



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Euro & talous 4 • 2016

Julkaisupäivä 29.9.2016

24. vuosikerta

Julkaisu ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

Päätoimittaja

Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto

Jenni Hellström, puheenjohtaja

Juha Kilponen

Samu Kurri

Paavo Miettinen

Elisa Newby

Jouko Vilmunen

Petri Uusitalo, sihteeri

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

Kirjoittajat

Juho Anttila

Hanna Freystätter

Juhana Hukkinen

Pasi Ikonen

Juuso Kaaresvirta

Eeva Kerola

Vesa Korhonen

Tomi Kortela

Mika Kortelainen

Kimmo Koskinen

Samu Kurri

Helinä Laakkonen

Elisa Newby

Sami Oinonen

Seija Parviainen

Lauri Vilmi

Kuviot ja taulukot

India Roland

Toimitus

Suomen Pankin kielipalvelutoimisto ja
viestintäyksikkö

Uutiskirjeiden tilaukset

eurojatalous.fi

Julkaisun aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-5862 (verkojulkaisu)

Sisältö

Rahapolitiikka tukee kasvua yhdessä muun talouspolitiikan kanssa	3
Kasvua poikkeuksellisten riskien varjossa	5
Maailmantalous kiihdyttää vaimeasti	25
EKP:n osto-ohjelma laajentui yrityslainoihin	38
Kolme kuukautta brexitäänestyksestä – missä mennään?	41
Miksi lainakanta kasvaa euroalueella niin hitaasti?	46
Öljymarkkinat hakevat uutta tasapainoa	54
Miten hyvin inflaatiotwapit heijastavat odotettua inflaatiota	59
Onko elpyminen myytti	64
Luonnollinen korko – hyödyllinen mutta epävarma talouden kuvaaja	77

Rahapolitiikka tukee kasvua yhdessä muun talouspolitiikan kanssa

29.9.2016 11:00 • EURO & TALOUS 4/2016 • PÄÄKIRJOITUS

Eurojärjestelmän kattavien rahapoliittisten toimien ansiosta rahoitusolot ovat euroalueella suotuisat. Tämä tukee alueen talouden elpymistä. Euroalueen BKT:n odotetaan kasvavan lähivuodet kohtuullista vauhtia, ja inflaation arvioidaan nopeutuvan asteittain. Tätä käsitystä tukee myös Suomen Pankin kansainvälisen talouden ennuste. Talouden elpymiseen kohdistuvat riskit liittyvät pääosin ulkoisen ympäristön kehitykseen.



Maailmantalouden ennakoidaan Suomen Pankin asiantuntijoiden ennusteen mukaan kasvavan vuosina 2017–2018 reilun 3 prosentin vauhtia. Ison-Britannian kansanäänestyksen tulos ja odotettavissa olevat pitkät eroamisneuvottelut EU:sta varjostavat etenkin Ison-Britannian mutta jonkin verran myös muun Euroopan kasvunäkymiä lähivuosina. Yhdysvalloissa ja Kiinassa talouskasvu jatkuu vahvana ja ylläpitää maailmantalouden kasvua. Japanin talouspoliittiset haasteet ovat ennusteajaksolla suuret. Japanin keskuspankin uusista rahapoliittisista toimista odotetaan helpotusta kasvu- ja inflaationäkymiin. Öljyn hinnan hienoinen kohoaminen tukee Venäjän talouden elpymistä.

EKP:n neuvosto on kansainvälisten riskien ja euroalueen vähäisten inflaatio-odotusten vuoksi tähdentänyt, että kasvua tukevat rahapoliittiset toimet jatkuvat, kunnes inflaatiokehitys saadaan vakaasti polulle, joka vastaa hintavakaustavoitetta.

Eurojärjestelmä turvautuu tarvittaessa kaikkiin käytettävissä oleviin keinoihin tavoitteensa saavuttamiseksi. Tulevaa rahapolitiikan päätöksentekoa varten EKP:n neuvosto on antanut asiaankuuluville komiteoille tehtäväksi arvioida eri vaihtoehtoja, joilla voidaan varmistaa laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kitkaton toteutus.

Näköpiirissä olevaan kehitykseen liittyvien epävarmuuksien johdosta EKP:n neuvosto seuraa reaali- ja rahatalouden kehitystä erittäin tarkasti. Vaikka euroalueen talouden odotetaan toipuvan ja inflaation nopeutuvan asteittain, on vallitsevassa tilanteessa erityisen tärkeää seurata lyhyen ajan talouskehitystä ja arvioida keskipitkän aikavälin kasvupotentiaalin ja inflaatio-odotusten muutoksia. Myös rahapolitiikan –mukaan lukien epätavanomaiset politiikkatoimet – vaikutuksista saadaan koko ajan uutta tietoa. Arvioitaessa rahapolitiikan vaikutuksia on keskeistä muistaa, että niiden läpimeno talouteen vie aikaa.

EKP:n neuvoston päätöksissä otetaan huomioon myös riskit hyvin matalien korkojen kielteisistä vaikutuksista pankkien luotonantokykyyn ja rahoitusjärjestelmän vakauteen. Kotitalouksien velkaantumiseen, asuntomarkkinoihin ja luottolaitosten riskinottookykyyn liittyvien haavoittuvuuksien hallintaan kansallisesti käytetään etupäässä makrovakaussäilyä, joiden riittävydestä on pidettävä huolta.

Vaikkeissa oloissa rahapolitiikkaan kohdistuu paljon toiveita ja odotuksia. Vaikka euroalueen nykyinen rahapolitiikan mitoitus tukee talouskehitystä, rahapolitiikalla yksistään ei kuitenkaan voi saada pitkäkestoista talouskasvua aikaan. Tästä syystä rakenneuudistuksia on vauhditettava huomattavasti kaikissa euroalueen maissa potentiaalisen tuotannon kasvun nopeuttamiseksi.

Työikäisen väestön määrän kasvun ja tuottavuuden kasvun samanaikainen hidastuminen on ilmiö, josta keskustellaan ja jota tutkitaan tällä hetkellä intensiivisesti. Kun ikääntyvä, eläkeikää lähestyvä väestö kehittyneissä maissa säästää, ja myös Aasian maissa säästetään paljon, on turvallisten sijoituskohteiden kysyntä voimakasta. Tämä säästämispyrkimys johtaa pitkien reaalikorkojen laskuun maailmanlaajuisesti. Kaikkien talouspolitiikan päätöksentekijöiden on tarpeen pyrkiä ehkäisemään vaimean kasvun ja hitaan inflaation muodostumista pitkäaikaiseksi ilmiöksi.

Helsingissä 28.9.2016

Erkki Liikanen

Suomen Pankin pääjohtaja

Avainsanat

- maailmantalous
- inflaatio
- rahapolitiikka

Kasvua poikkeuksellisten riskien varjossa

29.9.2016 11:00 • EURO & TALOUS 4/2016 • RAHAPOLITIIKKA

Euroalueella rahapolitiikkaa on kevennetty viime vuosina merkittävästi. Toimista keskeisimmät ovat laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma, kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot sekä talletuskoron lasku negatiiviseksi. Neuvosto on korostanut sitoutumistaan inflaation palauttamiseksi kestävästi tavoitteeseensa eli lähelle, mutta alle 2 prosentin vauhtiin. Osto-ohjelma on edennyt suunnitelmien mukaan ja alentanut euroalueen korkotasoa laajasti.



Suomen Pankin syyskuun 2016 kansainvälisen talouden ennusteessa merkittävin muutos koskee Ison-Britannian brexitäänestystä. Ison-Britannian kasvu on erityisesti vuonna 2017 merkittävästi vaimeampaa kuin ennen EU-kansanäänestystä arvioitiin. Brexitistä huolimatta euroalueen talouden sisäiset perustekijät ovat edelleen kasvua tukevia. Rahapolitiikka on kevyttä vielä pitkään. Yksityisen sektorin velanhoidon rasittavuus pienenee, finanssipolitiikka on lähivuosina kutakuinkin neutraalia ja työmarkkinat jatkavat kohentumistaan. Näiltä osin suotuisan kehityksen arvioidaan euroalueella jatkuvan.

Euroalueen inflaatio on kivunnut positiiviseksi, mutta hintojen nousuvauhti on edelleen hyvin hidasta. Inflaatiota hidastaa edelleen alhainen öljyn hinta. Kuitenkin myös energian ja ruuan hinnoista puhdistettu, ns. pohjainflaatio on pysytellyt sitkeästi alle 1 prosentin, mikä heijastaa kotimarkkinoiden vähäisiä hintapaineita. Talousnäkymien paraneminen ja kevyenä jatkuva rahapolitiikka alkavat kuitenkin vähitellen kiihdyttää inflaatiota.

Kansainvälisen talouden ennusteen riskit painottuvat voittopuolisesti ennustettua heikomman kehityksen suuntaan. Mahdollinen positiivinen riski liittyy tuottavuuden

kohenemiseen. Yhdysvaltojen ja koko maailmantalouden näkymät voivat kuitenkin myös heiketä merkittävästi erityisesti, jos jo virinnyt protektionismikeskustelu ulottuisi poliittisiin päätöksiin. Kiinan kasvu jatkuu vahvana, mutta velkavetoinen kasvu myös altistaa Kiinan talouden rahoitusmarkkinahäiriöille.

Yksi ilmeinen riski euroalueen talouskehityksen kannalta on Ison-Britannian EU-ero, jonka vaikutuksiin liittyy huomattavaa epävarmuutta. Eroneuvottelut ovat vasta alkamassa, niiden tavoitteita ei tiedetä ja ne kestävät todennäköisesti pitkään.

Rahapolitiikka pysyy kevyenä vielä pitkään

Euroalueen kuluttajahintainflaatio on pysynyt noin kolme vuotta nollan tuntumassa, mutta sen odotetaan kiihtyvän lähivuosina kevyen rahapolitiikan tukemana. Inflaatiovauhti nopeutuu lähimmän vuoden aikana myös öljyn hinnan odotetun maltillisen nousun myötä. EKP:n neuvosto on korostanut olevansa sitoutunut palauttamaan inflaation kestävästi tavoitteeseensa eli lähelle, mutta alle 2 prosentin vauhtiin.

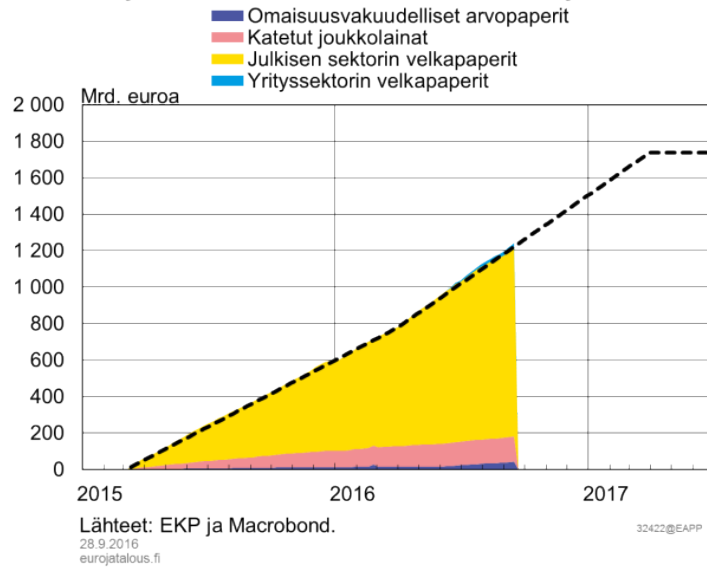
EKP:n neuvosto on keventänyt rahapolitiikkaa merkittävästi vuoden 2014 puolivälistä lähtien hintavakauden ylläpitämiseksi euroalueella. Näistä toimista keskeisimmät ovat laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma, kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot sekä talletuskoron lasku negatiiviseksi. Osana tätä kokonaisuutta rahapolitiikan välittymistä vahvistetaan ennakoivalla viestinnällä (forward guidance). Rahapolitiikan ennakoivan viestinnän avulla EKP:n neuvosto kertoo laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman ja matalan korkotason kestosta. Pääsanoma on, että toimia sitoudutaan jatkamaan niin kauan kuin hintavakaustavoitteen näkökulmasta on tarpeen. Kun sitoutuminen hintavakauden ylläpitämiseen on vahvaa, inflaatio-odotukset pysyvät ankuroituneina, jolloin osto-ohjelman ja luotto-operaatioiden teho kasvaa.

Syyskuun 2016 kokouksessaan EKP:n neuvosto päätti, että perusrahoitusoperaatioiden korko on edelleen 0,00 %, maksuvalmiusluoton korko 0,25 % ja talletuskorko -0,40 %. Neuvosto on niin ikään kertonut, että korot pysyvät nykytasolla tai matalampina vielä sen jälkeenkin, kun arvopaperiostot ovat päättyneet. EKP:n neuvosto korosti myös edelleen, että epätavanomaisiin rahapoliittisiin toimiin lukeutuvia 80 mrd. euron suuruisia kuukausittaisia ostoja jatketaan ainakin maaliskuun 2017 loppuun ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes EKP:n neuvosto katsoo inflaatiovauhdin palautuvan kestävästi tavoitteen mukaiseksi.

Laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma on edennyt suunnitelmien mukaan ja alentanut euroalueen korkotasoa laajasti. Ohjelmassa ostetaan euroalueen maiden julkisen sektorin velkapapereita, pankkien katettuja joukkolainoja, omaisuusvakuudellisia arvopapereita ja kesäkuusta 2016 lukien myös yrityssektorin velkapapereita. Ks. [EKP:n osto-ohjelma laajentui yrityslainoihin](#). Arvopaperiostoja tehtiin maaliskuusta 2015 alkaen 60 mrd. eurolla kuukaudessa, ja määrää kasvatettiin 80 mrd. euroon huhtikuussa 2016. Laajennetussa osto-ohjelmassa on elokuun 2016 loppuun mennessä tehty ostoja yhteensä noin 1 230 mrd. euron edestä. Näistä julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman osuus on noin 1 000 mrd. Syyskuussa EKP:n neuvosto ilmoitti eurojärjestelmän arvioivan eri vaihtoehtoja, joilla voidaan varmistaa omaisuuserien osto-ohjelman kitkaton toteutus jatkossa.

Kuvio 1.

Laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman hankinnat

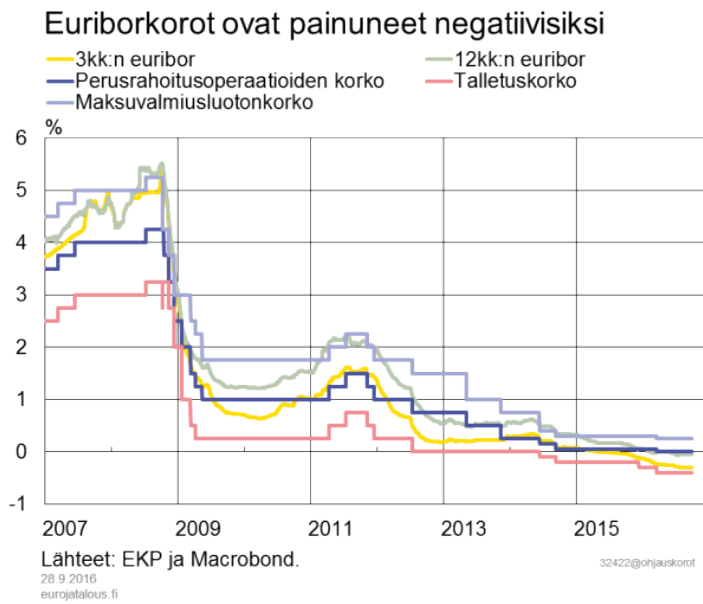


Arvopaperiostojen lisäksi käynnissä ovat uudet kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (TLTRO II), joista EKP:n neuvosto päätti maaliskuussa 2016. Operaatiot toteutetaan neljännesvuosittain kesäkuun 2016 ja maaliskuun 2017 välisenä aikana.^[1] Nämä operaatiot on suunniteltu kasvattamaan erityisesti pankkien luototusta yrityksille ja siten tukemaan reaali talouden elpymistä. Näissä operaatioissa pankit voivat saada rahoitusta neljäksi vuodeksi perusrahoitusoperaatioiden korolla, joka on tällä hetkellä 0,0 %. Korko voi kuitenkin laskea alimmillaan lainanottohetkellä vallinneen talletuskoron tasolle (tällä hetkellä -0,4 %) sillä ehdolla, että pankki on lisännyt luotonantoon yrityksille ja kotitalouksille (pl. asuntolainat). Kun pankeille näin turvataan edulliset varainhankinnan kustannukset useaksi vuodeksi, pankkien on mahdollista alentaa kotitalouksille ja yrityksille myönnettävien luottojen korkoja.

Rahapoliittisista koroista perusrahoitusoperaatioiden korko laskettiin nolnaan maaliskuussa 2016. Talletuskorko pudotettiin ensimmäisen kerran negatiiviseksi kesäkuussa 2014. Tämän jälkeen neuvosto on alentanut talletuskorkoa asteittain, syyskuussa 2014 (-0,2 prosenttiin), joulukuussa 2015 (-0,3 prosenttiin) ja maaliskuussa 2016 (-0,4 prosenttiin). Kun pankkijärjestelmässä on erityisesti omaisuuserien osto-ohjelman takia runsaasti ylimääräistä likviditeettiä, lyhyet rahamarkkinakorot seuraavat perusrahoitusoperaatioiden koron sijasta talletuskoron kehitystä. Negatiiviseksi laskettu talletuskorko on painanut lyhyet rahamarkkinakorot negatiivisiksi. Tästä hyötyvät esimerkiksi asuntovelalliset, joiden pankkilainat on sidottu lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin. Negatiivinen talletuskorko vaikuttaa myös pidempiä korkoja alentavasti, mikä tukee talouden elpymistä.

1. Kesäkuussa 2016 TLTRO II -operaatiossa haettu määrä oli noin 400 mrd. euroa. Tästä merkittävä osa oli seurausta siitä, että pankkien sallittiin siirtyä aiemmasta TLTRO I -ohjelmasta TLTRO II -ohjelmaan.

Kuvio 2.



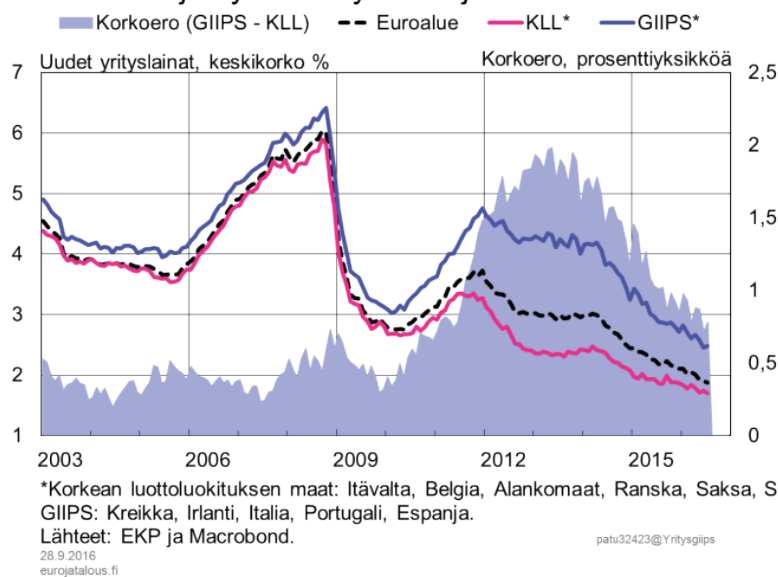
Rahapoliittiset toimet muodostavat kokonaisuuden, jonka tarkoituksena on keventää rahoitusoloja laajasti (laskea pitkiä korkoja, kotitalouksien ja yritysten pankkilainakorkoja sekä ylläpitää varallisuuserien hintoja). Kevyt rahapolitiikka ylläpitää inflaatio-odotuksia niin, että ne pysyvät ankkuroituneina hintavakaustavoitteeseen, vaikka toteutunut inflaatio on vielä toistaiseksi tavoiteltua hitaampaa.

Rahoituksen hinta alentunut edelleen

Pankkien myöntämien uusien yrityslainojen keskikorot ovat kesän 2016 aikana jatkaneet laskuaan Kreikassa, Irlannissa, Italiassa, Portugalissa ja Espanjassa, joihin velkakriisi kohdistui voimakkaimmin. Erityisesti Espanjassa korkojen aleneminen on ollut merkittävää. Korkean luottoluokituksen maissa (Alankomaat, Belgia, Itävalta, Ranska, Saksa ja Suomi) lasku on ollut huomattavasti vaimeampaa. Korkotasojen yhtenäistyminen näiden kahden maaryhmän välillä jatkuu. Korkeero on pienentynyt viimeisten kolmen vuoden aikana yli prosenttiyksikön ja on nykyisellään lähes yhtä pieni kuin keväällä 2011 eli ennen euroalueen velkakriisin puhkeamista.

Kuvio 3.

Korkotasojen yhtenäistyminen jatkuu



Pankkilainojen ohella myös markkinaehtoinen rahoitus on käynyt yrityksille entistä halvemaksi. Yritysvelkakirjojen korot laskivat merkittävästi vuoden 2016 alusta, kun EKP ilmoitti investointiluokan yritysvelkakirjojen sisällyttämisestä osto-ohjelmaan. Velkakirjojen korkoerot investointiluokan sisällä ovat lisäksi pienentyneet selvästi vuoden alusta.

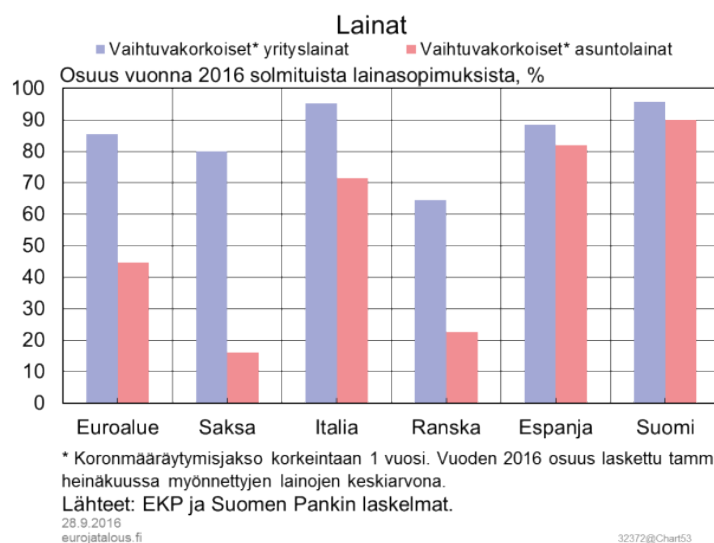
Uusien asuntolainojen kesikorko on laskenut vuoden 2016 alusta euroalueella keskimäärin noin 3 kymmenystä ja oli heinäkuussa 1,9 %. Isoista euromaista etenkin Ranskassa lasku on viimeisen puolen vuoden ajalta ollut merkittävä, yli 1/2 prosenttiyksikköä. Sen sijaan Espanjassa lasku on ollut huomattavasti vaatimattomampaa.

Korkotaso välittyi talouteen nopeammin vaihtuvakorkoisten luottojen kautta

Rahapolitiikan kevenemisen myötä laskenut korkotaso välittyi talouteen kotitalouksille ja yrityksille sitä nopeammin, mitä lyhempään korkoon pankkilainat on sidottu. Pienemmät velanhoitokustannukset piristävät yksityistä kysyntää, mikä tukee talouskasvua ja inflaation palautumista kohti tavoitetta.

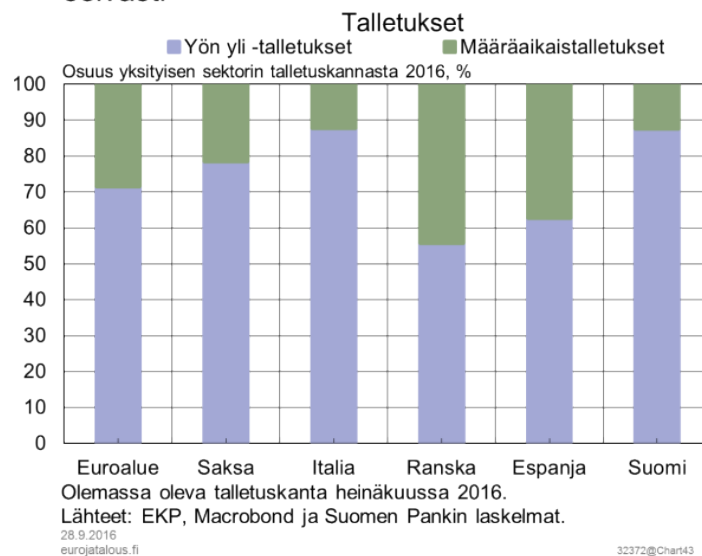
Kuvio 4.

Pankkisektorin taseen rakenne vaihtelee maittain selvästi



Kuvio 5.

Pankkisektorin taseen rakenne vaihtelee maittain selvästi



Vuonna 2016 myönnettyistä uusista asuntolainoista 45 % on euroalueella sidottu korkeintaan vuoden markkinakorkoon. Osuus on vuosien saatossa kasvanut; vielä 2000-luvun alussa vain viidennes uusista asuntolainoista myönnettiin vaihtuvakorkoisina. Yrityslainoissa tilanne ei ole vastaavasti muuttunut. Vuonna 2016 otetuista uusista lainoista 85 % on euroalueella vaihtuvakorkoisia, eli osuus oli lähes yhtä suuri jo 2000-luvun alkupuolella. Suhteessa vähiten vaihtuvakorkoisia lainoja myönnetään isoista euromaista Ranskassa ja Saksassa.

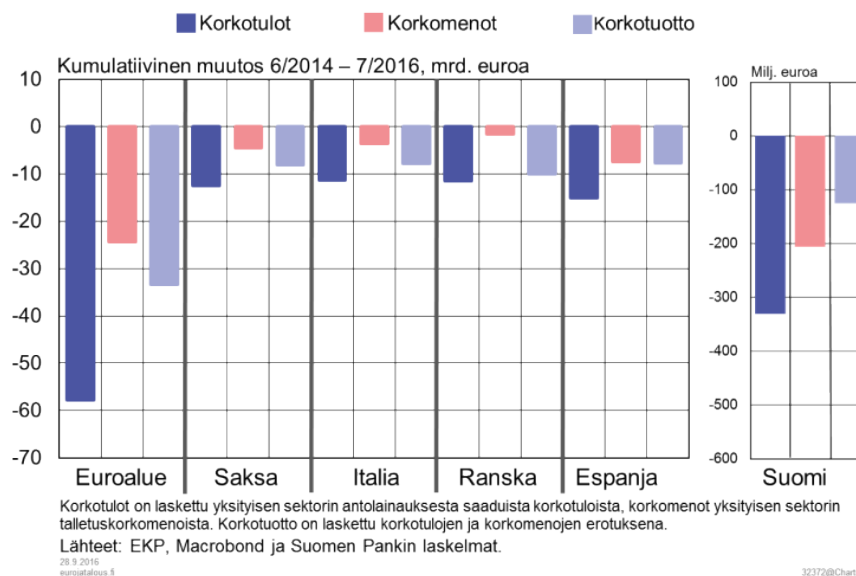
Pankit hyödyntävät perinteisesti toiminnassaan ns. maturiteettitransformaatiota, eli ne hankkivat lyhytaikaista velkarahaa käyttöönsä matalalla korolla ja lainaavat sitä

eteenpäin korkeammalla korolla pitkäaikaisiksi lainoiksi. Kun lyhyiden ja pitkien korkojen ero taloudessa pienenee, eli korkokäyrä loiventuu, pankkien saama korkomarginaali pienenee. Vaikka lyhyet markkinakorot ovat laskeneet negatiivisiksi, pankit eivät ole pystyneet täysin siirtämään tätä negatiivista korkoa asiakkaiden maksettavaksi. Näin korkoero on pienentynyt entisestään. Pankkien saamaan korkokatteeseen vaikuttavat lainojen ja talletusten lisäksi myös muut korkokulut ja -tuotot, jotka syntyvät esimerkiksi erilaisista velkakirjalainoista, johdannaisista ja pankkien itsensä liikkeeseen laskemista velkakirjalainoista.

Euroalueen pankkisektorin perinteisestä vähittäispankkitoiminnasta saama nettokorkotulo (yksityisen sektorin lainakannasta perityn koron ja talletuksille maksettujen korkojen erotus) on pienentynyt viime vuosina. Euromääräisesti laskettu erotus yksityisen sektorin lainoista saatujen korkotulojen ja yksityisen sektorin talletuksille maksettujen korkomenojen välillä on euroalueella supistunut vuoden 2014 puolivälistä yli 30 mrd. euroa (10 %).

Kuvio 6.

Korkotuotto vähittäispankkitoiminnasta pienentynyt



Isoista euromaista Espanjassa pankkien korkotuotto on supistunut vuoden 2014 puolivälistä noin 8 mrd. euroa (15 %). Korkotulot ovat Espanjassa vähentyneet sekä lainakannan pienenemisen että korkojen alenemisen myötä lähes 15 mrd. euroa. Samaan aikaan ovat kuitenkin myös korkomenot pienentyneet talletuskorkojen laskun myötä. Saksassa ja Ranskassa korkotulot ovat vähentyneet suhteessa lähes yhtä paljon. Korkotasoa Saksassa korkeampi, mutta Ranskassa matalamman korkotason vaikutusta kompensoi nopeammin kasvava lainakanta. Ranskassa korkomenot eivät ole pienentyneet yhtä paljon kuin muissa maissa, mikä johtuu suhteellisen korkeaa korkoa tuottavasta määräaikaistalletusten suuresta osuudesta. Nettokorkotulo onkin Ranskassa pienentynyt suhteessa enemmän (13 %) kuin Saksassa (8 %).

Pidemmällä aikavälillä erittäin matala korkotaso kuitenkin myös edesauttaa pankkien kannattavuutta. Korkojen alaisuus tukee reaalitalouden kehitystä ja lisää luottojen

kysyntää yksityisellä sektorilla. Kasvavat lainavolyymit lisäävät korkotuloa, ja luottotappioiden väheneminen pienentää niistä pankeille syntyviä kustannuksia. Yleisen korkotason aleneminen on tehnyt markkinaehtoisen rahoituksen myös pankeille edullisemmaksi. Lisäksi EKP:n kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden erityisen edulliset ehdot pienentävät edelleen pankkien varainhankinnan kustannuksia.

Pankkien häiriönsietokyky on parantunut

Euroopan pankkiviranomainen (European Banking Authority, EBA) julkisti heinäkuun 2016 lopussa EU:n laajuisen stressitestin tulokset. Mukana oli 51 pankkia, joiden varojen osuus EU:n pankkijärjestelmästä on noin 70 %. Näistä pankeista 37 on EKP:n suorassa valvonnassa. EKP toteutti saman stressitestin sisäisenä valvontatoimenpiteenä myös 57 muulle valvonnassaan olevalle pankille. Näiden pankkien tuloksia ei julkistettu, mutta pankit voivat halutessaan julkistaa tuloksensa itse.

Pankkien häiriönsietokykyä testattiin käyttämällä kolme vuotta kestävästä epäsuotuisaa skenaariota. Epäsuotuisa skenaario rakentui merkittävästi ennustettua heikommasta talouskehityksestä ja vakavista rahoitusmarkkinoiden häiriöistä. Testin lähtötilanteessa pankkien keskimääräinen ydinpääomasuhde (CET1) oli 13,2 %. Epäsuotuisassa skenaariossa Euroopan pankkien pääoma supistui keskimäärin 3,8 prosenttiyksikköä ja oli epäsuotuisan skenaarion päätepisteessä, vuoden 2018 lopussa 9,4 %.

Vaikka pankit selviytyivät testistä keskimäärin hyvin, niiden välisissä tuloksissa oli merkittäviä eroja. Yhtä poikkeusta lukuun ottamatta kaikkien pankkien ydinpääoman määrä kuitenkin ylitti selvästi vuoden 2014 stressitestin epäsuotuisassa skenaariossa käytetyn 5,5 prosentin viitearvon.

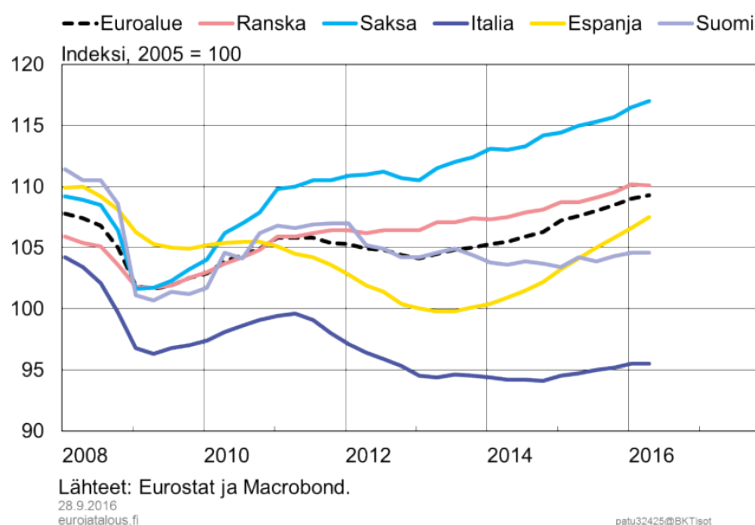
Stressitestien tuloksista huolimatta Euroopan pankkisektorin merkittävät rakenteelliset ongelmat ovat vielä ratkaisematta. Suurin osa eurooppalaisista pankeista kamppailee edelleen heikon kasvun ja alhaisten korkojen toimintaympäristön ja muiden tekijöiden aiheuttamissa kannattavuusongelmissa. Heikon kannattavuuden taustalla olevat syyt vaihtelevat maittain ja pankeittain. Kriisimaissa pankkien kannattavuutta heikentävät kriisin perinnöksi jääneet suuret määrät järjestämättömiä lainoja, jotka heikentävät pankkien toimintakykyä ja niiden tehtävää rahoituksen välittämisessä. Osassa maista pankkisektori kärsii ylikapasiteetista ja tehottomuudesta. Suurissa investointipankeissa kannattavuutta heikentävät erityisesti epävakaat markkinatilanne sekä toimintojen sopeuttaminen vastaamaan uudistunutta rahoitusmarkkinasääntelyä. Kannattavuushaasteiden kanssa painivien pankkien on kyettävä sopeutumaan tiukempaan sääntelyyn ja pystyttävä uudistumaan varmistaakseen kannattavan toimintamallin myös jatkossa.

Brexit vaimentaa kasvua Euroopassa

Euroalueen bruttokansantuotteen kasvu oli vuoden 2016 alkupuoliskolla hieman aiemmin arvioitua nopeampaa. Varsinkin yksityinen kulutus on kasvanut ripeästi, mutta vienti on kehittynyt odotettua heikommalla. Pehmeät reaalityn indikaattorit viittaavat kasvun jatkuvan lähineljänneksinä samaa vauhtia kuin toisella neljänneksellä.

Kuvio 7.

Euroalueen BKT kasvanut yhtäjaksoisesti vuoden 2013 alusta



Euroalueen talouden sisäiset perustekijät eivät ole viimeisen puolen vuoden aikana muuttuneet. Ne tukevat kasvua. Kevyt rahapolitiikka jatkuu, yksityisen sektorin velanhoidon rasittavuus pienenee, finanssipolitiikan kireys vähenee ja työllisyys kohenee. Näiltä osin vuonna 2013 euroalueella alkaneen suotuisan kehityksen arvioidaan jatkuvan koko ennustejakson ajan.

Ison-Britannian kesäkuisessa kansanäänestyksessä noin 52 % äänestäjistä kannatti EU-eroa. Äänestystuloksen välittöminä seurauksina olivat rahoitusmarkkinoiden laaja-alainen uudelleenhinnoittelu, yleinen epävarmuuden kasvu ja Englannin punnan heikentyminen keskeisiin valuuttoihin nähden. Alun yllätyksen jälkeen osakemarkkinat ovat osin toipuneet ja epävarmuus rahoitusmarkkinoilla on vähentynyt. Punnan heikompi arvostus vaikuttaa kuitenkin pysyvämältä. Eroprosessin lopputulos – millaiset taloudelliset suhteet Iso-Britannia solmii EU:n kanssa – on kuitenkin vielä pitkään hämärän peitossa. Ks. [Kolme kuukautta brexitäänestyksestä – missä mennään?](#)

Brexitäänestyksen taloudellisia vaikutuksia euroalueeseen voidaan tässä vaiheessa arvioida lähinnä kauppakanavan kautta. Suomen Pankin ennusteissa oletetaan (ks. [Maailmantalous kiihdyttää vaimeasti](#)), että Ison-Britannian tuonti supistuu eron myötä senkaltaisesti kuin Englannin pankki on arvioinut, euroalueen viennin markkinaosuus Ison-Britanniassa ei muutu ja että investointien suhde vientiin ei muutu. Luotettavampia tilastotietoja brexitäänestyksen vaikutuksista saataneen vasta vuoden loppupuolella. Suomen Pankin ennusteissa myös oletetaan, että rahoitusmarkkinoilla mahdollisesti koettavat uudet brexitneuvotteluihin liittyvät ns. epävarmuuspiikit jäävät lyhytaikaisiksi.^[2]

2. Ks. myös Hukkinen, Juhana – Kortela, Tomi (2014) *Kriisien vaikutus euroalueen talouteen*. BoF Online 15.12.2014.

Toinen euroalueen reaali-talouden tulevaa kasvua jossain määrin hidastava tekijä on Italian heikko talustilanne. Maan pankkisektoriin liittyvät ongelmat murentavat yritysten ja kotitalouksien luottamusta talouteen. Vähittäismyynnin ja teollisuustuotannon kehitys on ollut alkuvuonna heikkoa.

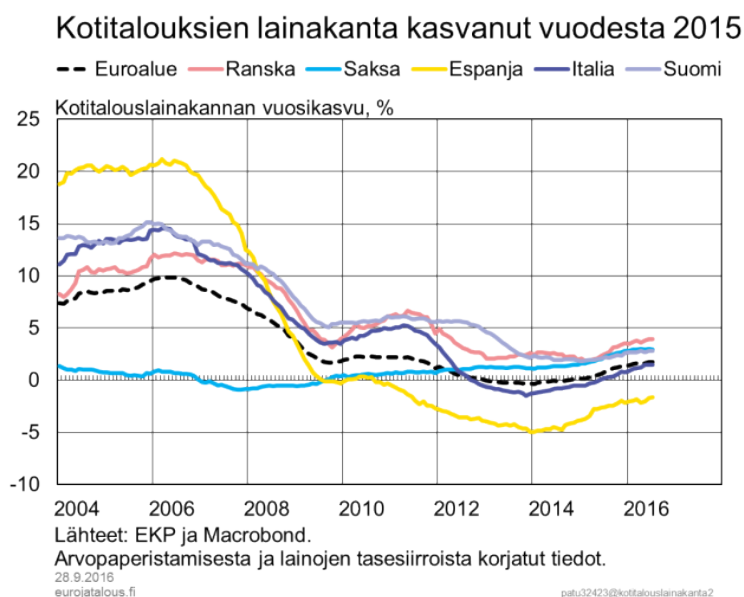
Kotimainen kysyntä yhä euroalueen kasvun moottori

Yksityinen kulutus ja yksityiset investoinnit olivat vuonna 2015 ja vuoden 2016 alkupuoliskolla eniten euroalueen kasvua tukeneet kokonaiskysynnän osatekijät. Kasvun rakenne jatkuu samankaltaisena ennusteperiodilla. Nettoviennin vaikutus kasvuun on keskimäärin hieman negatiivinen.

Yksityistä kulutusta tukee kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu, kun työllisyystilanne jatkaa kohentumistaan ja työntekijäkohtaiset työtulot lisääntyvät edelleen. Kun kotitalouksien kokonaisvelan suhde käytettävissä oleviin tuloihin supistuu yhä ja korkotaso pysyy erittäin alhaisena, kotitalouksien velanhoidon kustannukset pienenevät.

Euroalueen keskimääräinen kotitalouslainakanta on jatkanut maltillista kasvuaan vuoden 2016 ensimmäisen puoliskon aikana. Heinäkuussa kotitalouslainakanta suureni 1,8 % vuodentakaiseen verrattuna. Maakohtaiset erot ovat tässäkin suuret. Ranskassa vuosikasvu on jo lähes jo 4 %, kun se isoista euromaista Espanjassa on edelleen negatiivinen.

Kuvio 8.



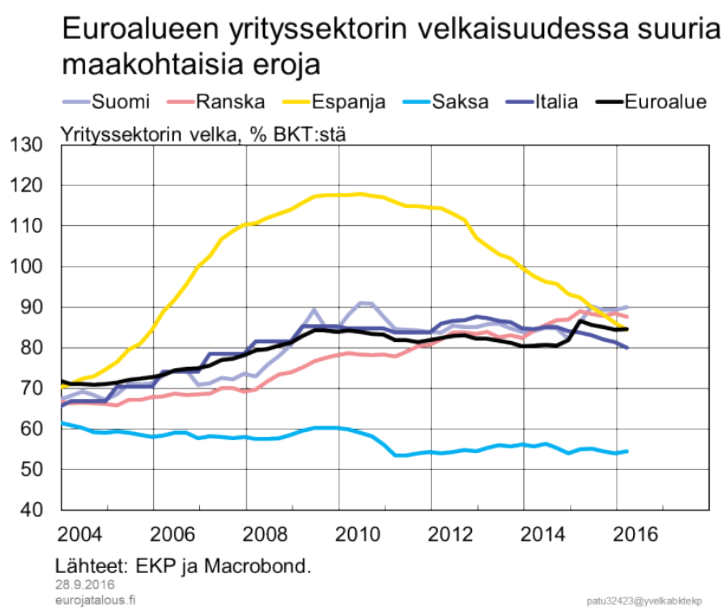
Ranskassa kotitalouksien velkaantuneisuus on lisääntynyt edelleen. Matalan korkotason myötä velanhoidokustannusten suureneminen suhteessa tuloihin on kuitenkin taittunut. Italiassa kokonaisvelka suhteessa tuloihin on pysytellyt suhteellisen tasaisena viime vuodet, mutta matalan korkotason myötä velanhoidokustannukset suhteessa tuloihin

ovat pienentyneet ja lähestyvät pitkän aikavälin keskiarvoaan. Saksassa kotitalouksien velkaantuminen vähenee edelleen ja velanhoitokustannusten supistuminen ylläpitää yksityistä kulutusta. Espanjassa kotitalouksien tasesopeutus jatkuu, velanhoitokustannukset suhteessa tuloihin pienenevät ja positiiviseksi kääntynyt asuntojen hintojen kehitys kasvattaa kotitalouksien varallisuutta, mikä vahvistaa kotimaista kysyntää.

Yksityisten **tuotannollisten investointien** kasvu kiihtyi euroalueella 2,7 prosenttiin vuonna 2015 ja kehitys on jatkunut vuoden 2016 alkupuoliskolla keskimäärin lähes yhtä voimakkaana. Taustalla ovat kapasiteetin käyttöasteen nousu, rahoituksen saatavuuden paraneminen sekä investointien tilapäiset verohelpotukset Ranskassa ja Italiassa. Investointien kasvua tukevat erittäin alhainen korkotaso, rahoituksen saatavuuden paraneminen, tarve uudistaa pääomakantaa vuosien 2008–2013 heikon investointiaktiivisuuden jälkeen sekä aiempaa pienempi yrityssektorin velan pääomasuhde. Investointien lisääntymistä kuitenkin jarruttavat brexit ja sen seurauksiin liittyvä epävarmuus sekä osin myös työ- ja hyödykemarkkinoiden jäykkyudet. Investointien vaikutus kasvuun on ennustejaksolla kuitenkin merkittävä.

Euroalueen keskimääräinen yrityslainakannan vuosikasvu on vahvistunut vuoden 2016 aikana ja oli heinäkuussa 1,9 %. Euroalueen kokonaisluku kuitenkin peittää alleen suuret maakohtaiset vaihtelut. (Tarkemmin aiheesta, ks. [Miksi yrityslainojen määrä kasvaa euroalueella niin hitaasti?](#))

Kuvio 9.



Euroalueen yrityksille tehdyn kyselyn mukaan pienten ja keskisuurten yritysten hylättyjen lainahakemusten määrä oli vuoden 2015 jälkimmäisellä puoliskolla pienin sitten kriisin. Vastaavasti lainahakemuksia hyväksyttiin täysimääräisinä enemmän kuin kertaakaan vuoden 2008 jälkeen. Matala korkotaso näkyy myös yritysten velanhoitokustannuksissa, jotka ovat nettotuloihin nähden edelleen supistuneet, mikä on edesauttanut yrityssektorin velkojen sulattelua. Yrityssektorin kokonaisvelka suhteessa

bruttokansantuotteeseen on vuoden 2016 ensimmäisellä neljänneksellä noin 3 % pienempi kuin vuotta aiemmin.

Suurista euromaista Italian tilanne edelleen hauras

Saksassa talouden perustekijät ovat hyvässä kunnossa. Vuonna 2015 Saksan talous kasvoi 1,7 %, ja vuoden 2016 alkupuoliskolla kasvu on jatkunut samassa vauhdissa. Yksityisen kulutuksen koheneminen on edelleen ollut vahvaa, ja asuntoinvestoinnit ovat lisääntyneet melko voimakkaasti. Vahvan kotimaisen kysynnän ansiosta kasvunäkymät ennustejaksolla ovat hyvät. Kotitalouksien velkaantuneisuus on maltillista ja työttömyys euroalueen vähäisimpiä. Yksityisen kulutuksen vaikutus kasvuun säilyykin ennusteperiodilla voimakkaana. Asuntoinvestointien lisääntyminen jatkuu asuntojen hintojen nousun vanavedessä. Vaikka Saksan kilpailukyky on vahva, vientimarkkinoiden aiempaa hitaampi kasvu brexitin vuoksi rasittaa myös Saksan viennin ja BKT:n kasvua ennusteperiodilla. Maan talouden kehitys on ennusteperiodilla keskimäärin hyvää luokkaa. Tasapainoisen julkisen talouden ja suurista euromaista alhaisimman velka-asteen ansiosta julkisen talouden kyky sopeutua hieman aiempaa hitaamman kehityksen aikaan on hyvä.

Vuonna 2015 **Ranskan** talous kasvoi jo selvästi paremmin (1,2 %) kuin edeltävinä vuosina. IMF:n arvioiden mukaan brexitin vaikutukset Ranskan talouteen ovat suuruudeltaan noin euroalueen keskitasoa. Edeltävistä vuosista poiketen Ranskan julkista taloutta ei nettomääräisesti sopeuteta vuonna 2016, mutta sopeutuksen ennustetaan alkavan uudelleen ennustehorisontin lopulla. Vaikka työttömyys vähenee ennustejaksolla vain hitaasti, pitkän aikavälin näkymät ovat parantuneet kesällä hyväksytyjen työmarkkinaudistusten ansiosta.

Vuoden 2013 käännepesteen jälkeen **Espanjan** talouskasvu kiihtyi jo 3,2 prosenttiin vuonna 2015. Kasvun odotetaan jatkuvan selvästi euroalueen keskiarvoa nopeampana, mutta vaimenevan vuonna 2017. Brexit hidastaa Espanjan kasvua lähivuosina hieman, kun vienti Isoon-Britanniaan ja jonkin verran myös muulle euroalueelle vaimenee. Kasvua tukevat hintakilpailuvyyn paraneminen, rakenneuudistukset ja asuntokuplan pohjan saavuttaminen. Suotuisan kehityksen tukena ovat lisäksi rahoitusolojen voimakas keventyminen rahapolitiikan ja pankkisektorin tervehdyttämisen yhteisvaikutuksesta. Ripeänä jatkuva kasvu vähentää työttömyyttä sekä kiihdyttää inflaatiota ennustejaksolla. Julkisen sektorin vaje on kuitenkin yhä suuri ja velka kasvanut noin 100 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Vuoden sisään jo kahdet parlamenttivaalit ja hallituksen muodostamiseen liittyvät vaikeudet varjostavat tällä hetkellä Espanjan näkymiä.

Italian kasvuennustetta on muutettu aiemmin arvioitua huonomman kehityksen suuntaan koko ennustehorisontin osalta. Italian heikkoa talouskehitystä selittävät pääosin maan pankkisektoriin liittyvät epävarmuudet, jotka murentavat yritysten ja kotitalouksien luottamusta talouteen. Italian taloudessa on kuitenkin myös talouskasvua tukevia elementtejä. Työllisten lukumäärä on lisääntynyt alkuvuonna, ja rahapolitiikka tukee maan kasvua edelleen. Merkittävimmät riskit Italian talouden näkymien kannalta liittyvät pankkisektorin tilanteeseen ja marraskuussa pidettävään kansanäänestykseen.

Ison-Britannian kansanäänestys muutti oletuksia

Ison-Britannian kannalta merkittävä ennustettua heikomman kehityksen riski toteutui kun brexitleiri voitti kesäkuun lopun kansanäänestyksessä. Uusi pääministeri Theresa May on ilmoittanut toimittavansa eroilmoituksen Eurooppa-neuvostolle aikaisintaan vuoden 2016 lopulla, mikä käytännössä tarkoittaa Britannian pysyvän EU-jäsenmaana ennustejakson loppuun asti. Suomen Pankin ennuste nojaa Englannin pankin arvioon brexitin vaikutuksista. Epävarmuus saa yritykset lykkäämään uusia investointeja ja rekrytointeja. Heikentynyt punta nopeuttaa tuontihintojen kautta inflaatiota. Yritysten oletetaan ennakoivan ja vähitellen sopeutuvan nykyistä jonkin verran vähemmän avoimeen kaupankäyntiympäristöön. Englannin pankki ilmoitti elokuun alussa odotettua suuremmasta elvytyspaketista. Syyskuun kokouksessa näkemykset brexitin vaikutuksista pidettiin ennallaan ja ilmoitettiin valmiudesta lisätoimiin loppuvuodesta. Kuluvan vuoden talouskasvu pysyy 2 prosentissa vahvan ensimmäisen vuosipuoliskon ansiosta. Ennustejaksolla talouskasvu heikkenee investointihalukkuuden ja kotimaisen kysynnän vähenemisen myötä. Suomen Pankin ennusteen perusurassa kasvu säilyy kuitenkin positiivisena koko ennustejakson. (Brexitin jälkeisestä tilanteesta tarkemmin, ks. [Kolme kuukautta brexitäänestyksestä – missä mennään?](#))

Ruotsin talous kasvoi 4,2 % vuonna 2015. Suotuisaa kehitystä ovat vuoden 2016 ensimmäisellä puoliskolla tukeneet etenkin yksityinen kulutus ja investoinnit, joista erityisesti asuntoinvestoinnit olivat reippaassa kasvussa. Kuluvan vuoden kasvu pysyykin reilussa 3 prosentissa. Hitaammin kohenevien vientimarkkinoiden myötä talouskasvu hidastuu seuraavien parin vuoden aikana noin 2½ prosenttiin. Suurimpana ennustettua huonomman kehityksen riskinä talousvakauden kannalta pysyvät alhaisen korkotason ylläpitämä kotitalouksien velkaantumisen lisääntyminen ja asuntomarkkinoiden ylikuumeneminen. Ilman tarvittavia makrovakaustoimenpiteitä epätasapaino kasvaa edelleen.

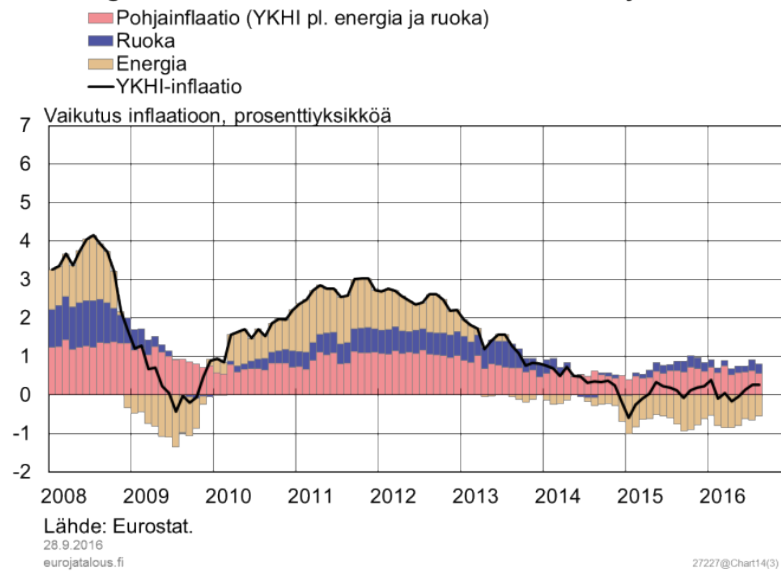
Talous kasvoi **Tanskassa** 1,2 % vuonna 2015. Yksityinen kulutus ja kotimarkkinat kokonaisuudessaan kehittyvät suotuisasti. Työllisyys kohenee (75,3 % vuoden 2016 toisella neljänneksellä), työttömyysaste on alhainen (4,2 %) ja reaalitytulot kasvavat. Palveluiden vienti (erityisesti laivarahtaus) EU:n ulkopuolisiin maihin on kuitenkin kehittänyt vaatimattomasti, mikä näkyy myös pieninä BKT-kasvulukuina.

Inflaatio edelleen hidasta

Euroalueen yhdenmukaistettu kuluttajahintainflaatio on nopeutunut kesän 2016 aikana positiiviseksi, mutta hintojen nousuvauhti on edelleen hyvin hidasta. Elokuussa inflaatio oli 0,2 %, ja vuoden alusta laskien keskimääräinen inflaativauhti on ollut nollan tuntumassa. Inflaatiota vaimentaa edelleen alhainen öljyn hinta. Kuitenkin myös energian ja ruuan hinnoista puhdistettu, ns. pohjainflaatio on pysytellyt sitkeästi alle 1 prosentin, mikä kuvastaa kotimarkkinoiden vähäisiä hintapaineita. Inflaatio on ollut vaisua myös muissa EU-maissa. Tanskassa kuluttajahintainflaatio on nollan tuntumassa, ja Ruotsissa sekä Isossa-Britanniassakin hintojen nousuvauhti on kuluvan vuoden aikana ollut maltillista. Ruotsissa ja Tanskassa inflaation kiihtyminen on lähivuosina kuitenkin ripeämpää kuin euroalueella parempien kasvunäkymien vuoksi. Isossa-Britanniassa inflaatiota kiihdyttää brexit ennen kaikkea punnan heikkenemisen kautta.

Kuvio 10.

Energian hinta hidastaa euroalueen kuluttajahintainflaatiota



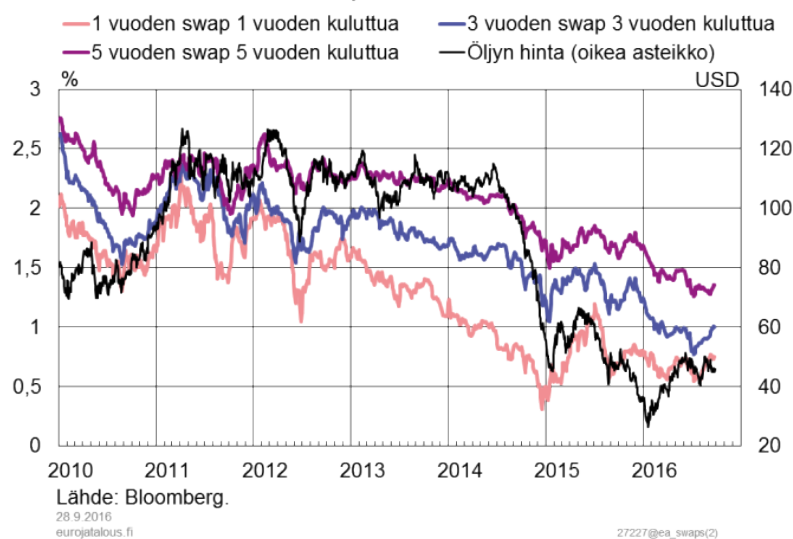
Suomen Pankin inflaationäkemyksen perustana on kolme keskeistä tekijää: raakaöljyn hinta, inflaatio-odotukset sekä tuotantokuilu.

Öljyn hinta on edelleen verrattain alhainen, ja ylitarjonnan vuoksi sen ennustetaan pysyvän matalana pitkälle vuoteen 2017. Ks. [Öljymarkkinat hakevat uutta tasapainoa](#). Öljyn hinnan muutosten vaikutuksesta on kuitenkin odotettavissa inflaation hetkellinen kiihtyminen vuosien 2016 ja 2017 vaihteessa. Tämä johtuu ns. pohjavaikutuksesta. Öljyn hinta on tällä hetkellä vakiintunut selvästi korkeammaksi kuin viime vuodenvaihteessa ja kun inflaatiota mitataan hintojen muutoksena vuodentakaiseen verrattuna, on tällä selkeä hintoja nostava vaikutus.

Öljyn hinnan välittömät vaikutukset inflaatioon ovat kuitenkin kertaluonteisia. Öljyn hinnan kohoaminen nostaa yleistä hintatasoa mutta muutos ei vaikuta inflaatioon eli kuluttajahintojen 12 kuukauden muutokseen pysyvästi. Futuurihintojen perusteella öljyn hinnan vuotuinen nousuvauhti tasaantuu, jolloin vaikutus inflaatioonkin pienenee. Öljyn hinnan vaihtelut eivät siten itsessään ole suuri huolenaihe tarkasteltaessa asiaa hintavakauden kannalta oleellisella keskipitkällä aikavälillä. Öljyn hinnan vaihtelulla voi kuitenkin olla myös pidempiaikaisia, välillisiä vaikutuksia, jotka heijastuvat inflaatio-odotusten kautta lopulta palkanmuodostukseen.

Kuvio 11.

Öljyn hintakehitys vaikuttanut markkinaperusteisten inflaatio-odotusten hiipumiseen

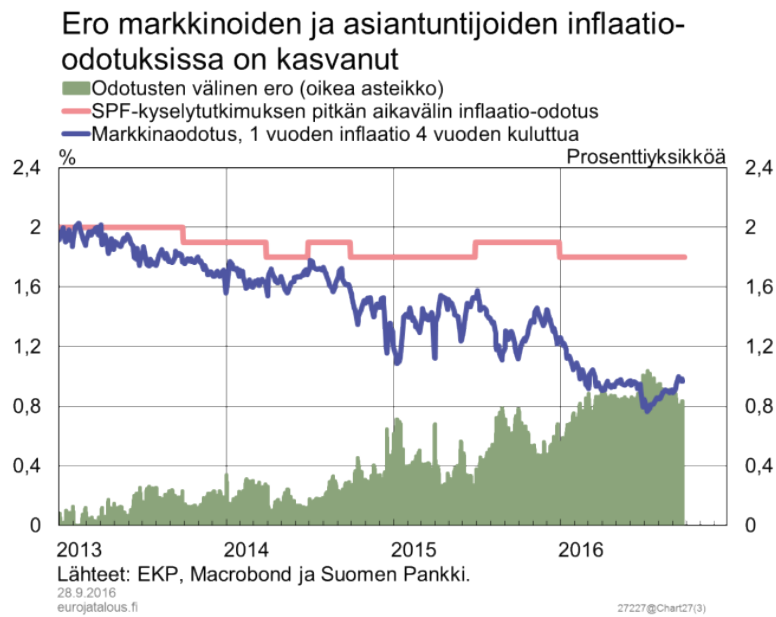


Kun öljyn hinta laski uudelleen vuoden 2015 lopulla ja vuoden 2016 alussa, myös markkinaperusteiset inflaatio-odotukset vaimenivat laajalti. Öljyn hinnan nousu keväällä 2016 sitä vastoin kiihdytti vain lyhyen aikavälin inflaatio-odotuksia. Sittemmin myös keskipitkän aikavälin odotukset ovat alkaneet uudestaan vahvistua. Pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat kuitenkin jääneet vaimiksi ja ovat nyt poikkeuksellisen matalalla. Kyse ei ole yksin euroalueen ongelmasta, sillä myös Yhdysvalloissa pitkät inflaatio-odotukset ovat hiipuneet, tosin viime aikoina hieman vähemmän kuin euroalueella.

Pitkien inflaatio-odotusten hiipuminen on huolestuttava kehityssuunta. Inflaatio-odotukset kuvastavat talouden toimijoiden näkemyksiä inflaation kehityksestä ja ovat siten keskeinen tekijä inflaatiodynamiikassa. Inflaatio-odotusten heikkeneminen voi ajaa talouden tilaan, jossa palkkojen nousuvauhti hiipuu ja sitä kautta lopulta myös kuluttajahintainflaatio hidastuu.

Markkinaperusteiset inflaatio-odotukset heijastavat kuitenkin jossain määrin muutakin kuin pelkästään inflaationäkemyistä, joten ne eivät ole yksinomaan varteenotettava inflaatio-odotusten mittari. Ks. [Miten hyvin inflaatio-odotukset heijastavat odotettua inflaatiota?](#) Kyselytutkimuksiin perustuvat euroalueen keskimääräiset, pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet kutakuinkin muuttumattomina, ja ammattiennustajien odotusten voidaan katsoa olevan edelleen ankkuroituneena hintavakaustavoitteen tuntumaan. Eri lähteet kuitenkin osoittavat, että inflaatio-odotukset poikkeavat jonkin verran toisistaan. Viime vuosina ero markkinaperusteisten ja ammattiennustajien inflaatio-odotusten välillä on kasvanut. Tästä syystä inflaationäkymiä arvioitaessa on syytä ottaa inflaatio-odotusten kehitys huomioon laaja-alaisesti.

Kuvio 12.



Kolmas inflaationäkymään vaikuttava tekijä on reaali-talouden tilaa kuvaava tuotantokuilu eli potentiaalisen ja toteutuneen tuotannon välinen erotus. Negatiivinen tuotantokuilu tarkoittaa, että talouden resurssit ovat vajaakäytössä, mikä näkyy mm. heikkona työllisyytenä. Tällöin taloudessa on käyttämättömiä voimavaroja ja paineet palkkojen ja sitä kautta hintojen nousuun ovat vähäiset. Eri arvioiden mukaan euroalueen tuotantokuilun odotetaan umpeutuvan vasta vuosikymmenen lopussa. Näin ollen, vaikka pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovatkin edelleen ankkuroituneet, pysyy pohjainflaation nopeutumisvauhti todennäköisesti lähivuodet vaimeana ja hintavakaustavoitteen saavuttaminen siirtyy hieman kauemmas. Tuotantokuilun ajantasainen arviointi on kuitenkin hyvin epävarmaa.

Kaiken kaikkiaan, jos markkinaperusteiset pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset eivät kohene ja euroalueen tuotantokuilu säilyy ennusteperiodin lopulla nyt arvioidun mukaisena, lähivuosien inflaatio pysyy maltillisena, mutta kuitenkin vakaasti kohti hintavakautta vievällä uralla. Kuluva vuoden lukuja painaa vielä öljyn hinnanmuutosten pohjavaikutus. Tämän jälkeen talousnäkyvien paraneminen ja kevyenä jatkuva rahapolitiikka alkavat vähitellen kiihdyttää inflaatiota. Ennusteeseen liittyy kuitenkin epävarmuuksia, ja esimerkiksi vaikeasti ennakoitavan öljyn hinnan arvioitua suuremmat heilahdukset voivat muuttaa inflaatiokehitystä merkittävästikin.

Suhdannetilanne ja pienemmät korkomenot kohentavat yhä euroalueen julkista taloutta

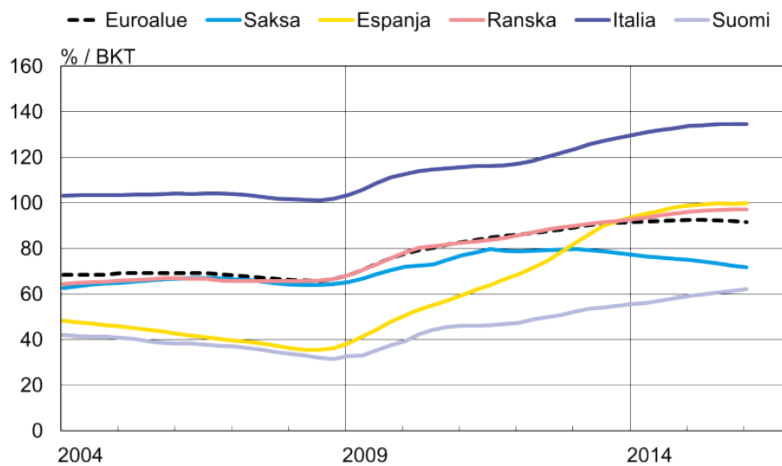
Finanssipolitiikan päätösperäiset toimet ja parempi suhdannetilanne ovat viime vuosina pienentäneet euroalueen julkisen talouden vajeita, jotka heikkenivät merkittävästi vuonna 2008 kärjistyneen finanssikriisin myötä. Finanssikriisin pitkästä varjosta kertoo se, että euroalueen julkisen velan suhde alkoi supistua vasta vuonna 2015.

Euroalueen julkisen talouden kokonaisvajeen arvioidaan pienenevän hieman vuonna 2016 ja supistuvan alle 2 prosentin suhteessa BKT:hen. Sama kehitys jatkuu myös seuraavina vuosina mutta vuonna 2017 aiemmin ennustettua hitaammin. Vuonna 2018 vajeen ei ennusteta vielä kutistuvan alle 1 prosentin BKT:stä. Vajeen suuruus vaihtelee maittain huomattavastikin.

Euroalueen suurista maista vain Saksassa velkasuhteen ennustetaan supistuvan vuosina 2016–2017. Italiassa ja Espanjassa velkasuhde alkaa pienentyä vuonna 2018, mikä merkitsee aiemmin ennustettua heikompaa kehitystä. Ranskassa velkasuhteen kasvun arvioidaan vasta pysähtyvän vuonna 2018. Näihin ennusteisiin liittyy kuitenkin merkittäviä epävarmuuksia, koska ne riippuvat ratkaisevasti toteutuneesta talouskasvusta.

Kuvio 13.

Euroalueen julkinen velkasuhde supistui vuonna 2015



Neljän neljänneksen liukuva keskiarvo, viimeinen havainto 1/2016.

Lähteet: Eurostat ja Suomen Pankin laskelmat.

28.9.2016
eurojatalous.fi

26037@chart59

Yleisesti julkisen talouden tila ja näkymät riippuvat vallitsevasta korkotasosta, suhdannetilanteesta ja finanssipolitiikan päätösperäisistä toimista. Näistä tekijöistä vallitseva korkotaso on tällä hetkellä erityisen suotuisa, mikä merkitsee julkisen talouden kannalta yhä väheneviä korkomenoja.

Suhdannetilanne on monessa euroalueen maassa yhä selvästi tärkein julkisen talouden perusjäämää kohentava tekijä, kun vuoteen 2014 asti finanssipolitiikan päätösperäiset toimet olivat keskeisessä osassa. Vuonna 2016 finanssipolitiikka on euroalueen tasolla jopa jonkin verran elvyttävää; osasyynä tähän on pakolaiskriisistä johtuva julkisten menojen kasvu. Vakaus- ja kasvusopimus edellyttää kuitenkin myöhemmin ennustejaksolla jälleen finanssipolitiikan kiristämistä monissa euromaissa.

Ecofin-neuvosto totesi kesällä 2016, etteivät Espanja ja Portugali ole toteuttaneet tehokkaita toimia liiallisen alijäämän korjaamiseksi. Maat eivät ole saaneet liiallisia alijäämiään korjattua määräajassa, ja finanssipolitiikan sopeutustoimet ovat jääneet merkittävästi neuvoston suosituksesta. Espanjalta edellytetään lisätoimia 0,5 % BKT:stä sekä vuonna 2017 että 2018 ja Portugalilta 0,6 % BKT:stä vuonna 2017. Espanjalle ja

Portugalille määrättävät sakot kuitenkin peruttiin maiden komissiolle lähettämässä perustelluissa pyynnöissä esitettyjen näkökohtien ansiosta.

Viime aikoina myös euroalueen finanssipolitiikan asianmukainen mitoitus on ollut esillä.^[3] Erityisesti Saksaa on usein rohkaistu muidenkin euromaiden kasvua tukevaan kotimaiseen elvytykseen, esimerkiksi tuottaviin ja kasvua vahvistaviin infrastruktuuri-investointeihin. Saksan yhä ylijäämäisen valtiontalouden näkökulmasta tämä olisi mahdollista. Toisaalta Saksan julkinen velkasuhde on suotuisesta kehityksestään huolimatta vielä jonkin verran 60 prosentin (BKT:stä) velkarajaa suurempi.

Riskit painottuvat ennustettua heikomman kehityksen suuntaan

Kansainvälisen talouden ennusteen riskit painottuvat jälleen kerran ennustettua heikomman kehityksen suuntaan. Ennusteen perusuran kannalta keskeisimmät riskit voidaan jakaa kansainvälisen talouden riskeihin ja EU22-alueen sisäisiin riskeihin.

Kansainvälisen talouden riskit

Mahdollinen ennustettua positiivisemmän kehityksen riski liittyy Yhdysvaltain kasvunäkymiin, jotka saattavat osoittautua odotettua suotuisammiksi. Näin saattaa käydä, jos **Yhdysvaltain tuottavuuden kasvu** ripeytyy lähemmäs vuosien 1995–2004 vauhtia. Työn tuottavuuteen vaikuttavat tekijät voidaan jakaa työvoiman osaamiseen, pääomakannan syventymiseen ja ns. kokonaistuottavuuteen. Näistä viime vuosien heikon kehityksen takana ovat olleet investointien vähäisyys ja erityisesti huono kokonaistuottavuus. Matala korkotaso tukee osaltaan yritysten investointeja. Sen sijaan kokonaistuottavuuden kehitystä on hyvin vaikea arvioida. Jos Yhdysvaltain kasvunäkymät paranisivat merkittävästi, tämä johtaisi myös euroalueen kannalta parempaan talouskehitykseen, kun euroalueen ulkoinen kysyntä kohenisi.

Yhdysvaltojen ja koko maailmantalouden näkymät voivat kuitenkin myös heiketä merkittävästi erityisesti, jos jo virinnyt protektionismikeskustelu leviää laajemmalle ja ulottuu myös poliittisiin päätöksiin kehittyneissä talouksissa. Erityisiä kysymysmerkkejä liittyy vapaakauppa-alueuuvottelujen (Trans-Pacific Partnership Agreement [TPP] ja Transatlantic Trade and Investment Partnership [TTIP]) mahdolliseen kariutumiseen. **Protektionismiin ja sisäänpäin käpertymiseen** liittyvät kehityskulut ovat luonteeltaan poliittisia, ja siksi niiden todennäköisyyden ja vaikutusten arviointi taloustieteellisten välineiden avulla on hyvin vaikeaa.

Kiinan talous kasvoi alkuvuonna odotettua ripeämmin. Tästä huolimatta on epätodennäköistä, että maan talouskasvu pystyisi jatkossa yllättämään merkittävästi ennustettua positiivisempaan suuntaan. Kiinan talouskasvun reipas tahti on yhä enemmän perustunut velkavetoiseen kasvuun, mikä lyhyellä aikavälillä altistaa Kiinan talouden rahoitusmarkkinahäiriöille. Pitemmän aikavälin ongelma Kiinan talouskehityksessä on ollut se, että kasvu on rakennettu pitkälti vientivetoiseksi ja

3. Vakaus- ja kasvusopimuksen säännöt eivät velvoita yksittäisiä euromaita ottamaan koko euroalueen finanssipolitiikan mitoitusta huomioon.

investointipainotteiseksi. Kiinan talouden rakennetta onkin yritetty muuttaa tasapainoisemmaksi kotimaisen kulutuskysynnän suuntaan, mikä tarjoaisi paremmat eväät kestäväen talouskasvun ylläpitämiseen pitkällä aikavälillä.

Kiinan talouteen liittyy merkittävä ennustettua heikomman kehityksen riski, sillä taloudessa on suuria epätasapainoja, joiden purkautuminen hallitsemattomasti voi johtaa selvästi suurempiin rahoitusmarkkinahäiriöihin kuin Kiinassa on viime vuosina koettu. Etenkin yritysten velkaantuminen on lisääntynyt hyvin nopeasti, ja velkaa on keskittynyt tehottomiin yrityksiin, joiden velanhoitokyky on heikentynyt. Mahdollinen **Kiinan rahoitusmarkkinahäiriö** voi kärjistyä talouskriisiksi, jossa epävarmuus kasvaisi ja luottamus talouskehitykseen heikkenisi nopeasti. Epävarmuuden lisääntyminen kasvattaisi yritysten riskipreemioita eli yritysten rahoituskustannuksia ja leikkaisi sitä kautta investointeja. Suuremmat rahoituskustannukset vähentäisivät myös yritysten tuotantoa ja työn kysyntää, mikä hidastaa palkkojen nousuvauhtia. Heikentyvä työllisyys ja palkkakehitys vähentäisivät kotitalouksien tuloja, ja tätä kautta myös yksityisen kysynnän kasvu hidastuisi. Koska Kiinan taloudellinen merkitys on suuri ja maa on syvästi integroitunut maailmantalouteen, vaikutukset näkyisivät myös nousevissa talouksissa. Suomen Pankissa kansainvälisen raha- ja finanssitalouden ns. GIMF-mallin avulla tehtyjen laskelmien mukaan Kiinan kasvun hidastuminen prosenttiyksikön verran leikkaisi Yhdysvaltojen ja euroalueen kasvusta noin 0,3–0,4 prosenttiyksikköä.

EU22-alueen sisäiset riskit

Yksi ilmeinen riski euroalueella on **Ison-Britannian EU-eron** (brexitin) vaikutus talouskehitykseen. Milloin ja miten ero käytännössä toteutuu, on kuitenkin vielä arvailujen varassa. [Kolme kuukautta brexitäänestyksestä – missä mennään?](#) Brexitin lyhytaikaiset taloudelliset vaikutukset syntyvät luottamus-, varallisuus- ja valuuttakurssikanavien kautta. Pidemmällä aikavälillä työvoiman vapaan liikkuvuuden ja mahdollisten tullien vaikutukset korostuvat.

Brexitä koskevat skenaariot perustuvat yleensä kahteen tai kolmeen eri oletukseen siitä, miten Iso-Britannia järjestää kauppasuhteensa EU:n (ja muun maailman) kanssa. Laskelmissa Ison-Britannian tullimaksut (suhteessa EU27-alueeseen) suurenevät pysyvästi. Suotuisassa vaihtoehdossa EU-tullit ovat samankaltaiset kuin Norjan ETA-sopimuksessa (keskimäärin reilu prosentti), jolloin suorat kauppavaikutukset jäävät hyvin pieniksi. Jos sen sijaan oletetaan, että tullit nousisivat WTO-maiden tullien tasolle (lähes 5 prosenttiin), vaikutukset olisivat selvästi suuremmat.

Tullimaksujen korotus vaikuttaa siten, että Ison-Britannian tuonti ja vienti EU-alueelle supistuvat pysyvästi. Tuontihyödykkeiden kallistuminen lisää kustannuksia, mikä johtaa yritysten vähäisempiin investointeihin ja pääomakantaan pitkällä aikavälillä. Vastaavasti kotitaloudet joutuvat vähentämään kulutusmenojaan. Laskelmissa punta heikkenee, kun yritykset yrittävät saada tuotantoa myytyä ulkomaille, koska kotimainen kysyntä ei vedä. Rahoituspalvelut ovat tavarakaupan lisäksi merkittävä vaikutuskanava.

Toinen erityisesti euroaluetta koskeva huoli ovat **Italian pankkijärjestelmän** 360 mrd. euron järjestämättömät lainat. Italian valtiovarainministeriön arvion mukaan näistä noin 85 mrd. euroa on varsinaisia ongelmaluottoja, joihin ei ole luottotappiovarauksia eikä myöskään pankkien omia pääomia käytettäväksi. Italian hoitamattomien luottojen

ongelma voi kärjistyä, jos rahoitusmarkkinoilla syntyy epäilyjä italialaispankkien tilasta ja/tai perustuslain uudistamista koskeva kansanäänestys johtaa poliittiseen pattitilanteeseen. Sekä alkuvuoden 2016 Kiinan kasvuhuolista kummunneen että brexittuloksen jälkeiset rahoitusmarkkinoiden häiriöt tarttuivat markkinoiden heikoiksi arvioimien pankkien osakkeiden ja luottoriskisopimusten hintoihin.

Myös Portugalin pankkien ongelmaluottojen määrä on huomattavan suuri eli noin 30 mrd. euroa. Pankkien tilanteen lisäksi Portugalin tilanteen haurautta lisää myös se, että valtion luottoluokitus, joka on ehto mm. valtion ja valtion takaamien joukkolainojen vakuuskelpoisuudelle EKP:n rahapolitiikkaoperaatioissa, on vain yhden luottoluokituslaitoksen (DBRS) varassa.

Avainsanat

- [inflaatio](#)
- [maailmantalous](#)
- [rahopolitiikka](#)
- [talouskasvu](#)

MAAILMANTALouden ENNUSTE

Maailmantalous kiihdyttää vaimeasti

29.9.2016 11:00 • EURO & TALOUS 4/2016 • TALouden NÄKYMÄT

Maailmantalouden ennakoitaan kasvavan 2017–2018 reilun 3 prosentin vauhtia eli vain hieman nopeammin kuin 2016. Maailmankaupan kasvu pysyy viime vuosina nähtyyn tapaan hitaana suhteessa BKT:hen. Yhdysvaltain ja Kiinan kasvu jatkuu vahvana ja ylläpitää maailmantalouden kohenemistä. Öljyn hinnan hienoinen nousu tukee Venäjän talouden vähittäistä elpymistä. Euroalueen kasvun odotetaan jatkuvan melko ripeänä kotimaisen kysynnän vetämänä. Brexit varjostaa etenkin Britannian, mutta jonkin verran myös muun Euroopan kasvunäkymiä. Nousevien talouksien kehitys jatkuu ennustejaksolla melko vakaana eikä Euroopan kasvunotkahduksen juuri odoteta vaikuttavan näihin maihin.



Brexit yllätti rahoitusmarkkinat

Yhdysvaltain ensimmäinen koronnosto joulukuussa 2015 lisäsi alkuvuonna 2016 huolia nousevista talouksista. Syynä oli erityisesti se, että nousevien maiden valuuttojen heikkeneminen suhteessa dollariin lisäsi merkittävästi dollarimääräisiä velkoja ottaneiden yritysten kotimaanvaluutan määräistä velkataakkaa.

Yhdysvalloissa ensimmäiselle koronnostolle ei vielä toistaiseksi ole saatu jatkoa, ja huoli nousevista talouksista on tällä hetkellä hieman hellittänyt, mikä on näkynyt sekä nousevien talouksien että Yhdysvaltain osakekurssien kohoamisena. Yhdysvaltain talous on useiden arvioiden mukaan ainakin lähes saavuttanut täystyöllisyyden, ja inflaatio –

vaikka onkin vielä hieman tavoiteltua vähäisempi – on kiihtynyt selvästi vuodesta 2015. Vaikka Yhdysvaltain bruttokansantuotteen kehitys on alkuvuonna 2016 ollut vaimeaa, talouden ennustetaan jatkavan kasvu-urallaan.

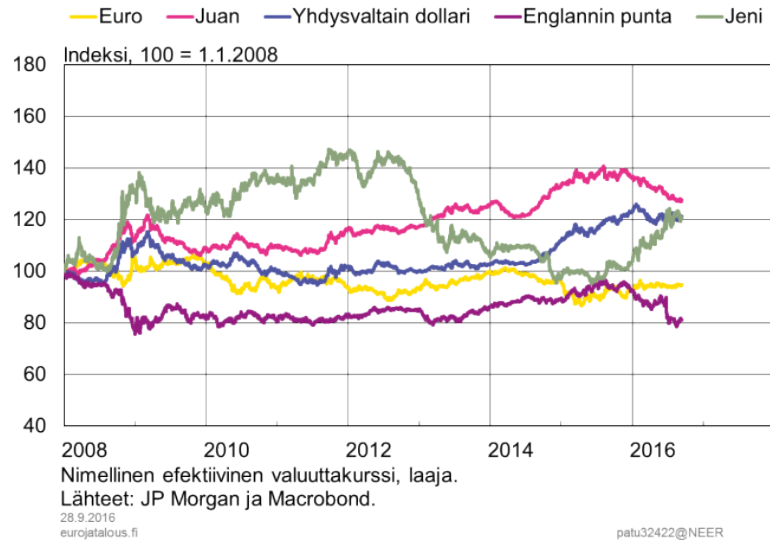
Kuvio 1.



Rahoitusmarkkinoiden levollisuus päättyi, kun markkinat yllättyivät kesäkuun lopulla Ison-Britannian irtautumista puoltavan EU-kansanäänestyksen tuloksesta. Brexitäänestystuloksen välittömät vaikutukset rahoitusmarkkinoihin, valuuttakursseja lukuun ottamatta, jäivät kuitenkin lyhytkestoisiksi, ja markkinat ovat jo pääosin palautuneet niistä. Rahoitusmarkkinoiden palautumista on tukenut Englannin pankin merkittävä elvytyspaketti, josta ilmoitettiin elokuun alussa. Englannin punnan kauppapainoinen valuuttakurssi, joka heikkeni jonkin verran jo ennen kansanäänestystä, on kuitenkin jäänyt merkittävästi heikommaksi kuin ennen äänestystä, ja pitkät puntakorot ovat aiempaa matalammat.

Kuvio 2.

Punta ja juan heikentyneet, jeni vahvistunut vuoden alusta

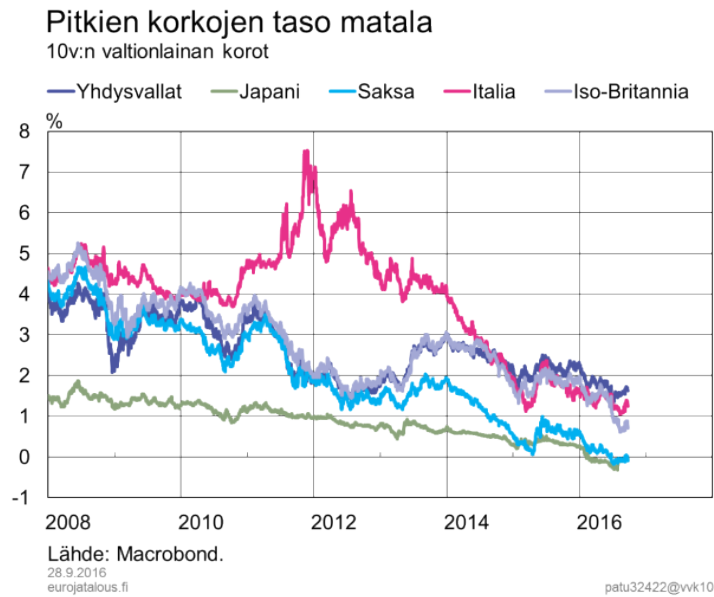


Kehittyneiden maiden pidemmän aikavälin kasvunäkymät ovat pysyneet vaihtelevina mm. tuottavuuden hitaan kasvun takia, ja pitkät korot ovat tämän vuoden kuluessa painuneet ennätysmataliksi. Myös hintanäkymät ovat yhä vaihtelevia. Markkinaodotusten mukaan keskeiset keskuspankit pitävät rahapolitiikan kevyenä vielä pitkään, vaikka Yhdysvalloissa korkojen odotetaan hieman nousevan. Euroopan keskuspankki kevensi maaliskuussa merkittävästi rahapolitiikkaansa. Syyskuussa EKP:n neuvosto korosti, että toimia jatketaan, kunnes inflaatiovauhdin katsotaan palautuvan kestävästi tavoitteen mukaiseksi.

Japanissa kasvu- ja inflaatiokehitys on ollut erityisen vaihtelevaa, ja myös Japanin keskuspankki on tehnyt lisätoimia. Kevyestä rahapolitiikasta huolimatta jenin kauppapainoinen valuuttakurssi on vahvistunut voimakkaasti vuoden 2016 aikana. Kiinan juanin kauppapainoinen valuuttakurssi on sen sijaan hieman heikentynyt vuoden 2016 alkupuoliskolla. Kiinan talouskehitys on alkuvuonna ollut vakaata.

Yhä runsas öljyn tarjonta on pitänyt öljyn hinnan matalana. Alkusyksynä hinta oli hieman alle 50 dollaria tynnyriltä. Ennustejaksolla öljyn hinnan oletetaan nousevan keskimäärin noin 55 dollariin tynnyriltä vuonna 2018. [Ks. Öljymarkkinat hakevat uutta tasapainoa.](#)

Kuvio 3.



Maailmantalouden kasvu kiihtyy vain hieman

Maailmantalouden ennakoitaan kasvavan vuosina 2017–2018 reilun 3 prosentin vauhtia eli vain hieman nopeammin kuin vuonna 2016. Ison-Britannian kansanäänestyksen tulos ja odotettavissa olevat pitkät EU-eroneuvottelut varjostavat etenkin maan itsensä mutta jonkin verran myös muun Euroopan kasvunäkymiä ennustejaksolla. [Ks. Kolme kuukautta brexitäänestyksestä – missä mennään?](#)

Kansanäänestyksen tulosta seurannut välitön rahoitusmarkkinoiden heilunta jäi kuitenkin verrattain lyhytkestoiseksi. Siksi brexit vaikuttaa suhdanne-ennusteeseen pääosin kauppavirtojen kautta: Ison-Britannian tuonti supistuu lähivuosina merkittävästi, mikä vähentää muun Euroopan vientiä Isoon-Britanniaan sekä vientiteollisuuden investointeja. Ennusteessa brexit on koko Euroopan mittakaavassa pienekö, hieman kasvua sekä inflaatiota ennustejakson kuluessa hidastava epäsuotuisa sokki. Tähän arvioon liittyy kuitenkin ennakoitua heikomman kehityksen riski, jolloin vaikutukset olisivat syvempiä ja heijastuisivat laajemmin Eurooppaan ja koko maailmantalouteen.

Euroalueen kasvua vaimentavat myös alueen sisäiset ja brexitistä riippumattomat ongelmat, kuten Italian kasvunäkymien heikentyminen uudelleen ja pankkisektorin vaikeudet.

Yhdysvalloissa ja Kiinassa talouskasvu jatkuu vahvana ja ylläpitää maailmantalouden kohenemista. Yhdysvalloissa kasvun ennakoitaan kiihtyvän tämän vuoden tilapäisesti hitaamman vaiheen jälkeen reiluun 2 prosenttiin. Kiinassa kasvu hidastuu hallitusti, kun talouden rakenne muuttuu investoinneista yksityisen kulutuksen suuntaan. Brexitistä johtuva Euroopan talouden notkahdus ei juuri vaikuta Yhdysvaltain ja Kiinan kasvuun. Yhdysvalloissa inflaation odotetaan kiihtyvän noin 2 prosenttiin.

EU22-alueen (euroalue, Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska) inflaatiokehitys on kaksijakoista: euroalueen inflaatio kiihtyy ennustejaksolla, mutta ei vielä saavuta keskipitkää aikaväliä koskevaa hieman alle 2 prosentin tavoitetta. Isossa-Britanniassa inflaatio kiihtyy voimakkaammin kuin euroalueella, kun brexitistä johtuva punnan heikentyminen kiihdyttää tuontihintojen nousua.

Japanin talouspoliittiset haasteet ovat ennustejaksolla suuret ja ilman merkittäviä muutoksia talouspolitiikkaan kasvu- ja inflaationäkymät ovat hyvin vaikeat. Väestön ikääntymisen takia bruttokansantuotteen kehitys työikäistä väestöä kohden on kuitenkin kohtuullista.

Öljyn hinnan hienoinen kohoaminen tukee Venäjän talouden elpymistä. Venäjän kasvu kiihtyy noin 1,5 prosenttiin vuonna 2018.

Nousevien talouksien kehitys jatkuu ennustejaksolla melko vakaana eikä Euroopan kasvun notkahduksen odoteta juuri vaikuttavan näihin maihin. Maailmankaupan ennakoidaan hieman kiihtyvän ennustejaksolla poikkeuksellisen vaikean vuoden 2016 jälkeen. Viime vuosina nähtyyn tapaan maailmankaupan kasvu pysyy kuitenkin koko ennustejaksolla hitaana suhteessa bruttokansantuotteeseen. [Ks. Miksi maailmankauppa on hidastunut?](#)

Taulukko 1.

BKT:n ja maailmankaupan muutos

Prosenttimuutos edellisvuotisesta (alla edellinen ennuste)

BKT	2015	2016 ^e	2017 ^e	2018 ^e
Yhdysvallat	2,6	1,6	2,3	2,2
	(2,4)	(2,2)	(2,3)	(2,2)
EU22	2,0	1,7	1,3	1,6
	(1,7)	(1,6)	(1,8)	(1,8)
Japani	0,6	0,4	0,9	1,0
	(0,5)	(0,4)	(0,7)	(1,2)
Kiina	6,9	6,5	6	5
	(6,9)	(6)	(6)	(5)
Venäjä	-3,7	-1,0	1,0	1,5
	(-3,7)	(-3)	(0)	(1)
<i>Maailma</i>	2,9	2,8	3,1	3,1
	(2,8)	(2,8)	(3,2)	(3,2)
Maailmankauppa	2,3	1,5	3,2	3,5
	(1,4)	(2,7)	(3,8)	(4,0)

e = ennuste.

EU 22 = euroalue, Ruotsi, Tanska ja Iso-Britannia.

Lähde: Suomen Pankki.

Taulukko 2.

Inflaatio keskeisissä maissa

Prosenttimuutos edellisestä vuodesta (alla edellinen ennuste)

Vuosi	2015	2016 ^e	2017 ^e	2018 ^e
EU22	0,0	0,4	1,4	1,5
	(0,0)	(0,2)	(1,2)	(1,6)
Yhdysvallat	0,1	1,1	2,1	2,2
	(0,1)	(1,0)	(2,3)	(2,2)
Japani	0,8	-0,1	0,6	1,0
	(0,8)	(0,2)	(1,5)	(1,4)

e = ennuste.

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

Lähteet: Maiden tilastoviranomaiset ja Suomen Pankin laskelmat.

Brexit vaimentaa kasvua Euroopassa

Brexit merkitsee Isolle-Britannialle suurta muutosta, jonka lopulliset vaikutukset nähdään vasta pidemmän ajan kuluessa. Ison-Britannian kasvu on erityisesti vuonna 2017 merkittävästi vaimeampaa kuin ennen EU-kansanäänestystä arvioitiin. Tämän myötä euroalueen, Ruotsin ja Tanskan vienti Isoon-Britanniaan vaimenee, mikä samalla heikentää erityisesti vientiteollisuuden investointeja näissä maissa ja vaimentaa kasvua hieman.

Brexitin vaikutuksiin liittyy kuitenkin paljon epävarmuutta. Kaupankäynnin lisäksi brexitillä voi olla ennusteajanjaksolla euroalueen, Ruotsin ja Tanskan talouteen useita muitakin vaikutuksia, mutta ennusteen perusrassaa näitä vaikutuksia ei ole otettu huomioon.

Kotimaisen kysynnän vetämänä euroalueen kasvun odotetaan jatkuvan melko ripeänä huolimatta pienestä vuoteen 2017 osuvasta hidastumisesta. Kasvua tukevat kevyt rahapolitiikka ja ennusteajanjaksolla kutakuinkin neutraali finanssipolitiikka. Kasvun jatkuminen tukee ennusteajaksolla työllisyyden kohenemista ja kiihdyttää inflaatiota.

Kasvun lievä vaimeneminen brexitin takia hidastaa kuitenkin euroalueen elpymistä ja lisää julkisen talouden haasteita useassa maassa. Euroalueen julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen pienenee vain hieman ennusteajaksolla. Euroalueen suurista maista erityisesti Italian talousnäkyvät näyttävät hyvin vaimeilta muun muassa pankkisektorin ongelmien takia.

Kaiken kaikkiaan brexitin vaikutus Suomen Pankin uuteen EU22-alueen reaalitalouden ennusteeseen on merkittävä. Ison-Britannian kasvuennustetta on tarkistettu aiemmin arvioitua heikompaan suuntaan eniten, mutta vaikutukset vaimentavat myös muiden EU22-alueen maiden kasvua. Ennen arvioitua heikomman kasvuennusteen takia ns. tuotantokuilu eli potentiaalisen ja toteutuvan BKT:n välinen ero jää ennusteperiodin lopulla aiempaa suuremmaksi. EU22-alueen inflaatio pysyy vuonna 2016 vielä hitaana, mutta kiihtyy seuraavina vuosina.

Yhdysvaltain talouskasvu ja inflaatio kiihtyvät

Teollisuustuotannon ja investointien kehitys on Yhdysvalloissa ollut jo runsaan vuoden ajan hyvin heikkoa, mikä johtuu etenkin kaivannaisteollisuuden sopeutumisesta alhaiseen öljyn hintaan. Öljyntuotantoa on supistettu ja alan ylikapasiteettia purettu, ja tämä on näkynyt myös monilla muilla tähän tuotantoon sidoksissa olevilla toimialoilla.

Investointien supistuminen kaivannaisteollisuudessa on ollut rajua. Vuoden 2016 toisella neljänneksellä investointeja oli lähes 50 % vähemmän kuin vuotta aiemmin ja yli 62 % vähemmän kuin kolme vuotta sitten. Ennusteessa lähtökohtana on, että tämä sopeutuminen on nyt pitkälti viety läpi, joten teollisuustuotannon ja investointien kasvun edellytykset ovat parantuneet merkittävästi.

BKT:n kasvu jää vuonna 2016 heikon ensimmäisen vuosipuoliskon vuoksi vain 1,6 prosenttiin, mutta vuonna 2017 kasvuvauhti ylittää 2,3 prosenttiin ja vuonna 2018 se on 2,2 %. Tänä vuonna kasvu on yksityisen kulutuksen varassa, mutta parina seuraavana vuonna sitä tukevat myös sekä tuotannolliset investoinnit että asuintoiminnit. Nettoviennin kasvuvaikeus on heikko koko ennusteperiodin ajan, sillä dollarin vahvuus tukee tuontia ja heikentää vientiä.

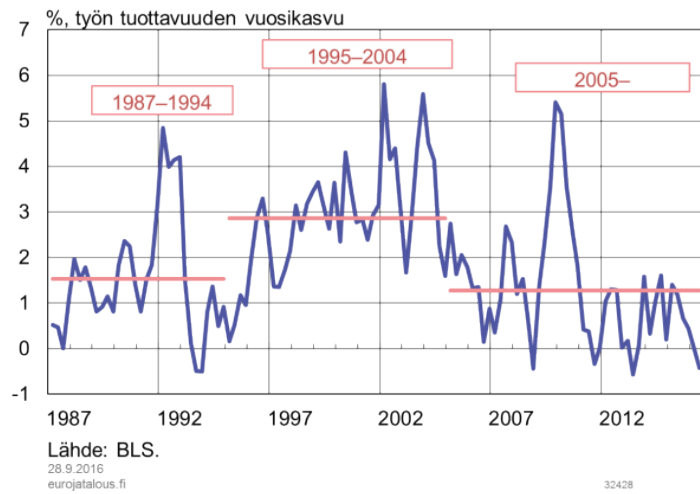
Työmarkkinoilla kehitys on ollut hyvää, ja työttömyysaste on painunut jo hieman alle 5 prosenttiin. Kuluttajahintainflaatio jää vuonna 2016 runsaan prosentin tuntumaan, mutta jo ensi vuonna inflaation ennustetaan nopeutuvan yli 2 prosentin talouskasvun piristyessä ja öljyn hintavaikutuksen hiipuesssa.

Yhdysvaltain talouskasvua jarruttaa tuottavuuden heikko kehitys. Työn tuottavuuden koheneminen on hidastunut jo reilun kymmenen vuoden ajan, mutta aivan viime vuosina kehitys on ollut erityisen heikkoa (kuvio 4). Tämän vuoden toisella neljänneksellä työn tuottavuus jopa supistui vuodentakaisesta.

Työn tuottavuuden kasvun hidastuminen koskee Yhdysvaltain lisäksi laajaa joukkoa muitakin maita. Syyinä ilmiöön voivat osittain olla riittämättömät investoinnit tuotantokapasiteetin uusimiseen. Investointien vähäisyyttä tärkeämpänä selityksenä pidetään kuitenkin kokonaistuottavuuden heikkoa kehitystä. Tähän ilmiöön on esitetty tutkimuskirjallisuudessa useita selityksiä. Näitä ovat uuden teknologian vaikutusten viiveet ja leviämisen muuttuminen verkkaisaksi tai yritysten toimintaympäristön dynaamisuuden väheneminen, joka liittyy mm. aiempaa hitaampaan työn ja pääoman uudelleenallokoitumiseen tuottamattomilta tuottavammille aloille.

Kuvio 4.

Työn tuottavuuden kasvu hidastunut Yhdysvalloissa



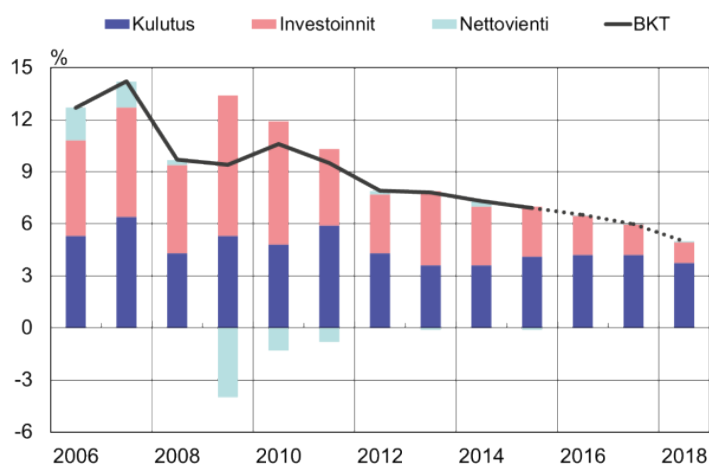
Kiinan talouskasvu hidastuu, riskit lisääntyneet

Kiinassa vuoden 2016 toteutunut BKT:n kasvu on elvytyspolitiikan vauhdittamana ollut odotettua nopeampaa. Tästä syystä kuluvaa vuotta koskevaa BKT:n kasvuennustetta on tarkistettu aiemmasta 6 prosentista 6,5 prosenttiin. Kasvunäkymät eivät kuitenkaan ole muuttuneet, vaan kasvun odotetaan hidastuvan 6 prosenttiin vuonna 2017 ja 5 prosenttiin 2018.

Kasvun hidastumisen taustalla on useita tekijöitä, kuten supistuva työvoiman määrä, heikkenevä tuottavuuden koheneminen ja käynnissä oleva talouden rakennemuutos, joka vaimentaa investointien lisääntymistä. Tulevina vuosina taloutta kannattelee pääosin kotimaisen kulutuskysynnän vakaa ja vahva lisääntyminen. Kuluttajahintojen nousu odotetaan pysyvän maltillisena, ja raha- sekä finanssipolitiikan kasvua tukevana.

Kuvio 5.

Kiinan BKT:n kasvu ja sen osatekijät



Lähteet: Kiinan tilastovirasto, CEIC ja BOFIT.

28.9.2016
eurojatalous.fi

21180@kesä_2016_kontribuutiot

Kiinan talouskehitykseen liittyvät huolet ovat kasvaneet edelleen, eikä voida jättää huomiotta kehityskulkuja, joissa kasvu hidastuu selvästi ennustettua nopeammin. Erityisesti rahoitussektori on koetuksella. Yritysten velkaantuminen on jatkunut hyvin nopeana, ja velka on keskittynyt sektoreille, joilla on ylikapasiteettia, ja tehottomiin valtio-omisteisiin yrityksiin. Monilla näistä on esiintynyt vaikeuksia hoitaa velvoitteitaan, ja useiden tulevaisuudennäkymät ovat heikot. Lisäksi monien valtionyritysten tuloskunto on heikentynyt ja yhä useamman yrityksen korkomenot ovat hyvin suuret tuloihin nähden.

Varjopankkisektorin suuri koko hämärtää kuvaa rahoitussektorista, mikä vaikeuttaa valvontaa. Rahoitussektorin toimijoiden väliset linkit ovat myös lisääntyneet, minkä vuoksi mahdolliset yksittäiset ongelmat leviävät aiempaa herkemmin muihin toimijoihin.

Investointien kasvun odotetaan ennusteessa hidastuvan tasaisesti. Vuonna 2016 investointien lisääntyminen on ollut hyvin valtiotavoista ja yksityisten reaali-investointien vuosikasvu on painunut vaimeaksi. Investoinnit kattavat lähes puolet Kiinan taloudesta, ja jos niiden kasvu hidastuu merkittävästi ennustettua enemmän, vaikutus talouden näkyymiin on tuntuva.

Kiinan poliittisella rintamalla tilanne on vaikea, kun talouden vapauttaminen ja sisäisen politiikan kiristäminen (mm. tiukempi ja laajempi sensuuri, internetrajoitusten lisääminen ja kansalaisyhteisöjen valvonta) ovat törmäyskurssilla. Vaikuttaa myös siltä, että Kiinan johto ei ole yksimielinen talouspolitiikan painopisteestä. Toiset haluavat pitää yllä virallisten kasvutavoitteiden mukaista nopeaa kasvua, ja toiset haluaisivat ajaa uudistuksia, joiden myötä kehitys todennäköisesti hidastuisi lyhyellä aikavälillä virallisia tavoitteita hitaammaksi. Myös ulkopoliittiset riskit ovat suurentuneet Etelä-Kiinan meren tilanteen vuoksi.

Japanissa kasvu- ja hintanäkymät edelleen vaisut

Japanissa talouskasvu jatkuu vaisuna. Vientiä painaa jenin huomattava vahvistuminen, joka heikentää vientisektorin kustannuskilpailukykyä. Lisähaasteita tuovat aiempaa vaimeampi maailmankaupan kasvuvauhti ja Japanin tärkeimmän kauppakumppanin Kiinan talouskasvun hidastuminen.

Myös kotimainen kysyntä on ollut heikkoa. Yksityisen kulutuksen kasvua hidastaa edelleen maltillinen ansiokehitys. Nimellispalkat ovat nousseet jonkin verran, ja inflaation hitaus on kasvattanut reaalisia ansioita. Samalla kuitenkin pienempipalkkaisten osa- ja määräaikaisten työntekijöiden osuus työvoimasta on lisääntynyt, jolloin kansantalouden kokonaispalkkasumma ja siten ostovoiman kehitys jäävät vaisuiksi.

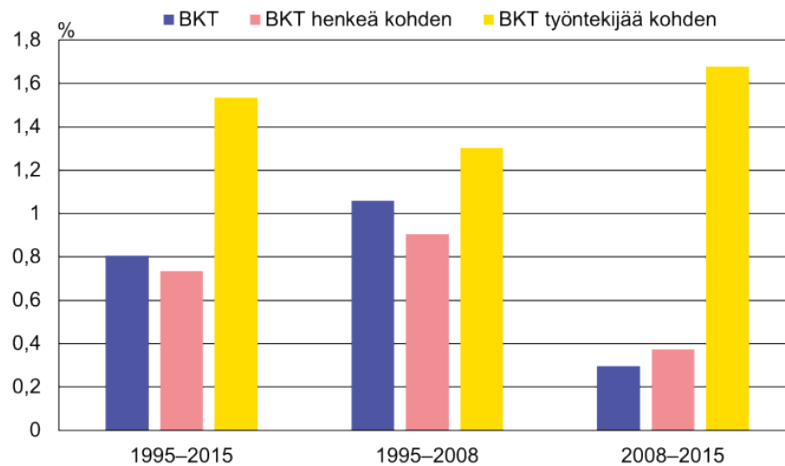
Yritysten kotimaista investointihalukkuutta puolestaan hillitsee se, että Japanissa väestö vanhenee ja sen määrä supistuu. Yritysten voitot ovat ennätyskellisiä, mutta sen sijaan, että tehtäisiin investointeja kotimaahan, japanilaiset yritykset pyrkivät laajentumaan mieluummin ulkomaille parempien näkymien perässä.

Kotimaisen kysynnän kasvu onkin lähivuosina pitkälti julkisen kulutuksen varassa. Hallitus pyrkii Japanissa vauhdittamaan talouskasvua elvyttävällä finanssipolitiikalla. Elvyttävä finanssipolitiikka kuitenkin kasvattaa maan velkaantumista ja lisää pidemmän aikavälin haasteita velkakestävyuden saavuttamiseksi.

Matalasuhdanteen lisäksi kasvua painaa väestörakenteen muutos. Ikääntyvien osuus lisääntyy, ja työikäisen väestön osuus pienenee. Työikäisen väestön määrään suhteutettuna Japanin talouskasvu onkin ollut verrattain ripeää (kuvio 6).

Kuvio 6.

Työikäisen väestön määrän supistuminen hidastaa Japanin talouskasvua



Lähteet: Macrobond ja Japanese Cabinet Office.

28.9.2016
eurojatalous.fi

32672@JP_gdp_worker avg

Kuluttajahintainflaatio on muuttunut jälleen negatiiviseksi vaisun talouskasvun, jenin vahvistumisen ja öljyn alhaisena pysyvän hinnan takia. Heikon kotimaisen kysynnän

vuoksi myös pohjainflaation vauhti on hidastunut lähelle nollaa. Inflaatiokehitys jatkuu maltillisena lähivuosiinakin, sillä inflaatio-odotukset ovat vähäiset, inflaatiota kiihdyttävä kulutusveron korotus siirtyi vuoteen 2019 eikä ennusteessa odoteta jenen heikentyvän merkittävästi nykytasoltaan.

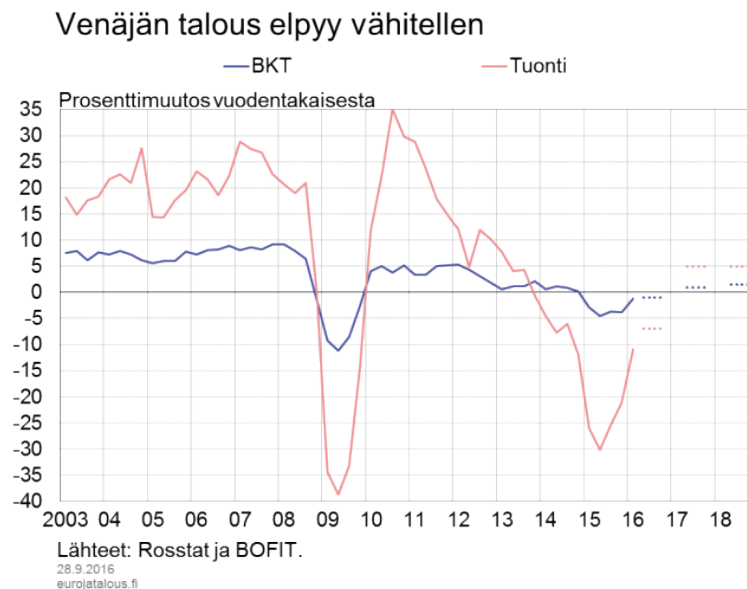
Japanin keskuspankki pitää rahapolitiikkansa edelleen hyvin kevyenä. Syyskuun kokouksessaan keskuspankki tarkensi strategiaansa ja mm. ilmoitti nostavansa tuottokäyrätavoitteen merkitystä rahapolitiikassaan. Erityisesti pyrkimyksenä on pitää maturiteetiltaan pitkien, 10 vuoden valtionlainojen korot nollan tuntumassa. Lisäksi keskuspankki ilmoitti jatkavansa rahaperustan laajentamista, kunnes inflaatio on kestävästi ylittänyt 2 prosentin tavoitetasoa.

Venäjän talouden ennustetaan kohenevan hieman aiemmin arvioitua paremmin

Venäjän talous supistuu vuonna 2016 aiempaa lievemmin ja elpyy vuonna 2017 hieman nopeammin kuin Suomen Pankin maaliskuun ennusteessa arvioitiin. Taustalla ovat kalliimpi öljyn hinta ja tämänvuotinen ruplan heikko reaalin valuuttakurssi. Ruplan reaalin valuuttakurssi on ollut tänä vuonna tuntuvasti vuodentakaisesta heikompi. Siksi Venäjän tuonti on supistunut harvinaisen paljon suhteessa bruttokansantuotteen luisuun.

BKT supistuu tänä vuonna prosentin verran. Tuonti vähenee 7 %. Vuosina 2017-2018 talous elpyy vähitellen öljyn hinnan noustessa ja myös tuonti vilkastuu. Talous kasvaa kuitenkin hitaasti, sillä pitkän aikavälin kasvua koskevat arviot ovat ennallaan (1-1,5 % vuodessa).

Kuvio 7.



Venäjän viennin odotetaan elyvän tämänvuotisesta notkahduksesta vähitellen. Yksityinen kulutus toipuu vuosien 2015-2016 suuresta pudotuksesta, sillä inflaation

hidastuminen tukee ostovoiman kehitystä. Kulutuksen kasvua rajoittaa tuottavuuden kohenemisen hitaus, joka vähentää mahdollisuuksia korottaa yksityisen sektorin palkkoja.

Kiinteiden investointien odotetaan elpyvän hitaasti. Osittain tämä johtuu talouden pidemmän aikavälin näkymien epävarmuudesta. Investoinnit ovat supistuneet jo vuoden 2013 alusta.

Valtiontalouden menot supistuvat reaalisesti vuosina 2017-2018 huomattavasti vähemmän kuin tänä vuonna, vaikka ilmoitetuista budjettivajeen karsimistavoitteista pidettäisiin kiinni. Rahapolitiikan merkitys pysynee pienehkönä talouden elpymisen kannalta.

Ennusteen riskit pysyvät suurina. Öljyn hinnan kehitys voi muuttua oletetusta, ja geopoliittiset riskit ovat mahdollisia. Aiempaan tapaan näiden tekijöiden vaikutukset etenkin ruplaan, inflaatioon ja tuontiin voivat olla hyvinkin nopeita. Kansan elintason lasku ja johdon kokemat poliittiset paineet voivat johtaa valtiontalouden menojen arvioitua suotuisampaan kehitykseen.

Avainsanat

- [maailmantalous](#)
- [bruttokansantuote](#)
- [inflaatio](#)
- [ennuste](#)

EKP:n osto-ohjelma laajentui yrityslainoihin

29.9.2016 11:00 • EURO & TALOUS 4/2016 • RAHAPOLITIIKKA

EKP:n neuvosto sisällytti maaliskuussa 2016 myös yrityslainat laajennettuun osto-ohjelmaansa samalla, kun se päätti kasvattaa laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kokoa 60 mrd. eurosta 80 mrd. euroon kuukaudessa. Yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelman (corporate sector purchase programme, CSPP) mukaiset yrityslainojen ostot aloitettiin kesäkuun alussa ja niitä, kuten koko osto-ohjelmaakin, jatketaan maaliskuuhun 2017 saakka tai tarvittaessa pitempään. Kuusi kansallista keskuspankkia, Suomen Pankki mukaan lukien, toteuttaa ostot koko eurojärjestelmän puolesta.



Peruseriaatteeltaan yrityslainat eivät eroa kuponkikorkoa tuottavista valtionlainoista. Pankit vastaavat yritysten puolesta velkakirjojen liikkeeseenlaskuista, ja näillä lainoilla käydään kauppaa myös jälkimarkkinoilla valtionlainojen tavoin. Eurojärjestelmä voi ostaa yrityslainoja sekä liikkeeseenlaskuista että jälkimarkkinoilta.

Toimiminen valtiolainamarkkinoita huomattavasti pienemmillä yrityslainojen markkinoilla vaatii erityisosaamista, minkä vuoksi vain osa eurojärjestelmän keskuspankeista osallistuu ohjelman toteuttamiseen. Suomen Pankin lisäksi Saksan, Ranskan, Espanjan, Belgian ja Italian keskuspankit ostavat omassa maassaan toimivien yritysten velkapapereita. Suomen Pankki ostaa myös Irlannin, Itävallan ja Baltian maiden yritysten liikkeeseen laskemia lainoja, ja Belgian keskuspankki puolestaan toimii ohjelmassa Portugalin, Luxemburgin, Slovakian, Slovenian, Kyproksen, Maltaan ja Hollannin markkinoilla. Koska useat Euroopan eri maissa toimivat kansainväliset yritykset laskevat lainojaan liikkeeseen Hollannissa, maan yrityslainat on jaettu osto-ohjelmaa toteuttavien suurten keskuspankkien kesken pääasiassa sen mukaisesti, missä maassa nämä yritykset todellisuudessa toimivat.

Osto-ohjelmaan kuuluakseen yrityslainojen tulee täyttää ohjelman kelpoisuusehdot, jotka perustuvat eurojärjestelmän rahapoliittisten operaatioiden ns. vakuuskelpoisuuskehikkoon. Yrityslainojen tulee olla euromääräisiä, ja niillä on oltava julkinen luottoluokitus. Vähintään yhden luottoluokittajan pitää luokitella yrityslaina investointiluokkaan kuuluvaksi, mikä vastaa esimerkiksi luokitusta BBB-. Yrityslainan juoksuajan tulee ostohetkellä olla vähintään 6 kuukautta ja enimmillään 30 vuotta.

Yrityslainoja liikkeeseen laskevien yritysten tulee toimia euroalueella, mutta myös sellaisten kansainvälisten yritysten lainat hyväksytään ohjelmaan, joiden emoyritys sijaitsee euroalueen ulkopuolella. Sen sijaan pankit ja muut luottolaitokset tai ne yritykset, joiden emoyritys on luottolaitos, on rajattu ohjelman ulkopuolelle. Ohjelmassa voidaan ostaa myös julkisen sektorin yritysten lainoja. Niitä koskevat rajoitukset ovat pääosin samankaltaiset eurojärjestelmän julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman kanssa.

EKP:n neuvosto on päättänyt, että eurojärjestelmä voi pitää hallussaan enimmillään 70 % liikkeeseen lasketuista velkapapereista. Mikäli yritys luokitellaan julkisen sektorin yritykseksi tai julkisomisteiseksi yritykseksi, on omistusraja tiukempi. Ylläpitääkseen markkinoiden likviditeettiä, kansalliset keskuspankit osallistuvat arvopaperilainausohjelmiin, joissa yrityslainoja lainataan niitä tarvitseville markkinatoimijoille.

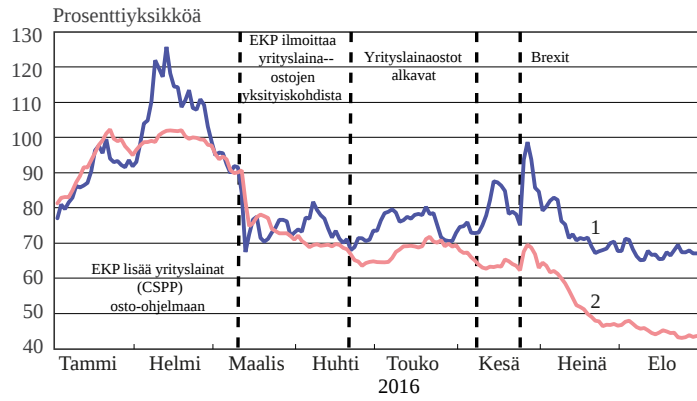
Syyskuuhun 2016 tultaessa eurojärjestelmä on ostanut 20,5 mrd. euron edestä yrityslainoja. Ostot ovat kohdistuneet laaja-alaisesti eri aloihin ja maihin. Yrityslainoja ostetaan kuitenkin enemmän niiden maiden markkinoilta, joilla niitä on laskettu liikkeeseen runsaasti kuin niistä maista, joissa markkinat ovat pienet. Kuukausittain ostettujen yrityslainojen määrä vaihtelee, koska jälkimarkkinoilla tarjolla olevien yrityslainojen määrässä on kausittaista vaihtelua eivätkä yritykset laske lainojaan liikkeeseen tasaisesti ympäri vuoden. Sellaisina kuukausina, joina yritykset laskevat runsaasti velkapapereita liikkeeseen, saattavat eurojärjestelmän kuukausiostotkin olla keskimääräistä suurempia.

Yrityssektorin velkapaperien osto-ohjelma täydentää laajennettua osto-ohjelmaa, jonka kohteena ovat julkisen sektorin velkapaperit, pankkien katetut joukkolainat ja omaisuusvakuudelliset velkakirjat (ABS). Ohjelmien tarkoituksena on osaltaan tehostaa rahapolitiikan laaja-alaista välittymistä ja keventää yrityssektorin rahoitusoloja ja siten kiihdyttää euroalueen inflaatio hintavakaustavoitteen mukaiseksi. Ilmoitus yrityslainaostojen alkamisesta supisti yrityslainojen korkoeroja 0,20 prosenttiyksikköä (kuvio). Kun yrityslainojen korot laskevat, pienentyvät yritysten rahoituskustannukset ja tätä kautta yritysten investointien tuotto-odotukset. Monet vakavaraiset eurooppalaiset yritykset ovatkin laskeneet liikkeeseen yrityslainoja, joiden korko on negatiivinen. Osto-ohjelman toivotaan kannustavan yrityksiä hakemaan markkinaehtoista rahoitusta. Se vilkastuttaisi euroalueen pääomamarkkinoita ja tarjoaisi vaihtoehtoisen rahoituskanavan perinteiselle pankkirahoitukselle.

Kuvio.

Ilmoitus yrityslainaostojen alkamisesta supisti yrityslainojen korkoeroja 0,20 prosenttiyksikköä

1. — Investointiluokan yrityslainojen luottoriski-indeksi (iTraxx)
2. — Euomääräisten investointiluokan yrityslainojen korkoerot



Lähde: Bloomberg .

7.9.2016

eurojalous.fi

Avainsanat

- yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelma
- laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma
- pääomamarkkinat

Kolme kuukautta brexitäänestyksestä – missä mennään?

29.9.2016 11:00 • EURO & TALOUS 4/2016 • RAHAPOLITIIKKA

Kesäkuun lopulla 17,4 miljoonaa äänioikeutettua äänesti Britannian EU-eron puolesta. Pörssikurssit sukelsivat, punta romahti ja sisäpoliittinen myllerrys oli suurta. Poliittista epävarmuutta vähensi kuitenkin odotettua ripeämpi uuden pääministerin nimittäminen, ja markkinareaktiotkin vaimenivat nopeasti. Vaikutukset reaalityöelämään näkyvät vasta myöhemmin. Kolme kuukautta äänestystuloksen jälkeen eroilmoitus Eurooppa-neuvostolle on edelleen jättämättä ja Britannia on yhä virallisesti EU-jäsenmaa.



Historiallinen äänestystulos yllätti

Konservatiivien puheenjohtaja David Cameron lupasi tammikuussa 2013 järjestää kansanäänestyksen maansa unionijäsenyydestä, jos konservatiivit voittavat vuoden 2015 parlamenttivaalit. Vaalivoitto toteutui, Cameronista tuli pääministeri ja kansanäänestys järjestettiin 23.6.2016. Cameronin yllätykseksi brexitleiri voitti äänin 51,9 % – 48,1 %. Äänestysprosentti oli suurin sitten vuoden 1992 parlamenttivaalien, joita edelsivät mm. Margaret Thatcherin ero, Persianlahden sota ja Maastrichtin sopimuksen allekirjoittaminen.

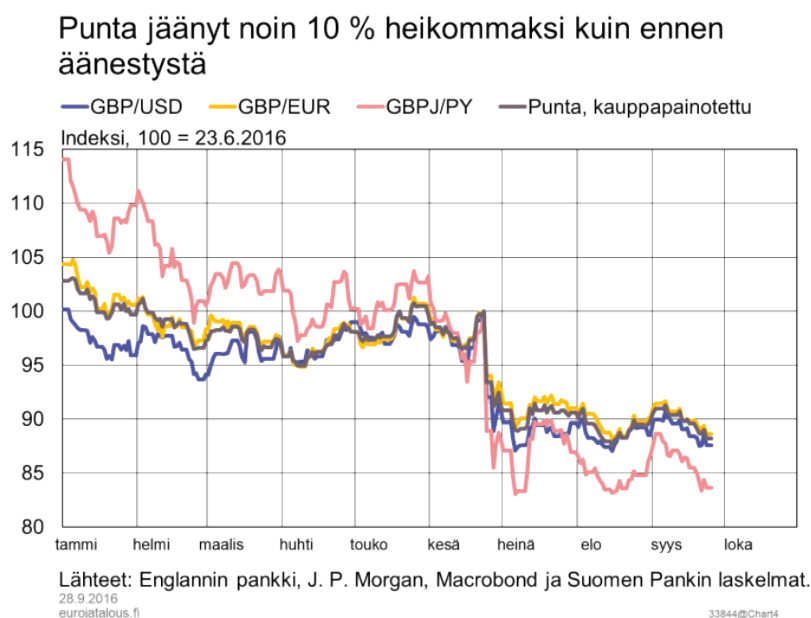
Kansanäänestyksen jälkimainingeissa Britannian sisäpoliittinen myllerrys oli suurta niin hallituspuolueessa kuin oppositiossakin. Cameron ilmoitti eroavansa, mutta arvioi uuden puheenjohtajan valinnan olevan selvillä vasta syksyllä. Uudeksi puheenjohtajaksi ja pääministeriksi valittiin kuitenkin jo heinäkuun puolivälissä entinen sisäministeri Theresa May. Odotettua nopeampi valintamenettely vähensi selvästi poliittista epävarmuutta. May nimitti EU-eroneuvotteluista vastaavaksi ministeriksi David Davisin,

ulkoministeriksi Boris Johnsonin ja ulkomaankauppaministeriksi Liam Foxin. Kaikki kolme olivat näkyviä brexitleirin kannattajia.

Ennen kansanäänestystä tehdyt arviot olivat yksimielisiä brexitin vaikutuskanavista. Lyhyellä aikavälillä vaikutukset näkyisivät poliittisen ja taloudellisen epävarmuuden lisääntymisenä, rahoitusmarkkinoiden volatiliteetin ja osakemarkkinoiden riskilisien kasvuna sekä punnan heikkenemisenä. Taloudellisen luottamuksen horjuessa investointihalukkuus pienenee ja rekrytoinnit vähenevät.

Pidemmällä aikavälillä vaikutukset riippuvat Britannian ja EU:n tulevista kahdenvälisistä suhteista. Epäedullisissa skenaarioissa ulkomaankauppa vähenee, ulkomaiset pääomavirrat supistuvat ja rahoitussektori pienenee. Työvoiman liikkuvuus vähenee, teknologinen kehitys ja tuottavuus kärsivät. Punnan heikkenemisen myötä inflaatio kiihtyy tavoiteltua nopeammaksi. Kulutus ja investoinnit supistuvat.

Kuvio 1.



Lyhyen aikavälin vaikutukset toteutuivat ennakoidusti. Markkinat reagoivat yllättävään äänestystulokseen heti. Punta heikentyi, ja maailman pörssien markkina-arvosta katosi kansanäänestystä seuraavana päivänä yli 2 000 mrd. dollaria. Talousnäkömien heikkenemisen ja ns. turvasatamakysynnän siivittämänä valtiolainojen korot laskivat ja kullan hinta nousi. Markkinaturbulenssi oli kuitenkin lyhytaikainen. Pörssikurssit ovat suurimmilta osin palautuneet takaisin, ja markkinoiden volatiliteetti on vähentynyt. Britannian pörssi-indeksejä on myös tukenut punnan heikentyminen. Punnan kurssi on vakiintunut kauppapainoisesti reilut 10 % heikommaksi kuin ennen äänestystulosta. Pidemmän aikavälin vaikutukset riippuvat pitkälti siitä, miten tulevaisuudessa neuvotteluissa käy. Tilastopohjaisia todisteita brexitäänestyksen reaalitaloudellisista vaikutuksista on vasta vähän saatavilla.

Todelliset vaikutukset reaalitalouteen näkyvät myöhemmin

Kansanäänestyksen tulos näkyi kyselytutkimuksissa nopeasti. Teollisuuden, palvelualojen ja rakennussektorin ostopääällikköindeksit alittivat kaikki heinäkuussa saldoluvin 50. Kaikki sektorit yhdistävä yleisindeksi laski kesäkuun lukemasta 52,5 heinäkuussa lukemaan 47,5. Saldoluku, joka on alle 50, ennakoii taloudellisen aktiivisuuden heikkenevän. Elokuussa pahin järkytys oli kuitenkin laantunut ja ostopääällikköindeksit nousivat rakennussektoria lukuun ottamatta uudelleen yli saldoluvin 50. Heinäkuussa vähittäiskaupan luottamus jatkoi alkuvuodesta alkanutta heikkenemistään ja kuluttajien luottamus suorastaan romahti. Elokuussa luottamus kuitenkin koheni näidenkin kyselytuloksien mukaan selvästi, vaikka jäikin vielä selkeästi huonommaksi kuin alkuvuodesta.

Äänestystuloksen jälkeen julkistettu tilastoaineisto on ollut osittain odotettua vahvempaa. Vähittäiskaupan myynnin kasvu ylitti heinäkuussa selvästi odotukset ja koheni 1,5 % kesäkuusta, mutta heikentyi taas elokuussa. Teollisuustuotanto jäi heinäkuussa odotetusta. Punnan heikentyminen tukee vientiyrityksiä, mutta samalla nostaa tuontihintoja, heikentää kotitalouksien reaalitulojen kehitystä sekä nopeuttaa inflaatiota, mistä ensimmäiset merkit saatiin heinäkuun suurentuneina inflaatiolukuina. Heikentyneen punnan myötä tuontihinnat kallistuivat heinäkuussa 6,5 % vuodentakaiseen verrattuna ja kokonaisinflaatio ripeytyi heinä- ja elokuussa 0,6 prosenttiin. Ensimmäinen virallinen kolmannen neljänneksen BKT julkistetaan lokakuun 2016 lopussa.

Kuvio 2.

Punnan heikentyminen kasvattaa inflaatiota



* Nimellinen efektiivinen valuuttakurssi.

Punnan kauppapainotettu kurssi kuvassa käännteisenä. Inflaatio-odotus laskettu yhden ja kahden vuoden inflaatiowapeista.

Lähteet: J.P. Morgan, Bloomberg ja Macrobond.

28.9.2016
eurojatalous.fi

33844@Chart29

Englannin pankki muutti elokuussa ennustettaan Britannian vuoden 2017 talouskasvusta 1½ prosenttiyksikköä aiemmin arvioimaansa heikommaksi eli 0,8 prosenttiin ja ilmoitti samalla odotettua suuremmasta rahapoliittisesta elvytyksestä. Huolimatta loppukesän osin odotettua paremmista tilastojulkistuksista Englannin

pankki piti näkemyksensä brexitin vaikutuksista ennallaan myös syyskuun kokouksessa. Jos marraskuussa julkistettava seuraava talousennuste on edelleen linjassa elokuun ennusteiden kanssa, ohjauskorkoa ollaan valmiita laskemaan uudelleen. Myös Britannian keskuskauppakamari heikensi syyskuussa vuoden 2017 talouskasvuennusteen tasan 1 prosenttiin. Talouskasvua koskevien ennusteiden tarkennukset aiemmin arvioitua huonomman kehityksen suuntaan perustuvat erityisesti tuonnin ja investointien reippaaseen vähenemiseen punnan heikkenemisen ja liiketoimintaympäristön epävarmuuden lisääntymisen myötä. Tuotannolliset investoinnit hiipuivat Britanniassa jo vuoden ensimmäisellä puoliskolla, ja suunnan ennustetaan jatkuvan. Myös ulkomaisten investointien kanta kutistui vuoden ensimmäisellä neljänneksellä 10 % vuodentakaiseen verrattuna.

Milloin varsinainen brexit toteutuu?

Lissabonin sopimuksen artikla 50 antaa suuntaviivat jäsenvaltion ero prosessille. Se alkaa, kun Britannia toimittaa eroilmoituksen Eurooppa-neuvostolle.^[1] Eron ehdoista neuvotellaan Eurooppa-neuvoston yksimielisesti antamien suuntaviivojen mukaisesti. Erosopimus tulee hyväksyä EU:ssa neuvoston määränemmistöllä (ilman Britanniaa) sekä Euroopan ja Britannian parlamentissa. Ennen sopimusneuvotteluiden päättymistä Britannia kuuluu virallisesti Euroopan unioniin.

Vetäytymisneuvotteluille on artiklassa annettu kahden vuoden määräaika, jota voidaan yksimielisellä päätöksellä pidentää. Jos sopimusta ei saada määräaikaan mennessä solmittua, eikä neuvottelujen pidentämisestä ole yksimielisyyttä, Britannian EU-jäsenyys päättyy ja Britannia muuttuu unioniin nähden ulkopuoliseksi maaksi. Esimerkiksi kaupankäynnissä käytettäisiin Maailman kauppajärjestössä sovittuja säännöksiä kansainvälisestä kaupasta (WTO-säännökset).

Pääministeri Theresa May on todennut, ettei aio toimittaa Britannian eroilmoitusta Eurooppa-neuvostolle ennen vuoden 2016 loppua. Britannia tarvitsee aikaa valmistellakseen oman neuvottelustrategiansa. Tällöin neuvottelut vetäytymisestä aloitettaisiin aikaisintaan vuoden 2017 alkupuolella. Epäselvää on, aloitetaanko neuvottelut Britannian ja EU:n tulevista kahdenvälisistä suhteista samanaikaisesti eroneuvotteluiden kanssa vai vasta Britannian erottua virallisesti unionista. Mitä räätelöidymmät uusista suhteista tulee, sitä pidempään niistä neuvottelemineen kestää. Sopimus vaatii sekä yksimielisyyden että kansalliset vahvistukset. Vapaakauppaneuvotteluiden keskimääräinen kesto on useita vuosia. Tähän asti EU:n neuvottelemista kauppasopimuksista kunnianhimoisimmaksi luonnehdittua EU:n ja Kanadan välistä CETA-vapaakauppasopimusta ei ole saatettu voimaan vielääkään – seitsemän vuotta neuvotteluiden alkamisen jälkeen.

Kauppapolitiikka kuuluu Euroopan unionin toimivaltaan, ja kauppasopimukset tehdään unionitasolla. Erotessaan EU:sta Britannia joutuu ulkopuolelle myös EU:n solmimista kauppasopimuksista. Näin sen täytyy solmia uudestaan kauppasuhteensa kaikkien EU:n ulkopuolisten kauppakumppaniensa kanssa. Koska kauppapolitiikka on ollut

1. Britanniassa on parhaillaan käynnissä vääntö siitä, vaatiiko eroilmoituksen toimittaminen Eurooppa-neuvostolle ja näin artiklan 50 laukaiseminen Britannian parlamentin virallisen hyväksynnän vai ei.

vuosikymmenet keskitettynä unioniin, Britannialta puuttuu nykyisellään myös kauppaneuvotteluihin vaadittavia kansallisia resursseja ja osaamista.

Vaihtoehtoja Britannian ja EU:n kahdenvälisen suhteiden uudelleenjärjestelemiseksi on lukuisia, ja Britannian kannalta ne tiivistyvät valintaan kahden ulottuvuuden välillä. Mitä tiiviimmät suhteet maa haluaa säilyttää Euroopan unioniin, sitä enemmän sen on luovuttava poliittisesta itsenäisyydestä. Taloudellisesti negatiivisin vaihtoehto olisi kiistatta lipuminen täysin ulkopuoliseksi maaksi, jolloin EU:n ja Britannian välisessä kaupassa sovellettaisiin WTO-säännöksiä. Toisessa ääripäässä olisi liittyminen Norjan tapaan Euroopan talousalueeseen, jolloin sisämarkkinoille pääsyn kustannuksena olisivat sekä neljän vapauden (tavarat, palvelut, ihmiset ja pääoma) hyväksyminen että suuri määrä EU-lainsäädäntöä ilman mahdollisuutta vaikuttaa unionin päätöksentekoon.

Euroopan komissio nimitti Britannian vetäytymisneuvottelujen pääneuvottelijaksi entisen EU-komissaarin Michel Barnierin, joka aloittaa tehtävässään lokakuun alussa. Barnier on toiminut komission varapuheenjohtajana ja vastannut mm. unionin sisämarkkinoista ja finanssipalveluista. EU:n puolelta neuvotteluiden lähtökohtaa on toisteltu useasti: sisämarkkinoille ei ole pääsyä ilman kaikkien neljän vapauden hyväksymistä. Lähes varmana voidaan pitää sitä, ettei neuvottelutilanteeseen saada selvyyttä kolmen vuoden ennustejakson aikana. Mitä pidempään epävarmuus tulevaisuudesta kestää, sitä suuremmaksi kasvaa kansanäänestyksen vaikutus.

Avainsanat

- [brexit](#)
- [vetäytymisneuvottelut](#)
- [EU](#)
- [Iso-Britannia](#)
- [markkinat](#)

Miksi lainakanta kasvaa euroalueella niin hitaasti?

29.9.2016 11:00 • EURO & TALOUS 4/2016 • TALOUDEN NÄKYMÄT

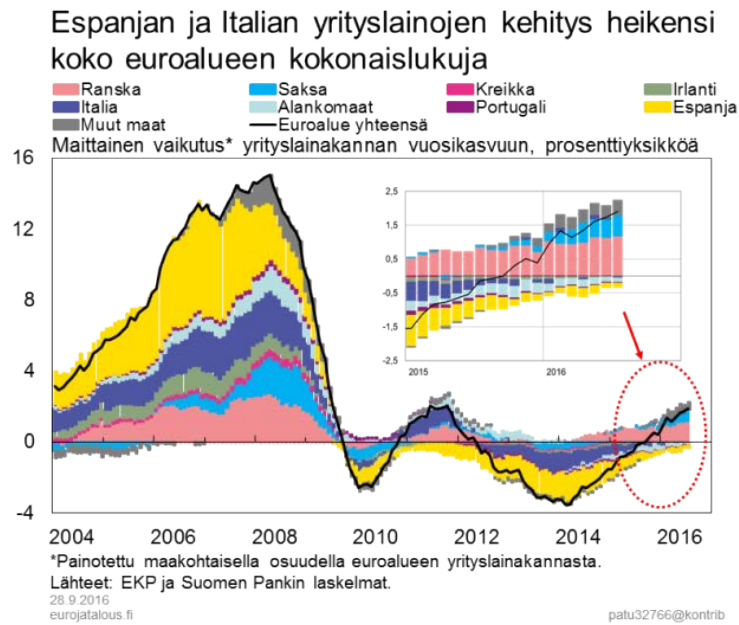
Rahapoliittisesta elvytyksestä ja talouden yleisestä elpymisestä huolimatta yrityslainakannan kasvu on pysynyt euroalueella heikkona. Merkittävältä osiltaan kasvun kituliaisuus johtuu muutamien maiden suurista kiinteistömarkkinakuplista, jotka puhkesivat kriisin myötä. Pankkien taseissa oleva hoitamattomien lainojen määrä heikentää oleellisesti pankkien kykyä tarjota uusia lainoja.



Euroalueen keskimääräinen tilanne ei kerro koko tarinaa

Euroalueen yrityslainakanta kutistui vuoden 2012 alusta lähtien yhteensä lähes kolme vuotta peräjälkeen. Maakohtaisen kehityksen tarkastelu osoittaa, että puolet negatiivisesta kasvusta on peräisin Espanjan pankkisektorin pienentyvästä yrityslainakannasta. Italian yrityslainakannan osuus supistumisesta on noin kolmannes.

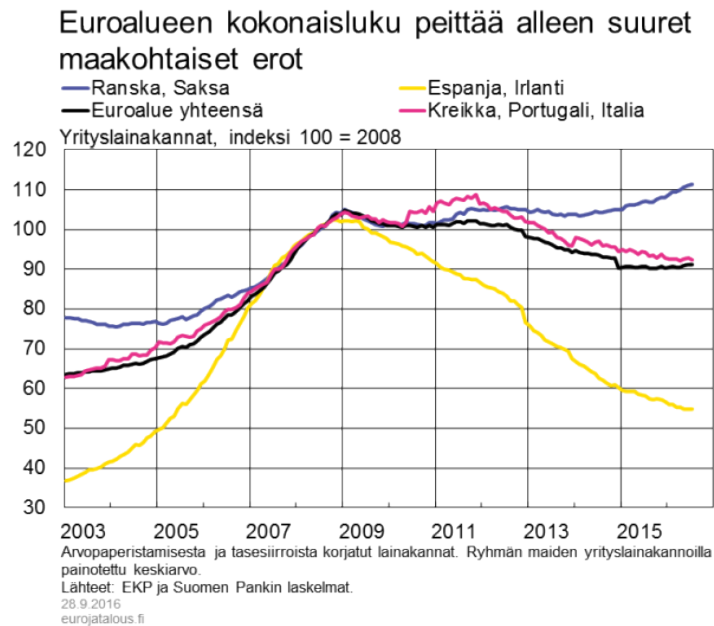
Kuvio 1.



Vuoden 2016 alusta euroalueen yrityslainakannan vuosikasvua on heikentänyt lainakannan supistuminen erityisesti Alankomaissa ja Espanjassa. Euroalueen yrityslainakannan kasvu on kuitenkin pysynyt selvästi positiivisena, mikä johtuu etenkin Ranskan ja Saksan yrityslainojen vahvasta kehityksestä.

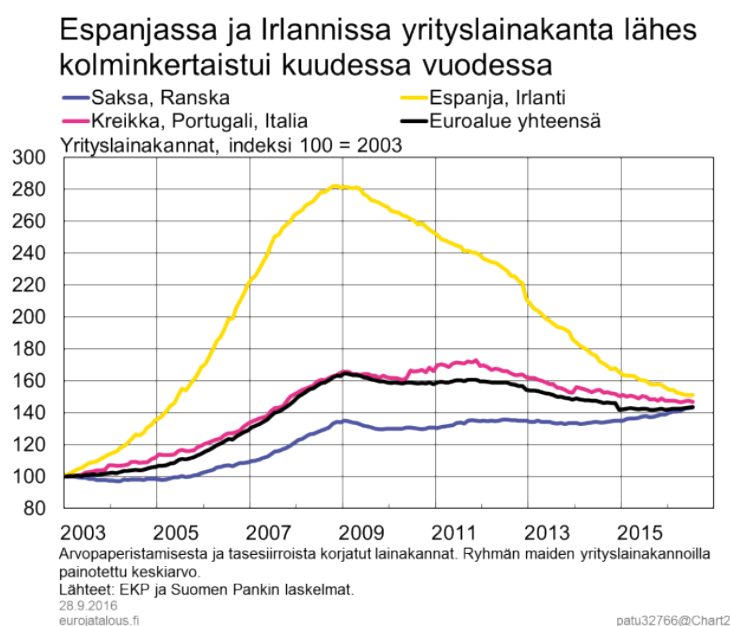
Kumulatiivisen nettovirran perusteella laskettuna yrityslainojen määrä on vuodesta 2008 kasvanut Ranskassa ja Saksassa noin 10 %. Toisaalta Espanjan ja Irlannin keskimääräinen lainakanta on supistunut lähes puoleen siitä, mitä se oli vuonna 2008. Kehityksen eriytyminen on pitänyt yrityslainakannan kasvun koko euroalueen tasolla vaimeana.

Kuvio 2.



Ne maat, joissa lainakanta on viime aikoina jatkanut supistumistaan, voidaan jakaa karkeasti kahteen luokkaan. Ensimmäiseen kuuluvat maat, joissa talousvaikeudet ovat syvempiä (Kreikka, Portugali ja pienemmässä määrin Italia). Näissä maissa lainakannan supistuminen alkoi vasta myöhemmin, ja se on koskenut laaja-alaisesti kaikkia toimialoja. Yleisen taloustilanteen vaimea kehitys on heikentänyt selvästi myös näiden maiden pankkisektoreita, ja yritykset ovat kokeneet rahoituksen saatavuuden yhdeksi suurimmista liiketoiminnan esteistä. Yrityslainakannan vaatimaton kasvu on kuitenkin seurausta niin kysyntä- kuin tarjontapuolenkin ongelmista. Yrityssektorin heikko kannattavuus, suuri velkaantuneisuus ja synkät tulevaisuudennäkymät vähentävät saatavuuden lisäksi myös rahoituksen tarvetta.

Kuvio 3.



Toiseen luokkaan kuuluvat maat, joissa rakennussektori kasvoi kriisiä edeltävänä aikana rajusti ja joissa kiinteistömarkkinat kriisin myötä romahtivat (erityisesti Espanja ja Irlanti^[1]). Pankit rahoittivat ylikuumenevaa kiinteistösektoria, ja taseisiin kertyi nopeassa tahdissa sekä rakennussektorille että kiinteistötoiminnan alalle myönnettyjä lainoja. Vaikka yleinen taloustilanne on näissä maissa jo olennaisesti parantunut, rakennussektorin suuri koko ja tiiviit kytkökset pankkisektoriin painavat yrityslainakannan kasvua vielä pitkään.

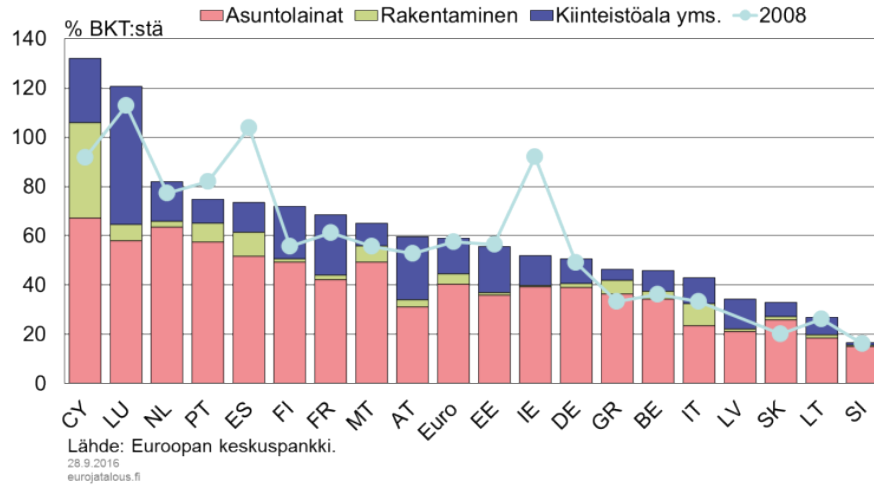
Pankki- ja rakennussektorit ovat vahvasti kytköksissä keskenään

Rakennus- ja kiinteistötoimintaan liittyvät lainat muodostavat reilun kolmanneksen koko euroalueen pankkien taseissa olevasta yrityslainakannasta. Kun tähän lisätään vielä asuntolainat, kiinteistösektorin osuus koko yksityiselle sektorille annettujen lainojen kannasta on noin 60 %. Määrä on suunnilleen 20 % euroalueen pankkisektorin taseesta tai 60 % euroalueen yhteenlasketusta bruttokansantuotteesta.

1. Myös Alankomaissa kiinteistömarkkinat romahtivat ja valtio pelasti maan suurimmat pankit. Alankomaiden talouden paremman kehityksen ansiosta pankkien ongelmat eivät heijastuneet rahoitusoloihin.

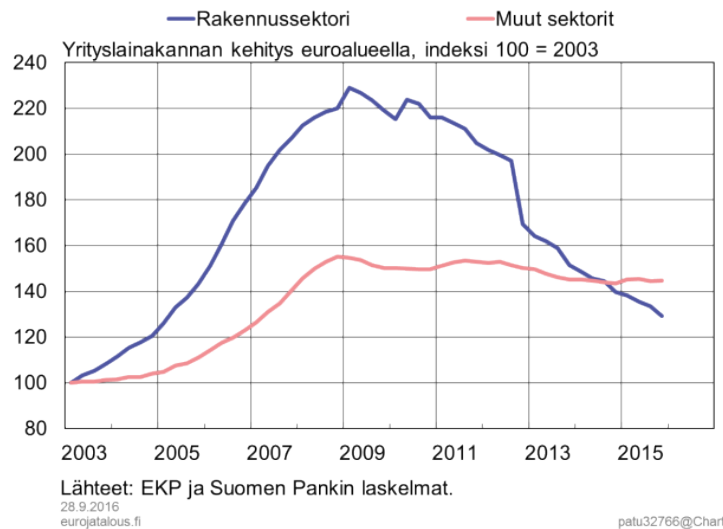
Kuvio 4.

Pankkien saamiset rakennus-, asunto- ja kiinteistöalan lainoista ovat monissa maissa suuria



Kuvio 5.

Rakennussektorin yrityslainakanta kasvoi kuudessa vuodessa yli kaksinkertaiseksi



Rakennussektorilla ja muussa kiinteistötoiminnassa pienten ja keskisuurten yritysten osuus on euroalueella huomattava (lähes 90 % näiden sektorien yrityksistä). Kiinteistömarkkinakuplan puhjetessa kärsijöinä ovat näin olleet etenkin pienet ja keskisuuret yritykset, joiden mahdollisuudet saada vaihtoehtoista rahoitusta pankkisektorin ulkopuolelta ovat jo valmiiksi heikkomat.

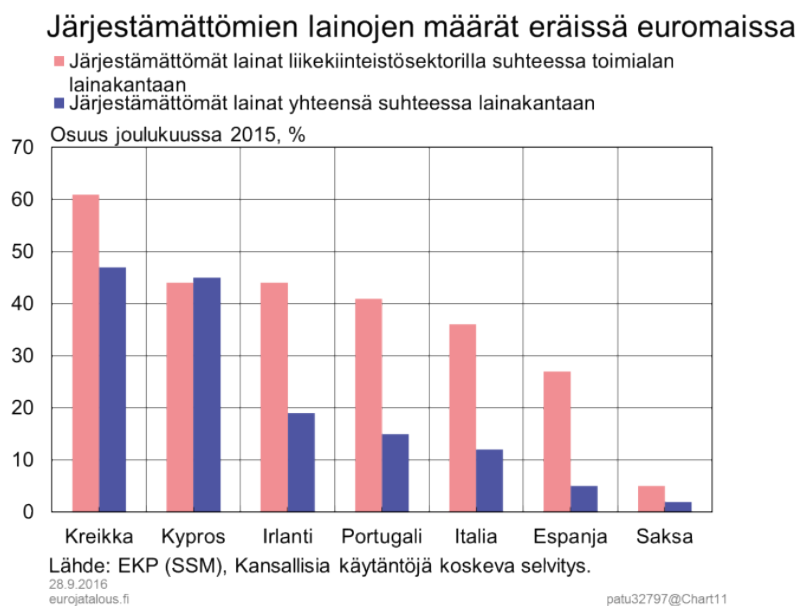
Hoitamattomien lainojen määrä räjähti kuplan puhjetessa

Rakennus- ja kiinteistöalan ongelmat ovat kasaantuneet eurooppalaisten pankkien taseisiin. Kiinteistöalan palveluja tuottavan yhdysvaltalaisen Cushman & Wakefield

-yhtiön mukaan Euroopan pankkien taseissa olevien järjestämättömien kiinteistolainojen ja ns. non-core-sijoitusten eli suuren riskin sijoitusten^[2] määrä oli vuoden 2015 lopussa peräti 264 mrd. euroa. Näin oli siitäkin huolimatta, että eurooppalaiset pankit ovat siirtäneet alkuperäiseltä määrältään peräti yli 360 mrd. euron edestä vastaavia sijoituksia erilaisiin valtion varallisuudenhoitoyhtiöihin.^[3]

EKP:n uusimman rahoitusvakausjulkaisun^[4] mukaan järjestämättömien lainojen osuus liikekiinteistösaamisista oli euroalueella vuoden 2015 lopussa keskimäärin 20 % suhteessa toimialan lainakantaan. Ongelman taustalla on etenkin liike- ja asuinkiinteistöjen hintojen voimakas lasku finanssikriisin jälkeen. Hintojen voimakas lasku ja talouden heikko kehitys tarttuivat nopeasti rakentamiseen ja muuhun kiinteistötoimintaan, jota pankit ovat useissa maissa luottaneet voimakkaasti.

Kuvio 6.



Viimeisen reilun vuoden aikana kiinteistöjen hinnat liikekiinteistömarkkinoilla ovat kääntyneet monissa maissa nousuun. Taustalla ovat sekä talouden elpyminen että kansainvälisten institutionaalisten sijoittajien tuottohakuisuus ja pankkien tarve virtaviivaistaa taseitaan.^[5] Liikekiinteistöjen hintojen voimakas nousu on kiihdyttänyt lainaportfolio- ja kiinteistökauppoja monissa Euroopan maissa, mikä on osaltaan nopeuttanut markkinoiden elpymistä. Vuonna 2015 myytiin meni ennätysmäisten 85,9 mrd. euron edestä erilaisia kiinteistövakuudellisia lainoja ja kiinteistösijoituksia.

2. Sijoitusstrategia vaatii yleensä velkavivun käyttöä, kohteen remontointia, kehitystä jne. Ei välttämättä buy-and-hold-sijoitus. Tuotot voivat olla suuria.

3. Merkittävä osa näistä saatavista on joko myyty tai muuten kirjattu pois varallisuudenhoitoyhtiöiden taseista, sillä määrä oli vuoden 2015 lopussa enää 173 mrd. euroa.

4. Ks. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201605.en.pdf?e1a2bef79ed901d8ceae004f2fcecdd>.

5. EBAn tuoreimmassa pankkisektorin riskiarviossa pankit ilmoittivat juuri liikekiinteistöt merkittävimmäksi tasesopeutuskohteekseen.

Alkuvuoden lukujen perusteella vuodesta 2016 näyttäisi tulevan lainamarkkinoiden kannalta hyvä, huolimatta alkuvuoden markkinaturbulenssista ja brexitäänestyksestä^[6].

Vaikka kiinteistövakuudellisten lainojen jälkimarkkinat ovat Euroopassa kasvaneet, kaupankäynti on perinteisesti keskittynyt pääasiassa Irlantiin ja Isoon-Britanniaan. Näiden kahden maan osuus oli yhteensä noin 70 % vuoden 2015 myynnistä. Kolmas merkittävä kohdema on Espanja (11 %), jossa on myös Euroopan suurin määrä non-core-lainoja. Eittämättä lainamarkkinoiden kehitystä näissä maissa ovat edistäneet asuin- ja kiinteistömarkkinoiden suuri koko ja julkisen sektorin huomattava merkitys pankkien pääomittamisessa ja järjestämättömien lainojen hallinnoimisessa. Ongelmana onkin, että vastaavanlaisten järjestelyiden toteuttaminen muissa EU-maissa on muuttunut EU-tason kriisintarkaisumenettely- ja valtionapuseäntösten voimaantumisen myötä.

Tästä huolimatta lainojen jälkimarkkinat ovat avautumassa myös muissa maissa, kuten Italiassa^[7]. Eurooppalaiset lainojen jälkimarkkinat jatkavat kasvuaan, sillä kuluvana vuonna suunniteltujen ja toteutuneiden kauppojen määrä on jo ylittänyt vuoden 2015 tason. Italialaisten pankkien taseissa on edelleen noin 300 mrd. euron edestä järjestämättömiä saamisia^[8], mikä tekee markkinoista houkuttelevat sijoittajien näkökulmasta. Italian jälkimarkkinoiden kehitystä ovat tukeneet erilaiset viime vuosien uudistukset, vaikka toimenpiteet eivät ole olleet yhtä laaja-alaisia kuin esimerkiksi Espanjassa ja Irlannissa.^[9]

Resurssien tehon kohdentaminen pitkittää elpymistä

Rakennussektorin rajun noususuhdanteen aikana työvoimaa ja muita resursseja allokoitui kansantalouden kannalta liiallisesti tämän sektorin tarpeisiin. Vuonna 2007 Espanjassa ja Irlannissa noin joka seitsemäs työntekijä työskenteli suoraan rakennussektorilla tai kiinteistöalan toiminnassa^[10]. Pelkästään rakennussektorin tuottama bruttoarvonlisä oli Irlannissa ja Espanjassa noin 10 % maiden bruttokansantuotteesta ennen kiinteistömarkkinoiden romahdusta. Vuoden 2016 ensimmäisellä neljänneksellä rakennussektorin tuottama bruttoarvonlisä oli Irlannissa enää 2,5 % ja Espanjassa 5,1 % BKT:stä.

6. Brexitin vaikutuksia etenkin Ison-Britannian, mutta myös muun Euroopan, liikekiinteistömarkkinoiden kannalta on syytä seurata tarkasti.

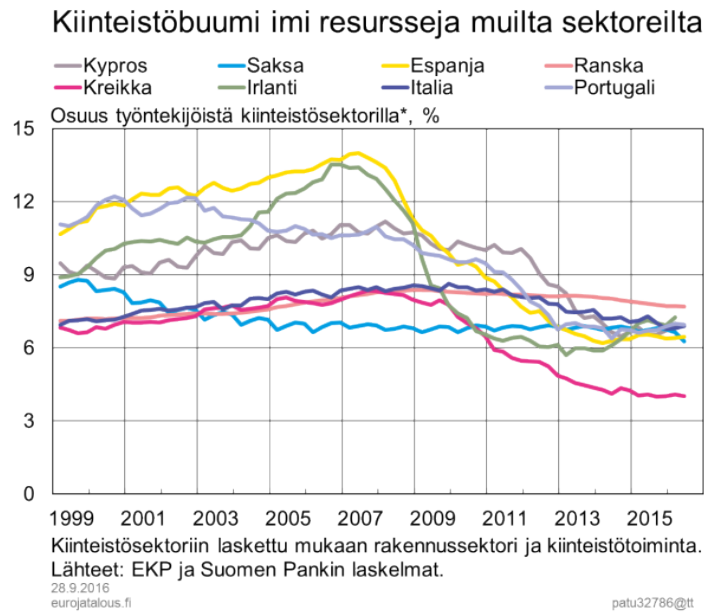
7. Italian pankit myivät vuonna 2015 ennätyksellisten 20 mrd. euron edestä erilaisia lainaportfolioita.

8. Italian myydyt lainaportfoliot koostuvat kuitenkin pääosin muista yritys- ja kotitalouslainoista kuin liikekiinteistölainoista.

9. Italian jälkimarkkinoiden kehitystä on viime vuosina pyritty tehostamaan mm. uudella takausjärjestelyllä (GACS), järjestämättömien lainojen ostoon erikoistuneella rahastolla (Atlante) sekä muuttamalla konkurssi- ja ulosmittauslainsäädäntöä.

10. Kiinteistöalan toimintaan kuuluvat kiinteistöjen myynti, osto ja vuokraus sekä muut kiinteistöpalvelut, kuten arviointi. Tähän pääluokkaan kuuluu myös isännöinti.

Kuvio 7.



Vuosien 2008 ja 2013 välillä liikevaihto supistui rakennus- ja kiinteistötoimialoilla Irlannissa yli 40 %, Espanjassa ja Portugalissa lähes 60 % ja Kyproksella lähes 70 %. Vuoden 2015 rakennusinvestoinnit olivat näissä maissa yli 40 % pienemmät kuin vuonna 2008.

Ranskan keskuspankin ylläpitämän yritystietokannan mukaan erityisesti kriisimaissa PK-sektorilla toimivien rakennusliikkeiden oman pääoman kannattavuus heikentyi selvästi kriisin jälkeen. Portugalissa ja Espanjassa lähes puolet pienistä rakennusliikkeistä teki tappiota velkakriisin ollessa pahimmillaan.

Ylisuureksi paisuneen kiinteistösektorin romahtaessa jäljelle jäi valtavat määrät sekä autioituneita, arvottomiksi käyneitä kiinteistöjä että suhteellisen matalan koulutustason työntekijöitä. Työntekijöiden siirtyminen muille sektoreille on osoittautunut erittäin vaikeaksi, ja työttömyysaste on pysynyt tiukasti korkealla. Taloudellinen epävarmuus ja heikko kysyntä voivat hidastaa tuottavien yritysten kasvua ja tuottamattomien yritysten alasajoa. Työttömyys pysyy suurena, ja tuottavuus kärsii.

Pieniä positiivisia merkkejä on kuitenkin ilmassa. Irlannissa rakennussektorin tuotanto kääntyi kasvuun jo vuoden 2011 jälkeen, asuntojen hinnat alkoivat nousta vuoden 2013 aikana, ja liikevaihto on kasvanut rakennussektorilla myös Portugalissa vuoden 2013 jälkeen. Espanjassa asuntohintaindeksin lasku päättyi vuonna 2015.

Rakennussektorin ongelmien ratkaiseminen tärkeää

Rakennussektori on ollut osassa euromaita suurissa ongelmissa kiinteistömarkkinakuplan puhjettua. Ahdinko näkyy yritysten liikevaihdon romahtamisen ohella myös rakennusinvestointien vähenemisenä. Resurssien keskittäminen kiinteistösektoriin aiheutti kuplan puhjettua sekä suuret työttömyysluvut että pankeille vakuutena jääneet arvottomat kiinteistöt.

Järjestämättömät lainat ovat edelleen merkittävä rasite osalle euroalueen pankkeja. Useissa tapauksissa ongelmien taustalla ovat juuri asuin- ja liikekiinteistörakentamiseen sekä muuhun kiinteistötoimintaan liittyvät heikkolaatuiset lainat. Ongelmaluottojen purkaminen on osoittautunut vaikeaksi, sillä selkeää kaikille maille sopivaa ratkaisumallia ei ole olemassa. Yksityisen sektorin ratkaisumallien soveltamista ovat hidastaneet maiden erilainen lainsäädäntö ja kehittymättömät yhteiseurooppalaiset lainojen jälkimarkkinat. Osaltaan keinovalikoimaa rajoittaa myös EU-tason kriisinratkaisumenettely- ja valtionapusäännösten voimaantulo.

Huomattavan heikkolaatuisten luottojen määrän vuoksi monen kriisimaan pankkisektorin kyky luotottaa suurempiriskisiä asiakkaita on heikentynyt oleellisesti. Kriisimaissa merkittävä osa pankkien tasesopeutuksesta, joka tähtää vakavaraisuussääntelyn vaatimusten täyttämiseen, on tullut vähentämällä luotonantoa ja riskipainoltaan suurimpia saamisia, kuten PK-yrityslainoja. Rahapolitiikan välittymisen ja rahoitusvakauden kannalta kiinteistösektorin järjestämättömien saamisten ongelman ratkaiseminen on erityisen tärkeää.

Avainsanat

- [rahopolitiikka](#)
- [yrityslainat](#)
- [kiinteistömarkkinat](#)

Öljymarkkinat hakevat uutta tasapainoa

29.9.2016 11:00 • EURO & TALOUS 4/2016 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Öljymarkkinat ajautuivat epätasapainoon vuonna 2014, kun tarjonta kasvoi ja kysyntä kehittyi vaisusti. Öljyn hinta on painunut sen jälkeen noin 110 dollarista tämänhetkiseen vajaan 50 dollariin tynnyriltä. Suomen Pankin kansainvälisen talouden ennusteessa seurattujen futuurihintojen mukaan öljyn hinta nousee lähitulevaisuudessa vain hieman. Futuurihintoihin liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta.



Öljy on edelleen maailman tärkein energialähde ja kattaa noin kolmanneksen maailman energiankulutuksesta. Vaikka öljyn kysynnän ennustetaan kasvavan edelleen, sen suhteellinen osuus energian kokonaiskysynnästä pienenee tulevaisuudessa. Pidemmällä aikavälillä öljymarkkinoiden kehitykseen vaikuttavat mm. ympäristöpaineet, kaupungistuminen sekä teknologinen ja demografinen kehitys.

Öljyn hinta oli varsin vakaa – noin 110 dollaria tynnyriltä – vuoden 2011 alusta kesään 2014. Syksyn 2014 jälkeen öljyn hinta on puolittunut kahteen otteeseen, syksyllä 2014 noin 60 dollariin ja syksyllä 2016 uudelleen noin 30 dollariin. Öljymarkkinasokin taustalla oli sekä tarjonta- että kysyntätekijöitä. Viime vuosina tarjontatekijöiden merkitys on ollut suurempi. Ennen hintaromahdusta öljyn tuotanto kasvoi merkittävästi usean vuoden ajan erityisesti Yhdysvaltain liuskeöljyntuotannon ja monien muiden uusien öljylähteiden vuoksi. Yhdysvalloista tulikin maailman suurin öljyn tuottaja sen lisäksi, että se on ollut myös öljyn suurin kuluttaja.

Taulukko.

Maailman suurimmat öljyn tuottajat ja kuluttajat 2015*

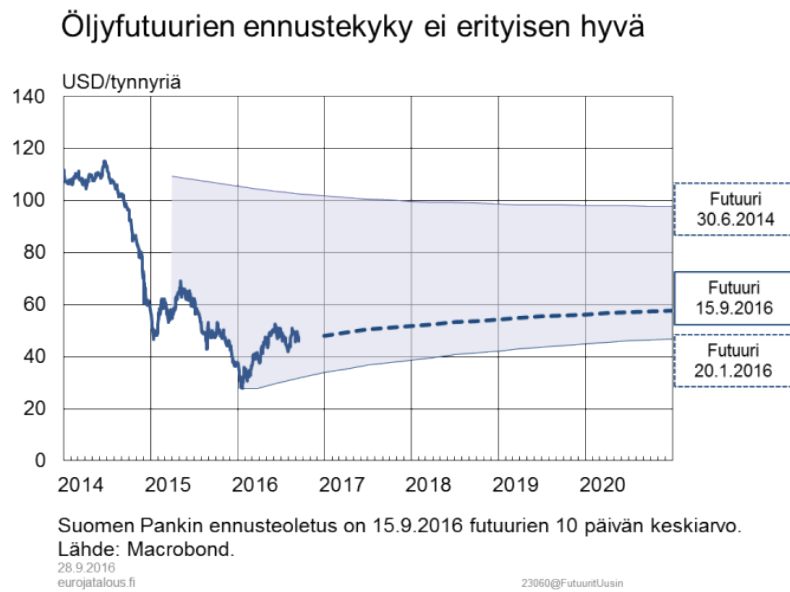
Tuottajat	Tuhat barreilia/ päivä	Kuluttajat	Tuhat barreilia/ päivä
USA	15 044	USA	18 961
Saudi-Arabia	11 949	Kiina	10 480
Venäjä	11 030	Japani	4 557
Kiina	4 723	Intia	3 660
Kanada	4 506	Venäjä	3 493
Irak	4 050	Brasilia	3 003
Arabiemiraatit	3 474	Saudi-Arabia	2 961
Iran	3 447	Saksa	2 435
Brasilia	3 183	Kanada	2 374
Kuwait	2 710	Etelä-Korea	2 328
Venezuela	2 685	Meksiko	2 090
Meksiko	2 625	Iran	1 885
Nigeria	2 322	Indonesia	1 718
Qatar	2 053	Ranska	1 713
Norja	1 958	Iso-Britannia	1 502

*Tuorein tieto monista maista on vuodelta 2013.

Lähde: EIA.

Vuoden 2016 aikana öljyn hinta on kivunnut noin 50 dollariin tynnyriltä (kuvio 1). Suomen Pankin kansainvälisen talouden ennusteessa, kuten useimmissa muissakin makrotaloudellisissa ennusteissa, öljyn hinta oletuksena käytetään markkinafutuuureita. Näiden öljyfutuuriin mukaan (15.9.2016) hinta nousee ennustehorisontin aikana vain hieman ja on vielä vuosikymmenen lopullakin alle 60 dollaria. Historiallisesti tarkasteltuna öljyfutuuriin ennustekyky ei kuitenkaan ole erityisen hyvä. Ne kuvastavat kulloinkin tiedossa olevaa informaatiota ja voivat muuttua paljonkin uutisten myötä. (Epävarmuutta havainnollistaa kuviossa 1 harmaa alue, joka esittää eron kesäkuun 2014 ja tammikuun 2016 futuuriurissa.)

Kuvio 1.



Vaihtoehtoisen arvion öljyn hinnan kehityksestä voi saada mm. Yhdysvaltojen energiainformaatioviraston (EIA) tai Kansainvälisen energiajärjestön (IEA) ennusteista^[1]. EIA:n ennusteen mukaan öljyn tynnyrihinta on vuonna 2020 selvästi futuurihintoja kalliimpi (77 dollaria tynnyriltä) ja rikkoo 100 dollarin rajan vuonna 2029. Suhdannetekijöiden ohella öljyn hintaan vaikuttavat nyt monet rakenteelliset tekijät. Kysyntäpuolella rakenteellinen muutos liittyy Kiinan kasvun hidastumiseen ja kasvun rakenteen muutokseen investointi- ja teollisuuspainotteisesta kulutus- ja palvelupainotteiseen suuntaan. Myös ilmastotavoitteet ja asenteiden muutokset näkyvät fossiilisten polttoaineiden kysynnässä. Liikenteessä teknologian kehittyminen vähentää öljypohjaisten polttoaineiden kysyntää. Ennustamisen vaikeutta kuvaa se, että esimerkiksi EIA on viime vuosina lukuisia kertoja tarkistanut öljyn kysyntää koskevaa ennustettaan aiemmin arvioimaansa heikomman kehityksen suuntaan, ja silti toteutunut öljyn kysyntä on jäänyt ennustettua vähäisemmäksi.

Myös tarjontapuolella ennustaminen on vaikeutunut. Aiemmin öljynviejäm maiden järjestö OPEC on sopeuttanut tuotantoaan öljyn hinnan vakauttamiseksi, mutta tällä kertaa se ei ole kyennyt yhteisin päätöksin rajoittamaan tuotantoaan, kun öljyn hinta romahti. Iranin vapautuminen talouspakotteista vuoden 2016 alussa toi maan takaisin öljymarkkinoille. Iranilla onkin ollut suuri tarve asettaa tuotantonsa pakotteita edeltäneelle tasolle. Saudi-Arabia puolestaan ei ole suostunut tuotannonrajoituksiin ilman, että myös Iran osallistuu niihin.

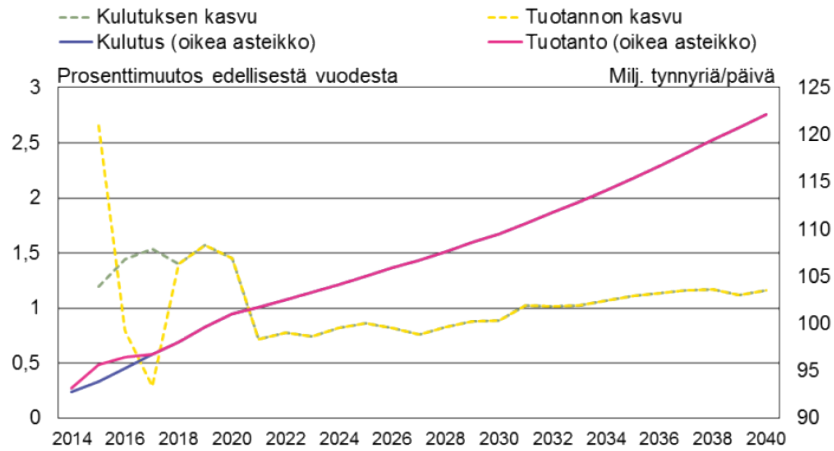
Pitkän aikavälin ennusteissaan EIA arvioi öljyn kysynnän ja tarjonnan tasapainottuvan jo vuonna 2017 ja molempien kasvun hidastuvan ensi vuosikymmenellä alle prosentin vuosivauhtiin.^[2]

1. IEA (2016).

2. EIA (2016).

Kuvio 2.

EIA arvioi öljyn* kysynnän ja tarjonnan tasapainottuvan vuonna 2017



*Öljy ja muut nestemäiset polttoaineet.

Lähde: EIA.

28.9.2016
eurojatalous.fi

32818@EIA-AEO2016

Öljyn eri tuotantomuotojen kannattavuusrajat vaihtelevat suuresti

Eri öljyntuotantomuotojen tuotantokustannukset ovat keskeisessä roolissa siinä, miten öljysektorin tuotanto ja investoinnit sopeutuvat alhaisempaan öljyn hintaan. Edullisinta on perinteinen öljynporaus maaperästä Lähi-idän maissa. Kun hinta on korkealla, otetaan käyttöön entistä vaikeammin hyödynnettäviä öljylähteitä, joissa tuotantokustannukset ovat suuremmat. Kun öljyn hinta laskee, nämä ovat yleensä niitä kohteita, jossa öljyntuotantoa supistetaan ensimmäiseksi. Alan kustannusrakenne muuttuu, kun monet epätavanomaiset öljyntuotantomuodot (kuten liuskeöljy, öljyhiekka ja syvänmeren öljy) tulevat kannattamattomiksi. Kaikkein kalleinta on öljyn talteenotto öljyhiekasta Kanadassa ja seuraavaksi kalleinta Pohjois-Amerikassa harjoitettu liuskeöljyn tuotanto.^[3]

Öljyntuotannon kannattavuusraja määräytyy pohjimmiltaan öljylähteen geologisen ja maantieteellisen luonteen perusteella. Kuitenkin kokemuksen ja teknologisten innovaatioiden myötä uudentyyppistenkin öljylähteiden hyödyntämisen kustannukset ovat alentuneet. Öljyn hinnan romahdus on kiihdyttänyt myös muunlaista tuotannon tehostamista ja kustannusten karsimista.

Yhdysvaltain liuskeöljyntuotanto pysyi pitkään huomattavana myös öljyn hinnan kääntyttyä laskuun. Liuskeöljyntuotannossa on onnistuttu pienentämään esimerkiksi alasta riippuvaisen palvelutoimialan marginaalia itse öljyntuotannon tukemiseksi. Etua oli myös siitä, että uusi ala oli vasta investointisyklin alkuvaiheessa, jossa kokemuksen karttumisen vähentää kustannuksia helpommin ja nopeammin kuin perinteisemmissä öljyntuotantomuodoissa.

3. Ks. esim. Arezki (2016).

Lähteitä

Arezki, Rabah (2016) Rethinking the oil market in the aftermath of the 2014-2016 price slump. Kolumni, VOX CEPR's Policy Portal. Ks. <http://voxeu.org/article/oil-market-aftermath-price-slump>.

Arezki, R. – Blanchard, O. (2015) The 2014 Oil Price Slump: Seven Key Questions. Kolumni. Ks. <http://voxeu.org/article/2014-oil-price-slump-seven-key-questions>.

EIA (U.S. Energy Information Association) (2016) Annual Energy Outlook 2016. Ks. <http://www.eia.gov/forecasts/aeo/>.

IEA (2016) Oil Market Report, August 2016. Ks. <https://www.iea.org/oilmarketreport/omrpublic/>.

Rystad Energy (20xx) Ks. <http://www.rystadenergy.com/NewsEvents/PressReleases/global-liquids-supply-cost-curve>.

Avainsanat

- energia
- öljy
- öljymarkkinat
- öljynhinta

Miten hyvin inflaatiowapit heijastavat odotettua inflaatiota?

29.9.2016 11:00 • EURO & TALOUS 4/2016 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Inflaatiowapit ovat rahoitusinstrumentteja, joilla osapuolet käyvät kauppaa suojautuakseen tulevalta inflaatiolta. Inflaatiowapeista laskettuja inflaatio-odotuksia käytetään usein markkinoiden inflaatio-odotusten mittarina, mutta swapien kehitys ei kuitenkaan aina vastaa todellista inflaatio-odotusten muutosta. Kun inflaatiowapien perusteella arvioidaan markkinoiden odotuksia, on tärkeää ottaa huomioon näiden sopimusten ominaispiirteet. Arvioitaessa lyhytaikaisten inflaatio-odotusten muutoksia tuleekin käyttää termiiniarvoja (esim. vuosi-inflaatio vuoden päästä) yksinkertaisten inflaatiowappien sijaan.



Vaihtosopimuksella suojaudutaan tulevalta inflaatiolta

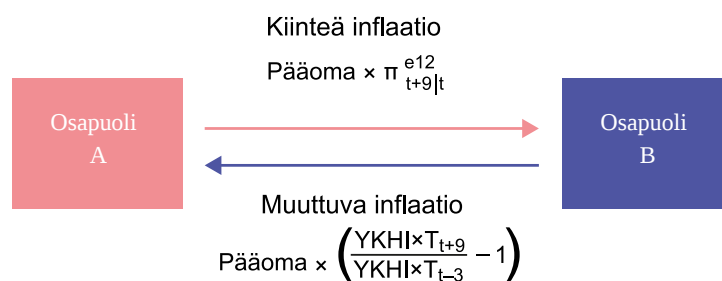
Inflaatiowap on rahoitusmarkkinoilla kaupankäynnin kohteena oleva johdannainen, jolla voidaan suojautua tulevaan inflaatioon liittyvältä epävarmuudelta. Euroalueen inflaatiowapit on kytketty Eurostatin laskemaan yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin (YKHI), josta on poistettu tupakan hintakehitys. Markkinoilla vaihdetuin on ns. nollakuponki-inflaatiowap, jossa sopimuksen mukaiset kassavirrat maksetaan kokonaisuudessaan sopimuksen päättyessä. Toinen osapuoli maksaa erääntymispäivänä ennalta määrätyn summan, kun taas toisen osapuolen maksu riippuu inflaatioindeksin kehityksestä swapin juoksuaikana. Tästä juontaa juurensa englanninkielinen nimitys swap, vaihtosopimus.

Inflaatiowapin käyttöä voidaan havainnollistaa tarkastelemalla tilannetta, jossa osapuolet ovat sopineet hetkellä t inflaatiowapista, jonka juoksuaika on 12 kuukautta (kuvio 1). Osapuoli A maksaa ennalta määritellyn summan, joka heijastaa odotettua

vuosittaista inflaatiota. Osapuolen B maksusuoritusta ei ole ennalta määrätty, vaan se muodostuu toteutuneen inflaatiokehityksen mukaan. Kassavirta määräytyy sekä swapin sopimushetkestä kolme kuukautta viivästetyn että juoksuajan lopusta kolme kuukautta viivästetyn YKHI:n mukaisesti. Kolme kuukautta viivästettyjä arvoja käytetään siksi, että sopimuksen juoksuajan lopussa tiedettäisiin lopulliset YKHI:n arvot. Tällainen sopimus voidaan solmia esimerkiksi tilanteessa, jossa A haluaa suojata tulevaisuuden tulot inflaatiota vastaan. Mitä nopeampaa inflaatiota odotetaan, sitä enemmän A joutuu swapsopimuksesta maksamaan. Näin inflaationswapin hinta riippuu odotetusta inflaatiosta.

Kuvio 1.

Inflaationswapin kassavirrat sopimuksen päättyessä (12 kk:n sopimus)



Lähde: Suomen Pankki.

28.9.2016

eurojatalous.fi

Inflaationswapin hinta voi muuttua odotusten pysyessä muuttumattomina

Seuraavaksi tarkastellaan kuvion avulla tilannetta, jossa hetkellä $t=0$ YKHI laskee 1 prosentin edellisen periodin arvosta (kuvio 2). Muina ajanjaksoina indeksin vuotuinen kasvuaste on 2 %. Kuviossa punaiset pisteet kuvaavat markkinoiden vuotuista inflaatio-odotusta 9 periodin päähän. Vaikka YKHI putoaa odottamatta ja kertaluonteisesti, tällä ei ole vaikutusta markkinatoimijoiden inflaatio-odotuksiin, vaan odotukset pysyvät yhdeksän kuukauden ajan tasaisessa, vuosittaisessa 2 prosentin inflaatiossa.

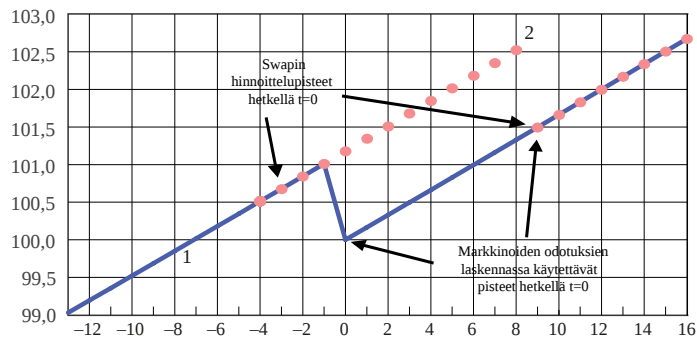
Hetkellä $t=0$ solmitun inflaationswapin sopimuksen hinta muodostuu hetkillä $t-3$ ja $t+9$ mitatuista YKHI-tasoista. Jos näitä hetkiä osoittavien pisteiden välille piirtää suoran viivan, sen kulmakerroin on aiempaa pienempi ja siten inflaationswapin hinta laskee (kuvio 3). Sama pätee hetkillä $t=1$ ja $t=2$ solmituissa inflaationswapeissa. Hetkellä $t=3$ tilanne muuttuu. Swapin hinta muodostuu nyt YKHI:n tasojen muutoksesta hetkien $t=0$ ja $t=12$ välillä. Koska nämä ajankohdat ovat jo molemmat uudella, matalammalla uralla, niiden välinen muutos on jälleen 2 prosentin vuotuisen inflaation mukainen. Tätä teknistä inflaationswapin hinnanlaskua ja siitä kolmen kuukauden päästä seuraavaa

hinnannousua ilmentää yhden vuoden swapin palautuminen hetkellä $t=3$ takaisin 2 prosentin tasolle (sininen viiva kuviossa 3). Pidemmän juoksuajan swapit liikkuvat samanaikaisesti kuin yhden vuoden swap, mutta niiden liikkeet pienenevät lineaarisesti suhteessa tarkasteluhorisonttiin. Siten kymmenen vuoden swapissa äkillisten hintamuutosten vääristävä vaikutus on pienempi kuin lyhyemmän juoksuajan swapeissa.

Kuvio 2.

Kertaluonteinen kuluttajahintaindeksin lasku ei johda inflaatio-odotusten laskuun

1. — YKHI-indeksi
2. ●●● Markkinoiden ennuste 9 kk:n päähän

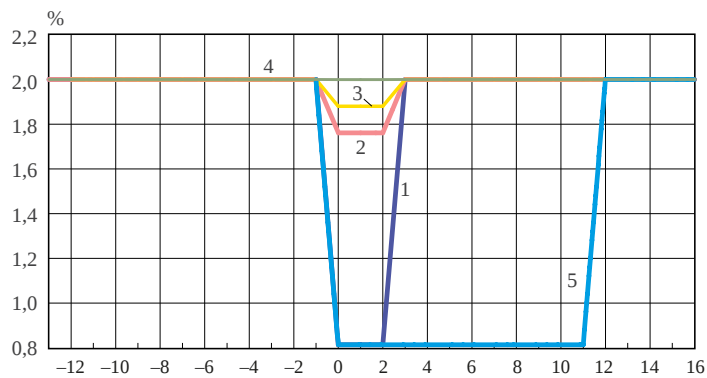


Lähde: Suomen Pankki .
28.9.2016
eurojatalous.fi

Kuvio 3.

Inflaatio-odotukset muuttuvat erilailla kuluttajahintaindeksin laskiessa

1. — 1 vuoden swap
2. — 5 vuoden swap
3. — 10 vuoden swap
4. — 5 vuoden swap
5. — Inflation



Lähde: Suomen Pankki .
28.9.2016
eurojatalous.fi

Tyypillisesti inflaatio-odotusten mittaamisessa käytetty termiini-inflaatio (kuten odotettu seuraavan vuoden inflaatio vuoden kuluttua tai seuraavan viiden vuoden keskimääräinen inflaatio-odotus viiden vuoden kuluttua) ei muutu YKHI:n kertaluonteisen tasomuutoksen myötä. Siten termiini-inflaatio kuvastaa markkinoiden todellisten inflaatio-odotusten kehitystä paremmin kuin yksinkertaiset inflaatio-odotukset.

Odottamattomien, kertaluonteisten YKHI-tasosiirtymien merkitys inflaatio-odotusten hintojen kannalta on viime aikoina kasvanut etenkin öljyn hinnan suurten heilahteluiden myötä. Tämä käy ilmi tarkasteltaessa sekä 1 vuoden inflaatio-odotusten että vuoden päähen ulottuvan 1 vuoden inflaatio-odotusten kehitystä marraskuusta 2015 kesäkuun 2016 puoliväliin (kuvio 4).

Öljyn hinnan raju lasku vuoden 2015 lopulla ja vuoden 2016 alussa näkyy 1 vuoden swapin hinnan laskuna (punaiset nuolet kuviossa 4^[1]). Nämä muutokset purkautuivat 3 kuukauden kuluttua maaliskuun, huhti- ja toukokuussa kuukauden ensimmäisenä kauppapäivänä voimakkaana vastasuuntaisena liikkeenä (kolme yläsuuntaista vihreää nuolta kuviossa 4).

Kuviossa punainen alasuuntainen nuoli kesäkuun 2016 alussa kuvastaa pääsiäisen ajoittumista tänä vuonna jo maaliskuulle. Yhden vuoden inflaatio-odotusten hinnoittelu kesäkuussa 2016 perustuu YKHI:n muutokseen maaliskuun 2016 ja maaliskuun 2017 välillä. Koska pääsiäinen inflaatio on yleensä nopeampi ja koska pääsiäinen vuonna 2017 sijoittuu taas normaaliin tapaan huhtikuuhun, kesäkuussa 2016 solmitun inflaatio-odotuksen hinta laskee. Sen sijaan termiini-odotukset (kuten 1 vuoden inflaatio yhden vuoden kuluttua kuviossa 4) pysyvät suhteellisen vakaina koko ajan ja antavat luotettavamman kuvan markkinoiden inflaatio-odotusten kehityksestä.

Kuvio 4.



1. Tammikuussa 2016 myös erityisen suuri kausikomponentti painoi inflaatiota.

Myös preemiot vaikuttavat suojautumisen hintaan

Erilaisten kausivaikutusten ja inflaatiowapin rakenteesta johtuvien teknisten siirtymien lisäksi inflaatiowapin hintaan vaikuttaa joukko tekijöitä, joita kutsutaan preemioiksi. Esimerkiksi se, kuinka helposti swapin saa markkinoilla kaupaksi (likvidiys), juoksuajan pituus tai muutokset inflaatioon liittyvässä epävarmuudessa voivat vaikuttaa inflaatiowapin hinnoitteluun, jolloin hinta ei enää kuvasta pelkästään markkinoiden odottamaa inflaatiota. Jos preemiot ovat pieniä, swapin hinnan voidaan ajatella ilmentävän markkinoiden odottamaa inflaatiota. Preemioiden kokoa on kuitenkin vaikea arvioida luotettavin menetelmin, ja niiden suuruus voi lisäksi vaihdella ajan myötä.

Kaiken kaikkiaan inflaatiowapit ovat hyödyllisiä inflaatio-odotusten tarkastelussa, mutta termiini-odotukset kuvastavat luotettavimmin markkinoiden inflaatio-odotusten kehitystä. Termiini-odotuksiin sisältyvien preemioiden koon vaihtelujen johdosta markkina-odotuksia ei niidenkään avulla ole mahdollista arvioida täysin yksikäsitteisesti.

Avainsanat

- [inflaatio](#)
- [kuluttajahinnat](#)
- [rahoitusmarkkinat](#)
- [inflaatio-odotukset](#)

Onko elpyminen myytti?

29.9.2016 11:00 • EURO & TALOUS 4/2016 • TALOUDEN NÄKYMÄT • JUHO ANTTILA

- [Juho Anttila](#)
Ekonomisti

Syviä taantumia on tyypillisesti seurannut pysyvä pudotus alemmalle kasvu-uralle. Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen talouskasvu on kuitenkin ollut poikkeuksellisen hidasta, minkä taustalla on kokonaistuottavuuden huono kasvu. Elpymisen hitaus muodostaakin itse taantumien ohella merkittävän osan kriisin kustannuksista.



Taantumien pitkäaikaiset vaikutukset

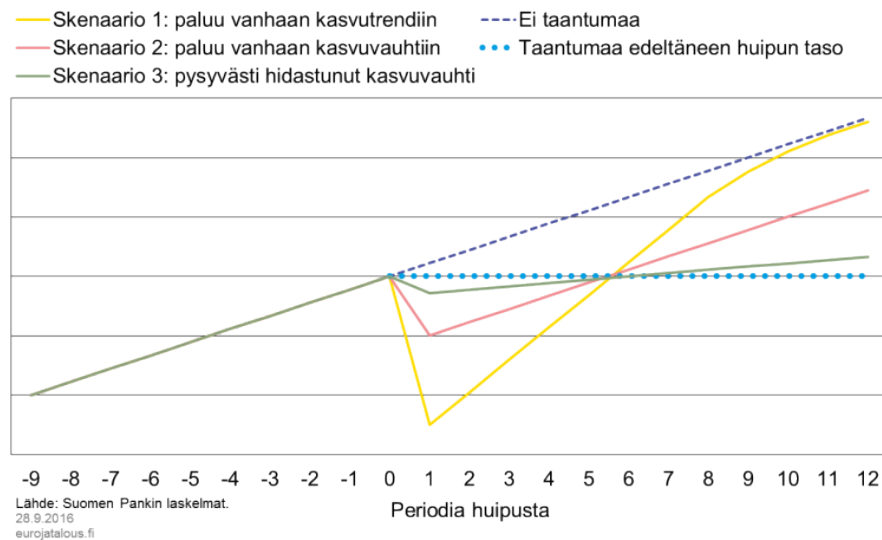
Suhdannevaihtelut ovat väliaikaisia poikkeamia pitkän aikavälin kasvutrendistä. Tämä näkemys elää erityisen vahvasti makrotaloustieteen perusoppikirjoissa, mutta myös modernissa suhdanneteoriassa, jonka mukaan suhdannevaihtelut johtuvat talouteen kohdistuvista sokeista sekä sokkien vaikutusta voimistavista jäykkyyksistä ja markkinahäiriöistä. Teoreettisen makrotaloustieteen rinnalle on syntynyt myös laaja kirjo empiristä tutkimusta, jonka tuloksena on muodostunut tyyliteltyjä faktoja suhdannevaihteluiden ja talouskriisien vaikutuksista taantumien jälkeiseen kasvuun.

Finanssikriisien ja merkittävien taantumien tarkastelussa mitataan usein, kuinka pitkän aikaa taantumaa edeltäneen huipun saavuttaminen kestää. Erityisesti Reinhart ja Rogoff tarkastelevat tutkimuksessaan vuodelta 2009 talouskriisien vaikutuksia tuotantoon juuri tällä tavalla. Tämä tarkastelutapa ei kuitenkaan tarjoa täydellistä kuvaa talouden dynamiikasta laskusuhdanteiden jälkeen, vaan monenlaiset eri kehityskulut ovat mahdollisia (kuvio 1). Ensimmäisessä, ns. perinteisessä elpymisessä kokonaistuotanto kasvaa pohjan jälkeen trendiään nopeammin. Tällöin pitkän aikavälin kasvutrendi saavutetaan ennen pitkää. Toisessa tapauksessa BKT:n tason muutos on pysyvä, jolloin talous ei enää palaa entiselle kasvu-uralleen, vaikka talouden kasvuvauhti elpyykin

aiemman trendinsä mukaiseksi. Kolmannessa tapauksessa myös talouden kasvuvauhti jää pysyvästi aiempaa hitaammaksi.

Kuvio 1.

BKT:n erilaiset kehityskulut taantuman jälkeen



Nämä kolme kuvattua skenaariota poikkeavat merkittävästi toisistaan. Vaikka kaikki kolme skenaariota saavuttavat taantumaa edeltävän tason samassa pisteessä (kuvio 1), taantumaa seuraava kasvuvauhdin hidastuminen on ennusteeltaan huomattavasti synkempi kuin paluu vanhaan kasvuvauhtiin tai -trendiin. Mikäli taantumilla on vaikutusta talouden pitkän aikavälin kasvuvauhtiin, koostuu merkittävä osa taantumien kustannuksista itse taantumien ohella myös elpymisen tahmeudesta. Tarkastelemalla pelkästään taantumaa edeltävän huipun saavuttamiseen kulunutta aikaa ei toisin sanoen voida päätellä taantumien kustannuksia talouden kannalta. Tämän takia tässä artikkelissa tarkastellaan BKT:n kasvuvauhdin sekä sen eri komponenttien kehitystä ennen ja jälkeen taantumien.

Tarkastelun perusteella voidaan todeta, että vauraiden maiden sodanjälkeisiä taantumia on keskimäärin seurannut skenaarion 2 mukainen tasomuutos talouden pitkän aikavälin kasvussa (kuvio 1). Vuoden 2008 finanssikriisiä näyttää taas seuranneen tasomuutoksen lisäksi BKT:n kasvuvauhdin pysyvä hidastuminen. Se selittyy pitkälti työn tuottavuuden ja erityisesti kokonaistuottavuuden heikon kehityksen kautta. Kokonaistuottavuuden heikko kasvu on ongelma, joka on yhteinen niin ”suuren taantumien” (vuosien 2008–2009 taantumasta yleisesti käytetty nimi) jälkeen negatiiviseen tai nolllakasvuun jämähtäneille kuin siitä myös paremmin elpyneille maille.

Tulokset ovat linjassa empiiriseen makrotaloudelliseen tutkimukseen, jossa näyttää taantumien pitkäaikaisista vaikutuksista on kertynyt runsaasti. Cerran ja Saxenan tutkimustulokset vuodelta 2008 osoittivat, että talouskriisit aiheuttavat tyypillisesti suuren ja pysyvän tasomuutoksen BKT:ssä, ja vuonna 2012 Furceri ja Mourougane havaitsivat niillä olevan samanlaisen vaikutuksen myös talouden tuotantopotentiaaliin. Blanchard ym. osoittivat vuonna 2015, että talouden taantumia on tyypillisesti seurannut pysyvä pudotus BKT:n tasossa taantumaa edeltäneeseen trendiin verrattuna. Lisäksi he

havaittavat, että liki kolmasosassa taantumia myös talouden kasvuaste jäi edeltänyttä trendikasvuvauhtia alhaisemmaksi.^[1]

Makrotalousteoriassa suhdannevaihteluiden pitkäaikaisia vaikutuksia on tutkittu vähemmän, minkä takia taantumia seuraaville taso- tai kasvuastemuutoksille ei ole kehitetty selkeää selittävää mallia. Kuitenkin vuoden 2008 suuren taantumien ja sitä seuranneen hitaan kasvun myötä myös aihetta käsittelevä talousteoreettinen tutkimus on lisääntynyt. Sekä pitkittyneen hitaan kasvun (ns. sekulaarin stagnaation) mallin että endogeenisen teknologian suhdannemallin mukaan lyhyen aikavälin sokit voivat vaikuttaa myös pitkän aikavälin kasvuasteeseen.^[2] Eggertsonin ja Mehrotran pitkittyneen hitaan kasvun mallissa talous voi jämähtää nollakorkorajalla suuren työttömyyden ja hitaan kasvun tasapainoon, kun taas Anzoateguinin ym. endogeenisen teknologian suhdannemallissa negatiiviset kysyntäsokit vaikuttavat tuotekehittelyyn sekä uuden teknologian käyttöönoton kautta negatiivisesti kokonaistuottavuuteen.

Onko suuri taantuma erilainen?

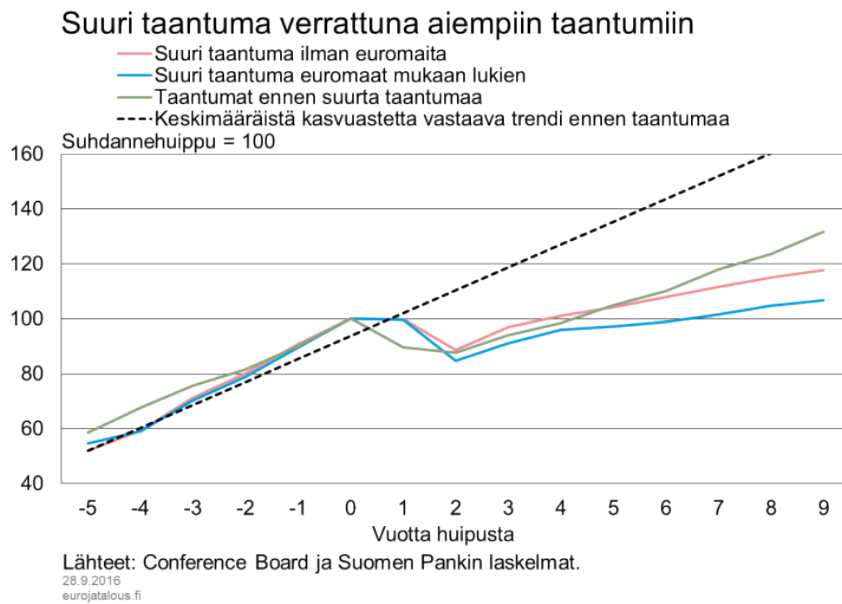
Tässä artikkelissa verrataan vuosien 2008–2009 suurta taantumaa muihin historiallisiin merkittäviin taantumiin. Käytetty aineisto sisältää 42 taantumaa 18 maassa vuosina 1950–2006 sekä suuren taantumien 26 maassa. Tuotannontekijöihin hajotettuja BKT-lukuja tarkasteltaessa aineisto on lyhyemmältä ajalta, eli se käsittää vuodet 1990–2014. Analyysi, joka perustuu tuotannontekijöittäin hajotettuihin kasvulukuihin, sisältää suuremman maajoukon ja kattaa 14 taantumaa ennen vuoden 2008 finanssikriisiä sekä suuren taantumien 43 maassa.

Taantumaan johtanutta ja sitä seurannutta kehitystä tarkastellaan laskemalla kunkin taantumien huippua edeltäneiden ja seuranneiden vuosien keskimääräinen kasvuaste. Keskiarvojen avulla on mahdollista rakentaa talouden BKT:n kehityksestä aikasarja, joka kuvaa, miten talous on kehittynyt ennen ja jälkeen keskimääräisen taantumien, sekä esittää tällaiset suurta taantumaa ja sitä edeltäneitä taantumia koskevat aikasarjat (kuviot 2). Kumpikin kuvion aikasarjoista on indeksoitu siten, että BKT:n logaritmin arvo huipulla on 100 (suuren taantumien tapauksessa tämä on vuosi 2007). Vertailun vuoksi esitetään myös taantumaa edeltänyt lineaarinen trendi sekä sarja, jossa suuren taantumien kokeneista maista on poistettu euromaat. Sarja, josta euromaat on poistettu, kuvaa tarkemmin juuri vuoden 2008 finanssikriisin vaikutuksia, koska sitä seuranneen eurokriisin vaikutus on tällöin pienempi.

1. Blanchard et al. (2015).

2. Eggertson – Mehrotra (2015) ja Anzoateguin et al. (2016).

Kuvio 2.



Kehitys ennen vuoden 2007 huippua oli samankaltaista kuin aikaisemmissa taantumissa: BKT kasvaa ennen taantumaa trendin mukaisesti tai sitä nopeammin, kunnes kasvu kääntyy negatiiviseksi ja talous supistuu (kuvio 2). Heti huipun jälkeen dynamiikka on myös melko samanlaista, mutta keskipitkällä aikavälillä kaksi sarjaa selkeästi erkanevat toisistaan. Aikaisemmissa tapauksissa talous palaa skenaarion 2 mukaisesti vanhaan kasvuvauhtiin, vaikka huippua edeltänyttä trendiä ei enää saavutetakaan. Suuressa taantumassa taas talous kasvaa hitaampaa vauhtia vielä kahdeksan vuotta huipun jälkeen. Euromaiden poistaminen aineistosta vaikuttaa lähinnä sarjan tasoon: myös tällöin kasvuvauhti pysyy selvästi taantumaa edeltänyttä trendiä hitaampana.

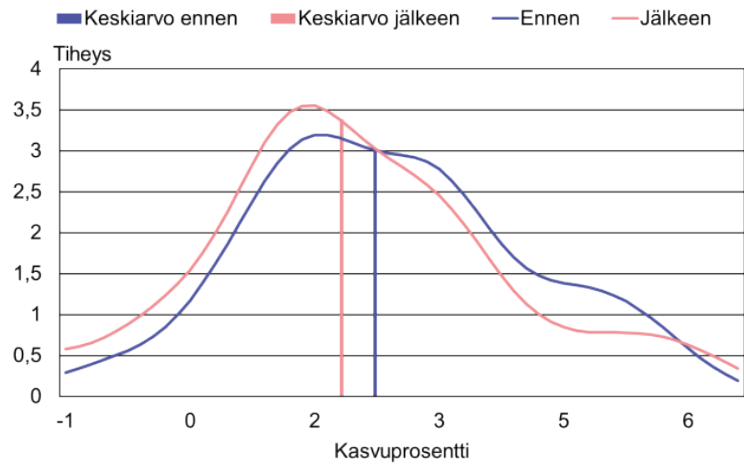
Taantumia edeltänyttä ja seurannutta kehitystä on myös mahdollista tarkastella tutkimalla, miten maakohtainen keskimääräinen kasvuaste on muuttunut taantumien myötä. Tätä voidaan havainnollistaa kuvaamalla keskimääräisten kasvuasteiden maakohtaista jakaumaa ennen ja jälkeen taantumien (kuviot 3 ja 4). Maakohtaisia keskiarvoja laskettaessa huippua edeltävät ja seuraavat kolme vuotta on poistettu mahdollisen ylikuumenemisen sekä varsinaisen taantumien vaikutusten puhdistamiseksi keskiarvosta. Taantumien on jälleen eritelty suuremman taantumien ja muiden taantumien.

Jakaumakuviot sekä keskimääräisen kasvuasteen muutosta testaavat tilastolliset testit tukevat havaintoa kasvun hidastumisesta. Siinä missä aikaisemmissa taantumissa kasvuasteiden jakauma ennen ja jälkeen taantumien on sama, siirtyy kasvuasteiden jakauma (kuviot 3 ja 4) vasemmalle suuremman taantumien myötä. Talous on siis kasvanut keskimäärin yli prosenttiyksikön hitaammin kuin ennen suurta taantumaa.

Kuvio 3.

Kasvuaste alentunut suuren taantuman myötä

Keskimääräisen kasvuasteen jakauma ennen ja jälkeen taantuman, suurta taantumaa edeltävät taantumet



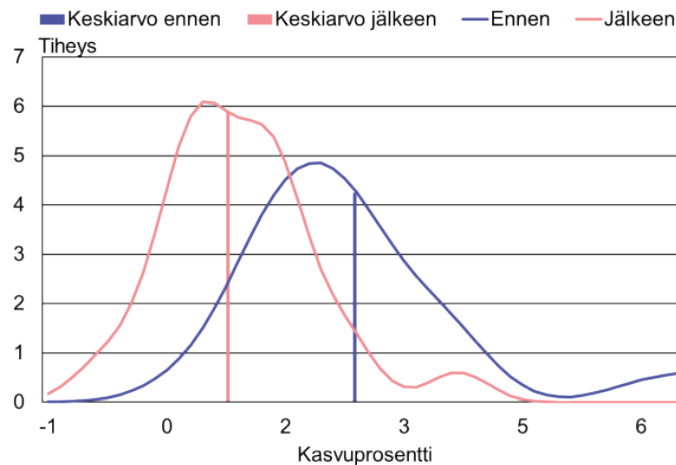
Lähteet: Conference Board ja Suomen Pankin laskelmat.

28.9.2016
eurojatalous.fi

Kuvio 4.

Kasvuaste alentunut suuren taantuman myötä

Keskimääräisen kasvuasteen jakauma ennen ja jälkeen suuren taantuman



Lähteet: Conference Board ja Suomen Pankin laskelmat.

28.9.2016
eurojatalous.fi

Kehitys ennen suurta taantumaa muistuttaa aikaisempien taantumien kehitystä, mutta sitä on seurannut poikkeuksellisen hidas elpyminen. Kasvuasteita tarkastelemalla nähdään, että vaikka skenaario 2 (kuviossa 1) on tyypillinen useimmissa sodanjälkeisissä taantumissa, on vuoden 2008 finanssikriisiä seurannut pikemminkin skenaarion 3 mukainen jumiutumisen pysyvästi heikentyneeseen kasvuvauhtiin. Osan hitaasta kasvusta selittää euromaiden velkakriisi, mutta vaikka aineistosta poistetaan euromaat, tulos pätee edelleen. Tämä viittaa siihen, että euromaiden velkakriisi ei yksistään selitä suuren taantuman jälkeistä hidasta kasvuvauhtia, vaikka onkin selvää, että sen negatiiviset taloudelliset vaikutukset ulottuvat myös euroalueen ulkopuolelle.

Heikko kokonaistuottavuus keskeisin selittäjä

Taloukasvu on mahdollista eritellä työn määrän ja tuottavuuden kasvun summaksi. Työn tuottavuus saadaan yksinkertaisesti jakamalla BKT joko tehtyjen työtuntien tai työntekijöiden määrällä. Mikäli myös pääomakannasta on saatavilla tietoa, voidaan BKT:n kasvu hajottaa vielä tarkemmin työn ja pääoman osuuksiin sekä kokonaistuottavuuteen. Tarkastelemalla työn tuottavuutta tai eri tuotannontekijöiden kehitystä saadaan pelkkiä BKT:n kasvulukuja yksityiskohtaisempaa tietoa kasvuvauhdin hidastumisen taustalla vaikuttavista tekijöistä.

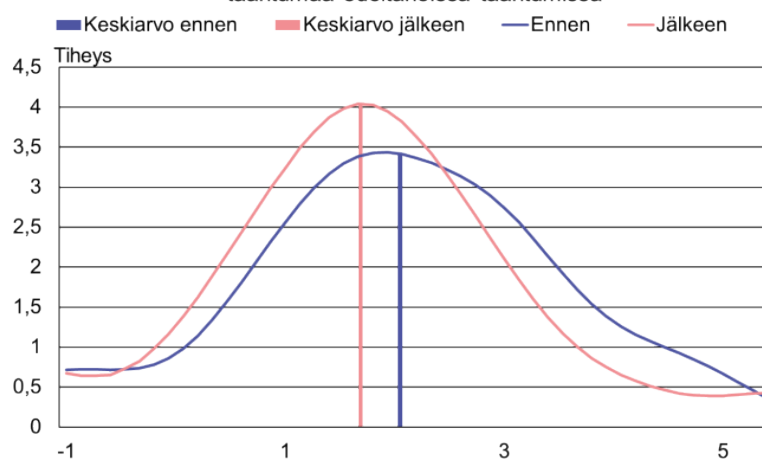
Työn tuottavuuden kehitys ennen ja jälkeen taantumun

Työn tuottavuutta tarkastelemalla voidaan arvioida, missä määrin taantumaa seuraava hidas kasvu johtuu työn määrän vähenemisestä ja missä määrin tuottavuuden heikosta kehityksestä. Seuraavaksi tarkastellaan työn tuottavuuden keskiarvon maakohtaisia jakaumia ennen ja jälkeen taantumun (kuvio 5 ja 6). Tapaukset on jaoteltu suurta taantumaa edeltäneisiin taantumisiin sekä suureen taantumaa. Lisäksi aineistosta on taas poistettu huippua edeltävät ja seuraavat kolme vuotta.

Kuvio 5.

Työn tuottavuus muuttunut suuren taantumun myötä

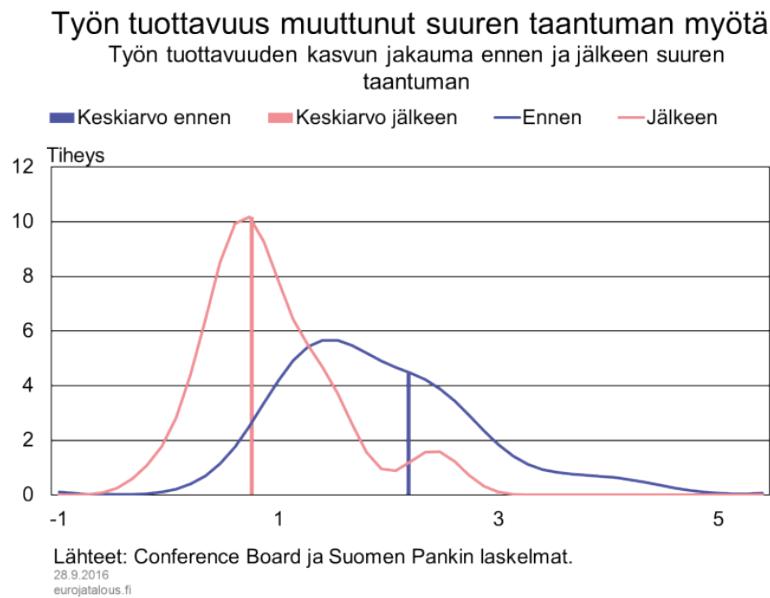
Työn tuottavuuden kasvun jakauma ennen ja jälkeen huipun suurta taantumaa edeltäneissä taantumissa



Lähteet: Conference Board ja Suomen Pankin laskelmat.

28.9.2016
eurojatalous.fi

Kuvio 6.



Suurta taantumaa edeltäneissä taantumissa myös työn tuottavuus pysyy pitkälti vakioisena niin ennen kuin jälkeen taantumien, kun taas tuottavuuden kasvuasteessa nähdään suuren taantumien myötä selkeä siirtymä (kuviot 5 ja 6). Myös tilastolliset testit tukevat kuvioissa nähtävää kehitystä. Lisäksi nähdään, että tuottavuuskasvun jakauma suuren taantumien jälkeen on selvästi kapeampi kuin ennen taantumaa. Tämä tarkoittaa, että maakohtainen vaihtelu tuottavuuden kasvuvauhdissa on vähentynyt. Tulokset antavat siten osviittaa siitä, että vauriissa maissa koetun hitaan tuottavuuskasvun taustalla olisi ehkä jokin yhteinen selittävä tekijä.

Muutokset työn tuottavuudessa voivat kertoa monesta ilmiöstä: pääomakanta on voinut vähäisten investointien takia rapautua tai työntekijöiden osaaminen heiketty pitkittyneen työttömyyden myötä. Toisaalta voi olla, että käytettävissä oleva tuotantoteknologia ei ole kehittynyt yhtä nopeasti kuin aikaisemmin. Eri tekijöihin perustuvat selitykset eroavat paitsi ennusteiltään myös mahdollisilta politiikkasuosituksiltaan, minkä takia kasvutilinpitoon pohjautuva kuvaus tuottavuuden kehityksestä on tarpeen.

BKT:n kasvutekijöiden kehitys ennen ja jälkeen taantumien

Kasvutilinpidon avulla arvioidaan, kuinka yksittäiset tuotantotekijät vaikuttavat BKT:n kasvuun. Kasvutilinpidossa talouskasvu käytännössä hajotetaan eri tuotantotekijöiden vaikutuksiin käyttämällä työn määrää sekä pääomakantaa ja painottamalla näitä niiden osuuksilla kokonaistulosta. Jäljelle jäävä osuus, ns. kokonaistuottavuus, pitää sisällään ne tekijät, joita pelkkä työn ja pääoman määrän kasvu ei selitä: tyypillisesti kokonaistuottavuus tulkitaan tuotantoteknologian kehitykseksi.

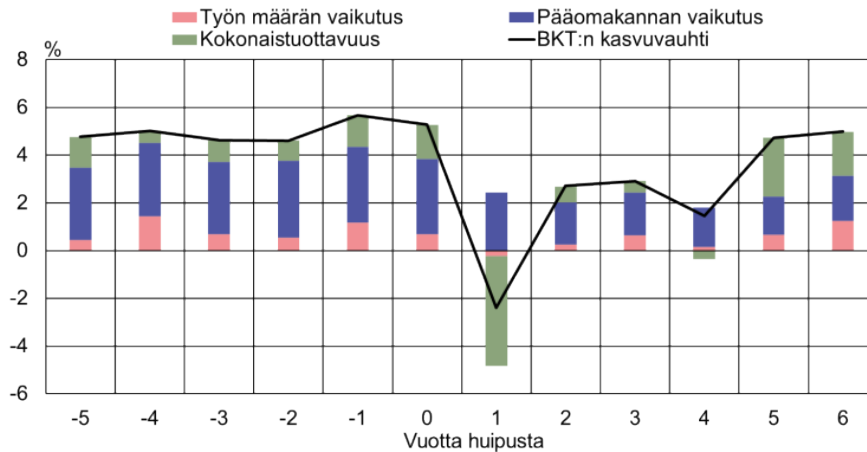
Seuraavaksi tarkastellaan BKT:n kasvua sekä eri tuotantotekijöiden vaikutuksia kasvuasteeseen, jälleen suureen taantumien sekä muihin taantumien eriteltyinä (kuviot 7 ja 8). Tätä tarkoitusta varten on laskettu eri tuotantotekijöiden keskiarvot kullekin huippua edeltäneelle ja seuranneelle vuodelle. Tarkastelusta (kuviot 7 ja 8) nähdään,

kuinka yksittäiset tuotannontekijät ovat kehittyneet taantumien eri vaiheissa ja mikä niiden vaikutus on ollut BKT:n keskimääräisen kasvuasteen muutoksessa.

Kuvio 7.

Aikaisemmissa taantumissa kokonaistuottavuus tyypillisesti elpyi

BKT:n kasvuasteen ja sen eri komponenttien keskimääräinen kehitys: taantumien ennen suurta taantumaa

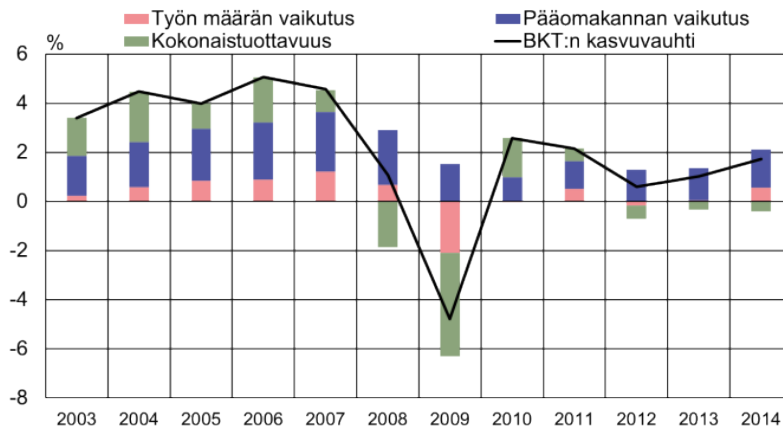


Lähteet: Conference Board ja Suomen Pankin laskelmat.
28.9.2016
eurojatalous.fi

Kuvio 8.

Työn määrä ja kokonaistuottavuus kasvaneet heikosti suuren taantumien jälkeen

BKT:n kasvuasteen ja sen eri komponenttien kehitys: keskiarvo suuresta taantumasta



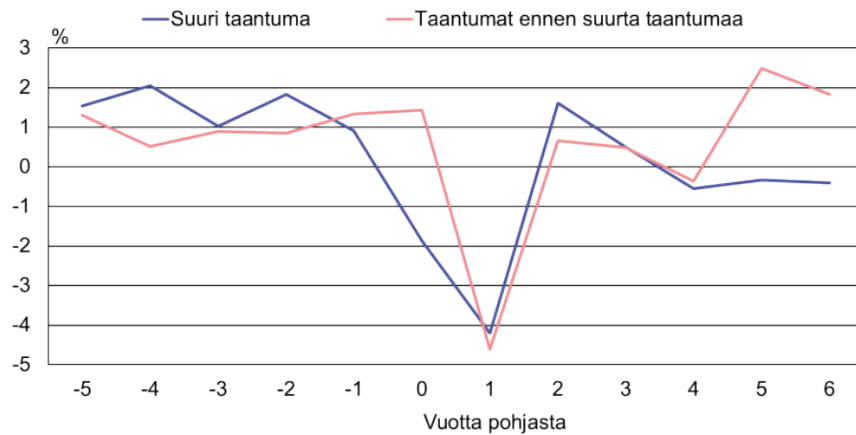
Lähteet: Conference Board ja Suomen Pankin laskelmat.
28.9.2016
eurojatalous.fi

Taantumaa edeltänyt kehitys on kummassakin tapauksessa varsin samanlainen: kunkin tuotannontekijän vaikutus pysyy melko vakaana. Merkittävä ero tulee kuitenkin huipun jälkeen, kun taantuma alkaa. Ensinnäkin suuressa taantumassa työn määrän pudotus on paljon suurempi, mikä kertoo taantumaa liittyneestä tuotannon romahtamisesta ja sitä seuranneesta työttömyydestä. Toinen silmiinpistävä ero koskee kokonaistuottavuutta, joka suuren taantumien myötä kehittyi hitaasti tai jopa supistuu senkin jälkeen, kun taantumien pohjasta on kulunut useita vuosia.

Keskimääräisen kokonaistuottavuuden kasvuasteen tarkastelu osoittaa kokonaistuottavuuden kehityksen jääneen vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen heikoksi ja peräti negatiiviseksi, kun taas aikaisemmissa taantumissa päästiin keskimäärin jopa taantumaa edeltävää tasoa suurempiin kokonaistuottavuuden kasvulukuihin (kuvio 9).

Kuvio 9.

Kokonaistuottavuuden kehitys heikkoa finanssikriisin jälkeen Kokonaistuottavuuden kasvuvauhti ennen ja jälkeen taantumien keskiarvo



Lähteet: Conference Board ja Suomen Pankin laskelmat.
28.9.2016
eurojatalous.fi

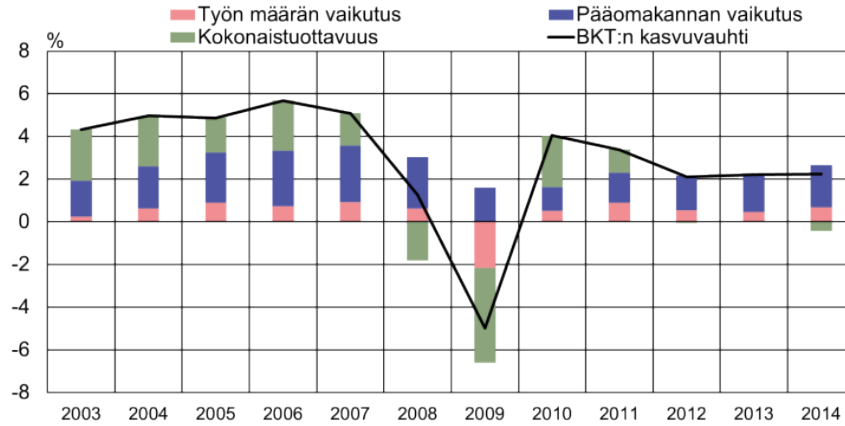
Voiko heikko kokonaistuottavuuden kehitys kertoa ainoastaan eurokriisistä tai joidenkin valtioiden heikosta tilasta? Tämän selvittämiseksi on tarkasteltava niiden maiden tuotannontekijävaikutusten kehitystä, jotka saavuttivat suurta taantumaa edeltäneen huipun vuoteen 2014 mennessä (kuvio 10). Osoittautuu, että jopa näissä maissa kokonaistuottavuuden kehitys on yhtä lailla olematonta tai negatiivista. Heikko tuottavuuskehitys on siten ongelma myös niissä maissa, jotka ovat elpyneet finanssikriisistä paremmin kuin ongelmamaat.

Suuren taantumien jälkeistä BKT:n hidasta kasvua selittää aikaisempiin taantumisiin nähden poikkeuksellisen vaimea työn tuottavuuden kehitys. Työn tuottavuuden kehityksessä taas keskeinen selittävä tekijä on heikko tai jopa negatiivinen kokonaistuottavuuden kehitys. Heikko kokonaistuottavuuden kehitys on globaalisti yleinen ilmiö, joka on vaivannut myös suuresta taantumasta paremmin elpyneitä maita, eikä ainoastaan niitä, jotka ovat jumiutuneet pitkittyneeseen negatiiviseen tai nollakasvun kauteen.

Kuvio 10.

Kokonaistuottavuuden kehitys olematonta myös paremmin elpyneissä maissa

BKT:n kasvuasteen ja sen eri komponenttien kehitys ennen ja jälkeen suuren taantuman maissa, jotka saavuttivat vuoden 2007 tason vuoteen 2014 mennessä



Lähteet: Conference Board ja Suomen Pankin laskelmat.

28.9.2016
eurojatalous.fi

Heikkoon kehitykseen esitetty useita syitä

Tulokset viittaavat siihen, että keskeisen osan suuren taantuman jälkeisestä hitaasta BKT:n kasvusta selittää työn tuottavuuden kasvun vaikeus viime vuosina. Iso osa hitaasta työn tuottavuuden kasvusta taas selittyy olemattoman tai jopa negatiivisen kokonaistuottavuuden kehityksen kautta. Heikko tuottavuuskasvu on ongelma, joka vaivaa niin suuresta taantumasta kohtalaisesti elpyneitä kuin negatiiviseen tai nolllakasvuun jääneitä talouksia.

Koska kokonaistuottavuus mittaa selittämätöntä osaa talouskasvusta, pitkälle aggregoiduista kasvuluvuista on vaikea eritellä hitaan tuottavuuskasvun perimmäistä syytä. Teknologisen kehityksen ohella kokonaistuottavuus pitää sisällään myös pääoman määrään sisältyviä mittausvirheitä, talouden kyvyn hyödyntää olemassa olevaa teknologiaa sekä muita havaitsemattomia tekijöitä. Teorian sekä yksityiskohtaisempaan aineistoon pohjautuvan tutkimuksen perusteella on kuitenkin mahdollista arvioida tekijöitä, jotka ovat vaikuttaneet tuottavuuskehityksen heikkouteen. Hitaaseen kasvuun onkin esitetty erilaisia selityksiä, joista osa nojaa finanssikriisiin ja osa muihin tekijöihin.^[3]

Vuoden 2008 kriisin seurauksena yritysten ulkoisen rahoituksen saatavuus heikkeni huomattavasti, mikä vähensi yritysten investointeja.^[4] Luottorajoitteet ja niistä seuraava pääomainvestointien vähyys näkyvät ennen kaikkea pääomakannan kasvun heikkona kontribuutiona: kokonaistuottavuuteen niiden vaikutus on vähemmän selvä, joskin mahdollinen mm. inhimilliseen pääomaan tai tuotekehitykseen kohdistuvien investointien vähentyessä. Toisaalta viime aikoina on esitetty runsaasti näkemyksiä, joiden mukaan meneillään on pidempiaikainen, jo ennen finanssikriisiä alkanut

3. Heikon kasvun eri selitysmalleja on tarkemmin eritelty mm. Haavio (2016).

4. Campello – Graham – Harvey (2010) ja Duchin – Ozbas – Sensoy (2010).

hidastuminen kokonaistuottavuuden kehityksessä, ainakin 1990-luvun poikkeuksellisen nopean kasvun vuosiin verrattuna.^[5] Pessimistisimpien arvioiden mukaan nykyiset tekniset innovaatiot olisivat merkitykseltään aikaisempia vähäisempiä, ja tämän myötä ollaan siirtymässä pitkittyneen hitaan tuottavuuden kasvun aikaan.^[6]

Heikko kokonaistuottavuuden kasvu vaivaa myös taantumien jälkeen paremmin kasvaneita kansantalouksia, ja lisäksi maiden väliset erot työn tuottavuuden kasvuvauhdissa ovat supistuneet. Nämä seikat viittaavat siihen, että heikon kasvun taustalla vaikuttaa finanssikriisistä riippumattomia tekijöitä, varsinkin kun kehitys on jatkunut senkin jälkeen, kun suuren taantumien pohjasta on kulunut jo seitsemän vuotta. Vuoden 2008 finanssikriisi oli kuitenkin harvinaislaatuinen sotienjälkeisessä historiassa. Muita aidosti globaaleja rahoituskriisejä on koettu vain muutama, ja nekin ajoittuvat ennen toista maailmansotaa. Lisäksi euromaissa taustatekijänä on pitkittynyt velkakriisi, jolla on ollut myös koko maailmantalouteen negatiivisia vaikutuksia.

Poikkeuksellinen hitaan kasvun kausi

Syviä taantumia sekä finanssikriisejä seuraa tyypillisesti kansantalouden tuotannon pysyvä tasosiirtymä alemmalle kasvu-uralle. Lisäksi vuoden 2008 suurta taantumaa on seurannut hitaan kasvun kausi, joka on muihin sotien jälkeisiin taantumisiin verrattaessa ainutlaatuinen. Vaimea kasvu vaivaa myös niitä kansantalouksia, jotka ovat päässeet kasvu-uralle finanssikriisistä. Mikäli hitaan elpymisen uskotaan liittyvän taantumiaan, on suurella taantumalla huomattavia kustannuksia myös pitkällä aikavälillä. Tässä esitetyn aineiston ja aiemman tutkimuskirjallisuuden perusteella makrotaloustieteen perusoppikirjoissa usein esitetty nopea elpyminen näyttää varsin harvinaiselta, ainakin syviä taantumia tarkasteltaessa. Taloudet palaavat siis harvoin syvän taantumien jälkeen vanhalle kasvu-uralle.

Suurta taantumaa seuranneen hitaan kasvun taustalla vaikuttaa viime vuosien heikko tuottavuuskehitys, joka on keskeinen selittävä tekijä BKT:n vaimean kasvun taustalla. Tuottavuuden kasvun hiipuminen on globaali ilmiö, eikä siihen ole löydetty yksiselitteistä syytä. Useita eri selitysmalleja on tarjottu, ja osa niistä perustuu finanssikriisiin ja osa kriisistä riippumattomiin tekijöihin. Finanssikriisistä kulunut suhteellisen pitkä aika sekä väisyn tuottavuuskasvun yleisyys eri maissa kuitenkin viittaavat siihen, että kyseessä voi olla pidempiaikainen hidastuneen tuottavuuskasvun trendi.

Lopullinen totuus siitä, miten taloudet elpyvät suuresta taantumasta, selvinnee vasta vuosien päästä. Kuitenkin jo tässä vaiheessa on nähty, että elpyminen on ollut poikkeuksellisen hidasta ja että finanssikriisin vaikutukset näkyvät vielä pitkälle tulevaisuuteen. Pitkittyneen vaimean kasvun vaikutukset talouteen ovatkin vähintään yhtä suuria kuin suhdannehuippua seuraava välitön tiputus.

5. Fernald (2014).

6. Gordon (2012).

Kirjallisuus

Anzoategui, D. – Comin, D. – Gertler, M. – Martinez, J. (helmikuu 2016) Endogenous Technology Adoption and R&D as Sources of Business Cycle Persistence. *NBER Working Paper Series*, 22005.

Blanchard, O. – Cerutti, E. – Summers, L. (marraskuu 2015) Inflation and Activity – Two Explorations and their Monetary Policy Implications. *IMF Working Paper*.

Campello, M. – Graham, J. R. – Harvey, C. R. (2010) The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 97, 470–487.

Cerra, V. – Saxena, S. C. (2008) Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery. *American Economic Review*, 98(1), 439–457.

Duchin, R. – Ozbas, O. – Sensoy, B. A. (2010) Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis. *Journal of Financial Economics*, 97, 418–435.

Eggertson, G. B. – Mehrotra, N. R. (lokakuu 2014) A Model of Secular Stagnation. *NBER Working Paper Series*.

Fernald, J. G. (kesäkuu 2014) Productivity and Potential Output Before, During, and After the Great Recession. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*.

Furceri, D. – Mourougane, A. (2012) The Effect of Financial Crises on Potential Output: New Empirical Evidence from OECD Countries. *Journal of Macroeconomics*, 34, 822–832.

Gordon, R. J. (elokuu 2012) Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds. *NBER Working Paper Series* (18315).

Haavio, M. (18.1.2016) *Pitkän hitaan kasvun kolme selittäjää*. Euro & talous, analyysi-artikkeli.

Reinhart, C. M. – Rogoff, K. S. (2009) *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.

Avainsanat

- finanssikriisi
- taantuma
- talouskasvu
- tuottavuus

Kirjoittajat



Juho Anttila

Ekonomisti

etunimi.sukunimi(at)bof.fi

Luonnollinen korko – hyödyllinen mutta epävarma talouden kuvaaja

29.9.2016 11:00 • EURO & TALOUS 4/2016 • RAHAPOLITIikka • LAURI VILMI

- Lauri Vilmi
Vanhempi ekonomisti

Luonnollinen korko on talouden tasapainottava reaalkorko, joka vallitsisi, jos talouden tuotanto olisi potentiaalissaan eli tilanteessa, jossa talous ei ole nousu- eikä laskusuhdanteessa. Tasapaino johtaisi pitkällä aikavälillä vakaaseen inflaatioon. Viimeisen 10 vuoden aikana kehittyneiden talouksien luonnollisen koron arvioidaan laskeneen huomattavasti. Tämä vaikuttaa paitsi nykyhetken rahapolitiikan arviointiin myös rahapolitiikan haasteisiin tulevaisuudessa. Arviot luonnollisen koron tasosta ovat kuitenkin erittäin epävarmoja, mikä hankaloittaa tämän koron käyttämistä rahapolitiikan ohjenuorana.

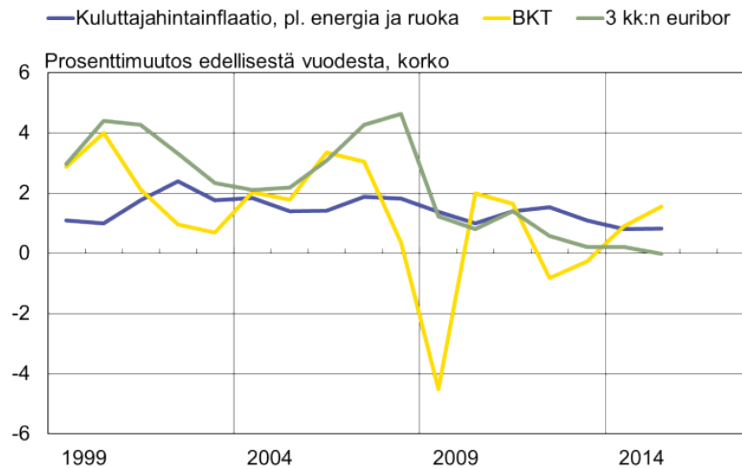


Mitä luonnollisella korolla tarkoitetaan?

Korot ovat laskeneet useimmissa kehittyneissä talouksissa jo useiden vuosien ajan. Näin on käynyt myös euroalueella. Korojen laskun taustalla on osittain ollut elvyttävä rahapolitiikka, jolla on reagoitu inflaatio- ja kasvunäkymien heikkenemiseen (kuvio 1). Pitkään vallinneesta matalasta korkotasosta huolimatta talouskasvu on pysynyt vaisuna, ja arvioitu negatiivisen tuotantokuilun sulkeutuminen on ollut hidasta. Taustalla saattaa olla luonnollisen koron eli tasapainoreaalikoron lasku, joka on lieventänyt matalien korkojen elvyttävää vaikutusta. Luonnollisen koron käsite on peräisin Wickselliltä (1898), joka määritteli sen hintojen osalta neutraaliksi koroksi. Rahoitusmarkkinoilla on useita korkoja. Luonnollista korkotasoa analysoitaessa keskitytään yleensä riskittömän lyhyen, esimerkiksi 3 kuukauden, reaalkoron tasoon ja muutoksiin.

Kuvio 1.

Euroalueen inflaatio- ja kasvunäkymät vaimentuneet



Lähteet: Macrobond, Eurostat ja EBF.

28.9.2016
eurojatalous.fi

32403@Chart9

Vaikka luonnollinen korko on hyödyllinen vertailukohta rahapolitiikan mitoituksen arvioinnissa, on sen tulkinta monimutkaista useasta syystä. Luonnollinen korko ei ole havaittavissa, vaan se joudutaan arvioimaan epävarmojen laskelmien avulla toista havaitsematonta tekijää eli potentiaalista tuotantoa käyttäen. Tämän takia luonnollisen koron laskennassa käytetään monimutkaisia tilastollisia menetelmiä, joissa joudutaan tekemään joukko oletuksia. Saadut tulokset ovat herkkiä suhteessa näihin oletuksiin.

Luonnollisen koron käsitteestä on myös esitetty eri tulkintoja. Laubach ja Williams määrittelevät luonnollisen korkotason koroksi, joka vallitsisi taloudessa ilman sokkeja.^[1] Tämän tulkinnan mukaan talous lopulta siis tasapainottuisi luonnollisen koron tasoon. Tämä voi kuitenkin kestää useita vuosia, jopa vuosikymmenen. Tätä määritelmää luonnollisesta korosta voidaankin kutsua pitkän ajan näkemykseksi. Yleisen tasapainon malleissa luonnollinen korkotaso sen sijaan ymmärretään koroksi, joka sulkisi tuotantokuilun, jos taloudessa ei olisi nimellisiä jäykkyyksiä.^[2] Tämän niin sanotun lyhyen ajan määritelmän mukainen luonnollinen korko vaihtelee voimakkaasti ajan mittaan esimerkiksi suhdannevaihteluiden myötä. Lyhyellä aikavälillä talouskasvun ja hintavakauden kannalta parhaimman uran tuottama korkotaso voi kuitenkin erota näistä molemmista luonnollisen koron tasoista.

Kuvitteellisen esimerkin avulla voidaan kuvata eri korkojen käsitteitä yksinkertaisessa kolmen yhtälön yleisen tasapainon mallissa, jossa hinnat reagoivat viiveen kuluttua (hintajäykkyydet) kysynnän muutoksiin ja johon tulee sekä tuotantoon että hintoihin vaikuttavia sokkeja (kuvio 2). Nähdään, että yleisen tasapainon mallien mukainen lyhyen ajan luonnollinen korkotaso vaihtelee voimakkaasti suhdannevaihteluita seuraten. Lyhyen ajan näkemyksen mukaisen luonnollisen korkotason tulisi kuitenkin pidemmällä aikavälillä heilahdella tasapainokoron ympärillä. Ilman sokkeja talous suuntautuisikin

1. Laubach – Williams (2003).

2. Ks. esim. Curdia (2015), Justiniano – Primiceri (2010) tai Woodford (2003).

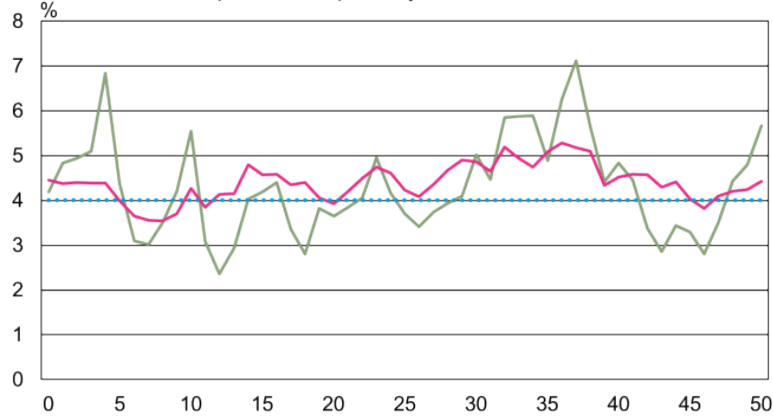
tälle korkotasolle. Tasapainokorko on määritelmällisesti lähellä sitä pitkän ajan koron tasoa, jota Laubach ja Williams tarkoittivat. Vaikka tässä malliesimerkissä pitkän ajan tasapaino on vakioinen, niin todellisuudessa myös pitkän ajan luonnollinen korko vaihtelee ajan myötä ja heijastelee muutoksia talouden rakenteissa, kuten esimerkiksi potentiaalisen tuotannon kasvuasteen vaihteluja sekä muutoksia säästämässä kuten aikapreferenssin asteessa. Esimerkiksi Holston, Laubach ja Williams ovat estimoineet muutoksia pitkän ajan luonnollisen koron tasossa.^[3]

Kuvio 2.

Luonnollisen koron eri käsitteet eroavat toisistaan

Esimerkki yksinkertaisen yleisen tasapainomallin avulla simuloituista eri koroista

- Taylorin säännön mukainen nimelliskorko
- Lyhyen ajan luonnollinen korko + odotettu inflaatio
- Nimellinen tasapainokorko, "pitkän ajan luonnollinen korko" + odotettu inflaatio



Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

28.9.2016
eurojatalous.fi

Vaikka luonnollinen korkotasoa johtaa pitkällä aikavälillä tasapainossa tuotantokuilun sulkeutumiseen ja vakaaseen inflaatiokehitykseen, se ei ole kuitenkaan lyhyellä aikavälillä rahapolitiikan tavoitteen mukainen korkotasoa. Tämä johtuu siitä, että tuotantokuilun ja inflaation välinen yhteys voi muuttua ajan mittaan esimerkiksi hinnan asetantaan vaikuttavien kustannussokkien, hitaasti muutoksiin reagoivien hintojen tai useiden eri reaalitalouden jäykkyyksien (esimerkiksi työmarkkinoihin tai investointeihin liittyvien) vuoksi. Tällöin tuotantokuilun hidastuminen ei riitä palauttamaan haluttua inflaatiota, vaan rahapolitiikan asettaman koron tulee erota luonnollisesta korosta. Todellisen reaalikoron ollessa alle luonnollisen koron tason talouskasvu kiihtyy, mikä lisää hintapaineita ja nopeuttaa esimerkiksi ulkoisen sokin takia hidastunutta inflaatiota ja auttaa siten saavuttamaan keskuspankin tavoitteen mukaisen inflaation. Vastaavasti päinvastoin käy koron ollessa luonnollisen koron yläpuolella.

Taylorin säännön^[4] mukaista korkoa pidetään usein rahapolitiikan ohjenuorana, ja se onkin hyvin kuvannut keskuspankkien käyttäytymistä todellisuudessa. Yksinkertaisessa mallissa Taylorin säännön mukainen politiikka on myös hyvin lähellä optimaalista rahapolitiikkaa.^[5] Vaikka Taylorin säännön mukainen korko eroaa luonnollisesta korosta

3. Holston – Laubach – Williams (2016).

4. Ks. esim. Taylor (1993).

5. Ks. esim. Galí (2008).

lyhyellä aikavälillä, molemmat korot liikkuvat yhdenmukaisesti pidemmällä aikavälillä (ks. kuvio 2).^[6]

Luonnollisen koron taso alentunut euroalueella

Koska ei ole yksiselitteistä vakiintunutta tapaa estimoida luonnollista korkoa, luonnollisen koron analysointi ja käyttäminen rahapolitiikan tilan mittarina sisältävät huomattavia epävarmuuksia. Koron ollessa luonnollisella tasolla tuotantokuilun tulisi kuitenkin sulkeutua ajan kuluessa. Siten on mahdollista arvioida luonnollisen koron tasoa, jos tuotantokuilu ja korkomuutoksen vaikutus siihen tiedetään. Tuotantokuilun estimointiin liittyy puolestaan huomattavia haasteita.^[7] Laubach ja Williams pyrkivät vuonna 2003 estimoimaan pitkän ajan luonnollisen koron hyödyntäen Kalman-suodatinta yksinkertaisen makromallin estimoinnissa. Laubachin ja Williamsin laskentatavassa luonnolliseen korkotasoon vaikuttavat talouden potentiaalisen tuotannon kasvuvauhti sekä säästämis- tai investointihalukkuuteen kohdistuvat sokit.

Euroalueen pitkän ajan tuotantokuilua ja luonnollista korkoa voidaan tarkastella Laubachin ja Williamsin määritelmän ja mallin perusteella (kuvio 3).^{[8],[9]} Näin saatujen estimaattien mukaan potentiaalisen tuotannon kasvun hidastuminen on viime vuosina painanut luonnollisen koron tasoa kriisiä edeltäneestä 2 prosentin tuntumasta alle 1 prosenttiin. Tulokset selittyvätkin lähes kokonaan kasvunäkymien hidastumisella. Sen sijaan muilla säästämiseen vaikuttaneilla sokeilla on ollut esitetyissä tuloksissa vain pieni vaikutus luonnolliseen korkoon.

6. Kuvion 2 yksinkertaisessa esimerkissä erot Taylorin säännön mukaisen koron ja luonnollisen koron välillä syntyvät hinnoitteluun vaikuttavista kustannussokeista, jotka muuttavat inflaatiota vaikuttamatta tuotantokuiluun. Tällöin tuotantokuilun sulkeutuminen ei riitä palauttamaan hintavakautta vaan rahapolitiikan asettaman koron tulee erota luonnollisesta korosta.

7. Ks. esim. ECB (2005).

8. Laubachin ja Williamsin mukainen malli vuodelta 2003 on estimoitu bayesilaisilla menetelmillä euroaluetta koskevaksi. Havainnot ulottuvat vuoden 1999 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2016 toiseen neljännekseen. Käytetty aineisto sisältää havainnot euroalueen reaalisesta BKT:stä, kuluttajahintainflaatiosta (pl. energia ja ruoka), 3 kk:n euriborista ja SPF-kyselytutkimustietojen mukaisesta inflaatio-odotuksesta vuoden päähän.

9. Estimoitu luonnollisen koron arvio on ehdollinen estimoitun tuotantokuilun arvion suhteen.

Kuvio 3.

Euroalueen luonnollinen korko alentunut



Lähde: Suomen Pankin laskelmat.
28.9.2016
eurojatalous.fi

Luonnollisen koron laskelmissa käytetty menetelmä sisältää kuitenkin huomattavaa epävarmuutta niin käytetyn mallin kuin tilastollisen menetelmän osalta. Esimerkiksi Holstonin, Laubachin ja Williamsin hiljattain esittämien tulosten mukaan euroalueen luonnollinen korko olisi pysytellyt negatiivisella tasolla vuoden 2011 jälkeen. Holstonin, Laubachin ja Williamsin estimointi vuodelta 2016 perustuu vastaavanlaiseseen malliin, mutta verrattuna edellä esitettyyn laskelmaan he käyttävät pidempiaikaista dataa ja olettavat säästämiseen vaikuttavien sokkien roolin olevan isompi.

Molempien tulosten mukaan potentiaalisen tuotannon kasvun hidastuminen on ollut merkittävä luonnollista korkoa painava tekijä. Euroopan komission vuoden 2016 kevätennusteen mukaan euroalueen potentiaalinen kasvuvauhti onkin hiipunut noin 1 prosenttiin kriisiä edeltäneestä noin 2 prosentin vauhdista. Finanssikriisin jälkeisen hitaan kasvun taustalla on erityisesti kokonaistuottavuuden heikko kehitys.^[10] Kasvuvauhdin hiipuminen selittääkin noin prosenttiyksikön verran luonnollisen koron laskua finanssikriisin jälkeisenä aikana. Holston, Laubach ja Williams arvioivat vuonna 2016, että potentiaalisen tuotannon hidastuminen selittää myös suurimman osan luonnollisen koron alenemisesta Isossa-Britanniassa, Kanadassa ja Yhdysvalloissa.

Holstonin, Laubachin ja Williamsin estimoinnissa havaittava luonnollisen koron kääntyminen negatiiviseksi euroalueella selittyy säästämishalukkuuden pitkäaikaisilla ja huomattavilla muutoksilla. Tällaisten muutosten takana saattaisi olla esimerkiksi epävarmuuden lisääntyminen, tuotantorakenteen muutos tai väestön ikääntyminen.^{[11],[12]} Sen sijaan yleisen tasapainon mallin mukainen lyhyen ajan

10. Ks. myös Anttila, J. (2016) *Onko elpyminen myytti?* Euro & talous 4/2016.

11. Tarkkaa tietoa euroalueen luonnollisen koron laskuun vaikuttaneista tekijöistä ei ole kuitenkaan saatavissa.

12. Summers (2014) käy läpi useita mahdollisia Yhdysvalloissa luonnollista korkoa painavia seikkoja.

luonnollinen korko saattaa hyvinkin laskea tilapäisesti negatiiviseksi esimerkiksi sudhannevaihtelujen tai muiden väliaikaisten sokkien vuoksi.

Useiden eri menetelmien perusteella arvioituna nykyinen luonnollisen reaalikoron taso on poikkeuksellisen alhainen verrattuna kriisiä edeltäneisiin lähellä 2:ta prosenttia liikkuneisiin korkoihin. Eri luonnollisen koron estimointimenetelmät osoittavat matalia ja mahdollisesti jopa negatiivisia luonnollisen koron tasoja. Constâncio käy läpi eri menetelmillä laskettuja luonnollisen koron arvioita, ja niiden mukaan korko olisi laskenut viime vuosina euroalueella kriisiä edeltäneestä 1–2 prosentista noin välille –2–0 % riippuen käytettävästä menetelmästä.^[13]

Kaiken kaikkiaan luonnollisen koron alentumista selittävät talouden epävarmuus ja kasvunäkymien heikentyminen. Nämä ovat mahdollisesti lisänneet säästämisalukkuutta ja heikentäneet investointihalukkuutta. Jotta talous olisi tasapainossa ja säästäminen sekä investoinnit yhtä suuria, täytyy tasapainokoron alentua uudelle tasolle. Eri estimointitulokset antavat kuitenkin koron laskulle ja siihen vaikuttaneille tekijöille erisuuruisen merkityksen.

Luonnollinen korkotaso näyttää laskeneen euroalueen lisäksi myös muissa kehittyneissä talouksissa. Holston, Laubach ja Williams arvioivat, että korko on pudonnut finanssikriisin jälkeen Isossa-Britanniassa ja Kanadassa 1,5 prosenttiin ja Yhdysvalloissa noin 0,5 prosenttiin. He havaitsevatkin luonnollisten korkojen liikkuvan globaalisti samaan suuntaan. Osaltaan tätä selittävät talouksien välillä olevat riippuvuudet esimerkiksi finanssimarkkinoiden ja ulkomaankaupan osalta sekä erityisesti finanssikriisin jälkeen pienentyneet odotukset tulevasta globaalista talouskasvusta.

Mihin luonnollinen korko on matkalla?

Nykyisen kriisin aikaiset poikkeuksellisen matalat nimelliskorot eivät ole toistaiseksi johtaneet voimakkaaseen talouskasvuun tai inflaatioon. Arvioiden mukaan tuotantokuilu onkin pysynyt negatiivisena. Myös inflaatio on pitkään ollut rahapolitiikan tavoitetta alhaisempaa. Tätä voidaan selittää poikkeuksellisen pysyvillä ja mahdollisesti uusilla negatiivisilla talouteen kohdistuneilla sokeilla, mutta osittain myös sillä, että luonnollisen koron taso on laskenut.^[14] Osittain matalamman luonnollisen koron takia talouden elvyttäminen ja hintavakauden saavuttaminen ovat vaatineet kriisin jälkeen voimakkaampia rahapoliittisia toimia kuin aikaisempina vuosikymmeninä. Nämä toimet ovat laskeneet huomattavasti sekä lyhyitä että pitkiä korkoja.

Arviot luonnollisen koron tarkasta tasosta ja laskun syistä ovat kuitenkin erittäin epävarmoja.^[15] Tämän takia on myös haastavaa arvioida, miten luonnollinen korko kehittyi tulevaisuudessa. Useiden arvioiden mukaan luonnollinen korkotaso on ollut poikkeuksellisen matala kahdeksan vuoden ajan eli pidempään kuin kertaakaan

13. Constâncio (2016).

14. Esimerkiksi velkaantumisen purkaantumisen ja työmarkkinoiden normalisoituminen kestävät pitkään. Lisäksi öljyn hinnan lasku on vähentänyt inflaatiopaineita.

15. Ks. esim. Hamilton ym. (2015) luonnollisen koron tason arviointiin liittyvästä epävarmuudesta.

aikaisemmin on havaittu. Onkin esitetty epäilyjä, että nykyiset matalat luonnolliset korot tulevat pysymään pitkään.^[16]

Siinä määrin kuin alempi luonnollinen korko selittyy potentiaalisen tuotannon kasvun hidastumisen kautta, se voi hyvinkin pysyä pitkään alempana kuin aikaisempina vuosina. Toisaalta niin kauan kuin talouskasvun odotetaan jatkuvan positiivisena, pysyvästi negatiiviset luonnolliset korot vaatisivat huomattavia pysyviä muutoksia kotitalouksien säästämiseen. Esimerkiksi, jos tulevaisuuden tulonäkymien epävarmuus on kasvanut, lisäävät kotitaloudet säästämistä. Vastaavasti epävarmuuden kasvu vähentäisi investointihalukkuutta. Nämä molemmat tekijät laskisivat luonnollista korkoa. Säästämisaste ei kuitenkaan Euroopassa ole noussut poikkeukselliseksi kriisin puhkeamisen jälkeen. Onkin mahdollista, että väliaikaiset ilmiöt, kuten yhä jatkuva velkasopeutus, mahdollinen talouksien rakennemuutos ja euroalueen kriisistä johtuva tilapäinen epävarmuus ovat osaltaan hidastaneet toipumista kriisistä, vähentäneet investointihalukkuutta ja siten mahdollisesti vaikuttaneet joihinkin luonnollisen koron arvioihin.

Jos luonnollinen korko jää nykyiselle matalalle tasolle, hintavakauden saavuttaminen vaatii myös jatkossa matalampia korkoja kuin aikaisempina vuosikymmeninä. Tällöin käytettäisiin myös entistä useammin epätavanomaisia rahapolitiikan keinoja hintavakauden saavuttamiseksi. Vuoden 2016 Jackson Hole kokouksessa keskusteltiin matalien korkojen tuomista mahdollisista haasteista tulevaisuuden rahapolitiikalle.^[17] On kuitenkin mahdollista, että luonnollinen korko palautuu ajan kuluessa takaisin korkeammalla tasolle maailmantalouden kasvuvauhdin toipumisen, epävarmuuden hälvenemisen tai tuottavuuden kiihtymisen myötä.

Luonnollinen korko on hyödyllinen, joskin epävarma vertailukohta, kun arvioidaan, kuinka elvyttävää kulloinenkin korkopolitiikka on. Se pyrkii mittaamaan pidemmän ajan tasapainoista korkotasoa, kun lyhytaikaisten sokkien vaikutukset ovat poistuneet. Lyhytaikaisten sokkien ja taloudessa olevien jäykkyyksien takia optimaalinen rahapolitiikka eroaa luonnollisesta korosta lyhyellä aikavälillä. Rahapolitiikan mitoituksen pohjana tuleekin käyttää inflaationäkymiä ja arvioita tuotantokuilun suuruudesta.

Lähteet

Anttila, J. (2016) [Onko elpyminen myytti?](#) Euro & talous 4/2016.

Constâncio, V. (2016) The challenge of low interest rates for monetary policy. Puhe. Macroeconomics Symposium. Utrecht School of Economics.

Curdia, V. (2015) Why So Slow? A gradual return for interest rates. FRBSF Economic Letter, 12.10.2015.

16. Laubach – Williams (2015).

17. Ks. esimerkiksi Yellen (2016). Myös Williams (2016a) ja (2016b) on keskustellut matalan luonnollisen koron vaikutuksista rahapolitiikkaan.

- ECB (2005) The (un)reliability of output gap estimates in real time. Monthly Bulletin. February 2005, 43–45.
- Euroopan komissio (2016) Spring 2016 Economic Forecast: Staying the course amid high risks. Institutional Papers 25. Toukokuu 2016. Bryssel.
- Galí, J. (2008) Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework. Princeton University Press.
- Hamilton, J. – Harris, E. – Hatzius, J. – West, K. (2015) The equilibrium real funds rate: past, present and future. NBER Working Paper 21476.
- Holston, K. – Laubach, T. – Williams, J. (2016) Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2016–11.
- Justiniano, A. – Primiceri, G. (2010) Measuring the equilibrium real interest rate. Economic Perspectives 1Q/2010. Federal Reserve Bank of Chicago, 14–27.
- Laubach, T. – Williams, J. (2003) Measuring the Natural Rate of Interest. The Review of Economics and Statistics, November 2003, 85 (4), 1063–1070.
- Laubach, T. – Williams, J. (2015) Measuring the Natural Rate of Interest Redux. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2015–16.
- Summers, L. (2014) U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. Business Economics 49 (2), 65–73.
- Taylor, John B. (1993) Discretion versus Policy Rules in Practice (PDF). Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 39: 195–214.
- Wicksell, K (1898) Interest and Prices. R.F. Kahnin englanninkielinen käännös. London: Macmillan, Royal Economic Societylle v. 1936.
- Williams, J. (2016a) Monetary Policy in a Low R-star World. Federal Reserve Bank of San Fransisco Economic Letter, 15.8.2016.
- Williams, John C. (2016b) Whither Inflation Targeting. Puhe. Hayek-ryhmä, Reno Nevada, 6.9.2016.
- Woodford, M. (2003) Interest and Prices: Foundation of a Theory of Monetary Policy. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Yellen, J. (2016) The Federal Reserve’s Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future. Puhe. Jackson Hole Symposium, 26.8.2016.

Avainsanat

- [euroalue](#)
- [luonnollinen korko](#)

- [rahopolitiikka](#)

Kirjoittajat



Lauri Vilmi

Vanhempi ekonomisti

etunimi.sukunimi(at)bof.fi