EURO&TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Euro & talous 4 • 2018

Julkaisupäivä 4.10.2018
26. vuosikerta
Julkaisu ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

Päätoimittaja
Olli Rehn

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

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

Kirjoittajat
Hanna Freystätter
Niko Herrala
Juhana Hukkinen
Pasi Ikonen
Eeva Kerola
Jarmo Kontulainen
Vesa Korhonen
Tomi Kortela
Kimmo Koskinen
Sami Oinonen
Seija Parviainen
Jouko Rautava
Michaela Schmöller
Jussi Terho
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: Rahapolitiikan normalisointi etenee varovaisesti ja asteittain	3
Kasvu jatkuu, näkymät vaimentuneet	5
Rahapolitiikkaa normalisoidaan asteittain ja ennakoidusti	30
Kauppapoliittiset jännitteet varjostavat talousnäkymiä'	39
TARGET2-saldot – todellisuus tarua tylsempää?	48
Työikäiset osallistuvat euroalueella aktiivisemmin työmarkkinoille – Yhdysvalloissa suunta on toinen	52
Sekulaarinen stagnaatio: väärä hälytys euroalueella?	58

PÄÄKIRJOITUS

Rahapolitiikan normalisointi etenee varovaisesti ja asteittain

4.10.2018 11:00 • EURO & TALOUS 4/2018 • PÄÄKIRJOITUS

Maailmantalouden kasvun ennakoidaan jatkuvan vahvana, mutta kasvunäkymät ovat hieman viime kevättä vaimeammat ja maakohtaiset erot ovat kasvaneet. Noususuhdanteen nopein vaihe on ohitettu useimmilla päätalousalueilla. Yhdysvaltojen korkotason nousu, pääoman ulosvirtaus kehittyvistä maista sekä huolet kauppasodasta ovat heijastuneet globaaleihin rahoitusmarkkinoihin viimeisen puolen vuoden aikana. Euroalueella Italian valtionlainojen korot ovat olleet korkeat poliittisen epävarmuuden kasvun vuoksi.

Euroalueen talouskasvu on hidastumassa noin 2 prosentin tuntumaan. Työttömyyden väheneminen luo edellytyksiä palkkojen nousun kiihtymiselle ja inflaation palautumiselle kestävästi lähelle tavoitteen mukaista hieman alle 2:ta prosenttia. EKP:n neuvosto teki kesäkuussa 2018 rahapoliittisia päätöksiä, jotka ulottuivat ajallisesti yli vuoden päähän, kesän 2019 yli. EKP:n viestin mukaan kevyttä rahapolitiikkaa tullaan jatkamaan vielä pitkään, vaikka rahapolitiikan asteittainen normalisoituminen on käynnistynyt.

Rahapolitiikan mitoitus on jatkossakin ohjauskorkojen ja epätavanomaisten rahapolitiikan toimenpiteiden yhdistelmä. Eurojärjestelmä aikoo edelleen jatkaa arvopapereiden ostoja, vaikka arvopaperiomistusten määrä ei erääntymisten vuoksi enää kasvaisikaan. Ohjauskorot pidetään nykyisenlaisina ainakin syksyyn 2019, ja esimerkiksi

viime vuosina toteutettua pitkäaikaisten luottojen myöntämistä pankeille jatketaan maaliskuuhun 2021.

Kun rahapolitiikka normalisoituu, rahapolitiikan ennakoivan viestinnän ja epätavanomaisten toimien osuus mitoituksessa vähenee. EKP:n neuvosto arvioi rahapolitiikan mitoitusta hintavakaustavoitteen saavuttamisen näkökulmasta ja päättää rahapolitiikan normalisoitumisen vauhdista tämän arvion mukaisesti. Kesäkuun päätökset, jotka EKP:n neuvosto vahvisti syyskuussa, ovat pienentäneet tulevaa rahapolitiikkaa koskevaa epävarmuutta markkinoilla. Rahoitusmarkkinoilla vallitsevat odotukset ensimmäisen koronnoston ajankohdasta ovat linjassa EKP:n neuvoston viestien kanssa.

Varovainen eteneminen rahapolitiikan normalisoimisessa on perusteltua useasta syystä. Ensiksi inflaation pysyminen polulla kohti tavoitetta edellyttää vielä talouskasvua ja työllisyyttä tukevaa rahapolitiikkaa. Toiseksi markkinoiden inflaatio-odotukset ovat edelleen vähäiset ja talousennusteissa inflaatiokehitystä on pitkään yliarvioitu. Kolmanneksi inflaation ja talouden vapaan kapasiteetin välinen suhde näyttäisi muuttuneen siten, että tuotantokuilun umpeutuminen ei vaikuta kiihdyttävän inflaatiota samalla tavoin kuin aikaisemmin. Lisäksi epätavanomaisen rahapolitiikan toimien vaikutuksiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Asteittaisen normalisoitumisen avulla vaikutusten kehittymistä voidaan seurata ja välttää ennakoimattomia kielteisiä vaikutuksia.

Lopuksi talouden ns. luonnollisen koron taso on voinut laskea. Säästämishalukkuutta saattaa olla taloudessa aikaista enemmän suhteessa investointivalmiuteen. Tällaiseen kehitykseen on saattanut vaikuttaa mm. väestön lähes globaali ikääntyminen. Koska luonnollinen korko on laskenut, rahapolitiikan mitoitus on kireämpää kuin nimelliskorkojen historiallinen tarkastelu antaisi olettaa.

Rahapolitiikan analysoinnissa ja mitoituspäätöksissä sivu on kääntynyt uusien toimien hahmottelusta toimien purkamisen vaikutusten arviointiin. Suhdanteet tulevat vaihtelemaan jatkossakin. Seuraavalla kerralla nykyiset epätavanomaiset rahapolitiikkatoimet ovat kuitenkin astetta tavanomaisempia. Se tulee osaltaan helpottamaan rahapolitiikan tekoa, kun voimassa on nollakorkorajoite.

Helsingissä 3.10.2018

Olli Rehn
Suomen Pankin pääjohtaja

Avainsanat

inflaatio, korot, maailmantalous, rahapolitiikka

Kasvu jatkuu, näkymät vaimentuneet

4.10.2018 11:00 • EURO & TALOUS 4/2018 • RAHAPOLITIIKKA

Maailmantalouden kasvunäkymät ovat vaimentuneet viime keväästä. Maailmankaupan kasvu on hidastunut. Luottamus talousnäkymiin on yhä melko vahvaa, mutta erityisesti kauppapoliittiset jännitteet lisäävät riskiä, että talous kehittyy odotettua heikommin. Maailmantalouden kasvu hidastuu, jos protektionistiset toimet laajenevat ja epävarmuus lykkää investointeja. Tuontitullikorotukset heikentävät pahimmillaan merkittävästi maailmantalouden kasvua. Kansainvälisten tuotantoketjujen monimutkaisuuden takia protektionistisilla toimilla voi olla arvaamattomia ja pitkäkestoisia seurauksia.

Finanssipoliittinen elvytys siivittää kasvua Yhdysvalloissa, mutta se lisää julkista velkaantuneisuutta ja kasvattaa vaihtotaseen vajetta. Inflaatio on kiihtynyt maailmanlaajuisesti, ja rahapolitiikan poikkeuksellisen kevyttä mitoitusta ollaan asteittain purkamassa Yhdysvallat ensimmäisenä.

Kiinan elvytykseen pohjautuva talouskasvu herättää huolta, onko kasvu kestävällä pohjalla. Monet talouden mittarit viittaavat kasvun hidastuneen Kiinassa, ja kauppapoliittiset jännitteet Yhdysvaltojen kanssa ovat lisänneet epävarmuutta. Yhdysvaltojen kiristyvä rahapolitiikka, kauppajännitteet sekä huolet Kiinan kasvunäkymistä heijastuvat myös kehittyviin maihin, joiden osakekurssit ovat laskeneet ja valuuttakurssit heikentyneet. Kuitenkin erityisesti Turkin ja Argentiinan valuuttakurssien jyrkkä heikentyminen johtuu pääasiassa kotimaisesta talouspolitiikasta, ja tartunta muihin kehittyviin talouksiin on toistaiseksi ollut vähäistä.

Euroalueen talouden vire jatkuu vahvana, vaikka kasvu onkin hidastumassa viime vuoden poikkeuksellisen nopeasta vauhdista. Kevyt rahapolitiikka sekä hyvään suhdannetilanteeseen nähden melko kevyt finanssipolitiikka tukevat kasvua lähivuosina.

Euroalueella työllisyys on kasvanut ja yhä useampi on hakeutunut työmarkkinoille. Talouden kehitystä varjostaa kuitenkin Italian talouspolitiikkaan liittyvä epävarmuus, mikä on nostanut Italian valtionlainojen korkoja viime keväästä.

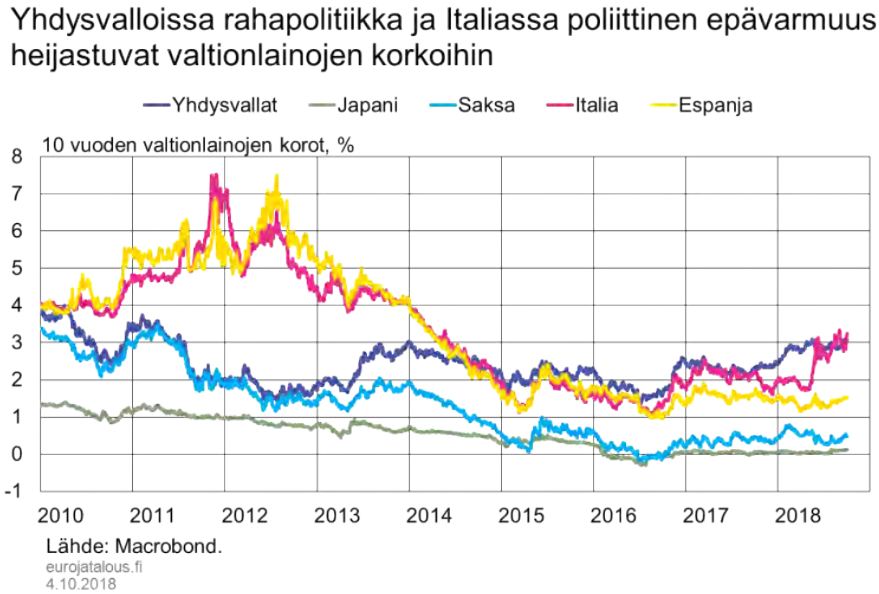
Euroalueen inflaatiopaineet ovat vahvistuneet maltillisesti rahapoliittisen elvytyksen myötä. Palkkojen nousuvauhti on kiihtynyt, mutta tuottavuuden kasvu voi vaimentaa yksikkötyökustannusten nousua ja hintapaineita. Koska inflaatio-odotukset ovat pysyneet vaimeina, taloustilanne heijastuu inflaatioon verraten hitaasti.

Suunnan muutoksia kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla

Maailmantalouden kasvun ennakoidaan jatkuvan vahvana, mutta kasvunäkymät ovat hieman viime kevättä vaimeammat ja maakohtaiset erot ovat kasvaneet. Kasvun nopein vaihe on ohitettu päätalousalueilla Yhdysvaltoja lukuun ottamatta.[1] Vaikka teollisuuden ostopäällikköindeksit ovat heikentyneet edelleen, kokonaisuutena luottamusilmapiiri on pysynyt yhä hyvänä. Maailmankaupan kasvuvauhti on kuitenkin alkuvuonna hidastunut.

Inflaatio on vahvistunut maailmanlaajuisesti, ja OECD-maiden inflaatio kiihtyi kesällä noin 3 prosenttiin (pohjainflaatio noin 2 %). Rahapolitiikan globaalisti poikkeuksellisen kevyttä viritystä ollaan asteittain purkamassa Yhdysvallat ensimmäisenä (kuvio 1). Korkoerot muiden kehittyneiden talouksien ja Yhdysvaltojen välillä ovat kasvaneet. Tämä taas tekee sijoittamisen Yhdysvaltoihin houkuttelevaksi. Dollari onkin vahvistunut suhteessa keskeisiin valuuttoihin, ja erityisesti kehittyvien maiden valuuttakurssit ovat heikentyneet.

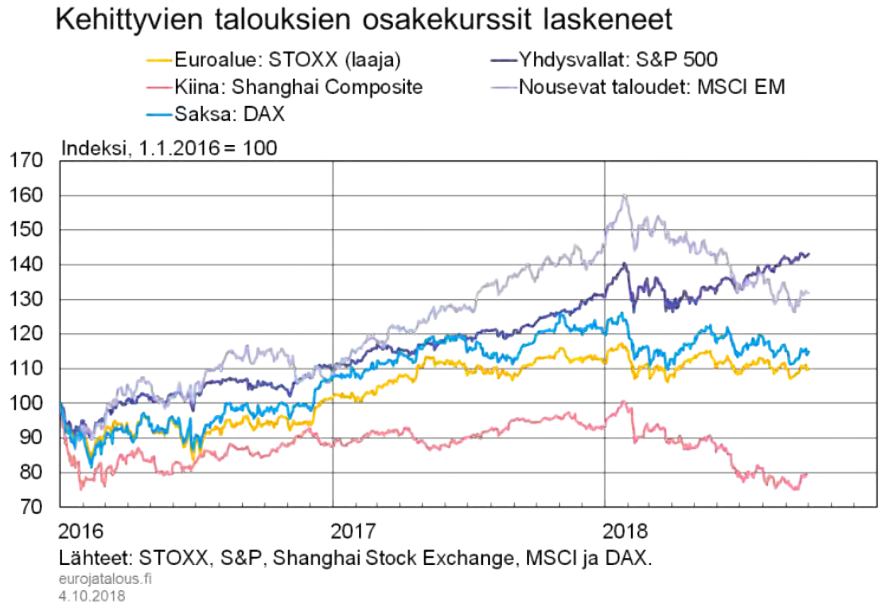
Kuvio 1.



1. EKP:n (pl. euroalue), IMF:n ja OECD:n tuoreimpien ennusteiden mukaan maailmantalouden kasvu jatkuu lähivuosina vajaan 4 prosentin vauhtia.

Monet kehittyvät taloudet nojaavat dollarimääräiseen rahoitukseen, joten Yhdysvaltojen korkotason nousu ja valuuttakurssin heikentyminen lisäävät velanhoitokustannuksia näissä talouksissa. Tästä syystä monien kehittyvien maiden talousnäkymät ovat heikentyneet. Erityisesti Turkin ja Argentiinan valuuttojen jyrkkä heikentyminen johtuu kuitenkin pääasiassa kotimaisesta talouspolitiikasta, ja tartunta muihin kehittyviin talouksiin onkin toistaiseksi ollut vähäistä.

Kuvio 2.



Yhdysvaltojen korkotason nousu, pääoman ulosvirtaus kehittyvistä maista sekä huolet kauppasodasta ovat heijastuneet globaaleihin rahoitusmarkkinoihin viimeisen puolen vuoden aikana. Heikentyneiden talousnäkymien takia osakekurssit ovat kehittyvissä talouksissa laskeneet merkittävästi kuluvana vuonna (kuvio 2). Toisaalta Yhdysvaltain osakemarkkinoita kuvaava S&P 500 -indeksi on lähellä ennätystasoaan.

Euroalueella Italian valtionlainojen korot nousivat toukokuun lopulla, kun poliittinen epävarmuus kasvoi Italiassa. Korkojen nousu heijastelee mm. markkinoiden huolta Italian julkisen velan kestävyydestä, mikäli uuden hallituksen alkuperäiset talouspoliittiset suunnitelmat toteutuvat.

Inflaation kestävä palautuminen tavoitteen mukaiseksi vaatii vielä elvyttävää rahapolitiikkaa

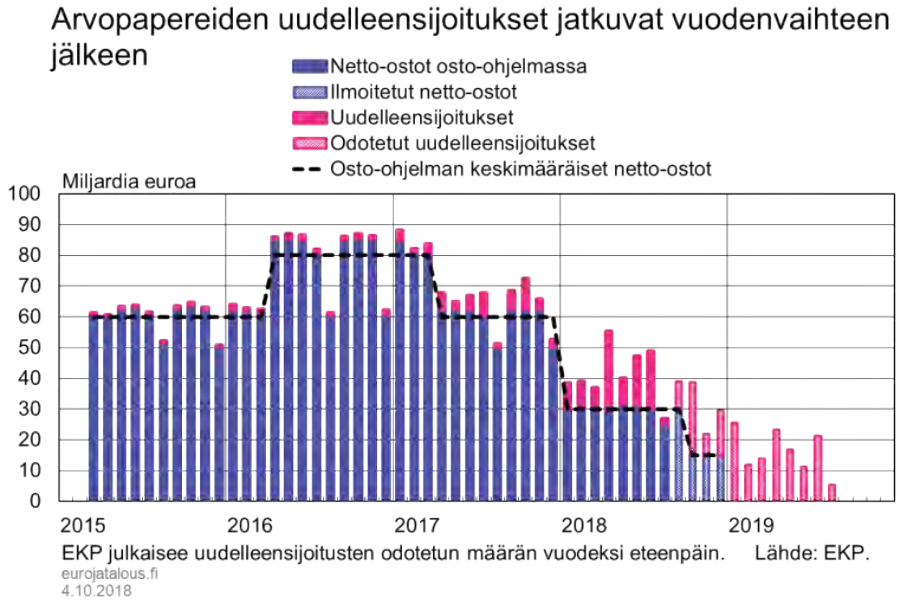
Euroalueen talouskasvu on normalisoitumassa kuluvana vuonna noin 2 prosentin tuntumaan. Työttömyyden väheneminen luo paineita palkkojen nousun kiihtymiselle ja inflaation voimistumiselle kestävästi lähelle tavoitteen mukaista hieman alle 2 prosentin vauhtia. Viime kesäkuussa EKP:n neuvosto katsoi, että inflaatiodynamiikassa on tapahtunut merkittävää edistymistä kohti tavoitetta. Neuvosto päätti syyskuussa odotetusti, että se vähentää arvopaperien netto-ostot syyskuun jälkeen 30 miljardista 15 miljardiin euroon kuussa. Lisäksi neuvosto vahvisti jo kesäkuussa ilmoittamansa päätöksen, että se odottaa netto-ostojen päättyvän vuoden vaihteessa, jos tulevat tiedot

ovat sen keskipitkän aikavälin inflaationäkymien mukaiset. Jos arvopapereiden netto-ostot päättyvät vuodenvaihteessa, osto-ohjelman koko on noin 2 600 mrd. euroa eli hieman yli 20 % suhteessa euroalueen BKT:hen (ks kehikko Target2-saldoista).

Inflaation pysyminen polulla kohti tavoitetta edellyttää kuitenkin vielä hyvin kevyttä rahapolitiikkaa. EKP:n neuvosto muutti korkoja koskevaa ennakoivaa viestintää kesäkuussa siten, että neuvosto viesti odottavansa rahapoliittisten korkojen pysyvän nykyisellä tasolla kesän 2019 ajan ja tarvittaessa pidempään. Rahoitusmarkkinoiden odotukset ensimmäisen koronnoston ajankohdasta ovat linjassa tämän viestinnän kanssa (ks. kehikko rahapolitiikan normalisoinnista).

Arvopaperien netto-ostojen vähentäminen ja mahdollinen lopettaminen eivät tässä vaiheessa ole merkittäviä rahapolitiikan mitoituksen kannalta, sillä jo ostetut velkakirjat ja erääntyvien velkakirjojen uudelleen sijoittaminen vähentävät velkakirjojen tarjontaa markkinoilla. EKP:n neuvosto on ilmoittanut aikovansa sijoittaa uudelleen erääntyvien arvopaperien pääomat pidemmän aikaa netto-ostojen päättymisen jälkeenkin. Erääntyvien arvopapereiden määrät ja näin ollen myös uudelleensijoitukset ovat merkittäviä vuodenvaihteen jälkeen (kuvio 3).[2] Mittavana pysyvä eurojärjestelmän tase ja erääntyvien arvopapereiden uudelleen sijoittaminen vaikuttavatkin pitkiä korkoja alentavaan suuntaan ja tukevat näin talouskasvua ja inflaatiota.

Kuvio 3.



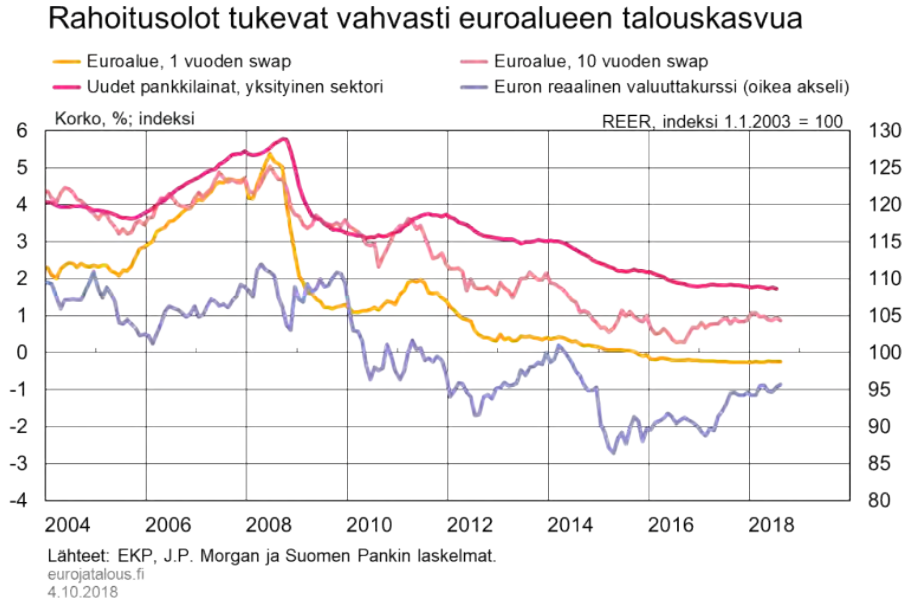
Kevyet rahoitusolot ovat vahvistaneet yritysten lainakannan kasvua

EKP:n kevyt rahapolitiikka on välittynyt pankkisektorin kautta kotitalouksien ja yritysten lainakorkoihin. Lainakorot näyttävät saavuttaneen alarajansa ja ovat hieman alle 2 % euroalueella. Neljän suuren euromaan[3] välillä sekä yritys- että kotitalouslainojen

2. EKP ilmoittaa erääntyvien arvopapereiden odotetut määrät vuodeksi eteenpäin.

korkoerot ovat kuroutuneet umpeen. Uusien yrityslainojen keskikorot ovat edelleen keskiarvoa korkeammat Irlannissa, Portugalissa ja Kreikassa. Yritysten riskillisten velkakirjojen korot ovat nousseet vuoden alusta alkaen, kun taas vähäriskillisten korot ovat pysyneet lähes muuttumattomina. Historiallisessa tarkastelussa korot ovat joka tapauksessa vielä alhaiset.

Kuvio 4.

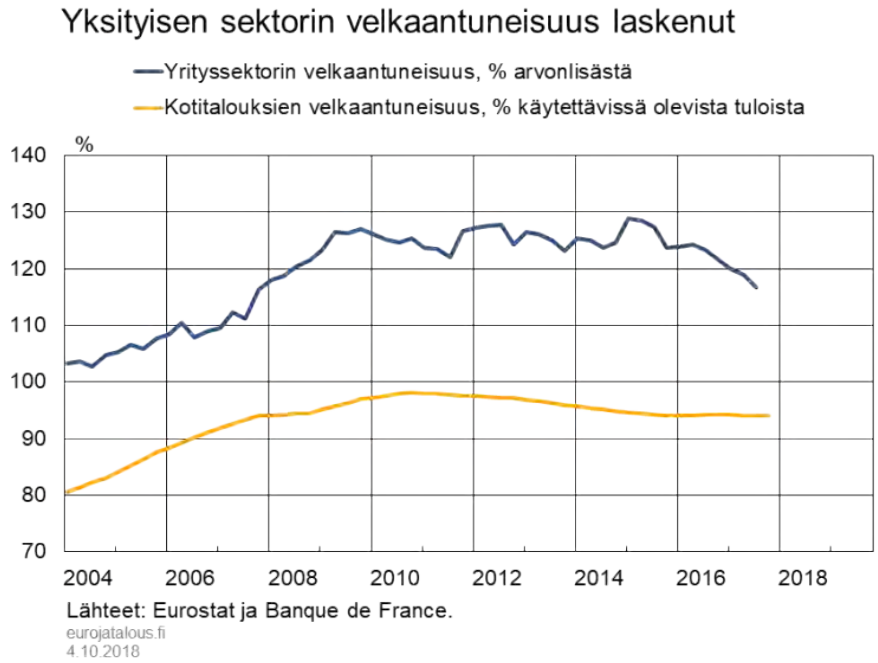


Alhainen korkotaso on kiihdyttänyt lainakantojen kasvua euroalueella. Yrityslainakannan kasvu on kiihtynyt erityisesti Saksassa ja Espanjassa. Tällä hetkellä yrityslainakannat kasvavat noin nimellisen BKT:n kasvuvauhtia, joten niiden kasvuvauhtia voidaan edelleen pitää maltillisena verrattuna historiaan.

Lainakantojen maltillinen kasvu suhteessa BKT:hen ja alhainen investointiaste näkyvät myös yksityisen sektorin velkaantuneisuuden supistumisena. Yritysten velka-asteet suhteessa arvonlisään laskivat edelleen alkuvuonna, kun taas kotitalouksien velka-asteet ovat laskeneet tasaisesti jo vuodesta 2010 lähtien (kuvio 5). Erityisesti Espanjassa yksityinen sektori on sopeuttanut taseitaan voimakkaasti. Suurista maista ainoastaan Ranskassa velka-asteet ovat nousseet viime vuosina, mutta sielläkin yrityssektorin velkaantuneisuudessa on viime vuoden lopulta lähtien ollut merkkejä tasaantumisesta. Kokonaisuutena euroalueen kasvu näyttäisikin yhä kestävältä, sillä yksityisen sektorin velkaantuneisuus ei ole kasvanut.

3. Saksa, Ranska, Italia ja Espanja.

Kuvio 5.

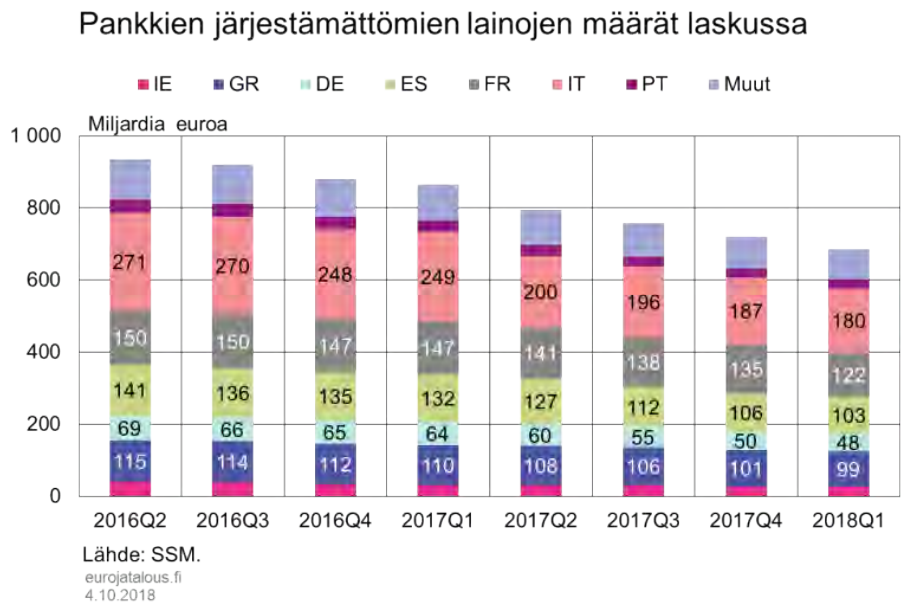


Pankkisektorin kannattavuus elpyy mutta hitaasti

Euroalueen pankkien kannattavuus on kohentunut viime vuosina. Euroalueen pankkien oman pääoman tuotto (ROE) oli vuoden 2018 ensimmäisellä neljänneksellä 6,6 %. Oman pääoman tuotto kasvoi hieman vuoden 2017 loppuun verrattuna, mutta jäi hieman vuodentakaisesta. Parin viime vuoden aikana euroalueen pankkien kohentunut kannattavuus on johtunut etenkin luottotappioiden vähentymisestä. Luottotappioiden ja luottoriskien vähentymisellä on ollut merkittävä vaikutus etenkin velkakriisistä eniten kärsineiden maiden pankkien kannattavuuden elpymiseen ja luotonannon asteittaiseen toipumiseen.

Euroalueen pankeilla oli vuoden 2018 ensimmäisellä neljänneksellä taseissaan noin 688 mrd. euron edestä järjestämättömiä lainoja, mikä on lähes 20 % vähemmän kuin vuosi sitten (kuvio 6). Suhteessa koko lainakantaan järjestämättömien lainojen määrä oli alkuvuonna 4,8 %. Positiiviseen kehitykseen ovat vaikuttaneet mm. kohentunut talouskehitys, järjestämättömien lainojen kasvanut jälkimarkkina-aktiviteetti sekä erilaiset kansalliset toimenpiteet pankkisektorin eheyttämiseksi. Verrattain laaja-alaisesta positiivisesta kehityksestä huolimatta osassa euroalueen maita tilanne järjestämättömien lainojen osalta on edelleen haastava.

Kuvio 6.



Pankkien perusliiketoiminnan kannattavuus on edelleen heikkoa. Pankkien tuottojen kannalta keskeinen korkokate on kärsinyt pitkään jatkuneesta alhaisesta korkotasosta ja tasaisesta tuottokäyrästä. Pääsääntöisesti pankit katsovat kannattavuutensa paranevan, kun tuottokäyrä jyrkentyy. Kuinka paljon korkotason nousu vaikuttaa, riippuu kuitenkin merkittävästi korkojen nousun nopeudesta, tuottokäyrän jyrkkyydestä, pankkien saamisten ja velkojen rakenteesta sekä pankkien kyvystä hinnoitella saataviaan uudelleen. Mikäli lainakannan kasvu jää heikoksi ja luottojen korot kiinnittyvät alhaisiksi pitkäksi aikaa, varainhankinnan kustannusten samanaikaisella nousulla saattaisi olla myös negatiivisia vaikutuksia pankkien korkokatteeseen, ainakin lyhyellä aikavälillä. Tällainen riski on olemassa etenkin niissä maissa, joissa suuri osa lainakannasta on kiinteäkorkoista.

Pankkien varainhankinnan hintaan kohdistuu jatkossa nousupaineita. Finanssikriisin jälkeen toteutettujen uudistusten vuoksi pankkien omavaraisuusaste on korkeampi, talletusten osuus varainhankinnasta suurempi, markkinarahoitus pidempää ja pankeilla on suuremmat likviditeettipuskurit. Nämä seikat suojaavat pankkeja korkotason ja varainhankinnan kustannusten nousulta. Rahapolitiikan normalisoinnin eteneminen sekä mm. MREL-kelpoisten[4] velkakirjalainojen liikkeeseenlaskun lisääntyminen kasvattavat varainhankinnan kustannuksia.

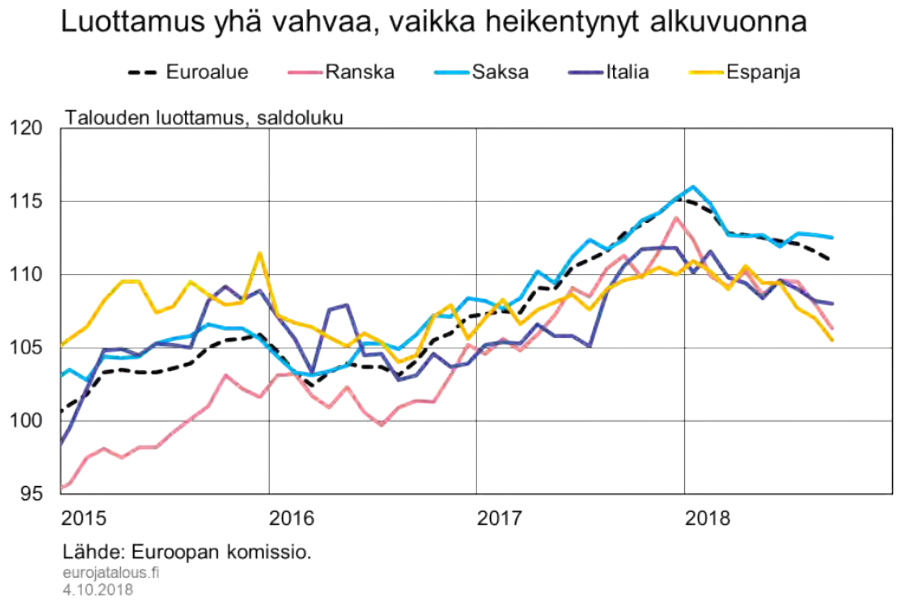
Euroalueen kasvu on hidastumassa

Maailmantalouden vahva kehitys ja kevyet rahoitusolot siivittivät euroalueen kasvua viime vuonna. BKT kasvoi poikkeuksellisen ripeästi, noin 2,5 %. Vuoden 2018 alkupuoliskolla BKT:n kasvuvauhti hidastui erityisesti nettoviennin vaimean kehityksen

4. Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities. Tarkoituksena on varmistaa, että pankilla on riittävästi omia varoja ja sellaisia velkainstrumentteja, joita voidaan käyttää kriisiin ajautuneen pankin tappioiden kattamiseen ja pankin pääomittamiseen.

takia. Odotettua vaimeamman vuoden ensimmäinen puoliskon seurauksena euroalueen vuoden 2018 BKT-ennusteita on laskettu kuluvan vuoden aikana reilusta 2 prosentista kahden prosentin tuntumaan.

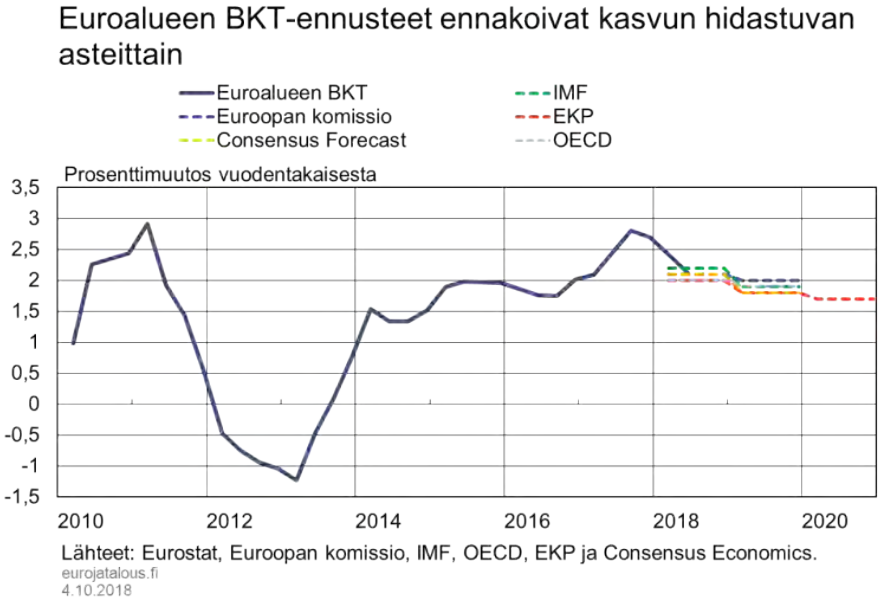
Kuvio 7.



Kasvun tasaantuminen johtuu pääosin edellisen vuoden loppupuolen poikkeuksellisen vahvasta kasvuvaiheesta ja sitä seuranneesta kasvuvauhdin normalisoitumisesta. Myös luottamusindikaattorit ovat vastaavasti laskeneet, mutta niidenkin lasku alkoi vuoden 2017 lopun huippulukemista (kuvio 7). Alkusyksystä luottamusindikaattorit olivat edelleen sensuuruiset, että ne ennakoivat BKT:n kasvun jatkuvan hieman potentiaalisen tuotannon kasvuvauhtia voimakkaampana lähimpien vuosineljännesten aikana (kuvio 8).

EKP:n tuoreimman ennusteen mukaan euroalueen BKT kasvaa vuonna 2018 keskimäärin 2,0 % (kesäkuun ennuste 2,1 %), 1,8 % (1,9%) vuonna 2019 ja 1,7 % (1,7 %) vuonna 2020.

Kuvio 8.



Kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu tukee yksityistä kulutusta, kun työllisyystilanne kohenee ja työtulot lisääntyvät edelleen. Yksityisen kulutuksen vakaaseen kasvuun viittaa myös kuluttajien ja vähittäiskaupan hyvänä säilynyt luottamusilmapiiri. Vuoden toisella neljänneksellä yksityisen kulutuksen kasvu oli kuitenkin poikkeuksellisen vaimeaa.

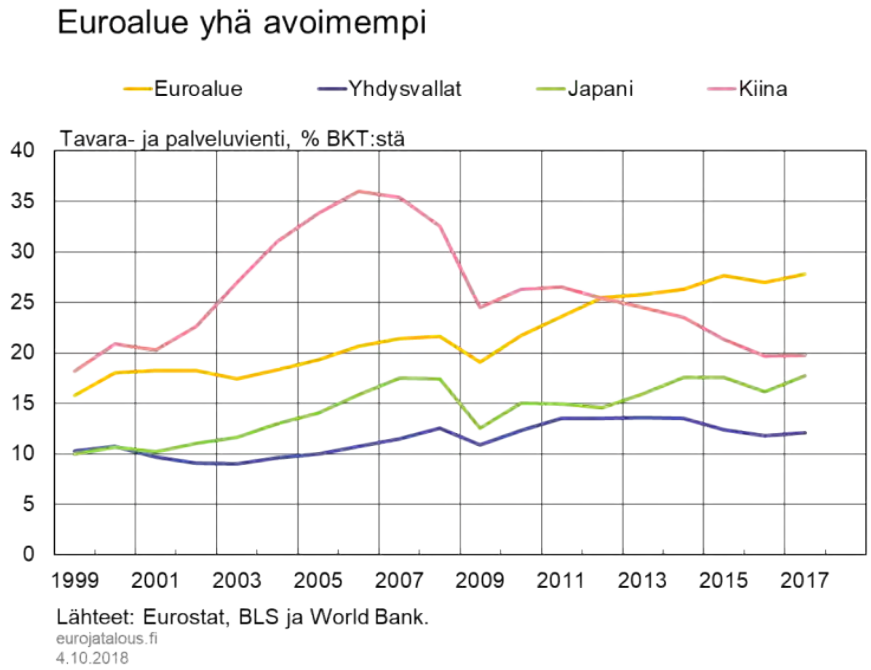
Euroalueen investointien kasvu on ollut vuoden 2014 jälkeen laaja-alaista. Tuotannolliset investoinnit ja asuntoinvestoinnit ovat kasvaneet lähes kaikissa euroalueen maissa. Investointien kasvua tukevat lähivuosina edelleen alhainen korkotaso, tarve uudistaa pääomakantaa sekä aiempaa pienempi yrityssektorin velan pääomasuhde. Investointien tarpeeseen ja kasvuun viittaa myös euroalueen teollisuuden kapasiteetin käyttöaste, joka oli kesällä melko lähellä vuodesta 1980 alkaneen mittaushistorian korkeinta arvoa. Investointeihin vaikuttaa kuitenkin osaltaan yritysten kokema epävarmuus tulevasta, mihin voi heijastua mm. kauppapoliittiset jännitteet. Investointien kasvun hidastuminen olisi euroalueen tulevan kasvun ja kasvupotentiaalin kannalta haitallista.

Euroalueen nettovienti kasvoi vuoden 2017 jälkipuoliskolla vahvasti, mutta kääntyi negatiiviseksi vuoden 2018 alkupuoliskolla. Nettoviennin kehitykseen vaikuttaa viennin kasvun hidastuminen maailmankaupan kasvun hidastumisen vanavedessä. Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä oli vuoden 2018 alkupuolella noin 4 % suhteessa BKT:hen. Saksassa vaihtotaseen ylijäämä oli noin 8 %, Italiassa noin 3 % ja Espanjassa noin 1,5 %. Ranskassa vaihtotase oli vajaan prosentin alijäämäinen. Kriisistä pahiten kärsineiden maiden vaihtotaseet olivat viime vuoden lopussa noin 3 % ylijäämäisiä. Vaihtotaseen ylijäämä vakauttaa talouskehitystä, jos mahdolliset epäsuotuisat sokit toteutuvat. Euroalueen suuri vaihtotaseen ylijäämä merkitsee kuitenkin, että säästäminen ylittää investoinnit eli euroalueen investointien kehitys on yhä vaimeaa.

Euroopan unionin sisämarkkinat tärkeitä euroalueen kaupalle

Muihin suuriin talousalueisiin verrattuna euroalue on suhteellisen avoin markkina. Euroalueen ulkopuolelle suuntautuvan tavara- ja palveluviennin osuus BKT:stä oli vuonna 2017 noin 28 %, kun se oli Kiinassa (20 %), Japanissa (18 %) ja Yhdysvalloissa (12 %) huomattavasti alempi (kuvio 9). Viime vuosina euroalue on tullut yhä avoimemmaksi, kun taas muiden suurten markkinoiden viennin BKT-osuudet ovat pysyneet lähes ennallaan tai jopa laskeneet.

Kuvio 9.



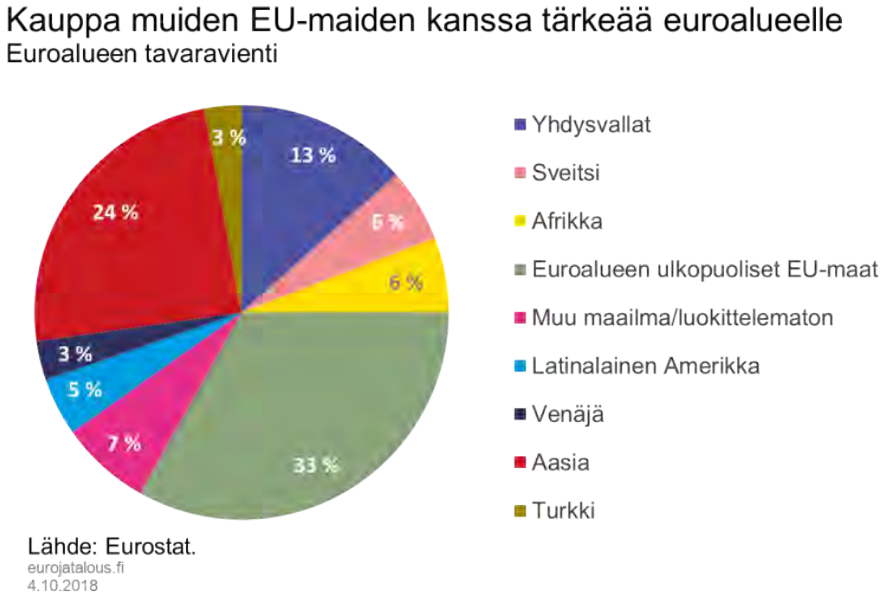
Euroalueen vienti on kasvanut viime vuosina vauhdikkaasti, mikä on tukenut euroalueen talouden elpymistä. Vienti on suuntautunut erityisesti Yhdysvaltoihin ja Aasiaan. Maailmantalouden kasvu on tukenut euroalueen viennin kannalta merkittävien koneiden ja laitteiden vientiä.

Euroalueen merkittävimpiä kauppakumppaneita ovat euroalueen ulkopuoliset EU-maat, joiden kanssa käytävä kauppa muodostaa noin 30 % euroalueen tavaratuonnista ja -viennistä (kuvio 10). Vapaakauppa-alueen ansiosta tuotantoketjut ovatkin integroituneet koko unionin alueella, mikä suojaa EU:ta myös sen ulkopuolisten maiden mahdollisilta protektionistisilta toimilta. Ison-Britannian ero EU:sta ensi vuonna ja brexit-neuvottelujen lopputulokset tulevat kuitenkin vaikuttamaan kauppasuhteisiin.

Kauppapoliittiset jännitteet Kiinan ja Yhdysvaltojen välillä vaikuttavat myös euroalueen ulkomaankauppaan, sillä maat ovat seuraavaksi tärkeimmät kauppakumppanit euroalueelle. Euroalueen tavaraviennistä noin 13 % suuntautuu Yhdysvaltoihin ja noin 24 % Aasiaan. Vaikka kauppatoimien suorat taloudelliset vaikutukset näyttäisivätkin rajallisilta, niiden aiheuttama epävarmuus on haitallista investoinneille globaalisti ja

siten myös euroalueen vientikehitykselle (katso Kauppapoliittiset jännitteet varjostavat talousnäkymiä). Pidemmällä aikavälillä protektionismin kasvulla voi olla arvaamattomia vaikutuksia erityisesti kansainvälisten tuotantoketjujen monimutkaisuuden takia.

Kuvio 10.



Kasvu asettumassa potentiaalisen kasvun tuntumaan

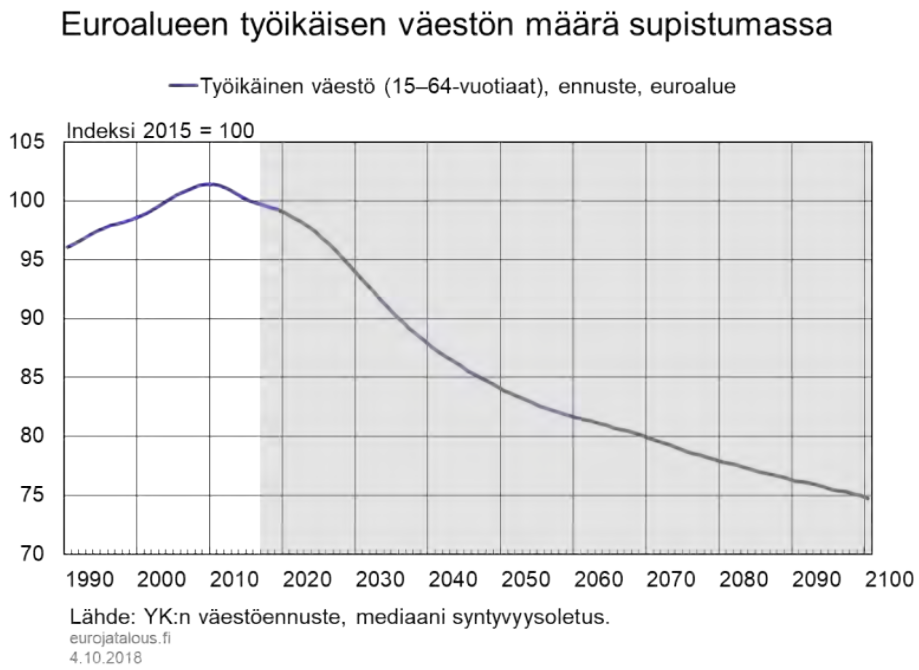
Euroalueen nopeimman kasvun vaiheen arvioidaan olevan tasaantumassa ja kasvun arvioidaan hidastuvan asteittain kohti talouden pitkän ajan tasapainoa kuvaavaa potentiaalisen kasvun vauhtia. Keskeisimmät arviot euroalueen potentiaalisen tuotannon kasvuvauhdista ovat kevään jälkeen pysyneet lähellä 1,5 prosentin vuotuista vauhtia. Potentiaalisen kasvuvauhdin arvioon liittyy kuitenkin aina huomattavaa epävarmuutta.

Arvioitu potentiaalinen kasvuvauhti on nopeutunut hieman 2010-luvun alkupuoleen verrattuna. Potentiaalisen tuotannon kasvun kiihtymistä on tukenut erityisesti kokonaistuottavuuden elpyminen finanssikriisin aikaisesta erittäin hitaasta vaiheesta. Työn tuottavuus työntekijää kohden jatkoikin alkuvuonna noin 1 prosentin kasvuvauhtia, mikä on kriisiä edeltäneiden vuosien keskiarvon mukaista vauhtia. Kiihtyminen vuoden 2016 aikaisesta 0,4 prosentin vauhdista heijastelee sekä suhdanneluonteista muutosta että potentiaalisen kasvun vahvistumista tehtyjen rakennemuutosten ansiosta.

Osallistumisasteen nousu euroalueella on lisännyt työn tarjontaa ja myös tukenut potentiaalisen tuotannon kasvua. Osallistumisaste on kuitenkin jo saavuttanut Yhdysvaltojen tason, ja lähivuosina tätä kautta tulevien positiivisten vaikutusten kasvuun oletetaan heikkenevän (katso Työikäiset osallistuvat euroalueella aktiivisemmin työmarkkinoille – Yhdysvalloissa suunta on toinen). Nuorten (15–24-vuotiaat) osallistumisaste on kuitenkin pysynyt yhä alle kriisiä edeltäneen tason. Lisäksi työikäisen väestön (15–64-vuotiaat) osallistumisasteen supistuminen euroalueella on jo alkanut ja saavuttaa jyrkimmän vaiheensa 2020-luvun puolivälin aikoihin (kuvio 11). Ennakoitu

työikäisen väestön jyrkempi supistuminen tulee tällöin näkymään myös potentiaalisen tuotannon kehityksessä.

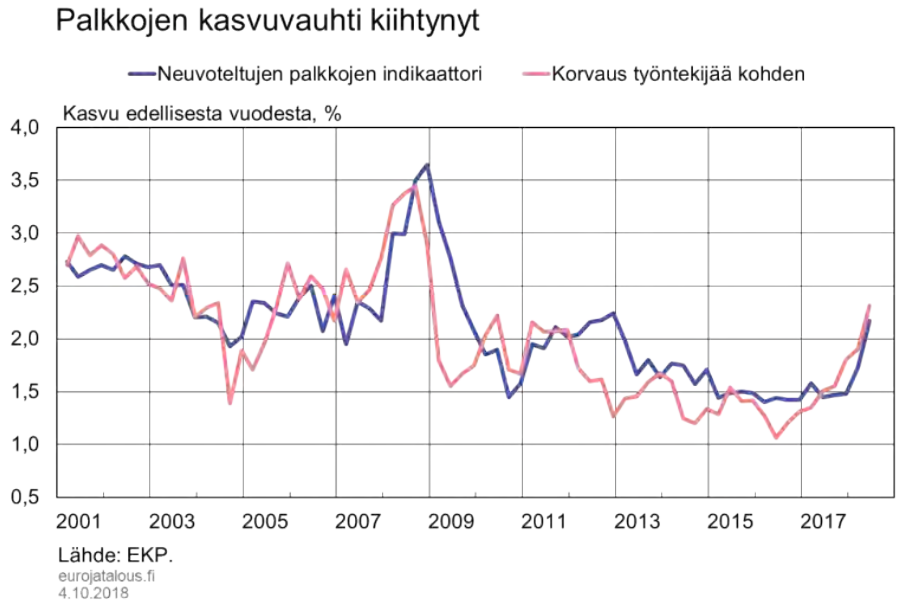
Kuvio 11.



Työmarkkinoilla merkkejä palkkapaineiden muodostumisesta

Ripeä talouskasvu on näkynyt euroalueen työttömyysasteen tasaisena laskuna lähes 8 prosenttiin. Tämä on samaa tasoa kuin useiden kansainvälisten instituutioiden, kuten Euroopan komission tai OECD:n, arviot tasapainotyöttömyyttä kuvaavan NAIRU-työttömyyden tasosta (noin 8,3 % vuodelle 2018). Työttömyyden NAIRU-tasolla tarkoitetaan inflaation kannalta neutraalia työttömyysastetta, joten jatkossa työmarkkinoiden kiristymisen odotetaan vahvistavan palkkapaineita (kuvio 12). Useat instituutiot ennustavat työttömyyden laskevan alle arvioidun NAIRU-tason. Suurista maista Espanjassa ja Italiassa työttömyys on yhä selvästi kriisiä edeltänyttä tasoa korkeammalla. Näissä maissa on tehty finanssikriisin puhkeamisen jälkeen useita työmarkkinoiden uudistuksia, jotka ovat voineet laskea tasapainotyöttömyyden tasoa aiemmin arvioidusta. Toisin sanoen työttömyys voi näissä maissa vielä alentua ennen kuin merkittäviä palkkapaineita alkaa muodostumaan. Työmarkkinoiden kiristymisestä on viitteitä etenkin Saksassa, mutta myös Ranskassa. Saksalaisten yritysten lisäksi erityisesti Ranskassa ja Alankomaissa yritykset raportoivat yhä useammin osaavan työvoiman pulasta. Euroalueella 15–64-vuotiaiden työllisyysaste on noussut noin 67 prosenttiin, ja nousua on etenkin Saksassa ja Ranskassa.

Kuvio 12.

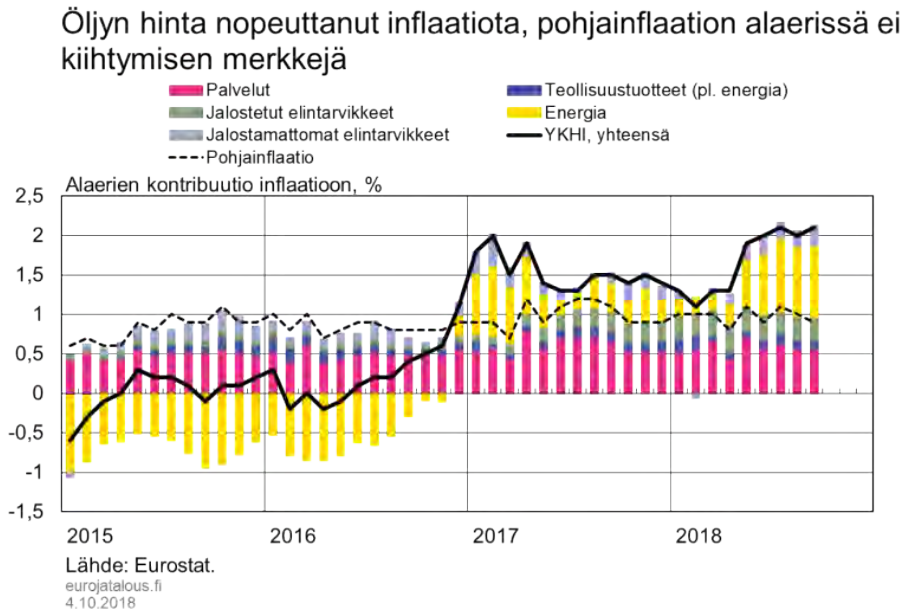


Euroalueen inflaation ennakoidaan pysyvän vajaassa 2 prosentissa

Euroalueen kuluttajahintainflaatio ripeytyi kesällä noin kahteen prosenttiin (kuvio 13). Inflaation kiihtyminen johtuu kuitenkin suurelta osin energian hinnan noususta. Kesällä öljyn hinta on ollut noin 50 % korkeampi kuin edellisvuoden vastaavana ajankohtana. Tämä yksistään on nostanut kuluttajahintainflaatiota lähes prosenttiyksikön verran. Samaan aikaan myös tuoreruuan hinnat kallistuivat vuodentakaiseen verrattuna ja heijastuivat jonkin verran kuluttajahintainflaatioon.

Euroalueen sisäisiä kustannuspaineita kuvaava pohjainflaatio, josta on poistettu energian ja ruuan hinnat, on vuodesta 2014 lähtien pysynyt sitkeästi yhden prosentin tuntumassa. Pohjainflaatioon keskeisesti vaikuttava tekijä on palkkojen nousuvauhti.

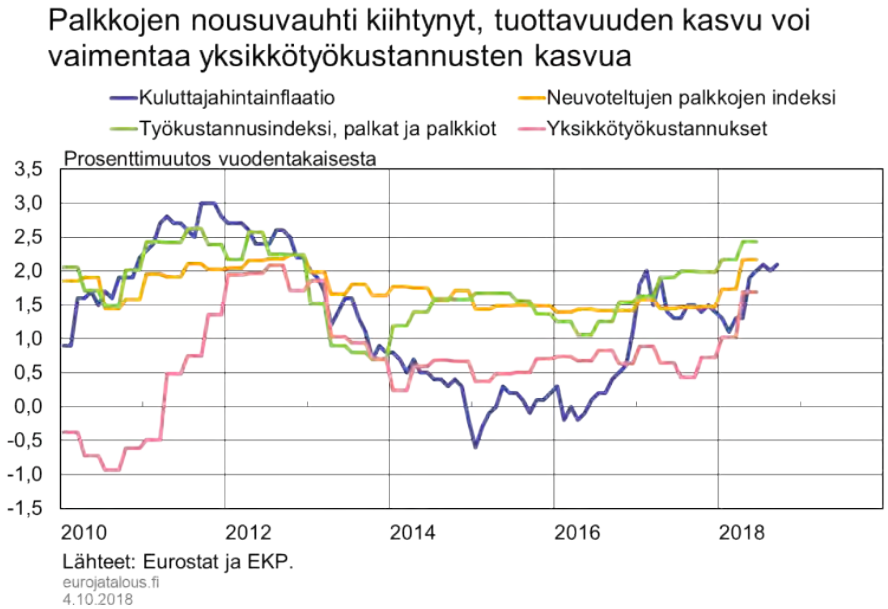
Kuvio 13.



Euroalueen palkkainflaatio pysyi pitkään selvästi alle pitkän aikavälin keskiarvonsa. Työmarkkinat ovat kuitenkin kiristymässä, ja euroalueen palkkainflaatio on alkuvuonna kiihtynyt useilla eri palkkamittareilla tarkasteltuna.

Palkkojen nousun vaikutus kuluttajahintainflaatioon kuitenkin vaimenee, mikäli myös tuottavuus kasvaa samanaikaisesti. Tällöin kustannusvaikutus tuotettua yksikköä kohden pysyy muuttumattomana tai jopa pienenee eikä paineita tuotteen myyntihinnan nostoon synny. Tuottavuuden huomiovana palkkainflaation mittarina voidaan tarkastella yksikkötyökustannuksia, jotka kuvaavat yhden yksikön valmistamisesta aiheutuvia työkustannuksia. Euroalueen yksikkötyökustannusten vuosikasvu on vuodesta 2014 lähtien ollut keskimäärin 0,7 %, kun koko euroajan keskiarvo on 1,4 % (kuvio 14). Myös yksikkötyökustannusten kasvu on tuoreimpien tietojen mukaan hieman kiihtynyt.

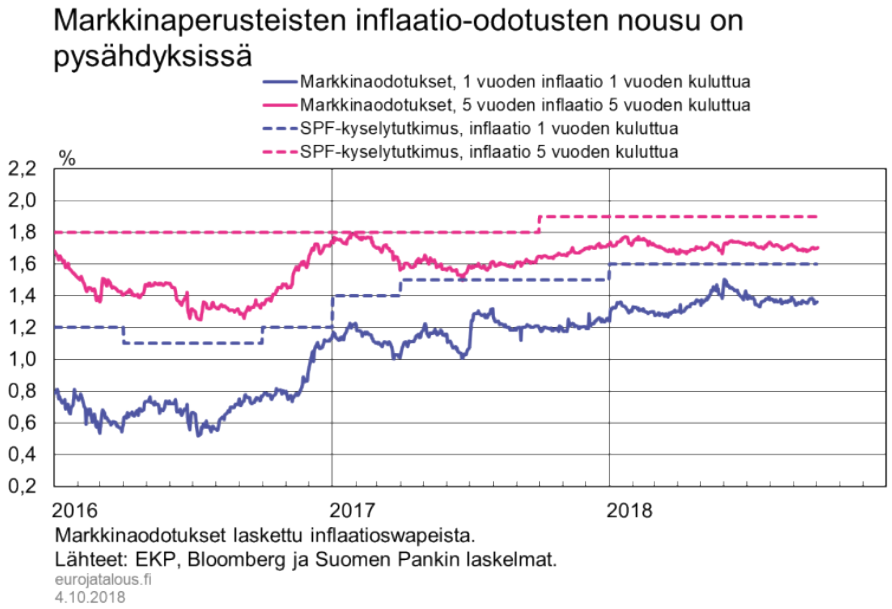
Kuvio 14.



Palkkasopimusten perustana ja siten tärkeässä roolissa palkkojen muodostumisessa on talouden toimijoiden näkemys tulevasta inflaatiosta. Siksi inflaatio-odotukset – niiden seuranta ja niihin vaikuttaminen – ovat tärkeitä hintavakaustavoitteen saavuttamisen ja ylläpitämisen näkökulmasta.

Lyhyen aikavälin inflaatio-odotukset ovat nousseet tasaisesti vuodentakaisesta, mutta pysähtyneet 1,5 prosentin tuntumaan. Pidemmän aikavälin odotukset, jotka heijastelevat inflaationäkemystä yli vallitsevan suhdannesyklin, ovat talousennustajille suunnatun SPF-kyselytutkimuksen mukaan edelleen hyvin ankkuroituneet hintavakaustavoitteen tuntumaan. Sen sijaan markkinainformaatiosta johdettujen pidemmän aikavälin inflaatio-odotusten nousu on alkuvuoden jälkeen pysähtynyt ja tasaantunut noin 1,7 prosenttiin (kuvio 15).

Kuvio 15.

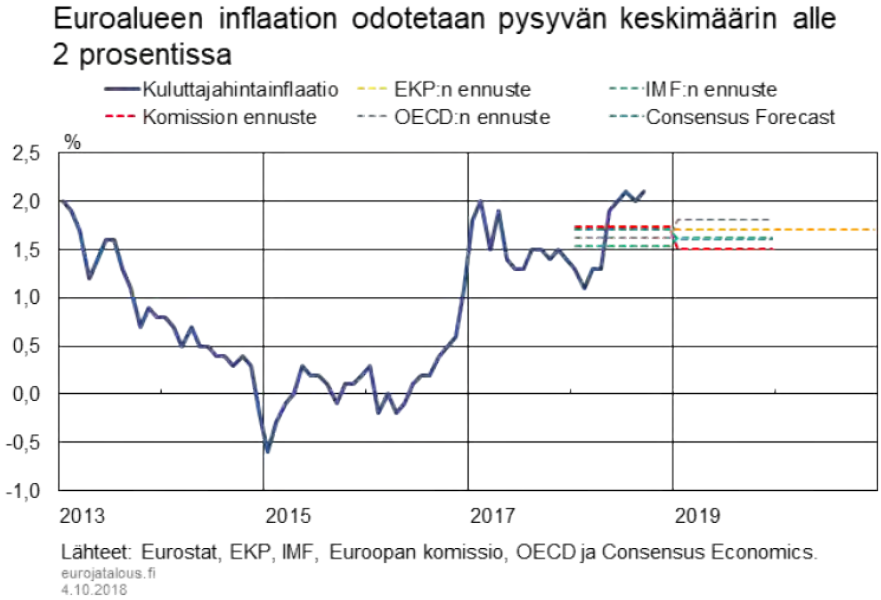


EKP:n ennusteen mukaan euroalueen keskimääräinen inflaatio kiihtyy tänä vuonna 1,7 prosenttiin edellisen vuoden 1,5 prosentista. Päätekijänä inflaation kiihtymiselle on öljyn hinnan vaikutus, jonka kuitenkin arvioidaan hiipuvan vähitellen. Öljyn futuurihintaura on laskeva, ja toteutuessaan tämä aiheuttaa inflaatioon pikemminkin laskupaineita.

Öljyn hintavaikutuksen poistuttua inflaation ennustetaan asteittain hidastuvan ensi vuoden puoliväliin mennessä noin 1,5 prosenttiin, ja tästä eteenpäin inflaatiovauhdin arvioidaan jatkuvan tasaisena ja kiihtyvän hyvin verkkaisesti ennustejakson loppuun tultaessa. Vuosien 2019–2020 keskimääräinen inflaatio on EKP:n ennusteen mukaan 1,7 %.

Vaimeina pysyneiden inflaatio-odotusten vuoksi ripeä kasvu on heijastunut inflaatioon verraten hitaasti. Hyvänä jatkuvan talouskasvun, umpeutuneen tuotantokuilun ja supistuvan työttömyyden pitäisi kuitenkin vähitellen vahvistaa inflaatio-odotuksia ja palkkojen nousuvauhtia ja siten kiihdyttää inflaatiota kestävästi. Keskeisten ennusteiden mukaan euroalueen inflaatio pysyy kuitenkin lähivuosina alle 2 prosentissa (kuvio 16).

Kuvio 16.

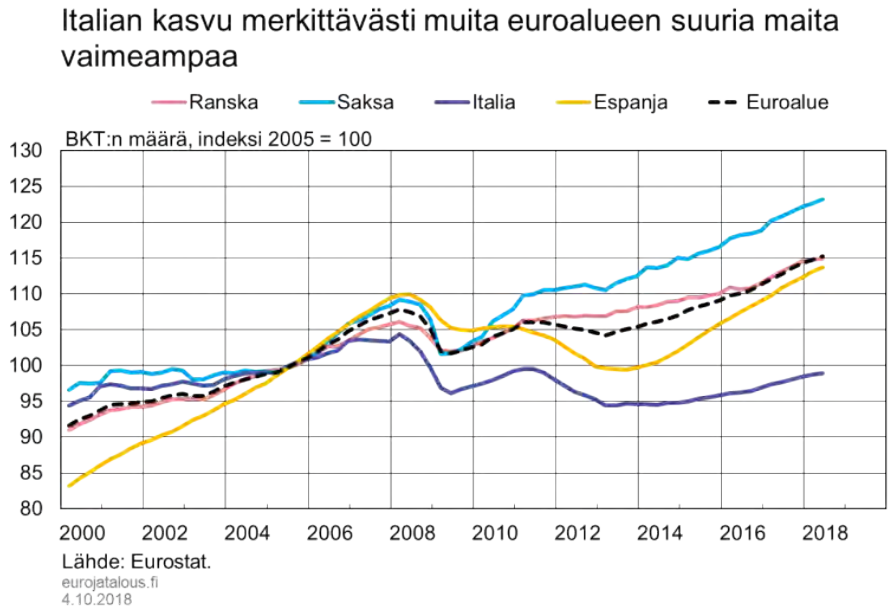


Poliittinen epävarmuus vaimentaa Italian talousnäkymiä

Neljästä suurimmasta euromaasta Italian talousnäkymät ovat muuttuneet eniten viime keväästä. Italian talouden kehitys on ollut jo vuosia suurten euromaiden heikoin (kuvio 17). Arviot maan potentiaalisesta talouskasvusta ovat alhaisia, selvästi alle prosentin vuosille 2018–2020. Syynä ovat mm. alhainen investointiaste, heikko tuottavuus ja epäedullinen väestökehitys. Italian julkisen talouden velka on noin 130 % BKT:stä. Toukokuussa aloittaneen hallituksen esitykset kansalaispalkasta, tasaverosta, eläkeiän alentamisesta ja finanssipoliittisen elvytyksen lisäämisestä ovat herättäneet huolta rahoitusmarkkinoilla, ja Italian valtionlainojen korot ovat olleet korkeat toukokuun lopulta lähtien. Poliittinen epävarmuus ja kiristyneet rahoitusolot vaimentavat talouskehitystä pitkittyessään. Suuren julkisen velan ja vaimean potentiaalisen talouskasvun takia Italian syksyn budjettikierrosta seurataan tarkasti.

Saksan talouskasvu on yhä vahvaa, vaikka vauhti hidastuikin tämän vuoden alkupuoliskolla. Saksa kärsii jo työvoimapulasta, sillä työttömyysaste on laskenut jo selvästi alle 4 prosenttiin ja työllisyysaste on noussut noin 76 prosenttiin. Työmarkkinoiden kiristyminen onkin jo näkynyt palkkapaineissa. Sekä IMF että komissio ovat kehottaneet Saksaa tukemaan potentiaalisen talouskasvun vauhtia käyttämällä budjettiylijäämänsä osaamista ja tuottavuutta tukeviin julkisiin investointeihin, mikä voisi myös hieman vähentää vaihtotaseen poikkeuksellisen suurta ylijäämää. Saksa kasvattaakin julkisia menoja vuosina 2018–19 lisäämällä panostusta mm. infrastruktuuriin, koulutukseen, tutkimukseen, digitalisaatioon, asumiseen ja puolustukseen sekä korottamalla lapsilisiä. Elvyttävien toimien arvioidaan vahvistavan Saksan BKT:n kasvua muutamalla prosenttiyksikön kymmenyksellä molempina vuosina.

Kuvio 17.



Ranskan BKT:n ennustetaan kasvavan vuosina 2018–2020 vajaan kahden prosentin vauhtia. Keskeisenä haasteena on julkisen talouden alijäämä sekä myös alijäämäinen vaihtotase. Näitä ongelmia pyritään nyt korjaamaan julkisia menoja leikkaavilla ja kilpailukykyä lisäävillä uudistuksilla. Macronin kaudella on jo mm. uudistettu työmarkkinoita, ja seuraavana vuorossa ovat työttömyysturvan ja eläkejärjestelmän uudistukset.

Espanjan talous kasvoi viime vuonna 3 prosentin vauhtia, mutta kasvun odotetaan vaimenevan kohti 2 prosentin vauhtia. Työttömyys on laskenut noin 15 prosenttiin. Uusia työpaikkoja on syntynyt etenkin matkailualalle ja viime aikoina myös elpyvälle rakennusalalle.

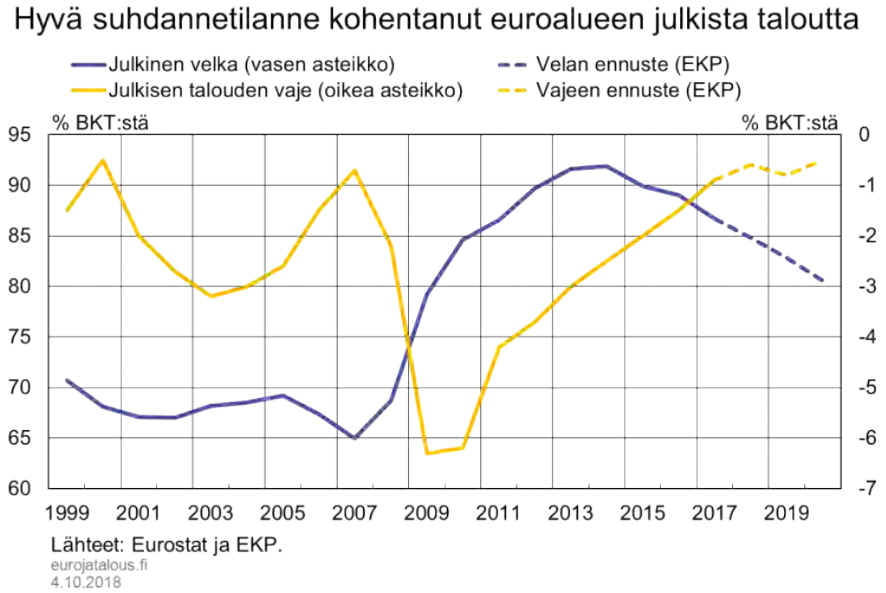
Euroalueen finanssipolitiikan viritys hieman elvyttävää

Euroalueen julkisen velan odotetaan supistuvan 85 prosentin tuntumaan suhteessa BKT:hen vuonna 2018 ja jatkavan asteittaista supistumistaan (kuvio 18). Finanssikriisiä edeltäneeseen velkasuhteen tasoon (alle 70 % suhteessa BKT:hen) on kuitenkin vielä matkaa, ja maakohtaiset erot ovat suuria. Suurista euromaista Saksassa on jo päästy finanssikriisiä edeltävälle tasolle, mutta Ranskassa ja Italiassa julkinen velka suhteessa BKT:hen on kriisiä edeltävään aikaan verrattuna noin 30 prosenttiyksikköä ja Espanjassa noin 60 prosenttiyksikköä suurempi. Euroalueen julkisen talouden kokonaisvajeen odotetaan supistuvan alle yhteen prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2018 eli finanssikriisiä edeltävälle tasolle.

Julkisen talouden tilan paraneminen euroalueella johtuu hyvästä suhdannetilanteesta ja pienentyneistä korkomenoista. Finanssipolitiikan virityksen odotetaan olevan hieman elvyttävä vuosina 2018–2019, ja sen jälkeen sen odotetaan vähän kiristyvän. Eräs syy finanssipolitiikan elvyttävään viritykseen on, että joissain euromaissa – kuten Saksassa

ja Alankomaissa – alennetaan tuloveroja tai sosiaaliturvamaksuja. Toimilla pyritään kohentamaan talouden pitkän aikavälin tuotantopotentiaalia. Lyhyellä aikavälillä ne kuitenkin merkitsevät finanssipoliittista elvytystä. Myös Italian uusi hallitus on suunnitellut elvyttäviä toimia. Julkisen talouden asteittaista sopeuttamista pitäisi jatkaa niissä euromaissa, joissa julkisen velan suhteessa BKT:hen arvioidaan pysyvän suurena. Näin laajennettaisiin finanssipoliittista liikkumavaraa ja vahvistettaisiin rahoitusmarkkinoiden luottamuksen säilymistä.

Kuvio 18.



Maailmantalouden noususuhdanteen nopein vaihe on ohitettu

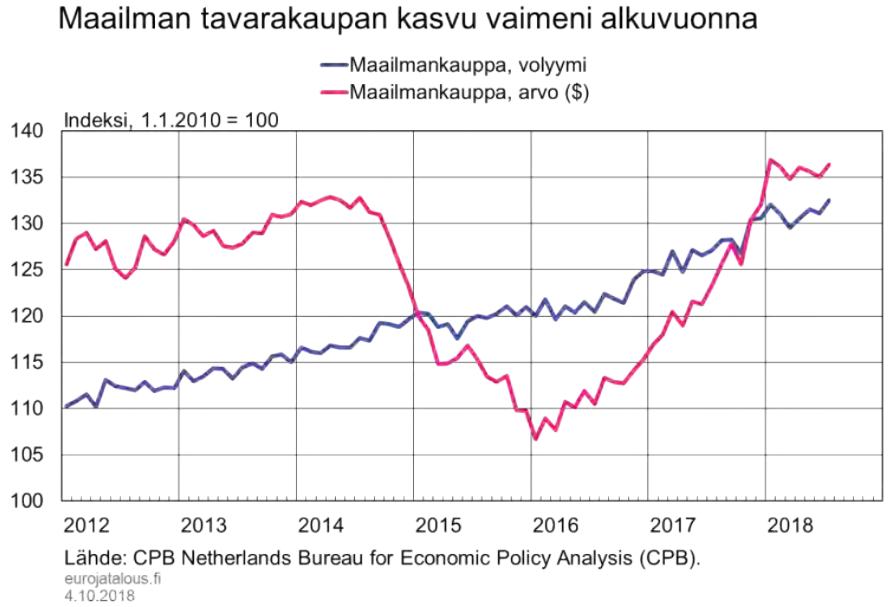
Maailmantalouden kasvunäkymät ovat hieman viime kevättä vaimeammat. Maakohtaiset erot ovat kasvaneet. Yhdysvaltojen kasvu kiihtyy viime vuodesta finanssipoliittisen elvytyksen tukemana, mutta muut keskeiset päätalousalueet näyttävät jo ohittaneen nopeimman kasvun vaiheen. Lisäksi kehittyvien talouksien näkymät ovat heikentyneet. Kokonaisuutena luottamusilmapiiri viittaa kuitenkin kasvun jatkuvan hyvänä. Kasvu saa yhä laajalti tukea elvyttävästä talouspolitiikasta erityisesti Yhdysvalloissa ja Kiinassa. Maailmankaupan kehitys on kuitenkin ollut laaja-alaisesti heikkoa alkuvuodesta lähtien (kuvio 19), ja kauppasotaan liittyvät huolet ovat keskeinen odotettua heikomman kehityksen riski.

Öljyn hinta on noussut viime vuoden kesästä lähes 30 dollaria tynnyriltä noin 80 dollariin. Syinä kallistumiseen ovat olleet öljyn kysynnän kasvu ja tarjonnan rajoitteet etenkin OPECin tuotannonrajoitussopimuksen vuoksi. Tarjontatekijöistä johtuen öljyn hinta saattaa lähiaikoina vielä jonkin verran kohota. Pidemmällä aikavälillä tarjontavaje pystytään kuitenkin korvaamaan.

OECD-maiden inflaatio on kiihtynyt alkukeväästä lähelle 3:a prosenttia pääosin öljyn hinnan nousun takia. Keskipitkän aikavälin inflaatiopaineita mittaava pohjainflaatio on

päätalousalueista kiihtynyt lähinnä Yhdysvalloissa. Potentiaalisen tuotannon kasvua nopeamman talouskasvun odotetaan kuitenkin lisäävän inflaatiopaineita muuallakin.

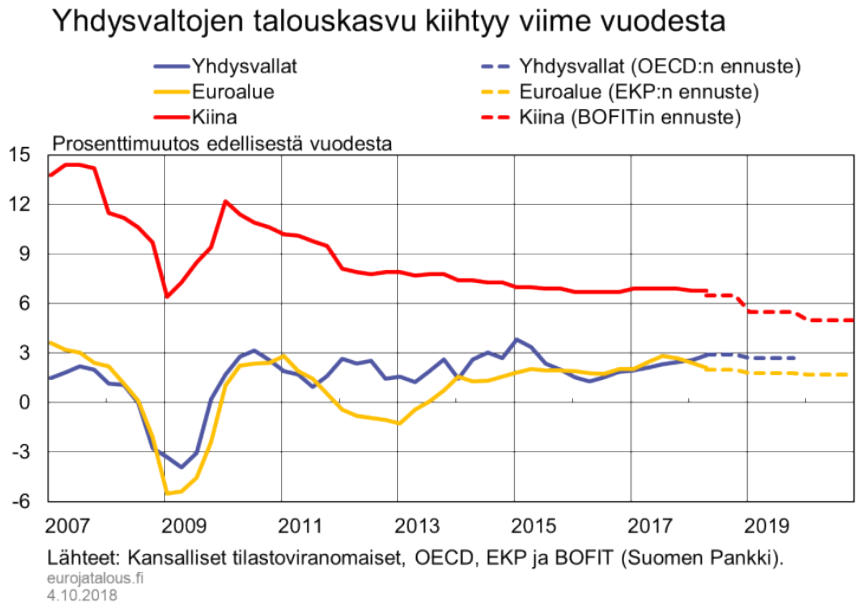
Kuvio 19.



Yhdysvaltain talous kasvaa ripeästi

Yhdysvaltain talous kasvoi alkuvuonna ripeästi. Kuluttajien ja teollisuuden vahva luottamus viittaavat kasvun jatkuvan hyvänä. Yksityistä kulutusta – Yhdysvaltain talouskasvun perinteistä moottoria – tukee elvyttävä finanssipolitiikka. Myös investoinnit ovat viime aikoina kehittyneet suotuisasti. Verouudistus tukee investointien kasvunäkymiä. Eräs investointeja kohentava tekijä on raakaöljyn noussut hinta. Tämä lisää öljy- ja kaasuteollisuuden investointeja, joilla on ns. kerrannaisvaikutuksia muualle talouteen.

Kuvio 20.



Yhdysvaltain kasvunäkymät ovat pysyneet keväästä suunnilleen ennallaan. Yhdysvaltain talouden odotetaan kasvavan finanssipoliittisen elvytyksen ansiosta ripeästi, lähes 3 prosentin vauhtia vuosina 2018–2019 (kuvio 20). Finanssipolitiikan odotetaan kiristyvän vuonna 2020, jolloin kasvu hidastuu lähemmäksi potentiaalisen tuotannon kasvua. Finanssipolitiikan kiristyminen voi hidastaa kasvua odotettua enemmän, mutta toisaalta verouudistus voi kasvattaa tuotantopotentiaalia jonkin verran odotettua enemmän.

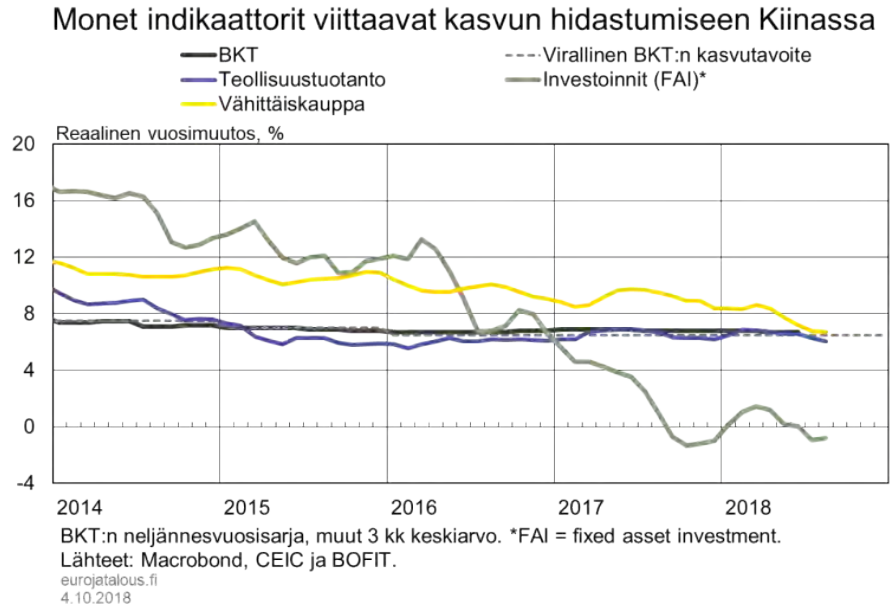
Yhdysvaltain julkisen talouden kokonaisvajeen ja julkisen velan odotetaan kasvavan lähivuosina hyvästä talouskasvusta huolimatta finanssipoliittisen elvytyksen ja kasvavien korkomenojen takia. Elvytys on yhteensä noin 2 % BKT:stä vuosina 2018–2019. Tuoreimmissa ennusteissa julkisen talouden kokonaisvajeen odotetaan kasvavan noin 6 prosenttiin BKT:stä vuonna 2019 ja julkisen velan yli 110 prosenttiin BKT:stä vuonna 2020. Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämä on pysynyt usean vuoden ajan noin 2,5 prosentissa BKT:stä. Kauppa- ja vaihtotaseiden odotetaan säilyvän alijäämäisinä ja alijäämien jopa kasvavan protektionistisista toimista huolimatta, koska finanssipolitiikka lisää tuontikysyntää.

Yhdysvaltain inflaatio kiihtyi kesällä vajaaseen 3 prosenttiin ja pohjainflaatio yli 2 prosenttiin. Keskimääräisen inflaation odotetaan olevan 2,5 prosentin tuntumassa vuonna 2018 ja ylittävän 2 % lähivuosina. Inflaatiota ovat kiihdyttäneet sekä raakaöljyn noussut hinta että käyttämättömien resurssien niukentuminen. Työttömyysaste on laskenut alle 4 prosentin, ja palkkojen vuotuinen kasvu keskituntiansioilla mitattuna osoittaa kiihtymisen merkkejä. Täystyöllisyyden ja ripeän kasvun oloissa finanssipoliittinen elvytys lisää inflaatiopaineita. Keskuspankin odotetaankin jatkavan rahapolitiikkansa asteittaista normalisoimista eli joulukuussa 2015 aloitettuja koronnostoja ja lokakuussa 2017 aloitettua keskuspankin taseen asteittaista supistamista.

Kiinan talouskasvun hidastuminen lisää markkinahäiriöitä

Kiinan talousnäkymät ovat tänä vuonna synkentyneet, kun kauppasota Yhdysvaltojen kanssa on lisännyt epävarmuutta. Hermostuneisuus on näkynyt niin pörssikurssien laskuna kuin juanin heikentymisenä dollariin nähden. Niitä ovat voimistaneet Yhdysvaltojen koronnostot ja korkoeron kaventuminen Kiinaan nähden. Perussyy markkinareaktioiden voimakkuuteen löytyy kuitenkin Kiinan omista talousongelmista, erityisesti talouskasvun hidastumisesta ja velkamäärän kasvusta. Kiinan virallisten tilastojen mukaan maan BKT:n vuosikasvu hidastui alkuvuonna vain marginaalisesti eli 6,8 prosenttiin, kun se oli koko viime vuoden 6,9 prosentissa. Kiinan virallisten BKT-lukujen antama kuva vuosikausia äärimmäisen tasaisena jatkuvasta kasvusta suuria muutoksia läpikäyvässä maassa on tuskin kuitenkaan uskottava, ja monet muut indikaattorit viittaavatkin kasvun hidastumiseen (kuvio 21).

Kuvio 21.



Kasvun hidastumisesta kielii myös se, että Kiina on lisännyt huomattavasti finanssi- ja rahapoliittista elvytystä. Syynä elvytykseen on talouspolitiikkaa jo pitkään hallinnut tavoite kaksinkertaistaa reaalinen BKT vuoden 2010 tasolta vuoteen 2020 mennessä, mikä tarkoittaa kasvun pitämistä 6–6,5 prosentissa vuosina 2018–2020. Käytännössä kasvutavoite ja siihen liittyvä elvytyspolitiikka ovat syrjäyttäneet rahoitusmarkkinoiden riskejä sekä kestävää kasvua painottavat näkemykset ja lisäävät jo ennestään huolestuttavaa velkataakkaa sekä ylläpitävät talouden vanhoja rakenteita. Samalla välttämättömät markkinatalous- ja rakenneuudistukset ovat lykkäytyneet, mikä on yksi syy nykyisiin kauppapoliittisiin ongelmiin. Kasvutavoite on omiaan johtamaan myös tilastojen manipulointiin, josta on paljon esimerkkejä.

Monista tänäkin vuonna rahoitussektorilla ilmenneistä ongelmista huolimatta Kiinalla on edelleen resursseja hoitaa erilaisia häiriötilanteita, sillä maan velka on pääosin kotimaista, vaihtotase on laskusta huolimatta edelleen ylijäämäinen ja pääomien

tiukkojen vientirajoitteiden ansiosta valuuttavaranto on 3 200 miljardia dollaria. Puskureille on myös tarvetta, sillä niin Kiinan sisäiset (velka, tuotantorakenteen palveluvaltaistuminen, demografia, ympäristöongelmat) kuin ulkoiset tekijät (kauppapoliittiset jännitteet, Yhdysvaltojen koronnostot) hidastavat kasvuvauhtia puolueen kasvutavoitteista piittaamatta, mikä lisää ongelmia ja vaikeuttaa niiden hoitoa. Aikaisempaan tapaan Suomen Pankki arvioi kasvun jatkuvan suhteellisen vahvana, vaikka se vähitellen hidastuu noin 5 prosenttiin vuonna 2020.

Japani suhdannehuipulla – inflaatio ei ota kiihtyäkseen

Japanin talouden ripein suhdannehuippu alkaa jo olla saavutettu, ja lähivuosina kasvun arvioidaan tasaantuvan potentiaalisen tuotannon tuntumaan, noin yhteen prosenttiin. Työttömyysaste on erittäin alhainen ja osallistumisaste verrattain korkea, kun naisten ja iäkkäämpien osuutta työvoimasta on onnistuttu kasvattamaan. Monin paikoin kärsitäänkin jo työvoimapulasta, eikä työperäistä maahanmuuttoa ole kyetty helpottamaan vielä riittävästi.

Kilpailu työvoimaresursseista on kiihdyttänyt palkkojen nousuvauhtia, mutta kotimaisia hintapaineita kuvaava pohjainflaatio on kuitenkin edelleen nollan tuntumassa. Japanin keskuspankki onkin ilmoittanut jatkavansa kevyttä rahapolitiikkaansa. Myös finanssipoliittista elvytystä on tarkoitus jatkaa mm. tasoittamaan vuoden 2019 lopulle suunnitellun kulutusveron korotuksen aiheuttamaa kotimaisen kysynnän supistumista. Julkisten menojen lisäykset yhdistettynä hitaaseen talouskasvuun siirtävät kuitenkin hallituksen tavoitetta julkisen talouden tasapainottamisesta ja tätä kautta ennätyskorkean velkataakan supistamista yhä kauemmas tulevaisuuteen.

Iso-Britannia kärsii brexit-epävarmuudesta

Ison-Britannian EU:sta irtautuminen tapahtuu maaliskuun 2019 lopussa, ja talouskehitystä hallitsee nyt epävarmuus brexit-neuvottelujen tuloksesta. Maan BKT:n kasvu on hidastunut viime vuoden 1,8 prosentista ja jäänee tänä vuonna noin 1,3 prosenttiin. Tuoreimmat ennusteet ensi vuodelle ovat noin 1½ %, mutta tähän arvioon liittyy paljon epävarmuutta. Keskuspankki on nostanut vuoden sisään kaksi kertaa ohjauskorkoa, sillä inflaatio on ollut yli 2 prosentin tavoitetason viime vuoden alusta lähtien.

Ruotsin talouskasvu on jatkunut vahvana

Ruotsissa BKT kasvoi vuoden ensimmäisellä puoliskolla reilun 3 prosentin vuosivauhdilla kotimaisen kysynnän vetämänä, ja kuluttajahintainflaatio on tänä vuonna ollut keskimäärin 1,8 %. Ruotsin työmarkkinat ovat hyvin vahvat: työllisyys ja työn tuottavuus ovat jatkaneet kasvuaan ennätyslukuihin ja työttömyys on alle 6,5 %. Palkkapaineet ovat kuitenkin edelleen hyvin maltilliset. Luottamus talouteen on vähentynyt hieman vientimarkkinoihin ja asuntomarkkinoihin liittyvien epävarmuuksen vuoksi. Asuntojen hinnat ovat keväällä ja kesällä pysyneet laajalti paikallaan talven hinnanlaskujen jälkeen.

Venäjän talous kasvaa edelleen hitaasti

Venäjän talouden syksyllä 2016 alkanut elpyminen jatkuu varsin verkkaisena (ks. BOFIT Venäjä-ennuste). Öljyn hinta on noussut tuntuvasti, mutta valtion budjettisääntö vie öljyverotulojen lisäykset säästöön. Yksityisen kulutuksen kasvua syö arvonlisäveron nousu 1.1.2019, joskin osin siihen nojautuen julkisen talouden menoja lisätään. Investointien toipumista haittaavat yritysten toimintaympäristön kasvaneet epävarmuudet. Talouden kasvun odotetaan hidastuvan, sillä tuntuvista markkinamyönteisistä uudistuksista ei edelleenkään ole merkkejä.

Nousevat taloudet ovat kärsineet Kiinan hidastumisesta ja Fedin kiristyvästä rahapolitiikasta

Kauppapoliittiset jännitteet, epävarmuus Kiinan talouden hidastumisesta, raaka-aineiden (pl. energia) hintojen lasku sekä talouspoliittinen epävarmuus ovat heikentäneet talousluottamusta etenkin Aasiassa ja Latinalaisessa Amerikassa. Koska monet nousevista talouksista vievät paljon välituotteita ja raaka-aineita Kiinaan, Kiinan talouden hidastuminen vaikuttaa myös nouseviin talouksiin.

Monet nousevista talouksista ovat kevään aikana kokeneet merkittäviä pääoman ulosvirtauksia, suurin osa nousevien talouksien valuutoista on heikentynyt, ja näiden maiden osakekurssit ovat laskeneet. Syinä tähän kehitykseen on pidetty Fedin kiristyvää rahapolitiikkaa, kauppajännitteitä sekä Kiina-huolia. Argentiinan ja Turkin valuuttakriisit ovat myös olleet omiaan lisäämään huolia laajamittaisesta valuuttakriisistä nousevissa talouksissa, mutta tartunta muihin maihin on kuitenkin tähän asti ollut suhteellisen vähäistä.

Maailmantalouden kasvuriskit painottuvat heikomman kehityksen suuntaan

Maailmantalouden kasvun voidaan odottaa jatkuvan vajaan 4 % vauhdilla lähiaikoina, mutta näkymiä varjostavat kasvun heikentymiseen viittaavat riskit. Maailmantalouden kasvu voi osoittautua odotettua vaimeammaksi, jos Yhdysvaltojen protektionistiset toimet lisääntyvät vielä nykyisestään. Tällä hetkellä voimassa olevien lisätullien välitön vaikutus talouteen on suhteellisen pieni (katso Kauppapoliittiset jännitteet varjostavat talousnäkymiä). Yhdysvaltojen tulleilla voi kuitenkin olla merkittäviä vaikutuksia yksittäisiin toimialoihin tai pieniin talouksiin. Kansainvälisen kaupan esteiden lisääminen ja ”uhkailu” mahdollisista lisätoimista lisäävät epävarmuutta. Epävarmuuden kasvu taas näkyy rahoitusmarkkinoilla ja siirtää erityisesti investointipäätöksiä tulevaisuuteen. Lisäksi pidemmällä aikavälillä erilaiset Yhdysvaltojen tekemät kahdenkeskiset kauppasopimukset voivat ajaa kansainvälisen kaupan pois monenkeskisistä kauppasopimuksista. Tämä vaikeuttaa kansainvälistä kauppaa, mikä taas heikentää kaikkien alueiden talouskasvua etenkin pidemmällä aikavälillä. Merkittäviä suoria vaikutuksia tulleista saataisiin maailmantalouteen, jos kaikki talousalueet asettaisivat tulleja toisiaan vastaan, mikä vaikuttaa kuitenkin epätodennäköiseltä. Kansainvälisen kaupan yksi erityiskysymys on myös brexit. Jos EU ja Iso-Britannia eivät pääse talousalueiden kauppaa tukevaan sopimukseen, vähentää

tämä molempien talousalueiden kasvua. Kärsijänä olisi erityisesti Ison-Britannian talous.

Kiinan elvytykseen pohjautuva talouskasvu herättää huolta kasvun kestävyydestä. Ristiriitaisten tavoitteiden paineissa tempoilevaksi muuttunut talouspolitiikka yhdessä kasvun hidastumisen ja velkaongelman pahanemisen kanssa tarkoittaa sitä, että markkinahäiriöiden määrä voi kasvaa ja toimijoiden on syytä varautua myös ennustettua jyrkempään kasvun hidastumiseen. Mikäli Kiinan talouskasvu hidastuisi jyrkästi, olisi sillä suuria ja arvaamattomia vaikutuksia maailmantalouteen mm. luottamuksen heikentymisen, raaka-aineiden hintojen laskun ja tuotantoketjujen kautta. Näkymiä heikentäisi myös senkaltaisten valuuttakriisien leviäminen kuin Turkissa ja Argentiinassa tapahtuneet. Koska Turkin ja Argentiinan kriisit johtuvat pääasiassa kotimaisesta talouspolitiikasta, tartunta muihin kehittyviin talouksiin on toistaiseksi ollut vähäistä. Täysimittainen velkakriisi Turkissa vaikuttaisi euroalueeseen ulkomaankaupan ja pankkisektorin kytkentöjen kautta.

Euroalueen sisäisistä riskeistä keskeisin on Italian talouspolitiikkaan liittyvä epävarmuus. Uuden hallituksen suunnitelmat Italian julkisen talouden hoidosta ovat herättäneet markkinoilla huolta Italian julkisen talouden näkymistä, mikä on näkynyt Italian valtionlainojen korkojen nousuna. Italian julkinen talous on erittäin velkaantunut ja maan talouskasvu on vähäistä, joten valtion velan korkotason nousu voi johtaa uralle, jolla velka ei ole enää kestävä. Koska Italia on maailman kolmanneksi suurin velan liikkeeseenlaskija, aiheuttaisivat velkakestävyyteen liittyvät huolet kärjistyessään laajoja ja vakavia vaikutuksia. Koska Italia on merkittävä euroalueen talous (15 % euroalueen BKT:stä), Italian talouskehityksen jyrkkää heikentymistä voidaan joka tapauksessa pitää riskinä euroalueelle.

Avainsanat

euroalue, inflaatio, rahapolitiikka

Rahapolitiikkaa normalisoidaan asteittain ja ennakoidusti

4.10.2018 11:00 • EURO & TALOUS 4/2018 • RAHAPOLITIIKKA

EKP:n neuvosto ennakoi, että rahapoliittisen arvopaperien osto-ohjelman netto-ostot päättyvät kuluvan vuoden lopussa. Päätös voidaan nähdä ensimmäisenä askeleena kohti rahapolitiikan normalisointia euroalueella, mikä tarkoittaa luopumista asteittain rahapolitiikan epätavanomaisista toimista ja tähän liittyvää kommunikointia. Rahapolitiikan normalisointiin liittyy enemmän avoimia kysymyksiä kuin tavalliseen rahapolitiikan kiristämiseen. Epävarmuus rahapolitiikan normalisoinnin vaikutuksista rahoitusmarkkinoihin ja reaalitalouteen johtaa todennäköisesti siihen, että normalisointi on asteittainen prosessi, joka vie pitkän ajan.

EKP:n neuvosto ottanut ensiaskeleita rahapolitiikan normalisoinnin suuntaan

EKP:n neuvosto ilmoitti viime kesäkuussa ennakoivansa arvopaperien netto-ostojen loppuvan kuluvana vuonna, jos talouden tila edelleen tukee inflaation kestävää palautumista tavoitteen mukaiseksi. Kesäkuussa tehtyjen päätösten toteutuminen voidaan nähdä ensimmäisenä askeleena kohti euroalueen rahapolitiikan normalisointia. Rahapolitiikan normalisointi tarkoittaa rahapolitiikan kiristämistä, mikä tapahtuu asteittain luopumalla rahapolitiikan epätavanomaisista toimista ja tähän liittyvää kommunikointia.

Rahapolitiikan normalisointi poikkeaa tavanomaisesta rahapolitiikan kiristämisestä eli EKP:n ohjauskorkojen nostosta. Harjoitetun epätavanomaisen rahapolitiikan takia rahapolitiikkaa voidaan kiristää monin eri tavoin. Ei olekaan täysin yksiselitteistä, miten kiristys tulisi tehdä. Ennen kuin rahapolitiikan normalisoinnista voidaan keskustella,

täytyy ymmärtää harjoitetun epätavanomaisen rahapolitiikan vaikutukset rahapolitiikkaan.

Epätavanomaisen rahapolitiikan vaikutukset rahapolitiikkaan

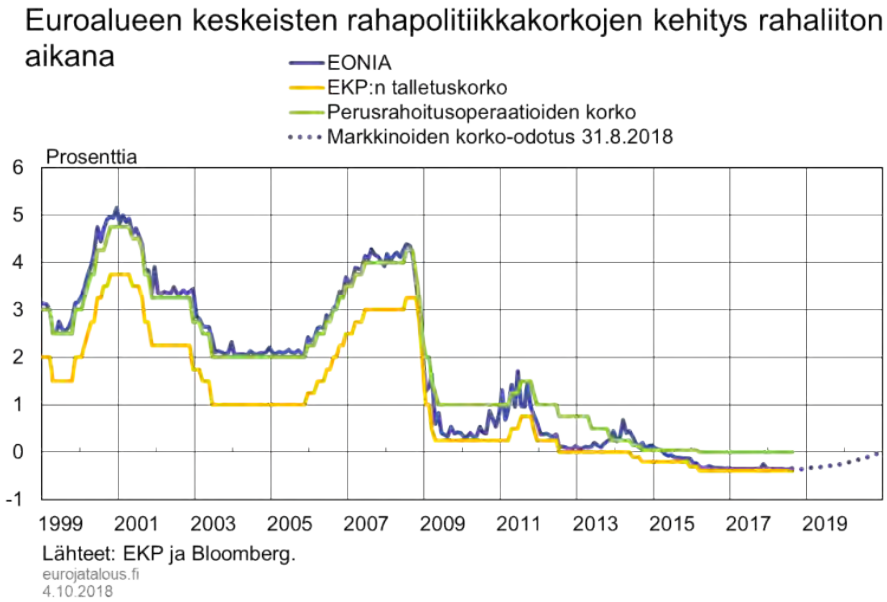
Euroalue kohtasi kaksoistaantuman viime vuosikymmenen aikana: vuonna 2008 Yhdysvalloista alkanut finanssikriisi ajoi euroalueen taantumaan, ja sen jälkeen käynnistyi eurokriisi. Hintavakauden ylläpitämiseksi rahapolitiikan välittymistä parannettiin erilaisin toimin, rahapoliittiset korot laskettiin niiden efektiiviselle alarajalle, ja deflaation uhkaa torjuttiin laskemalla pitkiä korkoja arvopapereiden osto-ohjelman avulla. Näitä epätavanomaisia rahapolitiikan toimia voidaan tarkastella lyhyiden korkojen kehitystä seuraamalla ja keskuspankin taseen kautta.

Epätavanomainen rahapolitiikka on painanut lyhyet korot negatiivisiksi

Kuviossa 1 on euroalueen rahapolitiikan kannalta keskeisten lyhyiden korkojen kehitys rahaliiton ajalta. Eeoniakorko on korko, jolla pankit lainaavat toisilleen yön yli. Se on keskeinen viitekorko, koska se kertoo riskittömän koron tason euroalueella. Rahapolitiikalla pystytään ohjaamaan lyhimpiä korkoja: ennen vuotta 2008 eonia seurasi EKP:n perusrahoitusoperaatioiden korkoa, mutta epätavanomaisen rahapolitiikan aloittamisen jälkeen se seurasi pääosin EKP:n talletuskorkoa. Ero johtuu siitä, että vuoden 2008 jälkeen euroalueen pankkijärjestelmässä oli merkittävästi enemmän likviditeettiä[1] kuin mitä pankit tarvitsivat normaalin maksuliikenteen hoitamiseksi. EKP lisäsi eri toimin likviditeetin määrää, koska finanssikriisin aikana pankkien välinen lainananto häiriintyi luottamuksen puutteen takia. Epätavanomaisen rahapolitiikan ensimmäinen seuraus siis on, että EKP:n efektiivinen ohjauskorko on tällä hetkellä talletuskorko, kun ennen vuotta 2008 se oli perusrahoitusoperaatioiden korko.[2]

1. Likviditeetillä tarkoitetaan tässä yhteydessä liikepankkien keskuspankkitileillä olevaa kokonaismäärää.
2. Toisin sanoen eurojärjestelmä on lyhyen koron ohjauksessa siirtynyt efektiivisesti ns. putkijärjestelmästä lattiajärjestelmään, jossa EKP:n talletuskorko antaa korkojen alarajan taloudessa. Tosin tällä hetkellä osa valtion velkakirjojen tuotoista on alle EKP:n talletuskoron. Tämä on todennäköisesti seurausta siitä, että näitä velkakirjoja käytetään laajasti vakuutena lyhyissä takaisinmaksusopimuksissa, jolloin näiden arvopaperien niukkuuden takia niiden tuotot ovat alle EKP:n talletuskoron.

Kuvio 1.



Toinen lyhyitä korkoja koskeva keskeinen ilmiö vuoden 2008 jälkeen on korkojen alhaisuus. Käytännössä vuodesta 2009 lähtien korot ovat olleet lähellä nollaa eli ne ovat saavuttaneet ns. nollarajan. Vuonna 2014 talletuskorko laskettiin euroalueella negatiiviseksi, mikä osoittaa, että nolla ei muodostanut nimelliskoroille alarajaa. Negatiivisten korkojen vaikutus talouteen voi olla erilainen kuin positiivisten. Vaikutus riippuu esimerkiksi korkojen merkityksestä pankkien kannattavuuteen. Negatiivisten korkojen taloudellisiin vaikutuksiin ja tästä politiikasta luopumiseen siis liittyy tavallista koron nostoa enemmän epävarmuutta.

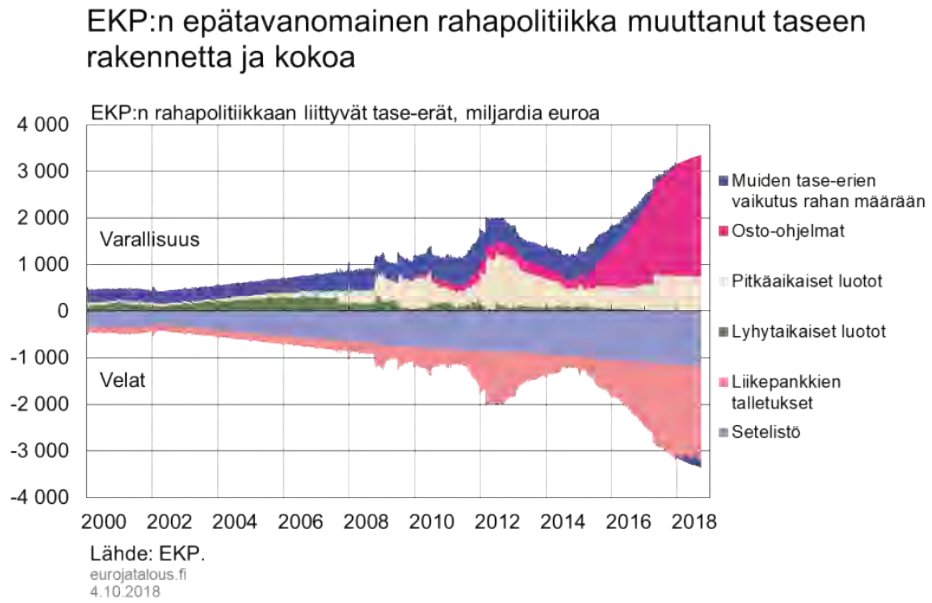
Kolmas epätavanomaisen rahapolitiikan korkoja koskeva vaikutus näkyy korko-odotuksissa. Lyhyet korot ovat alhaiset, mutta niiden myös odotetaan pysyvän sellaisina tulevaisuudessa. Tällä hetkellä korkojen hinnoittelu osoittaa, että markkinoilla lyhyen koron uskotaan muuttuvan positiiviseksi vasta vuonna 2020.[3] Tämä osaltaan heijastelee EKP:n neuvoston ennakoivaa viestintää, jossa neuvosto odottaa korkojen pysyvän nykyisellä tasollaan ainakin kesän 2019 ajan. Kun rahapolitiikkaa normalisoidaan nykyisessä tilanteessa, efektiivisen ohjauskoron muuttamisen lisäksi keskeistä onkin myös korkoihin liittyvä ennakoiva viestintä. Kaiken kaikkiaan, rahapolitiikan normalisoinnissa ohjauskoron muutoksiin liittyy enemmän ulottuvuuksia kuin tavallisen rahapolitiikan aikana.

3. Hinnoista suoraan laskettua korkouraa voi tulkita markkinoiden odotuksissa ainoastaan riskineutraalisuuden vallitessa. Objektiivisten odotusten laskemiseen liittyy epävarmuutta, jolloin riskineutraaliodotusta voidaan käyttää lyhyellä aikavälillä kohtalaisena arviona aidoista objektiivisista odotuksista. Markkinoiden odotus korkourasta on jonkin verran korkeampi kuin riskineutraalisuuden vallitessa laskettu odotus.

Epätavanomainen rahapolitiikka on kasvattanut keskuspankin tasetta

Epätavanomaisen rahapolitiikan perintö näkyy selvästi myös keskuspankin taseessa, jota kuvataan rahapolitiikkaan vaikuttavien merkittävien erien kannalta kuviossa 2.

Kuvio 2.



Vuoden 2008 jälkeen keskuspankin taseessa näkyy muutos: taseen koko alkaa kasvaa ja ennen kriisiä vallinnut koostumus muuttua. Tyypillisen rahapolitiikan aikana keskuspankkirahan määrää – eli setelistöä ja liikepankkien talletuksia keskuspankissa – ja omiin pääomiin rinnastettavia eriä vastasi pääosin lyhytaikaiset luotot pankeille ja keskuspankin rahoitusvarallisuus.

Vuoden 2007 aikana EKP pidensi keskuspankin pankeille myöntämien lainojen juoksuaikaa, koska riskipreemiot pankkien rahoitukselle nousivat. Kun kriisi eteni, pidempiaikaiset rahoitusoperaatiot (LTRO ja TLTRO) syrjäyttivät lyhytaikaiset rahoitusoperaatiot. Pidempiaikaisilla rahoitusoperaatioilla parannettiin alhaisten ohjauskorkojen välittymistä kotitalouksien ja yritysten lainojen korkoihin sekä kohennettiin rahoitusjärjestelmän vakautta. Koska pankkien välinen lainananto kärsi edelleen luottamuspulasta, ottivat pankit merkittävästi rahoitusta keskuspankin rahoitusoperaatioista, mikä vastaavasti kasvatti likviditeettiä entisestään ja kokonaisuutena keskuspankin tase kasvoi.

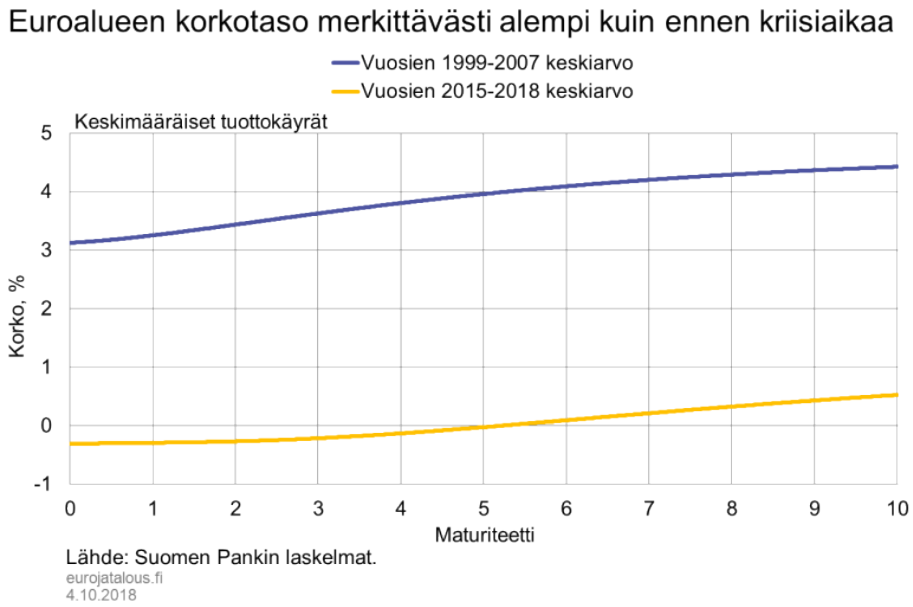
Arvopaperiostot alkoivat 2009 pienessä mittakaavassa. Merkittävästi arvopaperiostot alkoivat näkyä EKP:n taseessa, kun laajennetusta arvopaperien osto-ohjelmasta päätettiin tammikuussa 2015 – eli määrällinen keventäminen (QE) aloitettiin. Määrällisen keventäminen aloitettiin, koska deflaation riski euroalueella oli kasvanut, mutta rahapolitiikkaa ei enää voitu keventää merkittävästi laskemalla lyhyitä korkoja. Arvopaperiostot maksettiin kasvattamalla liikepankkien talletuksia keskuspankissa, mikä näkyy talletusten merkittävänä kasvuna keskuspankin taseessa. Arvopaperiostot siis kasvattivat eurojärjestelmän tasetta ja rahan määrää taloudessa.

Epätavanomaisten toimien perintönä keskuspankin tase on merkittävästi suurempi kuin tavallisen rahapolitiikan aikana. Epätavanomaisten toimien purkaminen tarkoittaa myös keskuspankin taseen supistamista ja keskuspankkirahan – eli likviditeetin – vähentämistä markkinoilta. Tase ei pysy ilman uusia päätöksiä näin suurena. Pitkäaikaiset lainaoperaatiot erääntyvät aikanaan, jolloin keskuspankin tase supistuu automaattisesti. Lisäksi kun osto-ohjelmassa erääntyvien velkakirjojen juoksuaika täyttyy, keskuspankin tase supistuu vähitellen, ellei erääntyviä varoja uudelleensijoiteta markkinoille. Tämä vie kuitenkin aikaa yli vuosikymmenen. Kasvaneen setelistön takia keskuspankin tase ei kuitenkaan supistu ennen kriisiä vallinneeseen tasoon, jos yleisö pitää hallussa nykyisen määrän setelistöä. Rahapolitiikan normalisoinnissa keskuspankin taseen hallinnointi on joka tapauksessa keskeisessä osassa, eikä tätä ulottuvuutta ollut ennen finanssikriisiä.

Rahapolitiikan normalisoinnin avoimia kysymyksiä

Osaltaan epätavanomaisen rahapolitiikan perintönä euroalueen korkotaso on merkittävästi alhaisempi kuin ennen finanssi- ja eurokriisejä (kuvio 3). Toki muutkin tekijät ovat vaikuttaneet alhaiseen korkotason syntymiseen. Joka tapauksessa, lyhyet korot ovat noin 3,5 prosenttiyksikköä ja 10 vuoden korko lähes 4 prosenttiyksikköä alempana kuin ennen kriisejä. Rahapolitiikan normalisointi johtaa korkotason nousuun, kun rahapolitiikan epätavanomaisista toimista luovutaan asteittain. Tällöin kolme keskeistä kysymystä rahapolitiikan normalisoinnissa on: missä järjestyksessä toimista tulisi luopua, miten paljon korkoja tulisi nostaa sekä miten ja milloin näistä toimista kommunikoidaan.

Kuvio 3.



Missä järjestyksessä rahapolitiikkaa tulisi normalisoida?

Rahapolitiikan epätavanomaisten toimien avulla on laskettu sekä lyhyitä että pitkiä korkoja: negatiivinen talletuskorko ja ennakoiva viestintä ovat alentaneet lyhyitä korkoja,

kun taas arvopaperien osto-ohjelma on laskenut pidempiä korkoja. Rahapolitiikkaa voidaan vastaavasti normalisoida vaikuttamalla korko-odotuksiin ennakoivan viestinnän avulla ja nostamalla EKP:n talletuskorkoa. Toisaalta keskuspankin hallussa pitämien arvopaperiomistusten vähentäminen – tai sen ennakointi – nostaisi pitkiä korkoja. Molemmat vaihtoehdot kiristävät – tai normalisoivat – rahapolitikkaa, mutta avoimia kysymyksiä liittyy siihen, missä järjestyksessä ja kuinka samanaikaisesti nämä toimenpiteet tulisi tehdä.

Yhdysvalloissa korkoja nostettiin nollarajalta ensimmäisen kerran joulukuussa 2015. Taseen supistaminen aloitettiin lokakuussa 2017, jolloin korkoja oli nostettu 4 kertaa eli noin 1 prosentin tasolle. Ennen taseen supistamisen aloittamista FED kommunikoi hyvissä ajoin pääperiaatteet ja suunnitelmat taseen supistamisesta. Taseen supistamiseen liittyvä varovaisuus todennäköisesti johtui siitä, että keskuspankin ostojen ennakoimattomat muutokset voivat johtaa merkittäviin muutoksiin velkakirjojen hinnoissa. Tällöin rahapolitiikasta voisi tulla häiriöiden lähde taloudessa.[4] Tästä syystä FED päätyi hyvin kommunikoituun ja asteittaiseen taseen supistamiseen. Rahapolitiikan mitoituksen keskeisenä välineenä on ollut vaikuttaminen lyhyeen korkoon.

EKP:n neuvosto on todennut, että arvopaperien osto-ohjelmassa erääntyvien arvopaperien pääomien sijoittaminen uudelleen jatkuu pidemmän aikaa sen jälkeenkin, kun arvopaperien netto-ostot ovat päättyneet. Rahoitusmarkkinoilla odotetaankin, että taseen supistaminen alkaa vasta 2–3 vuoden päästä netto-ostojen loputtua. Jos EKP siis toimisi kuten FED, rahapolitiikan normalisointi aloitettaisiin lyhyisiin korkoihin liittyvien epätavanomaisten toimien purkamiselle.

Miten paljon korkoja tulisi nostaa?

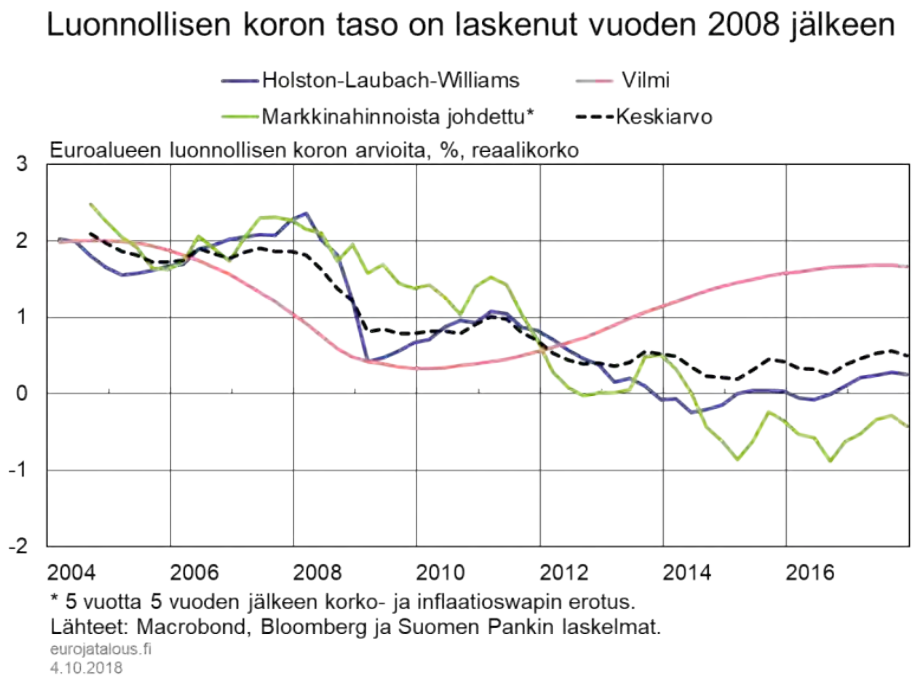
Toinen rahapolitiikan normalisointiin liittyvä kysymys on se, miten paljon rahapolitiikkaa tulee kiristää. Kuten kuviosta 3 nähtiin, korkotaso euroalueella – kuten muissakin kehittyneissä talouksissa – on merkittävästi laskenut globaalia finanssikriisiä edeltäneeltä tasolta. Osasyynä alhaiseen korkotasoon on elvyttävä rahapolitiikka, mutta on myös hyvin todennäköistä, että ns. pitkän aikavälin reaalinen tasapainokorko on laskenut. Tämä tarkoittaa, että säästämishalukkuutta on taloudessa aikaisempaa enemmän tai investointivalmiutta vähemmän – eli taloudessa on tapahtunut rakennemuutos.

Luonnollisen koron taso tarjoaa merkittävän kiintopisteen rahapolitiikalle. Jos lyhyt reaalikorko on korkeampi kuin luonnollinen korko, on rahapolitiikka taloutta supistavaa. Toisaalta kun lyhyt reaalikorko on alemmalla tasolla kuin luonnollinen korko, on rahapolitiikka elvyttävää. Luonnollisen koron tason lasku aiheuttaa siis sen, että rahapolitiikka muodostuu kiristävämmäksi aikaisemmin kuin historiallisen tarkastelun perusteella voisi arvioida. Toisin sanoen jos luonnollinen koron taso on laskenut, historiallisessa tarkastelussa edelleen alhaiset korkotasot voivat olla nykyisessä ympäristössä jo kiristäviä.

---

4. Yhdysvalloissa tämän tyyppinen ilmiö muodostui, kun FED vuonna 2013 yllätti markkinat ilmoittamalla mahdollisesti supistavansa netto-ostojen määrää asteittain. Tämä johti tuottojen nopeaan kasvuun, ja ajankohta tunnetaan nimellä ”Taper Tantrum”.

Kuvio 4.



Luonnollinen korko ei ole havaittu muuttuja, vaan se pitää arvioida käyttäen eri menetelmiä. Kuviossa 4 olevista luonnollisen koron arvioista kaksi on tehty samankaltaisilla malleilla (Holston-Laubach-Williams ja Vilmi), mutta tulokset tämän hetkisestä luonnollisen koron tasosta eroavat toisistaan.[5] Tämä ero arvioiden välillä heijastaa epävarmuutta, joka liittyy luonnollisen koron tason arviointiin. Lisäksi arvopaperien markkinahinnoista voidaan laskea arvio luonnollisen koron tasolle.[6] Keskiarvo näistä arvioista joka tapauksessa osoittaa, että pitkän aikavälin lyhyen nimelliskoron taso euroalueella olisi noin 3 %, kun ennen talouskriisejä luonnollisen nimelliskoron taso näin mitattuna oli 4 %.[7] Tämän suuruinen lasku luonnollisen koron tasossa tarkoittaisi, että alhaiset korot eivät ole nykyoloissa niin elvyttäviä kuin ennen vuotta 2008. Rahapolitiikan normalisoinnissa tämä tarkoittaa, että koron nousu kiristäisi rahapolitiikkaa enemmän kuin korkojen historiaan perustuvan tarkastelun avulla voisi päätellä.

5. Yksityiskohtia näiden luonnollisten korkojen laskemiseen löytyy seuraavista artikkeleista: Kathryn Holston, Thomas Laubach ja John C. Williams (2017) Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants, Journal of International Economics, 108, s. 59–79, ja Lauri Vilmi (2017) Two tales of the natural rate of interest, BoF Economics Review, 1/2017.

6. Tämän mittarin voidaan ajatella heijastelevan markkinoiden odotuksia pitkän aikavälin lyhyen koron tasosta, kun markkinatoimijoiden ajatellaan olevan riskineutraaleja. Todellinen markkinaodotus voi poiketa merkittävästi tästä. Jos ajatellaan, että riskinhinnoitteluun korkomarkkinoilla vaikuttaa merkittävästi inflaatioon liittyvä epävarmuus, tässä laskettu markkinaperusteinen luonnollisen koron arvio ei välttämättä eroa huomattavasti aidosta odotuksesta.

7. Kuvan pitkän aikavälin nimelliskorko voidaan laskea pitkän aikavälin reaalikoroista, kun reaalikorkoon lisätään pitkällä aikavälillä taloudessa vallitseva inflaatio. Euroalueella pitkän aikavälin inflaation voidaan ajatella vastaavan EKP:n tavoitetta, joka on karkeasti ottaen 2 %.

Rahapolitiikan epätavanomaisten toimien muutoksiin liittyy enemmän epävarmuutta kuin rahapolitiikan kiristämiseen pelkästään ohjauskorkoja nostamalla. Tämä johtuu ensinnäkin siitä, että normalisoinnissa on monia välineitä käytössä, jolloin näiden eri toimien hallinta siten, että rahapolitiikan mitoitus on halutunlaista eri ajankohtina, on haastavampaa kuin ainoastaan kiristäminen ohjauskoron avulla. Toiseksi, taloudessa näyttää tapahtuneen rakennemuutos, jonka seurauksena luonnollisen koron taso on laskenut. Tämä määrää sen, miten elvyttävää tai kiristävää mikäkin korkotaso on. Tällöin maltillisesti tapahtuvat koron nostot kiristäisivät enemmän talouden rahoitusoloja kuin aikaisemmin. Kaiken kaikkiaan nämä seikat viittaavat siihen, että rahapolitiikan normalisoinnissa tulisi edetä asteittain.

Erityisesti talouden rakenteiden muututtua keskuspankin on jatkuvasti arvioitava riskiä rahapolitiikan epäonnistumisesta. Esimerkiksi kun inflaation ennustetaan kiihtyvän, on arvioitava, kiristetäänkö rahapolitiikkaa liian vähän tai liian myöhään vai onko riski pikemminkin, että kiristetään liian nopeasti tai liian aikaisin. Tavanomaisen rahapolitiikan oloissa on ajateltu, että kiristämisen tulisi alkaa etupainotteisesti selvästi ennen kuin inflaatio on kiihtynyt yli tavoitteen rahapolitiikan viipeiden vuoksi.

Kun rahapolitiikan nollakorkoraja on efektiivinen ja toteutunut inflaatio on ollut pitkään alle tavoitteen, kasvaa rahapolitiikan liian nopean tai liian aikaisen kiristämisen riski merkittävästi. Tämän vuoksi rahapolitiikan kiristämistä voisi olla perusteltua siirtää, kunnes toteutunut inflaatio on jopa tavoitteen yläpuolella. Tällöin keskuspankin olisi hyväksyttävä inflaation väliaikainen kiihtyminen yli tavoitteen sen vuoksi, että inflaatio on ollut tavoitetta hitaampi pitkän aikaa.[8]

Rahapolitiikan normalisointi on pitkä prosessi

EKP:n neuvosto ennakoi kesäkuussa arvopaperien netto-ostojen loppuvan vuoden vaihteessa. Tämä on ensimmäinen askel kohti rahapolitiikan normalisointia euroalueella, mikä tarkoittaa rahapolitiikan kiristämistä luopumalla asteittain rahapolitiikan epätavanomaisista toimista ja tähän liittyvää kommunikointia. Neuvosto on jo ilmoittanut aikovansa jatkaa uudelleen erääntyvien arvopaperien pääomien sijoittamista pidemmän aikaa netto-ostojen päättymisen jälkeenkin, joten pääasiallinen instrumentti rahapolitiikan normalisoinnissa ainakin aluksi näyttäisi olevan ennakoivan viestinnän muuttaminen ja talletuskoron nostot. EKP:n neuvoston tämänhetkisen ennakoivan viestinnän mukaan rahapoliittisen korkojen odotetaan pysyvän nykytasollaan vielä kesän 2019 ajan ja tarvittaessa pidempään.

Epätavanomaisesta rahapolitiikasta luopuminen tulee todennäköisesti olemaan pitkä prosessi, koska sekä talouden näkymiin että rahapolitiikan oikeaan mitoitukseen liittyy epävarmuutta. Ensinnäkin, talouden näkymiin liittyy epävarmuutta rahapolitiikan normalisoinnin näkökulmasta, koska inflaatiopaineet ovat euroalueella vielä maltilliset. Rahapolitiikan tulee siis edelleen olla elvyttävää, jotta inflaatiopaineet kasvavat euroalueella siten, että inflaatio pysyy kestävästi EKP:n tavoitteen mukaisena – eli hieman alle kahdessa prosentissa. Toiseksi, rahapolitiikan mitoituksen arviointi ei ole

8. Tämän suuntaisia ajatuksia on esittänyt mm. Ben Bernanke (2017) Monetary Policy in a New Area, Brookings Institution, Peterson Institute.

yksinkertaista, koska rahapolitiikassa on käytössä monia instrumentteja, joista on kokemuksia vielä suhteellisen vähän. Kolmanneksi, luonnollisen koron taso on mahdollisesti laskenut, jolloin rahapolitiikkaa ei tarvitse kiristää yhtä paljon kuin aiemmissa noususuhdanteissa on totuttu. Muuttuneissa olosuhteissa rahapolitiikassa on hyvä noudattaa varovaisuusperiaatetta, jotta siitä ei tule häiriöiden lähdettä taloudessa. Tämä tarkoittaa sitä, että on perusteltua edetä rahapolitiikan normalisoinnissa asteittain ja ennakoidusti.

Jos luonnollisen koron taso jää alhaiseksi, on todennäköistä, että tulevaisuudessa nimelliskorkojen efektiivinen alaraja rajoittaa yhä useammin rahapolitiikkaa. Nyt käytetyistä epätavanomaisista rahapolitiikan välineistä voi tulevaisuudessa tulla tavallista rahapolitiikkaa. Samalla sitä, mistä nyt käytetään nimitystä rahapolitiikan normalisointi, aletaan kutsua rahapolitiikan kiristämiseksi.

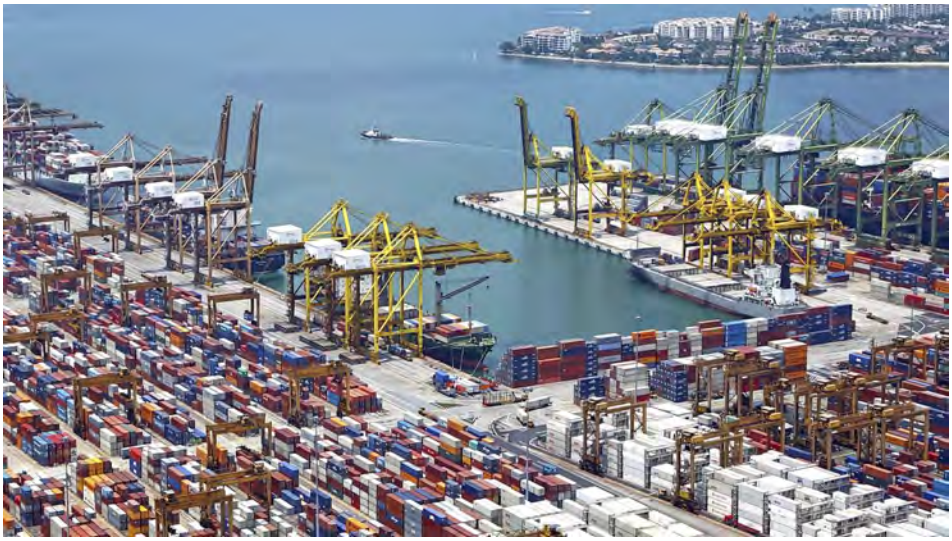
Avainsanat

epätavanomainen rahapolitiikka, rahapolitiikan normalisointi

Kauppapoliittiset jännitteet varjostavat talousnäkymiä

4.10.2018 11:00 • EURO & TALOUS 4/2018 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Yhdysvaltojen kauppapolitiikka on viime vuoden aikana muuttunut selvästi protektionistisemmaksi ja pyrkinyt muuttamaan kansainvälisen kaupan ehtoja. Protektionistisilla toimilla voi kuitenkin olla arvaamattomia ja pitkäkestoisia seurauksia, kun yritysten tuotantoketjut ovat monimutkaistuneet ja levinneet valtionrajojen yli. Vaikka korkeammat tullit jäisivätkin väliaikaisiksi, maailmantalouden kasvu hidastuu sitä enemmän, mitä voimakkaammin tullikorotukset lisäävät epävarmuutta ja lykkäävät investointeja.



Kauppapoliittiset jännitteet ovat kärjistyneet vuoden aikana

Presidentti Trumpin hallinto ei ole ollut tyytyväinen voimassa oleviin kansainvälistä kauppaa sääteleviin sopimuksiin. Viime vuoden lopulla Yhdysvallat vetäytyi Tyynenmeren vapaakauppasopimuksesta TPP:stä ja halusi neuvotella Pohjois-Amerikan vapaakauppasopimuksen Naftan uudelleen Meksikon ja Kanadan kanssa. Samalla Yhdysvallat on vaatinut muutoksia Maailman kauppajärjestön WTO:n toimintaan.

Alkuvuodesta 2018 Yhdysvallat asetti maailmanlaajuiset tullit aurinkopaneeleille ja pesukoneille. Näitä seurasivat teräs- ja alumiinitullit, joista osa kauppakumppaneista sai väliaikaisen vapautuksen. Huhtikuun alussa Yhdysvallat julkaisi listan kiinalaisista tuontitavaroista, arvoltaan noin 50 mrd. dollaria vuodessa, joihin kohdistettiin 25 prosentin tullikorotukset kahdessa erässä heinä- ja elokuussa. Listalla on lähinnä kiinalaisia teknologiatuotteita, koneita ja komponentteja. Syyskuussa Yhdysvallat asetti 10 prosentin lisätullit vuosituontiarvoltaan 200 mrd. dollarin kiinalaistuonnille ja ilmoitti tullikorotusten nousevan vuoden 2019 alusta 25 prosenttiin. Yhdysvaltojen

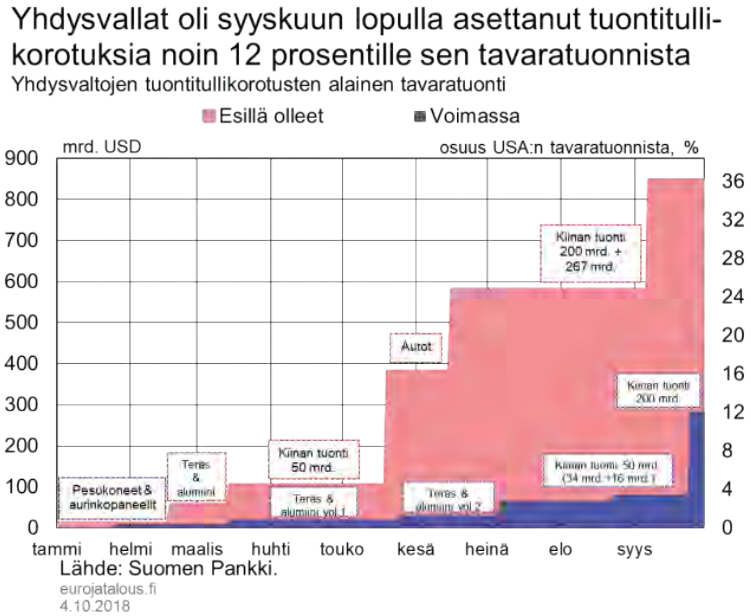
hallinto valmistelee tullikorotuksia myös koko jäljelle olevalle, reilun 260 miljardin arvoiselle kiinalaiselle tavaratuonnille.

Välittömästi ensimmäisten, pelkästään Kiinalle asetettujen tullien tultua voimaan Kiina ryhtyi vastatoimiin. Kiinan 50 mrd. dollarin arvoinen lista yhdysvaltalaisista tuontituotteista koostuu etenkin maataloustuotteista ja autoista. Yhdysvaltojen 200 mrd. dollarin arvoiseen tuotelistaan Kiina vastasi asettamalla tullikorotukset 60 mrd. dollarin arvoiselle yhdysvaltalaistuonnille.

Kun Yhdysvallat kesäkuussa 2018 asetti teräs- ja alumiinitullit EU:sta tulevalle tuonnille, EU vastasi korottamalla tulleja 3 mrd. dollarin arvoiselle erälle yhdysvaltalaistuontia. Myöhemmin kesällä Yhdysvallat aloitti prosessit globaalien tuontitullikorotusten asettamiseksi autoille ja niiden osille. Yhdysvaltoihin tuodaan eniten autoja Japanista, Meksikosta, Kanadasta ja EU:sta. Naftan uudelleen neuvotteluissa on edetty tämän jälkeen etenkin Meksikon kanssa.

WTO:n mukaan kansainvälistä kauppaa rajoittavien toimien määrä kasvoi maailmanlaajuisesti lokakuun 2017 ja toukokuun 2018 välillä. Kauppaa kuitenkin vapautettiin kyseisellä ajalla enemmän kuin uusia esteitä asetettiin.[1] WTO:n roolin heikkeneminen saattaisi kuitenkin vaikeuttaa vapaakaupan edistämistä ja lisätä sekä suoria tulleja että muita kaupan esteitä pysyvästi.

Kuvio 1.



Tuontitullien ei odoteta vähentävän Yhdysvaltojen sitkeää vaihtotaseen alijäämää

Yhdysvaltojen tärkeimpänä perusteena tullikorotuksilleen on uuden hallinnon kokema kansainvälisen kaupan epäreiluus, josta johtuisi mm. Yhdysvaltojen vaihtotaseen

1. WTO, Trade monitoring 25. heinäkuuta 2018.

alijäämä. Vaikka Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämä on supistunut finanssikriisiä edeltäneestä 6 prosentista noin 2 prosenttiin, niin kauppataseen osalta Yhdysvaltojen kahdenvälinen alijäämä on edelleen suuri etenkin Kiinan, Meksikon ja euroalueen kanssa.

Kuvio 2.

Kahdenvälisten kauppa- ja vaihtotaseiden analysoiminen on kuitenkin ongelmallista, koska jokaisen maan vaihtotaseen vaje määräytyy sen säästämisen ja investointien perusteella. Jos investoinnit ovat säästöjä suuremmat, vaihtotase on alijäämäinen. Ulkomaiset sijoittajat ovat pitkään olleet halukkaita sijoittamaan Yhdysvaltoihin, ja siksi investoinnit ovatkin ylittäneet kotimaisen säästämisen. 1990-luvun jälkeen tuottavuuden kasvu ja kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden avautuminen kasvattivat Yhdysvalloissa investointeja, varallisuutta ja kulutusta, jolloin säästämisaste pieneni. Lisäksi kahdenvälinen kaupankäynti voi olla huomattavasti alijäämäistä, mutta sitä voi kompensoida mahdollinen ylijäämä muiden maiden kanssa.

Kuvio 3.

IMF:n arviot vaihtotaseen normeista pyrkivät selittämään perusteltua vaihtotaseen tasoa. Normi vaihtelee esimerkiksi raaka-aineita vievän maan tai loppukokoonpanoon keskittyvän maan välillä. IMF:n vuoden 2018 arvion mukaan Yhdysvalloissa vaihtotaseen normi olisi noin 1 % alijäämäinen.[2] Tämän arvion mukaan säästäminen olisi Yhdysvalloissa liian vähäistä yli prosenttiyksikön verran BKT:stä. Yhdysvaltojen alijäämää selittävät osaltaan dollarin rooli reservivaluuttana, muihin kehittyneisiin talouksiin verrattuna edullinen väestön ikärakenne ja Yhdysvaltojen vähäriskisyys sijoituskohteena.

Vaihtotaseen vajetta on vaikeaa vähentää tuontitulleilla. Lisäksi Yhdysvaltojen nykyinen finanssipolitiikka ei tue vaihtotaseen supistamistavoitetta. Vaikka tullimuurien suojaamien alojen lisääntyneestä tuotannosta säästettäisiin aiempaa enemmän, samaan aikaan erittäin elvyttävä finanssipolitiikka painaa vaihtotasetta alijäämäiseksi[3].

Tavoitteet Kiinan suhteen osittain perusteltuja

Yhdysvaltojen kauppapolitiikan yhtenä tärkeimmistä tavoitteista on saada Kiina luopumaan sen mielestä epäreiluista ja syrjivistä käytännöistä, kuten väitetyistä tekijänoikeusrikkomuksista ja teknologian pakkosiirrosta. Yhdysvaltojen tullikorotukset kohdistuvat etenkin Kiinan protektionistista Made in China 2025 -teollisuuspoliittista ohjelmaa vastaan. Alun perin vuonna 2015 julkistettu ohjelma pyrkii tekemään Kiinasta sekä teknologisesti että innovaatioiden suhteen omavaraisen. Ohjelma tukee eri toimialoja laajasti ja auttaa niitä taloudellisesti mm. laajentumaan ulkomaille ja hankkimaan omistuksia huipputeknologiaa käyttävistä yrityksistä. Yhdysvallat ei ole vaatimustensa kanssa yksin. Esimerkiksi Yhdysvaltojen ja Euroopan kauppakamarit

2. IMF (2018) External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions, heinäkuu 2018.
3. Yhdysvaltojen vuotuinen budjettialijäämä on noin 5 % BKT:stä, ja velkaa on jo selvästi yli 100 % BKT:stä.

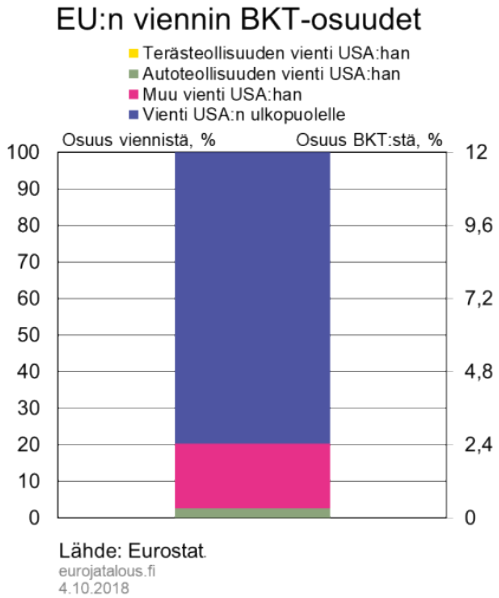
Kiinassa ovat jo vuosikausia valittaneet ulkomaalaisiin yrityksiin kohdistuvista epäreiluista käytännöistä.

Euroopan vaihtotaseen ylijäämä johtuu vähäisistä investoinneista

Yhdysvallat on perustellut myös EU:sta tuotaviin tuotteisiin kohdistuneita protektionistisia toimia suurella kahdenvälisellä kauppa- ja vaihtotaseen alijäämällä. EU:n vaihtotase oli viime vuonna kokonaisuudessaan 220 miljardia euroa ylijäämäinen (1,4 % BKT:stä), koska erityisesti finanssikriisin jälkeen investointiaste on pysynyt alhaisena. Toisaalta EU:n vaihtotaseen ylijäämä ja vähäiset investoinnit ovat osittain perusteltavissa väestön nopealla ikääntymisellä. Väestön ennustetaankin EU:ssa ikääntyvän huomattavasti nopeammin kuin Yhdysvalloissa. IMF:n (2018) arvioiden mukaan vaihtotaseen normi keskeisimmille unionin jäsenmaille olisikin selvästi ylijäämäinen.

Yksittäisistä Euroopan maista Saksassa vaihtotaseen ylijäämä on pysynyt jo yli 10 vuoden ajan suurena. Vuoden 2018 ensimmäisellä neljänneksellä se oli 8,7 % BKT:stä. Tämä on selvästi IMF:n arvioimaa 3 prosentin normia korkeampi. IMF onkin kannustanut Saksaa keskittymään pitkän ajan kasvunäkymiä kohentaviin julkisiin investointeihin sekä lisäämään kannustimia kotimaisiin yksityisiin investointeihin.[4]

Kuvio 4.



EU on suurena markkina-alueena suhteellisen suljettu (tavaravienti suhteessa BKT:hen on noin 12 %), mikä osaltaan rajoittaa Yhdysvaltojen asettamien tuontitullien taloudellisia vaikutuksia. Kaiken kaikkiaan Yhdysvallat on kuitenkin tärkeä kauppakumppani EU:lle, ja vienti Yhdysvaltoihin muodostaa noin 20 % koko unionin tavaraviennistä. Tähän mennessä asetetut ja uhatut tullit Euroopan teräs-, alumiini ja

4. IMF (2018) Germany, Staff Report for the 2018 Article IV Consultation, kesäkuu 2018.

autoteollisuudelle vastaavat melko pientä, noin 2,5 prosentin osuutta koko EU:n viennistä, mutta vaikutukset voivat kuitenkin olla merkittäviä yksittäisille teollisuudenaloille. Vastapainona Yhdysvaltojen protektionistisille toimille EU on aktiivisesti edistänyt kaupankäyntiä muiden talouksien kanssa. EU:n vapaakauppaneuvottelut Japanin ja Singaporen kanssa on saatu päätökseen, ja sopimus Kanadan kanssa odottaa unionin jäsenmaiden ratifiointia astuakseen täysin voimaan.

Protektionististen toimien taloudelliset vaikutukset

Taulukossa 1 on esitetty laajalla kansainvälisen talouden GIMF-mallilla[5] Suomen Pankissa tehdyt vaihtoehtoislaskelmat kauppapoliittisten toimien mahdollisen laajenemisen vaikutuksista. Laskelmissa vaikutukset tulevat sekä kauppa- että luottamuskanavan kautta. Korkeammat tullit lisäävät perinteisen kauppakanavan kautta ulkomaankaupan kustannuksia ja vähentävät siten kaupankäyntiä. Kaupan rajoitteet vaikuttavat lisäksi luottamuskanavan kautta pirstoen globaaleja tuotantoketjuja, heikentäen luottamusta talouteen ja vähentäen yritysten pidemmän aikavälin investointihalukkuutta.

Vaikutuksia tarkastellaan kahdessa skenaariossa. Molemmissa skenaarioissa luottamuksen heikkeneminen on otettu huomioon investointeja kertaluonteisesti vähentävänä sokkina. Asetettujen tullien oletetaan olevan voimassa kahden vuoden ajan[6].

- Ensimmäisessä skenaariossa Yhdysvaltain ja Kiinan välinen kauppakiista kärjistyy siten, että 25 prosentin tuontitullikorotukset koskevat molempien maiden koko kahdenvälistä kauppaa. Sen lisäksi Yhdysvallat asettaa 25 prosentin tuontitullikorotuksen EU:sta tuotaville autoille ja EU vastaa asettamalla autovientiä vastaavan dollarimäärän yhdysvaltalaistuontia 25 prosentin tuontitullikorotusten alle. Laskelmissa investoinnit vähenevät kertaluonteisesti 1,25 % kaupanrajoitteisiin ryhtyvissä maissa.

- Toisessa voimakkaampien protektionististen toimien skenaariossa Yhdysvallat asettaa 10 prosentin globaalit tuontitullien korotukset koko tavaratuonnilleen, mihin kauppakumppanit vastaavat samassa suhteessa. Nämä toimet tarkoittaisivat Yhdysvalloissa keskimääräisen tuontitullin nelinkertaistamista. Vastaavasti euroalue kolminkertaistaisi ja Kiina yli kaksinkertaistaisi keskimääräiset tullinsa yhdysvaltalaistuonnille[7]. Tässä skenaariossa investoinnit pienenevät globaalisti 5 %, mikä vastaa kokoluokaltaan investointien supistumista euroalueella vuoden 2012 taantumassa.

5. Anderson et al. (2013) Getting to Know GIMF: The Simulation Properties of the Global Integrated Monetary and Fiscal Model, IMF Working Paper No. 13/55.
6. Laskelmissa on lisäksi oletettu, että tullitulot käytetään pääasiassa julkisen velan vähentämiseen.
7. WTO:n mukaan keskimääräiset tuontitullit olivat vuonna 2017 Yhdysvalloissa keskimäärin 3,5 %. Euroalueella tuontitullit yhdysvaltalaistuotteille olivat keskimäärin 5 % ja Kiinassa 7 %.

Maltillisemman skenaarion vaikutukset koko maailmantaloudelle jäisivät pieniksi, mutta vakavammassa skenaariossa globaalit tuontitullit supistaisivat maailman yhteenlaskettua BKT:tä ensimmäisenä vuonna 1,3 % ja toisena vuonna 0,6 % suhteessa tuotannon tasoon ilman kauppatoimia eli ns. perusuraan. Tämä tarkoittaa, että jos maailman BKT kasvaisi perusuralla noin 4 prosentin vauhtia, kasvu vaimenisi ensimmäisenä vuonna vain 2,7 prosenttiin. Vaikka tuontitullien korotukset on oletettu väliaikaisiksi, luottamuksen heikkeneminen ja investointien romahtaminen vaikuttaisivat laskemissa maailmantalouteen selvästi tätä pidempään.[8] Jo pelkkä mahdollisuus tulevista kauppapoliittisista toimista saattaisikin lisätä epävarmuutta, näkyä investoinneissa ja siten hidastaa maailmankaupan kasvua.

Erityisesti Yhdysvallat näyttäisi kärsivän protektionistisista toimista, koska muiden maiden asettamien vastatullien seurauksena se eristäytyisi kansainvälisestä kaupasta ja sen vienti muihin maihin pienenisi huomattavasti. Kokonaistaloudellisia vaikutuksia toki pienentäisi muita talouksia suurempi kotimaisen kysynnän osuus. Kummassakaan skenaariossa Yhdysvallat ei kykene vähentämään vaihtotaseen alijäämäänsä, vaan alijäämä saattaa päinvastoin jopa hieman kasvaa, koska vienti supistuu tuontia enemmän.

Laskelmissa kauppakanavan kautta tulevat vaikutukset varsinkin euroalueelle ovat vähäiset. Maltillisemmassa skenaariossa autoviennille asetetut tullikorotukset koskevat hyvin rajattua osaa euroalueen ulkomaankaupasta. Lisäksi euroalue pystyisi lisäämään kaupankäyntiä muiden maiden kanssa, mikä vaimentaisi vaikutuksia. Vakavammassa skenaariossa tullikorotukset koskevat jo viidesosaa koko euroalueen viennistä, ja vaikutukset kasvavat selvästi luottamuksen heikkenemisen ja investointien vähenemisen myötä. Luottamuksen heikkeneminen aiheuttaakin laskelmissa voimakkaimmat negatiiviset vaikutukset talouskasvuun. Luottamuskanavan mallintamisessa joudutaan tekemään paljon oletuksia. Kasvanut epävarmuus nostaisi todennäköisesti rahoituskustannuksia ja voisi vaikuttaa oletettua voimakkaammin talousluottamukseen. Näin talouskasvu saattaisi hidastua selvästi enemmän kuin laskelmissa esitetyissä skenaarioissa.

Myös muiden julkaistujen vaikutuslaskelmien mukaan nykyisten toimien kokonaistaloudelliset vaikutukset jäävät suhteellisen pieniksi. Suurimmat vaikutukset tulevat luottamuskanavan kautta, ja negatiiviset vaikutukset ovat suurimmat Yhdysvalloille[9]. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos ETLAn tekemissä laskelmissa[10] Kiinan ja Yhdysvaltojen kolme vuotta täysimääräisinä voimassa olevat, koko kahdenvälistä kauppaa koskevat 25 prosentin tullikorotukset supistavat sekä Yhdysvaltojen että Kiinan kokonaistuotantoa yli prosentin verran vuoteen 2023

8. Jos tullien korotukset jäisivät pysyviksi, niiden vaikutukset voimistuisivat. Esimerkiksi euroalueen osalta negatiiviset vaikutukset BKT:hen olisivat noin 0,2 prosenttiyksikköä tässä esitettyä suuremmat.
9. Ks. esimerkiksi EKP Bulletin (3/2018) Implications of rising trade tensions for the global economy; M. Obstfeld IMF Blogi (9/2017) Tariffs do more harm than good at home; Banque de France (7/2018) Quantifying the losses from a global trade war; CPB Background Document (6/2018) Trade wars: economic impacts of US tariff increases and retaliations: An international perspective. Tehdyt vaikutusarviot eroavat toisistaan sekä käytettyjen skenaarioiden ja luottamuskanavan mallinnuksen osalta.
10. ETLA: Kansainvälinen suhdannekehitys 2/2018

mennessä. Euroalueen BKT supistuu selvästi tätä vähemmän, suurimmillaan noin 0,3 prosenttia perusuraan nähden.

Tässä kehikossa esitettyä vakavampaa skenaariota vastaavat tullimuutokset johtaisivat EKP:n syyskuun talouskatsauksessa[11] esitettyjen laskelmien mukaan maailman BKT:n vajaan 1 prosentin supistumiseen ensimmäisenä vuonna. Ranskan keskuspankin pahimmassa, mutta epätodennäköisessä skenaariossa, jossa kaikki kansainvälisen kaupan osapuolet asettaisivat toisilleen 10 prosentin tuontitullit, maailman BKT olisi toisena vuonna lähes 3 % perusuraa pienempi.

Taulukko 1.

Mallilaskelmat protektionististen toimien vaikutuksista

		Skenaario 1: USA ja Kiina asettavat 25 prosentin tuontitulli-korotukset toisilleen ja USA asettaa EU:sta tuleville autoille 25 prosentin tuontitulli-korotukset, EU:ta symmetriset vastatoimet		**Skenaario 2:** USA asettaa 10 prosentin globaalit tuontitulli-korotukset, kauppa-kumppaneilta vastaavat vastatoimet	
		Vaikutukset, %-poikkeama perusurasta			
		1. vuosi	2. vuosi	1. vuosi	2. vuosi
Euroalue	BKT kokonaisvaikutus	0,0	0,0	−0,6	−0,3
	Vaihtotase/BKT	0,2	0,1	0,4	0,2
Yhdysvallat	BKT kokonaisvaikutus	−0,9	−0,4	−2,3	−1,1
	Vaihtotase/BKT	−0,3	−0,1	−0,7	−0,4
Kiina	BKT kokonaisvaikutus	−1,5	−1,0	−1,0	−0,6
	Vaihtotase/BKT	−0,5	−0,4	0,4	0,3
Maailma	BKT kokonaisvaikutus	−0,3	−0,2	−1,3	−0,6

Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

Kansainväliset tuotantoketjut ovat monimutkaistuneet ja ulottuvat useaan eri maahan. Myös palveluiden osuus kaupankäynnissä on kasvanut. Mallilaskelmat eivät pystykään ottamaan täysin huomioon tullien vaikutuksia tuotantoketjuihin. Tuontitullit vaikuttaisivat oleellisesti yritysten kannattavuuteen ja mahdollisesti myös tuotekehitykseen ja investointipäätöksiin. Pidemmällä aikavälillä tämä saattaisi vaimentaa tuottavuuskehitystä. Monet alat käyttävät tuontituotteita välituotteina omassa tuotannossaan, jolloin tullit kasvattavat välituotteiden hintaa ja näiden alojen yritysten kilpailukyky heikkenee. Yritykset voivat suojata markkinaosuuksiaan tinkimällä voittomarginaaleistaan, mutta usein tulleista kärsivät kuluttajat korkeampien hintojen muodossa. Etenkin Kiinassa tuontitullikorotusten arvioidaan vaikuttavan haitallisesti myös kansainvälisten yritysten tuotantoon ja tuotantoketjuihin.

Protektionististisilla toimilla ja koventuneella kauppapoliittisella retoriikalla voikin olla arvaamattomia seurauksia. Tässä kehikossa on tarkasteltu vain suorina tulleina lisättyjen kaupan esteiden vaikutuksia, mutta tämän lisäksi kansainvälistä kauppaa rajoitetaan myös lukuisilla muilla poliittisilla toimilla. WTO:lla on ollut keskeinen rooli myös näiden muiden kaupanesteiden valvonnassa. Mikäli WTO:n asema heikkenisi protektionististen

11. EKP:n Talouskatsaus 6 / 2018. Luottamuskanava on mallinnettu tässä laskelmassa joukkolainojen riskilisien kasvun ja osakemarkkinoiden laskun kautta.

toimien seurauksena, kaupparitojen valvonta ja sovittelu monimutkaistuisi ja vaikeuttaisi kansainvälistä kaupankäyntiä.

Avainsanat

protektionismi, tuotantoketjut, tuontitullit, vaihtotase

TARGET2-saldot – todellisuus tarua tylsempää?

4.10.2018 11:00 • EURO & TALOUS 4/2018 • RAHAPOLITIIKKA

Euroalueen velkakriisin seurauksena eurojärjestelmän sisäiset saamiset ja velat ovat nousseet maksujärjestelmän teknisten yksityiskohtien syövereistä uutisotsikoihin. Mitä ovat nämä kohua aiheuttaneet ns. TARGET2-saldot, ja miksi ne ovat jälleen kasvaneet, vaikka finanssi- ja velkakriisi on selätetty? Viime aikoina EKP:n laaja arvopapereiden osto-ohjelma on kasvattanut saldoja. Näin ollen syy kasvuun on nyt eri kuin velkakriisin synkimpinä hetkinä.

TARGET2-saldot ovat olleet olemassa eurojärjestelmän alusta asti. Otsikoihin saldot kuitenkin nousivat vasta velkakriisin aikana, kun ne kasvoivat merkittävästi. Tuolloin rahaa virtasi heikomman luottoluokituksen euromaiden, kuten Kreikan ja Italian, pankeista korkeamman luottoluokituksen euromaiden, kuten Suomen ja Saksan, pankkeihin. Velkakriisin laantumisen myötä saldot kutistuivat, kunnes EKP:n laajennettu osto-ohjelma kasvatti niitä jälleen.

TARGET2 on eurojärjestelmän hallinnoima maksujärjestelmä, jossa maksut liikkuvat pankkien keskuspankkitilien välillä. Se on käytössä kaikissa euromaissa sekä muutamissa muissa EU-maissa. Järjestelmässä selvitetään viime kädessä kaikki euromääräiset sähköiset maksut aina vähittäiskorttimaksuista arvopaperikauppaan. Esimerkiksi kun suomalaisyritys maksaa tuontilaskunsa hollantilaiselle tavarantoimittajalleen, kate maksua varten siirtyy TARGET2-järjestelmässä suomalaisyrityksen käyttämän pankin tililtä Suomen Pankissa hollantilaisyrityksen käyttämän pankin tilille Hollannin keskuspankkiin. Lisäksi eurojärjestelmä toteuttaa rahapolitiikan operaatiot TARGET2-järjestelmässä.

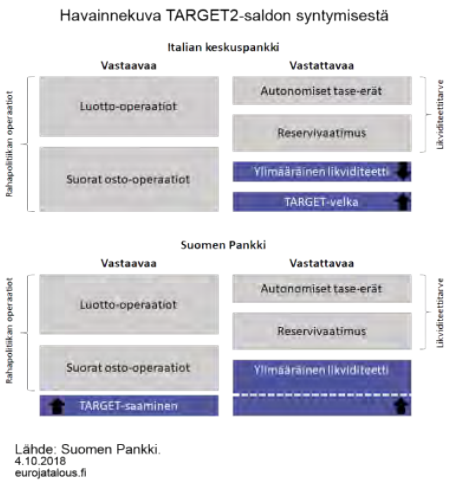
Euroalueen laajuinen maksujärjestelmä on välttämätön edellytys sujuvalle yhteisvaluutan käytölle, koska se mahdollistaa rahan vapaan liikkuvuuden euromaiden välillä. TARGET2-järjestelmässä välitetään maksuja päivittäin noin 2 000 miljardin euron arvosta[1]. TARGET2-saldot, eli TARGET2-saaminen tai -velka, saavat nimensä tästä maksujärjestelmästä.

Kansalliset keskuspankit ja EKP toimeenpanevat euroalueen yhteistä rahapolitiikkaa hajautetusti sekä harjoittavat omaa kansallista keskuspankkitoimintaa, kuten hallinnoivat kansallisia valuuttavarantoja. Näin ollen jokaisella eurojärjestelmän kansallisella keskuspankilla ja EKP:llä on oma taseensa. TARGET2-maksujärjestelmän tilit ovat keskuspankkien taseen velkapuolella, ja keskuspankkirahaa maksujärjestelmään luovat rahapolitiikan operaatiot kirjataan keskuspankkien taseen saatavat-puolelle.

Keskuspankkirahan virtauksista kansallisten keskuspankkien ja EKP:n välillä lasketaan TARGET2-järjestelmässä kumulatiivinen nettopositio jokaiselle eurojärjestelmän keskuspankille. Mikäli maksuja on tullut enemmän sisään TARGET2-tileille kuin lähtenyt ulos, syntyy keskuspankille TARGET2-saaminen. TARGET2-velka syntyy päinvastaisella tavalla. TARGET2-saamiselle maksetaan perusrahoitusoperaation korkoa (nyt 0 %). TARGET2-velasta maksetaan samaa korkoa. Koko eurojärjestelmän yhdistetyssä taseessa TARGET2-saamiset ja velat kumoavat toisensa.

Seuraavista esimerkeistä selviää, kuinka italialaisen pankin tekemä maksu suomalaiselle pankille muuttaa TARGET2-saldoja. Suomalaisen pankin ja italialaisen pankin tilit sijaitsevat keskuspankin velkapuolella. Maksun seurauksena italialaisen pankin tili keskuspankissa pienenee eli nykyisissä likviditeettioloissa pankin ylimääräinen likviditeetti keskuspankkitilillä pienenee, mikä johtaa TARGET2-velan kasvuun. Suomalaisen pankin tili Suomen Pankissa puolestaan kasvaa eli nykyisissä likviditeettioloissa pankin ylimääräinen likviditeetti keskuspankkitilillä kasvaa ja kasvattaa Suomen Pankin taseen vastaavaa-puolen TARGET2-saamista.

Kuvio 1.



Lähde: Suomen Pankki.
4.10.2018
eurojatalous.fi

1. TARGET2- Suomen Pankki – järjestelmässä lähetetään maksuja päivittäin noin 40 miljardin euron arvosta.

Jos maksun lähettävän pankin ja maksun saavan pankin tilit sijaitsevat samassa kansallisessa keskuspankissa, ei kyseisen keskuspankin TARGET2-saldo muutu maksun seurauksena, koska raha siirtyy ainoastaan pankilta toiselle saman keskuspankin tileillä. TARGET2-saldo ei myöskään muutu, jos Suomen Pankki ostaa arvopaperin sellaiselta pankilta, jolla on tili Suomen Pankissa. Suomen Pankin arvopaperiomistukset kasvavat, mutta vastaavasti kasvaa taseen vastattavaa-puolella ylimääräinen likviditeetti myyjäpankin keskuspankkitilillä[2]. Jos taas Suomen Pankki ostaa arvopaperin ulkomaiselta pankilta, se pienentää Suomen Pankin TARGET2-saamista. Suomen Pankin arvopaperiomistukset kasvavat, mutta taseen vastattavaa-puolella mikään ei muutu vaan vastaavaa-puolella TARGET2-saaminen pienenee.

Eurojärjestelmän hajautettu rahapolitiikan toimeenpano ja kansallisten keskuspankkien oma pankkitoiminta merkitsevät, että TARGET2-saldoja tarvitaan eurojärjestelmän sisäisten saamisten ja velkojen kirjaamiseen. Kyseessä on pääosin vain tekninen järjestely.

Velkakriisin aikana TARGET2-saamiset ja velat kasvoivat, kun rahaa virtasi pois heikomman luottoluokituksen maiden pankeista euroalueen korkeamman luottoluokituksen maiden pankkeihin. Pankit rahoittivat rahan ulosvirtauksen lainaamalla rahaa kansallisesta keskuspankista rahapoliittisissa operaatioissa. Näin esimerkiksi Espanjan keskuspankin taseessa rahapolitiikan luotot pankeille kasvoivat saamiset-puolella ja tämän vastapainona taseen velkapuolella TARGET2-velka kasvoi. Korkean luottoluokituksen maiden pankkien talletukset sen sijaan kasvoivat merkittävästi niiden kotimaisissa keskuspankeissa. Velkakriisin hellittäessä myös TARGET2-saldot supistuivat. Tätä TARGET2-saldojen kasvua voi luonnehtia kysyntävetoiseksi, sillä ne johtuivat pitkälti heikompien luottoluokituksen maiden pankkien tarpeesta lainata kansallisilta keskuspankeilta, kun markkinarahoituksen hinta kasvoi ja saatavuus heikkeni velkakriisin myötä.

Viimeaikainen TARGET2-saldojen kasvu on puolestaan tarjontavetoista. Se johtuu pitkälti vuonna 2015 aloitetusta EKP:n rahapolitiikan laajennetusta arvopapereiden osto-ohjelmasta. Arvopaperin osto ulkomaiselta pankilta kasvattaa TARGET2-velkaa tai pienentää saamisia, jos keskuspankin TARGET2-saldo on saamispuolella. EKP ja kansalliset keskuspankit ostavat velkakirjoja kansainvälisiltä pankeilta. Sellaisen kansallisen keskuspankin TARGET2-saamiset kasvavat, missä nämä kansainväliset pankit pitävät TARGET2-tilejään.

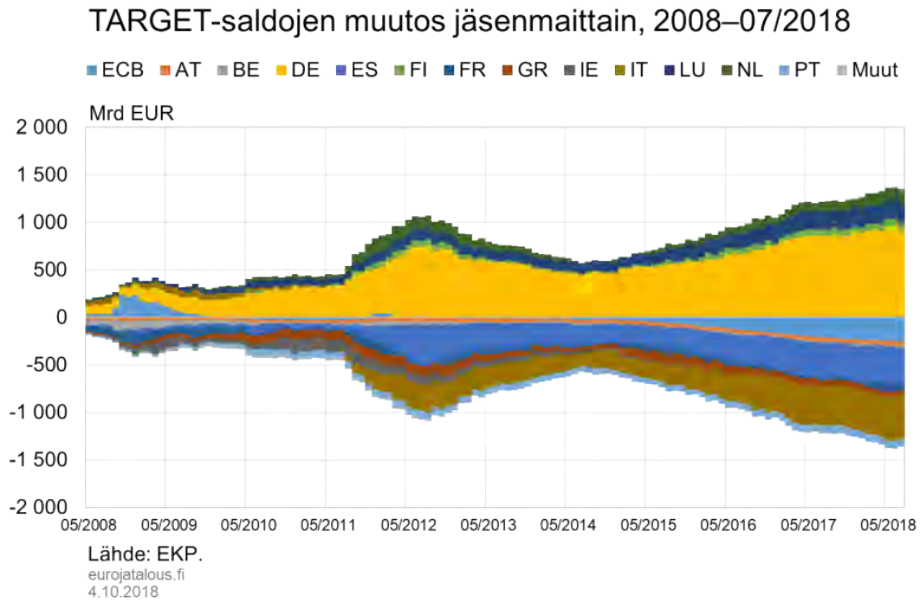
Arvopapereiden osto-ohjelma lisää myös keskuspankkirahan määrää pankkijärjestelmässä, mikä kasvattaa pankkien TARGET2-tilien saldoja. Finanssikriisin jälkeenkin korkoerot korkean ja heikon luottoluokituksen maiden välillä ovat yhä suuria korkotason laskusta huolimatta. Näin ollen arvopaperiostojen toteutuksen ohella TARGET2-saldoihin vaikuttaa yhä osaltaan myös markkinoiden näkemys tiettyjen maiden ja pankkien luottokelpoisuudesta.

Suomen Pankin TARGET2-saaminen oli suurimmillaan 76 mrd. euroa velkakriisin aikana, lokakuussa 2012. Marraskuuhun 2014 mennessä se pieneni 9 mrd. euroon mutta

2. Katso myös Jussi Terhon blogi ”Mistä eurot rahapolitiikan osto-ohjelmiin?”. Siinä käydään tarkemmin läpi, kuinka rahapolitiikan arvopaperiostot toteutetaan Target2-järjestelmässä.

on sittemmin arvopaperiosto-ohjelman myötä kasvanut. Kesäkuussa 2018 TARGET2-saaminen oli 57 mrd. euroa. Suomen Pankin TARGET2-saamisen kasvuun vaikuttaa myös se, että suomalaisten pankkien lisäksi monet suuret pohjoismaiset liikepankit hallinnoivat eurolikviditeettiään Suomen Pankissa sijaitsevilla tileillä.

Kuvio 2.



Kansallisten keskuspankkien TARGET2-saldot ovat saaminen tai velka EKP:ltä. EKP siis toimii näin TARGET2-järjestelmän keskiössä. Suomen Pankin TARGET2-saamiseen ei siis sisälly riskiä. Rahapolitiikan luottoihin ja ostettuihin arvopapereihin sisältyy riskejä, jotka on pääasiassa jaettu eurojärjestelmässä pääoma-avaimen mukaan. Näin ollen Suomen Pankin rahapolitiikan riskejä ei tule tarkastella TARGET2-saldojen perusteella vaan eurojärjestelmän rahapolitiikan luottojen ja ostettujen arvopapereiden perusteella. Näihin luottoihin ja arvopapereihin sovelletaan EKP:n neuvoston päättämiä riskienhallintamenetelmiä, joilla pyritään välttämään mahdollisia tappioita.

Avainsanat

osto-ohjelmat, rahapolitiikan toteutus, TARGET2

Työikäiset osallistuvat euroalueella aktiivisemmin työmarkkinoille – Yhdysvalloissa suunta on toinen

4.10.2018 11:00 • EURO & TALOUS 4/2018 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Työpanos on pääomanmuodostuksen ja tuottavuuden ohella oleellisimpia talouskasvun ajureita. Finanssikriisin jälkeen euroalueen työn tarjontaa on tukenut väestön työmarkkinoille osallistumisasteen lievä kasvu. Osallistumisaste määritellään työllisten ja työttömien yhteismääränä suhteessa samanikäiseen väestöön. Yhdysvalloissa osallistumisaste on sen sijaan selvästi laskenut. Koska työmarkkinoille osallistumisaste pienenee, kun väestö ikääntyy, ikääntyminen on vaikuttanut molemmilla alueilla heikentävästi osallistumisasteeseen. Euroalueella etenkin 50–64-vuotiaiden aikaisempaa aktiivisempi osallistuminen työmarkkinoille on kuitenkin onnistunut kumoamaan ikääntymisen negatiivisen vaikutuksen osallistumisasteeseen. Nuorten osallistumisasteen lasku molemmilla alueilla on sen sijaan huolestuttavaa.

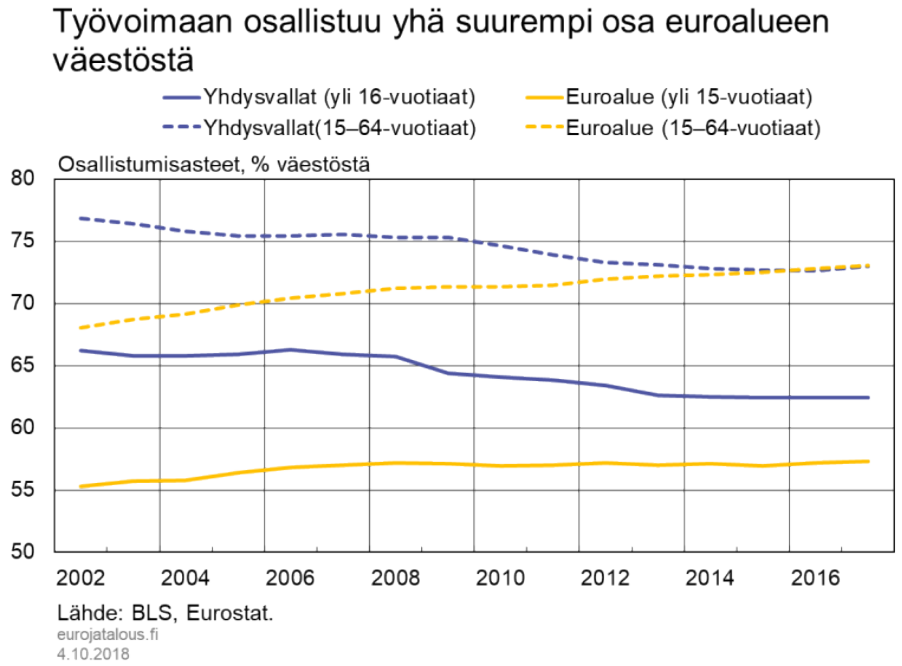
Euroalueen väestön työvoimaosuus ottanut Yhdysvaltoja kiinni

Euroalueen työikäisen (15–64-vuotiaiden) väestön osallistumisaste (noin 73 %) on jo ottanut kiinni Yhdysvallat. Euroalueen yli 15-vuotiaiden osallistumisaste oli 57,2 % vuonna 2017, eli se ylitti hieman finanssikriisiä edeltäneen tason. Samaan aikaan, kun osallistumisaste on kasvanut euroalueella, Yhdysvalloissa yli 16-vuotiaiden osallistumisasteet ovat laskeneet vuoden 2007 jälkeen 3,5 prosenttiyksiköllä eli noin 62,5 prosenttiin (kuvio 1). Yhdysvaltojen etumatka aikuisväestön osallistumisasteessa onkin

supistunut vuoden 2002 noin 11 prosenttiyksiköstä noin 5 prosenttiyksikköön vuonna 2016.

Havaittu osallistumisasteen lasku Yhdysvalloissa on ollut poikkeavaa aikaisempiin taantumiin verrattuna. Fernald ym. (2017) arvioivat osallistumisasteen laskun olevan yhdessä heikon tuottavuuskehityksen kanssa yksi merkittävimmistä tekijöistä, jotka selittävät Yhdysvaltojen hidasta kriisistä toipumista.[1] Mikäli iso osa väestöstä on kriisin seurauksena pysyvästi työvoiman ulkopuolella, tulee finanssikriisillä olemaan pitkä epäsuotuisa vaikutus talouskasvuun.

Kuvio 1.

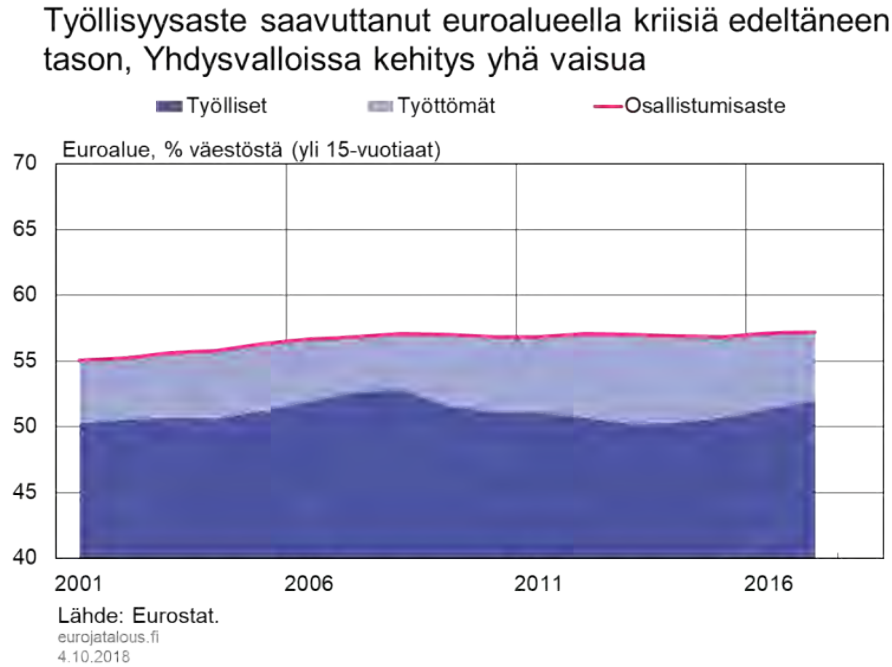


Osallistumisasteiden erilaiset kehitykset heijastuvat myös työttömyyslukuihin (kuvio 2). Euroalueella yhä useampi on hakeutunut työmarkkinoille, ja siksi euroalueen työttömyys on pysynyt korkeana siitä huolimatta, että finanssikriisin jälkeinen työllisyysasteen kehitys on ollut parempi kuin Yhdysvalloissa. Euroalueella noin 6 % yli 15-vuotiaasta väestöstä onkin työttömänä. Sen sijaan Yhdysvalloissa työttömien osuus koko väestöstä on laskenut jo lähelle finanssikriisiä edeltänyttä 3 prosentin tasoa, mutta samalla työvoiman ulkopuolelle on jäänyt noin 2 prosenttiyksikköä lisää väestöstä.[2]

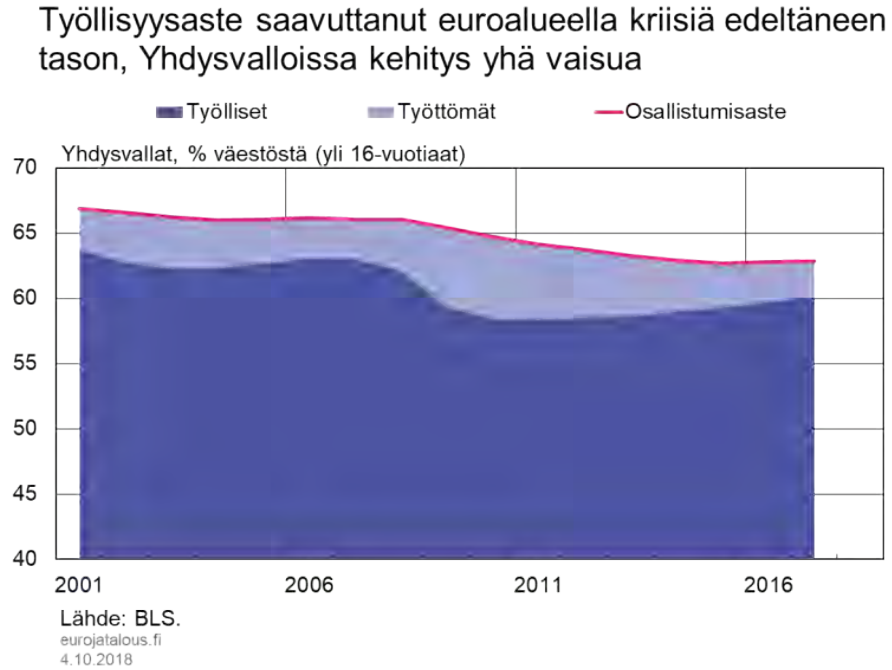
1. Fernald, J., Hall, R., Stock, J. & Watson, M. (2017) The Disappointing Recovery of Output after 2009. Forthcoming, Brookings Papers on Economic Activity, maaliskuu 2017.

2. Työttömyysaste (eli työttömien osuus työvoimasta) oli kesäkuussa 2018 euroalueella 8,3 % ja Yhdysvalloissa 3,9 %.

Kuvio 2.



Kuvio 3.



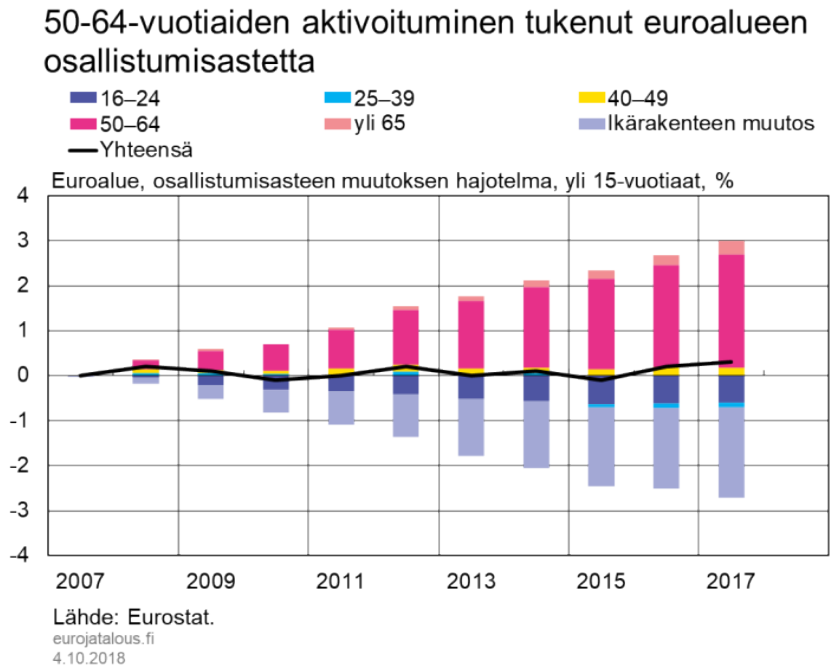
Väestön ikääntyminen pienentää osallistumisasteita

Työmarkkinoille osallistumisaste vaihtelee iän mukaan huomattavasti, joten väestön ikärakenteen muutoksilla on merkittävät vaikutukset osallistumisasteeseen. Sekä kaikista nuorimmat että yli 50-vuotiaat osallistuvat keski-ikäisiä vähemmän työmarkkinoille. Euroalueella yli 50-vuotiaiden osuus väestöstä on kasvanut vajaalla 5

prosenttiyksiköllä, kun Yhdysvalloissa se on kasvanut noin 3 prosenttiyksiköllä. Huomattava ero kahden alueen välillä on myös nuorten, alle 35-vuotiaiden osuuksissa koko väestöstä. Euroalueella nuorten osuus on pienentynyt kolmella prosenttiyksiköllä, kun taas Yhdysvalloissa vain yhdellä prosenttiyksiköllä. Yhdysvalloissa nuoria onkin 32 % koko väestöstä, euroalueella vain 27 % koko väestöstä. Koska nuorten osallistumisaste on keski-ikäisiä pienempi, se heikentää Yhdysvaltojen osallistumisastetta väliaikaisesti enemmän kuin euroalueen osallistumisastetta. Osallistumisasteen pitkän aikavälin näkymien kannalta Yhdysvaltojen väestörakenne näyttää kuitenkin euroaluetta edullisemmalta.

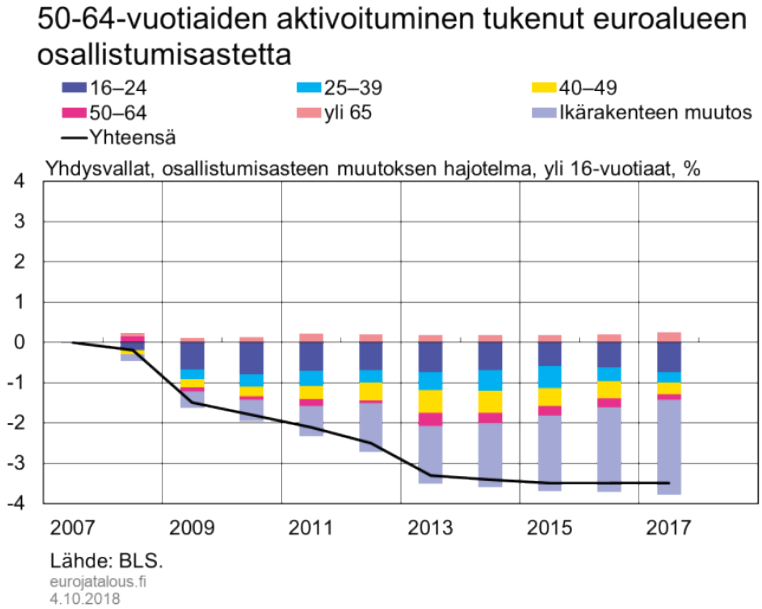
Finanssikriisiä edeltäneeseen aikaan verrattuna keski-ikäisten osallistumisaste ei ole muuttunut euroalueella merkittävästi, mutta nuorten osallistuminen työmarkkinoille on sen sijaan vähentynyt. Vanhempien, 50–64-vuotiaiden osallistumisaste on alkanut puolestaan selvästi kasvaa, ja heidän osallistumisasteensa on noussut peräti noin 10 prosenttiyksiköllä. Syiksi tämän ikäluokan osallistumisasteen nousuun on tarjottu niin eläkejärjestelmän uudistuksia kuin väestön terveydentilan ja koulutustason parantumista.[3] Erityisen paljon euroalueella ovat nousseet 50–-64-vuotiaiden naisten osallistumisasteet. Monissa ikäryhmissä euroalueen osallistumisasteet ovat jo samalla tasolla kuin Yhdysvalloissa. Poikkeuksena ovat yli 65-vuotiaat, joiden osallistumisasteet ovat Yhdysvalloissa lähes 15 prosenttiyksikköä korkeammat kuin euroalueella.

Kuvio 4.



3. Eläkereformien vaikutusta EU:ssa arvioi Carone, G., Eckefeldt, P., Giamboni, L., Laine, V. & Sumner, S. P. (2016) Pension Reforms in the EU since the Early 2000's: Achievements and Challenges Ahead. European Commission Discussion Paper 042, December 2016. Koulutustason nousua naisten kasvaneen osallistumisasteen ajurina tarkastelevat esimerkiksi Thévenon, O. (2013) Drivers of Female Labour Force Participation in the OECD. OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 145, OECD Publishing.

Kuvio 5.



Kuviossa 3 jaetaan Yhdysvaltojen ja euroalueen kriisin jälkeisen osallistumisasteen muutos väestön ikärakenteen muutoksesta johtuvaan vaikutukseen sekä muihin ikäryhmän sisäisiin syihin. Ikärakenteen muutokset ovat heikentäneet molemmilla alueilla osallistumisastetta huomattavasti. Syynä ovat lähinnä väestön ikääntymisen aiheuttamat negatiiviset vaikutukset työn tarjontaan. Yhdysvalloissa ikärakenteen muutokset ovat pienentäneet vuoden 2007 jälkeen osallistumisastetta jo lähes 2,5 prosenttiyksikön verran. Euroalueella vastaava vaikutus on noin 2 prosenttiyksikköä. Myös nuorten aikaisempaa heikompi osallistuminen työmarkkinoille on pienentänyt yli 0,5 prosenttiyksikön verran osallistumisastetta molemmilla alueilla.

Merkittävät erot alueiden välillä ovat keski-ikäisten ja 50–64-vuotiaiden osallistumisasteiden kehityksissä. Yhdysvalloissa näiden molempien ikäryhmien osallistumisasteet ovat laskeneet ja vaikuttaneet yhteensä yli 0,5 prosenttiyksikön verran aikuisväestön osallistumisasteen laskuun. Euroalueella 50–64-vuotiaiden osallistumisasteen nousu on puolestaan kasvattanut koko aikuisväestön osallistumisastetta noin 2 prosenttiyksiköllä. Tämä on ollut riittävä pitämään osallistumisasteen suunnilleen entisellään väestön ikääntymisestä johtuvasta suuresta paineesta huolimatta.

Nuorten houkutteleminen työmarkkinoille lisäisi tuotantopotentiaalia

Vuoden 2007 jälkeen euroalueen osallistumisaste on ollut yllättävän korkea, kun otetaan huomioon väestön ikääntymisen tuoma paine. Se on tukenut kriisistä toipumista, lisännyt työn tarjontaa ja siten osaltaan myös rajoittanut palkkapaineiden syntyä. Kaiken kaikkiaan 15–64-vuotiaiden osallistumisaste on saavuttanut jo Yhdysvaltojen tason, ja jatkossa sen nostaminen tuleekin todennäköisesti olemaan aikaisempaa vaikeampaa. Myös väestön ikääntyminen tulee heikentämään osallistumisastetta edelleen.

Vastaavasti Yhdysvaltojen osallistumisasteen laskusta 2/3 selittyy ikääntymisellä, kun taas 1/3 selittyy muilla syillä, jotka ovat lannistaneet erityisesti 16–39-vuotiaita jäämään työmarkkinoiden ulkopuolelle. Nuorten osallistumisasteen lasku finanssikriisin jälkeen molemmilla alueilla onkin huolestuttavaa. Nuorten houkutteleminen takaisin euroalueen ja Yhdysvaltojen työmarkkinoille kasvattaisi molempien alueiden tuotantopotentiaalia nykyisiä arvioita suuremmaksi.

Avainsanat

työvoiman osallistumisaste, väestön ikääntyminen

Sekulaarinen stagnaatio: väärä hälytys euroalueella?

4.10.2018 11:00 • EURO & TALOUS 4/2018 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Michaela Schmöller
ekonomisti

Huolet sekulaarisesta stagnaatiosta – pitkittyneestä hitaan kasvun kaudesta – nousivat esiin vuosien 2008 ja 2009 ns. suuren taantuman jälkeen. Euroalueella nämä pelot ovat voineet tuntua virheellisiltä alueen vahvan talouskasvun, kiristyvän työmarkkinatilanteen ja rahapolitiikan asteittaiseen normalisoitumiseen liittyvien odotusten vuoksi. Sekulaarinen stagnaatio ei kuitenkaan poissulje nousukausien mahdollisuutta. Se keskittyy pitkän aikavälin kehitykseen ja sitä ruokkivat keskeiset rakenteelliset tekijät eivät viime vuosina juuri ole muuttuneet. On myös ratkaisevaa, missä määrin nousukausi osoittautuu kestäväksi ja jatkuu rahapolitiikan normalisoitumisen myöhemmissäkin vaiheissa. Viimeaikaiset teknologiset innovaatiot ja niiden leviäminen saattavat tuoda mukanaan vielä mittaviakin tuottavuushyötyjä ja eliminoida sekulaariseen stagnaation riskin. Pitkän aikavälin kasvua vahvistavat toimet ovat toteuttamisen arvoisia ja auttavat lievittämään rahapolitiikan rajoitteita.

Suuren taantuman jälkeiset sekulaarisen stagnaation huolet

Vuosien 2008 ja 2009 suurta taantumaa leimasivat BKT:n jyrkkä lasku ja työttömyyden voimakas lisääntyminen euroalueella ja muissa kehittyneissä talouksissa. Kriisin jälkeen talous kasvoi hitaasti, työttömyys oli mittavaa ja inflaatio pysyi vaimeana useamman

vuoden ajan. Tuottavuuden kasvu oli hidastunut jo paljon ennen kriisiä, ja hidastuminen nopeutui tuntuvasti suuren taantuman aikana. Esiin nousi huolia siitä, että kehittyneet taloudet olivat kärsimässä vielä vakavammistakin kehityskuluista kuin vain globaalin rahoituskriisin pitkäaikaisista seurauksista, ja sekulaarisen stagnaation hypoteesi herätettiin uudelleen henkiin.

Vaikka ”sekulaariselle stagnaatiolle” ei ole yhtä yksittäistä määritelmää, useimpien näkemysten mukaan käsitteellä viitataan pitkittyneeseen hitaan kasvun, vaimean inflaation ja alhaisten korkojen kauteen. Käsitteen lanseerasi Alvin Hansen vuonna 1937 Yhdysvaltain 1930-luvun laman jälkeisten kokemusten perusteella.[1] Kokonaiskysyntä oli tuolloin ollut pitkään riittämätöntä ja investoinnit vähäisiä, ja nämä tekijät painoivat alas Yhdysvaltain tasapainoreaalikorkoa.[1] Toinen maailmansota ja sen jälkeinen syntyvyyden voimakas kasvu käänsivät Hansenin argumentin keskeisten taustatekijöiden kehityssuunnan, eikä Yhdysvalloissa itse asiassa koettukaan sekulaarista stagnaatiota. Sen sijaan Japanin ”menetetyt vuosikymmenet” – 1990-luvun alun suuresta pankkikriisistä seurannut ja siitä nykypäivään yli 20 vuotta kestänyt hitaan kasvun ja inflaation kausi – mainitaan usein mahdollisena nykyajan esimerkkinä sekulaarisesta stagnaatiosta. Japanin varallisuushintakuplan puhjettua 1990-luvun alussa maa ajautui vakavaan ja pitkäkestoiseen kriisiin, ja samaan aikaan sen väestö ikääntyi hyvin nopeasti. Siitä lähtien Japani on kärsinyt yli 20 vuotta kestäneestä heikosta talouskasvusta[2] ja vaimeasta inflaatiosta samalla, kun maan rahapolitiikka on ollut ultrakevyttä.

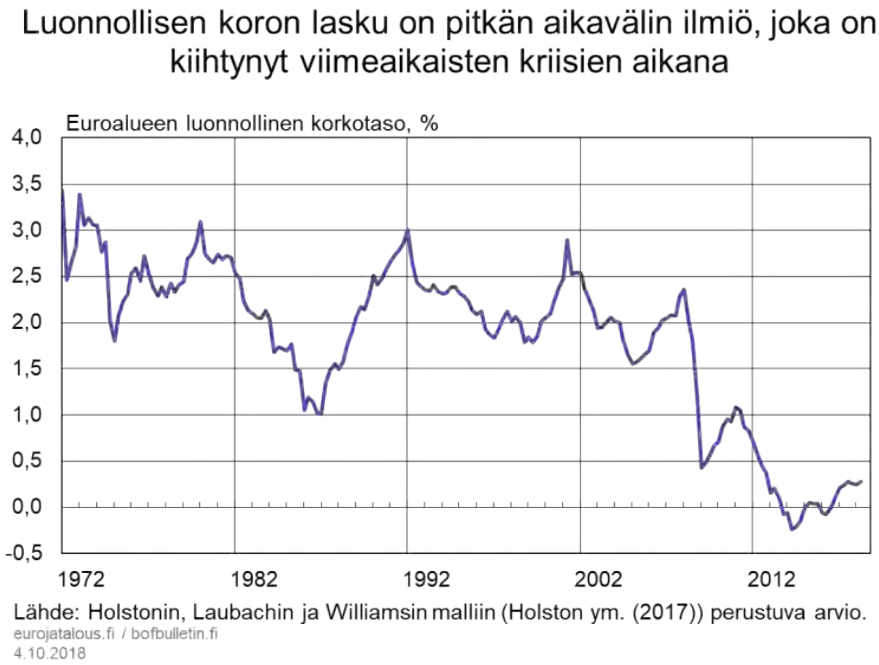
Mitkä ovat sekulaarisen stagnaation syyt?

Kysyntälähtöistä selitystä sekulaariselle stagnaatiolle ovat ehdottaneet ennen kaikkea Summers (2014) sekä Eggertsson ja Mehrotra (2014). Selitys keskittyy luonnollisen korkotason pitkäaikaiseen laskuun eli ilmiöön, joka on ollut havaittavissa monessa kehittyneessä taloudessa (ks. kuvio 1). Sekulaarisen stagnaation kysyntälähtöinen selitys perustuu siihen, että kun säästämistä on liikaa suhteessa investointeihin, luonnollinen korkotaso alenee tai painuu mahdollisesti jopa negatiiviseksi, jolloin talous ajautuu hitaan kasvun ja inflaation tilaan. Nollakorkorajoitteen sitoessa nimelliskorkoja keskuspankkien on vaikeaa alentaa reaalikorot riittävän alhaisiksi, jotta sijoitukset kasvaisivat täystyöllisyyttä vastaavalle tasolle. Sekulaarista stagnaatiota ruokkivat tällöin rakenteelliset tekijät, jotka painavat luonnollista korkoa alaspäin. Keskeisenä tekijänä on väestön ikääntyminen ja siihen liittyvä kotitalouksien kasvava tarve säästää eläkeikää varten. Ilmiö on viime aikoina tullut tutuksi kehittyneissä talouksissa. Toisena keskeisenä sekulaarista stagnaatiota ajavana tekijänä on eriarvoisuuden lisääntyminen: tulot ja varallisuus kasautuvat talouksissa yhä pienemmälle joukolle ihmisiä, joiden kulutusalttius on alhainen. Myös kotitalouksien pyrkimys vähentää velkaantuneisuuttaan, mikä oli havaittavissa suuren taantuman aikaan, pienentää kokonaiskysyntää ja alentaa sitä kautta luonnollista korkotasoa. Nykyään havaittavissa oleva pääomahyödykkeiden – esim. koneiden ja laitteiden – suhteellisten hintojen

1. Ks. tarkemmin Hansen (1939).
2. On huomattava, että asukasta kohden laskettu BKT on kasvanut Japanissa tänä aikana huomattavasti nopeammin kuin kokonaistuottavuus.

lasku[3] kasvattaa säästämisen ja investointien välistä epäsuhtaa entisestään, kun haluttu investointitaso voidaan saavuttaa pienemmillä resursseilla.

Chart 1.



Sekulaarisen stagnaation kysyntälähtöistä selitystä täydentää teknopessimistien ajattelu, jonka merkittävin edustaja on Gordon (2015). Ajattelun keskiössä on huoli tämänhetkisen ja tulevan potentiaalisen kasvun alhaisuudesta. Tarjontalähtöisen ajattelun pessimistit ovat epäileväisiä sen suhteen, että digitaalinen ja tieto- ja viestintätekniikan vallankumous kykenisivät luomaan vastaavaa poikkeuksellisen voimakasta tuottavuuden kasvua kuin 1920–1970-luvun innovaatiot. He esittävät, että tieto- ja viestintätekniikan suurimmat tuottavuushyödyt ovat jo realisoituneet 2000-luvun alkuun tultaessa (Internetin laaja käyttö, nettiselailu ja sähköposti) ja että sen jälkeen kolmas teollinen vallankumous on siirtynyt vaiheeseen, jossa tuotot vähenevät.

On tärkeää huomata, että edellä esitetyt kaksi sekulaarisen stagnaation näkökulmaa nivoutuvat toisiinsa. Myös alhainen potentiaalisen tuotannon kasvu alentaa tasapainokorkoa. Tämä tapahtuu lähinnä kahden kanavan kautta: yhtäältä innovaatioiden hidastuminen vähentää investointimahdollisuuksia, mikä vähentää investointeja, ja toisaalta tuottavuuskasvun hidastuminen heikentää kotitalouksien tulonäkymiä, mikä taas vähentää kotitalouksien kulutusta nykyhetkessä ja lisää säästämistä.[4] Sekulaarisen stagnaation kysyntä- ja tarjontalähtöiset lähestymistavat voivat nivoutua toisiinsa myös ns. ”käänteisen Sayn lain[5]” (inverse Say’s Law) muodossa: pitkäaikainen kysynnän puute voi luoda merkittävää tarjonnan puutetta.[6]

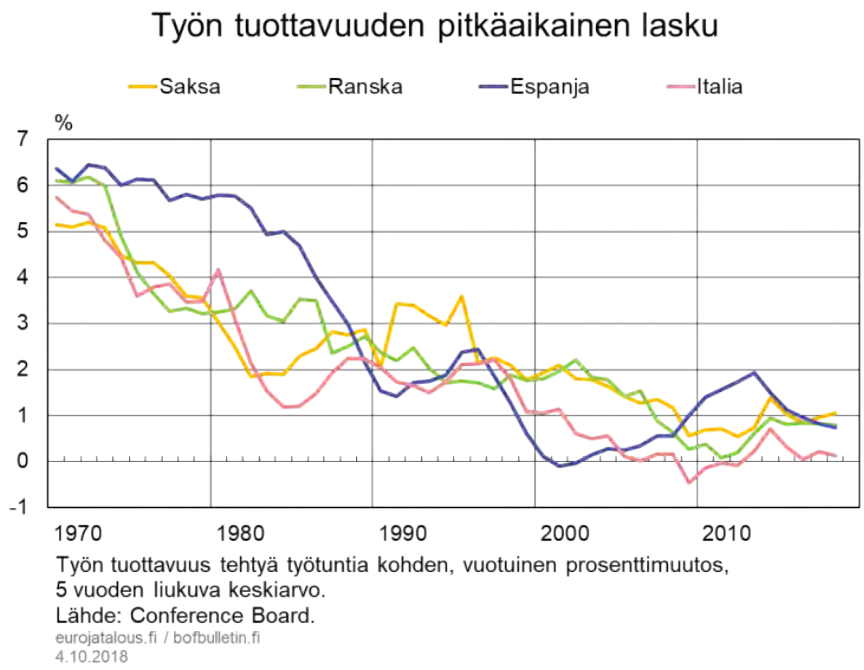
3. Ks. Sajedi – Thwaites (2016).
4. Ks. esim. Fischer (2016).
5. Summers (2015).

Sekulaarinen stagnaatio vai hystereesi: pikemminkin toisiaan täydentävät kuin vastakkaiset näkemykset

Kun etsitään vastauksia globaalin rahoituskriisin jälkeiseen talouskehitykseen euroalueella ja muissa kehittyneissä talouksissa, taloustieteilijät asettavat usein vastakkain sekulaarisen stagnaation näkemyksen ja hystereesiargumentin, joka painottaa talouden lyhyen ja keskipitkän aikavälin reagointia vakaviin kriiseihin. Itse asiassa näkökulmat eivät ole toisensa poissulkevia. On tärkeää huomata, että sekulaarisen stagnaation yhteydessä tarkastellaan ilmiöitä pitkällä aikavälillä, kun taas hystereesissä keskitytään suuresta taantumasta alkaneisiin lyhyen ja keskipitkän aikavälin tapahtumiin – ennen kaikkea taantuman sitkeyteen sekä tuottavuuskasvun ja korkojen alenemisen nopeutumiseen kriisin jälkimainingeissa.

Tasapainoreaalikoron ja vastaavien markkinakorkojen lasku on pitkän aikavälin ilmiö (ks. kuvio 1), joka alkoi jo paljon ennen suurta taantumaa, eikä sitä sen vuoksi voi tulkita ainoastaan kriisin aiheuttamaksi ilmiöksi. Havainto pätee myös tuottavuuskasvun hidastumiseen, joka alkoi niin ikään jo ennen suurta taantumaa (ks. kuvio 2).

Chart 2.

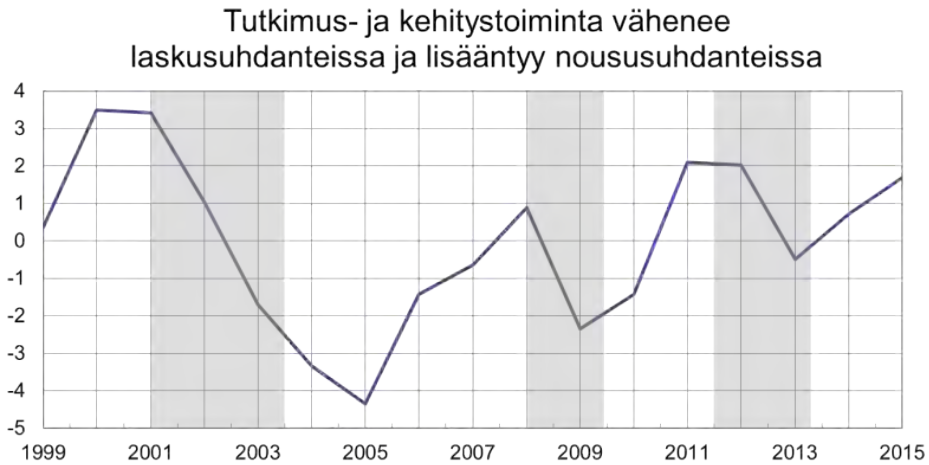


Hystereesinäkemyksessä painotetaan, että kokonaistuottavuus ei määräydy ainoastaan tarjontapuolen pitkän aikavälin kehityksen perusteella. Kokonaistuottavuus nimittäin vaihtelee suhdanteita myötäilevästi, kun teknologista kehitystä määräävät keskeiset indikaattorit – tutkimus- ja tuotekehitysinvestoinnit sekä uuden teknologian käyttöönotto yritystentuotannossa – nousevat noususuhdanteissa ja laskevat laskusuhdanteissa. Kuvio 3 esittää euroalueen yritysten tutkimus- ja kehitysmenoja yli

6. Tämä näkemys on viime aikoina saanut tukea myös taloustutkimuksesta, ks. etenkin Benigno – Fornaro (2018).

suhdannekierron ja kuvaa hyvin innovaatiotoiminnan myötäsyklisyyttä. Tuottavuus voi siis alentua laskusuhdanteissa merkittävästi, kun sekä innovaattorit että yritykset lykkäävät tuottavuutta tehostavia investointeja tulevaisuuteen, mikä johtaa erittäin sitkeisiin taantumiin. Hystereesinäkemystä voidaankin pitää erittäin osuvana selityksenä sekä tuottavuuskasvun hidastumisen että luonnollisen korkotason alenemisen nopeutumiselle suuren taantuman jälkeen. Samoin se myös selittää taantuman syvyyttä ja elpymisen alkuvaiheen jähmeyttä.[7]

Chart 3.



Yritysten t&k-menot euroalueella (12 euroalueen maata), omat laskelmat (Schmöller–Spitzer (2018)), loglinearisoituja, trendipuhdistettuja ja väestömäärään suhteutettuja tietoja, kiintein hinnoin. Lähde: Eurostat. Euroalueen taantumia kuvaavat ajanjaksot ovat OECD:n suhdannejaksoluokituksen mukaisia.
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi 4.10.2018

Nousukaudet ovat mahdollisia sekulaarisen stagnaation oloissa

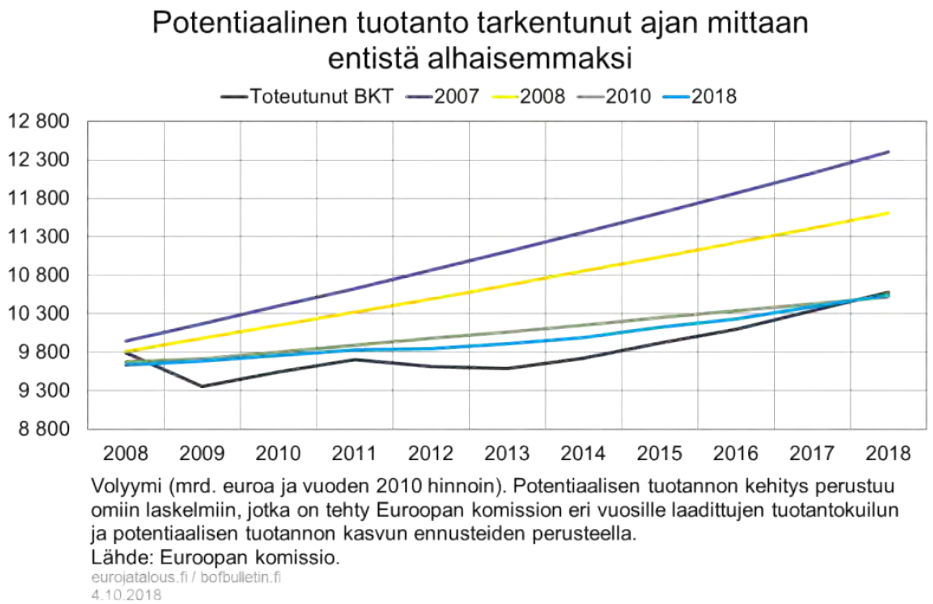
Viime vuosina euroalueen taloustilanne on kohentunut merkittävästi ja jatkuvakestoisesti. Työttömyys on vähentynyt tasaisesti ja työmarkkinat ovat muuttuneet yhä tiukemmiksi. Myös odotukset rahapolitiikan asteittaisesta normalisoitumisesta ovat vahvistuneet. Noin viisi vuotta sitten heränneet sekulaarisen stagnaation huolet näyttävät olleen liian pessimistisiä ja virheellisiä. Kun sekulaarisen stagnaation argumenttia arvioidaan viimeaikaisen noususuhdanteen valossa, on kuitenkin todettava, että ilmiö ei poissulje nousukausien mahdollisuutta. Sekulaarisen stagnaation kannattajat huomauttavat, että nousukausia voi esiintyä myös sekulaarisen stagnaation oloissa. Tällöin nousukausia ajaa kuitenkin todennäköisimmin rahoitusmarkkinakeinottelu, kun erittäin alhaiset korot kannustavat sijoittajia riskinottoon ja voittojen tavoitteluun. Tällöin myös finanssikriisit ovat todennäköisempiä.[8] Sekulaarisen stagnaation näkökulmasta kehittyneissä talouksissa on esiintynyt sekulaarisen stagnaation viitteitä jo vuosia, mutta ne ovat jääneet liiallisen

7. Tuottavuuteen liittyviä hystereesivaikutuksia ja niiden merkitystä suhdannesyklien pysyvyyden selittäjinä ovat analysoineet Yhdysvaltain osalta Anzoategui – Comin – Gertler – Martinez (2017) ja euroalueen osalta Schmöller – Spitzer (2018).
8. Ks. Summers (2014).

riskinoton ja rahoituksellisen epävakauden eli niiden tekijöiden peittoon, jotka ovat nimenomaan vaikuttaneet keskeisesti aiempien nousukausien kehittymiseen. Etenkin mittavan asuntokuplan muodostuminen useissa kehittyneissä talouksissa ennen suurta taantumaa kulminoitui sodanjälkeisen ajan vakavimmaksi talouskriisiksi.

Myös muut havainnot viittaavat siihen, että nykyisen noususuhdanteen merkitystä euroalueella ilmenevien sekulaarisen stagnaation tendenssien taittajana ei pidä liioitella. Ensiksi euroalueen viimeaikaista elpymistä on tuettu merkittävin rahapoliittisin tukitoimin, joten on ratkaisevaa, että elpyminen ruokkii itseään rahapolitiikan normalisoitumisen myöhemmissä vaiheissa. Toiseksi potentiaalista tuotantoa on kriisistä lähtien tarkistettu toistuvasti alaspäin. Tämä näkyy kuviossa 4, jossa esitetään arvioita euroalueen potentiaalisen tuotannon kasvusta eri aikahorisonteilla suhteessa toteutuneen reaalisen BKT:n kehitykseen.[9] Alasuuntaisten tarkistusten vuoksi edes tuotantokuilun umpeutuminen ei merkitsisi sitä, että euroalueen tuotanto palautuisi kriisiä edeltävälle trendille.

Chart 4.



Lopuksi todettakoon, että sekulaarinen stagnaatio ei välttämättä ole pysyvä tila. Sekulaarisella stagnaatiolla viitataan pikemminkin määrittelemättömän pitkään jaksoon, joka kestää vain niin kauan kun sen keskeisten taustatekijöiden kehitys taloudessa sitä ruokkii. Kun näiden keskeisten rakenteellisten tekijöiden kehitys kääntää suuntaa, luonnollinen korkotaso nousee ja talous lähenee normaalitilaa. Vaikka tämän tyyppinen muutos voisi poistaa huolet sekulaarisesta stagnaatiosta, se ei mitätöisi huolien alkuperäisiä syitä muutosta edeltävänä aikana. Historiallisesta näkökulmasta myös Hansenin alkuperäinen sekulaarisen stagnaation argumentti kumoutui eksogeenisten muutosten vuoksi, joista keskeisimpiä olivat julkisten menojen huomattava kasvu toisen maailmansodan aikaan ja sitä seurannut korkean syntyvyyden kausi. Arvioiden mukaan euroalueen luonnollinen korko on pysynyt alhaisena ja lähellä nollaa (ks. kuvio 1) eikä

9. Ks. myös Coibion – Gorodnichenko – Ulate (2017).

tällä hetkellä ole näkyvissä merkkejä tilanteen rajusta muuttumisesta. Samoin sekulaarisen stagnaation pääasialliset selittäjät, kuten pääomatuotteiden suhteellisten hintojen lasku, väestön ikääntyminen ja eriarvoisuuden lisääntyminen, ovat pitkäaikaisia ja hitaasti muuttuvia tekijöitä[10], joten äkkimuutos niiden kehityksessä on epätodennäköinen. Euroalueen tämänhetkinen noususuhdanne tulisi siis tulkita elpymiseksi suuren taantuman ja valtioiden velkakriisin pitkäaikaisista vaikutuksista, eli se olisi keskipitkän aikavälin ilmiö. Samaan aikaan pitkät korot ovat tällä hetkellä historiallisen alhaisella tasolla, eli sekulaarisen stagnaation riski on yhä läsnä.

Teknologian viimeaikainen kehitys voi taittaa taloudessa esiintyvät sekulaarisen stagnaation tendenssit

Teknologiapessimistien melko synkkien tuottavuusnäkymien vastapainoksi teknologian tulevaa kehitystä voidaan tarkastella positiivisesta näkökulmasta. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna teknologian kehitys voi sisältää positiivisia yllätyksiä, sillä viimeaikasilla innovaatioilla voi olla merkittävä vaikutus tuottavuuteen ja koko talouteen – ne mm. saattavat kyetä taittamaan taloudessa esiintyvät sekulaarisen stagnaation tendenssit.

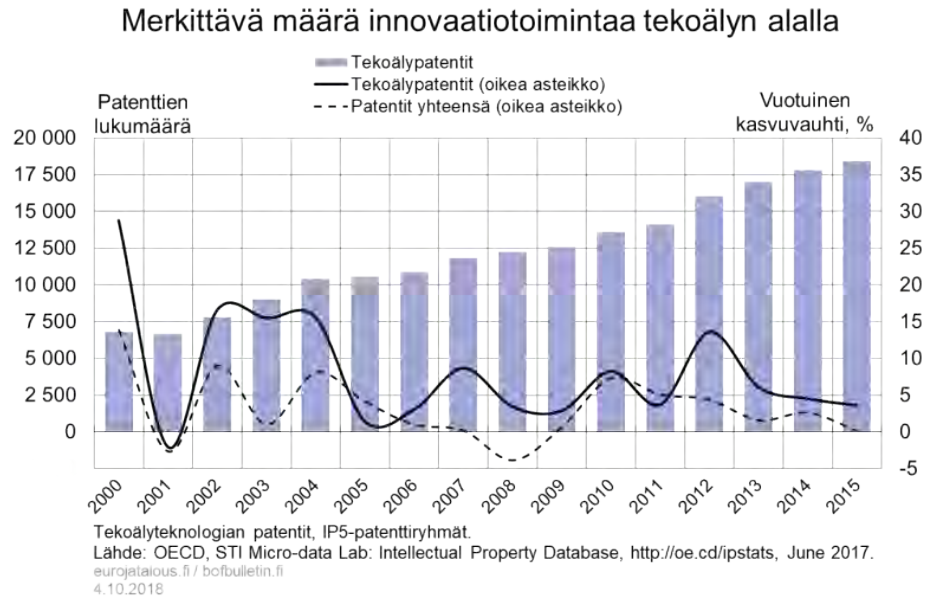
Tällä hetkellä mittaamiseen liittyvät ongelmat saattavat johtaa siihen, että luvut aliarvioivat digitaalisen teknologian kontribuutiota kokonaistuotantoon ja siten tuottavuuteen, sillä perinteiset BKT:n ja tuottavuuden mittarit eivät täysin kuvasta tätä vaikutusta. Viimeaikaiset havainnot osoittavat kuitenkin, että vaikka mittausvirheet ovat ongelma, niiden laajuus ja siitä seuraava kasvuvauhdin aliarviointi on todennäköisesti pientä eikä siten selitä tuottavuuden kasvun hidastumisen voimakkuutta.[11]

On tärkeää ottaa huomioon, että tuottavuuden kasvun kehittyminen on kaksivaiheinen prosessi: ensimmäisessä vaiheessa tutkimuksen ja tuotekehityksen tuloksena syntyy uusia teknologisia innovaatioita, mitä seuraa teknologian leviämisen vaihe eli uusien teknologioiden sisällyttäminen yritysten tuotantoprosesseihin. Näin ollen vaikka viime vuosina on syntynyt useita tärkeitä teknologisia innovaatioita, ne kuitenkin vaikuttavat tuotannon ja tuottavuuden kasvuun vasta silloin, kun yritykset alkavat käyttää niitä tuotantoprosesseissaan. Laajasti käyttöön ottamaton teknologia voi tuoda mukanaan vielä mittavia tuottavuushyötyjä. Hyvä esimerkki tästä on tekoäly, jonka alalla voidaan saavuttaa huomattavia tuottavuushyötyjä, kun tekoälyyn liittyvät teknologiat leviävät koko talouteen. Kuviossa 5 esitetään patenttien määrän kehitys tekoälyn alalla. Kuviosta nähdään, että alalla on tehty useita innovaatioita vuosituhannen alusta lähtien ja että tekoälyyn liittyvä innovaatiotoiminta on kasvanut nopeasti. Aivan kuten höyrykone, polttomoottori ja mikrotietokone, myös tekoäly saattaa edustaa yleiskäyttöistä teknologiaa, joka leviää laajempaan käyttöön ja jota voidaan kehittää edelleen. Yleiskäyttöisenä teknologiana tekoäly voi myös ajan mittaan edistää ja synnyttää muita huomattavia ja täydentäviä innovaatioita, mikä voi vauhdittaa tuottavuuden kasvua tuntuvasti. Tekoälyn sisällyttäminen tuotantoprosesseihin vaatii yrityksiltä huomattavia muutoksia, esimerkiksi pääomakannan sopeuttamista, sisäisten prosessien ja infrastruktuurin uudistamista sekä toimitus- ja arvoketjujen mukauttamista. Tämä

10. Ks. esim. Ferrero – Gross – Neri (2017).
11. Ks. Syverson (2017) sekä Byrne – Fernald – Reinsdorf (2016).

ensivaiheen sopeuttaminen eli yleiskäyttöisten teknologioiden sisällyttäminen yritysten tuotantoprosesseihin saattaa viedä aikaa ja johtaa aluksi jopa työn tuottavuuden laskuun, ennen kuin tuottavuus alkaa kasvaa.[12]

Chart 5.



Kuten aiemmassa luvussa todettiin, suuri taantuma ja sitä seurannut euroalueen velkakriisi ovat myös todennäköisesti vaikuttaneet negatiivisesti tuottavuuden kehitykseen, sillä tuottavuutta edistäviä sijoituksia on saatettu lykätä, mikä on aiheuttanut suhdanteita myötäilevän laskun tutkimus- ja kehitystoimintaan sekä siihen, missä määrin yritykset ovat sisällyttäneet uutta teknologiaa tuotantoprosesseihinsa. Koska kokonaistuottavuuden kehitys on suhdanteita myötäilevää, tuottavuus voi kohentua tuntuvasti talouden nykyisen noususuhdanteen aikana. Vahva talouskehitys voi edistää innovaatioita lisääntyneen tutkimus- ja kehitystoiminnan kautta ja erityisesti yritysten kykyä ja halukkuutta ottaa käyttöön uutta teknologiaa tuotantoprosesseissaan. Tämä tuottavuuden suhdanteita myötäilevä koheneminen voi myös tukea talouden tämänhetkistä elpymistä tuntuvasti ja itseään ruokkivalla tavalla eli vakaan taloustilanteen ja tuottavuuden lisäyksen positiivisen vuorovaikutuksen kautta.[13]

Potentiaalista kasvua vahvistava politiikka: toteuttamisen arvoinen politiikkavaihtoehto

Sekulaarinen stagnaatio on merkityksellinen rahapolitiikan kannalta, sillä sekulaarisen stagnaation hypoteesi perustuu luonnollisen koron pitkään jatkuvaan laskuun. Koska korkojen efektiivinen alaraja rajoittaa nimellisten korkojen laskua, keskuspankin mahdollisuudet alentaa ohjauskorkoa ovat rajalliset. Tämän vuoksi sen on mahdollisesti turvauduttava useammin epätavanomaisiin rahapoliittisiin toimiin. Lisäksi tilanteessa,

12. Brynjolfsson ym. (2017).

13. Ks. Anzoategui ym. (2018) ja Bianchi ym. (2018) Yhdysvaltojen osalta sekä Schmöller – Spitzer (2018) euroalueen osalta.

jossa tasapainokorko on alhainen, keskuspankin voi olla entistäkin vaikeampaa päästä inflaatiotavoitteeseen rahapolitiikan keinoin – jopa silloin, kun nollakorkorajoite ei sido nimelliskorkoja. Talouden toimijat voivat nimittäin heikentää inflaatio-odotuksiaan. Tällainen tilanne voi syntyä, kun talouden toimijat arvioivat uudelleen todennäköisyyttä, että nollakorkorajoite sitoo nimelliskorkoja tulevaisuudessa ja siten arvioivat uudelleen tulevaan inflaatiokehitykseen liittyvää häntäriskiä. Todennäköisyyksien uudelleen arviointi saattaa johtua esimerkiksi siitä, että talouden toimijoiden näkemykset talouden pitkän aikavälin kasvusta ja tasapainokoron kehityksestä ovat muuttuneet, sekä äskettäisestä ajanjaksosta, jona nollakorkorajoite on sitonut nimelliskorkoja.[14]

Koska sekulaarisella stagnaatiolla on epäsuotuisia vaikutuksia ja se voi siten aiheuttaa rahapolitiikalle esteitä, on ensiarvoisen tärkeää, että nämä stagnaatiota aiheuttavat tekijät otetaan huomioon laadittaessa tarkoituksenmukaista makrotalouspolitiikkaa. Lupaavia politiikkatoimia ovat kasvua edistävät toimenpiteet, joiden tavoitteena on pureutua tasapainoreaalikoron laskun syihin ja tukea potentiaalisen tuotannon kasvua. On tärkeää huomata, että kasvua tukevaan politiikkaan ei kohdistu samoja keskuspankin uskottavuuteen tai julkisen talouden kestävyyteen liittyvä riskejä kuin muihin ehdotettuihin politiikkavälineisiin, kuten elvyttävään finanssipolitiikkaan tai inflaatiotavoitteen nostamiseen. Kasvua edistävien toimien tavoitteena on vahvistaa potentiaalista kasvua pitkällä aikavälillä ja siten kuluttajien tulevia tulonäkymiä, joten ne ovat suotavia hyvinvoinnin näkökulmasta. Tämä pätee huolimatta siitä, onko talous sekulaarisessa stagnaatiossa vai ei, mikä on keskeinen näkökohta, koska sekulaarisen stagnaation vallitsevuuteen taloudessa liittyy epävarmuutta. Kasvua edistävä politiikka on siis toteuttamisen arvoinen vaihtoehto.

Mahdolliset politiikkatoimet voisivat esimerkiksi tukea innovointia edistämällä tutkimus- ja kehitystoimintaa ja helpottamalla start up -yritysten ja yrittäjien pääsyä markkinoille. Erityisesti vähemmän koulutettujen työntekijöiden koulutustason vahvistaminen on ratkaisevan tärkeää uusien teknologioiden omaksumisen kannalta, ja samalla se lieventää rakenteellisen muutoksen ja automaation aiheuttamia haasteita. Politiikkatoimilla voitaisiin myös lisätä työmarkkinoille osallistumista edistämällä vaikeasti työllistyvien henkilöiden työllistymistä. Julkiset infrastruktuuri-investoinnit lisäisivät puolestaan potentiaalista kasvua pitkällä aikavälillä ja vähentäisivät samalla sekulaarisen stagnaation riskiä myös nykyhetkessä vahvistamalla kokonaiskysyntää.

Euroalueella on yhä sekulaarisen stagnaation riski

Suuren taantuman jälkimainingeissa nousi esiin huolia siitä, että finanssikriisin vaikutukset kehittyneisiin talouksiin saattaisivat olla tavallistakin pitkäaikaisempia, minkä seurauksena sekulaarisen stagnaation hypoteesi herätettiin uudelleen henkiin. Kysyntäpuolen näkökulmasta katsottuna sekulaarinen stagnaatio on seurausta siitä, että taloudessa säästäminen lisääntyy enemmän kuin investoinnit. Tämä johtuu rakenteellista tekijöistä, joita ovat esimerkiksi väestön ikääntyminen, eriarvoisuuden lisääntyminen ja pääomahyödykkeiden suhteellisten hintojen lasku. Koska säästämistä on enemmän kuin investointeja, luonnollinen korko alenee lähelle nollaa tai sen alapuolelle. Sekulaarisen stagnaation tarjontalähtöisessä tarkastelussa keskitytään sen

14. Hills – Nakata – Schmidt (2016).

sijaan potentiaalisen tuotannon kasvun hidastumiseen, joka johtuu lähinnä siitä, että kolmas teollinen vallankumous on siirtynyt vähenevien tuottojen vaiheeseen.

Sekulaarisen stagnaation näkemys ja hystereesiargumentti, joka painottaa globaalin finanssikriisin ja valtioiden velkakriisin pitkäaikaisia vaikutuksia euroalueen talouteen, ovat pikemminkin toisiaan täydentäviä kuin vastakkaisia teorioita, jotka selittävät sekä luonnollisen koron pitkäaikaista laskua että tuottavuuden kasvun hidastumista. On tärkeää huomata, että sekulaarisen stagnaation yhteydessä tarkastellaan pitkän aikavälin ilmiöitä ja selitetään euroalueen luonnollisen koron ja tuottavuuden pitkään jatkunutta laskua eli ilmiöitä, jotka ovat saaneet alkunsa jo vuosikymmeniä sitten. Hystereesinäkemys sen sijaan tarjoaa tärkeitä näkemyksiä syistä, jotka johtivat tuottavuuden kasvun hidastumisen kiihtymiseen ja luonnollisen koron laskuun euroalueen viimeaikaisten kriisien jälkeen. Hystereesinäkemys tarjoaa selityksen myös taantumien syvyydelle ja kestolle.

Arvioitaessa sekulaarisen stagnaation hypoteesin paikkansapitävyyttä tilanteessa, jossa euroalue on noususuhdanteessa, on tärkeää ottaa huomioon, että nousukausia voi esiintyä myös sekulaarisen stagnaation oloissa. Tällöin on kuitenkin todennäköisempää, että nousukaudet ovat kestämättömiä, sillä erittäin alhaiset korot kannustavat riskinottoon ja voittojen tavoitteluun. Tämä päti myös finanssikriisiä edeltävää nousukauteen useissa kehittyneissä talouksissa. Jotta sekulaarisen stagnaation viimeaikaisten huolien voidaan todeta olleen vain väärä hälytys, on ratkaisevan tärkeää, että tämänhetkinen noususuhdanne osoittautuu kestäväksi ja jatkuu myös rahapolitiikan normalisoitumisen myöhemmissä vaiheissa. Lisäksi on todettava, että vaikka viimeaikaisen talouskehityksen voidaan katsoa olevan vahvalla pohjalla, tuottavuuden kasvun hidastuminen ja luonnollisen koron lasku on jatkunut jokseenkin muuttumattomana, eikä tämänhetkisissä tiedoissa ole havaittavissa äkillistä käännettä.

Sekulaarista stagnaatiota ei tulisi tulkita pysyväksi ilmiöksi. Taloudessa ilmenee viitteitä sekulaarisesta stagnaatiosta vain kunnes sitä ruokkivien keskeisten tekijöiden kehitys kääntää suuntaa. Useat sekulaarista stagnaatiota ruokkivat tekijät ovat hitaasti kehittyviä muuttujia, joiden kehityksessä ei ole odotettavissa äkkinäisiä muutoksia. Viimeaikaiset keskeiset teknologiat, kuten tekoäly, saattavat kuitenkin onnistua hillitsemään tuottavuuden kasvun hidastumista ja siten sekulaarisen stagnaation tendenssejä. Teknologian leviämisen viipeet saattavat selittää sen, miksi viimeaikaisten innovaatioiden vaikutus ei ole vielä havaittavissa taloustilastoissa – yritysten on ensin sisällytettävä innovaatiot tuotantoprosesseihinsa. Tuottavuus voi siis vielä kohentua tuntuvasti, kun nämä keskeiset teknologiat leviävät talouteen laajemmin. Kokonaistuottavuuden myötäsyklisyyden vuoksi tuottavuus saattaa edelleen parantua tuntuvasti talouden tämänhetkisen noususuhdanteen aikana, sillä noususuhdanne edistää yritysten tutkimus- ja kehitystoimintaa ja valmiuksia sisällyttää uusia teknologioita tuotantoprosesseihin. On siis mahdollista, että noususuhdanne alkaa ruokkia itseään.

Yhteenvetona voidaan todeta, että on edelleen epävarmaa, uhkaako euroaluetta tällä hetkellä sekulaarinen stagnaatio. Vaikka olosuhteet ovatkin kohentuneet huomattavasti, luonnollinen korko on pysynyt matalana ja tuottavuuden kasvu hitaana. Tämä saattaa vaikeuttaa rahapolitiikkaa, sillä mahdollinen laskusuhdanne saattaa entistä useammin rajoittaa tavanomaisten rahapolitiikkatoimien tarjoamaa liikkumavaraa. Lisäksi

inflaatio-odotusten mahdollisen heikkenemisen seurauksena keskuspankin saattaa olla vaikeampi palauttaa inflaatio tavoitetasolle – jopa tilanteessa, jossa nollakorkorajoite ei sido nimelliskorkoja. Potentiaalista kasvua edistävä politiikka soveltuu hyvin hitaan kasvun ja matalien korkojen vaikutusten hillitsemiseen, ja sillä on suotuisa vaikutus riippumatta siitä, toteutuvatko pelot sekulaarisesta stagnaatiosta vai eivät.

Lähteet

Anzoategui, D. – Comin, D. – Gertler, M. – Martinez, J. (2017) Endogenous Technology Adoption and R&D as Sources of Business Cycle Persistence. NBER Working Paper 22005.

Benigno, G. – Fornaro, L. (2018) Stagnation Traps. The Review of Economic Studies, Volume 85, Issue 3, s. 1425–1470.

Brynjolfsson, E. ym. (2017) Artificial Intelligence and the Modern Productivity Paradox: A Clash of Expectations and Statistics. NBER Working Paper 24001.

Byrne, D. M. – Fernald, J. – Reinsdorf, M. (2016) Does the United States Have a Productivity Slowdown or a Measurement Problem? Brookings Papers on Economic Activity, 2016(1), s. 109–182.

Coibion, O. – Gorodnichenko, Y. – Ulate, M. (2017) The Cyclical Sensitivity in Estimates of Potential Output. NBER Working Paper 23580.

Eggertsson, G. B. – Mehrotra N. R. (2014) A Model of Secular Stagnation. NBER Working Paper 20574.

Ferrero, G. – Gross, M. – Neri, S. (2017) On Secular Stagnation and Low Interest Rates: Demography Matters. ECB Working Paper No. 2088.

Fischer, S. (2016) Why Are Interest Rates So Low? Causes and Implications. Puhe 17.10.2016.

Gordon, J. R. (2014) The turtle's progress: Secular stagnation meets the headwinds. Teoksessa: Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures.

Gordon, J. R. (2015) Secular Stagnation: A Supply-Side View. American Economic Review, Vol. 105, No. 5, s. 54–59.

Hansen, A. H. (1939) Economic Progress and Declining Population Growth. American Economic Review, Vol. 29, No. 1, s. 1–15.

Hills, T. – Nakata, T. – Schmidt, S. (2016) The Risky Steady State and the Interest Rate Lower Bound. ECB Working Paper No. 1913.

Holston, K. ym. (2017) Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. Journal of International Economics, 108, s. 59–75.

Sajedi, R. – Thwaites, G. (2016) Why Are Interest Rates So Low? The Role of the Relative Price of Investment Goods. IMF Economic Review, vol. 64(4), s. 635–659.

Schmöller, M. – Spitzer, M. (2018) Endogenous TFP, Business Cycle Persistence and the Productivity Slowdown. Working Paper.

Syverson, C. (2017) Challenges to Mismeasurement Explanations for the US Productivity Slowdown. Journal of Economic Perspectives, Vol. 31, No. 2, s. 165–186.

Summers, L. H. (2014) Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis'. Teoksessa: Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures.

Summers, L. H. (2015) Demand Side Secular Stagnation. American Economic Review, 105(5), s. 60–65.

Avainsanat

hystereesi, matalat korot, rahapolitiikan normalisoituminen, sekulaarinen stagnaatio, tuottavuuden kasvun hidastuminen

Kirjoittaja(t)

Michaela Schmöller
ekonomisti
etunimi.sukunimi(at)bof.fi