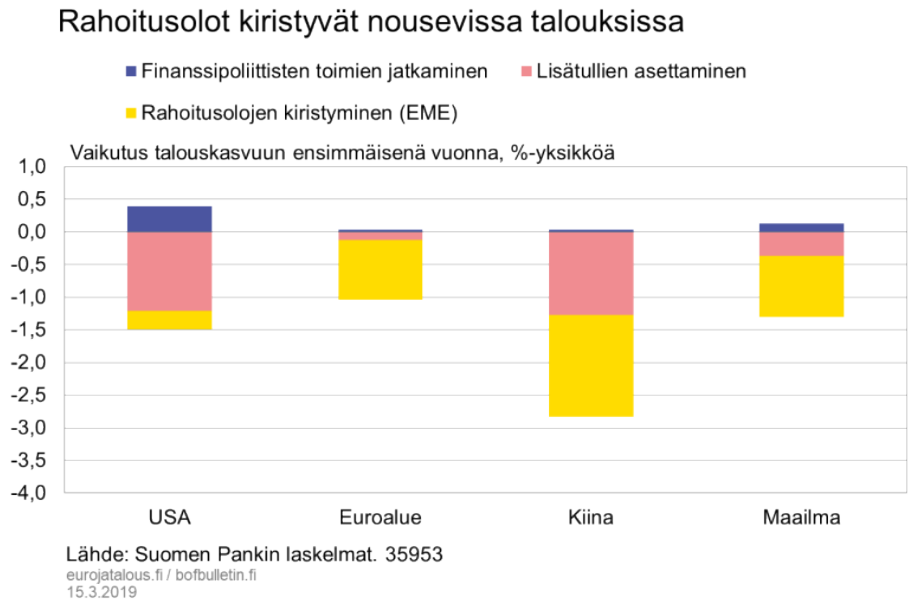
7. Tässä protektionististen toimien on oletettu jäävän pysyviksi. Erot Euro & talous -julkaisussa (2018) esitettyihin määräaikaisten kahden vuoden tullien vaikutusarvioihin ovat kuitenkin ensimmäisinä vuosina pieniä.
8. Laskelmiin on lisätty sokki, joka vähentää investointeja 1,25 prosentilla tulleja asettavissa talouksissa. Sokin oletetaan vaimenevan asteittain 0,6:n pysyvyyskertoimella.
9. Katso tarkempi analyysi tuontitullien vaikutuksesta seuraavista julkaisuista: Euro & talous (2018), EKP (2018), Obstfeldt (2016), Banque de France (2018b) ja CPB (2018).

Euroopassa talouskasvu vaimenisi vain vähän, sillä mallilaskelmassa euroalue pystyy kasvattamaan markkinaosuuksiaan. Euro ja dollari vahvistuisivat hieman, ja Kiinan juan heikkenisi.

Skenaario 3: Rahoitusolot kiristyvät nousevissa talouksissa

Nousevien talouksien rahoitusolot voivat kiristyä, jos esimerkiksi kauppasota heikentää maailmantalouden kasvunäkymiä. Erityisesti nousevien talouksien yrityssektorin rahoituskustannukset voivat kasvaa nopeasti ja merkittävästi, sillä vaimentuneet kasvunäkymät ennakoivat yritysten voittojen pienenemistä, mikä lisää yritysten riskillisyyttä. Tässä vaihtoehtoislaskelmassa oletetaan, että sijoittajat vaativat kauppasodan kärjistymisen ja näkymien heikentymisen takia korkeampaa riskilisää ja nousevien talouksien (EME) yrityssektorin riskilisät kasvavat 200 peruspisteellä.[10] Koska nousevien talouksien yritykset ovat kehittyneiden maiden yrityksiä riskillisempiä, sokki on oletettu kaksinkertaiseksi suhteessa neljännessä skenaariossa oletettuun vastaavaan sokkiin kehittyneissä talouksissa.[11]

Kuvio 3.



Riskiskenaariossa nousevien talouksien rahoitusolojen kiristyminen hidastaisi Kiinan talouskasvua noin 1,5 prosenttiyksikköä ensimmäisenä vuonna (keltainen palkki kuviossa 3). Mallilaskelmissa investointeihin kohdistuisi suuri vaikutus (−7,3 %). Kasvun

10. Mallikehikossa riskilisien kasvu nousevissa talouksissa on toteutettu lisäämällä lainanottajien riskillisyyttä siten, että välitön suora vaikutus yrityslainojen riskilisiin on noin 200 peruspistettä. Sokin oletetaan vaimenevan asteittain 0,6:n pysyvyyskertoimella. IMF:n (2017) perusteella nousevien talouksien dollarimääräisten yrityslainojen riskilisien kasvu oli finanssikriisin kärjistyessä suunnilleen 450 peruspistettä.
11. IMF:n (2017) perusteella nousevien talouksien dollarimääräisten yrityslainojen riskilisien kasvu oli finanssikriisin kärjistyessä suunnilleen kaksinkertainen kehittyneiden talouksien investointiluokan yrityslainoihin verrattuna.

hidastumisella olisi myös Kiinan tuontiin merkittävä, noin –2,5 prosentin vaikutus. Kulutuksen ja viennin kehitys vaimenisi. Kasvun hidastuminen alentaisi inflaatiota ensimmäisenä vuonna 0,4 prosenttiyksikön verran, jolloin keskuspankki reagoisi laskelmissa laskemalla ohjauskorkoa 0,9 prosenttiyksikköä. Skenaariossa nousevien talouksien valuuttakurssit heikkenisivät, ja vastaavasti euro ja jeni vahvistuisivat hieman. Laskelmissa nousevien talouksien finanssipolitiikan virityksen on oletettu pysyvän ennallaan.

Mallilaskelmassa Yhdysvaltojen talouskasvu hidastuisi vain hieman (keltainen palkki kuviossa 3). Vaikutus vientiin olisi ensimmäisenä vuonna kuitenkin selvä (–2,1 %), ja myös vaihtotaseen alijäämä suurenisi jonkin verran. Euroalueen talouskasvu hidastuisi ensimmäisenä vuonna lähes 1 prosenttiyksikköä. Vaikutukset olisivat voimakkaat euroalueen vientiin (–2,3 %) ja investointeihin (–1 %). Kulutukseen sokilla olisi –0,5 prosentin vaikutus. Inflaatio hidastuisi ensimmäisenä vuonna hieman. Skenaariossa euroalueen talouden Yhdysvaltoja suurempi herkkyys nousevien talouksien sokeille johtuu nousevien talouksien merkittävästä osuudesta euroalueen viennistä (yli 40 prosenttia koko tavaraviennistä vuonna 2017) sekä laskelmissa oletetusta rajallisesta rahapolitiikan liikkumavarasta euroalueella.

Kiinan talouskasvu hidastuisi kauppasodan kärjistymisen ja nousevien talouksien rahoitusolojen kiristymisen seurauksena lähes 3 prosenttiyksikköä ensimmäisenä vuonna (kuviossa 3 keltainen ja punainen palkki yhdessä). Vaikka talouskasvu elpyisi toisena vuonna, näkyisivät skenaarion vaikutukset kokonaistuotannon tasossa pidemmän aikaa. Globaali talouskasvu vaimenisi lähes 1,5 prosenttiyksikköä (keltainen ja punainen palkki yhdessä).

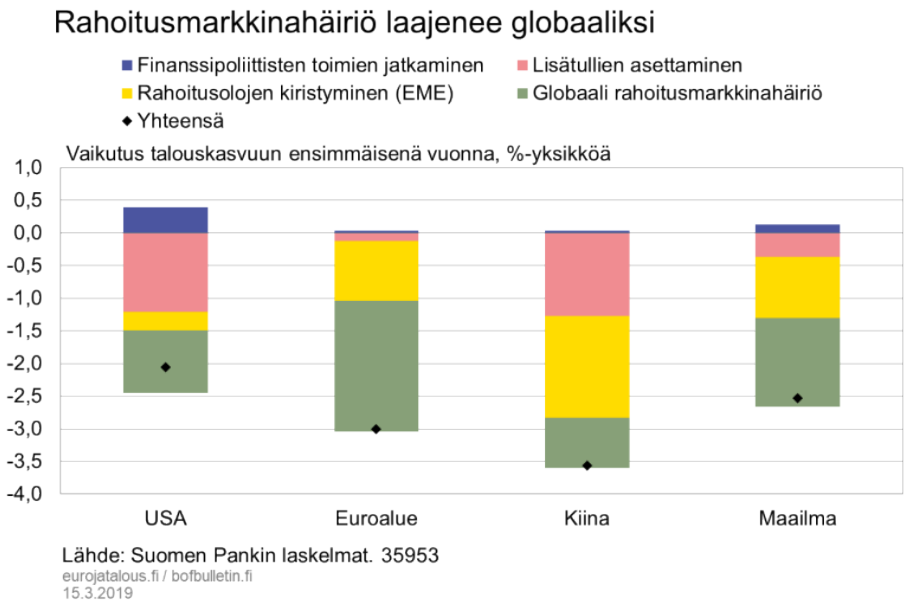
Skenaario 4: Rahoitusmarkkinoiden häiriö laajenee globaaliksi

Globaalien talouskasvunäkymien heikkeneminen merkitsisi myös kehittyneiden maiden yritysten odotettujen voittojen supistumista ja siten yritysten suurempaa riskillisyyttä. Lisäksi kasvunäkymien vaimeneminen vaikuttaisi julkiseen velkaantumiseen ja voisi siten lisätä myös valtionlainojen riskipreemioita. Tässä vaihtoehtoislaskelmassa oletetaan, että rahoitusolojen kiristyminen leviää myös kehittyneiden maiden yrityssektorille sekä molempien maaryhmien valtionlainamarkkinoille. Riskiskenaariossa oletetaan, että kehittyneiden maiden yrityslainojen riskilisiin kohdistuu 100 peruspisteen suuruinen sokki.[12] Muiden instituutioiden tekemissä globaaleja riskejä kuvaavissa simulaatioissa yritysten riskilisien kasvu kehittyneissä talouksissa on tyypillisesti ollut noin 50–100 peruspistettä.[13]

12. Mallikehikossa riskilisien kasvu kehittyneissä talouksissa on toteutettu lisäämällä lainanottajien riskillisyyttä siten, että välitön suora vaikutus yrityslainojen riskilisiin on noin 100 peruspistettä. Sokin oletetaan vaimenevan asteittain 0,6:n pysyvyyskertoimella. IMF:n (2017) perusteella kehittyneiden talouksien dollarimääräisten investointiluokan yrityslainojen riskilisien kasvu oli finanssikriisin kärjistyessä suunnilleen 250 peruspistettä. Yhdysvalloissa 100 peruspistettä vastaa noin yhden keskihajonnan (data vuodesta 1996 lähtien) kokoista muutosta yritysten riskilisissä laskettuna 10 vuoden BBB-luottoluokituksen yrityslainan ja valtionlainan korkoerona. Finanssikriisin kärjistyessä yrityslainojen riskilisät kasvoivat Yhdysvalloissa tällä tavalla mitattuna noin 400 peruspistettä.
13. IMF (2018a) noin 50 ja Banque de France (2018a) 50–100.

Riskiskenaariossa on lisäksi oletettu sekä kehittyneiden että nousevien talouksien valtionlainojen aikapalkkioon/riskipreemioon 100 peruspisteen kokoinen sokki. Sokki merkitsee valtionlainakorkojen nousua suhteessa ohjauskorkoihin.[14]

Kuvio 4.



Laajasti globaalitalouteen leviävällä rahoitusmarkkinoiden häiriöllä olisi merkittävät globaalit talousvaikutukset (vihreät palkit kuviossa 4). Mallilaskelmien mukaan se heikentäisi talouskasvua ensimmäisenä vuonna Yhdysvalloissa noin 1 prosenttiyksikköä, euroalueella 2 prosenttiyksikköä ja Kiinassa yli 0,5 prosenttiyksikköä. Erityisesti vaikutukset investointeihin olisivat suuret niin euroalueella (–8,6 %), Kiinassa (–4,2 %) kuin Yhdysvalloissa (–7,0 %). Vaikutukset keskeisten talousalueiden vientiin ja tuontiin olisivat noin –1,5 %. Inflaatio hidastuisi Yhdysvalloissa ja Kiinassa ensimmäisenä vuonna yli 0,2 prosenttiyksikköä ja euroalueella lähes kaksi kertaa niin paljon. Yhdysvalloissa keskuspankki laskisi ohjauskorkoaan 0,5 prosenttiyksikön verran, mutta euroalueella ja Japanissa rahapolitiikan reaktioita vaimentaisivat mallilaskelmissa oletettu rahapolitiikan rajallinen liikkumavara.

Laskelmat havainnollistavat kehityskulkua, jossa maailmantalouden kasvu voi hidastua merkittävästi

Näiden vaihtoehtoislaskelmien avulla voidaan havainnollistaa kehityskulkua, jossa kauppapoliittisten toimien kärjistyminen saisi aikaan rahoitusolojen kiristymisen nousevissa talouksissa ja maailmantalouden kasvun merkittävän hidastumisen, jolloin

14. Yhdysvaltojen valtionlainoja pidetään yleensä riskittöminä, ja niiden kohdalla käytetään yleensä vain aikapalkkion käsitettä. Etenkin nousevien talouksien valtionlainojen riskipreemioita tarkastellaan usein korkoeroina suhteessa Yhdysvaltoihin. Sokin oletetaan vaimenevan asteittain 0,6:n pysyvyyskertoimella. IMF:n (2018a) tekemässä globaalien rahoitusolojen kiristymistä kuvaavassa simulaatiossa Yhdysvaltojen valtionlainakorkoihin kohdistettiin 100 peruspisteen suuruinen sokki, joka leviää muihin maihin. ESRB:n (2018) riskiskenaariossa pitkien valtionlainakorkojen nousu on lähes 100 peruspistettä EU-maissa keskimäärin.

riski globaalista rahoitusmarkkinahäiriöstä kasvaa. Jos häiriö laajenisi globaaliksi, kasvu hidastuisi merkittävästi sekä Yhdysvalloissa että euroalueella ja erityisesti Kiinassa (mustat ruudut kuviossa 4). Mallilaskelmien mukaan maailman kokonaistuotannon kasvu vaimenisi ensimmäisenä vuonna noin 2,5 prosenttiyksikköä. Globaalin finanssikriisin seurauksena maailman kokonaistuotanto oli vuonna 2010 runsaat 5 % pienempi kuin kriisiä edeltävän trendin mukainen tuotanto. Näissä laskelmissa kasvun hidastuminen vastaa siis noin puolta globaalin finanssikriisin vaikutuksesta. Vaikutukset olisivat erityisen voimakkaita viennissä, tuonnissa ja investoinneissa. Kasvun hidastuminen lisäisi myös julkista velkaantuneisuutta. Euroalueen talouskasvu hidastuisi jyrkästi, noin 3 prosenttiyksikköä ensimmäisenä vuonna. Vaikutus euroalueen investointeihin olisi –10,5 % ja kulutukseen –1,2 %.

Talouskasvun hidastuminen vaimentaisi myös inflaatiota globaalisti. Euroalueella inflaatio hidastuisi useammaksi vuodeksi 0,6–1 prosenttiyksikköä. Yhdysvalloissa vaikutukset inflaatioon olisivat hieman pienempiä. Nousevien talouksien valuuttakurssit heikkenisivät suhteessa euroon ja dollariin.

Laskelmissa Yhdysvaltojen julkinen velkaantuneisuus kasvaa ennakoitua enemmän

Kun tarkastellaan neljän eri skenaarion vaikutuksia Yhdysvaltojen näkökulmasta, havaitaan, että viime vuoden noin 3 prosentin kasvua ei juuri ole mahdollista ylläpitää, vaikka Yhdysvallat pyrkisi tukemaan taloutta finanssipolitiikallaan. Kuviossa 5 kunkin skenaarion vaikutukseen on lisätty edellisten skenaarioiden vaikutukset. Siten esimerkiksi kuvion 5 punainen katkoviiva esittää yhteisvaikutusta, joka syntyy lisätullien asettamisesta ja finanssipoliittisten toimien voimassaolon jatkamisesta. Finanssipoliittisten toimien voimassaolon jatkaminen vuoden 2019 jälkeen parantaisi jonkin verran kasvua (sininen katkoviiva), mutta silti ei päästäisi lähellekään 3 prosentin kasvuvauhtia.

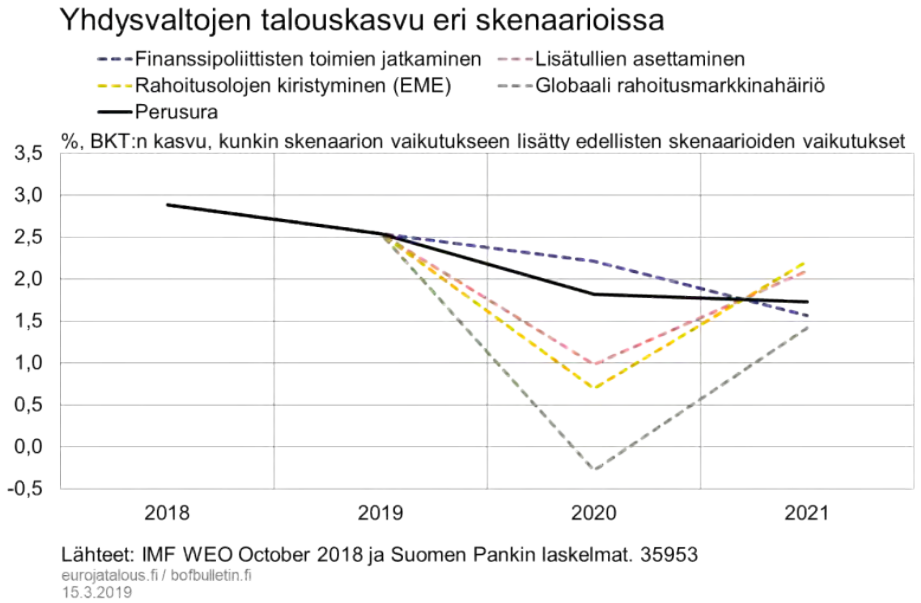
Lisäksi kasvu voi hidastua merkittävästi, jos Yhdysvallat lisää kauppapoliittisia toimia ja näistä toimista johtuva globaalin talouden hidastuminen puolestaan heijastuu takaisin Yhdysvaltoihin. Kuviossa 5 esitetyssä globaalin rahoitusmarkkinahäiriön riskiskenaariossa (vihreä katkoviiva) Yhdysvaltojen talouskasvu hidastuisi noin 2 prosenttiyksikköä perusuraan (musta viiva) verrattuna vuonna 2020. Tämä merkitsisi kokonaistuotannon lievää supistumista.

Yhdysvaltojen julkinen velkaantuneisuus kasvaa jo voimassa olevien toimien takia (kuviossa 6 musta viiva). Velkaantuneisuus kasvaa vielä tätä enemmän tämän artikkelin laskelmissa, joko kevyemmän finanssipolitiikan tai BKT:n kasvun hidastumisen takia. Kun perusuralla julkinen velka saavuttaisi 117 % BKT:stä (musta viiva) vuonna 2023, niin toimien voimassaoloa jatkamalla velka kasvaisi samana aikana noin 120 prosenttiin (sininen katkoviiva). Talouskasvun taantuminen globaalin rahoitusmarkkinahäiriön riskiskenaariossa kasvattaisi Yhdysvaltojen julkista velkaantumista vielä lisää noin 122 prosenttiin (vihreä katkoviiva kuviossa 6).

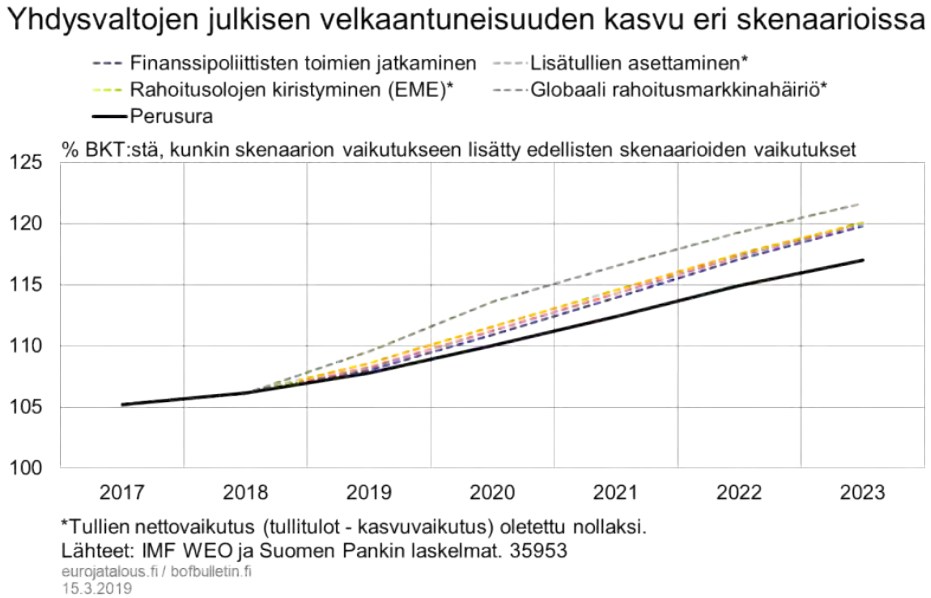
Julkisen velkaantuneisuuden kasvu vähentää Yhdysvaltojen finanssipolitiikan liikkumavaraa. Varmistaakseen julkisen velkansa pitkän aikavälin kestävyyden

Yhdysvaltojen on tulevaisuudessa korotettava veroja ja/tai leikattava julkisia menoja.

Kuvio 5.



Kuvio 6.



Talouspolitiikan reaktiot vaikuttavat maailmantalouden kasvun hidastumisen suuruuteen

Tässä artikkelissa esitetyt vaihtoehtoiset maailmantalouden kehityskulut havainnollistavat, miten Yhdysvaltojen finanssi- ja kauppapolitiikka voi heijastua koko globaalitalouteen ja sitä kautta myös takaisin Yhdysvaltoihin. Lisäksi se havainnollistaa,

että vaikutukset ovat erityisen voimakkaita silloin, kun alkuperäinen sokki johtaa kehityskulkuun, jossa rahoitusmarkkinahäiriöt leviävät koko globaalitalouteen. Vaikutusten täsmällinen suuruusluokka voi poiketa näissä laskelmissa esitetystä esimerkiksi sen takia, että toteutuessaan rahoitusolojen kiristyminen voi erota mallilaskelmien oletuksista. Laskelmiin sisältyy myös mallinnukseen liittyvää epävarmuutta. Mallin parametrit eivät esimerkiksi välttämättä kuvaa kaikkia reaalimaailman vaikutuskanavia oikein, ja sokkien pysyvyys voi erota laskelmissa oletetusta. Lisäksi mallilaskelmat eivät ota huomioon kaikkia kauppasodan kärjistymisen mahdollisia vaikutuksia. Esimerkiksi tullien aiheuttaman tuotantoketjujen pirstoutumisen seuraukset voivat olla selvästi vakavammat kuin skenaariossa oletetaan.

Lisäksi laskelmien tuloksiin vaikuttaa myös se, missä määrin elvyttävän raha- ja finanssipolitiikan oletetaan tukevan taloutta. Globaali finanssikriisi kasvatti julkista velkaantuneisuutta niin Yhdysvalloissa, euroalueella kuin Japanissakin. Näissä laskelmissa oletetaan kuitenkin, että talouskasvun hidastuessa julkisella vajeella on mahdollisuus kasvaa, eli ns. automaattisten vakauttajien annetaan toimia vapaasti. Tämä tukee talouden elpymistä. Vastaavasti rahapolitiikka kevenee näissä mallilaskelmissa, kun talouskasvu hidastuu, ja tukee elpymistä. Euroalueen ja Japanin rahapolitiikan liikkumavaran oletetaan kuitenkin olevan rajoitettua, mikä voimistaa tuotannon kasvun hidastumista.

Näissä laskelmissa Kiinan kasvu hidastuu merkittävästi, noin 3,5 prosenttiyksikköä, kun tarkastellaan skenaarioiden kokonaisvaikutusta. Laskelmissa oletetaan, että myös Kiinassa rahapolitiikka kevenee ja julkisen vajeen kasvu tukee tuotannon elpymistä. Talouskasvu kuitenkin hidastuu merkittävästi, eli Kiina ei näissä laskelmissa elvyttämällä estä tuotannon kasvun merkittävää hidastumista. Tätä voidaan perustella sillä, että finanssikriisiä edeltäneeseen aikaan nähden Kiinassa sekä julkinen että yksityinen velkaantuneisuus ovat lisääntyneet. Mallilaskelmissa Kiinan ei oleteta tekevän finanssipoliittista elvytystä juuri pienemmän finanssipolitiikan liikkumavaran takia. Myös rahapolitiikan elvytys on laskelmissa maltillista, mikä toisaalta vähentää riskiä yksityisen velkaantuneisuuden liiallisesta kasvusta. Sen sijaan globaalin finanssikriisin aikaan Kiinassa tehtiin merkittäviä elvytystoimia, jotka samalla tukivat koko maailmantaloutta. Näissä laskelmissa Kiinan elvytys jää vaimeammaksi ja maailmantalouden kasvu hidastuu osin tästä syystä merkittävästi.

Lähteet

Banque de France (2018a) Costs and consequences of a trade war: a structural analysis. Rue de la Banque No. 72.

Banque de France (2018b) Quantifying the losses from a global trade war. Banque de France 7/2018.

CPB (2018) Trade wars: economic impacts of US tariff increases and retaliations: An international perspective. Background Document (marraskuu 2018).

EKP (2018) Implications of rising trade tensions for the global economy. EKP Bulletin 3/2018.

ESRB (2018) Adverse macro-financial scenario for the 2018 EU-wide banking sector stress test.

Euro & talous (4/2018) Kauppapoliittiset jännitteet varjostavat talousnäkymiä. Julkaistu 4.10.2018.

IMF (2017) Global Financial Stability Report, lokakuu 2017.

IMF (2018a) Impact of Tighter Global Financial Conditions. World Economic Outlook, huhtikuu 2018.

IMF (2018b ja 2019) World Economic Outlook, lokakuu 2018 ja tammikuu 2019.

Kumhof et al. (2010) The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure. IMF Working Paper 10/34.

Obstfeld, M. (2016) Tariffs do more harm than good at home. IMF-blogi, syyskuu 2016.

OECD (2018) OECD Economic Outlook, marraskuu 2018 (2).

Avainsanat

kauppasota, rahoitusolojen kiristyminen, vaihtoehtoislaskelma, Yhdysvaltojen talouspolitiikka

Kirjoittaja(t)

Pasi Ikonen
Ekonomisti
etunimi.sukunimi(at)bof.fi

Lauri Vilmi
Vanhempi ekonomisti
etunimi.sukunimi(at)bof.fi