



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Euro & talous 1 • 2017

Julkaisupäivä 30.3.2017

25. vuosikerta

Julkaisu ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

Päätoimittaja

Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto

Jenni Hellström, puheenjohtaja

Hanna Freystätter

Juha Kilponen

Paavo Miettinen

Elisa Newby

Jouko Vilmunen

Petri Uusitalo, sihteeri

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

Kirjoittajat

Hanna Freystätter

Juhana Hukkinen

Pasi Ikonen

Eeva Kerola

Jarmo Kontulainen

Tomi Kortela

Mika Kortelainen

Kimmo Koskinen

Helinä Laakkonen

Sami Oinonen

Alexi Paavola

Seija Parviainen

Jouko Rautava

Heli Simola

Lauri Vilmi

Kuviot ja taulukot

Heli Honkaharju

Toimitus

Suomen Pankin kielipalvelutoimisto ja
viestintäyksikkö

Uutiskirjeiden tilaukset

eurojatalous.fi

Julkaisun aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-5862 (verkkójulkaisu)

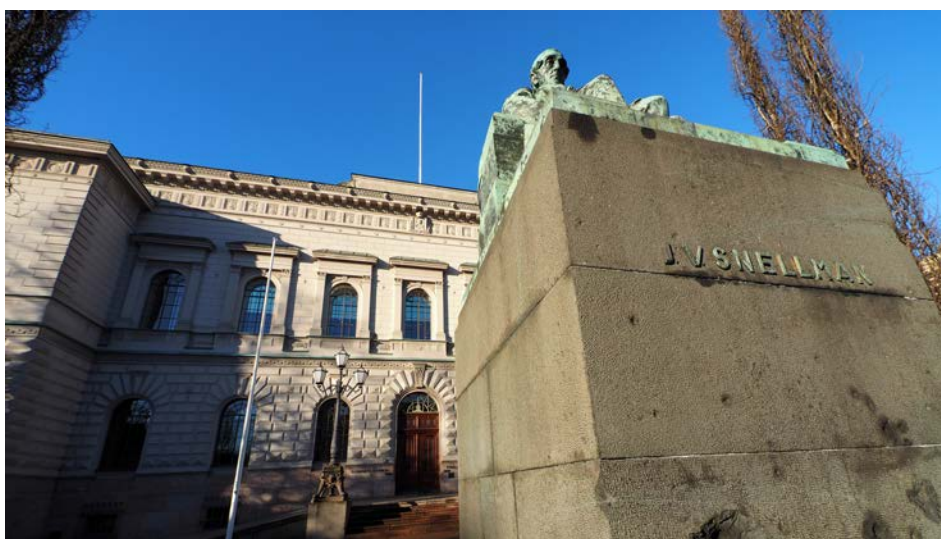
Sisältö

EKP:n rahapolitiikka jatkuu poikkeuksellisen keveänä	3
Maailmantaloudessa suotuisaa kehitystä ja uusia huolia	6
Maailmantalous kasvaa vakaasti	25
Laskelma Yhdysvaltain talouspoliittisista suunnitelmista	36
Väliaikaiset tekijät ovat kiihdyttäneet euroalueen inflaatiota	40
Nousevien ja laskevien hintojen yleisyys euroalueella	45
Euroalueen rahamarkkinat muutosten kourissa	49
Ovatko markkinoiden inflaatio-odotukset voimistuneet?	54

EKP:n rahapolitiikka jatkuu poikkeuksellisen keveänä

30.3.2017 11:00 • EURO & TALOUS 1/2017 • PÄÄKIRJOITUS

Euroalueen talouskasvu on jatkumassa laaja-alaisena. Alueen BKT on kasvanut yhtäjaksoisesti jo neljä vuotta. EKP:n rahapolitiikka on tukenut kehitystä vahvasti, kun yritysten ja kotitalouksien rahoituskustannukset ovat kaikkialla pienentyneet. Pankkien antolainauskorot ovat historiallisen matalat, mikä on vahvistanut luotonannon kasvua. Kun työttömyys on vähentynyt ja kotitalouksien tulojen kehitys parantunut, on myös luottamus tulevaan talouskehitykseen euroalueella vahva. Kevyt rahapolitiikka on myös suojannut euroalueen talouskasvua kansainvälisen epävarmuuden lisääntymisen negatiivisilta vaikutuksilta, tukenut rahoitussektorin tervehdyttämistä ja edesauttanut velkaantumisen vähenemistä.



Rahapoliittisten toimien vaikutuksen välittyminen talouteen tukee myös kotimaista kysyntää. Yritysten kannattavuuden paraneminen edistää investointien elpymistä. Suhdannetilanteen paraneminen ja alentuneet korkomenot ovat tukeneet myös euroalueen maiden julkisia talouksia. Kun lisäksi on nähtävissä merkkejä, että maailmantalouden koheneminen on jonkin verran vahvistunut ja maailmankauppa piristynyt, talouskasvun odotetaan jatkuvan suotuisana. Maailmantalouden odotetaan kasvavan runsaan 3 prosentin vauhtia lähivuosina.

Inflaatio on nopeutunut euroalueella noin 2 prosenttiin lähinnä öljyn hinnan vaikutuksesta ja samalla deflaation riskit ovat vähenemässä. Taloudessa on kuitenkin vapaata kapasiteettia, ja palkkakehitys on edelleen maltillista. Kun lisäksi inflaatio-

odotukset jatkuvat vaimeina, keskipitkän aikavälin inflaation nopeutumisesta on vain vähän merkkejä. Euroalueella tarvitaan yhä rahapolitiikkaa, joka tukee kasvua erittäin vahvasti, jotta pohjainflaation nopeutumispaineet lisääntyvät ja tukevat inflaatiota keskipitkällä aikavälillä.

Kun niin kasvun kuin inflaationkin riskitekijät voittopuolisesti painottuvat ennustettua heikomman kehityksen suuntaan ja kun erityisesti kansainväliseen talouskehitykseen liittyvä epävarmuus on lisääntynyt, on välttämätöntä, että jo aiemmin käynnistetyt rahapoliittiset toimet toteutetaan täysimääräisesti.

EKP:n neuvosto vahvistikin maaliskuussa, että epätavanomaisia rahapoliittisia toimia on tarkoitus jatkaa joulukuun 2017 loppuun saakka ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes neuvosto katsoo inflaatiovauhdin palautuneen kestävästi tavoitteen mukaiseksi.

On myös otettava huomioon, että jos euroalueen talouden elpyminen jatkuu, inflaatio saattaa nopeutua selvästikin. Inflaation väliaikainen kiihtyminen ei kuitenkaan olisi välttämättä riittävää hintavakauden näkökulmasta. Inflaation tulee nopeutua tavoitetta kohti kestävästi, joten ohimenevä hintojen nousu ei riitä. Inflaation tulee lisäksi toteutua niin, että se pitää itseään yllä. Hintakehityksen tulee toisin sanoen olla tavoitteen mukaista myös tilanteessa, jossa rahapolitiikan nykyinen erittäin kevyt mitoitus poistetaan. Rahapolitiikan tavoitteena oleva hintavakaus on määritelty koko euroalueen kattavalle inflaatiolle. Tämä voi pitää sisällään huomattaviakin maittaisia inflaatioeroja, mikä voi jopa edesauttaa kilpailukykyerojen tasaamista tilanteessa, jossa euroalueen taloudet toipuvat eri tahtia pitkittyneestä kriisien ajanjaksosta.

Lyhyiden ja pitkien korkojen välinen ero on euroalueella viime aikoina suurentunut lyhyiden korkojen laskettua ja pitkien noustua. Rahapolitiikan näkökulmasta on keskeistä varmistaa, ettei pitkien korkojen nopea ja ennenaikainen nousu muodostu talouskasvun esteeksi tilanteessa, jossa kasvu ei vielä ole riittävästi itseään ylläpitävää.

Suomessa talousnäkymät ovat viime aikoina vahvistuneet, mutta talouskasvun ennustetaan pysyvän euroalueen keskiarvoa hitaampana. Suomi hyötyy alueen muiden maiden lailla keveästä rahapolitiikasta, ja muiden euromaiden sekä maailmantalouden talouskasvun vahvistuessa myös Suomen vienti alkaa voimistua. Suomen talouskasvu jatkuu finanssikriisiä edeltäneisiin aikoihin verrattuna maltillisena, mutta kasvun rakenne on muuttumassa monipuolisemmaksi. Yksityinen kulutus sekä investoinnit tukevat edelleen talouskasvua, mutta myös nettoviennin merkitys kasvaa. Julkisen talouden alijäämä supistui Suomessa vuonna 2016. Lähivuosina alijäämän ei ennusteta muuttuvan merkittävästi.

Heikko kustannuskilpailukyky oli yksi syy Suomen viennin poikkeuksellisen suureen supistumiseen vuoden 2008 jälkeen. Viimeksi kuluneiden muutaman vuoden aikana kustannuskilpailukykyyn heikkeneminen on kuitenkin pysähtynyt, kun ansiotason nousuvauhti on Suomessa hidastunut ja euron ulkoinen arvo heikentynyt. Vuoden 2017 alusta voimaan tulleen kilpailukykysovimuksen ennustetaan parantavan kustannuskilpailukykyä tuntuvasti. Viennin ja työllisyyden kannalta on tärkeää, että yksikkötyökustannusten kasvu on hitaampaa kuin kauppakumppanimaisissa lähivuosina myös kilpailukykysovimuksen umpeutumisen jälkeen.

Euroalueen ja Suomen talouskasvun vahvistumisen kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että kansainvälinen kauppa jatkuu vapaana ja häiriöttä. Globalisaation ja vapaan kaupan hyödyt eivät ole jakautuneet kaikkialle yhtä voimakkaasti, ja sopeutumiskustannukset ovat joillakin aloilla tai joissain maissa olleet merkittäviä ja pitkäaikaisia. Tuloerot ovat viime vuosikymmeninä jyrkentyneet kehittyneissä talouksissa, ja osa on menettänyt työpaikkansa talouden rakenteiden muuttuessa. Nyt on pyrittävä huolehtimaan aiempaa paremmin, että taloudellinen eriarvoisuus ja näköalattomuus eivät lisäänty. Koulutuksen merkitys on tässä keskeinen. Koulutus tukee myös työvoiman liikkuvuutta ja sitä kautta työllistymistä. Verotuksella, tulonsiirroilla ja julkisilla palveluilla on niin ikään suuri merkitys työllisyyden kannalta. Myös kilpailua edistävän sääntelyn kehittäminen ja hyvin toimiva rahoitusjärjestelmä tukevat kasvun ja työllisyyden edellytyksiä sekä talouden kykyä sopeutua muuttuviin olosuhteisiin.

Helsingissä 28.3.2017

Erkki Liikanen

Suomen Pankin pääjohtaja

Avainsanat

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

Maailmantaloudessa suotuisaa kehitystä ja uusia huolia

30.3.2017 11:00 • EURO & TALOUS 1/2017 • RAHAPOLITIIKKA

Maailmantalouden kasvu voimistuu vuoden 2016 tilanteeseen verrattuna ja jatkuu reilun 3 prosentin vauhtia vuosina 2017–2019. Luottamuksen koheneminen niin Yhdysvalloissa kuin laajemminkin voimistaa kasvua lyhyellä aikavälillä. Yhdysvaltain kasvu voi vuosina 2018–2019 olla ennustettua nopeampaa, jos uuden hallinnon odotetut kasvua vahvistavat toimet toteutuvat täysimääräisesti. Toisaalta protektionististen toimien näköpiirissä oleva lisääntyminen saattaa heikentää maailmantalouden ja kaupan kasvua oleellisesti.



Kiinan kasvu hidastuu hallitusti ja hillitsee maailmantalouden kasvua vuosina 2018–2019. Kiinan kasvu hidastuu, sillä se muuttuu rakenteeltaan investointivetoisesta kulutukseen perustuvaksi, eikä sitä ylläpidetä keinotekoisesti lisävelalla. Kansainvälisen talouden ennakoitua heikomman kehityksen riskit liittyvät Kiinan velkavetoisen kasvun ennustettua nopeampaan hidastumiseen. Ennusteessa maailmankaupan kasvu voimistuu vuodesta 2016, mutta kohenee vain hieman nopeammin kuin bruttokansantuote.

Euroalue on kasvanut yhtäjaksoisesti jo neljä vuotta. Vakaa maailmantalouden kasvu ja poikkeuksellisen kevyet rahoitusolot tukevat euroalueen suotuisaa kehitystä lähivuosina. Euroalueen kasvun moottorina on toistaiseksi toiminut yksityinen kulutus. Kestävän kasvun edellytyksiä parantavat tuotannolliset investoinnit ovat lisääntyneet vain vaiheasti. Työttömyysaste on alentunut hieman alle 10 prosenttiin, ja julkinen vaje on supistunut. Julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen on pienentynyt hieman vuoden 2014 huipustaan. Yksityisen sektorin velkaantuneisuuden purkaminen on edennyt, mikä osaltaan kohentaa kasvunäkymiä.

Vaikka euroalueen kasvu on viime vuosina ollut kohtuullista, inflaatio on kiihtynyt vasta viime kuukausina. Inflaation viimeaikainen nopeutuminen johtuu pääosin tilapäisistä tekijöistä, kuten öljyn hinnan noususta suhteessa viimevuotiseen. Koska taloudessa on vielä käyttämättömiä voimavaroja, paineet palkkojen ja sitä kautta inflaation merkittävään kiihtymiseen ovat vähäiset.

Euroopan kasvunäkymiä varjostavat Ison-Britannian EU-vetäytymisneuvotteluihin liittyvä epävarmuus, muut talouden aktiivisuutta mahdollisesti vaimentavat poliittiset tapahtumat ja päätökset sekä huoli eräiden euromaiden pankkisektorin tilasta ja julkisen talouden näkymistä. Vaikka EU22-alueen (euroalue, Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska) kasvunäkymiin kohdistuvat riskit painottuvat yhä ennustettua heikomman kehityksen suuntaan, kasvun odotetaan jatkuvan lähivuosina tasaisena, suunnilleen viimevuotista vajaan 2 prosentin vauhtia.

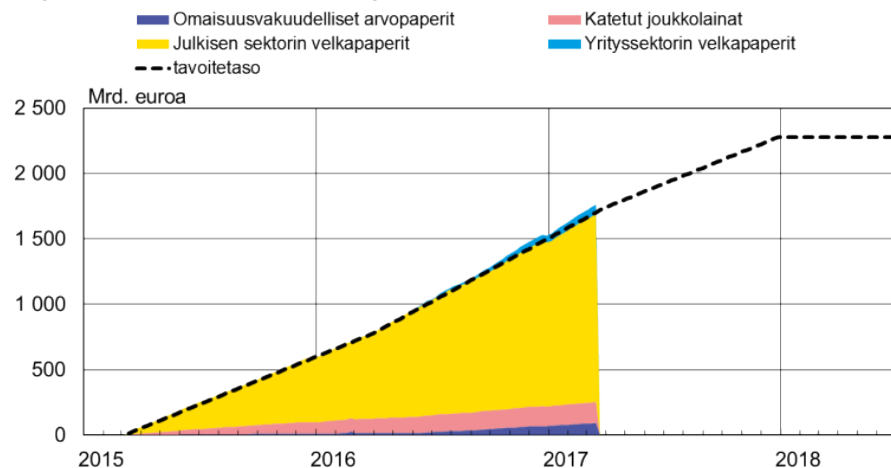
Rahapolitiikka jatkuu poikkeuksellisen kevyenä

Talouskasvu on euroalueella jatkunut laaja-alaisena, mutta inflaatiopaineet ovat edelleen vähäiset. EKP:n neuvosto päätti joulukuun 2016 rahapolitiikkakokouksessaan pidentää laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kestoja vuoden 2017 loppuun. Tarvittaessa ostoja voidaan jatkaa, kunnes inflaatiovauhti on palautunut kestävästi tavoitteeseensa. Samalla neuvosto päätti palauttaa kuukausittaiset rahapoliittiset ostot 60 mrd. euroon huhtikuusta 2017 lähtien. Mikäli talousnäkymät heikkenevät uudelleen tai jos rahoitusmarkkinatilanne ei enää myötävaikuta inflaatiovauhdin nopeutumiseen, ostoja voidaan kasvattaa uudelleen. Ostojen sujuvuuden varmistamiseksi neuvosto päätti lyhentää julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa ostettavien arvopapereiden jäljellä olevan vähimmäisjuoksuajan kahdesta vuodesta yhteen sekä hyväksyä jatkossa ohjelman piiriin sellaisetkin arvopaperit, joiden tuotto alittaa EKP:n talletuskoron.

Kuvio 1.

Laajennettu osto-ohjelma jatkuu vähintään vuoden 2017 loppuun

Laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman hankinnat



Katkoviiva osoittaa joulukuussa 2016 ilmoitetun tavoitetason.

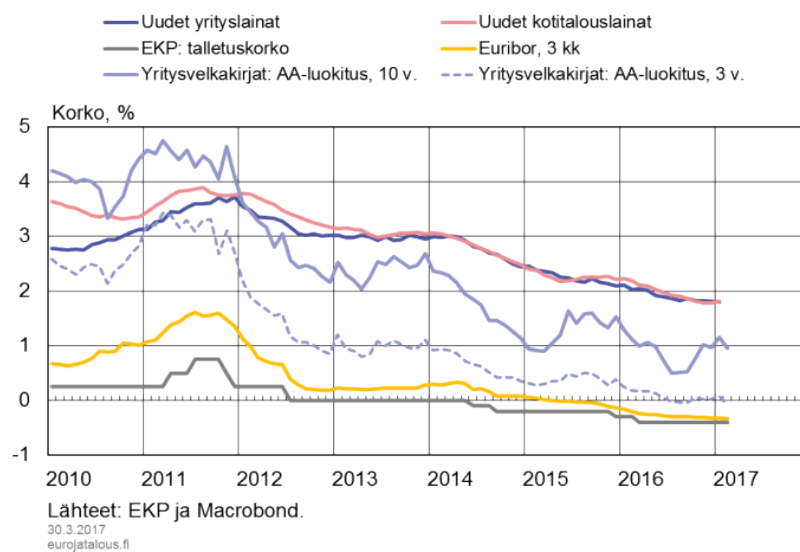
Lähteet: EKP ja Macrobond.

30.3.2017
eurojatalous.fi

Rahapoliittiset korot ovat yhä poikkeuksellisen matalalla. Rahapolitiikan vastapuolille maksettava talletuskorko on maaliskuusta 2016 alkaen ollut $-0,40\%$ ([Euroalueen rahamarkkinat muutosten kourissa](#)). Neuvosto ei odota nostavansa ohjaukorkojaan ennen kuin osto-ohjelma on päättynyt. EKP:n neuvoston maaliskuussa 2016 aloittama sarja kohdennettuja pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita (TLTRO II) loppuu, kun viimeinen erä on toteutettu maaliskuussa 2017. Näissä operaatioissa pankeille on tarjottu edullista rahoitusta neljäksi vuodeksi perusrahoitusoperaatioiden korolla (tällä hetkellä $0,0\%$). Jos pankki on lisännyt tarpeeksi luotonantoaan yrityksille ja kotitalouksille, korko voi laskea samansuuruiseksi kuin lainanottohetkellä vallitseva talletuskorko. Kokonaisuudessaan pankit ovat ottaneet TLTRO II-operaatioissa rahoitusta 740 mrd. euroa.

Kuvio 2.

Rahapoliittiset toimet pitävät korkotason laajasti matalana



Rahapoliittiset toimenpiteet pitävät korkotason laajasti matalana ja yksityisen sektorin rahoitusolot suotuisina. Rahapolitiikan keveys ylläpitää myös varallisuuserien hintoja ja tukee inflaatio-odotusten voimistumista, mikä alentaa reaalikorkoja. Euroalueen valtionlainakorot ovat hieman kohonneet kesästä 2016, mutta ovat yhä keskimäärin matalat.

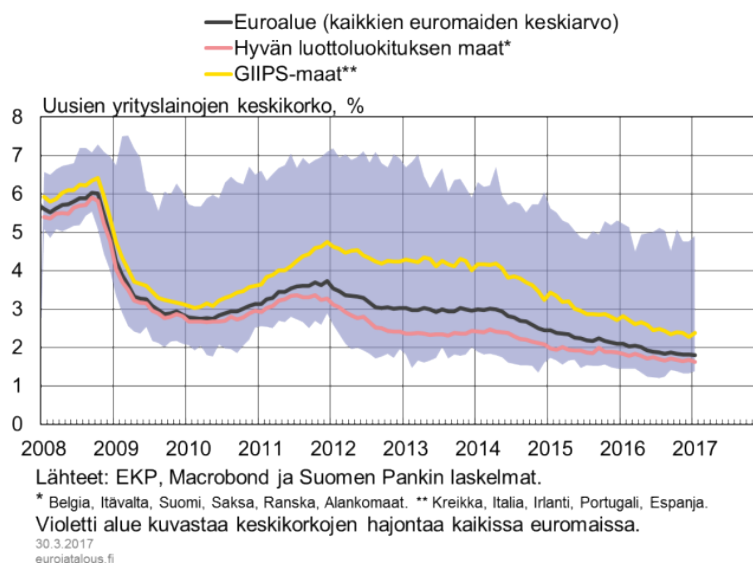
Pankkien antolainauskorot historiallisen matalalla

Uusien pankkilainojen keskikorot alenivat edelleen vuoden 2016 aikana, ja kotitalouslainojen keskikorko laski enemmän kuin yrityslainojen. Uusien yritys- ja kotitalouslainojen keskikorko oli vuoden 2017 alussa hieman alle 2% . Yrityslainojen keskikoron lasku näyttää pysähtyneen syksyn 2016 aikana. Kehitystä vahvisti se, että pankit kiristivät vuoden 2016 viimeisellä neljänneksellä jonkin verran yrityslainojen luottoehtoja.^[1]

1. Kehityksestä tarkemmin EKP:n tammikuussa 2017 julkistamassa pankkien luotonantokyselyssä.

Kuvio 3.

Uusien yrityslainojen keskiporko aleni vuonna 2016



Uusien yrityslainojen korkoero velkakriisistä pahiten kärsineiden maiden (ns. GIIPS-maat eli Kreikka, Irlanti, Italia, Portugali ja Espanja) ja hyvän luottoluokituksen maiden (tässä Alankomaat, Belgia, Itävalta, Ranska, Saksa ja Suomi) välillä pieneni edelleen loppuvuonna 2016. Uusien yrityslainojen keskiporko oli GIIPS-maissa vuoden 2017 alussa noin 2,5 %, mikä on vajaan prosenttiyksikön korkeampi kuin vastaava keskiporko hyvän luottoluokituksen maissa. Kreikassa uusien yrityslainojen keskiporko oli vuoden alussa noin 5 % eli lähes 3 prosenttiyksikköä suurempi kuin vastaava keskiporko Italiassa tai Espanjassa. Euroalueen matalimmat keskiporkot (noin 1,5 %) uusissa yrityslainoissa tilastoitiin vuoden alussa Alankomaissa ja Luxemburgissa. Suomessa vastaavat yrityslainakorot olivat vuoden 2017 alussa euroalueen keskimääräisellä tasolla eli noin 1,8 %. Yritysten markkinaehtoisen rahoituksen hinta eli yritysvelkakirjalainojen korko on yhä poikkeuksellisen matalalla.

Kotitalouslainojen keskiporkot laskivat vuoden 2016 aikana hyvän luottoluokituksen maissa enemmän kuin GIIPS-maissa, ja maaryhmien välinen korkoero leveni muutaman kymmenyksen verran. Uusien kotitalouslainojen keskiporko oli GIIPS-maissa vuoden 2017 alussa noin 2 % ja korkean luottoluokituksen maissa vastaavasti hieman alle 2 %. EKP:n luotonantokyselyn mukaan pankit odottavat niin asunto- kuin kulutusluottojenkin luottoehtojen edelleen keventyvän alkuvuodesta 2017. Hajonta uusien kotitalouslainojen keskiporkoissa kaikkien euromaiden kesken oli vuoden 2017 alussa pari prosenttiyksikköä. Euroalueen korkein uusien kotitalouslainojen keskiporko oli Irlannissa (noin 3 %) ja matalin Suomessa (noin 1 %).

Matala korkotasoa vahvistaa luotonannon kasvua

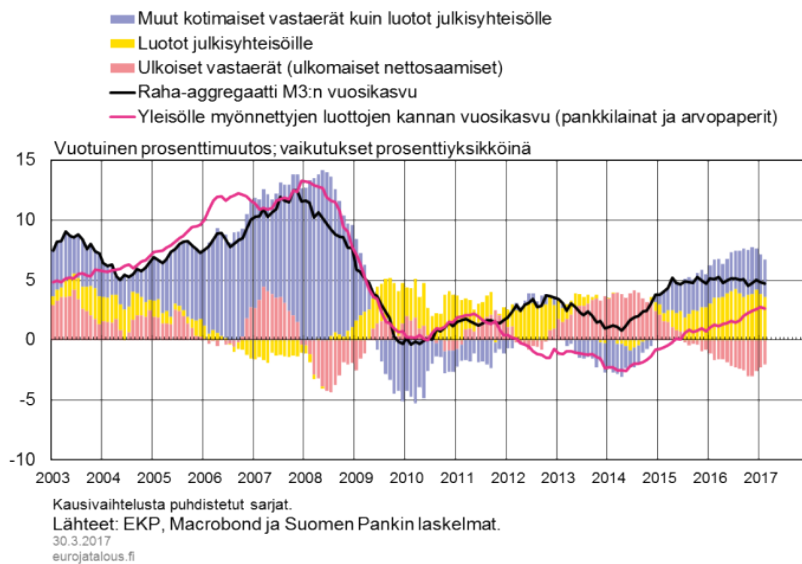
EKP:n rahapoliittiset elvytystoimet alentavat korkotasoa ja tukevat luotonannon kasvua. Laajennettu osto-ohjelma alentaa korkotasoa ostokohteita laajemmin, sillä arvopaperin myyjän on sijoitettava arvopaperien myynneistä saamansa rahat muihin omaisuuseriin. Arvopapereista saatavien tuottojen pienetessä lainanannosta tulee pankeille aiempaa

houkuttelevampaa. Vaikka EKP:n negatiivinen talletuskorko kasvattaa pankkien kustannuksia, se myös kannustaa pankkeja käyttämään rahamarkkinoita likviditeettierojensa tasaamiseen. Matala korkotaso kasvattaa yritysten ja kotitalouksien lainojen kysyntää ja tukee myös sitä kautta taloudellista aktiivisuutta.

Rahoituksen määrällä on yhteys inflaation kehitykseen, reaalitalouteen ja rahoitusmarkkinoiden vakauteen. Kun rahamuuttujat kasvavat, se tarkoittaa yleensä myös reaalitaloudellisen aktiivisuuden lisääntymistä. Jos luotot (pankkilainat ja pankkien sijoitukset yleisön liikkeeseen laskemiin arvopapereihin) kasvavat nopeasti ja samanaikaisesti rahamäärän kanssa, kertoo se yleensä taloudellisen toimeliaisuuden ja hieman pidemmällä aikavälillä myös inflaatiopaineiden lisääntymisestä. Jos uusia luottoja taas otetaan lähinnä erääntyvien luottojen maksamiseen, eikä kulutukseen tai investointeihin, rahan määrä taloudessa ei kasva eikä hintapaineita synny. EKP kiinnittääkin rahoitusmuuttujista erityistä huomiota lainanannon kasvuun.^[2]

Kuvio 4.

Rahapoliittiset toimet tukevat luotonantoa ja kasvattavat rahamäärää



Rahamäärää^[3] ovat viime aikoina entistä enemmän kasvattaneet yksityiselle sektorille myönnetyn luotonannon jatkuva elpyminen ja pankkisektorin pitkäaikaisen velan supistuminen (violetit pylväät kuviossa 4). Pitkäaikaisen velan supistumiseen on vaikuttanut se, että pitkäkestoiset talletukset ovat muuttuneet vähemmän houkutteleviksi alhaisen korkotason ja lyhyiden ja pitkien korkojen eron pienenemisen myötä. EKP:n kohdennetut pitempiäaikaiset rahoitusoperaatiot ovat osaltaan korvanneet pankkien muuta pitkäaikaista rahoitusta.

2. Lainanannon liialliseen kasvuun ja siitä rahoitusvakaudelle aiheutuvaan uhkaan pyritään nykyään puuttumaan ensisijaisesti makrovakaussäilyneillä.

3. Laajimpaan raha-aggregaattiin (M3) lasketaan yleisöllä hallussa olevan käteisen rahan ja pankkitalletusten lisäksi myös rahamarkkinarahasto-osuuksia sekä tiettyjä arvopapereita (yleisön pankeilta takaisinmyyntisopimuksin ostamat arvopaperit ja maturiteetiltaan alle 2 vuoden jälkimarkkinakelpoiset arvopaperit).

Rahamäärää kasvattavana tekijänä toimivat myös luotot julkisyhteisöille (keltaiset pylväät kuviossa 4). Erä pitää sisällään sekä pankkisektorin julkisyhteisöille myöntämät luotot (joiden kanta on viime aikoina vähentynyt) että eurojärjestelmän laajennettuun osto-ohjelmaan kuuluvat julkisen sektorin arvopaperiostot, jotka ovat lisänneet myyjäosapuolten pankkitalletuksia. Vastaavasti rahamäärän kasvua vaimentaa pääoman vienti (vaaleanpunaiset pylväät kuviossa 4). Tähän erään ovat vaikuttaneet mm. EKP:n euroalueen ulkopuolisilta myyjiltä osto-ohjelman mukaisesti tekemät velkapaperiostot, joiden myyntituotot on kotiutettu.

Rahamäärä on euroalueella kasvanut vuoden 2015 alkupuolelta lähtien suhteellisen tasaisesti noin 5 prosentin vuosivauhtia. Vuoden 2016 aikana luotonanto on lisääntynyt samanaikaisesti rahamäärän kanssa. Luottojen määrä taloudessa kasvaa, kun pankit lisäävät lainanantoaan tai ostavat yleisön liikkeeseen laskemia velkapapereita. Vaikka euroalueen pankkisektorin sijoitukset yksityisen sektorin velkapapereihin ovat nykyisellään noin 2 000 mrd. euroa eli lähes nelinkertaiset verrattuna 1990-luvun lopun tilanteeseen, perinteiset pankkilainat muodostavat edelleen noin 85 % yksityisen sektorin yhteenlasketusta luottokannasta.

Pankkilainakantojen vuosikasvu on jatkanut elpymistään euroalueella, vaikka maakohtaiset erot pysyvät suurina. Pankkien yksityiselle sektorille myöntämien lainojen yhteenlaskettu kanta^[4] kasvoi loppuvuonna 2016 ja vuoden 2017 alussa reilun 2 prosentin vuosivauhtia. Pankkien yksityisen sektorin velkapaperisijoitusten vuosikasvu kiihtyi loppuvuodesta ja oli tämän vuoden alussa noin 7 %.

Lainakantojen elpyminen vaatii luonnollisesti myös yksityiseltä sektorilta lainanottohalukkuutta. Pankkien luotonantokyselyn mukaan sekä yritys- että kotitalouslainojen kysyntä pysyi vuoden 2016 viimeisellä neljänneksellä vahvana ja positiivisen kehityksen nähdään jatkuvan myös vuoden 2017 puolella.

Pankkien vakavaraisuus kohentunut tasaisesti

Markkinoiden epäluottamus eurooppalaisia pankkeja kohtaan on vähentynyt merkittävästi viimeisen puolen vuoden aikana. Pankkien osakekurssit ovat nousseet ja riskilisät pysyneet pieninä. Pankkiosakkeet ovat hyötäneet odotuksista, jotka koskevat Yhdysvaltojen uuden hallinnon talouskasvua lisääviä toimia sekä rahoitussektorin sääntelyn purkamista.

Talousnäkymien kohentuminen ja lyhyiden ja pitkien korkojen välisen eron kasvu ovat pankkien kannattavuuden kannalta pidemmällä aikavälillä myönteinen asia. Viimeaikainen kurssinousu on kuitenkin kääntänyt huomion pois monista pankkien pitkän aikavälin kannattavuuteen liittyvistä haavoittuvuuksista. Yhteisen valvontamekanismin (SSM) mukaan euroalueen pankkien kannattavuus on edelleen heikko. Vuoden 2016 kolmannella neljänneksellä pankkien keskimääräinen oman pääoman tuotto pieneni merkittävästi vuodentakaisesta ja oli noin 5,5 %. Heikon kannattavuuskehityksen taustalla ovat olleet etenkin korkokatteen sekä palkkio- ja komissiotuottojen huono kehitys sekä erilaiset rakenteelliset ongelmat.

4. Arvopaperistamisesta ja tasesiirroista korjattu lainakanta.

Monissa euroalueen maissa pankkien kannattavuuteen vaikuttavat edelleen velkakriisistä perinnöksi jääneet suuret määrät järjestämättömiä saamisia, jotka heikentävät pankkien kannattavuutta ja kykyä välittää rahoitusta reaalityömarkkinoille. Tämä ylläpitää myös euromaiden välistä luotonannon eriytyneisyyttä. Pankkien järjestämättömien saamisten ongelmaa on pyritty ratkaisemaan useilla keinoilla, mutta ratkaisu vie aikaa.

Euroopan pankkisektori kärsii osittain myös ylikapasiteetista ja tehottomuudesta. Sektori on talouteen nähden suuri, ja osassa keskeisistä maista pankkikonttoreita on paljon. Pankkien suuri lukumäärä sekä kiristynyt kilpailu supistuvista tuotoista ovat osaltaan heikentäneet pankkien kannattavuutta. Kannattavuusongelmat vaikuttavat pankkien kykyyn uudistua siten, että pankit pystyisivät vastaamaan muuttuviin asiakaspreferensseihin ja sektorin ulkopuolelta tulevan kilpailun lisääntymiseen. Riskinä on, että tuottojen heikkeneminen vaikeuttaa pankkien tervehtymistä ja huonontaa edelleen pankkien kykyä rahoittaa reaalityömarkkinoita. Toistaiseksi pankkien kustannusten ja tuottojen suhde on pysytellyt suurena kustannusleikkauksista huolimatta.

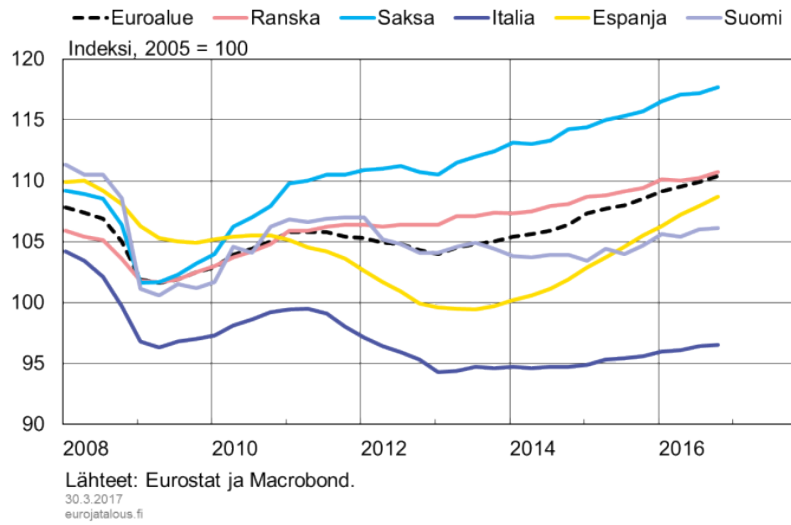
Positiivista kuitenkin on, että kannattavuusongelmista huolimatta euroalueen pankkien vakavaraisuus on parantunut tasaisesti vuodesta 2008 lähtien ja lähes kaksinkertaistunut kriisin jälkeen. EKP:n mukaan euroalueen pankkien keskimääräinen ensisijaisiin omiin varoihin perustuva ns. Tier 1 -vakavaraisuussuhde oli vuoden 2016 kolmannella neljänneksellä 14,5 %. Pankkien kannalta olisikin tärkeää, että parhaillaan valmisteluvaiheessa olevat sääntelyhankkeet saataisiin vietyä loppuun. Tämä vähentäisi epävarmuutta pankkien tulevista pääomatarpeista ja tukisi tätä kautta luotonantoa. Keskustelu sääntelyn purkamisesta ylläpitää epävarmuutta. Sääntelyn keventäminen voi kasvattaa rahoitusjärjestelmän haavoittuvuuksia pitkällä aikavälillä. Jos talouskehitykseen tai markkinoihin liittyvät riskit realisoiduivat, haavoittuvuudet heikentäisivät rahoituksen välittymistä, mikä puolestaan vaikuttaisi negatiivisesti reaalityömarkkinoiden kehitykseen.

Euroalue kasvanut yhtäjaksoisesti neljä vuotta

Euroalueen bruttokansantuote kasvoi 1,7 % vuonna 2016 yksityisen kulutuksen ja investointien vetämänä. Luottamusindikaattorien kohoaminen viittaa kasvun jatkuvan ripeänä vuoden 2017 alkupuoliskolla. Yhtäjaksoista kasvua on nyt kestänyt neljä vuotta. Euroalueen talouden sisäiset perustekijät eivät ole viimeisen puolen vuoden aikana muuttuneet. Ne tukevat kasvua. Kevyenä jatkuva rahapolitiikka pitää yksityisen sektorin rahoitusolot yhä suotuisina ja velanhoidon rasittavuuden maltillisena. Finanssipolitiikka on lähivuosina kutakuinkin neutraalia ja työmarkkinat jatkavat kohentumistaan. Näiltä osin suotuisan kehityksen arvioidaan jatkuvan myös tulevina vuosina.

Kuvio 5.

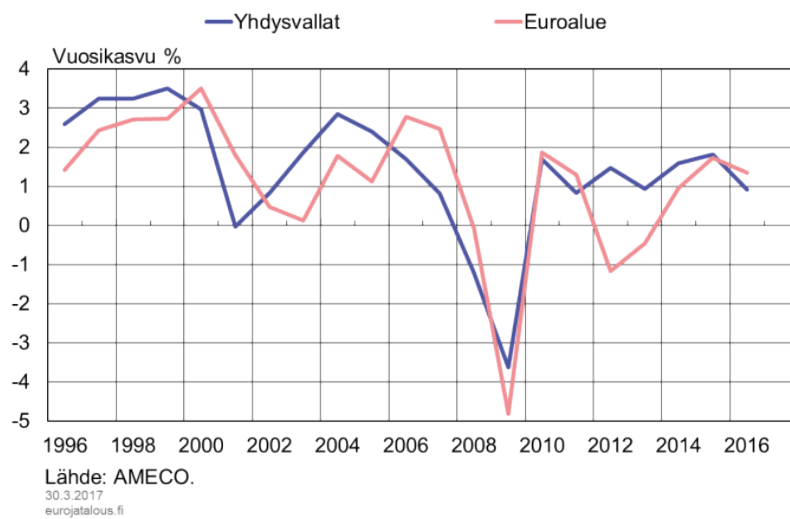
Euroalueen BKT kasvanut vuoden 2013 alkupuolelta lähtien



Vaikka euroalueen talous on kasvanut yhtäjaksoisesti viime vuosina, on bruttokansantuotteen kasvu jäänyt kahdenkymmenen viime vuoden aikana hitaammaksi kuin Yhdysvalloissa. Kuitenkin väkilukuun suhteutettuna ero euroalueen ja Yhdysvaltain bruttokansantuotteen kasvussa on pienempi. Vuosina 2015–2016 euroalueen bruttokansantuotteen kasvu on väkilukuun suhteutettuna ollut jopa voimakkaampaa kuin Yhdysvalloissa. Toisaalta euroalueen valtioiden velkakriisi näkyy selvästi Yhdysvaltain kasvua hitaampana kehityksenä myös väkilukuun suhteutetuissa kasvuluvuissa erityisesti vuosina 2012–2013.

Kuvio 6.

Euroalueella BKT per capita kasvanut samaa vauhtia kuin Yhdysvalloissa

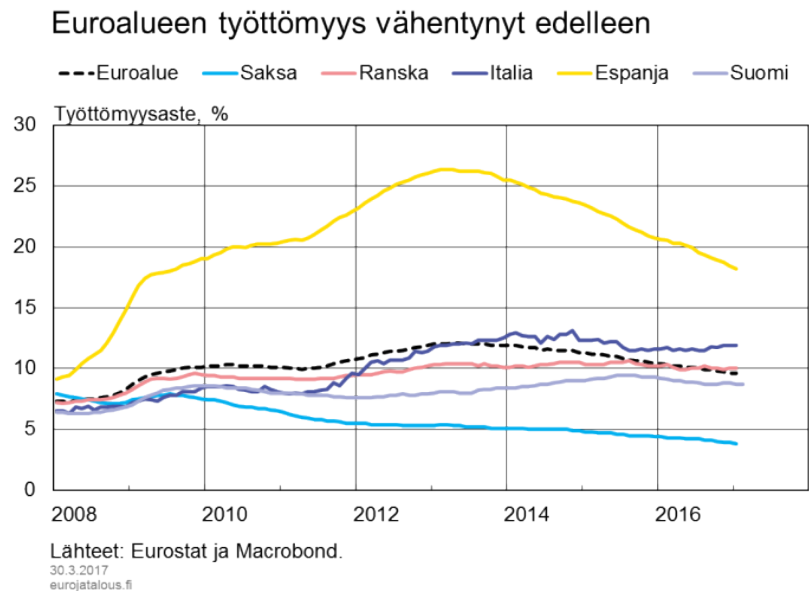


Kotimainen kysyntä on euroalueen kasvun moottori

Yksityinen kulutus ja yksityiset investoinnit ovat olleet vuosina 2015–2016 eniten euroalueen kasvua tukevia kokonaiskysynnän osatekijöitä. Kasvun rakenne jatkuu lähivuosina samankaltaisena. Julkinen kulutus tukee keskimäärin hieman kasvua, mutta nettoviennin vaikutus on hyvin vaatimaton.

Yksityistä kulutusta ylläpitää kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu, kun työllisyys tilanne jatkaa kohenemistaan ja työntekijäkohtaiset työtulot lisääntyvät edelleen. Toisaalta inflaation lievä kiihtyminen vaimentaa käytettävissä olevien reaalitulojen kasvua. Euroalueen työttömyysaste on alentunut noin 12 prosentin huipustaan jo hieman alle 10 prosenttiin. Maakohtaiset erot työttömyysasteessa ovat kuitenkin yhä suuret. Vaikka suhdannetilanne vähentää työttömyyttä lähivuosina edelleen, euroalueella aletaan lähentyä rakennetyöttömyyden tasoa. Rakenteellisen työttömyyden vähentämiseksi tarvitaan yhä päättäväisiä maakohtaisia toimia.

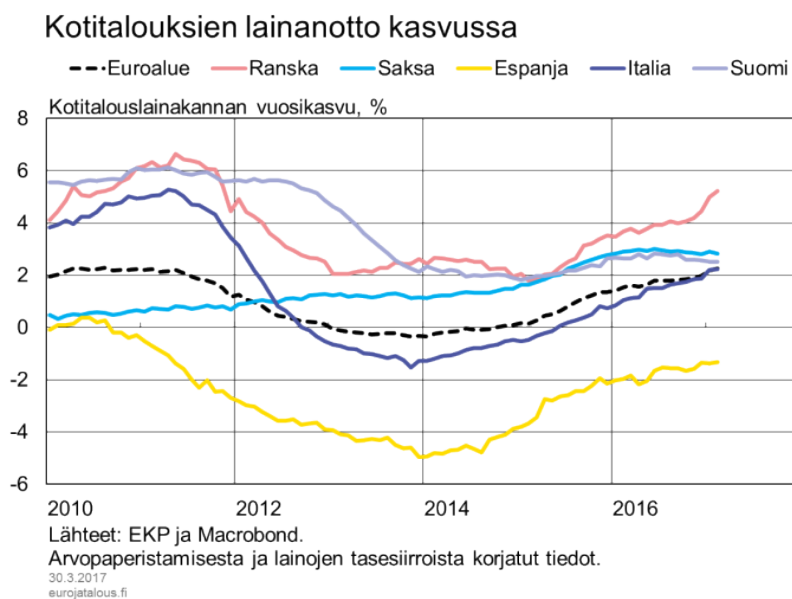
Kuvio 7.



Rahoitusolojen pysyminen kevyenä lisää kotitalouksien lainanottoa. Euroalueen kotitalouksien lainakannan kasvuvauhti piristyi loppuvuotta kohti ja oli vuoden 2017 alussa reilun 2 prosentin vauhdissa vuodentakaiseen verrattuna. Kotitalouksien velanhoitokustannukset suhteessa tuloihin pienenevät euroalueella edelleen vuoden 2016 aikana matalan korkotason myötä. Ranskassa kotitalouksien lainanotto kasvaa selvästi euroalueen keskiarvoa voimakkaammin ja samalla uusien kotitalouslainojen korot ovat laskeneet alueen keskiarvoa nopeammin. Uusien lainojen reipas kasvu ja vanhojen lainojen uudelleen neuvottelut ovat pitäneet ranskalaisten kotitalouksien velanhoitokustannukset (korkokulut ja lainojen lyhennykset) suhteessa tuloihin pienenevinä. Saksassa kotitalouksien lainanoton kasvuvauhti on pysynyt huomattavasti maltillisempänä ja kokonaisvelka suhteutettuna kotitalouksien tulokehitykseen on säilynyt vakaana. Espanjassa kotitaloudet jatkavat yhä velkojensa sulattelua ja

kotitalouslainakanta supistuu. Italiassa kotitalouslainakanta sen sijaan kasvaa, mutta velanhoitokustannukset suhteessa tuloihin ovat pysyneet maltillisina.

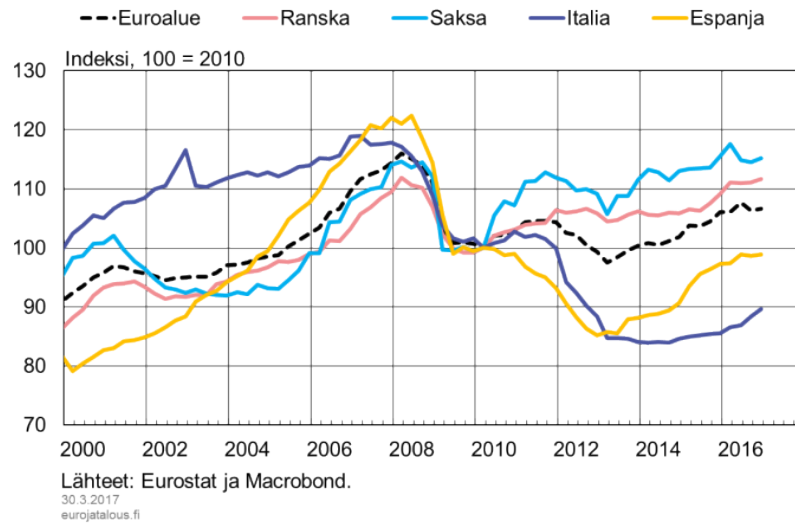
Kuvio 8.



Euroalueen talouden kestävä koheneminen edellytyksenä on investointien kasvun piristyminen. Yksityisten tuotannollisten investointien suotuisa kehitys jatkoi vuoden 2016 jälkipuoliskolla muutaman vuoden kestänyttä vaimeaa kasvuaan. Yksityiset tuotannolliset investoinnit ovat kuitenkin yhä selvästi vähäisempiä kuin ennen globaalin finanssikriisin huippua. Investointien kasvua tukevat lähivuosina erittäin alhainen korkotaso, rahoituksen saatavuuden paraneminen, tarve uudistaa pääomakantaa vuosien 2008–2013 heikon investointiaktiivisuuden jälkeen sekä yrityssektorin velkaantuneisuuden merkittävä väheneminen eräissä maissa.

Kuvio 9.

Yksityiset tuotannolliset investoinnit kasvaneet vaihteisesti



Rahoitusolojen keveys tukee myös euroalueen yritysten lainanottoa. Yrityslainakannan vuosikasvu oli vuoden alussa noin 2,5 %. Kasvu on kuitenkin edelleen varovaista: tammikuussa 2017 lainakanta oli kumulatiivisesti 1 prosentin suurempi vuodentakaiseen verrattuna. Velanhoitokustannukset suhteessa tuloihin ovat kotitalouksien tapaan myös yrityssektorissa pienentyneet.

Yrityssektori sulattelee yhä velkaantumistaan. Yritysten kokonaisvelka suhteessa bruttokansantuotteeseen tai yritysten tuottamaan arvonlisään on supistunut edelleen vuoden 2016 aikana. Euroalueen yritysten maksamat korkokulut ja lainojen lyhennykset suhteessa nettotuloihin ovat jatkaneet pienenemistään. Isoista euromaista velkatasoja on sulateltu selvästi eniten Italiassa ja Espanjassa. Ranskassa myös yrityslainakannan vuosittainen kasvuvauhti on euroalueen keskiarvoa selvästi kovempaa. Vaikka ranskalaisyritysten kokonaisvelka suhteessa maan BKT:hen kasvoi, matalan korkotason myötä velanhoitokustannukset suhteessa nettotuloihin pienenevät. Saksassa lainakannan kasvuvauhti kiihtyi selvästi euroalueen keskiarvoa nopeammaksi loppuvuodesta 2016, mutta suhteutettuna BKT:hen kokonaisvelka-aste pysyi tasaisena ja selvästi euroalueen isoista maista alhaisimpana.

Suurista euromaista Italian kasvunäkymät yhä vaihteet

Saksan talous kasvoi 1,9 % vuonna 2016. Saksan talouden odotetaan jatkavan vahvaa kasvua lähivuosina yksityisen kulutuksen ja työllisyyden suotuisan kehityksen vetämänä. Talouden perustekijät ovat Saksassa otollisessa kunnossa: kilpailukyky on hyvä, kotitalouksien velkaantuneisuus maltillista ja työttömyys euroalueen vähäisimpiä. Suurista euromaista alhaisimman velka-asteen ansiosta julkisen talouden sopeutustarvetta ei ennustejakson aikana ole.

Ranskan talous kasvoi 1,1 % vuonna 2016. Kasvu hidastui hieman edellisvuotisesta mutta oli selvästi ripeämpää kuin aiempina vuosina. Kasvun ennustetaan piristyvän lähivuosina. Kasvua ylläpitää kotimainen kysyntä, erityisesti yksityinen kulutus. Myös investoinnit ovat elpymässä. Taloutta tukevat yhä suotuisat rahataloudelliset olot. Ranskan julkisen talouden sopeutustoimet jatkuvat maltillisesti. Työttömyys vähenee vain hitaasti kasvusta huolimatta, koska Ranskan työttömyys on merkittävältä osin luonteeltaan rakenteellista. Työmarkkinauudistusten vaikutuksen odotetaan näkyvän tilanteen paranemisena vasta pidemmällä aikavälillä.

Espanjan talous on kasvanut ripeästi vuoden 2013 käännepesteen jälkeen. Bruttokansantuote saavutti vuoden 2016 lopussa jo suunnilleen finanssikriisiä edeltäneen tasonsa. Kasvun odotetaan jatkuvan euroalueen keskiarvoa nopeampana, mutta vaimenevan asteittain. Kasvua tukevat hintakilpailukyyn paraneminen, rakenneuudistukset ja asuntokuplan pohjan saavuttaminen muutama vuosi sitten. Suotuisan kehityksen tukena ovat lisäksi kevyenä pysyneet rahoitusolot rahapolitiikan ja pankkisektorin tervehdyttämisen yhteisvaikutuksesta. Kasvu jatkuu ripeänä, ja tämä vähentää työttömyyttä sekä kiihdyttää inflaatiota ennustejaksolla. Julkisen sektorin vaje on kuitenkin yhä suuri, ja BKT:hen suhteutettu velka on pysytellyt noin 100 prosentissa.

Italian talous palasi pitkään jatkuneen supistumisen jälkeen kasvuun vuosina 2015 ja 2016, joskin tämä kehitys on ollut suhteellisen vaimeaa, vuonna 2016 hieman alle 1 prosentin. Kasvun ennustetaan jatkuvan lähivuosina noin prosentin vauhtia. Kasvua tukevat Italian hallituksen toimet pankkijärjestelmän tilan parantamiseksi, elvyttävä rahapolitiikka sekä viennin koheneminen. Työllistämiseen kohdistuneiden verohelpotusten poistuminen on heikentänyt työllisyyden kehitystä, mikä taas näkyy kulutuksen kasvun lievänä hidastumisena. Jos työllisyyden kehitys ei kohene tai viennin kasvu hidastuu, kasvu voi osoittautua vielä ennakoitua hitaammaksi. Italian kasvunäkymien vaimeus ja huomattava julkinen velkaantuneisuus (hieman yli 130 % suhteessa bruttokansantuotteeseen) ovat yhä huolenaihe.

Ison-Britannian EU-vetäytymisneuvottelut alkavat

Iso-Britannia on ilmoittanut jättävänsä EU-eroilmoituksen maaliskuussa 2017. Ilmoitus käynnistää EU:n perussopimuksen artiklan 50 mukaiset viralliset vetäytymisneuvottelut, joilla on kahden vuoden määräaika.

Pääministeri May linjasi tammikuussa 2017 Ison-Britannian tavoittelevan mahdollisimman pitkälle vietyä vapaakauppasopimusta Euroopan unionin kanssa. Koska neuvottelut vapaakauppasopimuksesta ovat yleensä pitkäkestoisia prosesseja, epävarmuus tulevasta jatkuu pidemmän aikaa, ja jonkinlainen siirtymäkauden sopimus EU-eron ja uuden sopimuksen ratifioinnin väliseksi ajaksi olisi varmasti molempien osapuolten intresseissä.

Ison-Britannian talous kasvoi vuonna 2016 noin 2 prosentin vauhtia. Punta on jäänyt kansanäänestyksen jälkeen kauppapainoisesti noin 10 % heikommaksi, mikä on nostanut tuontihintoja ja kiihdyttänyt inflaation vuoden 2017 alussa noin 2 prosenttiin. Englannin pankki on ilmoittanut olevansa valmis myös koronnostoihin, jos inflaatio kiihtyy liiallisesti. Inflaation kiihtyminen vaimentaa kotitalouksien reaalityulojen ja kulutuksen kasvua. Investoinnit ja – heikommasta valuuttakurssista huolimatta – myös vienti ovat

kehittyneet vaimeasti. Investointinäkymiä heikentää epävarmuus tulevista neuvotteluista. BKT:n kasvun ennakoidaan jäävän alle 2 prosenttiin vuonna 2017 ja pysyttelevän noin 1½ prosentissa lähivuosina.

Ruotsissa BKT kasvoi vuonna 2016 hieman yli 3 %. Tuotantokuilun arvioidaan sulkeutuneen vuoden 2016 aikana, minkä takia bruttokansantuotteen kasvun odotetaan hieman vaimenevan. Ruotsin talouskasvun odotetaan pysyvän lähivuosina noin 2½ prosentissa. Talouskasvuun nähden maltillisena pysynyt inflaatio on pitänyt Ruotsin keskuspankin rahapolitiikan mitoituksen kevyenä. Suurimpia ennustettua heikomman kehityksen riskejä talouden vakauden kannalta ovat edelleen asuntomarkkinoilla kummitteleva kupla ja se, että kotitalouksien velan paisuminen jatkuu.

Tanskassa talous kasvoi vuonna 2016 noin 1 prosentin vauhtia. Työmarkkinat ovat lähellä täystyöllisyyttä, ja inflaatio on pysynyt erittäin hitaana. Reaalitulojen kasvu on tukenut yksityistä kulutusta. Kasvu kiihtyy kotimaisen kysynnän vetämänä seuraavina vuosina noin 1½ prosenttiin.

Öljyn hinnan vaikutus voimistaa inflaatiota – pohjainflaatio kiihtyy hitaammin

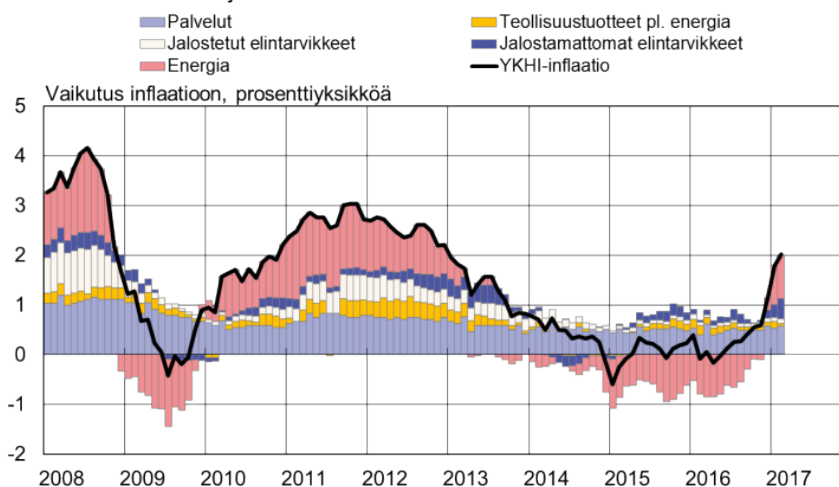
Euroalueen inflaatio kiihtyi vuoden 2016 loppupuolella pitkän hitaan inflaation kauden jälkeen. Vuoden 2016 keskimääräinen inflaatio oli vain 0,2 %, mutta joulukuussa inflaatio kiihtyi jo 1,1 prosenttiin ja vuoden 2017 alussa noin 2 prosenttiin.

Syynä inflaation nopeaan kiihtymiseen on pääosin öljyn hinta, jonka suorat vaikutukset näkyvät inflaatiossa kahta kautta. Yhtäältä öljyn hinnan tasainen nousu vuoden 2016 pohjalukemista kasvattaa kustannuksia. Toisaalta öljyn hinnan muutos heijastuu inflaatioon myös mekaanisesti ns. pohjavaikutuksen kautta [Ks. [Väliaikaiset tekijät ovat kiihdyttäneet euroalueen inflaatiota](#)]. Öljyn hinta on nyt selvästi korkeampi kuin vuoden 2016 alussa. Koska inflaatiota mitataan hintojen muutoksena vuodentakaiseen verrattuna, on vertailuajankohdan alhaisella öljyn hinnalla merkittävä inflaatiota kiihdyttävä vaikutus. Vaikka öljyn hinta pysyttelisi nykyisellä tasollaan eikä enää nousisi, öljyn hinnan pohjavaikutus näkyy inflaatiossa koko kuluvan vuoden ajan. Öljyfutuuriin sekä eri tahojen esittämien arvioiden perusteella öljyn hinta vakiintuu lähivuosina 55 dollarin tuntumaan tynnyriltä. Jos öljyn hinta pysyy vakaana, energiakomponentista aiheutuva, kuluttajahintoja vuonna 2017 kiihdyttävä öljyn pohjavaikutus haihtuu vuoden 2018 alussa.

Kuvio 10.

Öljyn hinta kiihdyttää inflaatiota vuonna 2017

Euroalueen YKHI ja sen alaerien vaikutus inflaatioon



Lähde: Eurostat.

30.3.2017
eurojatalous.fi

Öljyn hinnan muutokset aiheuttavat inflaatioon yleensä vain tilapäisiä heilahteluja ([Nousevien ja laskevien hintojen yleisyys euroalueella](#)). Keskipitkän aikavälin inflaationäkymiä arvioitaessa on hyvä tarkastella myös raaka-aineiden ja ruuan hinnoista puhdistettua ns. pohjainflaatiota, joka heijastaa euroalueen sisäisiä pitempikestoisia hintapaineita. Pohjaininflaatio on kolmen viime vuoden ajan pysytellyt sitkeästi hieman alle 1 prosentin, kun euroalueen alkuvaiheesta laskettu keskiarvo on ollut 1,5 prosentin tuntumassa. Pohjaininflaatiota on hillinnyt euroalueen viime vuosien maltillinen palkkakehitys, eikä palkkainflaation kiihtymisestä ole edelleenkään merkkejä. Polttoaineiden ja energian hintojen nousun siirtyminen kulutushyödykkeiden hintoihin laajemminkin heikentää kuluttajien ostovoimaa ja saattaa sitä kautta kasvattaa palkkavaatimuksia. Jos inflaation väliaikainen kiihtyminen öljyn hinnan nousun takia johtaa palkankorotuksiin, puhutaan ns. kerrannaisvaikuksista. Ainakaan toistaiseksi inflaation tilapäinen kiihtyminen ei kuitenkaan ole siirtynyt palkkainflaatioon ja tehnyt sitä kautta inflaation kiihtymisestä pysyvämpää.

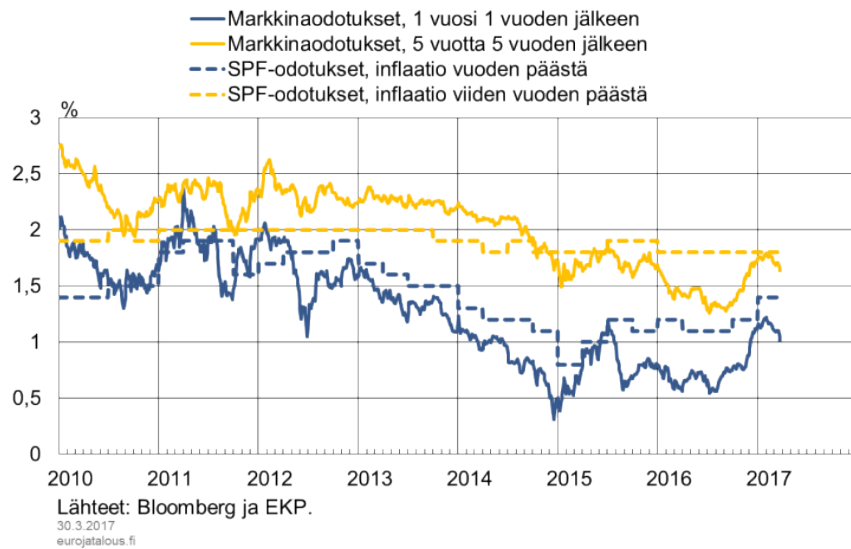
Inflaation odotetaan pysyvän maltillisena lähivuosina, sillä taloudessa on yhä käyttämättömiä voimavaroja. Useiden eri arvioiden mukaan tuotanto on yhä potentiaaliaan vähäisempää eli euroalueen tuotantokuilu on edelleen auki. Avoin tuotantokuilu tarkoittaa, että talouden resurssit ovat vajaakäytössä. Tästä syystä paineet palkkojen ja sitä kautta hintojen nousuun ovat vähäiset. Näin ollen pohjaininflaation odotetaan kiihtyvän vain vähitellen tuotantokuilun umpeutuessa asteittain lähivuosien aikana.

Lisäksi inflaatiouvauhtia pitävät maltillisena yhä vaikeat inflaatio-odotukset. Hintavakaustavoitteen näkökulmasta on kuitenkin myönteistä, että inflaatio-odotukset ovat voimistuneet selvästi kesän 2016 poikkeuksellisen alhaisista lukemista. Odotusten vahvistuminen on ollut laaja-alaista, ja kehitys on näkynyt niin markkinainformaatiosta johdetuissa inflaatio-odotuksissa kuin aivan viime aikoina myös ammattiennustajille suunnatuissa kyselytutkimuksissakin. Lyhyen aikavälin inflaatio-odotusten kasvu

heijastaa pitkälti öljyn hinnan nousua sekä viimeaikaista ripeää toteutuneen inflaation vauhtia. Oleellisempaa kuitenkin on rahoitusmarkkinoilta mitattujen yli suhdannesyklin ulottuvien pidemmän aikavälin odotusten vahvistuminen. Se osoittaa, että talouden toimijoiden näkemys inflaation kehityksestä on vahvistunut ja riski, että inflaatio-odotukset irtaantuisivat keskuspankin hintavakaustavoitteen antamasta ankkurista, on pienentynyt (*Ovatko inflaatio-odotukset kohonneet?*)

Kuvio 11.

Euroalueen inflaatio-odotukset voimistuneet kesästä 2016

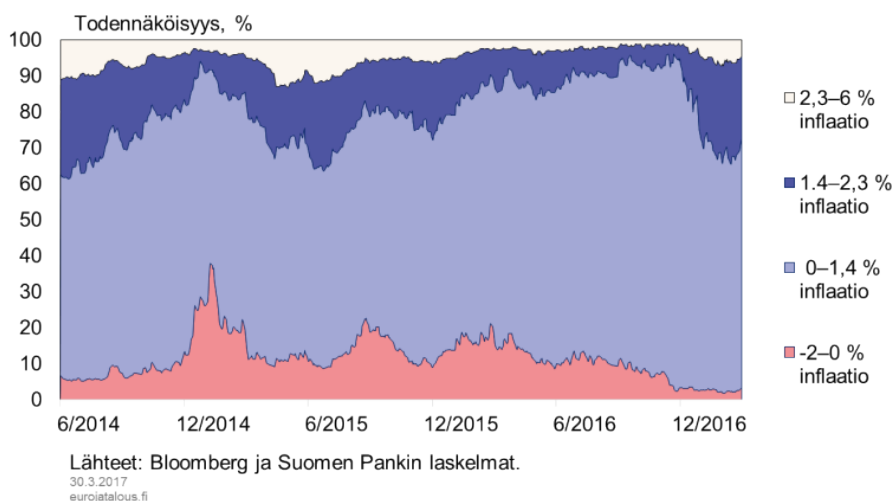


Inflaatio-odotusten koheneminen ja viimeaikainen inflaatiokehitys ovat hälventäneet euroalueen deflaatiouhkaa. Inflaatio-odotusten hiipuminen voi aiheuttaa hintamekanismin itseään ruokkivan kierteen, joka lopulta johtaa hintojen nousuvauhdin hidastumiseen. Markkinainformaatiosta laskettu negatiivisen inflaation todennäköisyys on kuitenkin kesästä 2016 lähtien kutistunut lähes olemattomiin. Vaikka keskipitkällä aikavälillä inflaatiovauhdin odotetaan edelleen pysyvän maltillisena, on myös yli 2 prosentin inflaation todennäköisyys lisääntynyt.

Kuvio 12.

Deflaation todennäköisyys on pienentynyt

5 vuoden inflaatio-odotusten todennäköisyysjakauma, 3 havainnon liukuva keskiarvo



Kaiken kaikkiaan euroalueen inflaationäkymät ovat kohentuneet viimeisen puolen vuoden aikana. Öljyn hinnan kehitys kiihdyttää merkittävästi inflaatiota vuonna 2017, mutta pohjavaikutuksen poistuttua inflaatiiovauhti kuitenkin hieman tasaantuu. Taloudessa on edelleen vapaata kapasiteettia, ja palkkakehitys on maltillista, minkä vuoksi pohjainflaation kiihtyminen tulee olemaan verkaista. Positiiviset talousnäkömät, tuotantokuilun umpeutuminen, kevyenä jatkuva rahapolitiikka ja inflaatio-odotusten kasvu kiihdyttävät myös keskipitkän aikavälin inflaatiota vähitellen lähemmäs hintavakaustavoitetta.

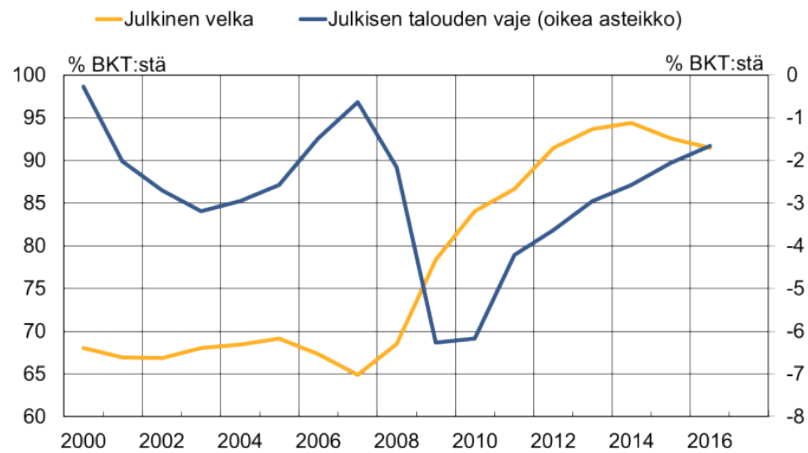
Euroalueen julkinen velka supistuu hitaasti

Vuonna 2008 kärjistynyt globaali finanssikriisi ja sitä seurannut euroalueen valtioiden velkakriisi heikensivät euroalueen julkisen talouden tilaa pitkäkestoisesti. Vasta vuonna 2015 euroalueen julkisen velan suhde ohitti huippunsa (noin 94 % suhteessa bruttokansantuotteeseen vuonna 2014) ja alkoi pienentyä. Velka-asteen alenemisen odotetaan jatkuvan lähivuosina. Euroalueen suurista maista vain Saksassa julkisen sektorin velkaantuneisuuden odotetaan vähenevän selvästi, kun taas Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen pysyy lähivuosina suunnilleen ennallaan.

Euroalueen julkisen talouden vajeen pieneminen on parin viime vuoden ajan ollut lähinnä paremman suhdannetilanteen ja korkomenojen pienemisen varassa. Alueen julkisen talouden kokonaisvaje jatkoi supistumistaan vuonna 2016 ja painui selvästi alle 2 prosentin suhteessa BKT:hen. Vuoden 2000 jälkeen alle 2 prosentin on päästy tätä ennen vain vuosina 2006–2007, jotka olivat erittäin suotuisia. Vajeen odotetaan yhä pienentyvän selvästi vuonna 2017, mutta seuraavina vuosina aiempia hitaammin. Vajeen suuruus vaihtelee maittain: Saksassa julkinen talous on ylijäämäinen, mutta muissa alueen suurissa maissa se on yhä merkittävästi alijäämäinen.

Kuvio 13.

Euroalueen julkisen talouden vaje pienentynyt



Lähde: Euroopan komissio.
 Vuoden 2016 luvut ovat komission talviennusteita 2017.
 30.3.2017
 eurojatalous.fi

Suhdannetilanteen lisäksi julkisen talouden tila ja näkymät riippuvat vallitsevasta korkotasosta ja finanssipolitiikan päätöseräisistä toimista. Näistä tekijöistä suhdannetilanne on tällä hetkellä keskeisin euroalueen julkista taloutta kohentava tekijä. Vallitseva korkotaso on etenkin lyhyemmissä mutta myös pidemmissä maturiteeteissa yhä hyvin matala. Julkisen talouden korkomenojen odotetaan lähivuosina pysyvän edelleen kohtuullisina. Julkista taloutta vakauttavien finanssipolitiikan päätöseräisten toimien merkitys on vuoden 2014 jälkeen ollut pieni. Lähivuosina euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen ennustetaan olevan suunnilleen neutraali. Ennustejakson lopulla paineet finanssipolitiikan kiristämiseksi kuitenkin kasvavat monissa euromaissa, koska tuotantokuilujen sulkeutuessa vakausta- ja kasvusopimuksen vaatimukset kiristyvät.

Keskustelu euroalueen finanssipolitiikan asianmukaisesta mitoituksesta on jatkunut. Euroopan komissio esitti tiedonannossaan^[5] marraskuussa 2016, että euroalueen suhdannetilanteen perusteella finanssipolitiikan pitäisi olla elvyttävää ja että suositeltava elvytys vuonna 2017 olisi 0,5 % BKT:stä. Komissio totesi samalla, että vakausta- ja kasvusopimuksen sitoumuksista on pidettävä kiinni. Niiden maiden, joilla on finanssipolitiittista liikkumavaraa, pitäisi kuitenkin komission näkemyksen mukaan ottaa kansallisessa politiikassaan paremmin huomioon myös euroalueen finanssipolitiikan kokonaismitoitus. Erityisesti näin tulisi tehdä kasvua parantavia julkisia investointeja suunniteltaessa. Euroryhmä piti kuitenkin euroalueen neutraalia finanssipolitiikan mitoitusta nykyiseen tilanteeseen sopivana, mutta korosti myös julkisten menojen kohdentamista kasvua tukevalla tavalla. Nykyisessä suhdannetilanteessa finanssipolitiittista elvytystä tärkeämpää on rakenneuudistusten määrätietoinen toteuttaminen. Tämä kohentaisi euroalueen pidemmän aikavälin kasvunäkymiä.

5. Euroopan komission tiedonanto (2016) Towards a positive fiscal stance for the euro area. COM(2016) 727, 16.11.

Riskit painottuvat edelleen ennustettua heikomman kehityksen suuntaan

Euroalueen kasvu- ja hintanäkymien kannalta keskeisimmät riskit voidaan jakaa kansainvälisen talouden riskeihin ja euroalueen sekä EU:n sisäisiin riskeihin. Vaikka Yhdysvaltojen kasvunäkymiin liittyy ennustettua positiivisemmän kehityksen riskejä, riskit painottuvat yhä ennustettua heikomman kehityksen suuntaan. Kansainvälisen talouden ennuste esitellään erillisessä [Maailmantalouden ennusteessa](#).

Kansainvälisen talouden riskit

Yhdysvaltojen uuden hallinnon pyrkimyksiin liittyy ennustettua positiivisemmän kehityksen riski. Yhdysvaltojen hallinto tavoittelee infrastruktuuri-investointeja, verotuksen uudistusta ja keventämistä sekä sääntelyn purkamista. Finanssipoliittinen elvytys ja myös sääntelyn purkaminen voivat voimistaa Yhdysvaltojen kasvua lähivuosina. Koska näistä suunnitelmista ei vielä ole tarkkaa tietoa – päätöksistä puhumattakaan – kyseessä on ennusteen näkökulmasta kasvua ja inflaatiota kiihdyttävä vaihtoehtoinen kehityskulku.

Jos infrastruktuuriin liittyvät suunnitelmat julkisista investoinneista toteutuvat, ne parantavat koko talouden potentiaalisen tuotannon kasvuedellytyksiä. Mahdollinen kasvun kiihtyminen ennakoitua voimakkaammaksi voi kuitenkin jäädä lyhytkestoiseksi, jos uuden hallinnon toimet eivät lisää pidemmän aikavälin kasvupotentiaalia. Sääntelyn purkaminen joillakin talouden aloilla voi kiihdyttää potentiaalisen tuotannon kasvua. Rahoitusmarkkinasääntelyn purkamisen lyhyen aikavälin kasvuvaikutuksia varjostaa kuitenkin rahoitusvakauteen kohdistuvien riskien kasvu pidemmällä aikavälillä. Yhdysvaltain hallinto ei myöskään ole toistaiseksi täsmentänyt, kuinka mahdollinen julkisen talouden elvytys rahoitetaan. Vaihtoehtoislaskelma Yhdysvaltain uuden hallinnon mahdollisesta ns. ulkorajaverolla (border adjustmen tax) osin rahoitettavasta finanssipoliittisesta elvytyksestä esitellään [laskelmassa Yhdysvaltain talouspoliittisista suunnitelmista](#).

Maailmantalouden ennakoitua heikomman kehityksen riskit liittyvät kansainvälisten kaupan rajoitteiden lisäämiseen sekä Kiinan velkavetoisen kasvun ennakoitua nopeampaan hidastumiseen.

Yhdysvaltojen sekä muiden maiden mahdolliset protektionistiset toimet muodostavat negatiivisen riskin lähivuosien kasvunäkymiin. Yhdysvaltojen uusi hallinto on nostanut tullit ja kauppapoliittiset sopimukset keskustelun keskiöön. Kokemukset tullien negatiivisesta vaikutuksesta maailmankauppaan eivät puolla tämänkaltaisia toimia. Tätä taustaa vasten vaikuttaa siltä, että Yhdysvaltain hallinto ei tavoittele tullimaksujen merkittävää korottamista, vaan pyrkii neuvottelemaan omasta näkökulmastaan paremmat sopimukset kauppakumppaneidensa kanssa. Yhtenä vaihtoehtona tullien korottamiselle on ollut ns. ulkorajavero, jolla olisi tuontia vähentävä ja vientiä kasvattava vaikutus.

Kiinan kasvuriskit painottuvat yhä ennustettua heikomman kehityksen suuntaan. Kiinan kasvu on perustunut velkaantumiseen, mikä tekee siitä riskialttiin

rahoitusmarkkinahäiriöille. Myös kiinalaisten pankkien kannattavuus on heikko, ja maan varjopankkijärjestelmä on haavoittuvainen suhteessa rahoitusmarkkinahäiriöihin.

Euroalueen ja EU:n sisäiset riskit

Ison-Britannian tulevan EU-eron (brexitin) lyhyen aikavälin vaikutukset talouteen ovat jääneet pelättyä pienemmiksi. Brexitin takia sekä Ison-Britannian että EU:n pidemmän aikavälin näkymiin liittyy kuitenkin paljon epävarmuutta, sillä EU-eron vaikutukset riippuvat mm. neuvotteluiden etenemisestä ja lopputuloksesta. Vaikka EU-eroa koskeneen kansanäänestyksen tulos sekä muut viime vuoden yllättävät poliittiset tapahtumat eivät ole horjuttaneet euroalueen kasvua, näin ei välttämättä ole jatkossa.

Euroalue on vielä toipumassa finanssi- ja velkakriisistä, mikä näkyy erityisesti siinä, että eräiden maiden pankkisektorin tilaan ja julkisen talouden näkymiin liittyy yhä huolia. Euroalueen pankkien järjestämättömien saamisten suuri määrä on edelleen ongelma useissa maissa (Kypros, Kreikka, Italia ja Portugali). Kyproksen ja Kreikan pankit ovat hankalimmassa tilanteessa, sillä niiden järjestämättömät saamiset ovat lähes 40 % pankkien riskipainotetuista varoista. Myös Portugalissa ja Italiassa pankeilla on vielä paljon järjestämättömiä saamisia (noin 15–20 % riskipainotetuista varoista). Kreikan talousnäkymiin liittyy edelleen paljon epävarmuutta. EU:n ja IMF:n julkisuuteen asti nousseet erimielisyydet Kreikan julkisen velan kestävydestä ovat tuoneet Kreikan vaikean tilanteen jälleen kerran esille. Myös Portugalin valtionvelan luokitus roikkuu edelleen hyvin ohuen, yhden luokittajan seitin varassa kiinni investointiluokassa.

Avainsanat

- inflaatio
- maailmantalous
- rahapolitiikka
- talouskasvu

MAAILMANTALouden ENNUSTE

Maailmantalous kasvaa vakaasti

30.3.2017 11:00 • EURO & TALOUS 1/2017 • TALouden NÄKYMÄT

Suomen Pankki arvioi, että maailmantalouden kasvu voimistuu vuoden 2016 kasvuun verrattuna ja jatkuu reilun 3 prosentin vauhtia vuosina 2017–2019. Luottamuksen koheneminen niin Yhdysvalloissa kuin laajemminkin voimistaa suotuisaa kehitystä lyhyellä aikavälillä. EU22-alueen (euroalue, Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska) ja Yhdysvaltain talouskasvu jatkuu koko ennustejakson melko nopeana. Kiinassa kasvu hidastuu hallitusti ja vaimentaa maailmantalouden kehitystä ennustejakson loppupuolella. Öljyn hinnan nousu kiihdyttää inflaatiota vuonna 2017 mutta tukee samalla Venäjän talouden elpymistä.

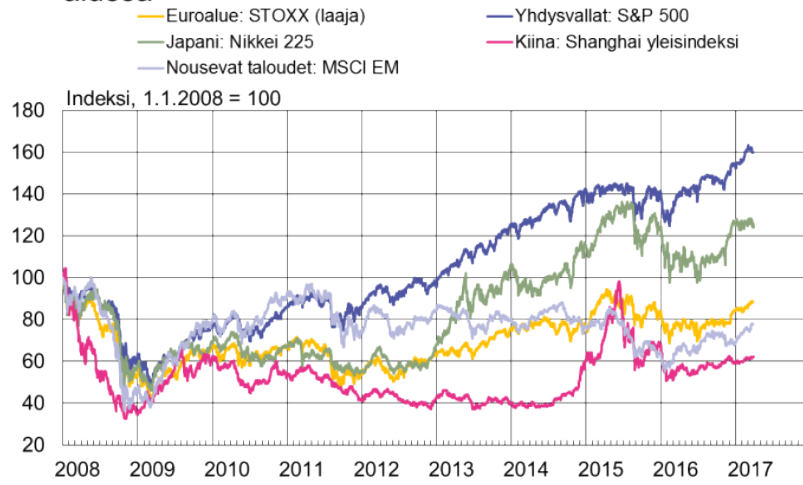


Markkinat odottavat Yhdysvaltain talouskasvun kiihtyvän

Yhdysvaltain uuden hallinnon suunnitteluasteella olevan finanssipoliittisen elvytyksen ja sääntelyn purkamisen ennakoidaan kiihdyttävän kasvua ainakin tilapäisesti. Nämä markkinaodotukset ovat näkyneet mm. pörssikurssien nousuna Yhdysvalloissa marraskuun 2016 presidentinvaalien jälkeen. Osakekurssit ovat kohonneet laaja-alaisesti viime kesään verrattuna.

Kuvio 1.

Yhdysvaltain osakekurssit ennätystasolla vuoden 2017 alussa



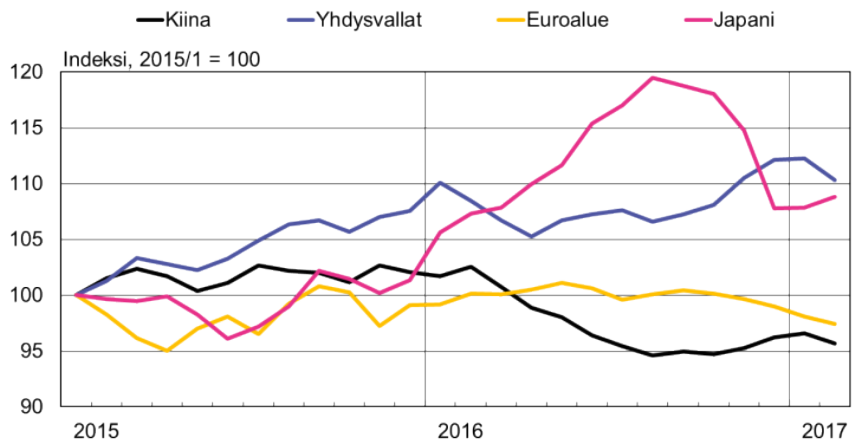
Lähde: Macrobond.

30.3.2017
eurojatalous.fi

Lisäksi odotukset Yhdysvaltain talouskasvun ja inflaation kiihtymisestä ovat nostaneet pitkien valtionlainojen korkoja ja vahvistaneet dollarin reaalista kauppapainoista valuuttakurssia. Euron reaalin kauppapainoinen valuuttakurssi on heikentynyt lievästi viime aikoina.

Kuvio 2.

Dollarin reaalin kauppapainoinen valuuttakurssi on vahvistunut



Reaalin kauppapainoinen valuuttakurssi vahvistuu käyrän noustessa.

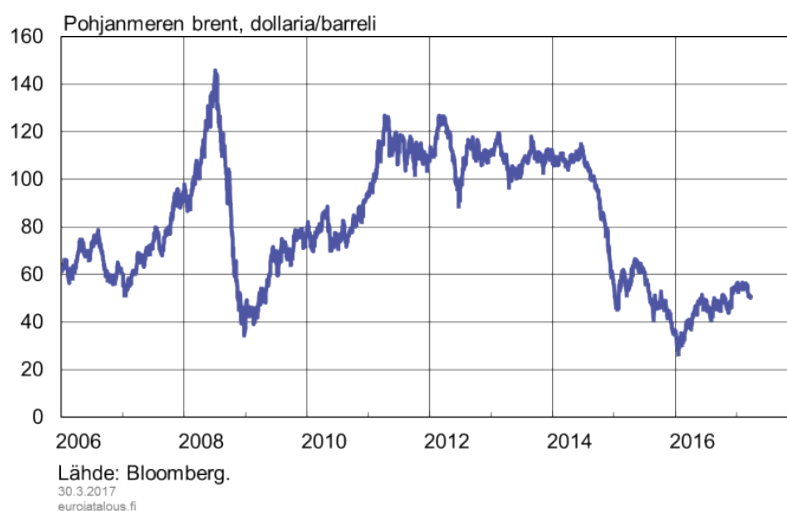
Lähteet: BIS ja Macrobond.

30.3.2017
eurojatalous.fi

Öljyn maailmanmarkkinahinta on noussut syksystä 2016 noin 10 %, ja sen odotetaan pysyvän noin 55 dollarissa tynnyriltä lähivuosina. Öljyn hintaa ovat nostaneet sekä kasvuodotusten vahvistuminen että keskeisten öljyntuottajamaiden asettamat vapaaehtoiset tuotantorajoitukset.

Kuvio 3.

Öljyn hinta on kohonnut vuoden 2016 alun pohjalukemista



Kiinan kasvun vaimeneminen hillitsee maailmantalouden kasvua

Suomen Pankki ennustaa maailmantalouden kasvavan vuosina 2017–2019 reilun 3 prosentin vauhtia eli hieman nopeammin kuin vuonna 2016. Maailmantalouden riskejä käsitellään artikkelissa [Maailmantaloudessa suotuisaa kehitystä ja uusia huolia](#) euroalueen kasvu- ja inflaatiokehityksen näkökulmasta.

Taulukko 1. Kansainvälisen talouden kasvuennuste vuosiksi 2017–2019

BKT:n ja maailmankaupan muutos

Prosenttimuutos edellisvuotisesta (alla edellinen ennuste)

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

e = ennuste.

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

Lähde: Suomen Pankki.

Yhdysvalloissa talouskasvun odotetaan kiihtyvän vuoden 2016 notkahduksen jälkeen 2,4 prosenttiin tänä vuonna. Viimeaikainen luottamuksen koheneminen voimistaa kasvua lyhyellä aikavälillä. Ennusteessa ei kuitenkaan oteta huomioon mahdollisia tulevia finanssipoliittisia elvytystoimia tai muita muutoksia talouspolitiikassa, sillä niistä ei vielä ole päätöksiä. Ennustejaksolla Yhdysvaltain kasvuvauhti jatkuu tästä huolimatta hyvänä ja ylläpitää maailmantalouden kasvua. Yhdysvaltain inflaation odotetaan kiihtyvän selvästi yli 2 prosenttiin, sillä tuotanto ylittää potentiaalisen tasonsa ja näin ollen hintapaineet kasvavat.

EU22-alueen kehitys osoittautui vuonna 2016 ennakoitua paremmaksi ja kasvun ennustetaan lähivuosina jatkuvan hieman vajaan 2 prosentin vauhtia. EU22-alueen inflaatio kiihtyy tilapäistekijöiden (öljyn ja tuoreruoan hintojen nousu) vuoksi 2 prosentin tuntumaan vuonna 2017. Vuosina 2018–2019 alueen inflaation arvioidaan hieman hidastuvan yhä maltillisten hintapaineiden ja inflaatio-odotusten vaimeuden vaikutuksesta.

Kiinan talouskasvu hidastuu hallitusti mutta ylläpitää silti merkittävästi maailmantalouden kasvua. Kiinan kasvun hidastuminen 5 prosenttiin merkitsee kuitenkin sitä, että maailmantalouden kasvu ei kiihdy ennustejaksolla. Vuoteen 2019 ajoittuva Japanin kulutusveron korotus hidastaa tuolloin Japanin kasvua ja nopeuttaa vastaavasti inflaatiota.

Öljyn hinnan nousu tukee Venäjän talouden kasvua ennusteperiodilla. Nousevien talouksien kehitys jatkuu vakaana. Maailmankaupan kasvu voimistuu ennusteperiodilla, mutta sen kasvu on kuitenkin viime vuosina nähtyyn tapaan vain hieman nopeampaa kuin maailman bruttokansantuotteen kasvu.

Taulukko 2. Kansainvälisen talouden inflaatioennuste vuosiksi 2017–2019

Inflaatio keskeisissä maissa

Prosenttimuutos edellisvuotisesta (alla edellinen ennuste)

	2016	2017 ^e	2018 ^e	2019 ^e
Yhdysvallat	1,3	2,5	2,5	2,4
	(1,1)	(2,1)	(2,2)	
EU 22	0,3	1,9	1,6	1,7
	(0,4)	(1,4)	(1,5)	
Japani	-0,1	0,5	0,7	1,3
	(-0,1)	(0,6)	(1,0)	

e = ennuste.

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

Lähteet: Maiden tilastoviranomaiset ja Suomen Pankin laskelmat.

Kasvu jatkuu EU22-alueella tasaisena

Brexitin vaikutus Ison-Britannian ja siten myös EU22-alueen lyhyen aikavälin kasvuvauhtiin näyttää jäävän aiemmin ennakoitua pienemmäksi. Suomen Pankin arvion

mukaan EU22-alueen kasvu jatkuu tasaista vajaan 2 prosentin vauhtia vuosina 2017–2019. Talouskehitys pohjautuu pitkälti kotimaisen kysynnän kasvuun. Brexit varjostaa kuitenkin erityisesti Ison-Britannian näkymiä. Kevyt rahapolitiikka ja vakaa maailmantalouden kasvu tukevat edelleen EU22-alueen suotuisaa kehitystä.

EU22-alueen inflaatio kiihtyy lyhyellä aikavälillä tilapäistekijöiden vuoksi. Näitä ovat mm. öljyn ja tuoreruuan hintojen nousu. Palkat ovat Euroopassa kehittyneet sangen vakaasti, eikä toistaiseksi ole merkkejä öljyn hinnannousun kerrannaisvaikutuksista palkkoihin.

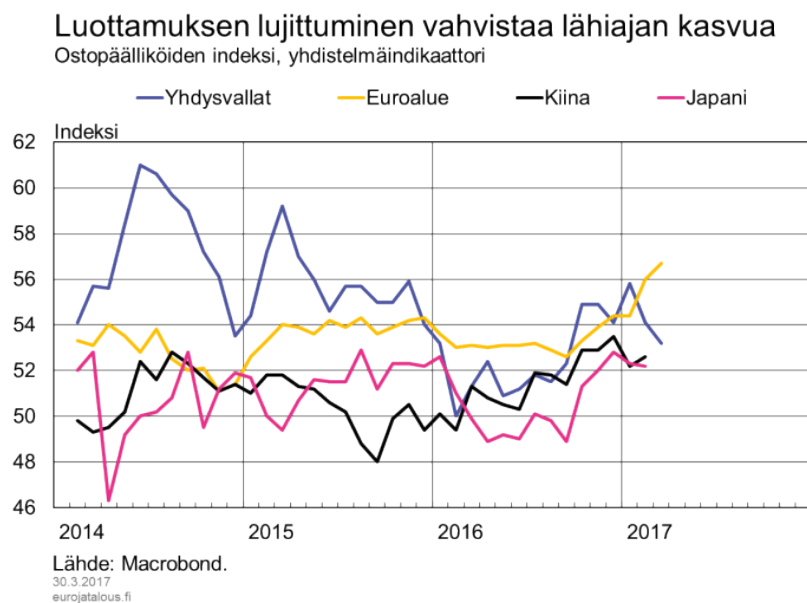
Ison-Britannian inflaatio kiihtyy valuuttakurssin heikkenemisen takia. Euroalueen rahapolitiikasta ja talouskehityksestä kerrotaan tarkemmin artikkelissa [Maailmantaloudessa suotuisaa kehitystä ja uusia huolia](#).

Yhdysvaltojen kasvu kiihtyy selvästi vuodesta 2016

Yhdysvalloissa BKT:n kasvu jäi vuonna 2016 vaatimattomaan 1,6 prosenttiin. Viime vuonna kasvua ylläpiti yksityinen kulutus. Loppuvuodesta kasvua vaimensi nettoviennin negatiivisuus. Vuonna 2017 Suomen Pankki ennustaa kasvun kiihtyvän edellisvuotisesta merkittävästi eli 2,4 prosenttiin.

Yhdysvaltain uuden hallinnon vielä suunnitteluasteella olevien toimien odotetaan kiihdyttävän maan talouskasvua. Finanssipoliittisista toimista, kuten verotuksen uudistuksesta ja infrastruktuuri-investoinneista, ei kuitenkaan ole vielä konkreettisia päätöksiä, joten ennusteen perusuran sijasta ne on otettu huomioon ennusteen riskiarviossa. Odotukset elvytystoimista ovat kuitenkin nostaneet luottamusindeksejä. Tosin indekseihin ovat voineet vaikuttaa monet muutkin tekijät, kuten työmarkkinoiden elpyminen ja nimellispalkkojen nousu. Luottamuksen voimistuminen vahvistaa lähiajan kasvua, ja erityisesti investointien odotetaan kiihtyvän viimevuotisista.

Kuvio 4.



Teollisuustuotannon supistuminen Yhdysvalloissa päättyi ja tuotanto kasvoi vuoden 2016 loppua kohden. Uuden hallinnon toimet ja suunnitelmat sääntelyn purkamiseksi sekä öljyn hinnan nousuun liittyvä kaivannaisteollisuuden elpyminen tukevat yrityssektoria. Esimerkiksi päätökset kahden suuren öljyputken rakentamisesta ovat merkittäviä kaivosteollisuudelle ja heijastuvat myös muille aloille. Valuuttakurssin vahvistuminen vaimentaa kuitenkin vientiä ja tukee tuontia, joten nettoviennin vaikutuksen kasvuun odotetaan pysyvän lievästi negatiivisena koko ennustejakson.

Ilman uusia kasvua voimistavia talouspoliittisia päätöksiä Yhdysvaltain BKT:n kasvuvauhdin ennustetaan hidastuvan lievästi eli 2,2 prosenttiin vuosina 2018 ja 2019. Tämäkin kasvuvauhti on kuitenkin hieman nopeampaa kuin Yhdysvaltain arvioitu potentiaalinen kasvuvauhti eli vauhti, jonka verran talous voi kasvaa ilman inflaation kiihtymistä, kun resurssit ovat täyskäytössä. Jos Yhdysvaltain uuden hallinnon kasvua vahvistavat toimet toteutuvat, maan talous kasvaisi vuosina 2018–2019 kuitenkin reilut 0,5 prosenttiyksikköä tässä ennustettua voimakkaammin. (Ks. [Laskelma Yhdysvaltain talouspoliittisista suunnitelmista](#)).

Yhdysvaltain inflaatio kiihtyi vuoden 2017 alussa noin 2,5 prosenttiin. Yhdysvaltain keskuspankin seuraaman inflaatiomittarin (Personal Consumption Expenditure, PCE) mukaan hintojen nousuvauhti jäi vielä aavistuksen alle tavoitellun 2 prosentin.

Yhdysvaltain uuden hallinnon toimien odotetaan kiihdyttävän inflaatiota, mikä näkyy rahoitusmarkkinoiden inflaatio-odotusten voimistumisena. Inflaatiota kiihdyttävät myös työmarkkinoiden kiristyminen ja palkkainflaation nopeutuminen.

Kuluttajahintaindeksillä mitatun inflaation ennustetaan pysyvän noin 2,5 prosentin vauhdissa lähivuosina. Inflaation kiihtymisellä on reaalipalkkojen nousua hillitsevä vaikutus. Hyvä työllisyyskehitys tukee kuitenkin yksityistä kulutusta, jonka ennustetaan lähivuosina jatkuvan vahvana.

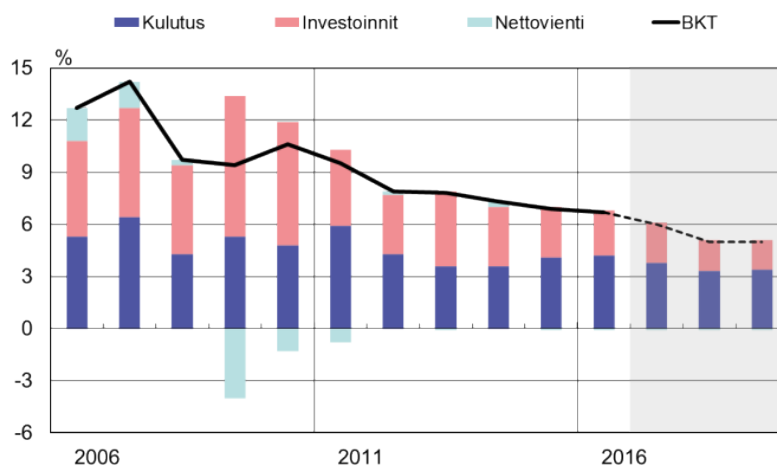
Kiina tarvitsee määrätietoista uudistuspolitiikkaa

Kiinan BKT kasvoi maan tilastoviranomaisen mukaan 6,7 % vuonna 2016, mikä on aavistuksen vähemmän kuin vuonna 2015. Kasvun odotetaan edelleen hidastuvan hallitusti, joten ennusteen peruskuva on myönteinen. Suomen Pankki ennustaa Kiinan BKT:n kasvun hidastuvan vuonna 2017 noin 6 prosenttiin, minkä jälkeen se painuu 5 prosentin paikkeille vuosina 2018–2019.

Helpot keinoset Kiinan tuotannon kasvattamiseksi ovat vähenemässä. Kasvua vetävät heikkenevään suuntaan väestön ikääntyminen, tuotantorakenteen palveluvaltaistuminen ja ympäristöongelmat. Julkisen sektorin elvytysvaraa kaventavat velkaantuneisuuden lisääntyminen, pääomien ulosvirtaus ja inflaation kiihtyminen, vaikka hintojen nousu ei vielä olekaan välitön talouspoliittinen uhka.

Kuvio 5.

Kiinan kasvu hidastumisestaan huolimatta yhä vahvaa



Lähteet: Kiinan tilastovirasto, CEIC ja BOFIT.
30.3.2017
eurojatalous.fi

Investointien kehitys Kiinassa hidastui vuonna 2016 huomattavasti, sillä elvytyspolitiikan tukemat julkiset investoinnit eivät pystyneet kokonaan korvaamaan yksityisten investointien kasvun hidastumista. Samalla nopeasti vilkastuvan yksityisen kulutuksen merkitys kasvun ylläpitäjänä on korostunut. Yksityinen kulutus ei kuitenkaan voi kokonaan kompensoida investointien kasvun hidastumista, sillä kiinalaisten tulojen kasvu on hidastunut 6 prosentin paikkeille. Nettoviennin laskennallinen vaikutus kasvuun on ennustejaksolla viime vuosien tapaan hyvin pieni.

Kasvun hidastuminen ja velan jatkuva lisääntyminen ovat ongelmia aiheuttava yhdistelmä, ja siitä johtuva epävarmuus näkyy rahoitusmarkkinoilla pääomien ulosvirtauksena ja juanin heikkenemiseen kohdistuvina odotuksina. Vuonna 2016 alle 2 prosenttiin pienentynyt vaihtotaseen ylijäämä suhteessa BKT:hen ei enää aikoihin ole riittänyt kattamaan pääomien nettomääräistä ulosvirtausta, ja tämän kehityksen myötä valuuttavaranto on supistunut. Tämä ruokkii osaltaan pääomien ulosvirran ja juanin heikkenemispaineiden noidankehää.

Viranomaiset ovat pyrkineet rauhoittamaan tilannetta tiukentamalla pääomanliikkeiden rajoituksia ja puuttamalla monin tavoin valuuttamarkkinoiden toimintaan. Helmi- ja maaliskuussa 2017 Kiinan keskuspankki nosti aavistuksen myös politiikkakorkojaan. Vaikka rajoitukset ovat tuoneet väliaikaista helpotusta, ne ovat syöneet juanin kansainvälistä uskottavuutta ja käyttöä. Valuuttakurssin jouston lisääminen (viime kädessä juanin kelluttaminen) ja kotimaisen rahapolitiikan selkiyttäminen olisivat ratkaisu nykyiseen umpikujaan. Raha- ja valuuttapolitiikan järjestelmämuutos toisi luonnollisesti mukanaan omat jännitteensä, mutta pakottaisi toisaalta puskemaan eteenpäin myös muita uudistuksia.

Kasvun hidastuminen ja suureneva velkataakka vaikeuttavat jo ennestään monimutkaista järjestelmämuutosta, joten erilaiset markkinahäiriöt värjättävät

ennustejaksolla Kiinan kehitystä. Uutena uhkana ovat Yhdysvaltojen vasta aloittaneen hallinnon mahdolliset Kiinaan kohdistuvat toimet.

Kotikutoisten ongelmien ratkaisemiseksi ja kasvupohjan tukevoittamiseksi Kiina tarvitsisi määrätietoista uudistuspolitiikkaa. Talouspolitiikka ei kuitenkaan tahdo pysyä maan muutosten vauhdissa. Maaliskuun kansankongressissa ei esimerkiksi vielääkään luovuttu talouspolitiikkaa haittaavasta 6,5 prosentin kasvutavoitteesta, joka uhkaa kärjistää velkaongelmaa ja kannustaa tilastojen vääristelyyn. Kiinalaispäättäjien todellinen halu ja kyky panostaa talousuudistuksiin mitataan viimeistään syksyn 2017 puoluekokouksen jälkeen, jolloin presidentti Xi odotetaan sinetöivän valta-asemansa puoluekokouksessa tehdyillä henkilövaihdoksilla.

Japanissa kasvu prosentin tuntumassa

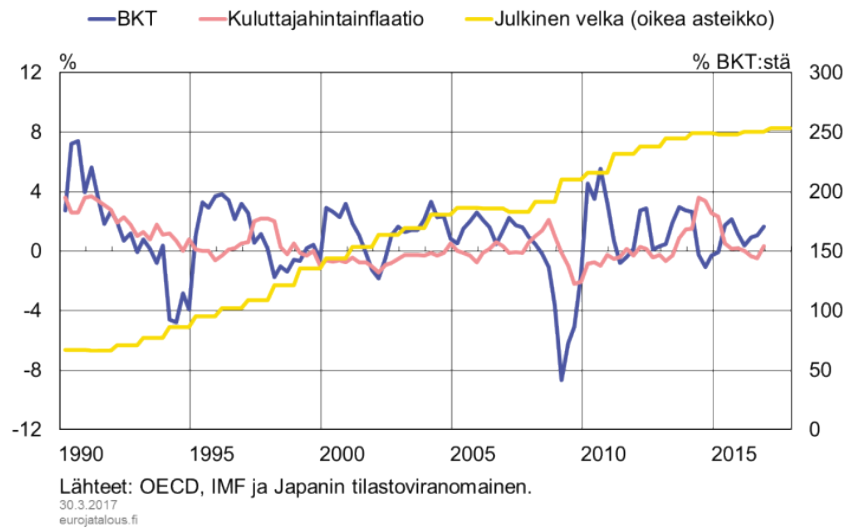
Japanin talous piristyi hieman vuonna 2016 ja bruttokansantuote kasvoi 1,0 % edellisvuotisesta. Kasvun kestävyudessa on kuitenkin ongelmia. Yritysten hyvä tulokunto ei näy palkoissa, ja palkankorotusten sijaan työmarkkinaneuvotteluissa painotetaan kestävien työsuhteiden tärkeyttä. Vaisu palkkainflaatio, väestön määrän supistuminen ja eläkkeensaajien osuuden lisääntyminen hillitsevät yksityisen kulutuksen kasvua ja vähentävät yritysten halukkuutta investoida kotimaahan.

Lähivuosina Suomen Pankki arvioi Japanin talouskasvun pysyvän vajaan prosentin tuntumassa, mikä vastaa maan potentiaalista tuotannon kasvuvauhtia. Kuluvan vuoden talouskehitystä tukevat viennin piristyminen ja julkisen kulutuksen kasvu. Lokakuussa 2019 voimaan tuleva kulutusveron korotus vähentää kotimaista kysyntää ennustejakson lopulla. Julkisen sektorin huomattavan velkaantumisen taittaminen vaatisi rakenteellisten uudistusten määrätietoista toimeenpanoa.

Japanin inflaatio pysyttelee sitkeästi vain hieman yli nollan. Rahapoliittisista elvytystoimista huolimatta inflaatio ei ole kiihtynyt merkittävästi. Öljyn kallistuminen sekä jenin heikkeneminen luovat lyhyellä aikavälillä jonkin verran inflaatiopainetta, ja kulutusveron korotus aiheuttaa kertaluonteisen inflaatiopiikin vuoden 2019 lopulla. Tavoitteen mukaisen 2 prosentin inflaatiouauhdin saavuttaminen edellyttää kuitenkin palkkainflaation kiihtymistä.

Kuvio 6.

Japanissa kasvu ei riitä velkaantuneisuuden taittamiseen



Venäjän talous kääntyy kasvuun

Venäjän BKT-ennustetta vuodeksi 2017 on muutettu hieman aiemmin arvioitua vahvemman kehityksen suuntaan öljyn hinnan nousun ja edeltävien vuosien ennakoitua suotuisamman kehityksen vuoksi. Venäjän tilastolaitoksen alustavan arvion mukaan maan BKT supistui vuonna 2016 vain 0,2 % eli selvästi vähemmän kuin alkuvuotta koskeneiden BKT-tilastojen pohjalta odotettiin. Myös arviota vuoden 2015 BKT:n kehityksestä korjattiin aiemmin ennustettua suotuisammaksi.

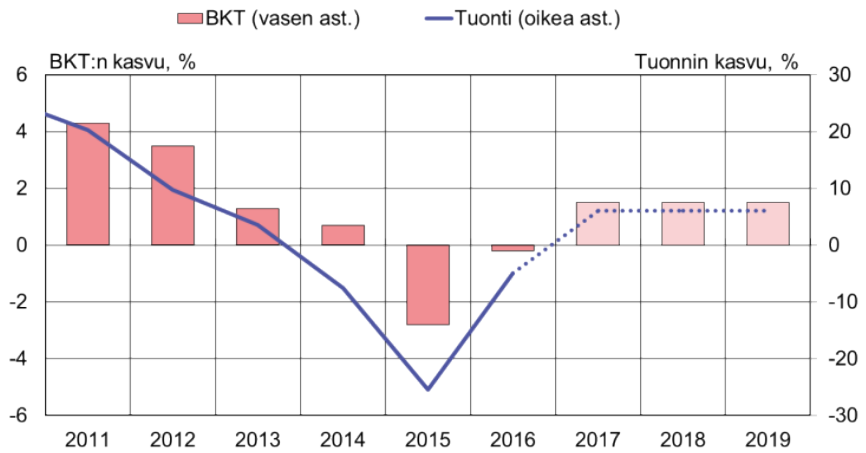
Suomen Pankki odottaa Venäjän BKT:n kääntyvän 1,5 prosentin kasvuun vuonna 2017, ja saman kasvuvauhdin ennakoidaan jatkuvan myös vuosina 2018–2019 eli talous kasvaa potentiaalista vauhtiaan. Kasvu nojaa pääosin yksityiseen kotimaiseen kysyntään, kun etenkin kotitalouksien kulutuksen odotetaan vihdoin hieman elpyvän syvästä pudotuksestaan. Myös investointien ennakoidaan kasvavan maltillisesti. Sitä vastoin julkisten menojen odotetaan supistuvan hieman vuosiksi 2017–2019 hyväksytyjen budjettiraamien mukaisesti.

Venäjän viennin kasvun arvioidaan jäävän vaimeaksi sekä kysyntä- että tarjontarajoitteiden vuoksi. Tuonnin odotetaan kääntyvän 6 prosentin kasvuun viime vuosien voimakkaan supistumisen jälkeen kysynnän elpymisen ja ruplan voimakkaan vahvistumisen tukemana. Tuonnin vientiä nopeammasta kasvusta huolimatta kauppataaseen odotetaan pysyvän positiivisena koko ennustejakson.

Öljyn hinnan muutokset voisivat hidastaa tai nopeuttaa Venäjän kasvua ennustetusta. Lisäksi kasvu voi kiihtyä, jos julkisia menoja lisätään suunnitelmista poiketen vuoden 2018 presidentinvaalien alla. Sitä vastoin kasvu voi hidastua, jos tuonti elpyy odotettua voimakkaammin kuopastaan tai vienti kehittyy ennakoitua heikommin.

Kuvio 7.

Venäjän BKT:n kasvu nojaa kotimaiseen kysyntään



Lähteet: Macrobond ja Suomen Pankin ennuste (talvi 2017).
30.3.2017
eurojatalous.fi

Avainsanat

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

Laskelma Yhdysvaltain talouspoliittisista suunnitelmista

30.3.2017 11:00 • EURO & TALOUS 1/2017 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Yhdysvaltain uuden hallinnon suunnittelemissa talouspoliittisilla toimilla haetaan kasvun kiihtymistä. Toimenpiteiden muoto, kokoluokka ja ajoitus ovat kuitenkin edelleen päättämättä. Tämän vuoksi niiden vaikutuksia ei ole otettu huomioon Suomen Pankin kansainvälisen talouden ennusteen perusurassa. Seuraavissa mallilaskelmissa arvioidaan yhden mahdollisen politiikkapaketin vaikutuksia kokonaistuotantoon, inflaatioon, korkoihin ja dollarin ulkoiseen arvoon. Laskelman keskeisiä elementtejä ovat seuraavan vuosikymmenen aikana toteutettavat laajat infrastruktuuri-investoinnit sekä samanaikainen kotitalouksien ja yritysten verotuksen keventäminen. Julkisten menojen kasvu rahoitetaan laskelmassa verottamalla tuontia ja ottamalla lisää velkaa.



Finanssipoliittisen elvytyksen rahoitus

Finanssipoliittisen elvytyksen odotetaan tässä laskelmassa koostuvan pääosin infrastruktuuri-investoinneista ja veronalennuksista. Yhdysvaltain presidentin vaaliohjelmassa tavoiteltiin sekä yksityisin että julkisin varoin rahoitettavia 1 000 mrd. dollarin infrastruktuuri-investointeja seuraavan vuosikymmenen aikana. Samana ajanjaksona uuden hallinnon suunnitelmissa on myös ollut keventää sekä kotitalouksien että yritysten verotusta noin 5 bilj. dollarilla.

Lisäksi uudessa budjettiehdotuksessa esitetään puolustusmenojen lisäämistä 54 mrd. dollarin verran vuosittain, mikä rahoitetaan julkisten menojen säästöillä.

Republikaanihallinnon tuore lakialoite terveydenhuoltouudistuksesta vähentää kongressin budjettiviraston mukaan liittovaltion menoja 337 mrd. dollaria seuraavan vuosikymmenen aikana.

Finanssipoliittisen elvytyksen aikaansaama julkisten menojen kasvu on eräiden ehdotusten perusteella^[1] tarkoitus rahoittaa ottamalla käyttöön ns. ulkorajavero (Border Adjustment Tax). Tämä vero toimii siten, että Yhdysvaltoihin tuotaville tuotteille asetetaan esimerkiksi 20 prosentin yritysvero ja toisaalta Yhdysvaltojen vientiyritysten tuotanto vapautettaisiin verosta eli niille maksettaisiin esimerkiksi noin 20 prosentin tukiaiset. Ulkorajaveron tuoton arvioidaan olevan 1 000 mrd. dollaria seuraavan vuosikymmenen aikana.^[2]

Näiden vireillä olevien talouspoliittisten toimien vaikutukset liittovaltion tuloihin ja menoihin käyvät ilmi taulukosta 1. Infrastruktuuri-investoinnit oletetaan julkisesti rahoitetuiksi.

Taulukko 1.

Yhdysvaltain uuden hallinnon tavoitteet seuraavan vuosikymmenen aikana

Tulot, bilj. dollaria		Menot, bilj. dollaria	
Ulkorajavero	1	Infrastruktuuri-investoinnit	1
Julkiset säästöt	0,54	Puolustusmenot	0,54
Terveydenhuoltouudistus	0,34	Verouudistus	5

Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

Politiikkapaketti kiihdyttäisi kasvua lähivuosina

Yleisen tasapainon mallin^[3] avulla voidaan tarkastella Yhdysvaltain talouspoliittisten suunnitelmien vaikutuksia (taulukko 2). Kokonaisuutena arvioiduilla toimilla on merkittävä kasvua kiihdyttävä vaikutus. Ulkorajaveron avulla rahoitettu finanssipoliittinen elvytys nopeuttaa talouden kasvuvauhtia reilun 1/2 prosenttiyksikön verran vuosittain ensimmäisen kolmen vuoden aikana.

Laskelmassa keskuspankki reagoi nostamalla politiikkakorkoaan yli 1½ prosenttiyksikköä, ja nimellinen kauppapainoinen valuuttakurssi vahvistuu

1. Edustajainhuoneen (Ryan – Brady) ehdotus, ks. <https://waysandmeans.house.gov/taxreform/>.

2. Suhteessa BKT:hen Yhdysvaltojen vienti on 12 % ja tuonti 15 %, joten ulkorajavero kasvattaisi verotuloja $0,2 \times 0,15 - 0,2 \times 0,12$ eli noin 0,6 % BKT:stä.

3. Kortelainen (2013) Global Integrated Monetary and Fiscal Model. Bank of Finland Bulletin 1/2013.

merkittävästi, noin 22 %. Inflaatiovauhti kiihtyy tästä huolimatta lähes prosenttiyksikön ennen kuin se asteittain vaimenee.

Laskelman mukaan yksityinen kulutus vähenee, kun ulkorajavero nostaa tuontihintoja. Investoinnit kasvavat lähinnä pääomaveroasteen laskun kautta. Tämä talouspoliittinen paketti ei kohenna Yhdysvaltain talouden ulkoista tasapainoa, sillä vaihtotaseen vaje kasvaa, kun julkinen elvytys kiihdyttää tuontia. Tarkastellulla talouspolitiikalla ei myöskään saavuteta merkittäviä menojen säästöjä, joten se ei ratkaise, miten julkisen talouden kestävyyttä ylläpidetään pidemmällä aikavälillä.

Taulukko 2.

Uuden hallinnon talouspolitiikan vaikutukset Yhdysvaltain talouteen: poikkeamat perusurasta

		Keskimäärin 3 vuoden aikana
BKT	%, tasopoikkeama	2,1
Kulutus	%, tasopoikkeama	-2,4
Investoinnit	%, tasopoikkeama	10,3
Kuluttajahintainflaatio	prosenttiyksikköä	0,9
Politiikkakorko	prosenttiyksikköä	1,7
Vaihtotase/BKT	prosenttiyksikköä	-1,0
Nimellinen efektiivinen valuuttakurssi	%, vahvistuminen	-21,9

Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

Finanssipoliittisen elvytyksen kokoon, ajoitukseen ja yksityiskohtiin liittyy paljon epävarmuutta. Kokonaisuutena tässä laskelmassa arvioiduilla toimilla on merkittävä kasvua kiihdyttävä vaikutus. Tällaiseen talouspolitiikkaan liittyy kuitenkin huomattava protektionismin kasvun riski globaalisti.

Ulkorajaveron käyttöönotto voisi johtaa muiden maiden välittömiin kauppapoliittisiin vastatoimiin. Toteutuessaan nämä riskit voivat vaikuttaa negatiivisesti kansainväliseen talouskehitykseen ja kumota asteittain Yhdysvaltain talouskasvua kiihdyttävät vaikutukset.

Avainsanat

- finanssipolitiikka
- talouspolitiikka
- vaihtoehtolaskelma
- Yhdysvallat

Väliaikaiset tekijät ovat kiihdyttäneet euroalueen inflaatiota

30.3.2017 11:00 • EURO & TALOUS 1/2017 • RAHAPOLITIIKKA

Rahapolitiikan tavoitteena euroalueella on pitää yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä mitattu inflaatio keskipitkällä aikavälillä lähellä, mutta alle 2 prosentissa. Tämän voidaan katsoa toteutuneen vasta kun inflaatio vakiintuu tavoitteeseen ja pysyy siinä huolimatta erittäin kevyen rahapolitiikan purkamisesta. Tavoite on määritelty euroalueelle keskimäärin, joten yksittäisen jäsenmaan inflaatio saattaa poiketa tavoitteesta. Inflaation viimeaikainen kiihtyminen on pääosin johtunut väliaikaisista tekijöistä.



Euroalueen sisäiset kustannuspaineet näkyvät pohjainflaatiossa

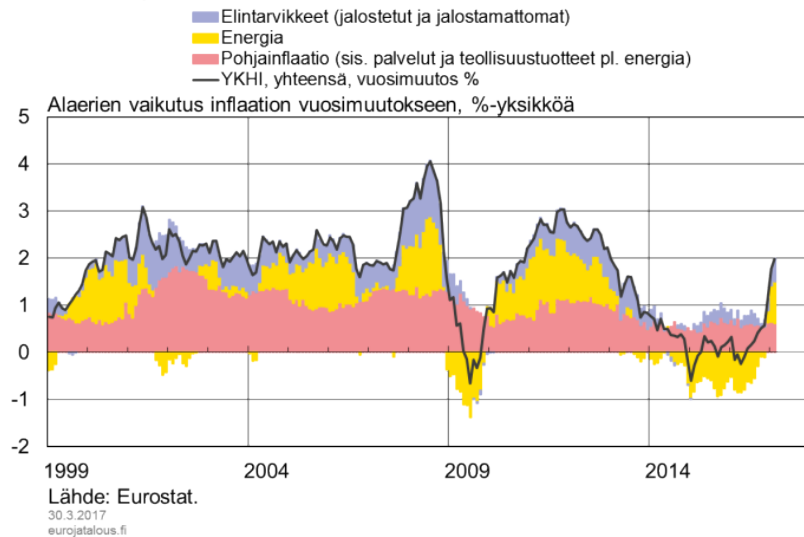
Euroalueen yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä (YKHI) mitattu inflaatio voidaan jakaa pohjainflaatioon (n. 71 % kokonaisindeksistä) sekä energian (n. 9,5 % kokonaisindeksistä) ja elintarvikkeiden (n. 19,5 % kokonaisindeksistä) alaeriin. Energian ja elintarvikkeiden vaikutusta kokonaisinflaatioon on syytä analysoida erikseen, sillä niiden hinnat vaihtelevat huomattavan paljon ja usein satunnaisesti esimerkiksi tarjonnan mukaan. Tarjontaan voivat vaikuttaa sellaiset tekijät kuin öljyn tuotantomäärien sääntely tai jalostamattomien elintarvikkeiden tapauksessa sääolot. Raaka-aineiden euromääräisiin maailmanmarkkinahintoihin vaikuttaa myös valuuttakurssikehitys.

Pohjainflaatio, joka koostuu palveluiden sekä teollisuustuotteiden (pl. energia) hintojen kehityksestä, kuvastaa euroalueen sisäisiä kustannuspaineita paremmin kuin energian ja

elintarvikkeiden aluerät käsittävä inflaatio. Tästä syystä arvioitaessa keskipitkän aikavälin inflaatiokehitystä on hyvä tarkastella myös pohjainflaatiota.

Kuvio 1.

Energian hinnan muutokset heiluttavat euroalueen kuluttajahintainflaatiota



Tarkasteltaessa kuluttajahintaindeksin aluerien vaikutusta inflaatiovauhtiin nähdään, että energian hinnat sisältävän aluerän vaikutus vauhtiin on vaihdellut voimakkaasti (kuvio 1). Pohjainflaation vaikutus inflaatiovauhtiin on sen sijaan ollut koko tarkastelujakson eli vuodesta 1999 vuoden 2017 alkupuolelle huomattavasti tasaisempi ja positiivinen eli se on voimistanut kokonaisinflaatiota. Kuvioista nähdään myös, että inflaatio on kiihtynyt vuoden 2017 alussa noin 2 prosenttiin pääosin energian ja osittain elintarvikkeiden inflaatiovauhdin kiihtymisen vuoksi. Sen sijaan pohjainflaatio on pysytellyt viime vuodet alle 1 prosentissa, mikä on huomattavasti alle euroajan keskiarvon (noin 1,4 %).

Pohjavaikutus on kiihdyttänyt energian hintainflaation vauhtia

Inflaatiovauhti mitataan hintaindeksin vuosimuutoksena eli suhteessa edellisvuoden vertailuajankohtaan. Esimerkiksi tammikuun 2017 energian hintainflaatioon vaikuttaa sen mennyt taso edellisen vuoden tammikuussa.

Kun tarkastellaan energian kuluttajahintaindeksiä (kuvio 2), nähdään sen olleen vertailuajankohtana eli vuoden 2016 alussa selvästi matalampi kuin vuoden 2017 alussa. Syynä on öljyn poikkeuksellisen matala hinta vuoden 2016 alussa.

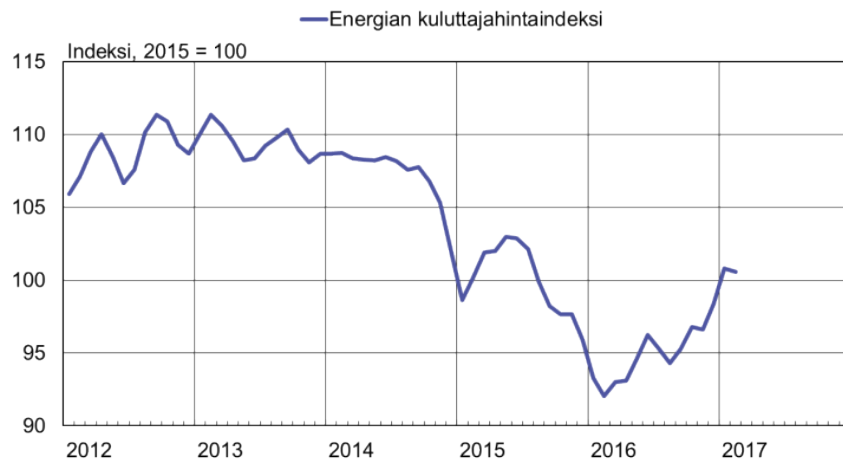
Tästä syystä energian hintainflaatio oli vuoden 2017 alussa hyvin voimakasta (noin 8 %), vaikka energiaan luettavat hinnat eivät enää viime kuukausina olekaan nousseet. Tätä ilmiötä nimitetään pohjavaikutukseksi. Jos energian hintaindeksi jäisi pysyvästi nykytasolleen, energian hintainflaatio olisi selvästi positiivinen vuonna 2017. Tämän

jälkeen vertailujankohdan hintojen alhaisuus kuitenkin putoaisi pois, eli vuonna 2018 energian hintainflaatio olisi nolla.

Kun energialla on noin 9,5 prosentin paino kuluttajahintaindeksissä, energian hintainflaation suora vaikutus vuoden 2017 alun inflaatiovauhtiin on noin 0,8 prosenttiyksikköä. Jos öljyn hinta pysyy vakaana, energian hinnan kokonaisinflaatiota kiihdyttävä vaikutus vaimenee vuoden 2017 loppua kohden.

Kuvio 2.

Pohjavaikutus kiihdyttää energian hintainflaatiota vuoden 2017 alussa



Lähteet: Eurostat ja Macrobond.

30.3.2017
eurojatalous.fi

Kerrannaisvaikutus saattaa kiihdyttää inflaatiota pitempiaikaisesti

Öljyn hinnan muutokset näkyvät inflaatiossa suorien vaikutusten lisäksi epäsuorasti muiden erien kuin energian hintojen kautta. Energian hinnannousu näkyy esimerkiksi kuljetuskustannuksissa. Vaikka öljyn hinnanmuutosten inflaatioon synnyttämät epäsuorat vaikutukset tulevatkin usein viiveen kuluttua, ne ovat useimmiten väliaikaisia. Jos inflaation väliaikainen kiihtyminen öljyn hinnan nousun takia johtaa palkankorotuksiin, puhutaan ns. kerrannaisvaikutuksista^[1], jotka saattavat kiihdyttää inflaatiota pitempiaikaisesti.

Euroalueen kotimaiset kustannuspaineet ovat toteutuneiden palkkainflaatiota kuvaavien mittareiden perusteella olleet toistaiseksi vaisuja. Merkkejä inflaation tilapäisen kiihtymisen vaikutuksista palkkainflaatioon on kuitenkin syytä seurata tarkasti. Niin kauan kuin öljyn hinnan muutosten inflaatiota kiihdyttävien vaikutusten arvioidaan jäävän väliaikaisiksi, ilmiötä voidaan pitää lähinnä suhteellisten hintojen muutoksena, johon ei tarvitse reagoida rahapolitiikan mitoitusta muuttamalla.

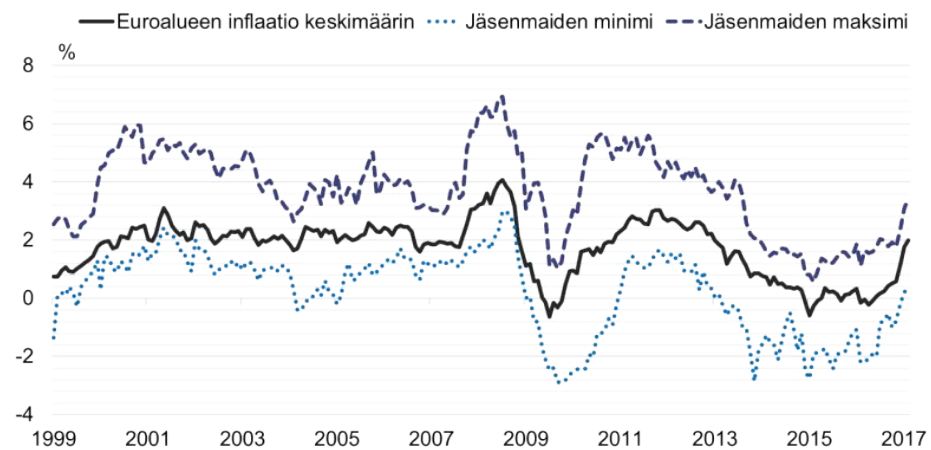
1. Suorat vaikutukset ilmaantuvat kuitenkin epäsuoria ja kerrannaisvaikutuksia nopeammin ja ovat siten myös helpommin havaittavissa. Ks. ECB (2010) Oil prices – their determinants and impact on euro area inflation and the macroeconomy. Monthly Bulletin. Elokuu.

Maakohtaiset inflaatiovauhdit poikkeavat toisistaan

Euroalueen keskimääräinen inflaatio sisältää erilaisia maakohtaisia inflaatiovauhteja. Erot heijastelevat eroavuuksia eri jäsenmaiden kotimaisissa kustannuspaineissa sekä esimerkiksi öljyn hinnan muutosten ja valuuttakurssien erilaisia vaikutuksia^[2]. Erot maakohtaisissa inflaatiovauhteissa eivät viime aikoina näytä olleen poikkeuksellisen suuria (kuvio 3).

Kuvio 3.

Maakohtaiset inflaatioerot normaalilla tasolla vuoden 2017 alussa Euroalueen inflaatio



Lähteet: Eurostat ja Suomen Pankin laskelmat.

30.3.2017
eurojatalous.fi

Maakohtaisilla eroilla kuluttajahintainflaatiossa on yhteys kustannuskilpailukyvyn kehitykseen. Kustannuskilpailukyvyllä tarkoitetaan yritysten palkanmaksukykyyn suhteutettujen työkustannusten kehitystä verrattuna kauppakumppanimaihin. Kustannuskilpailukykyä voidaan mitata useilla eri mittareilla, kuten yksikkötyökustannuksilla, jotka mittaavat palkkojen kehitystä suhteessa tuottavuuteen. Ks. [Kustannuskilpailukyvyn mittaaminen Suomessa](#).

Vuodesta 1999 lähtien euroalueen keskimääräiset yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet reilun 2 prosentin vauhtia. Viimeisen vuoden aikana yksikkötyökustannusten kohoamista on ollut kuitenkin keskimäärin vain noin 1 prosentin verran. Euroalueen keskiarvoa hitaampi yksikkötyökustannusten nousuvauhti kohentaa yksittäisen euroalueen maan kustannuskilpailukykyä. Siten se tukee talouden sisäisiä ja ulkoisia epätasapainoja korjaavaa sopeutumisprosessia, jos maan kustannuskilpailukyky on lähtötilanteessa heikko. Ks. [Suomen kustannuskilpailukyvyn viimeaikainen kehitys](#).

Avainsanat

- [euroalueen inflaatio](#)

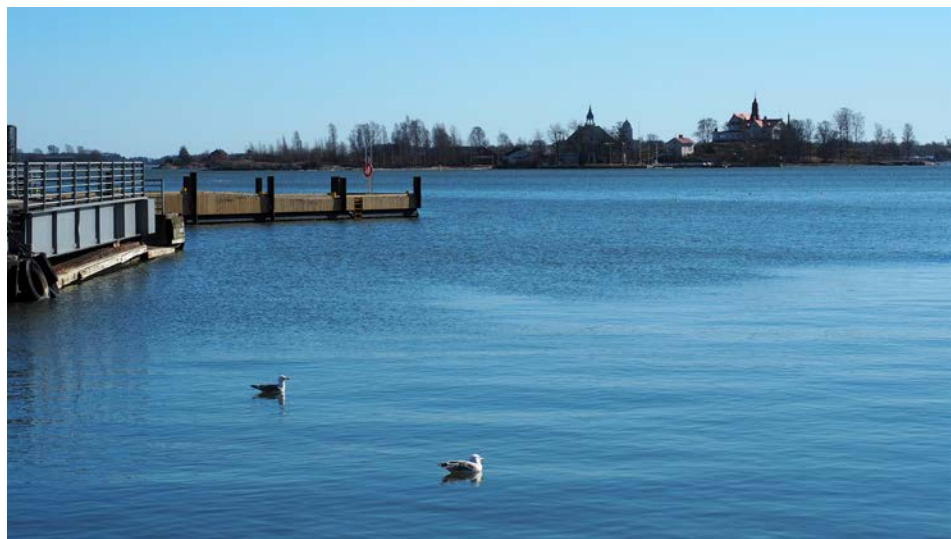
2. Ks. esim. Vilmi (2015) Inflation developments in the euro area – an update. Quarterly report on the euro area. Vol. 14, No 3, 29–33. European Commission.

- pohjavaikutukset

Nousevien ja laskevien hintojen yleisyys euroalueella

30.3.2017 11:00 • EURO & TALOUS 1/2017 • RAHAPOLITIikka

Euroalueen inflaatio vauhdittui selvästi joulukuussa 2016 ja tammikuussa 2017. Taustalla oli pääosin energiatuotteiden ja jalostamattomien elintarvikkeiden tarjonnan rajoitteista aiheutunut hintojen nousu. Ilman näitä tuotteita lasketun pohjainflaation kehitys jäikin yhä vaimeaksi. Lisäksi pohjainflaatioon sisältyvien tuotteiden ja palveluiden hintojen muutosvauhti on säilynyt hitaana. Verkkainen pohjainflaatio ja siihen kuuluvien suhteellisten hintojen jäykkyys viittaavat siihen, ettei euroalueen inflaatio ole kiihtymässä yli tavoitteen.



Suhteellisten hintojen joustavuus on keskeinen osa talouden dynamiikkaa. Hitaan inflaation vallitessa tämä ilmenee joidenkin nimellishintojen laskuna. Jos nimellishinnat eivät josta alaspäin, suhteelliset hinnat jäykistyvät ja hintamekanismin toiminta heikkenee. Euroalueen 2 prosentin inflaatiotavoitteella^[1] jätetään tilaa suhteellisten hintojen maltillisille muutoksille ilman tarvetta suuriin nimellisten hintojen laskuihin.

Rahapolitiikan oikean reaktion määrittämiseksi on tärkeää kyetä arvioimaan, miten vallitsevan ja odotetun inflaation syyt jakautuvat kysyntä- ja tarjontatekijöihin. Kokonaiskysyntään kohdistuvat tekijät vaikuttavat yleiseen hintatasoon tai sen muutosvauhtiin. Esimerkiksi finanssi- ja/tai rahapolitiikan keventäminen nopeuttaa kokonaiskysyntää, mikä johtaa yleisen hintatason nousuun eli inflaation kiihtymiseen.

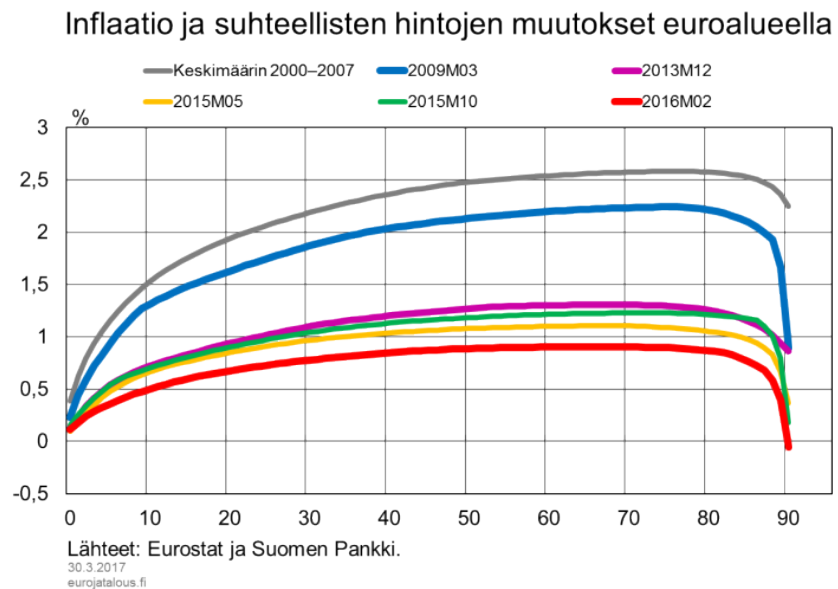
Tarjontatekijät puolestaan ilmenevät periaatteessa suhteellisten hintojen muutoksina. Esimerkiksi öljyn tarjonnan supistuminen nostaa öljyn hintaa, minkä seurauksena

1. Eurojärjestelmä tavoittelee yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä mitatun vuotuisen inflaation olevan alle 2 % mutta lähellä sitä.

inflaatio kiihtyy. Tällaisen suhteellisten hintojen muutoksesta seuraavan inflaation kiihtymisen merkitys riippuu oleellisesti siitä, johtaako se palkkavaatimusten kasvun kautta kerrannaisvaikutuksiin. Käytännössä kysyntä- ja tarjontahäiriöt vaikuttavat toinen toisiinsa ja niiden reaaliaikainen erottaminen voi olla vaikeaa.

Hidas inflaatio ei automaattisesti tarkoita, että suhteelliset hinnat ovat jäykkiä. Sama inflaatiovauhti voi peittää alleen hyvin erilaisen suhteellisten hintojen kehityksen. Euroalueella inflaatio oli finanssikriisin alkuvaiheessa maaliskuussa 2009 likimain sama kuin vuodenvaihteessa 2013–2014 (kuvio 1). Tästä huolimatta erot suhteellisten hintojen muutosvauhdissa olivat varsin suuria. Maaliskuussa 2009 nousevien hintojen vaikutus oli suuri ja inflaation hidastuminen johtui vain joidenkin hintojen (lähinnä energiatuotteiden) laskusta. Joulukuussa 2013 nousevien hintojen vaikutus oli pienentynyt ja laskevien hintojen yleisyys suuri. Ilmeistä on, että hintamekanismin toiminta oli heikentynyt (kuvio 1)^[2].

Kuvio 1.



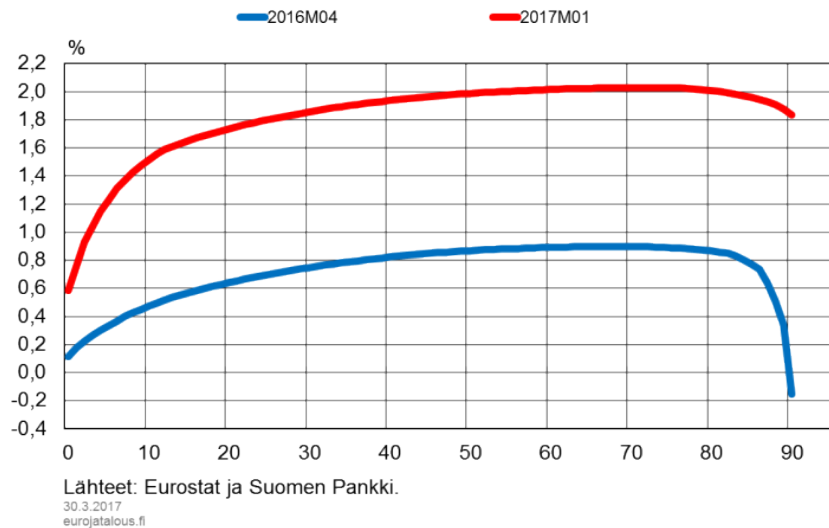
Tarkastelemalla euroalueen inflaatiota ja suhteellisten hintojen muutoksia viime aikoina eli vuoden 2016 ja alkuvuoden 2017 aikana havaitaan (kuvio 2), että inflaation kiihtymisen myötä nousevien hintojen osuus ja vaikutukset (kontribuutiot) ovat

2. Kuvion käyriin sisältyvät tiedot kuluttajahintaindeksin 91 hyödykkeen hintamuutoksista edellisen 12 kuukauden aikana sekä näiden hyödykkeiden painot. Kukin käyrä on saatu asettamalla yksittäisten hyödykkeiden inflaatiovaikutukset (= hintamuutoksen ja painon tulo) suuruusjärjestykseen ja laskemalla näistä kumulatiivinen summa. Toisin sanoen ensimmäiseksi vasemmalle sijoitetaan se komponentti, jonka hinnan muutoksella on suurin positiivinen vaikutus hintaindeksin nousuun. Siihen lisätään toiseksi suurin positiivinen vaikutus. Näin jatketaan, kunnes tullaan laskevien hintojen alueelle. Aluksi kumulatiiviseen summaan lisätään se komponentti, jolla on pienin hintaindeksin nousua hidastava vaikutus. Näin jatketaan, kunnes viimeiseksi summaan lisätään suurin negatiivinen kontribuutio. Näin järjestettyjen vaikutusten kumulatiivinen summa päättyy lukuun, joka on yhtä kuin koko kuluttajahintaindeksin muutosvauhti. Asettamalla kuluttajahintaindeksin komponenttien kontribuutiot tällä tavalla suuruusjärjestykseen ja laskemalla niiden kumulatiivinen summa voidaan piirtää käyrä, joka antaa samalla kertaa sekä kokonaiskuvan nousevien ja laskevien hintojen yleisyydestä että koko hintaindeksin muutosvauhdista.

kasvaneet huhtikuusta 2016 tammikuuhun 2017. Samanaikaisesti laskevien hintojen osuus ja vaikutukset ovat huomattavasti vähentyneet.

Kuvio 2.

Inflaatio ja suhteellisten hintojen muutokset euroalueella



Vielä huhtikuussa 2016 nousevien hintojen vaikutus inflaatioon oli noin 0,9 prosenttiyksikköä (käyrän korkein kohta), ja samanaikaisesti laskevat hinnat ja niiden kontribuutiot olivat huomattavia (käyrän laskeva osa). Tammikuussa 2017 nousevien hintojen vaikutus oli kasvanut noin 2,0 prosenttiyksikköön ja samanaikaisesti laskevien hintojen osuus ja kontribuutio olivat huomattavasti supistuneet.

Näiden kahden ajankohdan eroa selittävät valtaosin energiatuotteiden ja jalostamattomien elintarvikkeiden tarjonnan rajoitteista aiheutunut hintojen nousu tammikuussa 2017, energiatuotteiden tapauksessa öljyntuottajien halu tuotannon määrien sääntelyyn ja jalostamattomien elintarvikkeiden tapauksessa maa- ja puutarhatalouden tuotantoa rajoittaneet sääolot.

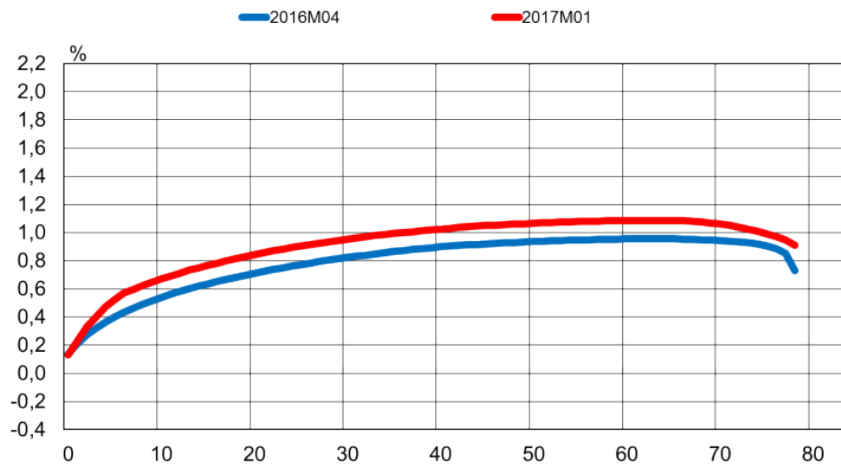
Pohjaininflaatio (yhdenmukaistettu kuluttajaindeksi, YKHI, pois lukien energia ja jalostamattomat elintarvikkeet) on kuitenkin pysynyt joulu- ja tammikuussa erittäin vaimeana. Lisäksi pohjainflaatioon sisältyvien tuotteiden ja palveluiden suhteellisten hintojen muutosvauhti on säilynyt hitaana.

Nousevien hintojen osuus ja vaikutukset inflaatioon säilyivät likimain ennallaan vuonna 2016 ja tammikuussa 2017 (kuvio 3). Huhtikuussa 2016 nousevien hintojen vaikutus oli noin 1,0 prosenttiyksikköä ja tammikuussa 2017 noin 1,1 prosenttiyksikköä. Myös laskevien hintojen osuus ja kontribuutiot säilyivät likimain ennallaan. Huhtikuussa 2016 niiden vaikutus inflaatioon oli noin -0,2 prosenttiyksikköä ja tammikuussa 2017 noin -0,2 prosenttiyksikköä.

Verkkainen pohjaininflaatio ja suhteellisten hintojen jäykkyys viittaavat siihen, ettei euroalueen inflaatio ole kiihtymässä pitkäkestoisesti yli tavoitteen.

Kuvio 3.

Pohjainfaatio ja suhteellisten hintojen muutokset euroalueella



Lähteet: Eurostat ja Suomen Pankki.
30.3.2017
eurojatalous.fi

Avainsanat

- hintavakaus
- inflaatio
- suhteellisten hintojen muutos

Euroalueen rahamarkkinat muutosten kourissa

30.3.2017 11:00 • EURO & TALOUS 1/2017 • RAHAPOLITIikka

Sääntely, finanssikriisin herättämä riskitietoisuus ja eurojärjestelmän elvyttävä rahapolitiikka ovat viime vuosina muuttaneet euroalueen rahamarkkinoita. Kaupankäynti on siirtynyt vakuudettomasta lainanannosta vakuudelliseen, ja eri instrumenttien korkoerot ovat kasvaneet. Rahapoliittisten korkojen muutokset välittyvät markkinakorkoihin rahamarkkinoiden kautta, joten eurojärjestelmän keskuspankeissa rahamarkkinoiden kehitystä seurataan tarkasti.



Rahamarkkinoilla tarkoitetaan juoksuajaltaan alle vuoden velkasitoumusten tukkumarkkinoita, joilla kauppaa käyvät etenkin pankit ja muut rahoituslaitokset. Useimmiten lainojen maturiteetit ovat erittäin lyhyitä: yhdestä yöstä viikkoon. Kauppaa käydään verrattain turvallisilla ja [likvideillä](#) instrumenteilla, kuten vakuudettomilla ja vakuudellisilla talletuksilla, takaisinostosopimuksilla (repurchase agreement, repo)^[1] sekä valtioiden ja yritysten juoksuajaltaan lyhyillä velkapapereilla. Rahamarkkinoiden toiminta vaikuttaa yksittäisten rahoituslaitosten varainhankintaan ja kassanhallintaan. Mahdolliset häiriöt rahamarkkinoilla heijastuvat myös laajemmin rahoitusmarkkinoille ja rahoituksenvälitykseen.^[2]

1. Takaisinostosopimukset eli tuttavallisemmin repot ovat yksi yleisimmistä rahamarkkinainstrumenteista. Repomarkkinoilla osapuoli A myy arvopaperin (esim. valtionvelkakirjan) osapuolelle B hintaan 99, ja lupaa ostaa sen takaisin esimerkiksi kolmen päivän kuluttua hintaan 100. Hintojen erotus määrää sopimuksen koron. Käytännössä repot ovat siis vakuudellisia talletuksia ja yksi turvallisimmista keinoista sijoittaa ylimääräisiä käteisvaroja. Tyypillisesti arvopaperin myyntihinta on hieman sen todellista markkina-arvoa alempi, eli vakuuspaperi aliarvostetaan (haircut).

2. Rahamarkkinat ovat myös konkreettisesti osa monien suomalaisten elämää euriborkorkoihin sidottujen asuntolainojen kautta. Joonas Koukkusen [blogikirjoitus](#) (21.2.2017) valottaa euriborien laskentatapaa ja selvittää, miksi euriborkorkoja ollaan uudistamassa osittain rahamarkkinoiden rakenteellisten muutosten vuoksi.

Euroalueen rahamarkkinat vakautuivat finanssi- ja velkakriisin jälkeen, ja kaupankäynti on viime vuosina ollut aktiivista. Pelkästään vajaan 100 ns. paneelipankin rahamarkkinakauppojen volyymi oli EKP:n vuoden 2015 kyselyssä yli 1 000 mrd. euroa päivässä.^[3] Rahamarkkinoiden rakenne on kuitenkin muuttunut merkittävästi verrattuna finanssikriisiä edeltävään aikaan, sillä kaupankäynti vakuudettoman rahan markkinoilla on vähentynyt ja vastaavasti vakuudelliset kaupat ovat lisääntyneet voimakkaasti. Kehitystä selittävät mm. sääntelymuutokset, jotka eivät kannusta pankkeja lyhytaikaiseen – etenkin vakuudettomaan – varainhankintaan.^[4] Samalla markkinatoimijoiden riskitietoisuus on kasvanut ja valtioiden luottoluokitukset ovat heikentyneet. Nämä tekijät ovat osaltaan johtaneet siihen, että rahamarkkinat ovat eriytyneet ns. ydin- ja periferiamaihin.^[5]

Vakuudettomien rahamarkkinoiden riskimittarina on perinteisesti käytetty euribor- ja ns. OIS-korkojen (overnight index swap- eli yön yli -indeksiswapkorkojen)^[6] välisiä eroja, jotka ovat pysyneet vakaina euroalueen velkakriisin jälkeen vuodesta 2013 alkaen (kuvio 1). Markkinatilanteen muutos näkyy kuitenkin tällä hetkellä muiden lyhyiden korkojen välisinä eroina.

Jos rahapolitiikka välittyy tehokkaasti, lyhyet markkinakorot reagoivat lähiajan rahapolitiikan mitoitusta koskeviin odotuksiin. Keskuspankki ohjaa politiikkakoroillaan lyhimpiä markkinakorkoja – esimerkiksi yön yli -korko eonia on kaksi viime vuotta ollut hyvin lähellä EKP:n talletuskorkoa, joka on nyt -0,40 %. Vastaavasti OIS-korot ovat paras keskuspankin korkopolitiikkaan kohdistuvia odotuksia kuvaava mittari ja ohjaavatkin yleensä tehokkaasti euroalueen rahamarkkinakorkoja ja eurovaltioiden lyhimpiä lainakorkoja (kuvio 2). Nämä korot ovat tyypillisesti erkaantuneet toisistaan vain kriisioloissa.

3. Summasta noin lähes puolet on vakuudellisia ja pari prosenttia vakuudettomia kauppia. Loppu koostuu korko- ja valuuttajohdannaisista. Ks. Euroopan keskuspankki (2015).

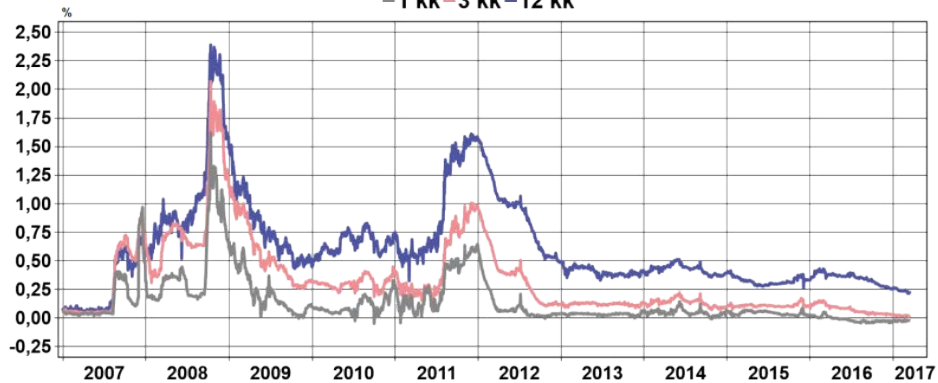
4. Lähivuosien pankkijärjestelmän vakauteen tähtäävistä sääntelyuudistuksista sekä maksuvalmiusvaatimuksella (liquidity coverage ratio, LCR), pysyvän varainhankinnan vaatimuksella (net stable funding ratio, NSFR), velkaantuneisuusastella (leverage ratio, LR) että vakavaraisuussuhteella (capital ratio) on ainakin teoriassa rahamarkkinakaupankäyntiä ehkäiseviä vaikutuksia. Kaikki näistä eivät kuitenkaan ole vielä voimassa. Ks. Doran ym. (2014).

5. Ks. Heijmans ym. (2016).

6. OIS on johdannaisopimus, jossa kaupan toinen osapuoli maksaa kiinteää korkoa ja toinen keskimääräistä yön yli -korkoa sopimuksen juoksuaikana. Näin euromääräisten OIS-sopimusten hinnoista voi päätellä markkinoiden odottaman keskimääräisen eoniakoron tason sopimuksen juoksuaikana.

Kuvio 1.

Euribor- ja OIS-korkojen erot ovat vakautuneet kriisiaikojen jälkeen
 –1 kk –3 kk –12 kk



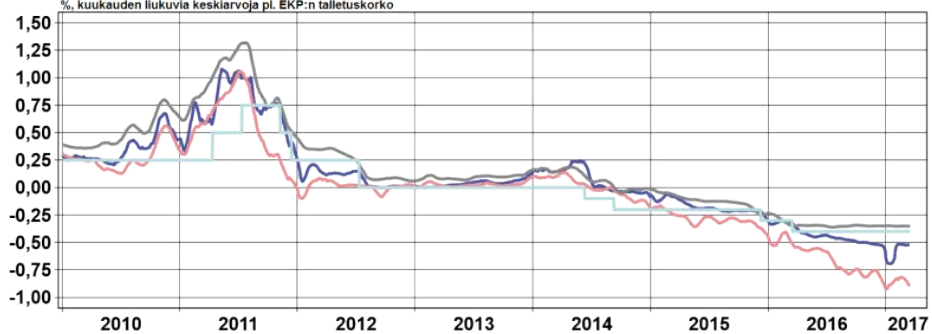
Euriborkorkojen ja yli yön -korkojohdannaisten (OIS, overnight indexed swap) erotuksia eri maturiteeteissa. Erotus kuvaa vakuudettomilla rahamarkkinoilla vaadittuja luotto- ja likviditeettiriski-premioita.
 Lähde: Bloomberg.

eurojatalous.fi
 16.3.2017

Kuvio 2.

Repokorot ja Saksan valtionlainakorot eriytyneet EKP:n talletuskorosta ja eoniakoron odotetusta tasosta

–EKP:n talletuskorko –EUR OIS 3 kk –Saksan valtion 3 kk:n korko –Repo funds: euroalue



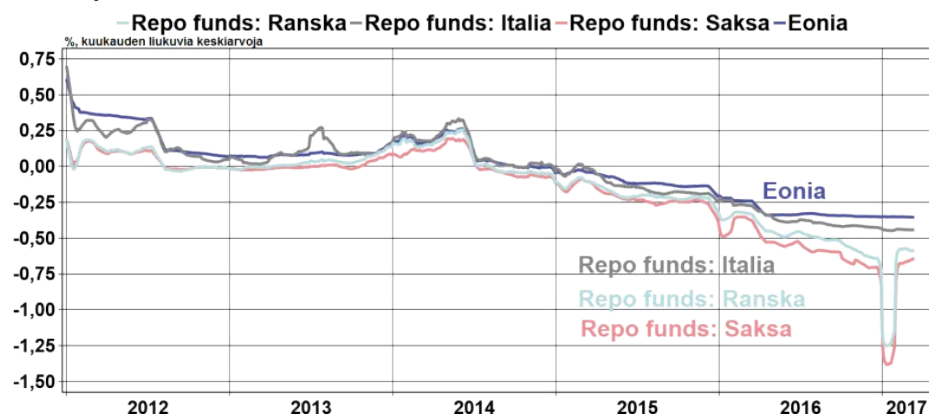
OIS-korko kuvaa keskimääräiseen yön yli -korkoon eoniaan kohdistuvaa odotusta tietyllä aikavälillä.
 Euroalueen repo funds -korko kertoo tietyllä kaupankäyntialustoilla euroalueen valtionlainoilla tehtyjen repokauppojen keskimääräisen koron.
 Lähteet: Macrobond ja Bloomberg.

eurojatalous.fi
 16.3.2017

Parin viime vuoden aikana repokorot ja Saksan lyhyet korot ovat kuitenkin painuneet selvästi EKP:n talletuskoron ja eonian alapuolelle. Jaotteleamalla korot käytetyn vakuuden mukaan huomataan, että repokorot ovat lisäksi eriytyneet myös toisistaan (kuvio 3). Saadakseen lyhytaikaisen talletuksen vakuudeksi Saksan velkakirjan sijoittaja joutuu tekemään talletuksen noin –0,70 prosentin korolla. Ranskan ja etenkin Italian velkakirjoja vastaan talletuskorot ovat korkeampia eli vähemmän negatiivisia. Vuodenvaihteessa pankkien optimoidessa taseitaan laadukkaat vakuuspaperit olivat erityisen kysytyjä ja euroalueen ydinmaiden repokorot painuivat hetkellisesti jopa –5 prosenttiin. Kun ennen repomarkkinoilla ”myytiin talletuksia” vakuuksia vastaan, nyt ”ostetaan vakuuksia” talletuksia vastaan.

Kuvio 3.

Repokorot erkaantuneet sekä vakuudettomasta eoniasta että toisistaan



Maakohtaiset repo funds -korot kertovat korkotasojä repokauppoille, joissa on vakuutena tietyn maan valtionvelkakirja.
Lähde: Bloomberg.

eurojatalous.fi
16.3.2017

Sytä edellä kuvattuun korkojen kehitykseen ovat ainakin sijoittajien halu suojaautua euroalueen poliittisilta riskeiltä ja yleinen laadukkaan vakuusmateriaalin puute.^[7] Jo mainittujen sääntelymuutosten ja riskitietoisuuden lisäksi myös eurojärjestelmän laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma vaikuttaa osaltaan vakuuksien puutteeseen. Ohjelma sekä lisää ylimääräistä likviditeettiä markkinoille että poistaa sieltä laadukkaita, vakuuskäyttöön kelpaavia arvopapereita. Repomarkkinoiden toiminnan helpottamiseksi eurojärjestelmä aloitti alkuvuodesta 2017 arvopaperiomistustensa lainaamiseen myös käteisvakuuksia vastaan.

Koska ainakin osa repomarkkinoiden muutosajureista on luonteeltaan rakenteellisia, rahamarkkinoiden murros tuskin jää vain väliaikaisiksi. Vakuuksien niukkuudesta huolimatta repomarkkinat kuitenkin toimivat kelvöllisesti ja hinnat joustavat – esimerkiksi kaupankäyntivolyymit ovat säilyneet lähes ennallaan tai jopa kasvaneet. Repokorot ovat kuitenkin poikkeuksellisen alhaisia, ja markkinatoimijat vasta totuttelevat uudenlaiseen toimintaympäristöön, joten eurojärjestelmässä seurataan jatkossakin tarkasti tilanteen kehittymistä.^[8]

Lähteet:

Baranova, Y. – Liu, Z. – Noss, J. (2016) The role of collateral in supporting liquidity. Staff Working Paper No. 609. Bank of England.

Doran, D. – Kierrane, C. – Masterson, M. (2014) Some Implications of new Regulatory Measures for Euro Area Money Markets. Quarterly Bulletin 1/ January 2014. Central Bank of Ireland.

7. Vakuuksia tarvitaan mm. rahoituksen hankkimiseen ja johdannaispositioiden kattamiseen. Vakuuskäytössä pitkätkin ”ketjut” ovat tyypillisiä, ja laadukas vakuuspaperi kiertää Baranova ym. (2016) mukaan keskimäärin noin neljän välittäjän kautta ennen päätymistään lopulliseen kohteeseensa. Esimerkiksi Singh (2016) korostaa vakuuksien merkitystä koko rahoitusjärjestelmän toiminnalle ja talouskasvun mahdollistamiselle.

8. Ks. Mersch (2017).

Euroopan keskuspankki (2015) Euro Money Market Survey.

Heijmans, R. – Heuver, R. – Gorgi, Z. (2016) How to Monitor the Exit from the Eurosystem's unconventional monetary policy: Is EONIA dead and gone? DNB Working Paper No. 504/March 2016.

Koukkunen, J. (21.2.2017) Euriborien laskentaan kaavaillaan merkittävää muutosta. [Blogikirjoitus](#).

Mersch, Y. (2017) Ructions in the repo market – monetary easing or regulatory squeezing? Puhe 26.1.2017.

Singh, M. (2016) Collateral and Financial Plumbing. Risk Books.

Avainsanat

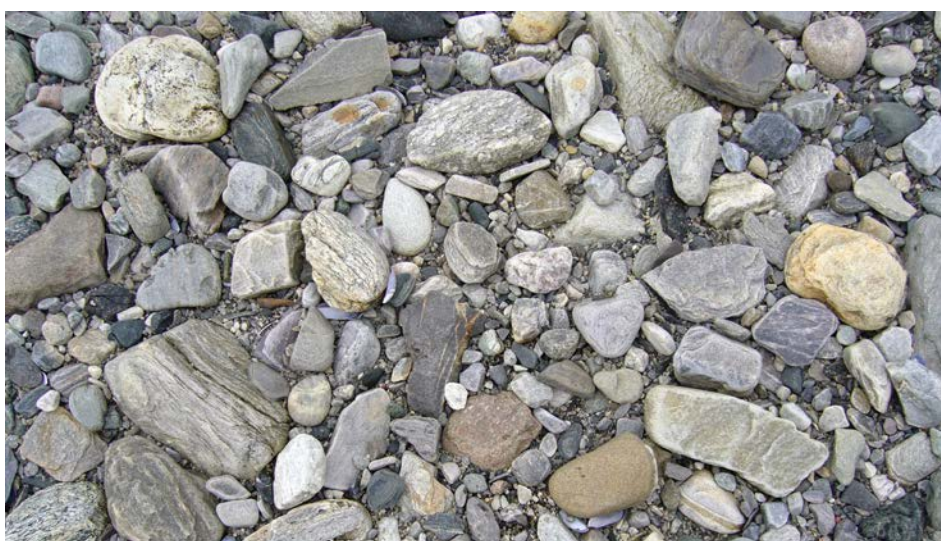
- [likviditeetti](#)
- [rahamarkkinat](#)
- [repomarkkinat](#)

Ovatko markkinoiden inflaatio-odotukset voimistuneet?

30.3.2017 11:00 • EURO & TALOUS 1/2017 • RAHAPOLITIIKKA • TOMI KORTELA

- Tomi Kortela
Vanhempi ekonomisti

Rahoitusmarkkinoiden inflaatio-odotuksia mitataan useasti inflaatio-swapeilla. Niiden pohjalta arvioituna euroalueen inflaatiota koskevat odotukset ovat kasvaneet syksystä 2016. Inflaatio-swapien tulkinta ei kuitenkaan ole suoraviivaista. Lähempi tarkastelu osoittaa, että markkinoiden inflaatio-odotukset ovat voimistuneet vähemmän kuin pelkästään swapien hintoja tarkastelemalla voisi päätellä.



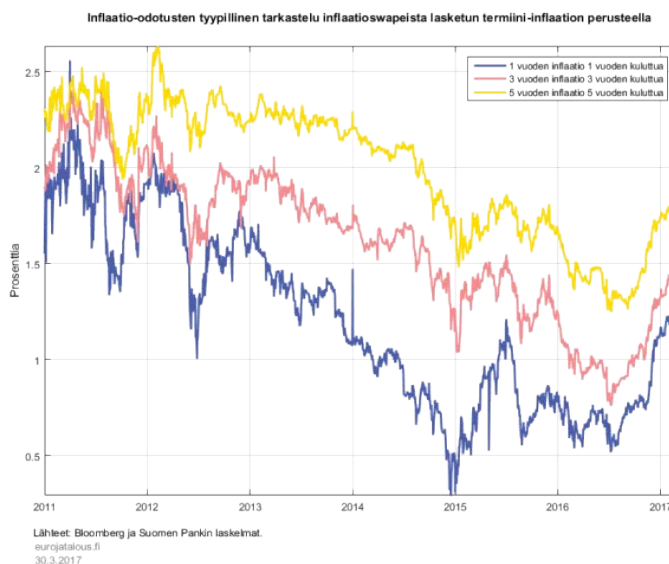
Inflaatio-swapien suoraviivaisessa tulkinnessa riskejä

Inflaatio-odotuksilla on keskeinen asema inflaation määräytymisessä, koska inflaation tulevaan kehitykseen kohdistuvat odotukset näkyvät hinnoissa jo tänään.^[1] Tämän takia keskuspankit seuraavat inflaatio-odotusten kehitystä tarkasti. Inflaatio-odotuksia voidaan mitata monella eri tavalla: kyselyillä, tarkastelemalla inflaatio-ennusteita tai mittaamalla inflaatio-odotuksia rahoitusinstrumenteista. Jos mittauksessa käytetään rahoitusmarkkinoiden hintoja, puhutaan markkinapohjaisista inflaatio-odotuksista. Euroalueella markkinoiden inflaatio-odotuksia mitataan useasti inflaatio-swapeilla.^[2]

1. Odotukset vaikuttavat inflaatioon siitä syystä, että hintoja taloudessa muutetaan tyypillisesti harvakseltaan, koska hintojen muuttamiseen liittyy kustannuksia. Tällöin tulevaa hintakehitystä koskevat odotukset tulee ottaa huomioon nykyisiä hintoja asetettaessa. Lisäksi palkoista sovitaan yleensä pidemmäksi aikaa kerrallaan, jolloin odotettu inflaatio heijastuu palkkatasoon, koska kotitaloudet haluavat turvata ostovoimansa kehityksen. Palkat ovat yritysten keskeinen kustannustekijä, jolloin palkkojen muutokset näkyvät hinnoissa ja toteutuneessa inflaatioissa.

Tyypillisesti (inflaatio)swapien osoittamaa odotetun inflaation kehitystä tarkastellaan seuraamalla eri termiini-inflaatioita (kuvio 1). Termiini-inflaatio kuvaa swaphintojen osoittamaa keskimääräistä inflaatiota jonakin tulevaisuuden ajanjaksona. Esimerkiksi termiini-inflaatio 2 vuotta 1 vuoden kuluttua kuvaa 2 vuoden keskimääräistä inflaatiota, kun keskimääräisen inflaation laskeminen aloitetaan vuoden kuluttua.

Kuvio 1.



Syksystä 2016 lähtien swapien osoittama odotettu inflaatio on kiihtynyt (kuvio 1). Swapit ovat kuitenkin suhteellisen monimutkainen arvopaperi, mistä syystä niistä saatavaa informaatiota tulee tulkita varoen. Euroalueen viimeaikaista inflaatio-odotusten kehitystä tarkasteltaessa tuleekin ottaa huomioon ainakin kolme seikkaa.

Ensinnäkin pitkälle tulevaisuuteen lasketut lyhyen aikavälin termiini-inflaatiot (esim. vuosi-inflaatio 9 vuoden päästä) ovat herkkiä suhteessa pitkien swapien hintojen pieniin muutoksiin. Esimerkiksi hinnoittelu- tai mittausvirheet voivat johtaa huomattaviin muutoksiin tällaisissa termiini-inflaatioissa.

Toiseksi erimittaisten termiini-inflaatioiden kuvaajien perusteella on vaikea hahmottaa odotettua inflaation uraa, koska käyrien osoittamat inflaatiot ovat osaltaan limittäin tai eivät kata kaikkia periodeja. Lisäksi markkinoiden odottaessa inflaation kiihtyvän myös termiini-inflaatio nopeutuu ajan kuluessa. Tällöin termiini-inflaation muutos ei välttämättä merkitse muutosta markkinoiden odottamassa inflaatioissa.

Kolmanneksi swapien hinnat kuvastavat, kuinka suuren kompensaation sijoittajat vaativat inflaatioon liittyvän riskin kantamisesta. Swapin riskillisyyteen vaikuttavat muutkin tekijät kuin sen juoksuajan odotettu inflaatio, jolloin swapin hinta voi erota

2. Inflaatio-*swap* on rahoitusmarkkinoilla kaupankäynnin kohteena oleva johdannainen, jonka avulla voidaan suojautua tulevaan inflaatioon liittyvältä epävarmuudelta. Swapissa toinen osapuoli maksaa erääntymispäivänä ennalta määrätyn summan, kun taas toisen osapuolen maksu riippuu inflaation kehityksestä swapin juoksuajana. Tarkemmin inflaatio-*swapien* rakennetta ja ominaisuuksia kuvataan [Eurossa & taloudessa 4/2016](#).

markkinoiden odottamasta inflaatiosta. Tällaisia arvopaperin hintaan vaikuttavia tekijöitä kutsutaan preemioiksi. Suoraan swapien hinnoista lasketut inflaatio-odotusten muutokset voivatkin heijastella muutoksia preemioissa eivätkä markkinoiden odottamassa inflaatiossa.

Odotusten tulkintaa voi parantaa mallintamalla swapien aikarakennetta

Edellä esitetyt esimerkit osoittavat, että swapien hinnoista laskettua termiini-inflaatiota on tulkittava harkiten. Näitä tulkintaan liittyviä riskejä voidaan arvioida, kun mallinnetaan inflaatiowapien aikarakennetta. Inflaatiowapien aikarakenteella tarkoitetaan juoksuajaltaan eripituisten swapien hintojen suhdetta toisiinsa. Kun tämä aikarakenne otetaan huomioon, saadaan markkinoiden odottamasta inflaatiosta enemmän tietoa kuin ainoastaan seuraamalla yksittäisten swapien hintoja. Tällä lähestymistavalla on monia etuja.

Mallin avulla voidaan laskea markkinoiden odottama inflaatio, joka perustuu suureen joukkoon swaphintoja. Tähän odotetun inflaation uraan vaikuttavat useat swaphinnat, eikä laskennassa tarvitse valita, mitä swaphintoja markkinoiden odotusten hahmottamisessa käytetään. Näin yksittäisiin swapeihin liittyvillä mittausvirheillä on rajallinen vaikutus tuloksiin.

Toinen keskeinen etu on, että mallin avulla voidaan arvioida swaphintoihin liittyvän preemion kokoa. Vaikka malleilla saatavat arviot ovat suuntaa antavia, voidaan niiden avulla kuitenkin hahmottaa preemion merkitystä inflaatio-odotuksissa.

Toisin sanoen inflaatiowapien aikarakennemallin antamien tulosten avulla voidaan arvioida suoraan swaphinnoista johdettujen odotusten tulkintaan liittyviä riskejä. Tämän pohjalta voidaan varmemmin vastata kysymykseen, ovatko markkinoiden inflaatio-odotukset kasvaneet.

Swapien hintojen mallinnusta voidaan pääosin lähestyä samalla tavalla kuin korkojen mallintamista. Tässä tarkastelussa malliksi on valittu tyypillinen korkojen aikarakennemalli, jota kutsutaan arbitraasivapaaksi dynaamiseksi Nelson–Siegel-malliksi.^[3] Malli pyrkii kolmen ajan mittaan muuttuvan tekijän (faktorin) avulla selittämään juoksuajaltaan eripituisten swapien hintoja siten, että swapien hinnoittelu ei yhtenä ajanhetkenä sisällä arbitraasimahdollisuuksia – eli mahdollisuuksia riskittömään voittoon.

Inflaatiowapien aikarakennetta mallinnettaessa on kaksi eroa verrattuna korkojen aikarakenteen mallinnukseen. Ensinnäkin mallinnuksessa voidaan käytännössä käyttää vain swapeja, joiden juoksu aika on tasavuosi. Tämä johtuu siitä, että inflaation kausivaihtelu aiheuttaisi huomattavia hintojen muutoksia swapeissa, joiden juoksu aika ei ole tasavuosi, mikä häiritäisi mallinnusta. Toiseksi mallinnuksessa tulee käyttää termiini-inflaatiota, koska swaphinnat kärsivät ns. kalenterivaikutuksesta.^[4]

3. Hyvä katsaus tämäntyyppiin malleihin on Dieboldin ja Rudebuschin kirjassa *Yield curve modelling and forecasting* (2013). Princeton University Press.

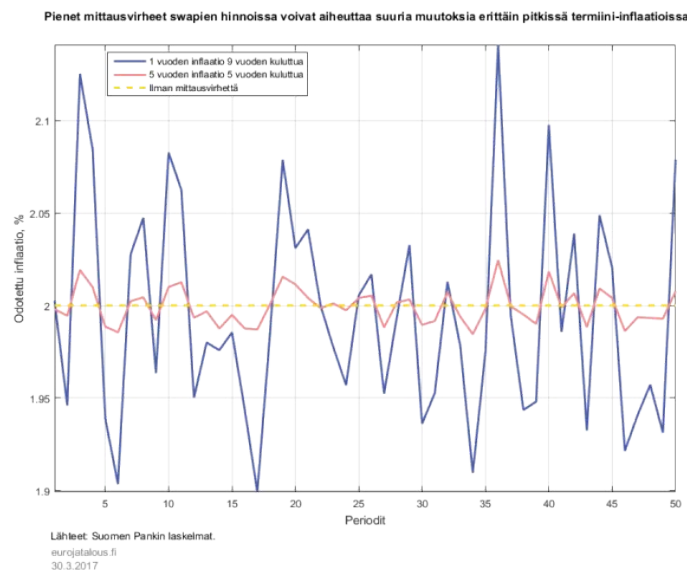
Aikarakennemallin avulla saadaan johdonmukainen kuva inflaatio-odotuksista

Markkinaosapuolet käyvät kauppaa inflaatiowapeilla pörssin ulkopuolella suoraan keskenään. Finanssimarkkinainformaatiota välittävät yritykset keräävät kauppojen pohjalta hintatietoa. Näin saadut hinnat voivat kuitenkin sisältää mittausvirheitä, eli ne eivät välttämättä vastaa todellisia markkinahintoja, vaan ovat arvioita niistä.^[5]

Inflaatiowapien markkinat ovat hyvin kehittyneet ja vaihdanta markkinoilla on merkittävää, mistä syystä hintoihin liittyvät mittausvirheet ovat useimmiten pieniä. Ongelmaksi muodostuu, että pitkälle tulevaisuuteen lasketut, lyhyttä aikaväliä mittaavat termiini-inflaatiot ovat herkkiä suhteessa jopa pieniin mittausvirheisiin.

Seuraavaksi tarkastellaan tilannetta (kuvio 2), jossa kaikki swaphinnat ovat ilman mittausvirhettä 2 %, jolloin myös erihorisonttiset termiini-inflaatiot ovat 2 % (keltainen katkoviiva kuviossa). Kuviossa on esitetty myös kaksi eripituista termiini-inflaatiota (1 vuotta 9 vuoden kuluttua ja 5 vuotta 5 vuoden kuluttua), kun hintoihin liittyvien mittausvirheiden oletetaan olevan toisistaan riippumattomasti normaalijakautuneita ja mittausvirheen keskihajonta on yksi peruspiste eli 0,01 prosenttiyksikköä.^[6]

Kuvio 2.



Tarkastelusta nähdään, että lyhyen aikavälin (yhden vuoden ajalle) pitkälle tulevaisuuteen (9 vuoden kuluttua) ulottuvan termiini-inflaation arvo on erittäin herkkä suhteellisen pienille mittausvirheille (kuvio 2). Jo pienet mittausvirheet johtavat yli kymmenyksen virheisiin termiini-inflaatioissa. Tämansuuruisia virheitä voi pitää

4. Kalenterivaikutuksesta lähemmin, ks. [Euro & talous 4/2016](#).

5. Mittausvirheitä voi syntyä esimerkiksi kaupankäynnin luonteen ja swapien likviditeettierojen vuoksi.

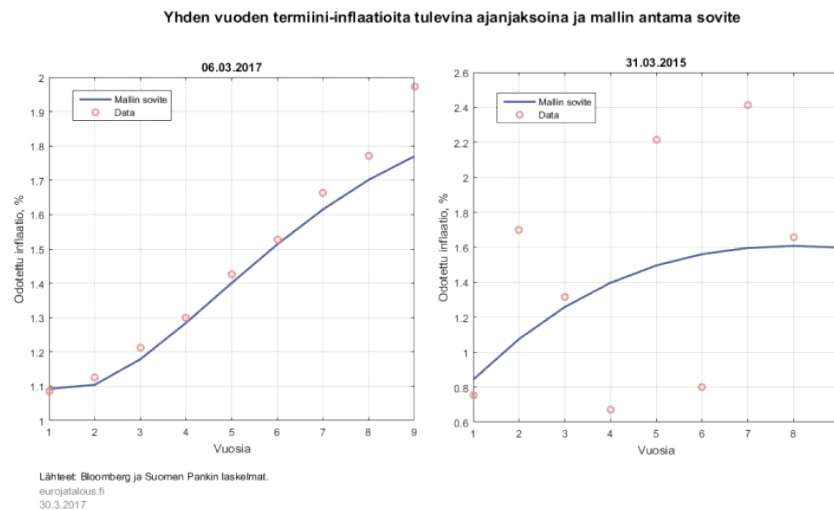
6. Todellinen swaphinta on siis 2 %, mutta mittausvirheen keskihajonnan kokoisen virheen kanssa se olisi 2,01 %.

merkittävänä, koska mittausvirheet voivat joissakin tilanteissa johtaa inflaatio-odotusten muutosten väärintulkintaan.

Tämä ominaisuus koskee kuitenkin ainoastaan erittäin lyhyttä ja pitkälle tulevaisuuteen laskettua termiini-inflaatiota. Tyypillisesti käytettävä termiini-inflaatio 5 vuotta 5 vuoden kuluttua antaakin lähes harhattomia tuloksia. Esimerkiksi tyypilliset termiini-inflaatioarvot – kuten kuviossa 1 – eivät ole herkkiä pienten mittausvirheiden suhteen, vaan ongelma koskee ainoastaan harvemmin käytettäviä hyvin pitkiä termiini-inflaatioita.

Mahdollisten mittausvirheiden vaikutus pidempiin termiini-inflaatioihin voidaan poistaa, kun inflaatio-odotusten mallintamiseen käytetään kaikista swapeista saatavaa informaatiota eli termiini-inflaatioiden aikarakenteen tarjoamaa informaatiota (kuvio 3).

Kuvio 3.



Vasemmanpuoleisessa paneelissa (kuvio 3) on ympyröillä merkitty termiini-inflaation arvoja 6.3.2017, mitä voidaan pitää nykyisessä ympäristössä tyypillisenä inflaatio-odotusten aikarakenteena. Kuviossa esitetään 1 vuoden inflaatio 1–9 vuoden kuluttua: esimerkiksi havainto, joka on 5 vuoden kohdalla, on karkeasti ottaen markkinoiden odottama 1 vuoden inflaatio 5 vuoden päästä eli vuoden 2022 inflaatio. Lisäksi kuviossa on viivalla merkitty mallin antamaa sovitetta, joka on asetettu mahdollisimman lähelle havaintoja sillä ehdolla, että sovitteen hinnat eivät sisällä mahdollisuuksia riskittömään voittoon.

Lyhyet termiini-inflaatiot ovat hyvin sopusoinnussa tehokkaan hinnoittelun kanssa – eli havaintojen ja sovitteen välinen erotus on pieni (kuvio 3). Tämä tukee ajatusta tehokkaista markkinoista, mutta pidemmät termiini-inflaatiot näyttävät eroavan sovitteesta. Ero voi johtua monesta tekijästä – kuten valitun mallin heikosta sopivuudesta aineistoon – mutta todennäköisin syy ovat aineistossa olevat pienet mittausvirheet. Tätä päätelmää tukee se, että ero on merkittävä nimenomaan erittäin

pitkässä eli 9 vuoden termiini-inflaatiossa, joka on altis mittausvirheille, kuten edellä osoitettiin.

Käyttämällä mallin sovitetta voidaan tarkastella myös pitkiä termiini-inflaatioita. Mallin avulla laskettu sovite ei perustu kahden swapin hintaan (kuten kuviossa olevat havainnot), vaan koko swapien antamaan aikarakenteeseen. Mallin antaman soviteen voidaan siis katsoa antavan johdonmukaisen kuvan markkinoiden inflaatio-odotuksista myös pitkän termiini-inflaation tapauksessa, koska sovite perustuu usean havainnon antamaan informaatioon. Tällöin mahdolliset mittausvirheet aineistossa eivät johda vääriin tulkintoihin markkinoiden odottamasta inflaatiosta.

Jossain tapauksissa mallin antama sovite on ainoa tapa tarkastella markkinoiden odottamaa inflaatiota. Näin on esimerkiksi silloin, kun markkinoilta havaittavat swaphinnat eivät anna uskottavaa uraa inflaatiolle (oikeanpuoleinen paneeli kuviossa 3).^[7] Kysymyksessä on tilanne, jossa markkinoilla ei pystytä muodostamaan kuvaa tulevasta inflaatiosta. Tämä voi johtua siitä, että markkinoille tulee uutta informaatiota ja tiedon käsittelyyn menee hetki aikaa. Näissä tapauksissa mallin sovite pystyy edelleen antamaan uskottavan kuvan markkinoiden inflaatio-odotuksista. Nämä poikkeustapaukset ovat suhteellisen harvinaisia, mutta osoittavat, että mallin soviteen käyttö inflaatio-odotuksia tarkasteltaessa antaa johdonmukaisen kuvan markkinaodotuksista eri tilanteissa.

Aikarakennemallilla voidaan laskea markkinoiden odottama inflaation ura

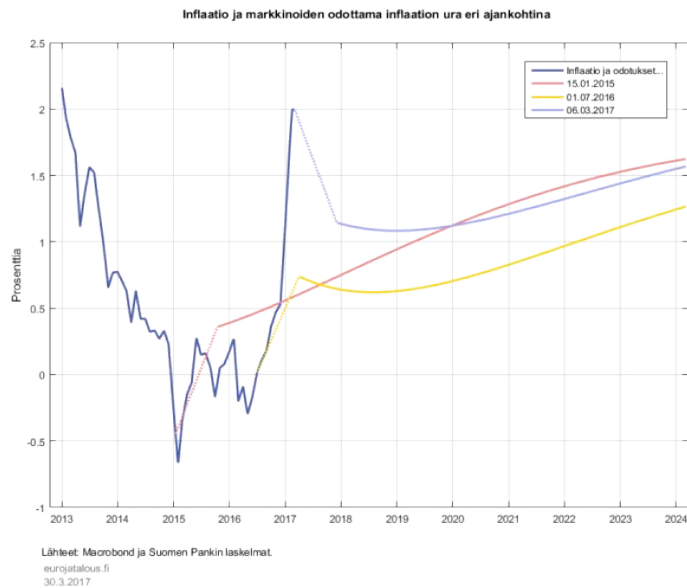
Tyypillinen tapa tarkastella markkinapohjaisia inflaatio-odotuksia on seurata kestoaltaan eripituisten termiini-inflaatioiden kehitystä ajan mittaan (kuvio 1). Näissä tarkasteluissa inflaatio-odotukset ovat useasti osittain päällekkäisiä tai eivät sisällä kaikkia ajanjaksoja, jolloin markkinoiden odottamaa inflaation uraa on vaikea hahmottaa. Lisäksi eri ajankohtina mitatut termiini-inflaatiot kuvaavat luonnollisesti eri aikaperiodien odotettua inflaatiota, jolloin eri ajanjaksojen termiini-inflaatioarvojen vertailu ei ole suoraviivaista.

Inflaatiowapien aikarakennemallia käyttäen saadaan laskettua swaphintojen osoittama odotetun inflaation ura. Tämä ura antaa yhden odotetun inflaation arvon jokaiselle ajanhetkelle, jolloin nämä urat ovat keskenään vertailukelpoisia (kuvio 4).^[8]

7. Termiini-inflaatiot osoittavat markkinoiden odottaneen vuoden 2019 inflaation olevan noin 0,7 %, vuoden 2020 inflaation 2,2 % ja vuoden 2021 inflaation 0,8 %. Tällainen ura ei ole uskottava.

8. Inflaatiowapit on sidottu 3 kuukautta myöhästettyyn indeksiin, jolloin esimerkiksi 1 vuoden swap ennustaa inflaatiota 9 kuukauden ajalta. Tätä 9 kuukauden ajanjaksoa kuvaa katkoviiva kuviossa 4.

Kuvio 4.



Markkinat hinnoittelivat maaliskuun 2017 alussa inflaation olevan vuoden 2019 alkaessa noin 1,1 %, ja siitä inflaation hinnoiteltiin kiihtyvän tasaisesti vuoden 2024 loppuun mennessä hieman yli 1,5 prosenttiin (kuvio 4). Inflaatio-odotukset ovat kasvaneet merkittävästi heinäkuusta 2016, jolloin ne olivat vastaavasti 0,6 % ja 1,3 %. Inflaatiouria tarkasteltaessa (kuvio 4) päädytään siis samaan tulkintaan kuin seuraamalla yksittäisiä termiini-inflaation arvoja (kuvio 1): inflaatio-odotukset ovat viime aikoina vahvistuneet. Inflaatio-odotuksia tarkasteltaessa markkinoiden odottaman inflaation uran avulla (kuvio 4) voidaan kuitenkin helpommin suhteuttaa markkinaodotukset esimerkiksi nykyiseen inflaatioon ja muihin inflaatioennusteisiin kuin tarkastelussa, joka perustuu yksittäisiin termiini-inflaatioihin (kuvio 1).

Inflaation urien avulla tehty tarkastelu osoittaa selkeästi, että edelleen markkinat odottavat inflaation olevan pitkälle tulevaisuuteen suhteellisen vaimeaa (kuvio 4). Kolmen vuoden kuluttua nykyhetkestä markkinat hinnoittelevat inflaation edelleen olevan alle 1,5 %. Inflaatio-odotusten kasvusta huolimatta markkinat eivät siis odota inflaation merkittävää kiihtymistä lähitulevaisuudessa. Tämä on selvästi havaittavissa, kun tarkastellaan yksittäisten termiini-inflaatioiden sijasta (kuvio 1) inflaation odotettua uraa kokonaisuutena (kuvio 4).

Lisäksi nähdään, että tammikuun 2015 puolivälissä pitkän aikavälin inflaatio-odotus oli lähes sama kuin maaliskuussa 2017: markkinoiden vuosiksi 2021–2024 odottama inflaatioura on miltei sama näinä kahtena ajanhetkenä (kuvio 4). Jos vastaava tarkastelu tehdään käyttämällä termiini-inflaatiota 3 vuotta 3 vuoden kuluttua, ei päädytä samaan tulokseen: tammikuun 15. päivänä vuonna 2015 termiini-inflaatio oli 1,0 % ja maaliskuun 6. päivä 2017 vastaavasti 1,3 % (kuvio 1). Käyttämällä yksittäistä termiini-inflaatiota pidemmän aikavälin inflaatio-odotusten vertailussa odotukset näyttävät siis voimistuneen 0,3 prosenttiyksikköä, vaikka todellisuudessa pitkät inflaatio-odotukset näyttävät käytännössä olevan samat (kuvio 4).

Ero tuloksissa johtuu siitä, että tammikuun 2015 termiini-inflaatio mittaa keskimääräistä inflaatiota vuosina 2018–2021, mutta vuoden 2017 vastaava termiini-inflaatio mittaa keskimääräistä inflaatiota ajanjaksolta 2020–2023. Termiini-inflaatioiden pidemmän aikavälin vertailu ei ole siis suoraviivaista, koska kyseessä on eri aikaperiodien kuvaus. Suoraviivaisessa tarkastelussa voidaan päätyä väärin päätelmiin pitkien inflaatio-odotuksien käyttäytymisestä. Termiini-inflaatioihin perustuvan tarkastelun rinnalla on siis hyvä katsoa myös markkinoiden odottamaa inflaation uraa. Tämä tarkastelu on syytä tehdä varsinkin, jos halutaan vertailla pidemmän aikavälin kehitystä.

Preemion koon vaihtelut muuttavat swaphinnoista laskettuja inflaatio-odotuksia

Inflaatiowapin hinta kuvastaa kompensatiota, jonka sijoittajat vaativat inflaatioon liittyvän riskin kantamisesta. Swapin riskillisyyteen voivat vaikuttaa muutkin tekijät kuin sen juoksuajan odotettu inflaatio, jolloin sen hinta voi erota markkinoiden odottamasta inflaatiosta. Tällaisia arvopaperin hintaan vaikuttavia komponentteja kutsutaan preemioiksi.

Preemiot kuvaavat swapien riskillisyyttä, joka on seurausta esimerkiksi swapin likvidiydestä tai juoksuajasta. Preemioiden koko vaihtelee ajan myötä, ja preemiot ovat erisuuruisia juoksuajaltaan eri swapeille, jolloin swapien hintojen muutokset osaltaan johtuvat muutoksista näissä preemioissa eivätkä markkinoiden odottamassa inflaatiossa.

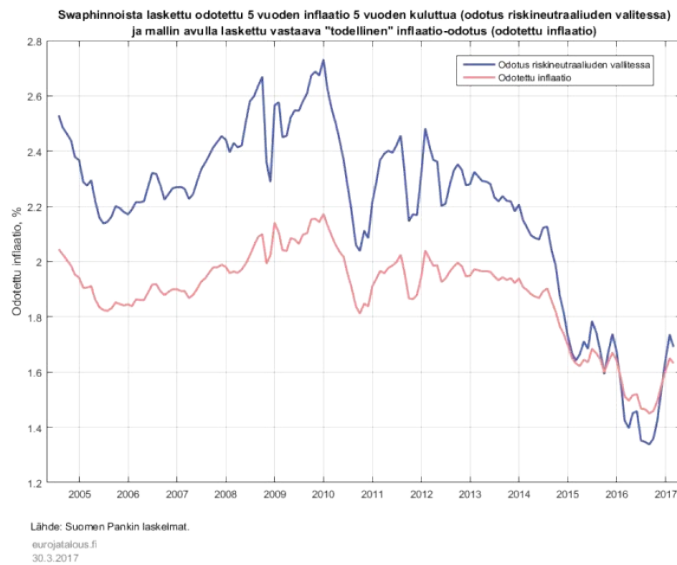
Edellä preemioiden merkitys swapien hinnoissa sivuutettiin ja hintojen ajateltiin pelkästään kuvaavan odotettua inflaatiota. Tätä voidaan perustella kahdella tavalla.

Jos ensinnäkin oletetaan markkinatoimijoiden olevan riskineutraaleja ja markkinoiden tehokkaita, ei preemioita esiinny markkinoilla. Riskineutraalit toimijat eivät vaadi kompensatiota riskin kantamisesta, joten swapien hinnat voidaan suoraan tulkita markkinoiden inflaatio-odotuksiksi. Tästä syystä suoraan swapien hinnoista lasketuista odotuksista puhutaan odotuksina riskineutraaliuden vallitessa. Tyypillisesti markkinatoimijoiden käyttäytyminen ei tue riskineutraaliusoletusta. Käytännössä preemioilla on siis jonkinsuuruinen vaikutus swaphintoihin.

Toiseksi tilanteessa, jossa preemiot ovat pieniä, swapin hinnan voidaan ajatella suoraan heijastelevan markkinoiden odottamaa inflaatiota. Yleensä preemioiden kuitenkin ajatellaan vaihtelevan ajan mittaan merkittävästi rahoitusmarkkinoilla.

Preemion suuruutta ei suoraan pysty havaitsemaan markkinahinnoista, vaan sen laskemiseen täytyy käyttää mallia. Inflaatiowapin aikarakennemallin avulla voidaan pyrkiä arvioimaan preemioiden kokoa swaphinnoissa. Vähentämällä preemion suuruus swapin markkinahinnasta saadaan inflaatiowapin hinnan osoittama ”todellinen” inflaatio-odotus – ei siis enää inflaatio-odotusta riskineutraaliuden vallitessa. Koska preemion suuruus riippuu sen arvioinnissa käytetystä mallista, eroavat eri mallien tulokset, ja erot voivat olla huomattaviakin. Tästä syystä arvioihin liittyy huomattava epävarmuus. Kuviossa 5 tarkastellaan tässä käytetyllä mallilla saatuja tuloksia, jotka koskevat kuukausittaista havaintoja termiini-inflaatiosta 5 vuotta 5 vuoden kuluttua.

Kuvio 5.



Inflaatio-odotus riskineutraaliuden vallitessa kuviossa 5 on sama kuin suoraan markkinahinnoista laskettu inflaatio-odotus 5 vuotta 5 vuoden kuluttua. Odotettu inflaatio samassa kuvassa osoittaa taas vastaavaa markkinoiden todellista inflaatio-odotusta, joka saadaan, kun markkinahinnoista on poistettu mallin avulla laskettu preemio. Käyrien välinen erotus kuviossa kuvaa siis preemion kokoa.

Tarkastelu osoittaa, että ennen vuotta 2013 swaphinnoista suoraan – eli riskineutraaliuden vallitessa – lasketut odotukset osoittivat markkinoiden ennakoivan pitkän aikavälin inflaation olevan noin 2,3 %. Kun preemion vaikutus (keskimäärin 0,4 prosenttiyksikköä) otetaan huomioon, markkinoiden inflaatio-odotukset olivat hyvin linjassa EKP:n inflaatiotavoitteeseen, joka on hieman alle 2 prosentin inflaatiovauhti keskipitkällä aikavälillä. Positiivinen preemio on osoitus siitä, että markkinat halusivat korvauksen valmiudestaan kantaa nopeaan inflaatioon liittyvää riskiä. Tämä näkyi siinä, että swapin hinta oli kalliimpi kuin odotettu inflaatio. Inflaatiowapien hinnan kalleus tuolloin ei siis merkinnyt sitä, että markkinoiden odotukset olisivat poikenneet EKP:n inflaatiotavoitteesta.

Vuoden 2013 aikana inflaatiowaphintojen osoittamat odotukset pienenivät merkittävästi. Osaltaan tämä selittyy inflaatio-odotusten hiipumisen kautta, mutta suuri osa heikkenemisestä on selitettävissä preemion pienentymisellä. Preemio itse asiassa näyttää menevän negatiiviseksi vuoden 2016 alussa, jolloin markkinoilla toimivien voidaan ajatella maksavan siitä, että saavat kantaa nopeaan inflaatioon liittyvää riskiä. Yksi tulkinta tähän hinnoitteluun on se, että markkinat odottivat inflaation pysyvän vaimeana pitkään, ja inflaatiowap nähtiin hyväksi vakuutukseksi hitaaseen inflaatioon liittyviä riskejä vastaan.

Viime aikana toteutunut inflaatio-odotusten kasvu selittyy taas molempien tekijöiden muutoksella: markkinoiden ”todellinen” inflaatio-odotus on voimistunut ja preemio on kasvanut. Suurin osa riskineutraalin odotuksen kasvusta näyttää selittyvän preemioon

negatiivisuuden poistumisen kautta, mutta myös markkinoiden odottama inflaatio on alkanut nopeutua. Markkinahintojen osoittama inflaatio-odotusten kasvua ei kuitenkaan voida kokonaan tulkita markkinoiden inflaatio-odotusten voimistumiseksi.

Jos suoraan swaphinnoista laskettuja odotuksia ei voida tulkita markkinoiden inflaatio-odotuksiksi, tulisiko näiden käytöstä luopua kokonaan? Näin ei ole syytä tehdä.

Ensinnäkin muutokset riskineutraaleissa – eli suoraan markkinahinnoista lasketuissa – odotuksissa pitävät sisällään informaatiota sekä tapahtuman todennäköisyydestä että sen riskillisyydestä. Esimerkiksi inflaatiioswapeihin liittyvän premion pienessä voidaan ajatella, että markkinat ovat valmiita maksamaan yhä enemmän siitä, että voivat suojautua negatiivisen inflaation riskejä vastaan. Tämä antaa lisäinformaatiota rahapolitiikan päätöksentekoon, koska nähdään, että pitkän hitaan inflaation negatiiviset vaikutukset ovat kasvaneet.

Toiseksi arviot premion koosta riippuvat mallin vallinnasta ja ovat yleensä hyvin herkkiä erilaisille mallissa tehdyille oletuksille. Premion koon tarkka arviointi on haastavaa, minkä vuoksi mallien perusteella ei ole syytä pitkälle meneviä johtopäätöksiä markkinoiden inflaatio-odotuksista. Tästä syystä riskineutraalit inflaatio-odotukset tarjoavat edelleen luotettavan lähtökohdan markkinoiden inflaatio-odotusten tarkasteluun. Tällöin on kuitenkin pidettävä mielessä, että inflaatiioswapien hinnoitteluun vaikuttavat muutkin tekijät kuin markkinoiden odottama inflaatio.

Odotuksissa vähemmän kasvua kuin suoraviivainen tarkastelu osoittaa

Markkinoiden inflaatio-odotukset ovat voimistuneet merkittävästi syksystä 2016. Markkinoiden inflaatio-odotusten kasvua tulee kuitenkin tulkita varoen, koska erilaisten arvopaperien sisältämän informaation tulkinta ei aina ole suoraviivaista.

Yksi tapa lisätä varmuutta tehdyistä tulkinnoista on käyttää muutoksien analysoinnissa apuna malleja. Edellä saadut tulokset osoittivat, että monissa tapauksissa suoraan termiini-inflaatioon perustuva tarkastelu on riittävää, mutta arviointi aikarakennemallin avulla lisää tarkastelun laaja-alaisuutta. Kokonaisuutena voidaan todeta, että inflaatio-odotukset ovat markkinoilla viime syksystä kasvaneet, mutta vähemmän kuin suoraviivainen hintojen tarkastelu osoittaa.

Avainsanat

- [inflaatio](#)
- [inflaatio-odotukset](#)
- [inflaatiioswap](#)
- [premio](#)

Kirjoittajat



Tomi Kortela

Vanhempi ekonomisti

etunimi.sukunimi(at)bof.fi