



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Euro & talous 1 • 2016

Julkaisupäivä 21.3.2016

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

Vesa Korhonen

Tomi Kortela

Mika Kortelainen

Kimmo Koskinen

Samu Kurri

Petri Mäki-Fränki

Riikka Nuutilainen

Sami Oinonen

Seija Parviainen

Lauri Vilmi

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

Kuviot ja taulukot

India Roland

Toimitus

Suomen Pankin kielipalvelutoimisto ja
viestintäyksikkö

Kirjoittajat

Hanna Freystätter

Juhana Hukkinen

Pasi Ikonen

Juuso Kaaresvirta

Henna Karhapää

Kristiina Karjanlahti

Eeva Kerola

Uutiskirjeiden tilaukset

eurojatalous.fi

Julkaisun aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-5862 (verkkójulkaisu)

Sisältö

Inflaationäkymät edellyttävät kevyttä rahapolitiikkaa	3
Kotimainen kysyntä euroalueen kasvun moottorina	6
Nousevien talouksien vaikeudet painavat maailmantaloutta	26
Miksi Suomi ei pysy vertaistensa vauhdissa?	36
Euroalueen pankkisektori kerännyt voimia	51
Miksi maailmankauppa on hidastunut?	54
Velkaantuminen lisää riskejä Kiinassa	58
Abenomics: kolme vuotta – suuri laiva kääntyy hitaasti	66
Venäjän talous ja tuonti supistuvat	76
Voiko Kiinan BKT-tilastoihin luottaa?	83
Intia erottuu edukseen	87
Autoteollisuuden merkitys EU-maissa	91

Inflaationäkymät edellyttävät kevyttä rahapolitiikkaa

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2016 • PÄÄKIRJOITUS

Maailmankaupan ja nousevien talouksien kasvuvauhdin hidastuminen sekä rahoitusmarkkinoiden epävarmuuden lisääntyminen ovat varjostaneet euroalueen talouskehitystä. Maailmankaupan kohenemista painaa erityisesti nousevien talouksien, kuten Kiinan, kasvun hidastuminen. Euroalueella kasvu on edelleen kotimaisen kysynnän varassa. Talous- ja inflaationäkymien heikennyttä EKP:n neuvosto päätti maaliskuussa 2016 useista toimista, joilla edistetään hintavakaustavoitteen saavuttamista. Muita merkittäviä maailmanlaajuisia tekijöitä, joiden vaikutus talousnäkyymiin ulottuu pitkälle tulevaisuuteen, ovat ilmastonmuutoksen hallinta, raaka-aineiden hintojen suuret vaihtelut ja väestöliikkeiden huomattava lisääntyminen.



Maailmantalouden näkymät ovat alkuvuonna 2016 selvästi heikentyneet ja ennustettua heikomman kehityksen riskit ovat lisääntyneet. Kasvua hidastavat lyhyen aikavälin epävarmuustekijät ja pidemmän aikavälin suuret kysymykset.

Ensiksi epävarmuus on lisääntynyt rahoitusmarkkinoilla ja vaikuttanut pankkisektoriin. Rahapolitiikan välittymisen näkökulmasta on kuitenkin tärkeää, että pankit voivat hyödyntää EKP:n edullista pitempiaikaista rahoitusta ja myöntää uusia luottoja asiakkailleen ja tukea näin reaaliatalouden kasvua.

Pankkien toimintakyvyn kannalta ongelmaksi koettua hoitamattomien lainojen määrää on euroalueella pyritty vähentämään, ja talouskasvu onkin lähtenyt käyntiin erityisesti niissä maissa, joissa asiaan puututtiin ripeästi. Tehtävää kuitenkin on vielä, sillä edistyminen hoitamattomien lainojen osuuden pienentämisessä on ollut epätasaista ja

hoitamattomien lainojen osuus on eräissä maissa edelleen suuri. Pankkien luotonantokyvyn ja rahapolitiikan välittymisen kannalta hoitamattomien lainojen ripeää vähentäminen on kuitenkin keskeistä, sillä euroalueella rahapolitiikka välittyy reaalityönteeseen ensisijaisesti pankkien kautta. Vakaa ja toimintakykyinen pankkisektori on tärkeä talouden elpymisen kannalta.

Toiseksi kasvunäkymien heikentymisen taustalla on nousevien maiden kasvun hidastuminen. Erityisesti Kiinan siirtyminen investointi- ja teollisuusvetoisesta kulutus- ja palveluvetoiseen talouteen on vaikuttanut maan näkymiin. Suomen Pankin ekonomistien ennusteen mukaan Kiinan talouskasvu hidastuu lähivuosina 5 prosentin tuntumaan. Vaikka kulutus- ja palveluvetoinen talous ei ole säädeltävissä keskusjohtoisesti kuten investointi- ja teollisuusvetoinen kasvu, Kiinan viranomaisilla on hyvät edellytykset kehittää maataan ja pehmentää rakennemuutoksen lyhyen aikavälin vaikutuksia muilla talouspoliittisilla toimilla.

Kolmanneksi merkittäviä maailmanlaajuisia tekijöitä, joiden vaikutus talousnäkyymiin ulottuu pitkälle tulevaisuuteen, ovat ilmastonmuutoksen hallinta, raaka-aineiden hintojen suuret vaihtelut ja väestöliikkeiden huomattava lisääntyminen. Näihin ilmiöihin liittyy myös rahoitusmarkkinoiden ja rahoitusvakauden kannalta oleellisia kysymyksiä. Lisäksi ilmiöiden kokonaistaloudellisia ja hintavaikutuksia tulee seurata tarkasti.

Näin monen epävarmuustekijän vaikutus näkyy jo maailmantalouden ja -kaupan hidastumisena. Maailmantalouden kasvu hidastui 3 prosentin tuntumaan vuonna 2015. Kasvu oli hitainta sitten finanssikriisivuoden 2009. Suomen Pankin ekonomistit ennustavat maailmantalouden kasvun pysyvän 3 prosentin tuntumassa vuosien 2016–2018 ajan.

Myös euroalueen inflaationäkymät ovat muuttuneet hitaamman inflaation suuntaan. Vuonna 2015 euroalueen inflaatio jäi 0 prosenttiin, mikä on alhaisin vuosikeskiarvo rahaliiton aikana. Hitaan inflaation taustalla on ollut pääosin matala öljyn hinta. Helmikuussa 2016 euroalueen inflaatio oli -0,2 %. Inflaation hidastuminen on ollut laaja-alaista, ja se jatkuu lähikuukaudet.

Talous- ja inflaationäkymien heikentymisen vuoksi EKP:n neuvosto päätti maaliskuussa 2016 useista toimita, joilla edistetään hintavakaustavoitteen saavuttamista. Näihin kuuluivat kaikkien ohjauskorkojen lasku, osto-ohjelman laajentaminen yrityssektorin velkapapereihin ja kuukausittaisten ostomäärien kasvattaminen, mikä sidottiin ennakoivaan viestintään. Pankeille myös myönnetään rahapolitiittisissa operaatioissa erittäin pitkiä luottoja vakuuksia vastaan yritysluoton tuksen lisäämiseksi.

Lisäksi EKP:n neuvosto ilmoitti odottavansa ohjauskorkojen säilyvän nykytasollaan tai sitä alemmina pidemmän aikaa ja tämänhetkisten hintavakaustavakymien valossa vielä selvästi omaisuuserien ostojen päätyttyäkin.

Rahapoliittinen paketti ja siihen liittyvä ennakoiva viestinta muodostavat kattavan ja tasapainoisen kokonaisuuden hintavakaustavoitteen saavuttamiseksi. Sen tarkoituksena on keventää euroalueen rahoitusoloja entisestään sekä lisätä mahdollisuuksia uuden luotonannon kasvuun, tukea euroalueen talouden elpymistä ja edistää inflaatiovauhdin palautumista hieman alle 2 prosenttiin keskipitkällä aikavälillä.

Kevyt rahapolitiikka lisää asteittain kysyntää euroalueen maissa ja auttaa sitä kautta myös Suomea. Alhainen korkotaso näkyy matalina yritysten ja asuntolainojen korkoina. Kun lainat ovat pitkälti vaihtuvakorkoisia ja pankkijärjestelmän tila hyvä, rahapolitiikka välittyy Suomessa erityisen tehokkaasti. Jotta Suomen talous saadaan kestäväan kasvuun, tarvitaan kustannuskilpailukyyn parantamista ja rakenteellisia uudistuksia. Kun yrityksille näin syntyy tarve laajentaa tuotantoa, kevyen rahapolitiikan myötä rahoitusolot tukevat investointi- ja työllistämispäätöksiä.

Helsingissä 21.3.2016

Erkki Liikanen

Suomen Pankin pääjohtaja

Avainsanat

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

Kotimainen kysyntä euroalueen kasvun moottorina

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2016 • RAHAPOLITIikka

EKP:n neuvosto päätti laajennetusta omaisuuserien osto-ohjelmasta tammikuussa 2015. Tähän mennessä ostoja on tehty lähes 780 mrd. eurolla. Maaliskuun 2016 kokouksessaan neuvosto päätti keventää rahapolitiikkaa edelleen. Markkinat odottavatkin rahapolitiikan jatkuvan kevyenä pitkään.



Euroalueen talous jatkoi vuonna 2015 elpymistään. BKT kasvoi 1½ prosentin vauhtia, ja työttömyysaste laski prosenttiyksikön verran 10½ prosenttiin. Kasvu on vuosina 2016–2018 kuitenkin aiempaa enemmän kotimaisen kysynnän varassa. Vientimarkkinoiden kasvunäkymät ovat heikentyneet, ja nettoviennin vaikutus kasvuun jää ennustejaksolla hyvin pieneksi.

Myönteisestä reaalityalouden kehityksestä huolimatta euroalueen inflaatio jäi vuonna 2015 nolnaan, mikä on alhaisin vuosikeskiarvo rahaliiton aikana. Hitaan inflaation taustalla oli pääosin öljyn hinta, joka halpeni edelleen vuoden 2015 aikana. Vaikka öljyn ja ruuan hinnanvaihteluista puhdistettu pohjainflaatio on pysynyt vakaampana, on sekin ollut vain prosentin tuntumassa. Inflaation kiihtyminen on maltillista koko ennustejakson ajan. Kiihtymistä kuitenkin tukevat öljyn hinnan vakautuminen, kevyenä jatkuva rahapolitiikka ja negatiivisen tuotantokuilun supistuminen.

Euroalueen kasvuriskit voidaan jakaa kahteen osaan, ulkoisiin ja sisäisiin. Ulkoisista riskeistä keskeisin on maailmantalouden laaja-alainen ja voimakas hidastuminen, joka vaimentaisi sekä euroalueen kasvua että inflaatiota. Riskinä myös on, että öljyn hinnan voimakas lasku ja maailmantalouden hidastuminen osoittautuvat epälineaariseksi, kun velkaantuneiden kansantalouksien taseet eivät enää kestä tilanteen heikkenemistä.

Euroalueen sisäiset riskit liittyvät siihen, että talouden elpyminen on yhä hauraalla pohjalla. Kriisin pitkäkestoisuus näkyy laajasti: tuotannolliset investoinnit ovat yhä

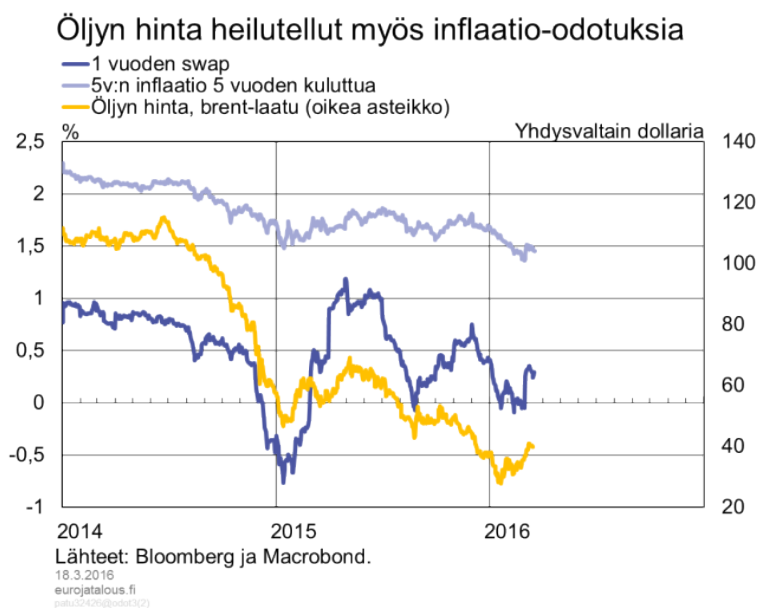
vaimeita ja pitkäaikais- ja nuorisotyöttömyys on suurta. Uutena sokkina euroalueelle on tullut pakolaiskriisi, jonka vaikutuksiin liittyy paljon epävarmuutta. Poliittista epävarmuutta Euroopassa lisää myös Ison-Britannian EU-kansanäänestys.

EKP päätti laajoista lisätoimista

Vuonna 2015 euroalueen reaalitalous jatkoi elpymistään. BKT kasvoi 1½ prosentin vauhtia, ja työttömyysaste laski vuoden aikana prosenttiyksikön verran 10½ prosenttiin. Myönteisestä talouskehityksestä huolimatta euroalueen inflaatio jäi nolnaan. Vuosi 2015 oli jo kolmas kokonainen vuosi, jolloin inflaatio oli hintavakaustavoitetta hitaampaa eli selvästi alle 2 %.

Suuren osan inflaation vaimeudesta selittää öljyn hinta, joka kääntyi vuoden 2015 puolenvälin jälkeen uudelleen laskuun. Toteutuneen inflaation lisäksi öljyn hinnan lasku on vaimentanut lyhyen ja myös pidemmän aikavälin inflaatio-odotuksia (kuvio 1). Vuoden 2016 alussa epävarmuus maailmantalouden näkymistä on lisääntynyt, mikä on näkynyt finanssimarkkinoilla huomattavana volatiilisuuden kasvuna. Nämä tekijät ovat heikentäneet euroalueen kasvu- ja hintavakausunäkymiä.

Kuvio 1.



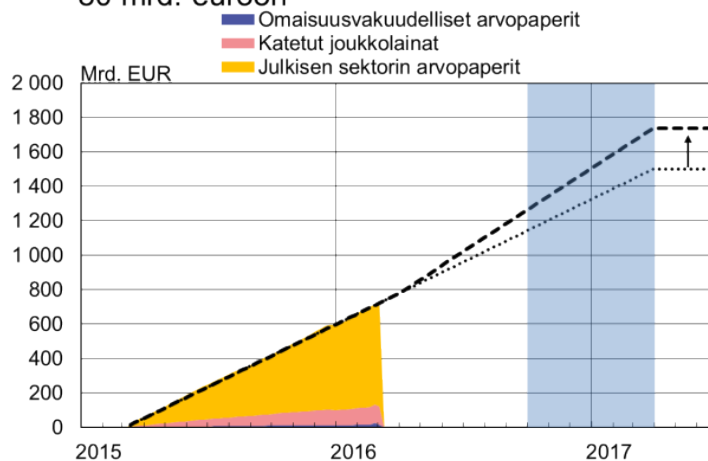
Maaliskuun 2016 kokouksessaan EKP:n neuvosto päättikin keventää rahapolitiikkaa kattavalla paketilla. Neuvosto päätti ensinnäkin laskea kaikkia EKP:n ohjaukorkoja. Perusrahoitusoperaatioiden korkoa laskettiin 0,05 prosenttiyksikköä eli 0,00 prosenttiin ja maksuvalmiusluoton korkoa niin ikään 0,05 prosenttiyksikköä eli 0,25 prosenttiin. Talletuskorkoa laskettiin 0,10 prosenttiyksikköä –0,40 prosenttiin. Toiseksi omaisuuserien osto-ohjelmaa laajennettiin yrityssektorin velkakirjoihin ja kuukausittaisia ostomääriä kasvatettiin. Huhtikuusta 2016 alkaen ostoja tehdään 80 mrd. eurolla kuukaudessa. Kolmanneksi eurojärjestelmä käynnistää kesäkuussa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjan. Siinä lainojen ehdot on sidottu yritysluototuksen lisäämiseen.

Arvopaperien osto-ohjelma keventää rahataloutta

EKP:n neuvosto päätti laajennetusta omaisuuserien osto-ohjelmasta tammikuussa 2015. Tuolloin ostoja päätettiin tehdä maaliskuusta 2015 alkaen 60 mrd. euron kuukausitahtia ainakin syyskuuhun 2015 asti, jolloin ostojen kokonaissummaksi olisi muodostunut 1 140 mrd. Osto-ohjelma on toteutunut ilmoitetulla tavalla, ja suurin osa ostoista on kohdistunut euroalueen valtioiden liikkeeseen laskemiin velkakirjoihin (kuvio 2).

Kuvio 2.

Kuukausittaiset ostot kasvatettiin 60 mrd. eurosta 80 mrd. euroon



Lähteet: EKP ja Macrobond.

Katkoviiva = maaliskuussa 2016 ilmoitettu tavoitetaso.

Pisteviiva = aiempi, joulukuun 2015 mukainen tavoitetaso.

18.3.2016

eurojatalous.fi

patu32422@EAPF2(2)

Joulukuussa 2015 EKP:n osto-ohjelmaa pidennettiin ainakin maaliskuun 2017 loppuun saakka (kuvio 2, korostettu alue). Neuvosto päätti myös, että osto-ohjelmassa hankittujen arvopaperien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen, ja näin jatketaan niin kauan kuin on tarpeen. Tämä tarkoittaa, että ostojen yhteenlaskettu koko pysyy halutulla tasolla, vaikka kuukausittaiset ostot loppuisivatkin (kuvio 2, katkoviivan vaakasuora osuus).

Maaliskuun 2016 kokouksessa kuukausittaisia ostoja kasvatettiin 60 mrd. eurosta 80 mrd. euroon (kuvio 2, katko- ja pisteviivan välinen erotus). Tämä kasvattaa ohjelman koon ainakin 1 740 mrd. euroon. Lisäksi ostettavien arvopaperien joukkoon lisättiin euroalueen pankkisektoriin kuulumattomien yritysten liikkeeseen laskemat investointiluokan joukkolainat.

Arvopaperien ostot keventävät euroalueen rahataloudellisia oloja kolmella tavalla.

Ensinnäkin osto-ohjelman pituus viestii siitä, että EKP:n neuvosto on sitoutunut pitämään korkotason yhä pidempään alhaisena (ns. signaalointivaikutus). Tätä vaikutusta tukee myös ennakoiva viestintä: EKP:n neuvosto odottaa, että ohjauskorot pysyvät nykyisellä tasolla tai sitä alemmina vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin.

Toiseksi ohjelma lisää piirissään olevien arvopaperien kysyntää, mikä pienentää näiden paperien riskilisiä. Tämä näkyy pienempinä tuottoina, mikä laskee taloudessa vallitsevaa korkotasoa.

Kolmanneksi tämän ns. suoran vaikutuksen lisäksi osto-ohjelmaan kuuluvien arvopapereiden myyjät todennäköisesti ostavat tilalle joitakin muita, riskillisempiä arvopapereita. Tällöin myös niiden riskilisät supistuvat. Tätä osto-ohjelman ulkopuolisten arvopapereiden kysynnän kasvua ja sen laajempia myönteisiä vaikutuksia pääomamarkkinoille kutsutaan portfoliovaikutukseksi.

Kaiken kaikkiaan osto-ohjelma laskee taloudessa vallitsevaa korkotasoa.^[1] Korkotason lasku tekee kulutuksesta ja investoinneista houkuttelevampia sekä mahdollisesti heikentää valuuttakurssia. Nämä tekijät lisäävät kokonaiskysyntää ja aikaa myöten inflaatiota.

Kohdennetut operaatiot tehostavat rahapolitiikkaa

Nykyisessä tilanteessa EKP:n tosiasiallinen ohjauskorko on talletuskorko. Tämä johtuu siitä, että keskuspankin mittavien arvopaperiostojen tuoma likviditeetin (tai reservien) tarjonta ylittää kysynnän. Tämä ”ylitarjonta” laskee eoniakorkoa. Koska keskuspankki maksaa ylimääräiselle likviditeetille (tai reserveille) talletuskorkoa, jota matalammalla korolla pankit eivät ole valmiita lainaamaan toisilleen, eonia on viime aikoina seurannut pienellä erotuksella talletuskorkoa.

Pidempien markkinakorkojen välitön reaktio talletuskoron (tai ohjauskoron) laskuun riippuu rahapolitiikkaan kohdistuvista odotuksista. Alhaisten korkojen ympäristössä talletuskoron laskulla on tavallisuudesta poikkeavia vaikutuksia. Kun lyhyen koron odotettu ura on pitkälle tulevaisuuteen rajoittunut alarajalleen, eli talletuskoron odotetulle tasolle, talletuskoron alentaminen laskee lyhyen koron odotettua uraa pitkältä matkalta. Koska pitkät korot voidaan esittää odotettujen lyhyiden korkojen keskiarvona, myös pidemmät korot laskevat. Talletuskoron laskulla voikin olla tavanomaista suurempi vaikutus pitkiin markkinakorkoihin.

Maaliskuussa EKP:n neuvosto päätti neljästä uudesta kohdennetusta pitempiaikaisesta rahoitusoperaatiosta (targeted longer-term refinancing operations eli TLTRO II), jotka toteutetaan neljännesvuosittain kesäkuun 2016 ja maaliskuun 2017 välisenä aikana. Näissä operaatioissa pankit voivat saada rahoitusta neljäksi vuodeksi määrän, joka on enintään 30 % operaation ehdot täyttävästä lainakannasta tammikuun 2016 lopussa. Operaatioissa käytettävä korko on perusrahoitusoperaatioiden korko. Korko voi kuitenkin laskea alimmillaan lainanottohetkellä vallinneen talletuskoron tasolle, jos riittävän iso osa rahoituksesta suuntautuu kotitalouksille (pl. asuntojen ostojen rahoitus) ja yrityksille myönnettyihin lainoihin.

Ohjauskorkojen laskun ja laajennetun osto-ohjelman avulla markkinakorot on painettu hyvin alhaisiksi. Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot tehostavat

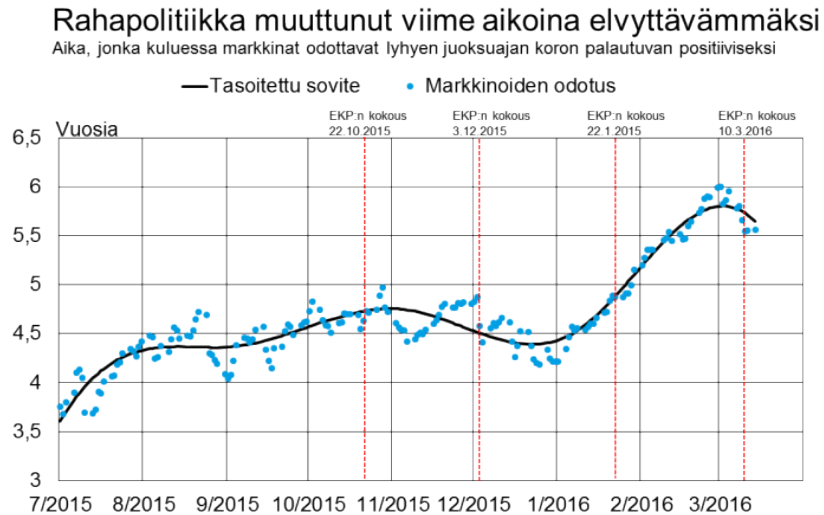
1. Osto-ohjelman vaikutuksista korkotasoon, ks. Altavilla ym. (2015). EKP:n työpaperisarja, nro 1864.

rahapolitiikan välittymistä realitalouteen. Näin pakettiin kuuluvat rahapoliittiset toimet tehostavat toisiaan.

Markkinat odottavat korkojen säilyvän pitkään alhaisina

Yksi tapa arvioida rahapolitiikan mitoitusta alhaisten korkojen tilanteessa on tarkastella muutoksia siinä, koska markkinat odottavat lyhyen koron muuttuvan positiiviseksi.^[2]

Kuvio 3.



Lähde: Suomen Pankin laskelmat.
18.3.2016
eurojatalous.fi

Heinäkuussa 2015 markkinat odottivat lyhyen koron muuttuvan positiiviseksi noin 3½ vuoden kuluttua (kuvio 3) eli vasta vuoden 2019 alussa. Tämän jälkeen talouskehitys ja EKP:n neuvoston viestintä siirsivät odotettua hetkeä noin vuoden verran eteenpäin: markkinoiden odottama rahapolitiikka muuttui kevyemmäksi. EKP:n joulukuun 2015 kokouksen jälkeen markkinoiden odotukset lyhyen koron negatiivisesta ajanjaksosta lyhenivät noin puoli vuotta. Joulukuussa odotettu rahapolitiikka oli kuitenkin kevyempää kuin esimerkiksi heinäkuussa 2015. Vuoden 2016 alusta öljyn hinnan lasku, epävarmuus maailmantalouden kehityksestä, rahoitusmarkkinoiden volatiilisuu den kasvu ja EKP:n neuvoston viestintä muuttivat markkinoiden odottamaa rahapolitiikan mitoitusta elvyttävämpään suuntaan. Markkinat odottavat lyhyen koron muuttuvan positiiviseksi vuoden 2022 alkupuoliskolla.

Maaliskuun 2016 kokouksen jälkeen markkinat odottavat EKP:n neuvoston viestinnän mukaisesti korkojen pysyvän alhaalla pidempään kuin osto-ohjelman on ilmoitettu

2. Esitettyihin päivämääriin (kuvio 4) tulee suhtautua suuntaa antavina. Päivämäärät ovat laskettu ns. riskineutraalisuuden vallitessa, jolloin nykyisessä tilanteessa riskineutraalisuusoletus voi johtaa odotetun päivämäärän yliarviointiin. Toiseksi tulkinnaassa tulee ottaa huomioon, että kyseessä on markkinoiden näkemys, joka voi erota keskuspankin näkemyksestä.

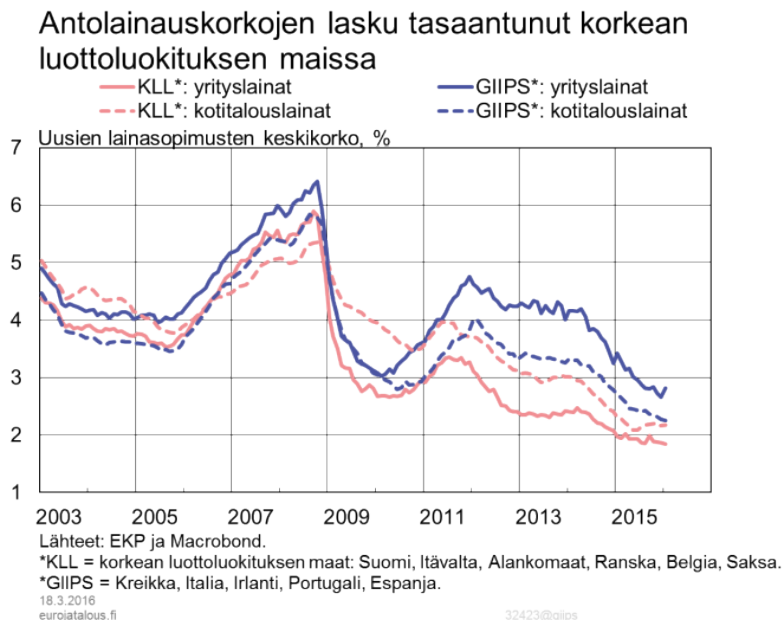
kestävän. Kaiken kaikkiaan rahapolitiikassa on viimeisen puolen vuoden aikana siirrytty huomattavasti aiempaa elvyttävämpään suuntaan.

Lainakorot laskevat edelleen GIIPS-maissa

Euroalueella rahapolitiikka välittyi reaalitalouteen ensisijaisesti pankkien kautta. Kun rahapolitiikkaa kevennetään, markkinakorot alenevat ja niiden lasku näkyy pankkien myöntämien lainojen koroissa.

Yrityslainojen korot ovat laskeneet euroalueella kesästä 2014 lähtien. Korkean luottoluokituksen maissa (tässä: Alankomaat, Belgia, Itävalta, Ranska, Saksa ja Suomi) aleneminen tasaantui vuoden 2015 aikana (kuvio 4). GIIPS-maissa eli Kreikassa, Italiassa, Irlannissa, Portugalissa ja Espanjassa uusien lainasopimusten keskimorot ovat jatkaneet laskuaan mutta ovat silti edelleen korkeammalla kuin euroalueella keskimäärin.

Kuvio 4.



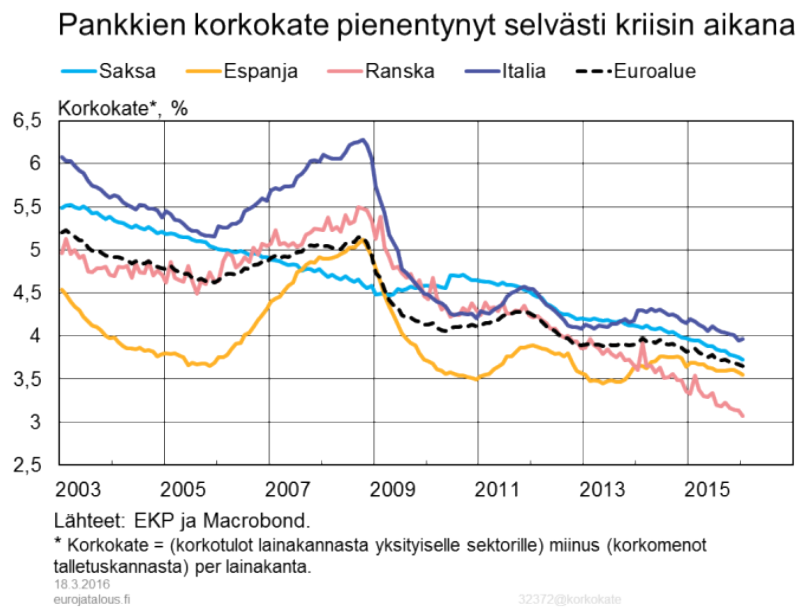
Lainakorkojen tasaantuminen korkean luottoluokituksen maissa on seurausta useasta eri tekijästä. Viitekorkojen aleneminen pienentää korkokatetta, mikä heikentää pankkien kannattavuutta, mikäli korkojen laskua ei kompensoida kasvattamalla viitekorkoihin lisättäviä marginaaleja. Samaan aikaan pankkien tulee sääntelyn kiristymisen vuoksi nostaa pääoma-asteitaan ja tuottaa omistajilleen myös tulosta. Lisäksi korkean luottoluokituksen maissa lainojen kysyntä on piristymässä, minkä myötä korkojen lasku voi tasaantua. Rahoituskustannuksista erityisesti talletuskoron laskuvara on pieni, jos euroalueen pankit eivät siirrä negatiivista talletuskorkoa vähittäisasiakkailleen. Toisaalta Saksassa ja Ranskassa myös kiinteään korkoon sidottujen lainojen osuus uusista lainasopimuksista kasvoi vuoden 2015 aikana selvästi edellisvuotista suuremmaksi. Kun kiinteäkorkoisten lainasopimusten korko oli keskimäärin noin 1/2 prosenttiyksikköä korkeampi kuin vaihtuvakorkoisten lainasopimusten, keskimorkko nousi.

GIIPS-maissa – erityisesti Espanjassa ja Irlannissa – sen sijaan on edellytyksiä lainakorkojen laskun jatkumiselle. Korkoja pitävät matalina kilpailu asiakkaista ja lainakantojen tähän asti parhaimmassakin tapauksessa hyvin vaimea kasvu. Myös pankkien rahoituskustannukset ovat GIIPS-maissa pienenneet suhteellisesti enemmän verrattuna korkean luottoluokituksen maihin, mikä hyödyttää pankkien korkokatetta. Tammikuussa 2016 yrityslainakorkojen pidempään jatkunut lasku kuitenkin pysähtyi myös GIIPS-maissa. Tähän vaikutti osaltaan epävarmuuden lisääntyminen etenkin Italian ja Portugalin pankkisektorilla. Lisäksi näiden maiden suurena pysyttelevä hoitamattomien lainojen osuus heikentää pankkien kannattavuutta ja saattaa vaimentaa antolainauskorkojen laskua.

Pankkien korkokate pienenee

Rahapoliittisilla toimenpiteillä pyritään pitämään lyhyet korot alhaisina pidemmän aikaa ja samalla painamaan myös pitkiä korkoja yhä matalammiksi. Vaikka korkojen alhaisuus piristää taloudellista aktiivisuutta, sillä on samalla tahaton negatiivinen vaikutus pankkien korkokatteisiin.

Kuvio 5.



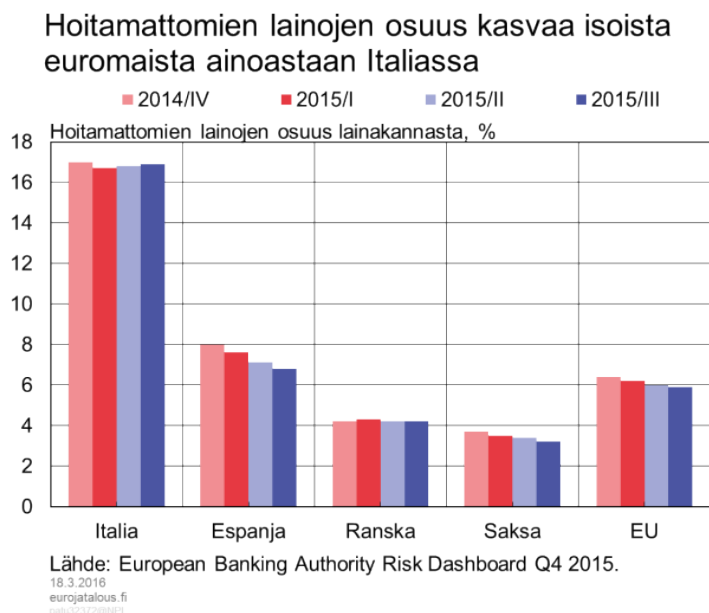
Pankkien tuloista noin 65 % on euroalueella peräisin korkotuloista. Keskimäärin talletukset ja lainat yksityiselle sektorille kattavat molemmat noin 60 % euroalueen pankkisektorin varoista ja veloista. Kun korkotaso taloudessa laskee ja lyhyiden ja pitkien korkojen ero pienenee, pankkien korkotulo pienenee. Kuviossa 5 esitetty laskennallinen korkokate on tässä tarkastelussa vain suuntaa antava mittari, koska siitä puuttuvat pankkien muut korkotulot ja -menot. Koska vähittäispankkitoiminnalla on suuri osuus pankkisektorin tuloksesta euroalueella, on kuva kuitenkin oikeansuuntainen. Pankkien joukkovelkakirjoistaan maksama korko on viime vuosina alentunut muiden markkinakorkojen lailla, ja näin markkinaehtoinen velka on tullut pankeille halvemmaksi. Joukkovelkakirjalainojen osuus pankkien varainhankinnasta on kuitenkin euroalueella keskimäärin pienentynyt.

Laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman painaessa velkapapereiden korkoja alemmas näiden papereiden myynnistä saatu voitto ja taseessa osin näkyvä arvonnousu kasvattavat pankkien pääomia. Tukemalla talouskasvua alhainen korkotaso pienentää luottoriskejä, vähentää luottotappioita ja näkyy hoitamattomien lainojen osuuden pienenemisenä. Näin alhainen korkotaso myös tukee pankkien kannattavuutta.

Hoitamattomien lainojen kasvu muutamien maiden ongelma

Hoitamattomien lainojen osuus on Euroopassa edelleen suhteellisen suuri ja pienenee hitaasti (ks. [Euroalueen pankkisektori kerännyt voimia](#)). Hoitamattomia lainoja (eli lainoja, joiden maksusuoritus on viivästynyt yli 90 päivää) oli EU-maissa vuoden 2015 kolmannella neljänneksellä noin 6 % lainakannasta (kuvio 6).

Kuvio 6.



EKP:n vuonna 2014 toteuttamassa pankkien kattavassa arvioinnissa hoitamattomien lainojen määritelmät yhdenmukaistettiin. Tällöin noin 15 % Italian pankkisektorin lainasopimuksista uudelleenluokiteltiin hoitamattomiksi lainoiksi. Erinäisistä vero- ja lakiuudistuksista huolimatta hoitamattomien lainojen osuus ei ole Italiassa vielä vuoden 2015 ensimmäisten kolmen neljänneksen aikana alkanut pienentyä. Italian valtio neuvotteli tammikuussa 2016 EU:n kanssa sopimuksen, jonka nojalla se voi tietyin ehdoin myöntää takuun pankkien myymille hoitamattomille lainoille ja näin tehdä nämä lainat sijoittajille houkuttelevammiksi.

Vuoden 2016 alusta tuli voimaan uusi kriisintarkkaisuun menettely, jossa sijoittajien vastuu korostuu pankin ongelmatilanteessa. Yhteinen kriisintarkkaisuun menettely lisää johdonmukaisuutta ja ennakoitavuutta jokaisessa EU-maassa ja näin pidemmällä aikavälillä vähentää sijoittajien epävarmuutta.

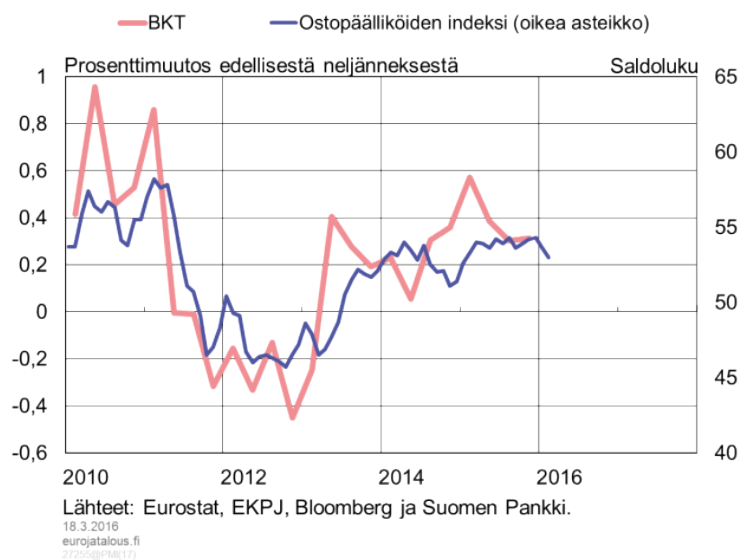
Vaikka kriisinratkaisumenettelyn käyttöönotto tammikuussa 2016 ei ollut markkinoille yllätys, se on saattanut ainakin osittain vaikuttaa alkuvuonna nähtyyn pankkisektorin pörssikurssien laskuun. Epävarmuutta kasvattivat myös vuoden 2015 puolella tehdyt pankkijärjestelyt Italiassa ja Portugalissa.

Reaalitalouden kasvu kotimaisen kysynnän varassa

EU22-alueen (euroalue, Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska) bruttokansantuotteen kasvu jäi vuoden 2015 jälkipuoliskolla hieman hitaammaksi kuin Suomen Pankki syyskuussa ennusti, kun vienti ja investoinnit lisääntyivät ennustettua vaimeammin. Tähän vaikuttivat maailmankaupan ja nousevien talouksien kasvuvauhdin hidastuminen sekä rahoitusmarkkinoiden volatiliteetin lisääntyminen.

Kuvio 7.

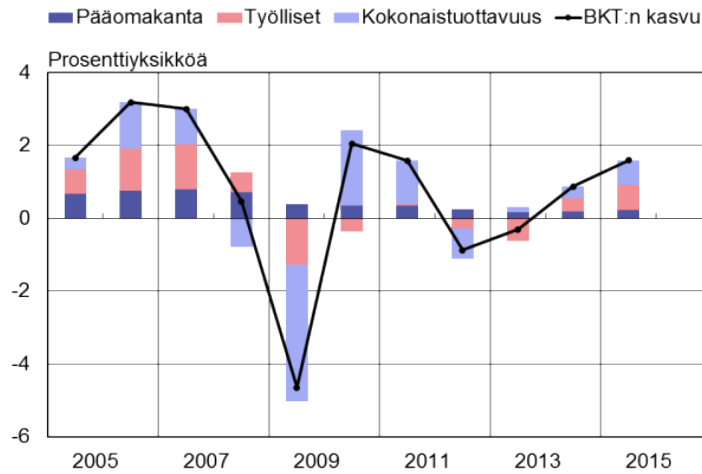
BKT:n kasvu euroalueella tasaantui loppuvuonna 2015



Euroalueella talouden sisäiset perustekijät eivät kuitenkaan ole viimeisen puolen vuoden aikana muuttuneet, ja ne tukevat kasvua. Kotimaisen kysynnän kasvua vuosina 2008–2014 jarruttaneet yksityisen sektorin velanhoidon rasittavuus, finanssipolitiikan kireys ja heikko kehitys työmarkkinoilla ovat hellittämässä. Euroalueen kasvu vuosina 2016–2018 on kuitenkin aiempaa enemmän kotimaisen kysynnän varassa. Vientimarkkinoiden kasvunäkymät ovat heikentyneet, ja nettoviennin vaikutus euroalueen kasvuun jää ennustejaksolla hyvin pieneksi. Lisäksi alkuvuonna finanssimarkkinoiden rauhattomuus on luonut epävarmuutta ja kiristänyt markkinaehtoista oman ja vieraan pääoman muotoista rahoitusta.

Kuvio 8.

Tuottavuuden kasvu euroalueella viime vuosina heikkoa



Lähteet: Euroopan komissio ja Suomen Pankin laskelmat.

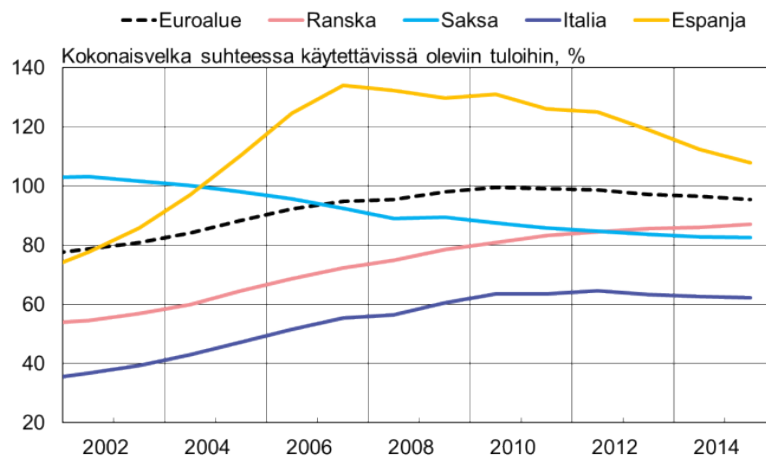
18.3.2016
eurojalous.fi
spsc7@chaer11(2)

Yksityinen kulutus oli vuonna 2015 euroalueen BKT:n kasvua eniten tukenut kokonaiskysynnän osa. Sen arvo on noussut tasaisesti vuoden 2014 alusta lähtien, kun työllisyys on kohentunut ja energiatuotteiden hintojen lasku on tukenut realitulojen kasvua. Yksityisen kulutuksen lisääntymisen ennakoidaan jatkuvan koko ennustehorisontin ajan työllisyyden kohentuessa ja korkotason pysyessä alhaisena.

Euroalueen keskimääräinen kotitalouslainakannan vuosikasvu kiihtyi tasaisesti vuoden 2015 aikana. Kasvu on kuitenkin vaatimatonta verrattuna kriisiä edeltäneeseen aikaan, ja siksi kotitalouksien kokonaisvelan suhde käytettävissä oleviin tuloihin supistuu euroalueella edelleen hitaasti (kuvio 9).

Kuvio 9.

Kotitalouksien velka-asteet alenevat hiljalleen



Lähteet: Eurostat ja Macrobond.

18.3.2016
eurojalous.fi
paliu32423@kivella

Isoista euromaista kotitalouksien velanhoidokustannukset ovat pitkän aikavälin keskiarvoaan suuremmat Italiassa ja Ranskassa, mikä voi rajoittaa yksityisen kulutuksen kasvua lähivuosina. Etenkin Ranskassa kotitalouksien velkaantuminen on lisääntynyt yhtäjaksoisesti aina vuodesta 2002 lähtien, vaikka esimerkiksi asuntojen hinnat ovat vuodesta 2012 olleet laskusuunnassa. Saksassa kotitalouksien taseet taas mahdollistavat yksityisen kulutuksen kasvun myös tulevana vuosina. Kotitalouksien velanhoidokustannukset pienenevät Saksassa edelleen, lainakanta kasvaa hiljalleen ja asuntomarkkinoilla hintojen nousu on pysynyt kohtuullisena. Espanjassa puolestaan taseiden sopeutus kotitaloussektorilla jatkuu ja kotitalouksien lainakanta supistuu yhä, vaikka supistumisen vauhti hidastuukin tasaisesti.

Investointien kasvu edelleen vaimeaa

Yksityisten tuotannollisten investointien arvo on kasvanut euroalueella vuoden 2014 alusta lähtien. Investointien elpyminen on kuitenkin ollut hidasta. Sitä ovat jarruttaneet heikko kannattavuus, monin paikoin huono kilpailukyky ja vapaan tuotantokapasiteetin runsaus. Vuoden 2015 jälkipuoliskolla epävarmuus rahoitusmarkkinoilla lisääntyi, ja vuoden 2016 alussa mm. osakemarkkinoilla nähtiin korjausliike. Vuonna 2016 investointien koheneminen jääneekin aiemmin ennakoitua vaimeammaksi. Jatkossa korkotason säilyminen alhaisena kuitenkin auttaa yritysten velanhoidoa ja tukee investointien kasvua.

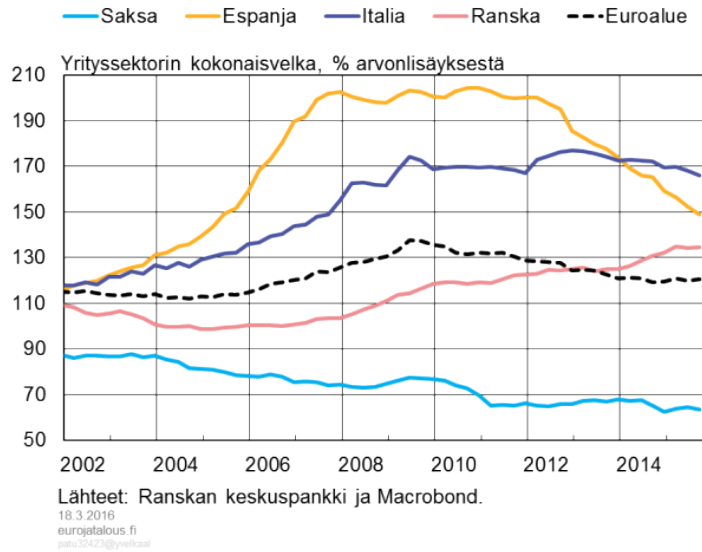
Euroalueen yrityslainakannan vuosikasvu on ollut positiivinen heinäkuusta 2015 alkaen. Yrityslainakannan kehityksessä erot isojen euromaiden välillä pysyivät kuitenkin vuoden 2016 alussa suurina. Espanjassa yrityslainakannan vuosikasvu on edelleen negatiivinen. Vaikka vanhoja lainoja kuoletettiin vuonna 2015 Espanjassa vielä enemmän kuin uusia otettiin, yrityslainakannan pieneneminen on kuitenkin tasaantumassa. Myös Italiassa yrityslainakannan kasvu heikkeni joulukuussa takaisin alle nollan. Ranskassa sen sijaan yrityslainakannan kasvuvauhti on ollut selvästi euroalueen keskiarvoa ripeämpää.

Kaikkiaan yrityssektorin velkarahoituksen kasvu hidastui vuoden 2015 aikana. Erityisesti yritysten joukkovelkakirjojen liikkeeseenlasku hiipui loppuvuotta kohti. Pienten ja keskisuurten yritysten mahdollisuus saada rahoitusta pankkisektorin ulkopuolelta on euroalueella edelleen vähäinen. Tästä huolimatta rahoituksen saatavuus on euroalueen yritys-kyselyjen mukaan enää vähäinen ongelma kaikenkokoisten yritysten kannalta. Suurimpana ongelmana yritykset pitävät edelleen kysynnän puutetta.

Euroalueen yrityssektorin kokonaisvelka-asteet suhteessa arvonlisäykseen ovat säilyneet vuodentakaiseen nähden lähes muuttumattomina, vaikka maiden välillä onkin eroja (kuvio 10).

Kuvio 10.

Yrityssektorin kokonaisvelka-asteet tasaantuneet



Espanjassa taseiden sopeutus jatkuu nopeana, kun yrityssektori sulattelee velkaansa. Matala korkotaso ja talouden piristymisen mahdollistavat hoitamattomien lainojen osuuden vähenemisen ja parantavat näin espanjalaisten pankkien tulevaa lainanantokykyä. Saksassa yrityssektorin kokonaisvelka-aste on pysynyt euroalueen keskiarvoa alempana, vaikka investoinnit ovat kehittyneet selvästi reippaammin. Ranskassa kotitaloussektorin ohella myös yrityssektorin velkaantuminen on kasvanut. Silti velanhoitokustannusten suhde yritysten nettotuloihin on Ranskassa pienenemään päin, ja tuotannolliset investoinnitkin lisääntyivät loppuvuodesta 2015.

Suurten euromaiden tilanteissa eroja

Saksassa BKT kasvoi 1,7 % vuonna 2015. Maan talouden perustekijät ovat edelleen hyvässä kunnossa. Kilpailukyky on hyvä, kotitalouksien velkaantuneisuus maltillista ja työttömyys euroalueen vähäisimpiä. Tasapainoisen julkisen talouden ja suurista euromaista alhaisimman velka-asteen ansiosta julkisen talouden kyky sopeutua pakolaiskriisiin on hyvä. Lähivuosina Saksan talouden kasvu jatkuu ripeänä.

Ranskan talous kasvoi 1,2 % vuonna 2015, mikä merkitsee selvää paranemista edeltävien vuosien kehitykseen verrattuna. Kasvun ennustetaan yhä jonkin verran piristyvän ennustejaksolla. Sen moottorina toimivaa yksityistä kulutusta kohentaa kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu, ja myös öljyn hinnan alhaisuus on lisännyt näitä tuloja. Kasvua tukevat niin ikään suotuisat rahataloudelliset olot. Viennin kasvun ennustetaan jatkuvan euron heikkenemisen, Ranskan teollisuuden muutoinkin paranemassa olevan kilpailukyvyyn ja Ranskan viennille tärkeiden Etelä-Euroopan maiden paremman talouskehityksen ansiosta. Tuotannollisten investointien ennustetaan kohenevan asteittain lähivuosina. Suuri julkisten menojen BKT-suhde on alkanut supistua, mutta julkisen talouden sopeutus on hidasta. Työttömyyden ennustetaan pysyvän sitkeästi huomattavana.

Italiassa BKT kasvoi 0,8 % vuonna 2015 kolmen vuoden supistumisen jälkeen. Kasvu on perustunut viennin ja yksityisen kulutuksen hyvään kehitykseen, mutta myös investoinnit lisääntyivät vuoden 2015 alussa. Yksityistä kulutusta on tukenut työllisyyden kohentuminen, joka on kasvattanut kuluttajien luottamuksen hyvin vahvaksi. Italian BKT:n ennustetaan kasvavan lähivuosina noin prosentin tahtia. Ennustettua heikomman kehityksen riskit Italiassa liittyvät edelleen pankkijärjestelmään.

Espanjan talous kasvoi 3,2 % vuonna 2015. Jatkossa kasvun odotetaan jatkuvan ripeänä, vaikka vauhti hieman vaimeneekin. Työttömyysaste on alentunut vuoden 2013 alun 27 prosentin huipusta noin 21 prosenttiin. Merkittävästi keventyneet rahoitusolot ja työllisyyden koheneminen tukevat talouskasvua. Kasvun jatkuminen kohentaa puolestaan julkista taloutta niin, että julkinen velkaantuminen alkaa vuoden 2016 huipun (noin 100 % bruttokansantuotteesta) jälkeen vähetä.

Iso-Britannia äänestää EU-jäsenyydestä

Ison-Britannian talous kasvoi 2,2 % vuonna 2015 ja talouskasvun ennustetaan jatkuvan suotuisana ennustejakson 2016–2018 ajan. Työmarkkinatilanne on parantunut edelleen, työllisyysaste on jo selvästi kriisiä edeltänyttä tasoaan korkeammalla ja yksityisen sektorin luottamus on pysynyt vahvana. Vaikka kokonaisinflaatio pysytteli öljyn ja raaka-aineiden hintojen laskun myötä nollan tuntumassa vuonna 2015, palveluiden hintojen nousu pysyi yli 2 prosentissa ja pohjainflaatiokin alkoi vuoden aikana nopeutua. Maassa järjestetään kansanäänestys EU-jäsenyydestä 23. kesäkuuta 2016, mikä lisännee epävarmuutta etenkin rahoitusmarkkinoilla. Vaikka investointien kehitys on pysytellyt suotuisana ja teollisuuden näkymät ovat valoisat, suurimmat ennustettua heikomman kehityksen riskit Ison-Britannian talouskehitykseen tulevat ulkopuolelta eli kansainvälisen talouskehityksen mahdollisesta hidastumisesta.

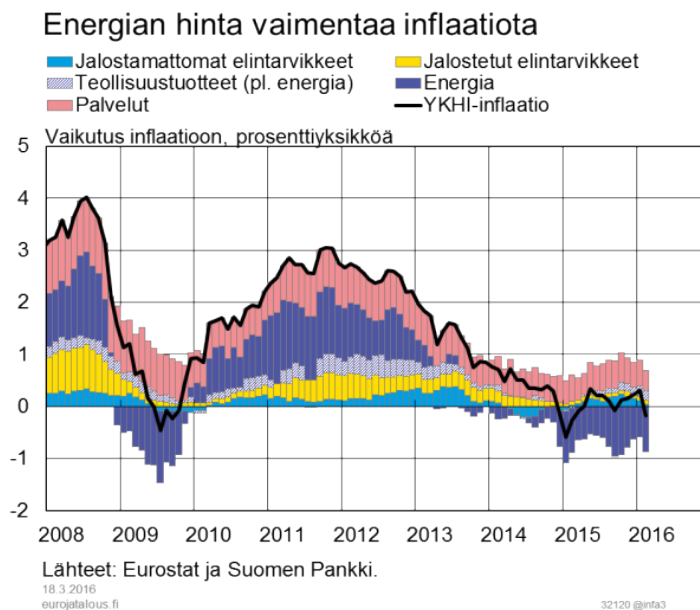
Ruotsin talous kasvoi 4,1 % vuonna 2015 ylittäen odotukset. Talouskasvu pohjautui erityisesti yksityisen kulutuksen ja asuntoinvestointien vahvaan kehitykseen. Työmarkkinat ovat kehittyneet positiivisesti, vaikka maahan viime aikoina saapuneiden maahanmuuttajien suuren määrän takia työttömyysaste ei ennustejaksolla paljoa laskekaan. Asuntomarkkinoiden kehitys ja siihen kytkeytyvä velkaantuneisuus pysyvät suurimpina riskeinä talousvakauden kannalta. Asuntojen hintojen nousu ja kotitalouksien velan määrä ovat huolestuttavalla tasolla. Ilman uusia makrovälineitä talouden epätasapaino jatkaa kasvuaan, vaikka lyhyellä aikavälillä uusien makrovälineiden käyttöönotto saattaakin hidastaa kotimaisen kysynnän kasvua.

Tanskassa talous kasvoi 1,2 % vuonna 2015. Työmarkkinat ja reaalitytulot ovat yhä kehittyneet suotuisasti, mikä vahvistaa ennustejaksolla yksityisen kulutuksen kasvua. Suurin arvioitua huonomman kehityksen riski liittyy kansainvälisen talouskasvun odotettua heikompaan kehitykseen, jolloin vienti ei kasvaisi odotetusti. Toisaalta työmarkkinoiden vapaan kapasiteetin supistumisen ja pitkään jatkuneen velka-asteiden sulattelun jälkeen yksityinen kulutus voi hyvinkin kasvaa odotettua reippaammin.

Öljyn hinta pääsyy vaisuun inflaatioon

EU22-alueen (euroalue, Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska) inflaatiokehitys on ollut tahmeaa. Euroalueen inflaatio jäi vuonna 2015 nolnaan, mikä on alhaisin vuosikeskiarvo rahaliiton aikana. Tammikuun 2015 notkahduksesta inflaatio nopeutui toukokuuhun mennessä lähes prosenttiyksikön verran, mutta hidastui jälleen kesän aikana nollan tuntumaan. Loppuvuonna inflaatiovauhti kiihtyi yhtäjaksoisesti syyskuun $-0,1$ prosentista ja oli $0,3$ % tammikuussa 2016. Helmikuun inflaatio oli jälleen negatiivinen, $-0,2$ %. Myös Isossa-Britanniassa vuoden 2015 inflaatio oli nolna, Ruotsissa $0,7$ ja Tanskassa $0,2$ %.

Kuvio 11.



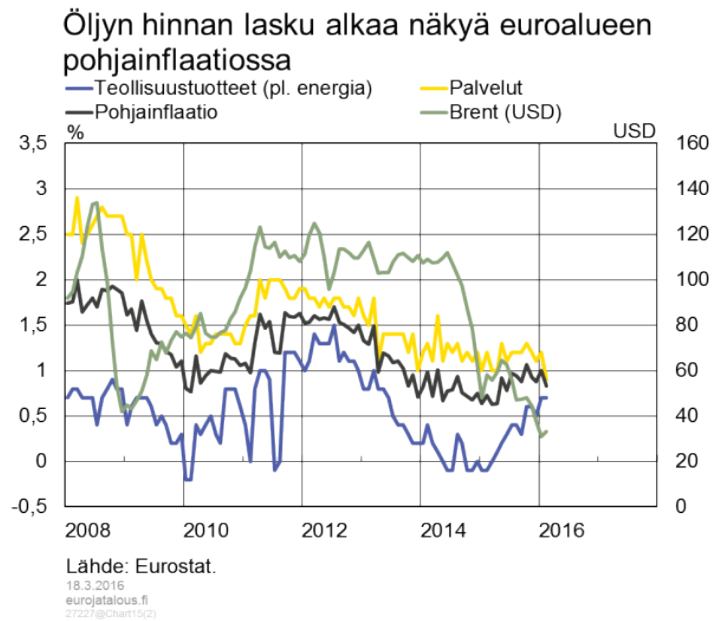
Hitaan inflaation taustalla oli pääosin öljyn hinta, joka halpeni edelleen vuoden 2015 aikana. Kevään hienoisen palautumisen jälkeen öljyn hinta laski uudelleen noin 65 dollarista noin 30 dollariin tynnyriltä. Alimmillaan hinta oli 28 dollaria tammikuussa 2016, mutta on nyt helmi-maaliskuussa noussut 40 dollarin tuntumaan.

Öljyn hinnan lasku vaikuttaa suoraan energiatuotteiden hintoihin, ja energiatuotteiden osuus kuluttajahintaindeksistä on noin 10 %. Öljyn hinnanmuutosten vaikutukset ovat kuitenkin suhteellisia: öljyn hinnan 50 prosentin laskun vaikutus energiatuotteiden hintoihin on sitä pienempi, mitä alhaisempi on öljyn hinta. Lisäksi erityisesti liikennepolttoaineissa kiinteän veron suuri osuus vaimentaa vaikutusta kuluttajahintoihin. Vuonna 2015 energiaerät hidastivat kuluttajahintainflaatiota keskimäärin $0,7$ prosenttiyksikön verran.

Öljyn hinnan muutoksilla on myös epäsuora välitön vaikutus, joka näkyy taloudessa laajemmin. Energian hinnan aleneminen pienentää tuotantokustannuksia ja laskee lopputuotteiden hintoja. Tämä vaikutus näkyy niin sanotussa pohjainflaatiossa eli inflaatiossa, josta on poistettu energian ja ruuan hintojen vaikutus. Euroalueen pohjainflaatio on pysynyt kuluttajahintainflaatiota vakaampana ja oli vuoden 2015

loppupuolella 1 prosentin tuntumassa. Pohjainflaation pääalaeristä palveluiden hinnat ovat pysyneet lähes muuttumattomina öljyn hinnan laskusta huolimatta ja teollisuustuotteiden (pl. energia) hinnat ovat nousseet selvästi vuoden 2015 aikana. Helmikuussa 2016 pohjainflaatio kuitenkin hidastui 0,2 prosenttiyksikköä 0,7 prosenttiin. Tämä viittaa siihen, että öljyn hinnan laskun välittömät epäsuorat vaikutukset alkavat osaltaan näkyä kuluttajahinnoissa. Yksittäisen kuukauden tietoihin liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta.

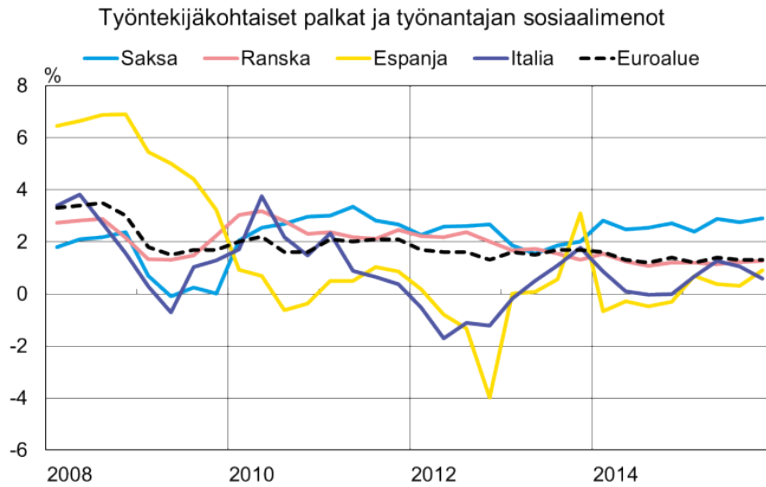
Kuvio 12.



Öljyn hintaa merkittävämpänä tekijänä pohjainflaation vaimean kehityksen taustalla ovat euroalueen palkat ja niiden heikko kehitys. Palkkojen kasvuvauhti alueella on ollut jo useita vuosia hyvin hidasta. Palkkainflaatiota ovat hidastaneet erityisesti sopeutustoimia tehneet Espanja ja Italia, mutta myös Ranskassa palkkojen kasvuvauhti on hidastunut. Euroalueen suurista maista ainoastaan Saksan palkkakehitys on ollut jotakuinkin valoisa. Palkkainflaation hidastumiseen on vaikuttanut euroalueella viime vuosina tuottavuuden heikkeneminen, joka hillitsee palkankorotusmahdollisuuksia.

Kuvio 13.

Palkkojen kasvuvauhti ollut useita vuosia hyvin hidasta



Lähde: Eurostat.
18.3.2016
eurojatalous.fi
27227@ChartIS

Öljyn hinnan muutosten välittömät vaikutukset ovat pohjimmiltaan kertaluonteisia. Öljyn hinnan aleneminen laskee yleistä hintatasoa, mutta muutos ei vaikuta inflaatioon, eli kuluttajahintojen 12 kuukauden muutokseen, pysyvästi. Vaikka öljyn hinta ei lähtisikään nousuun, vaan jäisi pysyvästi nykyiselle 30–40 dollarin tasolle, poistuu öljyn halpenemisesta johtuva, inflaatiota hidastava vaikutus vuodessa.

Öljyn hinnan vaihtelut eivät siten sinänsä ole suuri huolenaihe, kun asiaa tarkastellaan hintavakauden kannalta oleellisella keskipitkällä aikavälillä. Tilanne on jopa päinvastainen: halpa öljy kasvattaa euroalueen kuluttajien ostovoimaa ja kulutusta, edistää talouskasvua ja kiihdyttää siten lopulta myös inflaatiota.

Öljyn hinnan laskulla voi kuitenkin olla myös pidempiaikaisia, välillisiä vaikutuksia, jotka näkyvät inflaatio-odotusten kautta.

Öljyn hinta näkyy inflaatio-odotuksissa

Pidemmän aikavälin inflaatio-odotusten ankuroituminen hintavakaustavoitteeseen on ensiarvoisen tärkeää. Kun öljyn hinta vuoden 2014 lopulla romahti, myös inflaatio-odotukset heikkenivät ja pidemmän aikavälin odotukset ovat jääneet vaisuiksi. Viimeaikainen öljyn hinnan lasku 30 dollarin paikkeille on heikentänyt myös inflaatio-odotuksia edelleen, ja pitkän aikavälin (viisi vuotta viiden vuoden jälkeen) odotukset ovat nyt ennätysvaimaat. Tämä on huolestuttava kehityssuunta, sillä öljyn hinnan muutosten ei pitäisi vaikuttaa pitkän aikavälin inflaatio-odotuksiin, jotka kuvastavat enemmänkin inflaationäkemyksiä yli talouden suhdannesykliin. Markkinaperusteisten inflaatio-odotusten heikkeneminen voi tosin johtua myös siitä, että inflaatiowapien riskilisät ovat kasvaneet. Kyselytutkimuksiin (SPF) perustuvat pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet edelleen kutakuinkin vakaina.

Suomen Pankin ennusteen mukaan EU22-alueen inflaatio jää 0,2 prosenttiin vuonna 2016. Tästä inflaation ennustetaan kiihtyvän 1,2 prosenttiin vuonna 2017 ja päätyvän 1,6 prosenttiin vuonna 2018.

Inflaatiovauhdin kiihtymistä hidastaa öljyn hinnan vaikutus, joka kuitenkin poistuu vähitellen. Öljyn hinnan arvioidaan olevan nyt lähellä pohjatasoa, josta se futuurihintojen perusteella nousee vähitellen. Inflaation kiihtyminen on maltillista koko ennustejakson ajan, sillä EU22-alueen tuotantokuilu on edelleen selvästi negatiivinen ja esimerkiksi IMF:n laskelmien mukaan sen odotetaan umpeutuvan melko hitaasti. Myös palkkojen kehitys ja lähiajan palkanäkymät ovat maltilliset.

Inflaation kiihtymistä tukevat edelleen kevyenä jatkuva rahapolitiikka ja sen myötä alhaisena pysyttelevä euron valuuttakurssi. Lisäksi EU22-alueen työttömyys on edelleen vähenemässä ja kapasiteetin käyttöaste on noussut vähitellen.

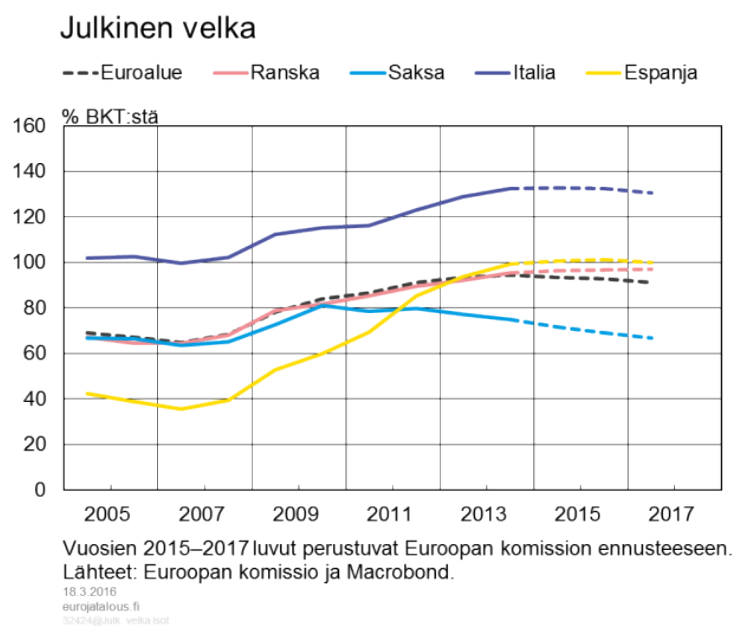
Pakolaiskriisi finanssipolitiikan kysymysmerkki

Finanssikriisin myötä euroalueen julkisen talouden vajeet syvenivät rajusti. Sittemmin ne ovat asteittain kohentuneet finanssipolitiikan päätösperäisten toimien ja suhdannetilanteen paranemisen ansiosta. Euroalueen julkinen velkasuhde pieneni vuonna 2015 ensimmäistä kertaa sitten vuoden 2007.

Vuonna 2016 euroalueen julkisen talouden kokonaisvajeen arvioidaan supistuvan hieman alle 2 prosenttiin BKT:stä. Melko suotuisa kehitys jatkuu myös lähivuosina, ja vuonna 2018 vajeen ennustetaan kutistuvan lähelle 1:tä prosenttia BKT:stä. Maiden välillä on kuitenkin yhä eroja.

Euroalueen suurista maista Saksassa ja Italiassa velkasuhde paranee vuonna 2016, mutta Espanjassa paraneminen alkaa vasta vuonna 2017. Ranskassa velkasuhde kasvaa yhä, tosin hyvin hitaasti. Ennusteet ovat kuitenkin hyvin alttiita muutoksille erityisesti niissä maissa, joissa kasvu on hidasta ja velka-asteet korkeita.

Kuvio 14.



Julkisen talouden tilaan ja näkymiin vaikuttavat vallitseva korkotaso, suhdannetilanne ja finanssipolitiikan päätösperäiset toimet.

Julkisen talouden korkomenot ovat vähenemässä, sillä maat voivat aiemmin liikkeeseen laskettujen velkapapereiden erääntyessä myydä uusia velkapapereita alemmalla korolla. Jotkin euromaat joutuivat velkakriisiin myllerryksessä laskemaan velkapapereitaan liikkeeseen hyvinkin korkealla korolla.

Julkisen talouden perusjäämä paranee lähinnä suotuisan suhdannetilanteen ansiosta. Aikaisempina vuosina euroalueen julkisen talouden perusjäämä kohentui finanssipolitiikan päätösperäisten toimien ansiosta. Vaikka menoleikkaukset jatkuvat yhä, niiden vastapainoksi joissain euromaissa ollaan myös osittain purkamassa aiemmin tehtyjä veronkorotuksia. Vaikka vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisen 60 prosentin (BKT:stä) velkarajan alle on monissa euromaissa yhä pitkä matka, finanssipolitiikka on vuodesta 2015 lähtien ollut selvästi kevyempää kuin edellisinä vuosina. Joissain maissa sopeutustoimien sijaan pyritään esimerkiksi tekemään kasvua ja työllisyyttä parantavia talouden rakenneuudistuksia, joilla sopeutustoimia voidaan jossain määrin korvata euroalueen finanssipolitiikan sääntöjen mukaan.

Euroalueen finanssipolitiikkaa keventää myös pakolaiskriisistä johtuva julkisten menojen kasvu. EU-tasolla tämä vaikutus jää kuitenkin esimerkiksi IMF:n arvioiden mukaan vuonna 2016 suhteellisen pieneksi (noin 0,1 prosenttiin BKT:stä).^[3] Yksittäisissä maissa vaikutus voi olla paljon suurempi. Esimerkiksi Saksassa IMF arvioi sen olevan noin 0,3 % BKT:stä. Näihin arvioihin liittyy kuitenkin merkittäviä epävarmuuksia.

Finanssipolitiikan sääntöjen täytäntöönpanon tehostamiseksi Euroopan komissio päätti lokakuussa 2015 perustaa riippumattoman neuvoa-antavan Euroopan finanssipolitiittisen

3. Ks. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2016/sdn1602.pdf>.

komitean (European Fiscal Board, EFB),^[4] jota esitettiin komission puheenjohtaja Junckerin EMU:n kehittämisraportissa (”Viiden puheenjohtajan raportti”). Komitean toiminnan on tarkoitus päästä kunnolla käyntiin vuoden 2016 kuluessa. Uuden elimen tehtävänä on arvioida finanssipolitiikan sääntöjen täytäntöönpanoa: erityisesti toimeenpanon johdonmukaisuutta, vakavia sääntörikkomustapauksia ja finanssipolitiikan mitoituksen asianmukaisuutta. Finanssipoliittisen komitean on myös tarkoitus tehdä yhteistyötä kansallisten finanssipoliittisten neuvostojen kanssa.

Taseiden kestävyys koetellaan

Euroalueeseen kohdistuvat riskit voidaan jakaa kahteen osaan, ulkoisiin ja sisäisiin

Ulkoisista riskeistä keskeisin on maailmantalouden laaja-alainen ja voimakas hidastuminen, joka vaimentaisi sekä euroalueen kasvua että inflaatiota. Tämänkaltainen kehityskulku voi lähteä liikkeelle, jos öljyn hinnan rajusta pudotuksesta johtuvat voimakkaat haittavaikutukset yhdistyisivät Kiinan talouskasvun mahdolliseen äkkipysähdykseen. Öljyn hinnan voimakas ja pitkäkestoinen lasku on ajanut öljyntuotannon varassa olevia maita, kuten Venäjä, syvään ahdinkoon. Pelkona on, että yhä useampi maa ajautuu vastaavaan tilanteeseen, jossa myös poliittinen epävarmuus kasvaa. Myös useat öljyyn ja muihin raaka-aineisiin nojaavat yritykset kamppailevat velanmaksun kanssa, ja konkurssejakin on jo nähty.

Tilannetta pahentaa useiden nousevien maiden yksityisen sektorin suuri dollarimääräinen velka. Niissä maissa, joiden valuutat ovat heikentyneet, raaka-aineiden viennistä saadaan enemmän tuloja kotimaanvaluutassa mitattuna. Samalla kuitenkin ulkomaanvaluutan määräinen velka kasvaa oman valuutan määräisesti mitattuna sitä suuremmaksi, mitä enemmän valuutta heikkenee. Ulkomaanvaluutan määräisesti velkaantuneiden ja raaka-aineden tuotantoon nojaavien maiden kriisiytymisellä voi olla arvaamattomia seurauksia.

Riskinä on, että öljyn hinnan pitkäkestoisen pudotuksen vaikutukset ja maailmantalouden voimakas hidastuminen osoittautuvat epälineaariksi, kun velkaantuneiden kansantalouksien taseet eivät enää kestä tilanteen heikkenemistä. Jo valmiiksi suuri julkisen ja yksityisen sektorin velkataakka merkitsee useassa maassa sitä, että taseet eivät kestä kovin suurta sokkia. Kun puskurit on käytetty, vaikutukset voivat olla odottamattoman suuret. Tässä tapauksessa epäsuotuisat vaikutukset talouskasvuun ja inflaatioon voisivat osoittautua laaja-alaisiksi ja yllättävän voimakkaiksi, jolloin myös rahoitusvakaus voi vaarantua. Kyseessä voi pahimmillaan olla finanssikriisin ns. kolmas aalto.

Ratkaisemattomat ongelmat voivat pysäyttää elpymisen

Euroalueen elpyminen on yhä hauraalla pohjalla. Julkinen velkaantuneisuus on huomattava, ja eräissä maissa pankkisektori kamppailee suuren hoitamattomien lainojen

4. Ks. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:32015D1937>.

määrän kanssa. Kreikan talousvaikeudet jatkuvat yhä, ja myös Portugalin sekä Italian talouskehitys on hyvin vaimeaa.

Alkuvuodesta 2016 rahoitusmarkkinat huolestuivat pankkisektorin tilasta. Huomio kohdistui erityisesti muutamaa isoihin pankkeihin, jotka olivat ilmoittaneet suurista tappioista. Euroopassa reaktioiden voimakkuutta selitettiin myös vuodenvaihteessa voimaan tulleilla sijoittajanvastuuta kasvattavilla säännöillä, joiden takia sijoittajat voivat ongelmien paljastuessa olla aiempaa herkempiä reagoimaan. Pankkien osakekursien lasku oli kuitenkin laaja-alaista niin maantieteellisesti kuin pankkityypeittäinkin.

Vaikka monessa suhteessa on menty parempaan suuntaan, kriisin pitkäkestoisuus näkyy laajasti: tuotannolliset investoinnit ovat yhä vaimeita ja pitkäaikais- ja nuorisotyöttömyys on suurta, mikä heikentää kasvunäkymiä. Usean maan hallituspohja on jo muuttunut, ja pelkona ovat uudistusten hidastuminen ja takapakki väistämättömissä sopeutustoimissa. Eurokriisi ei siis ole täysin ohi, ja tilanteen kärjistyessä euroalueen elpyminen voi pysähtyä. Poliittista epävarmuutta Euroopassa lisää myös Ison-Britannian tuleva kansanäänestys EU-jäsenyydestä (23.6.). Ison-Britannian EU-eron vaikutukset olisivat negatiiviset koko Euroopan kannalta.

Uutena sokkina euroalueen hauraaseen tilanteeseen on tullut pakolaiskriisi, jonka mittakaavan ja epäsuotuisten vaikutusten kasvaminen voi pahimmillaan vaarantaa alueen elpymisen. Jo nyt Eurooppaan saapunut pakolaismäärä on ollut sokki, jonka vaikutuksiin liittyy paljon epävarmuutta.

Jotta pakolaisten vastaanotto ja sopeutuminen onnistuisivat ja pidemmän aikavälin vaikutukset olisivat myönteiset, tulijoiden määrän pitäisi olla kohtuullinen ja kohdistua tasapuolisesti kaikkiin EU-maihin. Tällöin lyhyen aikavälin kasvuvaikutus olisi myönteinen julkisen kulutuksen kohenemisen myötä ja pitkän aikavälin vaikutus työikäisen väestön määrän lisääntymisen kautta.

Jos pakolaisvirta suuntautuu jatkuvasti epätasaisesti tiettyihin maihin, joissa tilanne jo nyt koetaan haastavaksi, ilmapiiri voi heikentyä ja seuraukset olla arvaamattomia. Ilmapiiriä heikentävät mm. pakolaisuuden lieveilmiöt, kuten ihmiskauppa ja terrorismiin liittyvä pelko. Jos pakolaiskriisissä ajaututaan tilanteeseen, jonka seurauksena Schengen-alueen toiminta lakkaisi ja käyttöön otettaisiin yhä merkittävämmät vapaan liikkuvuuden rajoitukset, talouskasvua haittaava epävarmuus lisääntyisi. Voimakas pakolaismäärän kasvu yhdistettynä pakolaisten epätasaiseen sijoittumiseen tai vaihtoehtoisesti rajojen nykyistä laajempi sulkeminen lisääisivät molemmat epävarmuutta EU:n tulevaisuudesta. Euroopan kiinnostavuus investointikohteena vähenee, jos yhteisiin ongelmiin ei kyetä löytämään yhteisiä ratkaisuja.

Avainsanat

- inflaatio
- maailmantalous
- rahapolitiikka
- talouskasvu

MAAILMANTALouden ENNUSTE

Nousevien talouksien vaikeudet painavat maailmantaloutta

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2016 • TALouden NÄKYMÄT

Suomen Pankki ennustaa maailmantalouden kasvavan 2,8 % vuonna 2016. Tästä kasvu ripeytyy vain hieman 3,2 prosenttiin vuosina 2017–2018. Kasvun kiihtyminen kuvastaa taantumasta kärsivien nousevien talouksien toipumista. Maailmankaupan kasvu on ennusteperiodilla lähellä maailman BKT:n kasvua. Yhdysvaltoja ja EU22-aluetta koskevat ennusteet ovat aiempaa maltillisempia, mutta kasvu on yhä yli arvioidun potentiaalisen kasvuvauhdin. Kiinan kasvuennuste vuosiksi 2016–2017 on edelleen 6 %, josta kasvu hidastuu 5 prosenttiin vuonna 2018.



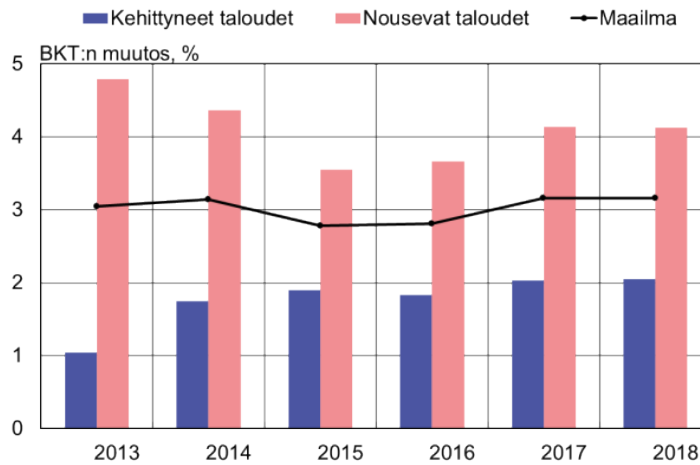
Vuosi 2015 hyvä kehittyneissä talouksissa

Kehittyneiden talouksien kannalta vuosi 2015 oli hyvä. Yhdysvalloissa bruttokansantuotteen kasvu ylitti hienoisesti arviot potentiaalisen tuotannon kasvuvauhdista. Työllisyys koheni, ja työttömyys painui 5 prosentin tuntumaan. Vienti ja tuotannolliset investoinnit lisääntyivät kuitenkin vaisusti.

Euroalueelle vuosi 2015 oli suorastaan vahva. Alueen BKT:n koheneminen ylitti selvemmin kuin Yhdysvalloissa arviot potentiaalisesta kasvusta. Euroalueen kasvu perustui ennen kaikkea kotimaiseen kysyntään. Työttömyysaste laski prosenttiyksikön verran, mutta on edelleen yli 10 %. Investointien kasvu jäi vaisuksi myös euroalueella.

Kuvio 1.

Maailmantalouden kasvu vuonna 2015 hitainta sitten finanssikriisiin



Lähteet: Suomen Pankki, IMF, OECD ja Macrobond.

18.3.2018
eurojatalous.fi
2140@smk.fi

Maailmantalouden kasvun hidastuminen johtui nousevien talouksien vaikeuksista. Vuotta 2015 leimasivatkin huolet Kiinan taloudesta. Vaikka Kiinan kasvu on hidastunut odotetun kaltaisesti, talouden rakennemuutos ja finanssikriisin jälkeisen elvytyspolitiikan myötä mittavaksi paisunut velkaantuminen lisäävät epävarmuutta. Venäjällä ja Brasiliassa talous ajautui syvään taantumaan. Vuosituhannen alun kasvuihmeiksi nimetyistä BRICS-maista (Brasilia, Venäjä, Intia, Kiina, Etelä-Afrikka) ainoastaan Intian näkymät eivät ole heikentyneet.

Yhdysvalloissa, euroalueella ja Kiinassa kasvu oli kotimarkkinavetoista. Kulutus ja palvelut kehittyivät suotuisasti, teollisuustuotanto ja investoinnit heikosti. Vaimean teollisuustuotannon myötä maailmankaupan kasvu jäi poikkeuksellisen hitaaksi.

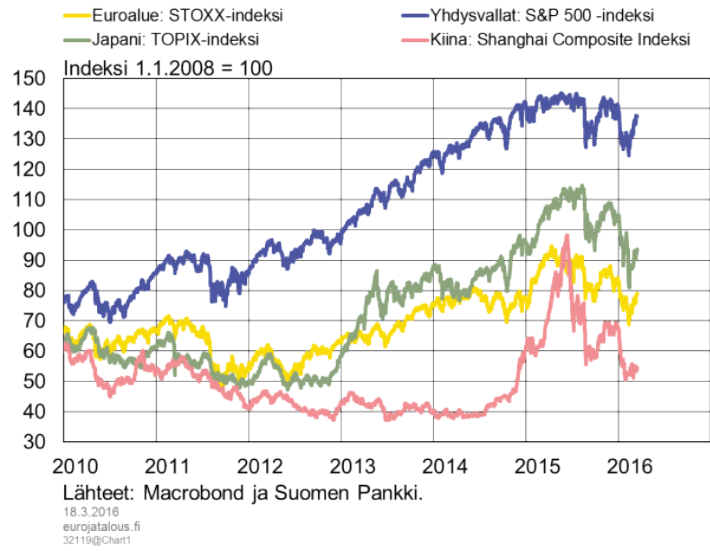
Osaltaan maailmankaupan ja nousevien talouksien heikkoutta selittää öljyn hinta, jossa on nähty kaksoisromahdus vuoden 2014 puolivälin jälkeen. Tämä kehitys johtuu sekä kysyntä- että tarjontatekijöistä. Maailmantalouden kasvun hidastuminen sekä yleinen energiankäytön tehostuminen ovat vähentäneet öljyn kysyntää. Tarjonta on kuitenkin jatkunut runsaana.

Vaikka investointeja on vähennetty, tämä vaikuttaa öljyn tuotantoon vasta jonkin ajan kuluttua. Yhdysvalloissa liuskeöljyn tuotanto on sietänyt ennakoitua paremmin öljyn hinnan alhaisuuden, ja Iranin talouspakotteiden poisto lisää öljyn tarjontaa maailmanmarkkinoille entisestään.

Myös rahoitusmarkkinoiden epävarmuudella on ollut vaikutus öljyn hinnan muutoksiin: päivittäiset vaihtelut ovat olleet niin suuria, ettei niitä voi selittää yksin kysyntä- tai tarjontanäkymien muutoksien avulla. Vaikutukset ovat kulkeneet myös toiseen suuntaan. Energia-alan yritysten velat ovat finanssialan yritysten saamia.

Kuvio 2.

Osakekurssien noususuuntainen trendi taittui huhtikuussa 2015

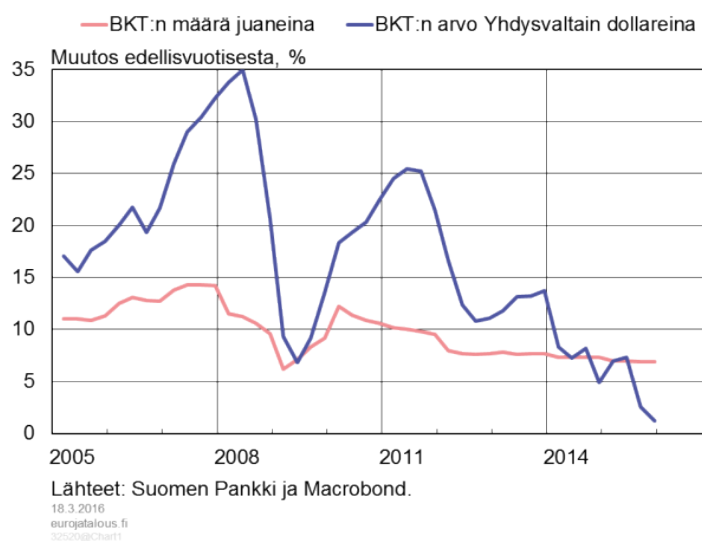


Rahoitusmarkkinoiden arvostukset olivat korkeimmillaan keväällä 2015. Huhtikuun loppupuolen aikana noususuuntainen trendi taittui. Osakkeiden hinnat heijastavat odotuksia tulevasta kasvusta ja korkotasosta.

Maailmantalouden kasvuennusteet ovat jääneet aiemmin arvioitua heikommiksi jo useana vuotena, ja keskustelu pidemmän hitaan kasvun vaiheesta on yksi tämän hetken suurista teemoista. Jos alhainen korkotaso kuvastaa odotuksia rahapolitiikan kasvua elvyttävästä vaikutuksesta, osakekurssien pitäisi reagoida lisäkevennyksiin positiivisesti. Jos se kuvastaa pitkän hitaan kasvun jaksoa, kurssireaktio on päinvastainen.

Kuvio 3.

Kiinan BKT:n kasvu vuoden 2015 jälkipuoliskolla dollareina alle 2%

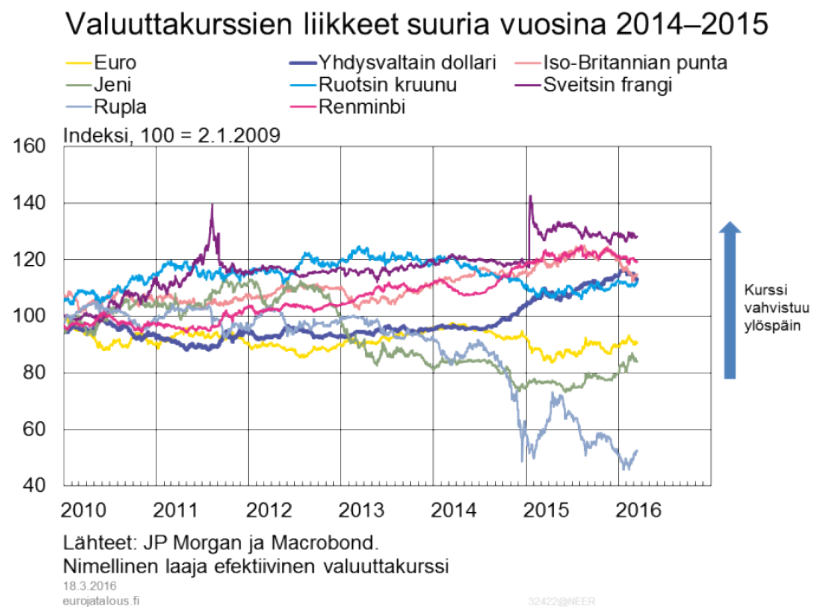


Elokuussa 2015 koettiin osakkeiden hintojen korjaus, ja sitä selitettiin Kiinan talouskehitykseen liittyneillä epävarmuuksilla. Tammikuussa 2016 korjausliike toistui. Vaikka Kiinan reaalin BKT juaneissa mitattuna kasvoi vuoden 2015 jälkipuoliskolla vajaan 7 prosentin vuosivauhtia, oli kasvu käyvin dollarein mitattuna vain vajaat 2 %. Vuotta aiemmin nämä kaksi kasvulukua olivat olleet lähes samansuuruiset keskenään. Kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla päävaluuttana on dollari, mikä selittää osaltaan voimakkaat kansainväliset markkinareaktiot Kiinan tilanteeseen kesän 2015 jälkeen.

Rahapolitiikan näkymät ovat kaksijakoiset: Yhdysvalloissa keskuspankki toteutti ensimmäisen koronnoston joulukuussa 2015. Euroalueella ja Japanissa rahapolitiikkaa on edelleen kevennetty. Inflaatio on vaimeaa kaikilla päätalousalueilla. Öljyn hinnalla on suuri merkitys lyhyen aikavälin muutoksissa. Kuitenkin myös energian hinnasta puhdistettu pohjainflaatio on hidasta. Talouskriisin jälkeisissä oloissa ns. tuotantokuilun kokoa ja vaikutusta työmarkkinoiden kireyteen ja palkkainflaatioon on aiempaa vaikeampaa arvioida. Kiinassa hitaan inflaation taustalla on myös ylitarjontaan ja tuotantorakenteen muutokseen vaikuttavia tekijöitä.

Päätalousalueiden kauppapainotteisissa valuuttakursseissa on ollut suuria muutoksia viimeisten vuosien aikana. Yhdysvaltojen dollarin ja Kiinan juanin vahvistuminen on kuitenkin ainakin toistaiseksi tauonnut.

Kuvio 4.



Kasvu ja kauppa jäävät hitaiksi

Suomen Pankki ennustaa maailmantalouden kasvun pysyvän 3 prosentin tuntumassa koko ennustehorisontin 2016–2018 ajan. Yhdysvaltoja ja EU22-aluetta koskevat kasvuennusteet ovat aiempaa maltillisempia.

Öljyä nettomääräisesti vievien maiden ja useiden muiden nousevien talouksien tilanne on tällä hetkellä tukala. Kasvun kiihtyminen kuvastaakin lähinnä nyt taantumasta kärsivien talouksien toipumista.

Taulukko 1.

Maailmankaupan kasvua hidastavat rakenteelliset tekijät

Prosenttimuutos edellisvuotisesta

(alla suluissa edellinen ennuste)

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

e = ennuste.

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

Lähde: Suomen Pankki.

Maailmankaupan kasvua hidastaa joukko pysyvämpiä rakenteellisia tekijöitä (ks. ”[Miksi maailmankauppa on hidastunut?](#)”). Niistä merkittävin on Kiinan kasvumallin

muuttuminen, joka merkitsee maan tuontialttiuden laskua. Maailmankaupan kasvu jääkin ennusteperiodilla lähelle maailman BKT:n kasvua.

Taulukko 2.

Öljyn hinnan vaikutus heijastuu laajalti inflaationäkymiin

Prosenttimuutos edellisvuotisesta

(alla suluisissa edellinen ennuste)

Inflaatio	2015	2016 ^e	2017 ^e	2018 ^e
EU22	0	0,2	1,2	1,6
	(0)	(1,1)	(1,7)	
Yhdysvallat	0,1	1	2,3	2,2
	(0,2)	(1,6)	(2)	
Japani	0,8	0,2	1,5	1,4
	(0,4)	(1,1)	(1,6)	

e = ennuste

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

Lähteet: Maiden tilastoviranomaiset ja Suomen Pankin laskelmat.

EU22-alueella yksityinen kulutus kasvaa

Lähivuosina EU22-alueen (euroalue, Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska) kasvu tukeutuu valtaosin yksityiseen kulutukseen. Investointien kasvun nopeutuminen on hidasta Vientinäkymiä varjostaa kehittyvien talouksien ja maailmankaupan kasvunäkymien heikentyminen. Alhainen öljyn hinta ja rahapolitiikka tukevat kasvua. Myös finanssipolitiikka on lievästi kasvua tukevaa.

Euroalueella kotimaisen kysynnän kasvua aiemmin jarruttaneet yksityisen sektorin velanhoidon rasitteet, finanssipolitiikan kireys ja heikko kehitys työmarkkinoilla ovat hellittämässä. Kun öljyn hinnan alhaisuus tukee reaalityulojen kasvua, työllisyys jatkaa hidasta kohentumistaan ja rahataloudelliset olot pysyvät suotuisina, yksityisen kulutuksen koheneminen jatkuu melko vahvana koko ennustehorisontin ajan. Investointien kasvu alkaa ripeytyä vasta ennustehorisontin jälkipuoliskolla.

EU22-alueen inflaation kiihtymistä ennusteajaksolla 2016–2018 tukevat öljyn hinnan laskun päättymisen, kevyenä jatkuva rahapolitiikka ja tuotantokuilun pienentyminen.

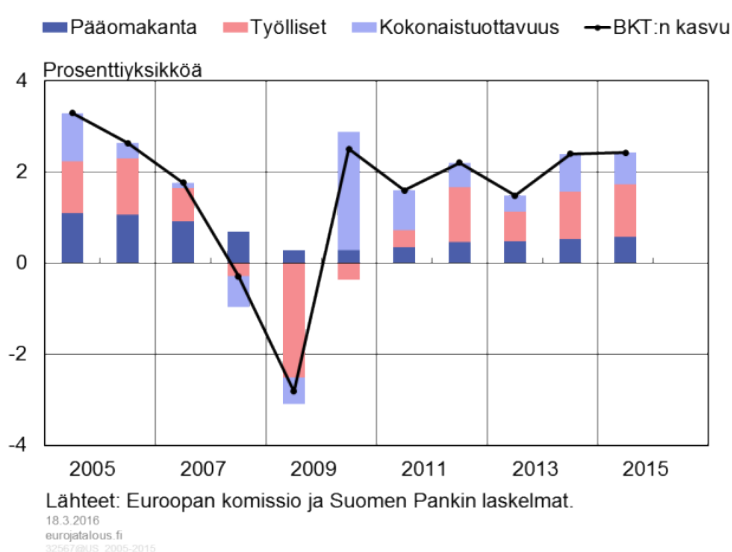
Työttömyys vähenee edelleen, ja kapasiteetin käyttöaste nousee vähitellen. Ennusteen riskit painottuvat arvioitua heikemmän kehityksen suuntaan. (Ks. Miksi Suomi ei pysy vertaistensa vauhdissa?)

Yhdysvaltain taloudessa riskejä molempiin suuntiin

Suomen Pankin ennusteessa Yhdysvaltojen kasvunäkymiä on muutettu aiempaa hitaamman kehityksen suuntaan. Tähän vaikuttavat kansainvälisen kaupan hidastuminen, dollarin jo toteutuneen vahvistumisen vientikilpailukykyä heikentävä vaikutus ja vaatimattomana pysyvä tuotannollisten investointien kasvu. Ennusteperiodilla talouden kasvu on lähellä potentiaalisen tuotannon lisääntymistä.

Kuvio 5.

Yhdysvaltain BKT:n kasvun tekijät



Yhdysvaltojen talouden kantavin voima on tälläkin ennusteperiodilla yksityinen kulutus, jota tukee työllisyyden hyvä kehitys. Käytettävissä olevien reaalitylojen kehitystä tukevat myös maltillinen inflaatio ja etenkin alhainen polttoaineiden hinta.

Yhdysvalloissa teollisuuden luottamus heikentyi vuoden 2015 aikana. Tähän on vaikuttanut erityisesti öljysektorin haastava tilanne. Teollisuuden vaatimattomien näkymien myötä myös tuotannollisten investointien kasvu on hidastunut. Sen sijaan asuntoinvestointien kehitys on ollut vahvaa.

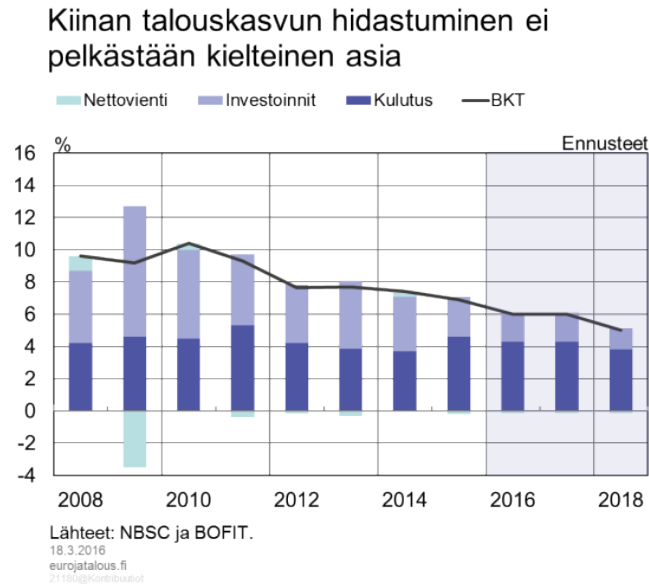
Yhdysvaltain finanssipolitiikan ennustetaan etenkin vuonna 2016 olevan jonkin verran kevyempää kuin edeltävinä vuosina.

Kiinan kasvumalli muuttuu

Suomen Pankin aiemman ennusteen mukaisesti Kiinan kasvun arvioidaan hidastuvan 6 prosentin paikkeille vuosina 2016 ja 2017. Vuonna 2018 kasvu hiljenee edelleen noin 5 prosenttiin.

Ennustettu kasvun hidastuminen ei ole pelkästään kielteinen asia. Kiinan talous on kehittynyt niin suureksi, että kasvuvauhti vääjäämättä hiipuu. Samalla maan kasvumalli muuttuu, kun talousuudistukset etenevät ja rakenteet muuttuvat. Vuonna 2015 palvelusektori kattoi jo yli puolet taloudesta. Investointien kasvun hidastuessa ja raskaan teollisuuden kärsiessä vaikeasta kysynnästä ja mittavasta ylikapasiteetista palvelusektori ja kotimainen kulutus toimivat yhä vahvemmin kasvun vetureina.

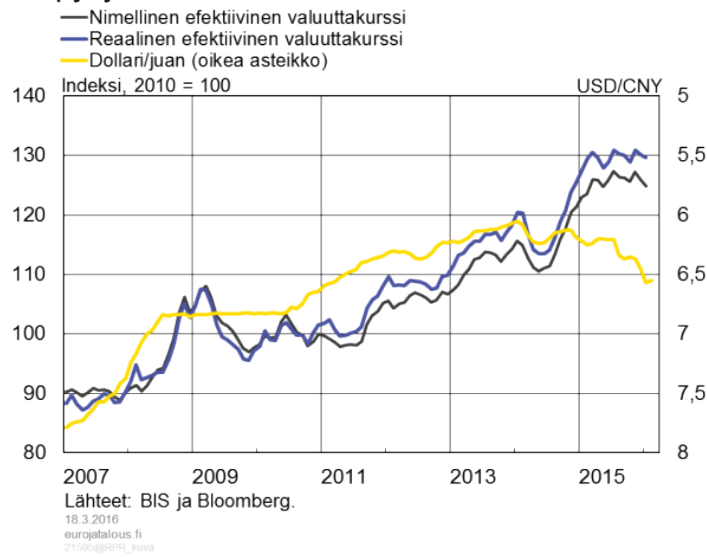
Kuvio 6.



Suurin riski on, ettei nopeaa velkaantumisen kasvua saada kuriin. Kiinan velka-aste (pl. rahoitussektorin velka) on kasvanut jo noin 250 prosenttiin BKT:stä, mikä on poikkeuksellisen korkea vastaavan tulotason maihin verrattaessa. Ongelmien kasaantuessa riskinä on myös, että määrätietoinen reformipolitiikka jää taka-alalle. (Ks. [Velkaantuminen lisää riskejä Kiinassa](#))

Kuvio 7.

Juan heikkeni suhteessa dollariin vuonna 2015, mutta pysyi vakaana efektiivisillä kursseilla mitaten



Kuluttajahintojen nousu on pysytellyt noin 2 prosentissa, mutta tuottajahinnat ovat laskeneet neljän vuoden ajan. Teollisuuden negatiivinen hintakehitys näkyy myös BKT-deflaattorin kehityksessä, joka niin ikään muuttui negatiiviseksi vuonna 2015. Vaikka rahapoliittiselle elvytykselle hintakehityksen perusteella olisi tilaa, kotimaisen velkaantumisen kasvu sekä valuuttakurssin heikkenemiseen ja pääoman ulosvirtauksen kiihtymiseen liittyvät paineet rajoittavat laajamittaista elvytystä.

Japanissa kasvu edelleen vaisua ja inflaatio hidasta

Japanissa kasvun ennustetaan olevan kuluvana vuonna 1/2 prosentin tuntumassa. Jatkossa kasvu ripeytyy noin 1 prosenttiin eli lähelle potentiaalista vauhtiaan. Aktiivinen rahapolitiikka ja sen myötä edelleen heikkona pysyvä jeni tukevat vientiä lähivuosina. Alhainen öljyn hinta hyödyttää kuluttajia ja piristää yksityistä kulutusta.

Työmarkkinoiden tila on kireä. Vuonna 2015 palkoissa olikin jo havaittavissa jonkinasteista kohoamista, ja palkkaneuvottelujen perusteella nousua on odotettavissa edelleen. Yritysveron lasku ja yritysten viime vuosien ennätysyvät tulokset kasvattavat investointihalukkuutta. Rakenteelliset uudistukset ovat vielä kesken, joten lähivuosien kasvunäkymät jäävät kuitenkin melko vaisuiksi.

Rahapoliittisista toimista huolimatta inflaatio on ollut hidasta. Suomen Pankki ennustaa vuoden 2016 inflaation jäävän Japanissa nollan tuntumaan. Jatkossa inflaatio kiihtyy 1 1/2 prosentin paikkeille. Julkisen talouden sopeutustoimien ennustetaan jatkuvan mutta hitaammin kuin edeltävinä vuosina. (Ks. [Abenomics kolme vuotta – suuri laiva kääntyy hitaasti](#))

Venäjän talous luisuu tuntuvasti vielä vuonna 2016

Vuonna 2015 Venäjällä kaikki kotimaiset kysyntäerät supistuivat, eikä tämän kehityksen loppumisesta ole selviä merkkejä. Talvella 2014–2015 ryöpsähtänyt inflaatio nosti hinnat vuonna 2015 yli 15 % korkeammiksi kuin vuonna 2014. Tämä painoi etenkin yksityistä kulutusta, joka väheni kymmenesosan (eli enemmän kuin vuoden 2009 lamassa).

Suomen Pankin syksyn 2015 ennusteen mukaan öljyn hinnan suuri pudotus vuoden 2014 toisella puoliskolla supistaisi Venäjän BKT:tä vielä vuonna 2016. Nyt kun öljyn hinnan oletetaan olevan myös vuonna 2016 merkittävästi alempana kuin vuonna 2015, BKT:n supistumista koskevaa arviota on muutettu noin 3 prosenttiin ja BKT:n ennustetaan pysyvän ennallaan vuonna 2017. Tuonti voi vähentyä noin 10 % vuonna 2016 ja säilyä ennallaan vuonna 2017.

Öljyn hinnan loiva nousu kääntää Venäjän taloutta hiljalleen kasvuun vuonna 2018, ja tämän myötä tuontikin vähitellen elpyy. Kasvu on kuitenkin hidasta, sillä valtaosin BKT:n pitkän aikavälin kasvuarviot ovat 1–1,5 % vuodessa.

Ennusteen riskit ovat edelleen suuria. Öljyn hinnan mahdolliset muutokset oletetusta urasta vaikuttaisivat luonnollisesti talouteen sekä ruplaan, inflaatioon ja tuontiin. Geopoliittiset jännitteet voivat muuttua. Valtiontalouden menojen lisäykset ovat karsimistavoitteista huolimatta mahdollisia lähestyttäessä syyskuun 2016 duuman vaaleja ja maaliskuun 2018 presidentin vaaleja. [Linkki: Venäjän talouden ennustekehikko]

Avainsanat

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

Miksi Suomi ei pysy vertaistensa vauhdissa?

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2016 • TALOUDEN NÄKYMÄT •

PETRI MÄKI-FRÄNTI, LAURI VILMI

- Petri Mäki-Fränti
Vanhempi ekonomisti
- Lauri Vilmi
Vanhempi ekonomisti

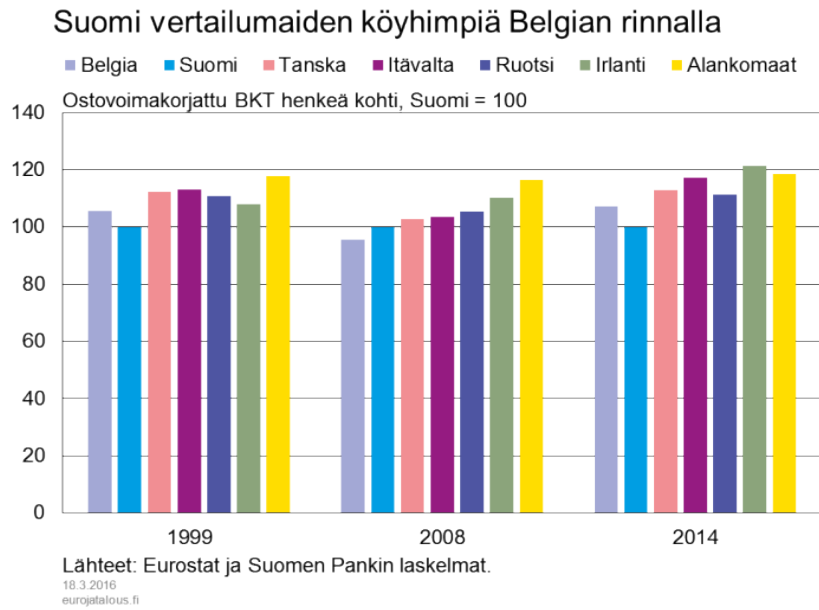
Suomen talous on kehittynyt finanssikriisin jälkeen heikosti. Euroopan komission viimeisimmän ennusteen mukaan Suomi pysyy myös lähivuosina euroalueen hitaimmin kasvavana taloutena – Kreikan rinnalla. Syitä BKT:n kehnoon kehitykseen voi tarkastella vertaamalla Suomea muihin pieniin EU-maihin eli Alankomaihin, Belgiaan, Irlantiin, Itävaltaan, Ruotsiin ja Tanskaan. Nämä maat ovat mielekäs vertailuryhmä, sillä ne ovat suhteellisen avoimia talouksia ja kehitysasteeltaan lähellä toisiaan.



Suomi elpyi 1990-luvun lopulla nopeasti vuosikymmenen alun lamasta Nokia-vetoisen tieto- ja viestintäteknikkateollisuuden (ICT) johdolla. Silti vielä vuonna 1999 suomalaisten elintaso mitattuna ostovoimakorjatulla BKT:llä henkeä kohden oli maajoukon heikoin (kuvio 1).

Uuden vuosituhannen ensimmäisinä vuosina Suomen talouskasvu jatkui kuitenkin ripeänä, ja vertailumaista vain Irlannin talouskasvu oli selvästi vahvempaa kuin Suomen. Elintasossakin Suomi otti jonkin verran kiinni muita vertailumaita, ja meni Belgian ohi.

Kuvio 1.



Finanssikriisin jälkeen vuonna 2009 Suomen BKT supistui vertailumaista eniten, tosin myös Ruotsissa, Tanskassa ja Irlannissa kriisin vaikutukset olivat samaa suuruusluokkaa. Toipuminen kriisistä on kuitenkin ollut eri tahtista. Suomessa, Alankomaissa ja Tanskassa BKT lähti vuoden 2011 jälkeen uudelleen selvään laskuun, ja Suomessa BKT:n lasku jatkui vielä vuonna 2014. Irlanti näyttää sen sijaan jo olevan pääsemässä takaisin taantumaa edeltäneelle kasvu-uralle. Myös Suomen ja vertailumaiden elintasoeron kiinni kurominen on pysähtynyt. Mitattuna ostovoimakorjatulla BKT:llä henkeä kohden elintaso on Suomessa jälleen selvästi maajoukon heikoin.

Kulutuksen osuus kysynnästä kasvanut

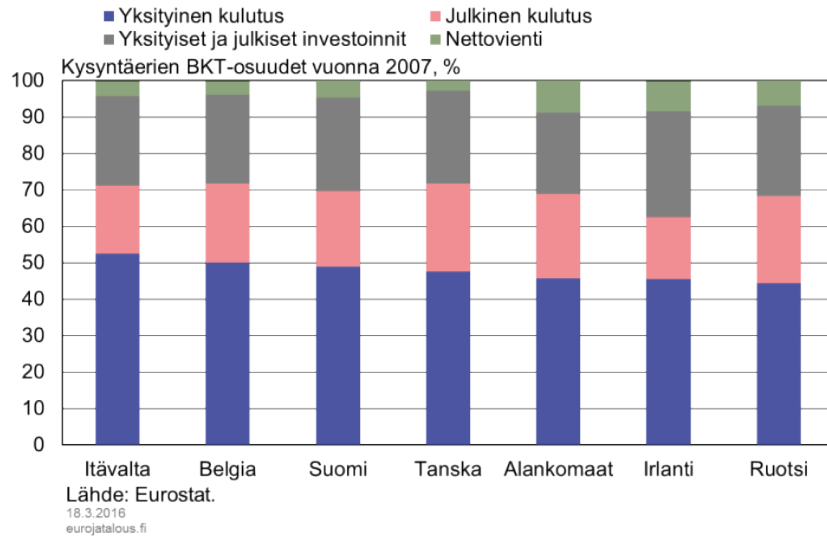
Suomen talouden taantuminen johtuu ennen kaikkea vientisektorin romahduksesta. Vuonna 2007 talouden rakenne oli Suomessa samankaltainen kuin vertailumaissa (kuvio 2). Yksityinen ja julkinen kulutus muodosti tuolloin noin 70 % Suomen kokonaiskysynnästä, kun taas nettoviennin ja investointien osuus oli vajaa kolmannes.

Pitkittyneen heikon talouskehityksen ja toimialakohtaisten vaikeuksien myötä nettoviennin osuus on supistunut, jolloin talouskasvu on viime vuosina ollut lähinnä yksityisen kulutuksen varassa. Yksityisen kulutuksen BKT-osuus onkin Suomessa kasvanut vertailuryhmän suurimmaksi eli finanssikriisiä edeltäneestä alle 50 prosentista yli 55 prosenttiin BKT:stä. Useassa muussa vertailumaissa osuus on pysytellyt tasaisesti selvästi alle puolessa koko tuotannosta.^[1] Esimerkiksi Ruotsissa yksityisen kulutuksen osuus BKT:stä on vain noin 45 %. Tästä huolimatta kotimaisen kysynnän nopea kasvu selittää suurelta osin Ruotsin Suomea nopeampaa talouskasvua viime vuosina. Yksityisen kysynnän lisäksi toki myös nettovienti on tukenut Ruotsin talouskasvua.

1. Yksityisen kulutuksen osuus on tyypillisesti tätäkin suurempi monissa nousevissa talouksissa ja suurissa kehittyneissä talouksissa kuten Isossa-Britanniassa ja Yhdysvalloissa.

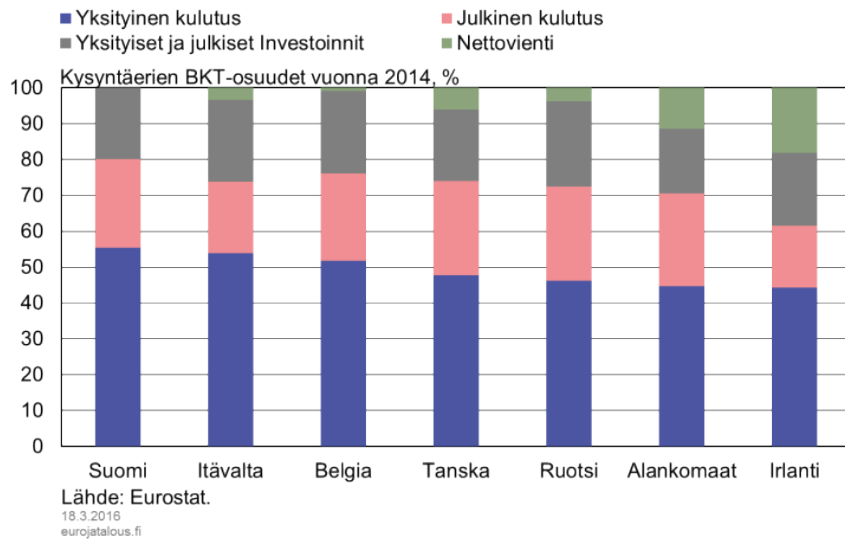
Kuvio 2.

Kokonaiskysynnän rakenteeltaan Suomi oli vuonna 2007 lähellä vertailumaita



Kuvio 3.

Kulutuksen osuus kokonaiskysynnästä oli Suomessa suuri vuonna 2014



Suomen tuotannolliset investoinnit eivät ole seuranneet kulutuksen kasvua. Vaikka tuotannolliset investoinnit ovat viime vuosina yleensä jääneet vähäisiksi kehittyneissä maissa,^[2] niiden kasvuvauhti on pysynyt Suomessa vieläkin heikompana kuin vertailumaissa. Suomi ei myöskään ole houkutelut ulkomaisia suoria sijoituksia.^[3]

2. Hukkinen ym. (2015) *Mistä investointien vaimuus johtuu?* Analyysiartikkeli. Eurojatalous.fi-sivusto.

3. Leino (2015) *Suomi jäänyt muista Pohjoismaista ulkomaisissa investoinneissa.* Analyysiartikkeli. Eurojatalous.fi-sivusto.

Kotitalouksien käytettävissä olevat tulot ovat kasvaneet Suomessa kulutusta hitaammin. Koko talouden bruttosäästämisaste on laskenut 25 prosentista selvästi ryhmän alhaisimmaksi, alle 20 prosenttiin. Vähäisen säästämisen myötä suomalaisten kotitalouksien velka suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin on kasvanut vuosina 1999–2015 noin 125 prosenttiin 65 prosentista. Silti vielä vuonna 2014 vain Belgian ja Itävallan kotitalouksilla oli vähemmän velkaa suhteessa tuloihin kuin suomalaisilla. Vertailujoukon velkaisimmat kotitaloudet löytyvät Tanskasta, Alankomaista ja Irlannista, joissa velkaantuminen ylittää 200 % käytettävissä olevista tuloista. Velkaantuneisuus on näissä maissa kuitenkin vähentynyt finanssikriisin jälkeen.

Sekä yksityistä että julkista kulutusta on tuettu julkisella velkaantumisella. Suhdannekorjattu alijäämä on tällä hetkellä vertailuryhmän keskitasoa, mutta vuosina 2007–2014 se on kuitenkin heikentynyt Suomessa vertailumaista eniten. Valtion ja kuntien pitkään jatkuneen alijäämäisyyden myötä Suomen julkinen velka suhteessa BKT:hen on lähes puolitoistakertaistunut vuosina 1999–2014. Velkaantumisen taso on silti edelleen kohtuullinen varsinkin verrattuna Irlantiin ja Belgiaan, joissa julkinen velka on suurempi kuin vuotuinen BKT.

Vaihtotase kuvaa koko kansantalouden velkaantumisvauhtia. Taantuman aikana Suomen vaihtotaseen selvä ylijäämä vaihtui alijäämäksi, ja nyt vaihtotase on suurin piirtein tasapainossa. Ulkoisen velkaantumisen kiihtymiseen ja julkisen sektorin kantokykyyn liittyvät riskit rajoittavat kuitenkin mahdollisuuksia elvyttää taloutta kotimaisen kysynnän kautta.^[4] Kaikissa vertailumaissa ylijäämä on suurempi kuin Suomessa. Irlanninkin kriisivuosien alijäämä on vaihtunut noin 3 prosentin ylijäämäksi. Suomen vaihtotasetta painaa selvästi vertailun heikoin palvelutase, mutta myös nollassa oleva kauppatase on vertailumaiden heikoimpia yhdessä Itävallan ja Belgian kanssa.

Suomen viennin ongelmat ovat pitkälti toimialakohtaisia. ICT- ja metsäteollisuuden vaikeuksien lisäksi vientiä ovat painaneet laivateollisuuden ongelmat ja Venäjän kaupan heikkous. Jos näitä ongelmatoimialoja ei oteta huomioon, Suomen vienti kasvoikin vuosien 2007 ja 2014 välillä reilut 5 %, mikä ei eroa merkittävästi vertailumaiden viennin kasvusta. Esimerkiksi Ruotsin tavaraviennin kasvu on ollut tätä hitaampaa. Vaikeuksiin joutuneet toimialat muodostavat kuitenkin merkittävän osan Suomen viennistä.

Suomi vertailumaita suljetumpi talous

ICT-teollisuuden menestys ja maailmantalouden nopea kasvu 2000-luvulla piilottivat alleen joukon Suomen viennin rakenteeseen liittyviä ongelmia. Nämä ongelmat vaikeuttavat vientiteollisuuden sopeutumista toimialakohtaisiin muutoksiin.

Suomi on vertailumaita suljetumpi talous. Viennin ja tuonnin yhteenlaskettu osuus BKT:stä onkin alle 80 %, kun se Alankomaissa, Belgiassa ja Irlannissa on selvästi päälle 100 %. Vertailumaista myös Ruotsi on muita suljetumpi talous, mutta Ruotsinkin viennin ja tuonnin yhteenlaskettu BKT-osuus on lähes 10 prosenttiyksikköä suurempi

4. Yritykset ovat viime vuosina olleet Suomen talouden ainoa rahoitusylijäämäinen sektori. Ilman yrityssektorin ylijäämäisyyttä Suomen talouden velkaantumisvahti olisi selvästi nykyistä nopeampi. Ks. esim. [Euro & talous 5/2015](#).

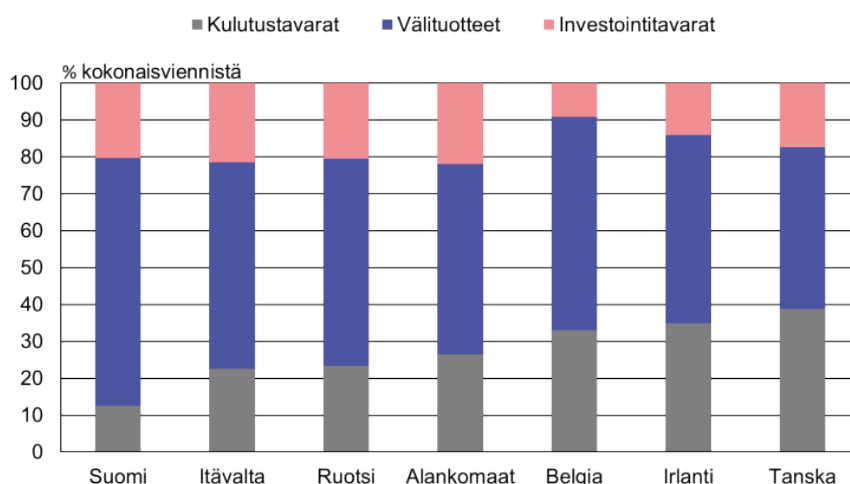
kuin Suomen. Belgiassa ja Alankomaissa avoimuutta selittävät osittain suuret kauppasatamat.

Suomen viennin pienen määrän taustalla on erityisesti vertailumaita vähäisempi vienti EU:n sisämarkkinoille. Esimerkiksi Ruotsin tavaravienti EU-alueelle on BKT:hen suhteutettuna reilun prosenttiyksikön verran suurempi kuin Suomen. Muihin maihin verrattuna ero on vielä selkeämpi. Sen sijaan EU:n ulkopuolisen ulkomaankaupan määrässä Suomi ei näytä jäävän merkittävästi jälkeen muista maista.

Toimialakohtaisesti katsottuna Suomi vie suhteellisesti paljon välituotteita, kuten metalli- ja metsäteollisuuden tuotteita, kun taas vienti on heikkoa suurissa kulutushyödyke-erissä ja erityisesti elintarvike-, lääke-, auto- ja pienelektroniikkateollisuudessa (kuvio 4). Vähäinen kulutushyödykkeiden vienti tekee Suomen muita alttiimmaksi globaaleille suhdannevaihteluille, sillä investointihyödykkeiden kysyntä reagoi voimakkaammin maailmantalouden suhdannevaihteluiden.

Kuvio 4.

Suomi vie suhteellisen vähän kulutustavaroita



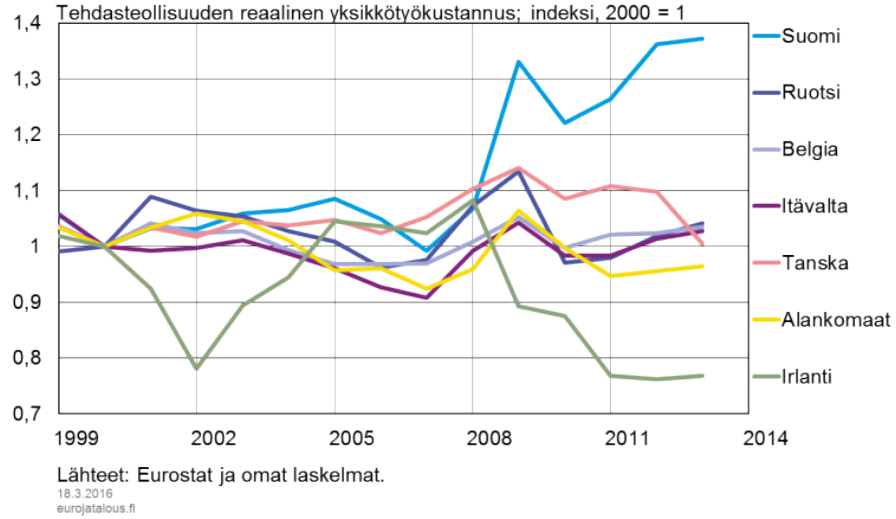
Lähde: Eurostat.
18.3.2016
eurojatalous.fi

Uusien vientimahdollisuuksien syntymistä on saattanut hidastaa se, että Suomen työvoimakustannukset ovat kasvaneet tuottavuutta nopeammin vuoden 2008 jälkeen. Tämä näkyy esimerkiksi Suomen tehdasteollisuuden kilpailukyvyn heikkenemisenä suhteessa verrokkimaihin (kuvio 5). Suomessa teollisuuden tuottavuus on heikentynyt osittain juuri edellä kuvattujen viennin ongelmien vuoksi, mutta samaan aikaan myös palkkojen nousu on säilynyt vahvana. Tämä on voinut hidastaa uusien työpaikkojen syntymistä teollisuuteen sekä muille suuren tuottavuuskasvun toimialoille. Taantuman aikana työllisyys on kasvanut voimakkaimmin julkisissa palveluissa, joissa tuottavuuden kehitys on tyypillisesti ollut hyvin hidasta. Päinvastainen yksikkötyökustannusten kehitys on ollut Irlannissa, jossa palkkojen nousu on ollut talouskriisin jälkeen vaimeaa ja samaan aikaan tuottavuus on kohentunut erittäin vahvasti. Irlannin tuottavuutta on

tukenut erityisesti uusien työpaikkojen syntyminen korkean tuottavuuden kansainvälisiin yrityksiin.

Kuvio 5.

Suomen kustannuskilpailukyky heikentynyt vuoden 2008 jälkeen



Tuotantopotentiaali heikentynyt Suomessa nopeammin kuin vertailumaissa

Kun tarkastellaan, miten vertailumaat poikkeavat talouskehitykseltään toisistaan pitkällä aikavälillä, olennaisia ovat talouden tarjontatekijät eli erot saatavilla olevan työvoiman määrässä, erot aineellisessa ja aineettomassa pääomakannassa sekä varsinkin erot työn tuottavuudessa. Ennakoitua kauemmin jatkunut taantuma, teollisuuden rakennemuutoksen pitkittyminen sekä julkisen talouden velkaantuminen ovat heikentäneet Suomen kasvupotentiaalia kaikkien kasvutekijöiden tapauksessa. Suomen Pankissa vuonna 2015 tehdyn arvion mukaan henkeä kohden laskettu BKT kasvaa vuosina 2015–2035 keskimäärin 0,5–1,0 % vuodessa.^[5] Muiden suomalaisten talousennustajien arviot saman ajanjakson talouskasvusta asettuivat 0,7–1,6 prosenttiin.

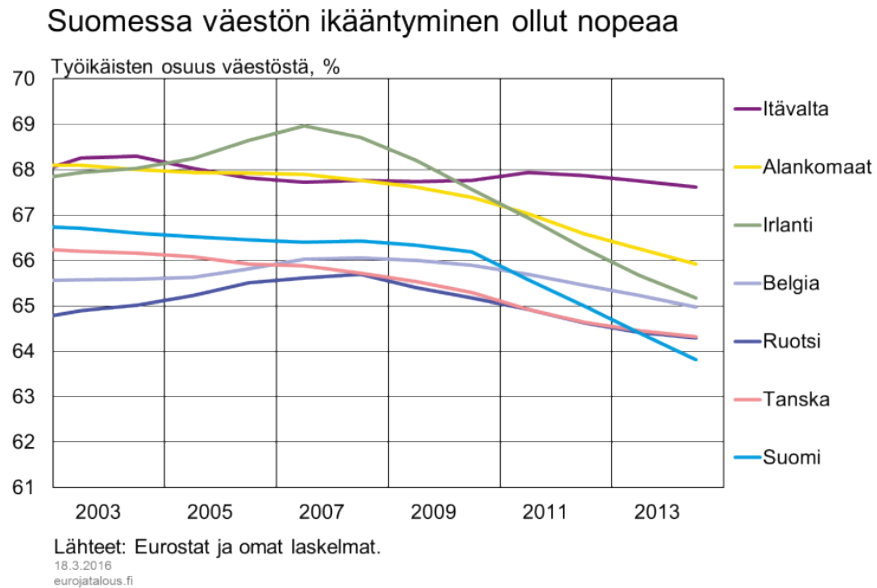
Suomessa väestön vanheneminen voimakkainta

Työvoimapotentialin kehitykseen sekä Suomessa että vertailumaissa vaikuttaa lähitulevaisuudessa merkittävimmin väestön ikääntyminen. Työikäisen väestön (15–64-vuotiaiden) määrää vähentää varsinkin suurten ikäluokkien eläkkeellejäänti, joka on Suomessa alkanut hiukan nopeammin kuin vertailumaissa. Jossain määrin tähän on vaikuttanut miesten suhteellisen alhainen eläköitymisikä. Keskimääräinen efektiivinen eläköitymisikä oli vuosina 2009–2014 Suomessa keskimäärin 61,9 vuotta, kun koko vertailuryhmän keskiarvo oli vuoden korkeampi. Naisten tapauksessa suomalaisten eläköitymisikä, 62,3 vuotta, on keskiarvoa (61,6 vuotta) vuoden korkeampi.

5. Ks. Mäki-Fränki, P. (2015) Rakenteelliset tekijät hidastavat pitkän aikavälin talouskasvua. Kansantaloudellinen aikakauskirja 111, 3/2015, s. 306–311.

Nopeimmin työikäisen väestön määrä on viime vuosina supistunut Irlannissa, jossa työikäisten määrää on ikääntymisen ohella vähentänyt maastamuutto finanssikriisin ja taantuman aikana. Suomessa väestön ikääntyminen on ollut nopeaa (kuvio 6). Vielä vuosituhannen alusta noin vuoteen 2010 Suomen työikäisen väestön vajaan 67 prosentin osuus koko väestöstä oli vielä vertailujoukon keskitasoa ja mm. suurempi kuin Ruotsissa ja Tanskassa. Suurten ikäluokkien nopea eläköityminen vuosikymmenen vaihteesta lähtien on kuitenkin supistanut Suomen työikäisen väestön osuuden vertailujoukon pienimmäksi, noin 64 prosenttiin.

Kuvio 6.



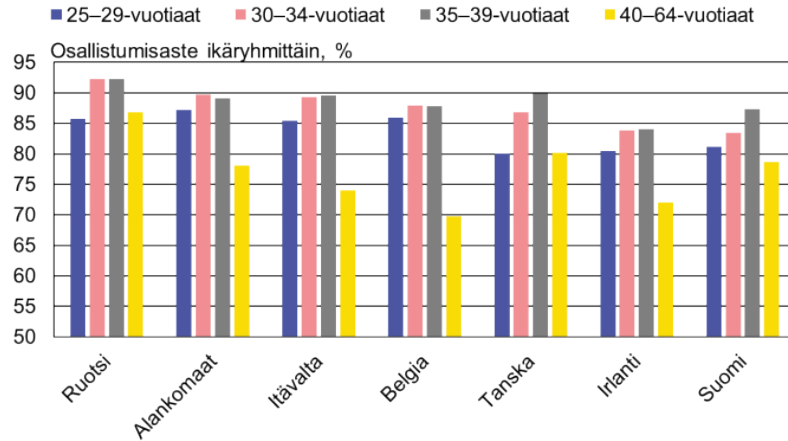
Työikäisen väestön määrän supistumisen ohella työn tarjontaa Suomessa heikentää työikäisen väestön suhteellisen heikko työvoiman osallistumisaste (kuvio 7). Työvoiman osallistumisaste oli Suomessa noin 75 %, mikä on suunnilleen sama kuin Itävallassa ja vertailujoukon kolmanneksi heikoin Irlannin ja Belgian jälkeen. Ruotsissa sen sijaan väestön ikääntymisen vaikutuksia pehmentää vertailuryhmän vahvin työikäisten osallistuminen työmarkkinoille. Ruotsissa vajaan 82 % työikäisistä on työmarkkinoiden käytettävissä. Suomen keskimääräistä osallistumisastetta painaa alaspäin lähinnä miesten vertailumaihin nähden heikko työmarkkinoille osallistuminen varsinkin vanhemmissa ikäluokissa. Lisäksi sitä alentaa parhaassa työiässä olevien, noin 30–40-vuotiaiden, heikko osallistuminen työmarkkinoille varsinkin naisten tapauksessa. Sen sijaan tätä vanhempien ikäluokkien osallistumisaste on Suomessa varsin korkea ja samaa luokkaa kuin Tanskassa ja Alankomaissa.

Osallistumisasteen lisäksi myös työllisyysaste jää Suomessa heikommaksi kuin useimmissa vertailumaissa. Suomen työllisyysaste on noin 75 %, mikä on lähes 5 prosenttiyksikköä alhaisempi kuin Ruotsissa, joka muistuttaa Suomea työmarkkinoidensa instituutioiltaan. Suomessa naisten työllisyysastetta vertailumaihin nähden alentavat varsinkin alle 6-vuotiaiden lasten äidit, joiden työllisyysaste on vertailumaiden matalin naisten yleisestä korkeasta työllisyysasteesta huolimatta. Kun Alankomaissa noin 80 % alle 6-vuotiaiden lasten äideistä käy töissä, Suomessa ja

Irlannissa vastaava luku on vain noin 60 %. Suomessa erityispiirteenä on, että erityisesti korkeasti koulutetut äidit ovat helpommin ilman työtä kuin muissa maissa.

Kuvio 7.

Suomessa nuorten aikuisten työvoimaan osallistumisen aste matala

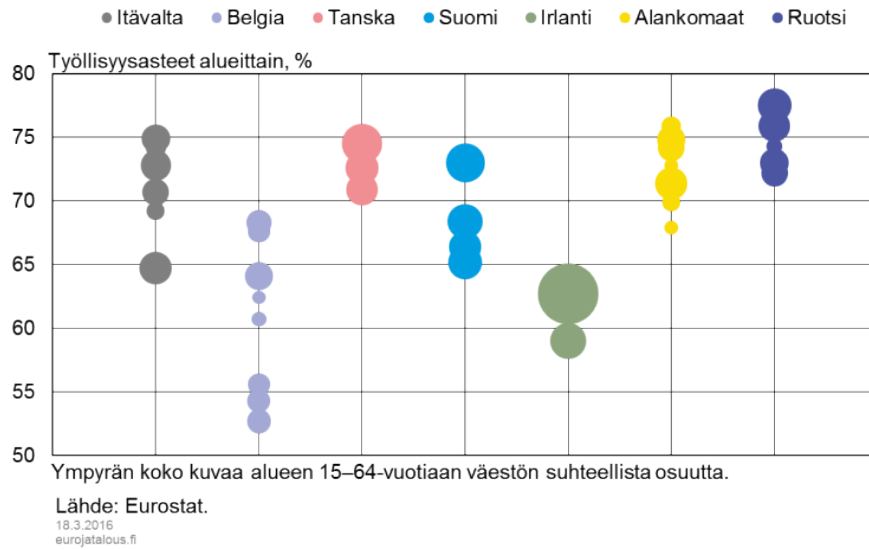


Lähde: Eurostat.
18.3.2016
eurojatalous.fi

Verrokkimaat eroavat toisistaan myös työllisyyden alueellisten erojen kannalta (kuvio 8). Varsinkin Ruotsissa valtaosa väestöstä asuu korkean työllisyysasteen alueilla, ja työllisyysaste ylittää heikoimmillaankin suunnilleen tasolle, joka Suomessa saavutetaan vain Uudellamaalla. Suomessa iso osa väestöstä näyttääkin asuvan matalan työllisyysasteen alueilla, kun taas muissa maissa joitakin Belgian ranskankielisiä osia ja Itävallassa Wienin seutua lukuun ottamatta työllisyysaste ei poikkea yhtä paljoa suurten väestökeskittymien alueilla. Maiden väliset erot kaupungistumisessa eivät ole kuitenkaan kovin suuria, kun vertaillaan väestön jakautumista kaupunkeihin, taajaamiin ja maaseudulle. Suomessa maaseudun väestöstä kuitenkin suhteellisen suuri osa asuu kaukana työpaikkakeskittymistä.

Kuvio 8.

Suomessa alueelliset erot työllisyysasteessa suuria



Pääomakanta kuihtuu Suomessa

Yksityiset tuotannolliset investoinnit supistuivat finanssikriisin aikana vuosina 2008 ja 2009 kaikkialla kehittyneissä talouksissa, ja kriisin jälkeenkin niiden kehitys on ollut heikkoa. Suomessa pääomakannan kehitys on vuoden 2008 jälkeen ollut vieläkin heikompaa kuin useimmissa vertailumaissa.

Tuotannon pääomavaltaisuus kertoo, paljonko taloudessa on sekä aineellista että aineetonta tuotannollista pääomaa työllistä kohti.^[6] Vuosituhannen alusta aina finanssikriisiin asti tehdasteollisuuden pääomavaltaisuus oli vertailumaista vain Itävallassa pienempi kuin Suomessa. Pääomavaltaisuus kuitenkin kasvoi kaikissa maissa suunnilleen samaa vauhtia.

Vuoden 2010 jälkeen pääoman määrä on polkenut Suomessa lähes paikallaan, kun se vertailumaissa tyypillisesti on alkanut jälleen kasvaa. Erityisen voimakkaasti pääomavaltaisuus on lisääntynyt Ruotsissa.

Yksityisellä sektorilla varsinkin tehdasteollisuuden nettopääomakanta on kehittynyt Suomessa heikosti. Vuonna 2013 se oli noin 12 % pienempi kuin vuonna 2008. Pääomakannan rapautuminen on pitkälti seurausta ICT-teollisuuden romahduksesta ja metsäteollisuuden alasajosta. Se voi kuitenkin kertoa myös pääomakannan sopeuttamisesta aikaisempaa heikompien kasvunäkymien mukaisiksi.^[7]

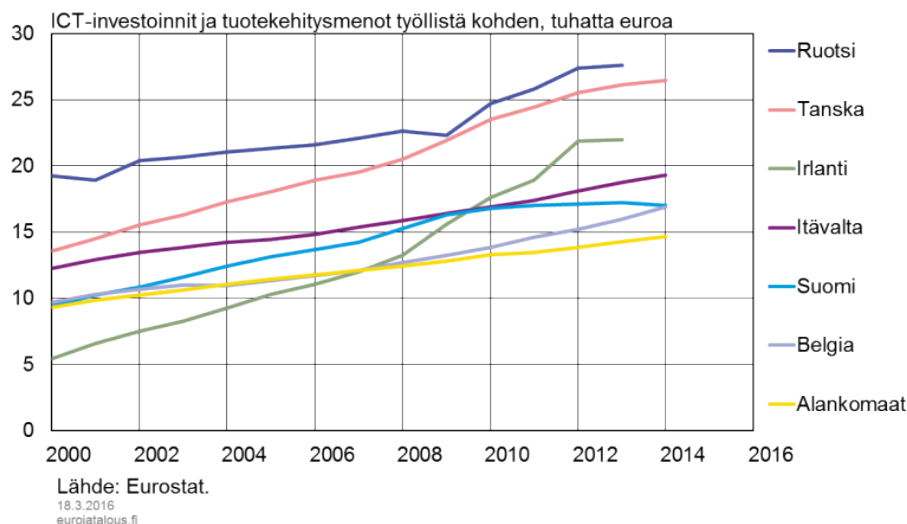
6. Perinteisen uusklassisen kasvuteorian mukaan tuotantovälineiden määrän kasvattaminen lisää työn tuottavuutta. Tietyn rajan jälkeen tuottavuutta voidaan tosin kasvattaa tehokkaasti vain pääoman käyttöä tehostamalla, ei sen määrää lisäämällä.

7. Itkonen, J. – Mäki-Fränki, P. (2016) *Kuihtuva pääoma*. Analyysiartikkeli. Eurojatalous.fi-sivusto.

Suomen ICT-teollisuuden supistuminen on näkynyt sellaisissa investoinneissa, jotka selvimminkin edistävät uuden tekniikan käyttöönottoa ja hyödyntämistä. Pääomakanta, joka on kertynyt informaatio- ja viestintätekniikkaan sekä aineettomaan pääomaan tehdyistä investoinneista, on vertailumaissa finanssikriisin jälkeen kasvanut, mutta Suomessa polkenut paikallaan ja on työllistä kohti nyt suunnilleen sama kuin Belgiassa (kuvio 9).

Kuvio 9.

Teknistä kehitystä tukevat investoinnit kehittyneet Suomessa heikosti



Suomen tuottavuus vertailuryhmän heikompia

Koska sekä työvoimapotentiali että pääomakanta kehittyvät Suomessa heikosti, talouden koheneminen näyttää parin seuraavan vuosikymmenen ajan olevan lähes täysin kokonaistuottavuuden kasvun varassa.^[8] Kokonaistuottavuus on kuitenkin kehittynyt viime vuosina heikosti sekä Suomessa että EU-maissa yleisesti, eikä sen odoteta kiihtyvän nopeasti. Esimerkiksi Euroopan komissio arvioi kokonaistuottavuuden kasvavan vuosina 2013–2060 keskimäärin ainoastaan 0,8 % EU-maissa ja 0,7 % Suomessa.^[9]

Jos tuottavuutta mitataan karkeasti arvonlisällä työllistä kohti, Suomi on koko 2000-luvun ajan kuulunut vertailujoukon häntäpäähän yhdessä Itävallan ja Alankomaiden kanssa (kuvio 10). Vuosituhannen vaihteen jälkeen aina finanssikriisiin asti Suomi silti kuroi Ruotsin kannoilla umpeen Belgian, Tanskan ja Irlannin etumatkaa. Taantuman myötä tuottavuus Suomessa heikkeni jyrkästi, kun tuotanto varsinkin teollisuudessa supistui selvästi työllisyyttä nopeammin.

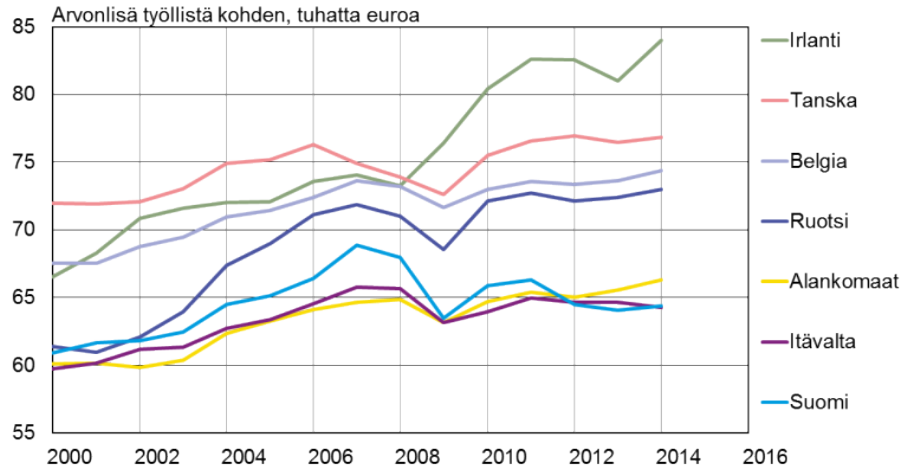
8. Kokonaistuottavuudella tarkoitetaan sitä osaa työn tuottavuuden kasvusta, joka ei suoraan ole seurausta tuotantopanosten, kuten työvoiman ja pääoman, lisäyksestä vaan niiden tehokkaammasta käytöstä.

9. Euroopan komissio (2015) The 2015 Ageing Report. European Economy 3/2015.

Sen jälkeen kun BKT vuonna 2009 putosi jyrkästi, Suomen heikkoa tuottavuuskehitystä selittävät talouden rakennemuutos ja teollisuuden suuren tuottavuuskasvun työpaikkojen korvautuminen vähäisen tuottavuuskasvun työpaikoilla etenkin julkisissa palveluissa. Kuitenkin myös useiden yksittäisten toimialojen sisäinen tuottavuuskehitys on ollut Suomessa vertailumaiden häntäpäätä.

Kuvio 10.

Työn tuottavuus kehittynyt Suomessa heikommin kuin vertailumaissa



Lähde: Eurostat.
18.3.2016
eurojatalous.fi

Talouden rakenteissa sekä heikkouksia että vahvuuksia

World Economic Forum (WEF) kilpailukykyindikaattorit kuvaavat tärkeimpiä kasvunäkymiin vaikuttavia tekijöitä taloudessa. Suomi on sijoittunut indikaattorissa pitkään kärkisijoille, ja vuoden 2015 indikaattorin mukaan Suomen sijoitus oli kahdeksas. Vertailumaista vain Alankomaat sijoittui paremmin, ja kaikki vertailumaat sijoittuivat indikaattorissa erittäin hyvin 24 parhaan talouden joukkoon. Suomella on useita kilpailukykyä tukevia vahvuuksia, joissa se on vertailumaiden ja maailman paras.

Taulukko.

Suomen kilpailukykyindikaattoreissa sekä vahvuuksia että heikkouksia

Suomen vahvuudet			Suomen heikkoudet		
	Suomen sijoitus indeksissä	Suomen sijoitus vertailumaiden joukossa		Suomen sijoitus indeksissä	Suomen sijoitus vertailumaiden joukossa
Insituutiot	1.	1.	Markkinoiden koko	59	7
Terveys ja peruskoulutus	1.	1.	Työmarkkinoiden tehokkuus	26	5
Koulutus	2.	1.	Hyödykemarkkinoiden tehokkuus	21	6
Innovaatio	2.	1.	Yritystoiminnan kehittyneisyys	14	6
Rahoitus	6.	1.			

Lähde: World Economic Forum.

WEF-raportissa tuodaan kuitenkin esiin myös lukuisia ennestäänkin tunnettuja Suomen heikkouksia (taulukko). Suomen talous on sulkeutunut, kilpailu hyödykemarkkinoilla heikkoa ja työmarkkinoiden toimivuutta olisi varaa parantaa. Mielenkiintoisempi havainto on, että vertailumaiden rikkaimpien talouksien kilpailuedut löytyvät osaksi juuri näistä tekijöistä.

Suomessa selvä heikkous on kilpailun puute. Vertailumaiden parhaimmisto sijoittuu kilpailumittareissa 10 maailman parhaan talouden joukkoon, kun Suomen sijoitus esimerkiksi kilpailun kovuudessa ja paikallisten alihankkijoiden määrässä on lähellä 90:tä. Lisäksi Suomessa on muita enemmän vahvoja markkina-asemia pitäviä yrityksiä.

Myös Irlanti ja Alankomaat ovat Suomea avoimempia talouksia. Niissä on paljon ulkomaista omistajuutta, suoria sijoituksia, ja ne houkuttelevat kansainvälisiä osaajia. Näissä kaikissa osatekijöissä Suomi sijoittuu sijan 50 huonommalle puolelle kaikkiaan tarkastellun 140 talouden joukossa. Toimivat työmarkkinat ovat Tanskan vahvuus, kun taas Ruotsi pärjää hyvin tuotantoketjun laajuudessa.

Työmarkkinoiden toimivuuden näkökulmasta Suomi on vertailumaiden keskitasoa, kun taas Belgia ja Itävalta sijoittuvat työmarkkinoiden toimivuudessa huomattavasti Suomea heikommin. Suhteellisesti Suomen työmarkkinoiden ongelmat ovat indikaattorin mukaan palkkajoustavuudessa (vertailuryhmän huonoin) sekä yhteistyössä työntekijöiden ja työnantajien kesken (Belgian jälkeen heikointa).

Hyödykemarkkinoiden heikkoon toimivuuteen Suomessa vaikuttaa osaltaan suomalaisten vähäinen halukkuus ryhtyä yrittäjiksi. Global Entrepreneurship Monitorin kyselyssä suomalaisista vain noin kolmannes pitää yrittäjyyttä varteenotettavana uravaihtoehtona. Tämä näkyy myös vertailumaita vähäisempänä alkuvaiheen yrittäjyytenä. Alankomaissa ja Irlannissa yrittäjyys on suositumpaa kuin muissa talouksissa. Kyselyssä näkyvät myös suomalaisten yrittäjien vähäiset vientiaikeet ja kasvuodotukset, jotka ovat osaltaan linjassa Suomen suhteellisen sulkeutuneisuuden ja kilpailun vähäisyyden kanssa.

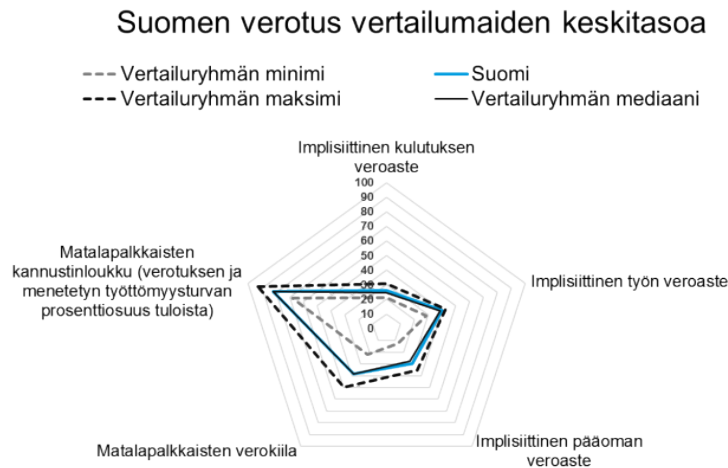
Verotus tasaisen kireää useassa vertailumaassa

Suomen verotus on kireydeltään lähellä vertailuryhmän mediaania niin kulutuksen, pääoman kuin työn verotuksen osalta (kuvio 11). Ero Suomen ja vertailuryhmän alhaisimman veroasteen välillä on merkittävin pääomaverotuksessa. Pääoman verotus on kevyttä erityisesti Alankomaissa ja Irlannissa, jossa pääoman implisiittinen veroaste on noin 13 %, kun esimerkiksi Ruotsissa ja Suomessa se on noin 30 % ja Belgiassa vieläkin korkeampi. Kulutusta verotetaan voimakkaasti kaikissa Pohjoismaissa, ja työn verotus on melko voimakasta Suomen lisäksi Belgiassa, Itävallassa, Alankomaissa ja Ruotsissa.

Työn verotuksen osalta myös pienipalkkaisten työntekijöiden kannustinloukkujen ja verokiilan suuruudella on merkitystä työn tarjonnan kannalta. Suomessa verokiila on vertailumaiden keskitasoa yhdessä Tanskan kanssa (kuvio 11) ja jonkin verran kapeampi kuin esimerkiksi Ruotsissa ja Itävallassa, joissa molemmissa työllisyysaste on korkeampi kuin Suomessa. Sen sijaan Irlannissa pienipalkkaisten verokiila on noin 15 prosenttiyksikköä kapeampi kuin Suomessa.

Matalapalkka-alojen kannustinloukut (määritetty 67 % mediaanista tienaavien työttömyysturvan osuutena nettopalkasta) ovat Suomessa keskitasoa (noin 80 %), kuten myös Alankomaissa. Kannustinloukut ovat noin 10 prosenttiyksikköä pienemmät Irlannissa, Itävallassa ja Ruotsissa. Sen sijaan Belgiassa matalapalkka-alojen kannustinloukku (93 %) ja verokiila (50 %) ovat erittäin huomattavat, mikä saattaa osittain selittää Belgian alhaista työllisyysastetta.

Kuvio 11.



Lähde: Eurostat.
18.3.2016
eurojatalous.fi

Suomella suuri haaste kuroa muiden etumatka umpeen

Suomen talouden vertailumaita heikompaa kehitystä vuoden 2007 jälkeen selittävät suurelta osin metsä- ja ICT-teollisuuden vaikeudet, jotka kärjistyivät samaan aikaan, kun kansainvälinen suhdannetilanne heikkeni.

Pienet kotimarkkinat, hyödykemarkkinoiden heikko kilpailu ja työmarkkinoiden ongelmat ovat hidastaneet Suomen tuotantorakenteen uusiutumista. Myös vientiteollisuuden kustannuskilpailukyvyyn heikkeneminen taantumana alkuvuosina on jarruttanut uusien työpaikkojen syntymistä suuren tuottavuuden toimialoille.

Vielä ennen taantumaa Suomi kuroi umpeen Euroopan vauraimpien pienten talouksien etumatkaa mutta on nyt jäämässä yhä enemmän jälkeen. Väestön ikääntyminen, investointien vähäisyys ja pitkään paikallaan junnannut tuottavuuskehitys voivat rajoittaa kasvupotentiaalia Suomessa voimakkaammin kuin kilpailijamaissa myös lähivuosina. Suomen perinteisiä vahvuuksia ovat toimivat instituutiot ja koulutettu väestö, mutta pelkästään niiden avulla kaikkein kehittyneimpien talouksien etumatkaa on vaikea kuroa umpeen.

Avainsanat

- bruttokansantuote
- EU
- kulutus
- pääomakanta
- talouden rakenteet
- tuottavuus
- työllisyys

Kirjoittajat



Petri Mäki-Fränki
Vanhempi ekonomisti
etunimi.sukunimi(at)bof.fi



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

Euroalueen pankkisektori kerännyt voimia

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2016 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Maailmantalouden kasvuhuolet eivät yksinään lisänneet markkinoiden epävarmuutta pankkien tilasta vuoden 2016 alkupuolella. Epävarmuutta aiheuttivat lisäksi erityisesti huolet pankkien järjestämättömien lainojen määrästä ja kannattavuuden heikkenemisestä matalien korkojen ja vaimean kasvun ympäristössä. Euroopassa pankkisektorin tila paranee silti vähitellen, vaikka maakohtaisia eroja onkin paljon. Positiivisesta kehityksestä huolimatta pankit ovat kuitenkin edelleen haavoittuvaisia heikentyvän toimintaympäristön suhteen.

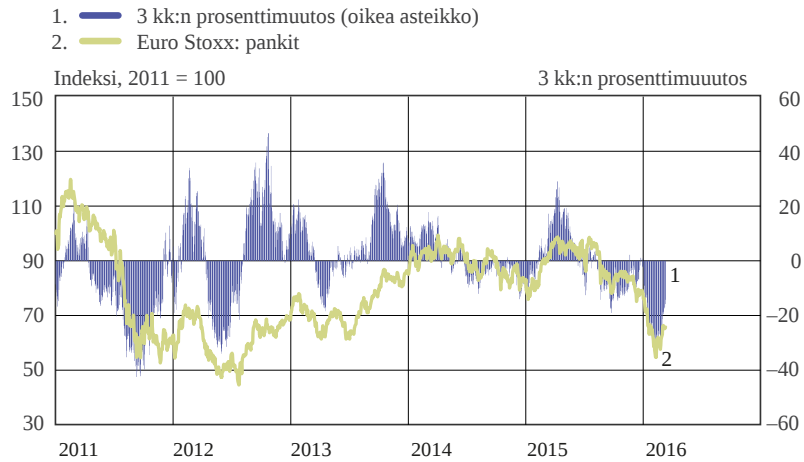


Markkinoiden epävakaus on kuvastanut huolia, joita maailmantalouden kasvunäkymät ovat herättäneet. Markkinaheiluntaa ovat voimistaneet energiasektorin luottoriskien kasvu, hintaliikkeitä vahvistava heikko markkinalikviditeetti sekä epävarmuus siitä, kyetäänkö raha- ja talouspoliittisin toimin tukemaan talouskasvua.

Tammikuun 2016 lopulla pankkiosakkeiden kurseissa nähtiin suuria laskuja kansainvälisesti. Epäluottamusta pankkien tilaa kohtaan lisäsivät huolet Euroopan pankkien järjestämättömien lainojen määrästä samoin kuin pankkien kannattavuusnäkymistä. Markkinoiden tunnelmaa heikensivät lisäksi muutamien suurten pankkien negatiivisesti yllättäneet tulosjulkistukset. Markkinastressin lisääntyminen kasvatti epäilyjä siitä, kuinka hyvä riskiensietokyky markkinaolosuhteista riippuvaisilla investointipankeilla on heikentyneissä markkinaolosuhteissa.

Kuvio.

Alkuvuoden markkinaturbulenssi iski pankkiosakkeisiin



Lähde: Bloomberg.

17.3.2016

eurojatalous.fi

Vaikka markkinoiden huoliin löytyy monia selittäviä tekijöitä, euroalueen pankkisektori on viime vuosina vahvistunut ja parantanut sietokykyään olosuhteiden heikkenemisen varalta. Pankkien kannattavuus ja vakavaraisuus ovat keskimäärin parantuneet ja likviditeettiasemaa on kohennettu. Euroopan pankkien tila pysyy kuitenkin haastavana, sillä keskimääräiset luvut peittävät alleen vaihtelun eri maiden ja eri pankkien välillä. Ongelmia on edelleen etenkin velkakriisistä eniten kärsineissä maissa, joissa pankkien kannattavuutta heikentävät järjestämättömien lainojen ja luottotappioiden suuret määrät.

Suuri määrä järjestämättömiä lainoja rasittaa pankkeja monin tavoin (ks. [Kotimainen kysyntä euroalueen kasvun moottorina -artikkelin kuvio 6](#)). Järjestämättömät lainat heikentävät pankkien kannattavuutta, koska pankit joutuvat varautumaan tuleviin tappioihin tekemällä varauksia. Taseessa olevat järjestämättömät saamiset eivät myöskään kerrytä pankille tuottoa. Lisäksi se osuus järjestämättömistä saamisista, jota ei ole katettu varauksilla, sitoo pääomia, koska ongelmalainoilla on suuremmat riskipainot. Tämä sitoutunut pääoma ei ole käytettävissä uusien luottojen myöntämiseen, ja siten pankkien kyky reaalitalouden luottotukseen on heikentynyt.

Pankkien järjestämättömien saamisten ongelmaa on pyritty ratkaisemaan useilla keinoilla. Mitään yksittäistä ratkaisua ei ole olemassa, vaan toimenpiteiden on oltava laaja-alaisia. Lisäksi järjestelyissä täytyy ottaa huomioon uuden kriisiratkaisulainsäädännön ja valtionavun rajoitteet.

Nykyinen toimintaympäristö luo myös haasteita pankkien kannattavuusnäkömiin, sillä lainakannan vaimea kasvu ja alhainen korkotaso rasittavat korkokatetta. Euroopan

keskuspankin toimet ovat tukeneet korkokatetta pankkien markkinavarainhankinnan kustannuksien pienenemisen kautta. Keskuspankin toimet ovat tuoneet myös arvostusvoittoja pankkien arvopaperisijoituksista. Kannattavuusnäkymiä parantavat osaltaan Euroopan taloustilanteen asteittainen elpyminen, pankkien kustannusten karsiminen sekä toimintojen järkevöittäminen ja riskillisten tase-erien supistaminen.

Pankkisektorin tilan ja reaalitalouden välinen kytkös on voimakas. Reaalitalouden heikentyminen rasittaisi pankkisektorin toimintakykyä, kun luottotappiot alkaisivat uudelleen kasvaa ja pankkisektori heikko kunto vaikeuttaisi reaalitalouden elpymistä. Toisaalta vain hyväkuntoinen pankkisektori kykenee välittämään rahoitusta häiriöittä reaalitalouden tarpeisiin. Päätäväiset toimet edesauttavat tämän tilan saavuttamisessa.

Avainsanat

- [markkinaturbulenssi](#)
- [euroalue](#)
- [pankkisektori](#)

Miksi maailmankauppa on hidastunut?

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2016 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Maailmankauppa kasvoi vuosikymmeniä huomattavasti nopeammin kuin maailman bruttokansantuote. Viime vuosina kansainvälisen kaupan kasvu on hidastunut tuotannon kasvuvauhdin mukaiseksi. Onko globalisaation kiivain vaihe jo historiaa? Vaikuttaa siltä, että 2010-luvun jälkipuoliskolla kyse on ollut valtaosin pysyvistä rakenteellisista tekijöistä ja vain vähäisessä määrin ohimenevistä suhdannetekijöistä. Ennusteiden perusteella maailmankaupan kasvu suhteessa maailman BKT:hen ei näyttäisi lähivuosina merkittävästi nopeutuvan.



Maailmankaupan kasvu suhteessa maailman bruttokansantuotteen kasvuun on ollut heikkoa jo liki 10 vuotta, mutta erityisesti vuoden 2010 jälkeen kauppa on kasvanut vaimeasti. Onko kyseessä ohimenevä ilmiö? Maailmankaupan hidastuminen liittyy osin suhdanneluonteisiin, osin rakenteellisiin ja osin muihin tekijöihin.

Suhdanneluonteisiksi tekijöiksi voidaan katsoa mm. EU-alueen sisäisen kaupan hiipuminen, Kiinan kasvun hidastuminen, kehittyneiden maiden investointiaktiivisuuden vaimeus ja raaka-aineiden hintojen alhaisuus. Rakenteellisiin tekijöihin voidaan lukea mm. se, että Kiinan sekä Itä- ja Keski-Euroopan maiden integraation kiihkein vaihe on jäänyt taakse, tuotannon hajauttamisen nopein kasvuvaihe on ohitettu, digitalisaation kasvu ja lisäksi eri maiden hallitusten toimet kotimaisen tuotannon turvaamiseksi ovat lisääntyneet.

Miksi kaupan kasvu on toivottavaa?

Maailmankaupan ja maailman bruttokansantuotteen suhdetta voidaan pitää tuotannon erikoistumisen mittana: mitä enemmän kauppaa on suhteessa tuotantoon, sitä enemmän on työnjakoa ja spesialisoitumista. Työnjako ja tuotannon erikoistuminen ovat toivottavia, koska ne tehostavat taitotiedon leviämistä, johtavat suhteellisen edun

periaatteen mukaisesti resurssien tehokkaaseen käyttöön ja näin myös voimakkaampaan talouden ja hyvinvoinnin kasvuun.

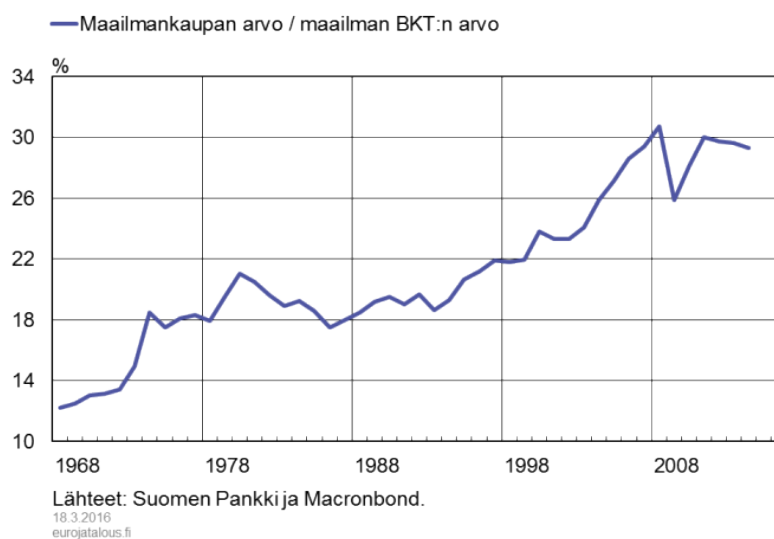
Suomessa mm. elektroniikka- ja metsäteollisuuden kukoistus 1990-luvulla ei olisi ollut mahdollista ilman vilkasta kansainvälistä kauppaa. Kaupan kasvu on myös lisännyt eri maiden välistä tasa-arvoa, sillä sen kautta köyhyys on kehittyvissä maissa vähentynyt, keskimääräiset tulot asukasta kohti ovat kasvaneet ja taitotieto on parantunut. Lisäksi lyhyemmän ajan talouskehityksen näkökulmasta maailmankaupan bruttokansantuotetta nopeampi kasvu tukee erityisesti pienten avoimien maiden työllisyyden ja tulojen kohenemista.

Kasvun vuosikymmenet

Maailmankauppa kasvoi erityisen voimakkaasti vuosien 1986 ja 2007 välisenä aikana. Tällöin maailmantalouteen vaikutti kaksi geopolittista ja yksi taloudellinen kehityskulku: 1) Itä- ja Keski-Euroopan maiden integroituminen Länsi-Eurooppaan, 2) Kiinan integroituminen maailmantalouteen ja 3) talouden tuotannon hajauttaminen eli arvoketjujen nopea laajentuminen. Näiden tekijöiden ansiosta maailmankauppa kasvoi huomattavasti enemmän kuin maailman bruttokansantuote. Vuonna 2007 alkaneen finanssikriisin jälkeen maailmankaupan kasvu on kuitenkin ollut hidasta (kuvio 1).

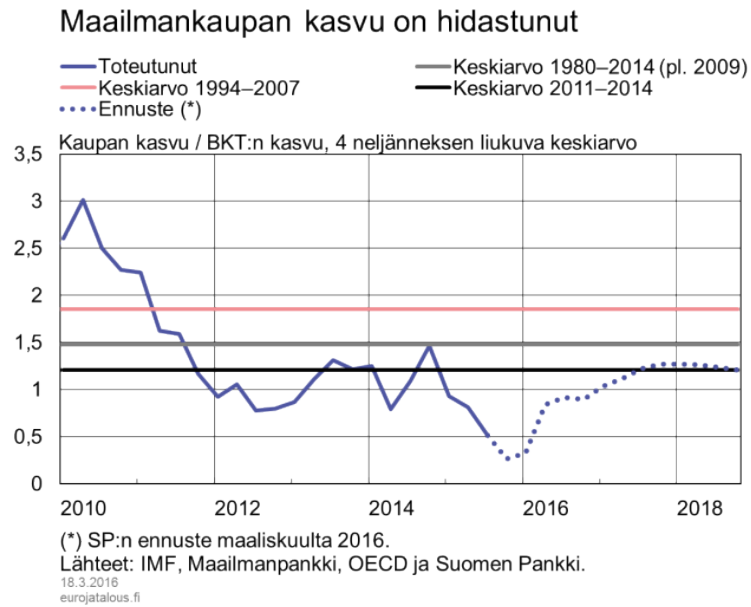
Kuvio 1.

Maailmankaupan ja BKT:n kehitys vuosina 1968–2014



Maailmankauppa kasvoi vuosina 1980–2007 keskimäärin noin kaksi kertaa nopeammin kuin maailman bruttokansantuote. Vuosina 2011–2014 kaupan kasvu oli vain hieman BKT:n kasvua nopeampaa, ja viime aikoina kauppa on kehittynyt samaa vauhtia BKT:n kanssa. Maailmankaupan kasvun hidastumisen taustalla on osin väliaikaisia suhdannetekijöitä mutta myös pysyvämpiä rakenteellisia tekijöitä.

Kuvio 2.



Ohimenevät suhdannetekijät

Vuosien 2007–2008 finanssikriisin jälkeen kulutus ja investoinnit ovat kehittyneissä maissa kohentuneet heikosti. Velkaantuneisuuden purkaminen on rasittanut kotitalouksien ostovoimaa, ja taseiden parantaminen on heikentänyt yritysten investointihalukkuutta erityisesti Euroopassa. Toisaalta kehittyvien maiden, erityisesti Kiinan, kasvuvauhdin hiipuminen on osaltaan hidastanut maailmankaupan kohenemista.

Kansainvälisten järjestöjen ennusteiden valossa kehittyneiden maiden kulutus- ja investointiaktiivisuus on lähivuosina aiempaa vilkkaampaa. Tämä tukee maailmankaupan kasvua lähivuosina, mutta kaupan koheneminen jää siitä huolimatta huomattavasti vaimeammaksi kuin vuosina 1980–2007, sillä kaupan kasvun taustalla on joukko pysyviä rakenteellisia tekijöitä (kuvio 2).

Pysyvät rakennetekijät

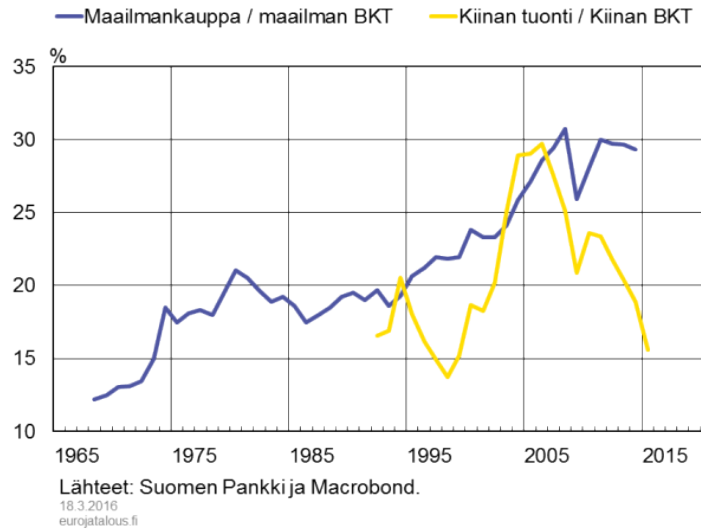
Teollisuustuotteiden osuus maailmankaupasta on supistumassa ja palveluiden osuus suurenemassa. Teollisuustuotteiden, investointitavaroiden ja kestokulutustavaroiden valmistus on osin arvoketjujen laajentumisen ansiosta hyvin kauppaintensiivistä, kun taas palveluiden tuottaminen on vähemmän kauppaintensiivistä. Kun kysynnän kasvu suuntautuu enemmän palveluihin, maailmankauppa suhteessa bruttokansantuotteeseen ei lisääntynyt aiemmin koetulla voimalla.

Toinen ja merkittävin pysyvä rakenteellinen tekijä on Itä- ja Keski-Euroopan maiden, ja lisäksi aivan erityisesti Kiinan, integraatioprosessin kypsyminen. Kiinan kasvumallin muuttuminen viennistä kotimaiseen kysyntään merkitsee maan tuontialttiuden vähenemistä. Vuonna 2006 tuonnin osuus Kiinan BKT:stä oli noin 30 %, mutta vuonna

2015 osuus on puolittunut noin 15 prosenttiin. Tämä on suurin yksittäinen tekijä siinä, että maailmankaupan kasvuvauhti on lähentynyt maailman BKT:n kasvua (kuvio 3).

Kuvio 3.

Kiinan tuonnin osuus pienentynyt huomattavasti



Kolmas, pysyvämpi rakenteellinen tekijä liittyy siihen, että tuotannon arvoketjujen laajentumisvauhti on hidastunut. Tätä osin tukeva neljäs tekijä on kotimaista tuotantoa ja työllisyyttä edistämään pyrkivä talouspolitiikka sekä viidentenä digitalisaatio. Vaikka näistä ei ole saatavissa luotettavaa tilastotietoa, verohelpotukset ja muut tuet kotimaiselle tuotannolle ovat kuitenkin monessa maassa yleisesti käytettyjä talouspolitiikan keinoja, ja digitalisaatio on kiistatonta.

Onko kaupan hidastuminen tilapäistä?

Kansainvälisten järjestöjen ennusteiden perusteella näyttää siltä, että kansainvälisen kaupan vuosina 1986–2007 koettua hitaampi kasvu ei ole ohimenevä ilmiö, vaikka maailmankaupan kasvun voimakkain hidastumisvaihe onkin jo ohitettu.

Suhdanne-tila kohenee kehittyneiden maiden kotimaisen kysynnän – kulutuksen ja investointien – ennustetun ripeytymisen ansiosta. Kaupan kasvun hidastumisen taustalla olevat rakenteelliset tekijät eivät kuitenkaan vaikuta olevan poistumassa. Kiinan kasvumallin muutos on pysyvä. Kaupan merkittävämpi lisääntyminen edellyttäisi mm. Intian ja Afrikan maiden voimakasta kasvua ja niiden integroitumista maailmantalouteen Kiinan tavoin.

Avainsanat

- maailmankauppa
- bruttokansantuote
- globalisaatio

Velkaantuminen lisää riskejä Kiinassa

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2016 • TALOUDEN NÄKYMÄT • JUUSO KAARESVIRTA

- Juuso Kaaresvirta
Ekonomisti

Kiinan julkisen ja yksityisen velan kokonaismäärä on lisääntynyt nopeasti finanssikriisin jälkeen. Maan bruttokansantuotteeseen suhteutettu velka onkin kasvanut monien kehittyneiden talouksien kokoluokkaan. Monissa maissa nopea velan kasvu on johtanut ongelmiin rahoitussektorilla ja talouskasvun selvään hidastumiseen. Kestävä taloudenpito Kiinassa edellyttäisi velkaantumisen hidastumista. Tästä ei toistaiseksi ole viitteitä. Velkaantumisen hidastuminen edellyttäisi, että Kiina olisi valmis tinkimään kasvutavoitteistaan.



Kiina elvytti voimakkaasti velkarahalla

Kiinan talous on kasvanut voimakkaasti jo yli 30 vuotta. Suuri osa talouskasvusta on syntynyt investointien lisäämisestä: yritykset ovat modernisoineet tuotantoaan ja voimakas kaupungistuminen ja integroituminen maailmantalouteen ovat vaatineet mittavia rakennus- ja infrastruktuuri-investointeja. Hankkeiden rahoituksen keskiössä on perinteisesti ollut valtion pääosin omistama pankkisektori, jonka toimintaa valtio on ohjannut tiukalla sääntelyllä. Pankkien on ollut helppo saada rahoitusta, kun kiinalaisten rajalliset sijoitusmahdollisuudet ovat pitäneet pankkitalletukset suosittuina, vaikka talletuksille on usein maksettu varsin matalaa korkoa. Investointivetoista kasvua on näin ollut helppo rahoittaa.

Aasian talouskriisin jälkeen Kiinan pankkisektori oli suurissa ongelmissa hoitamattomien saamisten takia, mikä johti pankkien laajaan pääomitukseen. Viranomaiset olivat tämän jälkeen tarkkoja lainanannon kasvun suhteen. Pankkien lainakiintiöistä pidettiin tiukasti kiinni, ja vuosina 1998–2008 velkaantuminen kasvoi

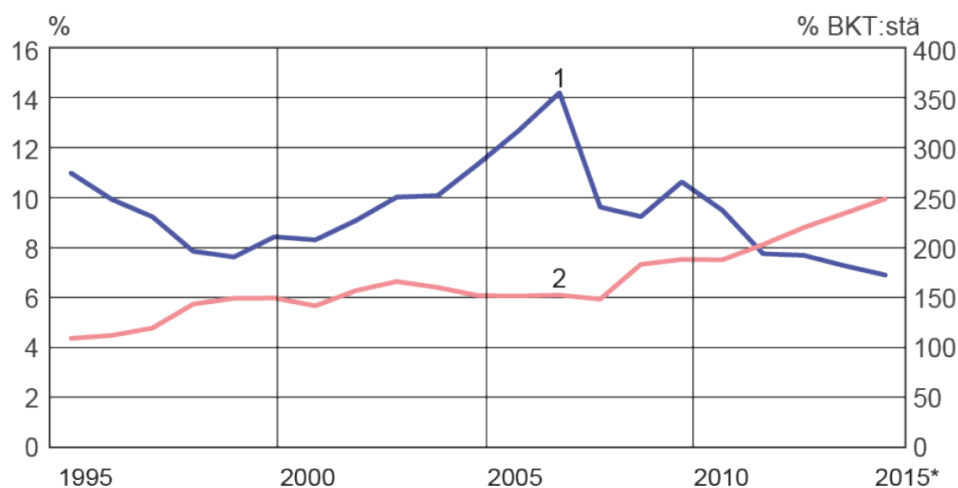
koko lailla samaa vauhtia talouden kanssa. Velka suhteessa BKT:hen pysytteli 150 prosentissa.^[1]

Kansainvälisen finanssikriisin puhjettua vuonna 2008 Kiina pelkäsi talouskasvunsa hidastuvan nopeasti. Maan johto päätti elvyttää taloutta voimakkaasti niin kuin monessa muussakin maassa tehtiin. Mittava kaksivuotinen 4 000 mrd. juanin (yli 430 mrd. euroa, 12 % BKT:stä) elvytys suunnattiin etenkin investointeihin. Pankkien lainanantorajoituksia höllennettiin. Valtio-omisteinen pankkisektori ja muut julkishallintotautaiset toimijat vastasivat päättäjien elvytyskäskyyn innokkaasti. Vuonna 2009 käynnistettiin valtava määrä uusia investointihankkeita, ja lainakanta kasvoi vuoden aikana 30 prosenttiyksikköä eli 180 prosenttiin BKT:stä (kuvio 1). Toimien avulla talouskasvu pystyttiin pitämään vahvana, ja BKT kasvoi yli 9 % vuonna 2009. Velkakannan muutoksella mitattuna tosiallinen elvytys oli yli kaksi kertaa virallista elvytysohjelmaa suurempi ja toteutui yhden vuoden aikana kahden vuoden sijasta. Elvytys oli siis mihin tahansa muuhun maahan verrattuna poikkeuksellisen suurta.

Kuvio 1.

Kiinan velka suhteessa BKT:hen kasvanut voimakkaasti finanssikriisin jälkeen

1. BKT:n reaalin kasvu (vasen asteikko)
2. Velka/BKT (oikea asteikko)



* Vuoden 2015 velka on arvio.

Lähteet: BIS, Kiinan tilastovirasto ja BOFIT.

19.2.2016

eurojatalous.fi

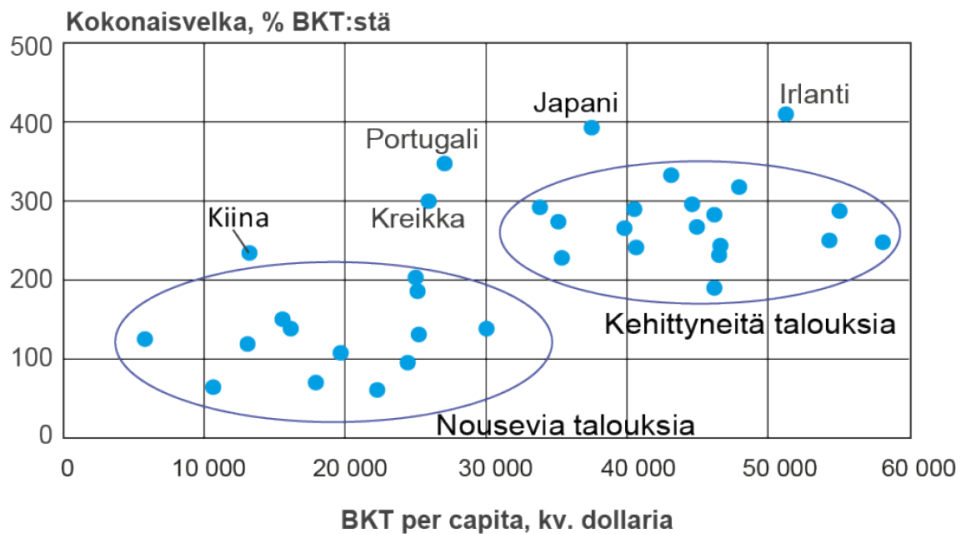
Kiinan lainakanta suhteessa BKT:hen alkoi kasvaa uudelleen vuonna 2012, kun pankkien lainoituksen suora sääntely vapautettiin entisestään. Viranomaiset eivät myöskään ole pyrkineet hidastamaan lainakannan suurenemista, jotta talouskasvu pysyisi hallituksen

1. Kokonaisvelan tarkastelussa tässä artikkelissa käytetään BIS:n velkatilastoja, jotka ovat vertailukelpoisia muiden maiden tilastoihin. Muita lähteitä käyttämällä velkatasosta saa hieman erilaisia lukemia, mutta kokoluokka on suurin piirtein sama. Kokonaisvelka käsittää julkisen sektorin, yritysten ja kotitalouksien kotimaisen ja ulkomaisen velan, mutta ei sisällä rahoitussektorin velkoja.

asettamien tavoitteiden mukaisena ja jotta kasvu ei hidastuisi liian nopeasti. Arvioiden mukaan velkaa oli vuoden 2015 lopulla noin 250 % BKT:stä, ja kiinalaistilastot osoittavat luototuksen kasvun jatkuneen nopeana myös tammikuussa 2016. Finanssikriisin jälkeen velka on kasvanut yhteensä noin 100 prosenttiyksikön verran suhteessa BKT:hen. Muihin maihin verrattuna Kiinan velan määrä on huomattavan suuri. Se on samaa luokkaa kuin monien kehittyneiden talouksien ja selvästi enemmän kuin muiden nousevien talouksien velka (kuvio 2).

Kuvio 2.

Kiinalla paljon velkaa verrattuna muihin nouseviin talouksiin



Ostovoimapariteettikorjattu BKT per capita ja kokonaisvelka suhteessa BKT:hen vuonna 2014.

Lähteet: IMF ja BIS.

19.2.2016

eurojalous.fi

Yksityisen sektorin ja valtion velat sekoittuvat

Kiinan velan määrän mittaamiseen liittyy monenlaisia ongelmia. Yksi suurimmista vaikeuksista koskee julkisen velan arviointia, sillä osa julkisen sektorin toimintaa tilastoituu yksityisen sektorin toiminnaksi. Ongelman juuret juontavat pitkälti elvytystoimiin.

Vuoden 2008 lopulla elvytyspolitiikan toimeenpano kaatui pitkälti paikallishallintojen vastuulle. Paikallishallinnolla oli kuitenkin ongelmana, mistä saadaan nopeasti varoja hankkeiden toteuttamiseksi. Paikallishallintojen mahdollisuudet lisätä verotuloja ovat rajalliset, ja toisaalta verotusmuutosten tuomat lisävarat ovat käytettävissä vasta jonkin ajan kuluttua. Lisäksi paikallishallinnot eivät saaneet velkaantua, vaan budjettien piti olla lakien mukaan tasapainossa. Ongelma oli kuitenkin tuttu paikallis päättäjille, ja siihen oli keksitty ratkaisu jo kauan sitten. Budjetin – ja siis julkisen sektorin – ulkopuolelle perustettiin yhtiöitä, jotka järjestivät hankkeiden rahoituksen hakemalla pankista lainaa. Elvytyksen aikana tällaisten budjetin ulkopuolisten julkisten hankkeiden

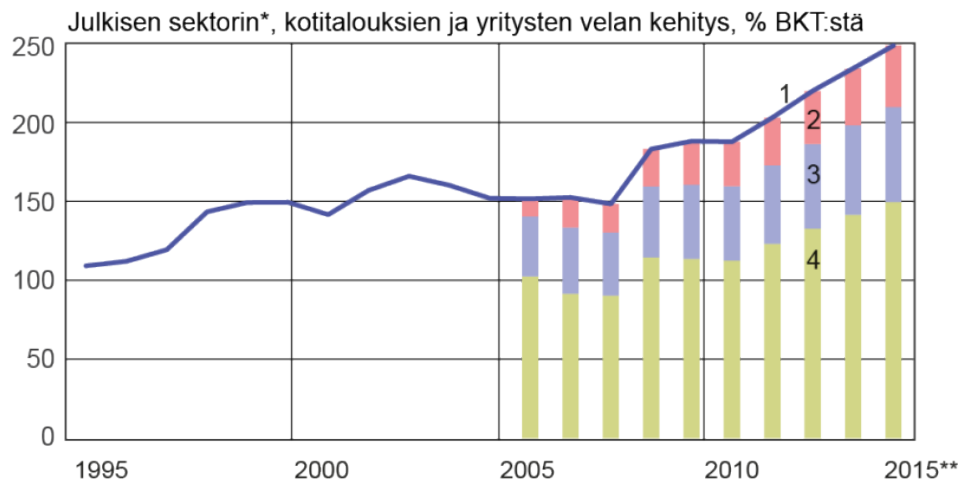
ja niille myönnettyjen lainojen määrät kasvoivat räjähdysmäisesti. Tosiasiallinen julkinen elvytys siirrettiin siis julkisen budjetin ulkopuolelle.

Ennen vuotta 2009 Kiinan julkisen velan yleisesti arvioitiin olevan 20 % BKT:stä, joten kansainvälisesti verrattua velkaa oli vähän. Arvio sisälsi kuitenkin vain keskushallinnon velan, ei siis paikallishallinnon vastuita. Nykyisten tilastojen mukaan julkinen velka on noin 43 % BKT:stä, ja puolet velasta on keskushallinnon ja toinen puoli paikallishallinnon. Lisäksi IMF arvioi paikallishallinnon budjetin ulkopuolisten vastuiden olevan noin 20 % BKT:stä ja koko julkisen velan yhteensä noin 60 % BKT:stä (kuvio 3). Huomattavasti suurempiakin arvioita on esitetty.

Kuvio 3.

Kiinan velka kasvaa nopeasti kaikilla sektoreilla

1. — Kokonaisvelka
2. — Kotitalouksien velka
3. — Julkinen velka
4. — Yritysten velka (pl. rahoitussektorin sisäiset velat)



* IMF:n arvio, jossa otetaan huomioon paikallishallinnon budjetin ulkopuoliset vastuut.

** Vuoden 2015 velka on arvio.

Lähteet: BIS, IMF ja BOFIT.

19.2.2016

eurojatalous.fi

Vuoden 2011 lopulla Kiinassa tehtiin julkisen sektorin rahoitukseen liittyvä kokeilu, jossa muutamat kaupungit saivat laskea liikkeeseen joukkovelkakirjoja. Kokeilua on sittemmin laajennettu, ja paikallishallinnot ovat maksaneet joukkovelkakirjoilla keräämillään varoilla jonkin verran pois budjetin ulkopuolisia pankkilainoja. Näin osa julkisista vastuista on siirtynyt takaisin yritysten velasta julkiseksi velaksi.

Koska julkinen hallinto toimii laajasti yrityssektorilla, varsinaista yritysten velkaantumista on vaikea arvioida. Kun jätetään paikallishallintojen vastuut pois yritysten velasta, yrityksille on kertynyt velkaa noin 150 % BKT:stä. Velkaa on kasautunut merkittävästi etenkin kiinteistö- ja rakennussektorin yrityksille. IMF:n arvioiden mukaan velkaantuminen on sektorien sisällä melko keskittynyttä tiettyihin

yrittäjiin, jotka ovat yleensä valtion tai paikallishallintojen omistamia. Minkä tahansa muun maan tilanteeseen verrattuna kiinalaisyrittäjillä on hyvin paljon velkaa. Suurissa ja keskisuurissa nousevissa talouksissa velkasuhde on BIS:n mukaan tyypillisesti noin 50 % BKT:stä.

Säästävällisillä kiinalaiskotitalouksilla on perinteisesti ollut niukasti velkaa. Kulutusluotot ovat kuitenkin yleistyneet huomattavasti, ja niiden kanta on viime vuosina kasvanut kymmeniä prosentteja vuosittain. Myös asuntolainat ovat yleistyneet, kun asuntojen hinnat ovat nousseet ja asunnon ostoa lainarahalla on helpotettu. Kiinalaiset maksavat kuitenkin edelleen suuren osan asunnon hinnasta käteisellä. Viranomaisvaatimusten mukaan ensiasunnon ostajan käsiraha on vähintään 20 % asunnon hinnasta ja muiden 30 % hinnasta. Ei ole kovinkaan tavatonta, että asunnon hinta maksetaan kokonaan käteisellä.

Kiinan pääomarajoitusten vapauttaminen on lisännyt velanottoa ulkomailta. Ulkoista velkaa on kuitenkin edelleen suhteellisen vähän. Kiinan valuuttaviranomaisen (SAFE) mukaan velkaa oli syyskuun 2015 lopussa runsaat 1 500 mrd. dollaria eli 14 % BKT:stä.^[2] Määrästä lähes puolet (46 %) oli rahoitussektorin velkaa. Julkisen velan osuus oli noin 10 % ja muiden sektorien velan osuus noin kolmannes. Hieman yli 10 % oli yritysten sisäistä luototusta. Vuoden 2015 aikana juanin kurssin heikkeneminen ja odotukset heikkenemisen jatkumisesta saivat toimijat vähentämään ulkomaisen velan määrää yli sadalla miljardilla dollarilla. Kiinan valuuttaviranomaisen mukaan vuoden 2014 lopussa ulkomaisesta velasta noin puolet oli juanmääräistä. Toisesta puolikkaasta suuri osa on dollarimääräistä velkaa.

Yhä suurempi osa rahoituksesta varjopankkisektorilta

Kiinassa yksityisten yritysten on usein ollut selvästi vaikeampi saada pankkilainaa kuin valtionyritysten. Viimeisen 10 vuoden aikana yksityiset yritykset ovat kääntyneet yhä enemmän varjopankkisektorin puoleen rahoituksensa järjestämiseksi (kuvio 4).^[3] Tämän ovat mahdollistaneet rahoitussektorin vapauttaminen ja kehittyminen. Toisaalta varjopankkisektorin toiminta on kasvanut nopeasti aina silloin, kun viranomaiset ovat suitsineet pankkilainanantoa. Jo vuosien 2006–2007 aikana varjopankkisektorin järjestämän rahoituksen osuus noin kaksinkertaistui lähes 10 prosenttiin kotimaisesta kokonaisrahoituksesta. Vuoden 2011 aikana sektorin osuus kasvoi 15 prosenttiin, ja osuus on sen jälkeen pysytellyt 15–18 prosentissa.

Sijoittajat ovat olleet kiinnostuneita käyttämään varjopankkisektoria, koska se on tarjonnut usein selvästi pankkitalletuksia parempia tuottoja. Liikepankit ja muut

2. Kiina muutti ulkoisen velan tilastointitapaansa vuoden 2015 alussa. Ennen vuotta 2015 ulkoiseen velkaan laskettiin mukaan ainoastaan valuuttamääräiset velat, mutta muutoksen jälkeen siihen luetaan myös juanmääräiset ulkoiset velat.

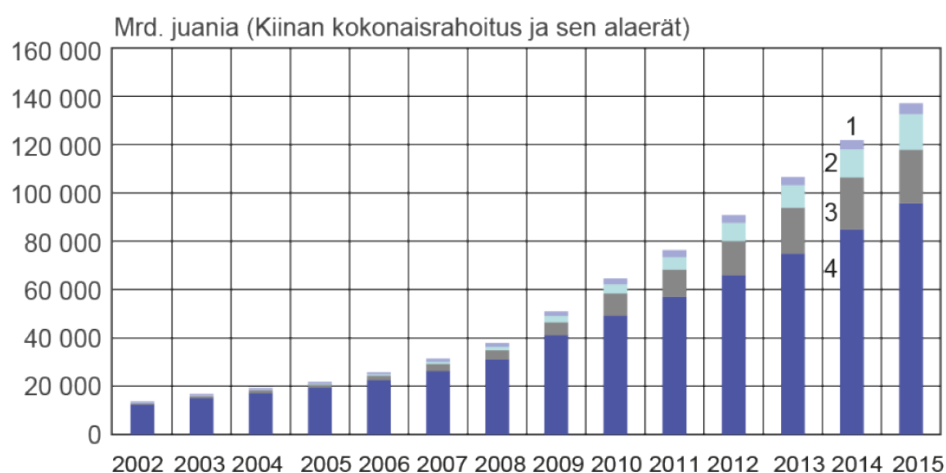
3. Kun rahoitussektorin toiminta on monipuolistunut 2000-luvun aikana, Kiina on alkanut julkistaa kokonaan omaa kokonaisrahoituksen määrää kuvaavaa indikaattoria (total social financing, TSF). Se pyrkii kattamaan kaiken kotimaisen yrityssektorin (pl. rahoitussektori) ja kotitalouksien saaman rahoituksen. Siihen sisältyvät pankkilainat, pankkivekselit, notariaattiluotot (trust- ja entrusted-luotot) sekä osakkeiden ja arvopapereiden liikkeeseenlaskut. Varjopankkisektori kattaa tässä artikkelissa pankkivekselit ja notariaattiluotot.

rahoitusta välittävät yhtiöt ovat paketoineet varjopankkiluottoja omaisuudenhoidotuotteiksi. Sijoittajat eivät aina ole olleet tietoisia tai ymmärtäneet sijoitustensa riskejä. Varjopankkiluottoja on myös kanavoitu yrityksille, jotka eivät ole pystyneet maksamaan luottojaan takaisin. Tappioita on tähän mennessä kertynyt yhteensä vähintään kymmeniä miljardeja juaneja. Riskit eivät kuitenkaan ole realisoituneet sijoittajille asti, vaan valtio ja paikallishallinnot ovat toistaiseksi kuitanneet valtaosan tappioista.

Kuvio 4.

Varjopankkisektorin merkitys kasvanut suureksi

1. Osakkeet
2. Velkakirjat
3. Varjopankkisektori (trust- ja entrusted-luotot sekä pankkivekselit)
4. Pankkivelat



Lähde: Kiinan keskuspankki.

19.2.2016

eurojatalous.fi

Kun kokonaisrahoitus on kasvanut nopeasti, riski kannattamattomien hankkeiden rahoittamisesta on lisääntynyt. Toistaiseksi liikepankkien järjestämättömien luottojen määrät ovat kasvustaan huolimatta pysyneet virallisten tilastojen mukaan maltillisina, keskimäärin alle 2 prosentissa luottokannasta. Tämän lisäksi noin 4 % luotoista on virallisten tilastojen mukaan ajautumassa ongelmaluotoiksi. Monien riippumattomien arvioiden perusteella todellinen osuus on kuitenkin huomattavasti suurempi. Pankkien arvellaan myöntävän uutta lainaa vanhojen lainojen takaisinmaksuun, vaikka yritysten tuleva maksukyky on arveluttava. Tämä koskee etenkin valtion ja paikallishallintojen yrityksiä. Huolestuttavaa on myös se, että yritysten voittojen kasvu on hidastunut ja niiden valmius selvitä velvoitteistaan on heikentynyt. Lisäksi Kiinan pyrkimys sulkea tuotantoa liikakapasiteettialoilla kasvattanee järjestämättömien luottojen määrää tulevina vuosina.

Kiinalla on kokemusta pankkisektorin ongelmien hoitamisesta. Aasian finanssikriisin jälkeen 1990-luvun lopussa liikepankkien hoitamattomien saamisten arvioitiin olleen 40–50 % lainakannasta. Valtio tuki pankkisektoria vuoden 1998 Aasian talouskriisin jälkeen useaan otteeseen yhteensä sadoilla miljardoilla euroilla. Pääomittamisen lisäksi

valtio siirsi liikepankkien hoitamattomia lainoja roskapankkeihin. Roskapankit onnistuivat suhteellisen heikosti realisoimaan hoitamattomia saamia, mutta ajan myötä näiden saamisten merkitys on vähentynyt, kun talous on kasvanut nopeasti ja rahan arvo on heikennyt inflaation myötä.

Haluaako Kiina katkaista velkaantumiskierteen?

Kiinan ripeä velkaantuminen on huolestuttavaa, sillä vastaava kehitys on monissa maissa johtanut rahoitussektorin ongelmiin ja talouskasvun nopeaan hidastumiseen. Velkaantuminen ei myöskään osoita hidastumisen merkkejä. Lisäksi varjopankkisektorin rahoitus näyttää Kiinassa lisääntyvän aina, kun pankkisektorin luototusta kiristetään. Tämä osoittaa, että rahoitusmarkkinoiden ohjaaminen vanhoilla pankkisektorin määräyksiin ja kiintiöihin perustuvilla keinoilla ei toimi, vaan ohjauksen pitäisi perustua enemmän rahan hintaan.

Vaikka isoihin pankkeihin on otettu mukaan ulkomaisia strategisia sijoittajia, vaikuttaa siltä, että pankkien hallintotavassa on vielä paljon kehitettävää. On ongelmallista, että valtion merkitys sekä rahoituksen järjestäjänä että saajana on hyvin suuri. Pankkien riskienhallinnan parantaminen ja samalla rahoituksen määräytyminen markkinaehtoisemmin edellyttävät, että valtion rooli rahoitusmarkkinoiden toiminnassa pienenee.

Kuten 2000-luvun taitteessa, Kiinan pankkisektorilla mahdollisesti tehtävät järjestelyt päätyvät valtion ja viime kädessä sen kansalaisten maksettaviksi. Stressiskenaariossa IMF arvioi kesällä 2015 Kiinan julkisen velan suhteessa BKT:hen kasvavan noin 20 prosenttiyksikön verran, jos 10 % pankkien varoista joudutaan uudelleenjärjestämään. IMF:n mukaan julkisen sektorin velkakestävyys on kuitenkin tällä hetkellä hyvä. Suuri osa velasta on kotimaista, ja moneen muuhun maahan verrattuna Kiinalla on poikkeuksellisen suuret puskurit. Valtiolla on runsaasti varoja (esim. omistukset valtionyrityksissä), ja pankkien varantotalletukset ovat suuret. Mittava valuuttavaranto tarjoaa suojaa ulkoisilta riskeiltä.

Jos Kiina pitää kiinni tavoitteestaan, jonka mukaan BKT asukasta kohden on vuonna 2020 kaksi kertaa suurempi kuin vuonna 2010, se edellyttää talouskasvun jatkumista lähes nykyistä vauhtia. Työvoiman määrän supistuminen ja tuottavuuden kasvun hidastuminen osoittavat kuitenkin talouskasvun perustekijöiden jatkavan heikkenemistään tulevana vuosina. Talouskasvun ylläpitäminen nykytasolla näyttää edellyttävän velkaantumisen kasvun jatkumista. Toinen asia on, kuinka tarkoituksenmukaista on pitää kiinni nykyisestä kasvuvauhdista, jos työmarkkinat kestäisivät hitaamman ja kaikin puolin muutenkin kestävämmän kasvuvauhdin. Lasku kestävästä taloudenpidosta voi käydä kalliiksi.

Lähteet

IMF (2014) Article IV staff report. Heinäkuu 2014.

IMF (2015) Article IV staff report. Elokuu 2015.

IMF (2015) Global Financial Stability Report. Lokakuu 2015.

Ma, Guonan (2007) Who pays China's bank restructuring bill? Asian Economic Papers. Vol 6, no. 1.

Yu, Yongding – Lu, Ting (2016) China's nonfinancial corporate debt dynamics. China and the World Economy. Vol 24, no. 1.

Avainsanat

- [velkaantuminen](#)
- [Kiina](#)
- [BOFIT](#)

Kirjoittajat



Juuso Kaarevirta
Ekonomisti
etunimi.sukunimi(at)bof.fi

Abenomics: kolme vuotta – suuri laiva kääntyy hitaasti

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2016 • RAHAPOLITIikka • SAMI OINONEN

- Sami Oinonen
Ekonomisti

Japanissa on kolmisen vuotta harjoitettu maan pääministerin Aben mukaan nimettyä ja abenomicsina tunnettua talouspolitiikkaa, jonka tarkoituksena on saattaa maa jälleen kestäväen talouskasvun tielle elvyttävän raha- ja finanssipolitiikan sekä rakenteellisten uudistusten avulla. Tavoitteisiin ei ole vielä päästy, mutta edistysaskelia on kuitenkin jo otettu. Talouskasvu on toistaiseksi ollut vaisua, mutta deflaatiokehitys on saatu katkaistua ja rakenteellisia uudistuksiaakin on viety eteenpäin. Edellytyksiä ohjelman onnistumiselle on yhä.

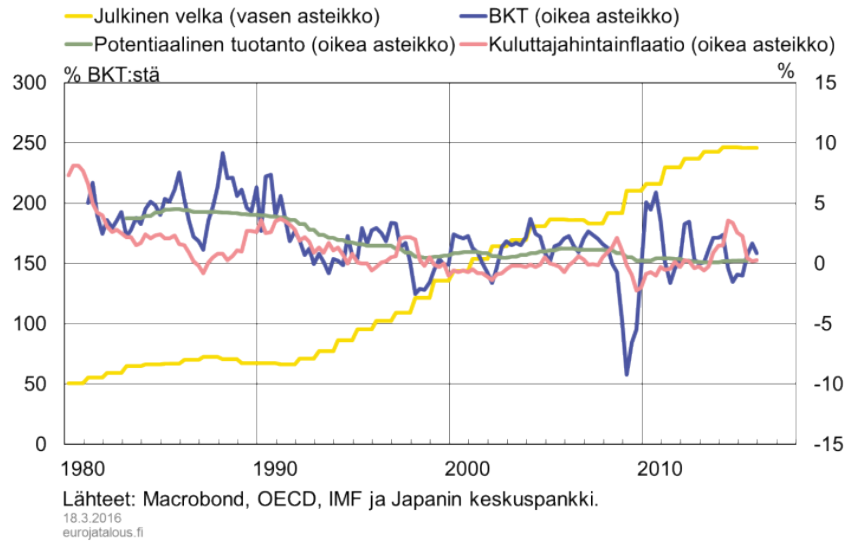


Japani nousi toisen maailmansodan jälkeen huimaa vauhtia yhdeksi maailman talousmahdeista. Sen vuotuinen BKT:n kasvuvauhti oli vuosina 1955–1970 noin 10 % ja 1980-luvun lopullakin vielä noin 5 %. Talouskasvu pysähtyi, kun maassa pitkään kehittynyt finanssi- ja kiinteistökupla puhkesi 1980-luvun lopulla. Siitä eteenpäin talous on kasvanut keskimäärin vain noin prosentin vuosivauhtia. Lisäksi Japani vajosi 1990-luvun alussa deflatoriseen kierteseen, jonka pyörteistä se yrittää edelleen pyristellä pysyvästi pois.

Japanissa väestö ikäänny hurjaa vauhtia samalla kun syntyvyys vähenee. Tämän seurauksena maan huoltosuhde on koetuksella, mikä lisää julkisia menoja. Heikko talouskasvu on osaltaan vain vahvistanut talouden epätasapainoa, kun valtion verotulot ovat pienentyneet ja julkiset menot kasvaneet. Japani onkin velkaantunut voimakkaasti kahden viime vuosikymmenen aikana (kuvio 1). Valtionvelka on tällä hetkellä noin 240 % BKT:stä, ja budjetti on ollut alijäämäinen yhtäjaksoisesti 1990-luvun alkupuolelta lähtien. Velkasuhteen kasvua vahvasti entisestään pitkittynyt hitaan inflaation kausi, joka pienensi nimellistä BKT:tä ja hidasti talouskasvua.

Kuvio 1.

Japanin keskeisimpiä ongelmia ovat heikko talouskasvu, hidas inflaatio ja suuri velkaantuneisuus



Suurin haaste Japanin taloudessa onkin nyt velkakestävyys saavuttaminen. Valtavasta velkataakasta on toistaiseksi kyetty selviytymään, sillä matalan korkotason vuoksi velanhoitokustannukset ovat olleet poikkeuksellisen pienet. Lisäksi maan velasta noin 90 % on kotimaista, mikä poistaa valuuttakurssiriskin. Japani on kuitenkin erityisen herkkä korkotason nousulle, joka on edessä, kun keskuspankki ryhtyy jossain vaiheessa normalisoimaan rahapolitiikkaansa. Korkotason nousu kasvattaisi velanhoitokuluja ja velkaa edelleen. Väestön ikääntymisestä johtuvien sosiaalimenojen lisääntymisen ja samanaikaisen talouden tuotantopotentiaalini heikkenemisen myötä tarvitaan voimakkaita ja määrätietoisia toimia negatiivisen kehityskulun katkaisemiseksi.

Japani on ajautunut vaikeaan kierteeseen, jossa ikääntyvä väestö, kasvava alijäämä ja velkasuhde luovat talouteen epävarmuutta ja pessimismia. Tämä johtaa talouskasvun hidastumiseen ja vaimeaan inflaatioon. Hitaan inflaation seurauksena myös palkkakehitys vaimenee ja kuluttajien ostovoima pienenee, mikä supistaa kokonaisyksyntää. Tämä kaikki johtaa lopulta yhä suurempaan budjettialijäämään ja velkaantumisen kasvuun.

Kohti nousevaa aurinkoa – abenomicsin kolme keihäänkärkeä

Pääministeri Shinzo Abe aloitti hallituksensa kanssa vuonna 2013 abenomicsina tunnetun taloudellisen elvytyspolitiikan. Ohjelman tavoitteena on pysäyttää Japania vaivannut pitkittynyt deflaatio ja saattaa maan talous kestäväälle kasvu-uralle. Pyrkimyksenä on lopulta kääntää valtion velkaantuminen pieneneään päin. Abenomics jakautuu kolmeen painopistealueeseen, ”keihäänkärkeen”: 1) rahapolitiikka, 2) finanssipolitiikka sekä 3) rakenteelliset uudistukset. Kevyen rahapolitiikan ja elvyttävän finanssipolitiikan tarkoituksena on kiihdyttää inflaatiota, mikä laskee korkotasoa ja johtaa jenen heikentymiseen. Tämän toivotaan piristävän talouskasvua investointien, kulutuksen ja viennin kasvun kautta. Rakenteellisilla uudistuksilla pyritään

vahvistamaan yritysten ja kuluttajien luottamusta sekä muuttamaan Japanin talouden rakenteita, jotta kestävä talouskasvu saavutettaisiin myös pitkällä aikavälillä.

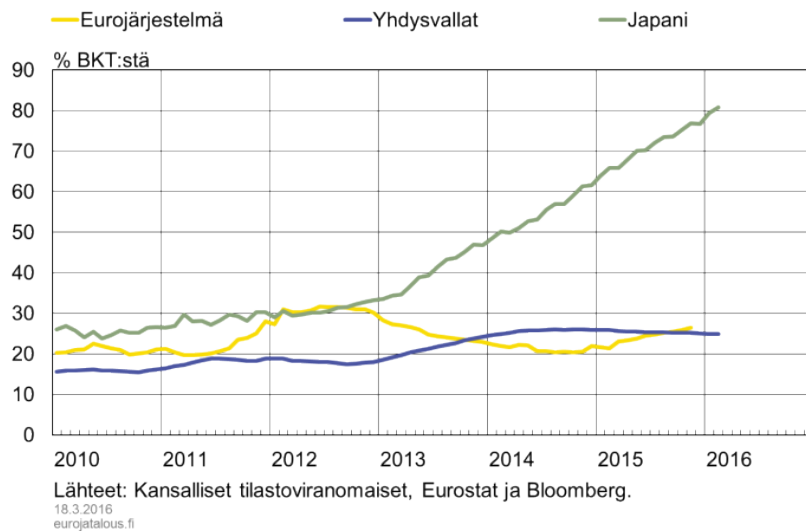
Rahapolitiikalla deflaatiopeikon kimppuun

Rahapolitiikan avulla pyritään katkaisemaan hintojen deflatorinen kierre ja saavuttamaan hintavakaustavoitteen mukainen vakaa inflaatiouvauhti. Japanissa oli yritetty taltuttaa deflaatiota jo aiemminkin epätavanomaisin rahapolitiittisin keinoin. Vuosina 2001–2006 ja 2007–2013 Japanin keskuspankki kevensi rahapolitiikkaansa kasvattamalla rahaperustaansa, mutta ohjelmien (Quantitative Easing, QE) tavoitteet ja määrät olivat liian pieniä, eikä niiden avulla kyetty saavuttamaan toivottua tulosta. Tammikuussa 2013 keskuspankki asetti kuluttajahintainflaation tavoitteeksi 2 %, mikä oli tarkoitus saavuttaa huhtikuuhun 2015 mennessä. Huhtikuussa 2013 Japanin keskuspankki aloitti mittavan arvopaperien osto-ohjelman (Quantitative and Qualitative Easing, QQE), jonka tavoitteena oli kaksinkertaistaa maan rahaperusta vuoden 2014 loppuun mennessä (noin 50 prosenttiin BKT:stä) ostamalla maturiteetiltaan keskipitkiä valtionvelkakirjoja. Heikon taloustilanteen takia keskuspankki ilmoitti lokakuussa 2014 kasvattavansa osto-ohjelmaa entisestään (QQE2). Valtionvelkakirjojen ostojen määrä kasvatettiin 80 000 mrd. jeniin vuodessa ja ostettavien velkakirjojen keskimääräinen maturiteetti pidennettiin 7–10 vuoteen. Keskuspankki on viestittänyt, että ohjelmaa jatketaan niin kauan kunnes inflaatiotavoite on saavutettu kestävästi.

Japanin osto-ohjelman koko on aivan omaa luokkaansa verrattuna muiden päätalouselueiden elvytysohjelmiin (kuvio 2). Ohjelman aloittamisen jälkeen Japanin keskuspankin tase suhteessa BKT:hen on kasvanut lähes 80 prosenttiin. Keskuspankki lisää valtionvelkakirjojen omistusosuuttaan keskimäärin 10 prosentin vuosivauhdilla, ja vuoden 2015 loppuun mennessä sillä oli hallussaan reilut 30 % valtionvelasta.

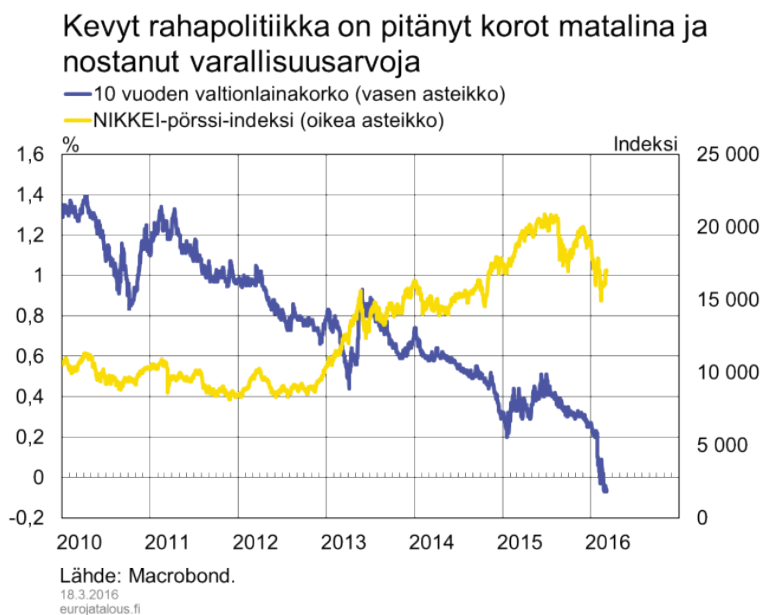
Kuvio 2.

Keskeisten keskuspankkien taseet



Osto-ohjelman avulla pyritään inflaatiotavoitteeseen kolmen vaikutuskanavan kautta: alentamalla korkoja (interest rate channel), kannustamalla sijoituksia suurempituottoisiin kohteisiin (portfolio rebalancing channel) ja kasvattamalla inflaatio-odotuksia (expectations channel). Tähän mennessä vaikutukset ovat olleet kaksijakoiset. Pitkän aikavälin korot ovat erittäin matalat, jenin kurssi on ohjelman aloittamisen jälkeen heikentynyt selvästi ja osakkeiden hinnat ovat nousseet (kuvio 3). Inflaatio-odotukset ja niiden myötä myös inflaatio ovat kuitenkin edelleen vaikeat.

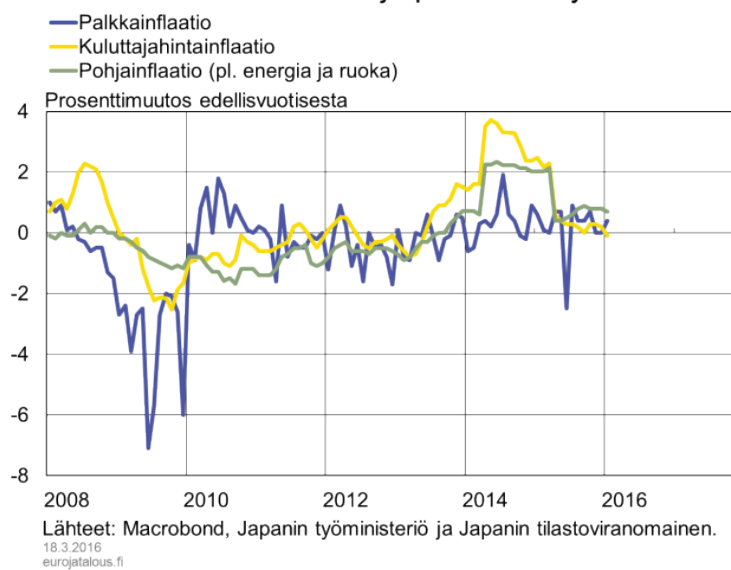
Kuvio 3.



Keskuspankin tavoitteen mukaisesti inflaatio alkoi kiihtyä ohjelman aloittamisen jälkeen ja nopeutui vuoden 2014 alkuun mennessä noin 1,5 prosenttiin (kuvio 4). Huhtikuussa 2014 toteutettu kulutusveron korotus nopeutti aluksi hintojen nousua, mutta vähitellen inflaatio hidastui jälkeen takaisin nollan tuntumaan. Viimeaikainen inflaation hitaus johtuu pitkälti öljyn hinnan vaikutuksesta. Pohjainflaatio, josta on poistettu energian ja ruuan hinnat, kiihtyi vuoden 2015 aikana prosentin tuntumaan ja on nyt samalla tasolla kuin ennen kulutusveron korotusta. Tämä luo odotuksia, että öljyn hinnan laskun väliaikaisen vaikutuksen vähitellen poistuttua inflaatiotavoite voidaan saavuttaa QQE-ohjelman avulla.

Kuvio 4.

Inflaatio on ollut hidasta ja palkkakehitys vaimeaa



Inflaatio-odotukset ovat kuitenkin vielä kaukana keskuspankin asettamasta 2 prosentin tavoitteesta. Aluksi inflaatio-odotukset muuttuivat osto-ohjelman myötä positiivisiksi ja inflaation odotettiin kiihtyvän sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Viime aikoina odotukset ovat kuitenkin vaimentuneet. Viimeisen puolentoista vuoden aikana lyhyen aikavälin odotuksia on heiluttanut erityisesti öljyn hinnan lasku. Myös pidemmän aikavälin odotukset ovat hiipuneet, joten odotukset Japanin inflaatiosta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä ovat edelleen vaisuja. Rahapoliittisen ohjelman ja rahapolitiikan uskottavuuden kannalta ensiarvoisen tärkeää onkin, että pitkän aikavälin inflaatio-odotukset saadaan ankkuroitua inflaatiotavoitteeseen. Tämä johtaa palkkojen nousuun, joka on inflaatiotavoitteen kestävä saavuttamisen edellytys. Palkkojen kohoaminen ylläpitää kotimaista kysyntää ja lisää talouskasvua, mikä lopulta heijastuu myös hintatasoon ja kiihdyttää inflaatiota. Toistaiseksi palkkojen nousuvauhti on kuitenkin ollut hyvin hidasta, mutta viimeaikaisten palkkaneuvottelujen ja työmarkkinoiden kireyden perusteella käänne näyttäisi olevan lähellä.

Inflaation hidastuminen ja vaisut inflaatio-odotukset saivat keskuspankin reagoimaan lisätoimilla. Joulukuussa 2015 Japanin keskuspankki hienosäätöi osto-ohjelmaansa pidentämällä ostettavien joukkovelkakirjojen keskimääräisen maturiteetin 7–12 vuoteen. Lisäksi keskuspankki laajensi tammikuun kokouksessaan keinovalikoimaansa alentamalla ohjauksen ensimmäistä kertaa historiassaan negatiiviseksi, -0,1 prosenttiin. Osto-ohjelman suhteen markkinoilla ollaan jo yleisesti sitä mieltä, että rajat alkavat tulla vastaan. Keskuspankki on jo nyt valtionvelkakirjojen suurin haltija, sillä se omistaa reilut 30 % maan valtionvelasta. Mikäli ostoja jatkettaisiin nykyisellään vuoteen 2020 saakka, keskuspankin osuus valtionvelkakirjoista kasvaisi noin 65 prosenttiin.

Vyönkiristystä ja velkaelvytystä – finanssipolitiikan haasteet

Abenomicsin toisen keihäänkärjen, finanssipolitiikan, avulla hallitus pyrkii lyhyellä aikavälillä elvyttämään ja kiihdyttämään talouskasvua harjoittamalla ekspansiivista finanssipolitiikkaa. Pidemmän aikavälin tavoitteena puolestaan on vuoden 2015 loppuun mennessä puolittaa bruttokansantuotteeseen suhteutettu julkisen talouden alijäämä vuonna 2010 nähdystä 6,6 prosentista ja tämän jälkeen saavuttaa budjettitasapaino vuoteen 2020 mennessä ja sen jälkeen pyrkiä supistamaan maan velkasuhdetta. Julkisen talouden tasapainottaminen edellyttää budjettipolitiikan merkittävää uudistamista. Leikkauksia kaivataan kipeästi etenkin nopeasti ikääntyvän väestön suuriksi paisuttamiin sosiaalimenoihin. Muilta osin mahdollisuudet menojen karsimiseen ovat melko rajalliset. Uudistuspaineet kohdistuvat siten valtion tulojen kasvattamiseen, missä verotuksen uudistaminen on keskeistä. Kulutusveron korotukset ovat askel oikeaan suuntaan.

Japanissa kulutusveroprosentti on hyvin alhainen. Verotuloja lisätäkseen hallitus korotti kulutusveroa 3 prosenttiyksiköllä, mikä nosti veron 8 prosenttiin keväällä 2014. Tarkoituksena oli korottaa veroa edelleen 2 prosenttiyksikön verran lokakuussa 2015, mutta ensimmäinen veronkorotus johti välittömästi BKT:n supistumiseen ja ajoi maan ns. tekniseen taantumaa. Tästä syystä seuraava veronkorotus päätettiin siirtää huhtikuulle 2017, mikä on hyvä talouskasvun kannalta, mutta hidastaa hallituksen finanssipoliittisten tavoitteiden saavuttamista. Veropohjan laajentamisen lykkääminen vaikeuttaa pääsemistä ylijäämäiseen budjettiin vuoteen 2020 mennessä. Vuoden 2014 kulutusveron korotuksen kasvua supistavaa vaikutusta lieventääkseen hallitus kasvatti budjettialijäämää entisestään julkistaessaan samaan aikaan 5 500 mrd. jenin elvytyspaketin ja loppuvuonna vielä toisen, 3 500 mrd. jenin lisäelvytyspaketin (taulukko).

Taulukko.

Japanin julkisen talouden budjettimenot

	A	B	A + B
Tuhatta miljardia jeniä	Lisäbudjetti	Valtion budjetti (% varainhoitovuosi, vuosikasvu)	Julkiset menot yhteensä (% varainhoitovuosi, vuosikasvu)
2013	10,3 (2 % BKT:stä)	92,6 (+2,5 %)	102,9
2014	5,5 (1 % BKT:stä)	95,9 (+3,5 %)	101,4 (-1,5 %)
2015	3,5 ja noin 3,0 (Yhteensä: noin 6,5 > 1,3 % BKT:stä)	96,3 (+0,5 %)	noin 102,8 (noin +1,4 %)

Lähde: Japanin valtiovarainministeriö.

Abenomicsin aikana valtion menot ovat kasvaneet edelleen, ja verovuodeksi 2016 julkistettu budjetti on ennätysuuri. Samaan aikaan verotulotkin ovat kuitenkin kasvaneet. Niiden määrä on vuodesta 2013 lähtien ylittänyt liikkeeseen laskettujen valtionvelkakirjojen arvon. Aben hallitus on siis onnistunut kasvattamaan julkisen talouden perusjäämää. Hallituksen tammikuussa 2016 tekemän arvion mukaan tavoite alijäämän puolittamisesta varainhoitovuoteen 2015 mennessä tulee toteutumaan, mutta julkisen talouden tasapainottamista varainhoitovuoteen 2020 mennessä ei kuitenkaan kyetä saavuttamaan. Hallituksen laskelma perustuu vuodesta 2018 eteenpäin saavutettavaan reaalisena BKT:n reilun 2 prosentin kasvuun, joka vaikuttaa nykyisen taloustilanteen perusteella ylioptimistiselta. Tavoitteen saavuttamista hankaloittaa lisäksi se, että elintarvikkeet päätettiin jättää vuoden 2017 kulutusveron korotusten ulkopuolelle. Tämä pienentää korotuksesta saatavaa verotuottoa, ja pidemmällä aikavälillä kulutusveroja jouduttaneekin korottamaan vielä entisestään.

Rakenteelliset uudistukset avain kestäväan kasvuun

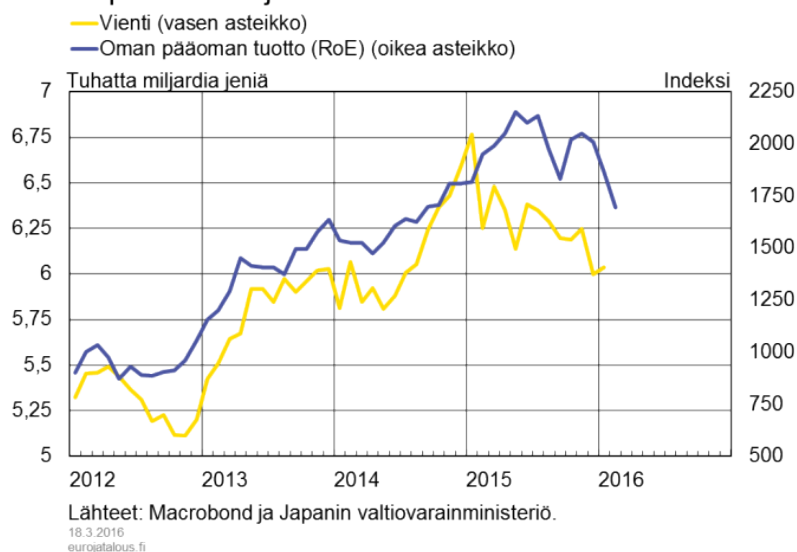
Raha- ja finanssipoliittisella elvytyksellä voidaan edesauttaa talouskasvun käynnistymistä ja katkaista deflatorinen hintakehitys. Kestävälle kasvu-uralle päästäkseen ja velkaantumista pienentääkseen Japanin täytyy kuitenkin tehdä merkittäviä rakenteellisia uudistuksia, jotka ovat abenomicsin kolmas ja tärkein keihäänkärki.

Rakenneuudistuspaketti julkistettiin kesäkuussa 2013 ja sitä tarkennettiin kesäkuussa 2014. Uudistusten tavoitteeksi asetettiin reaalisena BKT:n 2 prosentin vuotuinen kasvu vuoteen 2022 mennessä. Kasvustrategian tavoitteena on 1) tehostaa yritysten omistajaohjausta, muuttaa valtion eläkevakuutusyhtiön (GPIF) sijoitusstrategiaa suurempituottoisiin instrumentteihin, kehittää yrittäjyydelle suotuisaa ilmapiiriä, uudistaa yritysverotusta, kehittää innovatiivisuutta, 2) lisätä naisten osallistumista työelämään, palkita työn tulosta eikä työhön käytettyä aikaa, houkutellessa ulkomaista työvoimaa ja 3) uudistaa energiasektoria, luoda maataloudesta kasvava teollisuudenala sekä vahvistaa terveysalan teollisuutta. Näistä keskeisimmät uudistuskohteet ovat yritysten kannattavuuden ja toimintaympäristön parantaminen sekä työmarkkinareformit.

Yrityssektorin uudistamisella pyritään tehostamaan yritysten toimintaa ja kannustamaan yrityksiä investointeihin. Japanilaisten yritysten pääoman pitkän aikavälin tuottoaste on ollut verrattain matala. Parantaakseen yritysten kannattavuutta Aben hallitus on säättänyt asetuksia, joiden tarkoituksena on vähentää sääntelyä, lisätä ulkopuolisten johtajien määrää, kannustaa toiminnan läpinäkyvyyteen ja raportointiin omistajille sekä parantaa omistajien vaikutusvaltaa yrityksissä. Myös maan huomattavaa yritysverokantaa on päätetty pienentää asteittain alle 30 prosenttiin, mikä vastaa paremmin kilpailijamaiden – erityisesti Kiinan ja Etelä-Korean – verotasoa. Tammikuussa 2014 aloitettiin lisäksi ohjelma, jossa verohelpotusten avulla kannustetaan yrityksiä investointeihin.

Kuvio 5.

Abenomicsin aloittamisen jälkeen yritysten tulokunto on parantunut ja vienti kohentunut

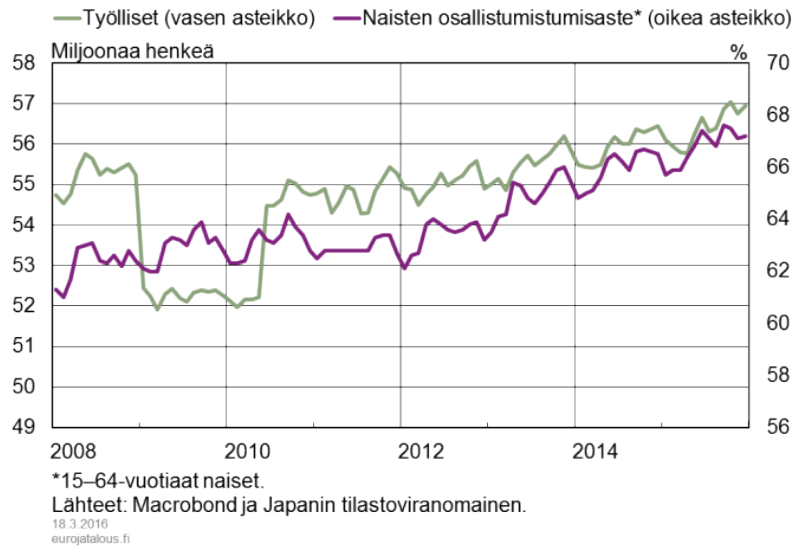


Yrityssektorin uudistusten alku on ollut lupaava (kuviot 5). Yritysten kannattavuus on parantunut. Esimerkiksi oman pääoman tuottoasteet ovat nousseet selvästi vuodesta 2012 lähtien. Yritystoiminnan tehostumista edesauttavat myös reformin tavoitteena olevat vapaakauppasopimukset, jotka toteutuessaan avaavat Japanin melko suljettuja markkinoita ja siten pakottavat yritykset kohentamaan tuottavuuttaan parantaakseen kilpailukykyään. Syksyllä 2015 Japani ja Yhdysvallat allekirjoittivat kymmenen muun maan kanssa Tyynenmeren vapaakauppasopimuksen (TPP). Markkinoiden avautuminen hyödyttää myös Japanin vientisektoria, joka on jo jeniin heikentymisen ansiosta kasvanut selvästi.

Väestön vanhetessa työikäisten (15–64 vuotta) määrä on Japanissa pienentynyt huomattavasti. Työikäisten määrä oli suurimmillaan 87 miljoonaa vuonna 1995. Vuoteen 2015 mennessä määrä on supistunut reilun 11 prosentin verran 77 miljoonaan. Työmarkkinoiden tärkein haaste onkin nostaa naisten työhönohallistumisastetta, joka on yksi OECD-maiden alhaisimmista. Naisten hakeutumista työelämään pyritään tekemään aiempaa vaivattommaksi mm. lisäämällä päivähoitopaikkoja ja joustavoittamalla työaikoja, mikä mahdollistaa työn ja perhe-elämän yhteensovittamista. Hallitus myös kannustaa yrityksiä nimittämään naisia johto- ja esimiestehtäviin. Lisäksi työvoimaa pyritään lisäämään houkuttelemalla maahan ulkomaisia työntekijöitä, joiden osuus Japanissa on erittäin vähäinen. Maahanmuuton vaatimuksia on kevennetty ja ulkomaisten työntekijöiden perehdyttämistä ja koulutusta lisätty.

Kuvio 6.

Naisten työhönosallistumisaste on noussut ja työllisten määrä kasvanut



Naisten työhönosallistumisaste on noussut vuodesta 2012 lähtien, ja työllisten kokonaismäärän väheneminen on saatu pysähtymään (kuvio 6). Ulkomaisen työvoiman lisääminen on kuitenkin ollut tehotonta. Esimerkiksi huippuosajia houkuttelevan ohjelman kiintiö on 1 500 henkeä, mikä kertoo jotain ohjelman vaatimattomasta kokoluokasta. Lisäksi mm. työvoimapulasta kärsivällä rakennussektorilla vain noin 2 % työvoimasta on ulkomaalaisia. Hallitukselta vaaditaan siis tältä osin entistä voimakkaampia ponnisteluja työperäisen maahanmuuton lisäämiseksi ja yleisen, maahanmuuttoon negatiivisesti suhtautuvan asenneilmapiiirin muuttamiseksi.

Työllisyyskehityksen paranemisesta huolimatta ongelmana on, että suurin osa työpaikkojen lisäyksistä on tullut osa- ja määräaikaissopimusten kautta. Nämä työpaikat ovat Japanissa selvästi huonommin palkattuja vastaaviin vakituisiin työsuhteisiin verrattuna. Tämä heikentää talouden kasvumahdollisuuksia, sillä huonompi palkkataso vähentää kuluttajien ostovoimaa. Lisäksi vielä tätäkin suurempi ongelma talouden pidempiaikaisen kehityksen kannalta on kansantalouden kokonaispalkkasumman kehitys. Työikäisen väestön määrän supistuminen pienentää kokonaispalkkasummaa ja heikentää kasvupotentiaalia. Tätä vaikutusta voimistaa entisestään se, että varttuneemmalla työväestöllä on keskimäärin korkeampi ansiotaso kuin nuoremmilla. Näin ollen ikääntyvän väen eläköityessä tilalle tulevan nuoremman polven palkat eivät riitä korvaamaan työelämästä poistuneiden palkkatasoa. Ostovoiman säilyminen edellyttää siis palkkojen selvää nousua tulevaisuudessa.

Hohtimet eivät ole vielä kaivossa

Kaiken kaikkiaan abenomicsin alku Japanissa oli lupaava. Talouden näkymiin onnistuttiin luomaan optimismia, hintataso alkoi nousta ja talouskasvu kiihtyi. Suotuisa kehitys pysähtyi kuitenkin kevään 2014 kulutusveron korotukseen, jonka seurauksena talouskasvu hidastui ja lopulta inflaatiokin hiipui takaisin nollan tuntumaan. Hallituksen tavoittelemat inflaation ja reaalisien BKT:n 2 prosentin vuotuiset kasvuvauhdit ovat siis

toistaiseksi jääneet saavuttamatta, ja maa on jatkanut velkaantumistaan. Osin tähän ovat vaikuttaneet globaalitalouden viimeaikainen vaisu kehitys ja maailmantalouden kasvunäkymien heikkeneminen, mutta suurin haaste Japanin tavoitteiden saavuttamisessa on edelleen rakenteellisten uudistusten toteuttaminen.

Vaikka abenomicsin tavoitteet ovatkin vielä saavuttamatta, on onnistumisen merkkejä kuitenkin nähtävissä. Pohjainflaatio on kiihtynyt vuosikymmenen alun keskimääräisestä –1 prosentista nyt reiluun 1 prosenttiin, eli yli 2 prosenttiyksikköä, ja budjettialijäämää on saatu pienennettyä. Yritykset ovat parantaneet kannattavuuttaan, ja työllisten määrän vähenemistä on onnistuttu hidastamaan kasvattamalla naisten työhönohallistumisastetta. Tämä luo hyvät edellytykset palkkojen nousulle, inflaation kiihtymiselle ja lopulta myös toistaiseksi vaisuna pysyneen talouskasvun kohentamiselle. Mikäli haastavat ja aikaa vievät rakenneuudistukset saadaan määrätietoisesti vietyä läpi, on hallituksella vielä mahdollisuus saavuttaa tavoitteensa ja saattaa Japani takaisin nousevan auringon tielle.

Avainsanat

- [rahopolitiikka](#)
- [Japani](#)
- [talouskasvu](#)
- [inflaatio](#)
- [abenomics](#)

Kirjoittajat

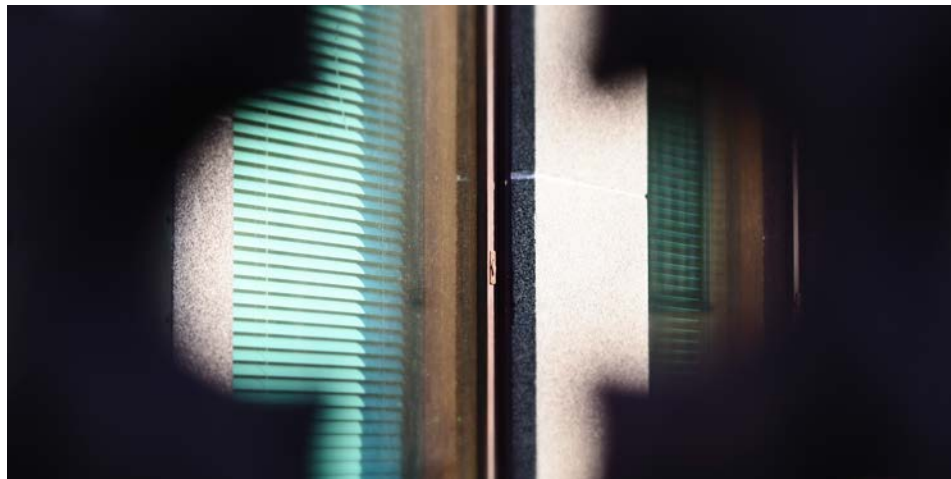


Sami Oinonen
Ekonomisti
etunimi.sukunimi(at)bof.fi

Venäjän talous ja tuonti supistuvat

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2016 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Venäjää kohdanneiden vientihintasokkien takia Suomen Pankki ennustaa maan BKT:n supistuvan 3 % vuonna 2016. Ennuste pohjautuu oletukseen, että öljyn hinta tynnyriltä on runsaat 40 dollaria eli 60 % alempi kuin vuonna 2014. Koska talous supistuu ja Venäjän vientitulot vähenevät, myös tuonnin odotetaan supistuvan tänä vuonna vielä kymmenesosalla.



Öljyn hinnan laskettua jyrkästi vuonna 2014 kotimainen kysyntä Venäjällä väheni vuonna 2015 kymmenesosan ja BKT supistui 3,7 %. Vuoden 2015 toisella puoliskolla öljy halpeni uudelleen. Venäjän tuonti vuosina 2014–2015 väheni 30 %.

Vuonna 2016 kotimaisen kysynnän väheneminen johtuu edelleen mm. varsin nopeana pysyvistä inflaatiosta, joka syö ostovoimaa taloudessa ja supistaa esimerkiksi valtiontalouden menoja reaalisesti.

Öljyn hinnan loiva nousu elvyttää vähitellen taloutta ja tuontia vuonna 2018, mutta talouskasvu jää hitaaksi epävarmuuksien ja yritysten heikon toimintaympäristön vuoksi. Ennusteen keskeiset riskit liittyvät mm. öljyn hintaan ja Venäjän tuontiin.

Talous supistui ja tuonti väheni vuonna 2015

Venäjän talouden aiempien rasitteiden – systeemipuutteiden ja epävarmuuksien – lisäksi taloutta kohtasi vuoden 2014 jälkipuoliskolla merkittävä vientihintasokki. Öljyn hinnan puoliinnuttua ja myös öljytuotteiden ja maakaasun vientihintojen laskettua Venäjän vientihinnat olivat vuonna 2015 noin 30 % alemmat dollareissa ja 20 % alemmat euroissa. Pitkälti tästä seurannut ruplan kurssin merkittävä lasku toisaalta pehmensi sokin vaikutusta talouteen, mutta toisaalta kiihdytti inflaatiota, joka talvella 2014–2015 kiihtyi nopeimmaksi sitten vuoden 1999 ja nosti vuoden 2015 hintatason keskimäärin 15–16 % korkeammaksi kuin vuonna 2014. Tämä söi entistä enemmän niin yksityisen kuin julkisen sektorin ostovoimaa.

Kaikki kotimaisen kysynnän erät supistuivat, eikä laskun loppumisesta ole ollut selviä merkkejä tämän vuoden alussakaan. Inflaation ohella yksityisen sektorin palkkojen vaimea nousu ja julkisen sektorin palkkojen nousun hyytyminen rajoitusten ja jäädytysten takia vähensivät kotitalouksien reaalityuloja (kuvio 1). Tämä ja kotitalouksien säästämisen jyrkkä kasvu vähensivät yksityistä kulutusta, joka pieneni kymmenesosan eli huomattavasti enemmän kuin vuoden 2009 taantumassa.

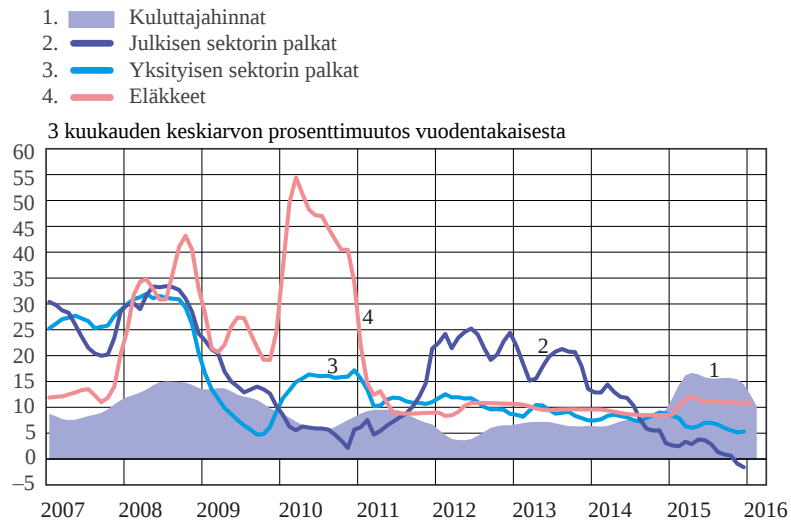
Julkinen kulutus supistui 2 %. Kiinteät investoinnit vähenivät lähes 8 %, vaikka öljyn- ja kaasuntuotantoinvestointien kasvu jatkui voimakkaana. Varastoja vähennettiin tuntuvasti, kuten vuoden 2009 taantumassakin. Kysynnän pääeristä ainoastaan viennin määrä kasvoi vuonna 2015, sillä vastoin odotuksia öljyn ja öljytuotteiden vienti lisääntyi merkittävästi ja kaasun vienti elpyi voimakkaasti kesästä alkaen.

Venäjän BKT supistui viime vuonna 3,7 %. Tuotantoa tukivat kuitenkin öljysektorin viennin ohella puolustusmenot, joiden kasvu kipusi nimellisorjissa lähes 30 prosenttiin (reaalisesti arviolta 10–15 prosenttiin). Kokonaisuutena valtiontalouden menojen reipas kasvu hiipui vuoden mittaan, ja koko vuoden menot vähenivät reaalisesti paljon.

Tuonti väheni yli 25 % (supistuttuaan 6 % jo vuonna 2014), mikä oli poikkeuksellisen paljon suhteessa talouden supistumiseen. Tämä johtui ennen muuta talvella 2014–2015 tapahtuneesta ruplan laskusta, joka oli merkittävästi suurempi kuin vuoden 2009 lamassa (ruplan nimelliskurssi oli vuonna 2015 edellisvuotista 25 % heikompi ja reaalikurssi noin 15 % heikompi euroon ja kauppapainotettuun valuuttakoriinsa nähden). Ruplan heikkenemisen lisäksi vientihintojen lasku kutisti Venäjän vientituloja pahoin (20 % euroissa), ja yksityisten pääomien virta Venäjältä pysyi tuntuvasti suurempana kuin virta Venäjälle (vaikka ero kapenikin selvästi vuodesta 2014).

Kuvio 1.

Inflaatio syönyt venäläisten kuluttajien ostovoimaa



Lähteet: Rosstat ja Suomen Pankki (BOFIT).

16.3.2016
 eurojatalous.fi

Talous ja tuonti supistuvat yhä ja elpyvät hitaasti

Ennustejaksolla 2016–2018 maailmankaupan kasvu paranee. Venäjän lähinnä Ukrainaan kohdistuvaan toimintaan liittyvien geopolittisten jännitteiden, niistä johtuneiden ulkomaiden talouspakotteiden, Venäjän vastasanktioiden ja muiden markkinoiden toimintaa rajoittavien toimien sekä tästä aiheutuvien ja muiden talouden epävarmuuksien oletetaan pysyvän ennallaan.

Öljyn hinta on ylivoimaisesti merkittävin ennusteeseen vaikuttava tekijä etenkin vuonna 2016. Syyskuun 2015 ennusteen mukaan vuoden 2014 toisella puoliskolla tapahtuneen öljyn hinnan suuren laskun (keskimäärin 54 dollariin tynnyriltä vuonna 2015 eli 45 % halvemmaksi kuin vuonna 2014) aiheuttamat seuraukset Venäjän talouteen eivät ole ohi yhdessä vuodessa vaan hinnan lasku supistaa Venäjän BKT:tä vielä vuonna 2016 (BKT:n ennustettiin vähenevän 2 %). Tämä näkemys perustuu BOFITin Venäjä-mallin tuloksiin.^[1] Lisäksi öljyn hinta laski toistamiseen vuoden 2015 jälkipuoliskolla, ja edellisen ennusteen tapaan hinnan oletetaan nousevan vain vähitellen ennustejaksolla. Nyt tehdyn oletuksen mukaan öljyn hinta on vuonna 2016 runsaat 40 dollaria (23 % alempi kuin vuonna 2015 ja lähes 60 % alempi kuin vuonna 2014) ja 49 dollaria vuonna 2018.

Öljyn hintaoletuksen pohjalta ennustetta BKT:n supistumisesta vuonna 2016 on syvennetty noin 3 prosenttiin, eikä BKT:n odoteta kasvavan myöskään vuonna 2017 (kuvio 2). Sen jälkeen, kun öljyn hinnan laskun vaikutukset ovat väistyneet ja hinta on

1. Jouko Rautava: Oil Prices, Excess Uncertainty and Trend Growth.

noussut loivasti, talous elpyy mutta kasvaa vain hitaasti lähinnä Venäjän epävarmuuksien ja yritysten toimintaympäristön heikon laadun vuoksi. Jos ennuste ja BKT:n pitkän aikavälin kasvuarvioit (valtaosin 1–1,5 % vuodessa) toteutuvat, BKT olisi vuonna 2020 noin 3 % pienempi kuin vuonna 2014.

Koska talous supistuu ja Venäjän vientitulot vähenevät, Venäjän tuonnin ennustetaan vähenevän tänä vuonna kymmenesosalla ja alkavan lievästi kasvaa ennustejakson loppua kohden. Tuonti on tällöin 37 % pienempi tänä vuonna kuin vuonna 2013 ja muutaman prosentin suurempi kuin lamavuonna 2009.

Venäjän viennin määrän odotetaan lisääntyvän hitaasti ennustejaksolla. Kotimainen kysyntä pienenee tuntuvasti vuonna 2016 niin yksityisen kulutuksen, julkisen kulutuksen, investointien kuin varastojen osalta. Valtiontalouden menot supistuvat reaalisesti merkittävästi ainakin vuonna 2016.

Kuvio 2.

Venäjän BKT ja tuonti supistuvat vielä vuonna 2016

1. — BKT
2. — Tuonti



Lähteet: Rosstat ja Suomen Pankki (BOFIT).
16.3.2016
eurojatalous.fi

Inflaatio ja heikentynyt valtiontalous painavat kysyntää

Venäjän vuotta 2016 koskevat inflaatioennusteet ovat aiempaa korkeammat (kuluttajahintojen osalta noin 8 %), mikä vielä hieman lisää ostovoiman rapautumista aiemmin odotetusta. Talouden supistumisen myötä heikentyvä yritysten kannattavuus vähentää palkankorotusvaraa. Julkisen sektorin palkankorotusten jäädytykset ja muut rajoitukset jatkuvat, ja Venäjän johto on alentanut vuoden 2016 eläkekorotukset 4 prosenttiin – ja nollaan työtätekeville eläkeläisille, joita virallisten tietojen mukaan on yli 35 % noin 40 miljoonasta eläkeläisestä.

Työllisyys vähenee, mikä näkyy joko työttömyytenä tai alityöllisyytenä. Kotitalouksien ei odoteta kääntyvän merkittäväällä tavalla säästämistä luotonottoon.

Valtiontalouden menot tulevat tänä vuonna vähentymään reaalisesti tuntuvassa määrin. Lisäksi menoja pyritään vielä karsimaan, koska öljyn hinnan lasku vähentää valtiontalouden reaalituloja jyrkästi (kuvio 3). Tämä kutistaa myös julkista kulutusta huomattavasti.

Venäjän viennin määrä on kasvamassa hyvin hitaasti sen valossa, että alan keskeisten asiantuntijoiden mukaan öljysektorin viennin kasvu hiipuu vuonna 2016 ja vienti alkaa sen jälkeen vähentyä. Öljy- ja kaasusektorin ulkopuolisen viennin elpyminen viime vuoden notkahduksesta paikannee tilannetta osittain.

Investointien odotetaan vähenevän edelleen, sillä vapaata kapasiteettia on, kysyntä supistuu ja epävarmuudet rasittavat yrityksiä. Lisäksi valtion investointeihin on entistä vähemmän varoja. Varastot, jotka Venäjällä ovat tähän asti aina supistuneet hyvin jyrkästi taantumassa, pienentynevät edelleen.

Kuvio 3.



Tuontinäkömän jännitteet säilyvät

Venäjän tuonnin kehitysnäkymää hallitsee talouden supistumisen ohella etenkin se herkkä vaikutusketju, jossa öljyn hinta ja Venäjän vientitulot sekä pääomavirrat Venäjän ja ulkomaiden välillä vaikuttavat ruplan kurssiin. Ruplan kurssi taas vaikuttaa tuontiin suoraan sekä epäsuorasti inflaation ja kotimaisen kysynnän kautta.

Tuonnin supistuttua tänä vuonna sitä alkaa tukea talouden vähittäinen elpyminen. Öljyn hinnan loivasta noususta koitua Venäjän vientitulojen kasvu tekee tuonnin kasvulle tilaa. Sen sijaan tuontia rajoittavat ulkomaiden rahoituspakotteet.

Tuonnin kasvua rajoittaa myös se, että tuonnin osuus BKT:stä oli supistumisestaan huolimatta vuonna 2015 korkeimmillaan sitten vuoden 2003 (ts. tuonnin arvo ruplissa on noussut BKT:tä nopeammin). Ruplan reaalikurssi vahvistuu asteittain, kun inflaatio pysyy Venäjällä nopeampana kuin tuonnin alkuperämaissa (inflaatioero kauppakumppanimaiden hyväksi oli vielä 6 % tämän vuoden alkukuukausina).

Talouspolitiikalla pienet toimintamahdollisuudet

Pankit saivat vuoden 2015 aikana varoja runsaasti kotitalouksien ja yritysten talletuksina, ja pankkien velka keskuspankille vähentyi huomattavasti. Pankkien luotonanto puolestaan kohdistui viime vuonna samalla tavoin niin valtion kuin yritysten rahoittamiseen, ja yritysluotonanto itse asiassa väheni huomattavasti vuodesta 2014.

Yritykset ovat hoitaneet supistuneiden investointiensä rahoituksen yhä useammin omista varoistaan. Rahapolitiikan vaikutus yritysten luotonottoon on edelleen epäselvä. Keskuspankki on pitänyt ns. avainkorkonsa 11 prosentissa elokuusta lähtien, kun taas inflaatio on hidastunut tänä talvena 15 prosentista 8 prosenttiin.

Valtiontalouden tilanne on tiukentunut entisestään. Valtiontalouden tulot pysyivät viime vuonna nimellisruplissa ennallaan (öljy- ja kaasuverotulojen supistuttua viidesosalla) eli vähenivät reaalisesti todella paljon. Valtiontalouden vaje syveni yli 3,5 prosenttiin BKT:stä, vaikka menotkin vähenivät reaalisesti. Tämän vuoden budjettitulonäkymä on lähes yhtä niukka kuin viime vuonna, jos öljyn hinta ja BKT ovat ennusteen mukaisia. Nykyisellä valtiontalouden menoarviollla vaje kasvaisi lähes 4 prosenttiin BKT:stä.

Hallitus pyrkii lisäämään valtion varoja pienempien verojen korotuksilla, valtionyritysten osingoilla ja valtionyritysten osakkuuksien myynnillä. Myös öljy-yritysten verotuksen lisääminen on ollut harkinnassa. Tämän ohella maan johto on asettanut menojen karsintatavoitteita (pl. lähinnä sosiaalimenot, jotka kuitenkin ovat ylivoimaisesti suurin menoluokka), ja päätöksiä odotetaan kevään mittaen. Suomen Pankin ennusteen öljyn hintaoletuksen ja BKT-arvion perusteella vuosi 2017 näyttäisi jonkin verran paremmalta, mutta valtion vajetta syntyy vielä hieman, vaikka valtiontalouden menot pidettäisiin nimellisesti samansuuruisina kuin nykyinen tämän vuoden menoarvio on. Valtiontaloudessa ei siten ole näköpiirissä reaalista elvytysvaraa ennustejaksolla.

Vajeen rahoittamiseksi valtion ei tarvitsisi käyttää reservirahastoaan täysin loppuun tänä vuonna. Pahimman varalle on myös ehdotettu mahdollisuutta kattaa vajetta kansallisen hyvinvoinnin rahaston vapaista varoista (rahaston muut varat ovat sitoutuneet myönnettyihin pankkitukiin sekä hanke- ja yritysluottoihin). Luotonottoa ei näillä rahoitusresepteillä välttämättä tarvittaisi.

Ennusteriskit eivät ole vähentyneet

Öljyn hinta muodostaa edelleen tärkeän ennusteriskin, sillä sen muutokset oletetusta hintaurasta ylös- tai alaspäin vaikuttaisivat luonnollisesti talouteen sekä ruplaan, inflaatioon että tuontiin.

Geopoliittisiin jännitteisiin voi tulla muutoksia, niin myönteisiä ja vaikutukseltaan hitaahkoja kuin kielteisiä ja vaikutukseltaan nopeahkoja. On otettava huomioon myös jatkuva riski muista tapahtumista, jotka saisivat pääomavirran Venäjältä lisääntymään ja heikentämään ruplaa ja tuontia.

Jos kotitalouksien jyrkkä kääntyminen säästämisen suuntaan viime vuonna muuttuisi vastakkaiseen suuntaan, yksityinen kulutus kehittyisi arvioitua paremmin jo vuonna 2016. Valtiontalouden menojen lisäykset ovat menojen karsimistavoitteista huolimatta mahdollisia lähestyttäessä syyskuun 2016 duuman vaaleja ja maaliskuun 2018 presidentinvaaleja. Tämä parantaisi talouden kehitystä mutta vain suhteellisen lyhyen aikaa, ja myöhempi aika toisi valtiontalouden sopeutumispaineet ilmi entistä suurempina.

Avainsanat

- [ennuste](#)
- [Venäjä](#)
- [BOFIT](#)

Voiko Kiinan BKT-tilastoihin luottaa?

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2016 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Talouden ja markkinoiden epävarmuuden lisääntymisestä huolimatta Kiinan BKT-tilastot näyttävät yhä lähes 7 prosentin kasvua, joka on virallisten kasvutavoitteiden mukainen. Tilastojen mukaan kasvun hidastuminen on ollut huomattavan tasaista. Tämä on jälleen lisännyt epäluuloja Kiinan BKT-tilastoja kohtaan. Vaikka kiinalaistilastojen kattavuudessa ja läpinäkyvydessä on huomattavasti parannettavaa, viimeaikaiset tutkimukset eivät yleisesti löydä näyttöä BKT-lukujen merkittävästä tai systemaattisesta vääristelystä.

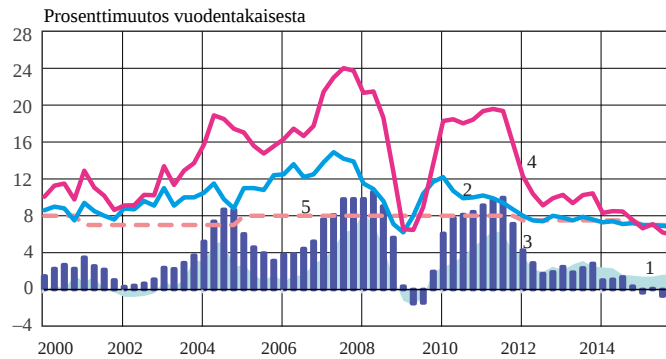


Keskustelu Kiinan BKT-lukujen paikkansapitävyydestä on jälleen kiihtynyt. Nimellisen BKT:n kasvun hidastumista alle reaalikasvun on pidetty yhtenä merkinä siitä, että BKT:n kehitys olisi todellisuudessa painunut alle raportoidun noin 7 prosentin. Nimellinen BKT:n kasvu on viime vuosina vaihdellut merkittävästi enemmän kuin reaalikasvu ja hidastunut huomattavasti nopeammin (kuvio 1). Epäsuorasti laskettu BKT:n deflaattori muuttui vuonna 2015 negatiiviseksi, mikä johtuu ennen kaikkea siitä, että teollisuuden ja rakentamisen hinnat ovat laskeneet entistä jyrkemmin (kuvio 2).

Kuvio 1.

Kiinan BKT:n kasvu on hidastunut

1. Kuluttajahintainflaatio
2. Reaalinen kasvu
3. BKT:n deflaattori
4. Nimellinen kasvu
5. BKT:n kasutavoite

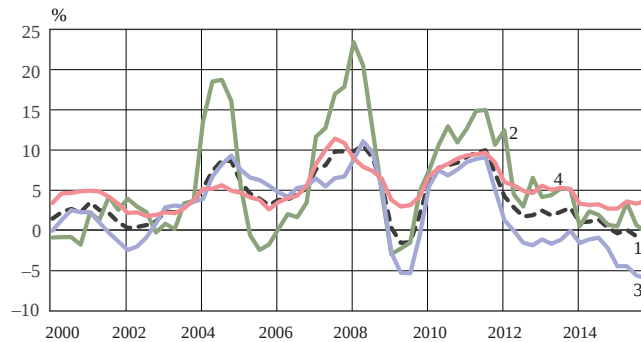


Lähteet: Kiinan tilastovirasto ja Suomen Pankki.
2.3.2016
eurojalous.fi

Kuvio 2.

Deflaattorien kehitys BKT:n alarissä

1. BKT
2. Maa- ja metsätalous
3. Teollisuus ja rakentaminen
4. Palvelut

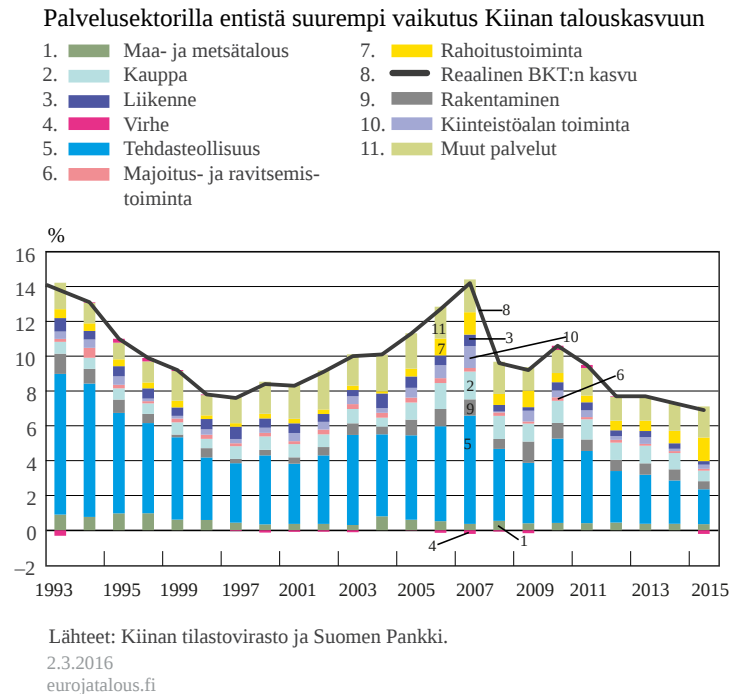


Lähteet: Kiinan tilastovirasto ja Suomen Pankki.
2.3.2016
eurojalous.fi

Kiinan BKT-tilastoissa on useita yleisesti tiedossa olevia puutteita. Kiinan kokoisessa taloudessa, jonka rakenteet muuttuvat nopeasti, talouden koon luotettava mittaaminen on kaiken kaikkiaan hyvin hankalaa. Maan tilastoviraston BKT:n rakenteeseen tekemät tarkistukset ovat järjestään korjanneet palvelusektoria suuremmaksi, mutta BKT:n tilastointi todennäköisesti aliarvioi yhä palvelusektorin koon. Erään arvion mukaan palvelusektori olisi noin 20 % ja koko bruttokansantuote 10 % nykyisin tilastoitua

suurempi.^[1] Tällä hetkellä ennen kaikkea palvelualat ylläpitävät Kiinan nopeaa kasvua (kuvio 3). Vuonna 2015 erityisesti rahoitussektori koheni nopeasti.^[2]

Kuvio 3.



Kiinan talouspolitiikassa BKT:n kasvutavoite on tärkeä ohjenuora, ja politiikan menestystä mitataan tavoitteen saavuttamisella. Tämä heikentää tilastoviraston julkaisemien BKT-tilastojen uskottavuutta. Kiinan tilastovirasto ei julkaise virallista BKT:n deflaattoria. Painottamalla hinnanmuutoksia hieman eri tavoin viranomaisilla on ainakin teoriassa mahdollisuus vaikuttaa julkaistavaan reaalisen kasvun lukuun ja saada se vastaamaan paremmin kasvutavoitetta. Suhteellisen yleinen näkemys on, että Kiinan virallisia lukuja silotetaan hieman.^[3] Pääosin viimeaikaiset tutkimukset eivät kuitenkaan löydä näyttöä systemaattisista virheistä virallisissa BKT-luvuissa muihin makrotalouden indikaattoreihin verrattaessa.^[4] Pidemmällä aikavälillä BKT:tä pidetään suhteellisen luotettavana Kiinan talouskehityksen kuvaajana.

1. Rosen – Bao (2015). Kiinassa on käytössä SNA 1993 -tilastointistandardi, joka kattaa uudempaa standardia suppeammin mm. rahoitus- ja kiinteistösektorin sekä tutkimus- ja tuotekehitysmenot. Tilastoviranomaiset ovat ilmaisseet aiheensa siirtyä käyttämään uudempaa SNA 2008 -standardia, jolloin palvelusektorin osuus taloudessa kasvaisi ja teollisuuden kasvun hidastumisella olisi pienempi vaikutus BKT:n kokonaiskasvuun.

2. Vuonna 2015 rahoitussektori kasvoi 16 %. Rahoitussektorin nopea kehitys johtuu osaltaan vuoden 2015 osakemarkkinabuumista. Rahoitussektorin kasvuvauhdin normalisoituessa runsaaseen 9 prosenttiin (keskiarvo vuosina 2010–2014) hiljenisi koko BKT:n kasvuvauhti noin 0,5 prosenttiyksikköä.

3. Ks. esim. Nakamura – Steinsson – Liu (2014).

4. Ks. mm. Holz (2014) ja Mehrotra – Pääkkönen (2011). Angus Maddison ja Harry Wu ovat ehkä tunnetuimmat Kiinan virallisten tilastojen kritisoijat. He ovat laskeneet Kiinalle vaihtoehdoisen BKT-sarjan, jossa keskimääräinen vuosikasvu 1992–2003 oli 8,7 %, virallisen 9,9 prosentin sijaan. Ks. Maddison – Wu (2008). Fernaldin ym. (2015)

Koska BKT-tilastot aiheuttavat epäluuloja, useat tutkimuslaitokset käyttävät Kiinan talousseurannassa myös vaihtoehtoisia indikaattoreita.^[5] Nämä tuovat keskusteluun lisänäkökohtia, mutta niiden kattavuus ei ainakaan tällä hetkellä riitä korvaamaan BKT:tä kokonaistalouden kehityksen kuvaajana. Suurin ongelma vaihtoehtoisten indikaattorien tapauksessa on, etteivät ne pysty ottamaan huomioon Kiinan talouden rakennemuutosta. Ne kuvaavat pääosin raskaan teollisuuden, rakentamisen ja ulkomaankaupan kehitystä eivätkä pysty riittävästi ottamaan huomioon palvelusektorin ja yksityisen kulutuksen kasvua.

Lähteet:

Fernald, J. – Hsu, E. – Spiegel, M. M. (2015) Is China fudging its figures? Evidence from trading partner data. BOFIT DP 29/2015.

Holz, C. A. (2014) The Quality of China's GDP Statistics. *China Economic Review*, 30, 309–338.

Maddison, A. – Wu, H. X. (2008) Measuring China's Economic Performance. *World Economics*, 9(2),13–44.

Mehrotra, A. – Pääkkönen, J. (2011) Comparing China's GDP statistics with coincident indicators. *Journal of Comparative Economics*, 39, 406–411.

Nakamura, E. – Steinsson, J. – Liu, M. (2014) Are Chinese Growth and Inflation Too Smooth? Evidence from Engel Curves. NBER WP 19893.

Rosen, D. H. – Bao, B. (2015) An independent look at China's economic size. Center for Strategic & International Studies.

Avainsanat

- [Kiina](#)
- [tilastot](#)
- [bruttokansantuote](#)
- [BOFIT](#)

mukaan Kiinan BKT-luvut ovat muihin indikaattoreihin verrattaessa olleet vuoden 2008 jälkeen luotettavampia kuin aiemmin.

5. Ehkäpä tunnetuin näistä on nykyisen pääministerin Li Keqiangin mukaan nimetty indeksi, joka koostuu sähkönkulutuksen, rautatierahdin ja lainanannon kehityksestä.

Intia erottuu edukseen

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2016 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Maailmantalouden kasvua kannatelleet BRICS-maat (Brasilia, Venäjä, Intia, Kiina ja Etelä-Afrikka) ovat vastatulessa. Kiinassa kasvu hidastuu, Brasiliassa ja Venäjällä talous supistuu ja Etelä-Afrikan talouskehitys on vaimeaa. Tässä joukossa 1,3 miljardin asukkaan Intia erottuu edukseen. Intian talouden kasvuvauhti on voimistumassa ja oli Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) ennusteen mukaan 7,3 % vuonna 2015. IMF ennustaa Intian kasvun kiihtyvän vuosikymmenen loppuun mennessä lähelle 8:aa prosenttia, mikä vahvistaa maan asemaa maailman nopeimmin kasvavana suurena taloutena.



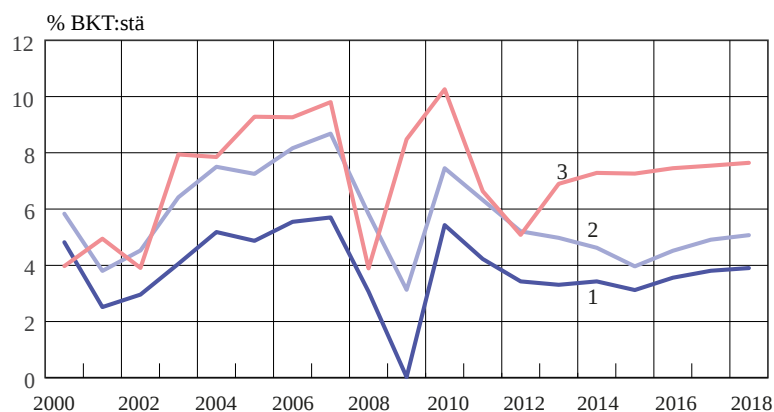
Markkinahintaisella BKT:llä mitattuna Intia on maailman seitsemänneksi suurin ja ostovoimakorjatulla BKT:llä mitattuna maailman kolmanneksi suurin talous. Elintasoltaan Intia on kuitenkin kaukana jäljessä esimerkiksi Kiinasta, jossa ostovoimakorjattu asukaskohtainen BKT on lähes nelinkertainen verrattuna Intiaan.^[1]

1. Ostovoimakorjattu asukaskohtainen BKT oli IMF:n arvion mukaan vuonna 2015 Intiassa noin 6 200 dollaria ja Kiinassa noin 24 000 dollaria. Intian talouden luvut on laskettu budjettivuosille. Budjettivuosi on huhtikuun alusta seuraavan vuoden maaliskuun loppuun.

Kuvio 1.

Intian talouden kasvuvauhti erkaantunut nousevien talouksien vauhdista

1. Maailma*
2. Nousevat ja kehitysmaat*
3. Intia*



* IMF:n ennuste vuodesta 2015 eteenpäin.

Lähde: IMF.

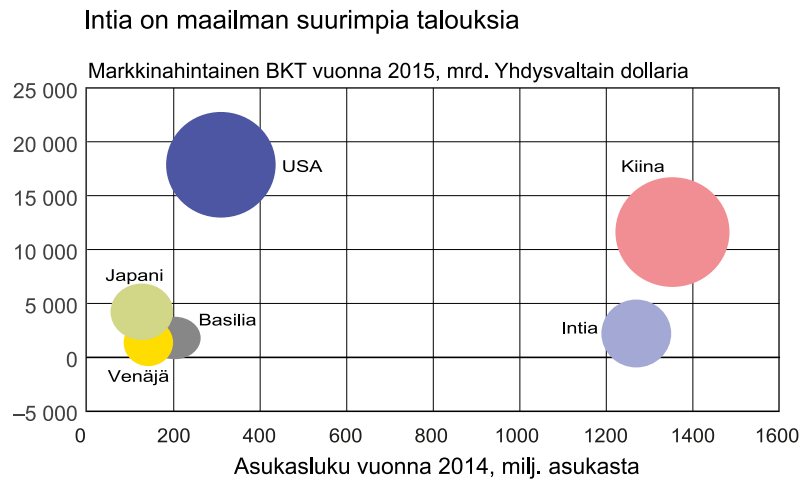
8.3.2016

eurojatalous.fi

Intia on hyötynyt merkittävästi öljyn hinnan laskusta. Hinnan aleneminen on vahvistanut maan vaihtotasetta ja julkisen sektorin tasapainoa sekä hillinnyt inflaation kiihtymistä. Lisäksi talouspolitiikan toimet mm. kilpailun esteiden poistamiseksi ja rahapolitiikan uskottavuuden vahvistamiseksi ovat lisänneet luottamusta Intian tulevaisuuteen. Investointien ja kotimaisen kysynnän odotetaan nopeuttavan kasvua.

Kiinan markkinoiden turbulenssi on vaikuttanut Intiaan maltillisesti. Intia on raaka-aineiden nettotuojaa, eikä se ole voimakkaasti riippuvainen Kiinan tuonnista. Lisäksi makrotaloudellisen tilanteen vahvistuminen on suojannut Intiaa kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden heilahtelujen lisääntymiseltä.

Kuvio 2.



Ympyrän koko kuvaa ostovoimakorjattua BKT:tä vuonna 2015.

Lähde: IMF.

8.3.2016

eurojatalous.fi

Nopeampi kasvu vaatisi rakenneuudistuksia

Intia on edelleen köyhä talous, jossa maataloussektorin merkitys on suuri. Intian väestöstä 21 % – eli 275 miljoonaa ihmistä – elää köyhyysrajan^[2] alapuolella. Maataloussektorin osuus Intian BKT:stä on noin 20 %, ja sektori työllistää puolet Intian työvoimasta.

Jos maatalouden tuottavuutta lisättäisiin ja työvoimaa siirtyisi paremman tuottavuuden tehdateollisuuteen ja rakentamiseen, Intian talouden kasvua olisi mahdollista nopeuttaa.

Talouden rakenteellinen muutos vaatisi kuitenkin merkittäviä uudistuksia. Keskeisiä ovat köyhyyden vähentäminen ja koulutus- ja terveyspalveluiden parantaminen. Kasvua rajoittavat esimerkiksi infrastruktuurin pullonkaulat, maaomaisuuden hallinnan haasteet, työ- ja hyödykemarkkinoiden jäykkyudet sekä yritysten heikko toimintaympäristö.

Toukokuussa 2014 Intiassa tuli valtaan pääministeri Modi, joka on aloittanut merkittävän uudistusohjelman. Monilta osin uudistusten toimeenpano on kuitenkin ollut hidasta.

Riskit varjostavat kasvunäkymiä

Vaikka Intian kasvuennusteet ovat vahvoja, arvioitua heikomman kehityksen riskit ovat merkittäviä. Etenkin ympäröivän maailmantalouden heikkeneminen, viennin kasvun

2. Maailmanpankin määritelmä vuodelta 2011 on 1,9 Yhdysvaltain dollaria/päivä.

hidastuminen ja pääomavirtojen kääntyminen maasta pois vaikeuttaisivat Intian investointien rahoitusta sekä hankaloittaisivat vaihtotase- ja budjettitilannetta.

Sisäisesti suurimmat riskit liittyvät rahoitussektoriin sekä talouden uudistusten toimeenpanoon. Intian yrityssektori on velkaantunut, ja etenkin julkisen sektorin omistamien pankkien (76 % Intian pankkisektorista) taseet ovat heikentyneet. Pankkisektorin riskien noteeraaminen, pankkien pääomittaminen ja hallinnon uudistukset ovat tärkeitä, jotta taataan pankkien kyky rahoittaa kasvulle kriittisiä investointeja.

Toisena sisäisenä riskinä on hallituspuolueen kyky viedä uudistusohjelmaa eteenpäin ja purkaa kasvua rajoittavia talouden rakenteita.

Huolimatta kohtalaisen vakaista kasvunäkymistä, Intian kehitys on vielä kaukana Kiinan kasvutarinasta.

Lähteet:

IMF (2016) India – Selected Issues.

IMF (2016) India – Staff Report for the 2016 Article IV Consultation.

Mohan – Kapur (2015) Pressing the Indian Growth Accelerator: Policy Imperatives. IMF Working Paper 15/53.

World Bank (2016) Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency.

World Bank (2015) India Development Update, Fiscal Policy for Equitable Growth.

Avainsanat

- [Intia](#)
- [talouden rakenteet](#)
- [talouskehitys](#)

Autoteollisuuden merkitys EU-maissa

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2016 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Autoteollisuuden vaikutus bruttokansantuotteeseen ja työllisyyteen on EU:ssa suurin Saksassa ja joissain itäisen Keski-Euroopan maissa. Näissä maissa autoteollisuuteen kohdistuvalla sokilla voi olla tuntuja vaikutuksia kansantalouden kannalta. Autoteollisuuden osuus EU:n tavaraviennistä on noin 10 %.



Syksyllä 2015 saksalaiseen autonvalmistajaan Volkswageniin liittynyt päästöskandaali herätti kysymyksiä ja huolia EU:n autoteollisuuden tilasta ja näkymistä. Mahdollisia makrotaloudellisia vaikutuksia voidaan arvioida tarkastelemalla autoteollisuuden^[1] merkitystä EU-maissa kansantalouden tilinpidon ja ulkomaankauppatilastojen avulla.

Autoteollisuus merkittäväintä Saksan ja itäisen Keski-Euroopan talouksille

Autoteollisuuden osuus bruttoarvonlisästä oli vuonna 2013^[2] EU-maissa suurin Tšekissä, Saksassa, Unkarissa ja Slovakiassa, joissa se vaihtelee 4 prosentin molemmin puolin (kuvio 1). Tämä osuus on yli kaksinkertainen EU-maiden ja euroalueen keskiarvoon (noin 1,5 %) verrattuna.

Vaikka autoteollisuudella on esimerkiksi Tšekissä pitkät perinteet, autoteollisuuden nykyinen merkitys itäisen Keski-Euroopan maissa on ulkomaisten – erityisesti saksalaisten – autonvalmistajien investointien ansiota. Toisaalta perinteikkäissä autoteollisuusmaissa Ranskassa ja Italiassa autoteollisuuden osuus bruttoarvonlisästä on

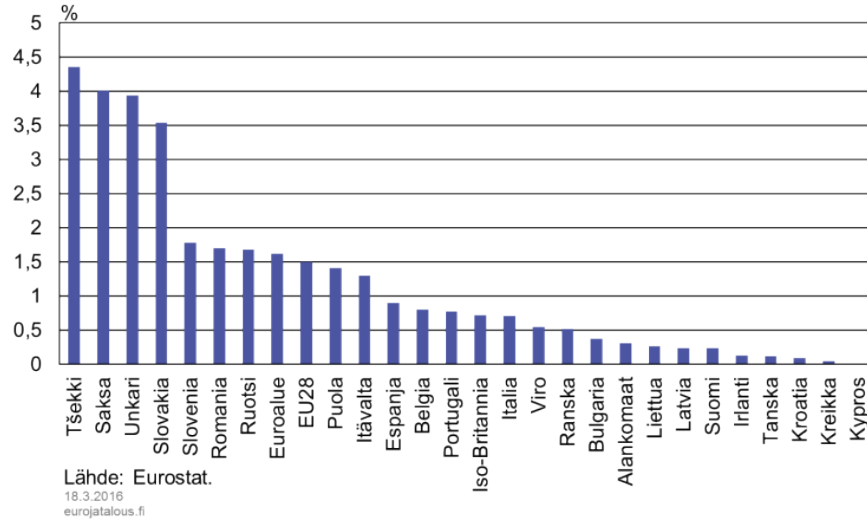
1. Autoteollisuuteen luetaan tässä moottoriajoneuvojen ja perävaunujen sekä niiden osien ja tarvikkeiden valmistus.

2. Uusin kattava tieto teollisuudenalan tarkkuudella.

suhteellisen pieni: Ranskassa vain noin 0,5 % ja Italiassa noin 0,7 %. Espanjassa osuus on lähes prosentin, mihin itäisen Keski-Euroopan maiden tapaan ovat myötävaikuttaneet erityisesti saksalaisten investoinnit.

Kuvio 1.

Autoteollisuuden osuus bruttoarvonlisästä EU-maissa vuonna 2013



Esitetyt tiedot (kuvio 1) todennäköisesti jonkin verran aliarvioivat autoteollisuuden osuutta bruttoarvonlisästä, koska ne eivät kata kaikkia autoteollisuuden panoksia, kuten esimerkiksi renkaiden. Lisäksi autoteollisuuden kokonaisvaikutukset BKT:hen ovat sen bruttoarvonlisäosuutta suurempia ns. kerroinvaikutuksen vuoksi. Tämä tarkoittaa sitä, että autoteollisuuden työntekijöilleen ja omistajilleen tuottamat palkka- ja pääomatulot luovat uutta kysyntää kotimaisille tavaroille ja palveluille, joiden tuottamisesta syntyneet tulot puolestaan luovat edelleen uutta kysyntää jne. Tätä vaikutusta ei tässä tarkastelussa ole arvioitu.

Autoteollisuus työllistää EU-maissa

Kun tarkastellaan EU-maissa autoteollisuuden työntekijöiden osuutta kaikista työllisistä vuonna 2013, havaitaan teollisuudenalan merkittävyys myös työllistäjänä (kuvio 2). Autoteollisuuden työntekijöiden osuus koko EU-alueen työllisistä on runsaat 1 %, mikä merkitsee vajaata 2,4 miljoonaa työntekijää. Euroalueella autoteollisuuden työntekijöiden osuus kaikista työllisistä on suurin piirtein sama kuin koko EU-alueellakin.

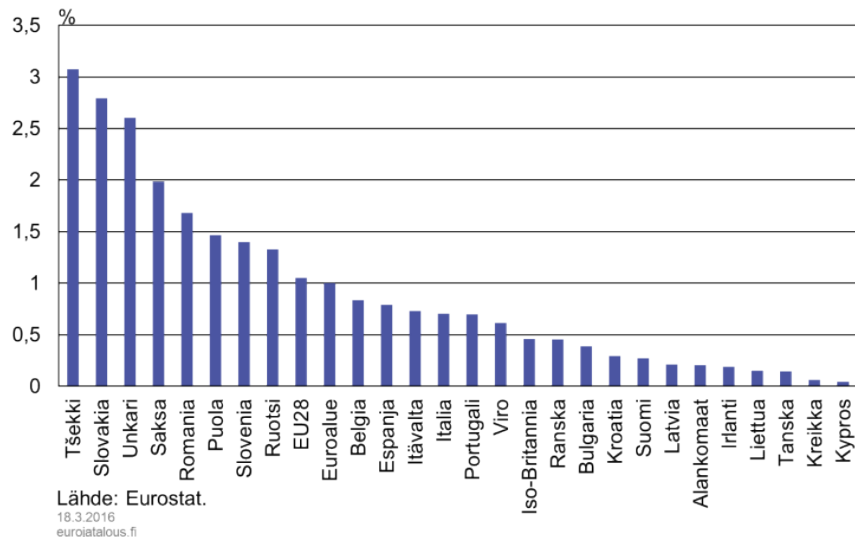
Autoteollisuuden työntekijöiden osuus työllisistä on suurin Tšekissä (runsas 3 %), seuraavina ovat Slovakia, Unkari ja Saksa. Autoteollisuuden osuus työllisistä on pienempi kuin sen osuus bruttoarvonlisästä, koska se on pitkälti automatisoitua, jolloin työvoimaa tarvitaan suhteellisesti vähemmän kuin monella muulla alalla.

Tuottavuuden kasvu edellyttää panostusta tutkimukseen ja kehitykseen. Autoteollisuuden tutkimus- ja kehityksenot olivat vuonna 2014 noin 40 mrd. euroa,

mikä vastaa suunnilleen neljännestä kaikista EU:n teollisuusyritysten tutkimus- ja kehittämismenoista.^[3]

Kuvio 2.

Autoteollisuuden työntekijöiden osuus työllisistä EU-maissa vuonna 2013



Autoteollisuuden osuus noin 10 % EU:n tavaranviennistä

Noin 30 % EU:n autoteollisuuden tuotannosta meni vuonna 2014 vientiin.^[4] Kun tarkastellaan eri maihin vietyjen autoteollisuustuotteiden osuutta EU:n kokonaistavaranviennin arvosta vuonna 2014, havaitaan, että autoteollisuuden osuus EU-alueen ulkopuolelle suuntautuvasta viennistä on runsas 10 % (kuviot 3). Yhdysvallat on EU:n autoteollisuuden tärkein yksittäinen vientimaa. Noin 22 % autoteollisuuden viennistä EU-alueen ulkopuolelle suuntautuu Yhdysvaltoihin. Toiseksi tärkein vientimaa on Kiina, jonka osuus on vajaa viidennes. Koska Yhdysvaltain ja Kiinan osuudet ovat näin huomattavat, EU:n autoteollisuus muodostaa yhden kanavan, jota pitkin näistä maista peräisin olevat kysyntäsokit välittyvät EU-alueelle. Muita tärkeitä vientimaita ovat Venäjä, Turkki, Sveitsi ja Japani.

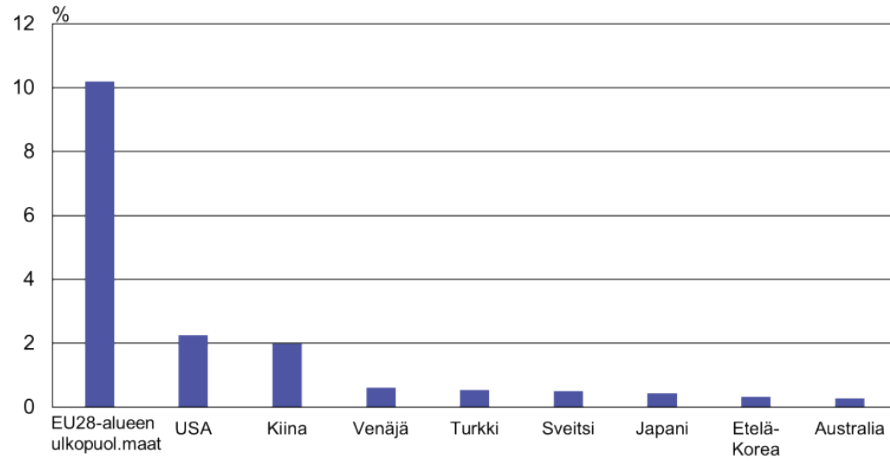
Viennin lisäksi eurooppalaisilla autonvalmistajilla on merkittävää tuotantoa EU-alueen ulkopuolella. Vastaavasti Euroopassa on ulkomaisten – etenkin japanilaisten – autonvalmistajien tuotantoa.

3. Euroopan komissio (2015) The 2015 EU Industrial R&D Investment Scoreboard. JRC/DG RTD.

4. Eurostat Europroms.

Kuvio 3.

Eri maihin vietyjen autoteollisuustuotteiden osuus EU:n kokonaistavaransiennin arvosta vuonna 2014



Lähde: Eurostat.
eurojatalous.fi
18.3.2016

Kaiken kaikkiaan autoteollisuudella on merkitystä EU-maissa. Koska teollisuudenala on tärkein Saksalle ja joillekin itäisen Keski-Euroopan maille, autoteollisuuteen kohdistuvalla sokilla voi olla tuntuja vaikutuksia niiden kansantalouksiin. Näistä maista lähinnä Saksaan kohdistuvat vaikutukset olisivat merkittäviä koko EU-alueen kannalta. Autoteollisuuden osuus bruttoarvonlisästä Saksassa on silti selvästi pienempi kuin esimerkiksi rahoituspalveluiden osuus Isossa-Britanniassa (vajaa 7 % vuonna 2013).^[5]

Avainsanat

- bruttoarvonlisä
- työllisyys
- vienti
- autoteollisuus

5. ONS (2014) An International Perspective on the UK - Gross Domestic Product. ONS:n esittämä luku perustuu OECD:n tietoihin.