



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Sisältö

Näkymät heikentyneet nopeasti – korjautuuko tilanne?	3
--	---

Näkymät heikentyneet nopeasti – korjautuuko tilanne?

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 1/2019 • RAHAPOLITIikka, TALouden NÄKYMÄT

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



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

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

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

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

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

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

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

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

Maailmantalouden kasvu hidastuu, epävarmuus painaa näkymiä

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

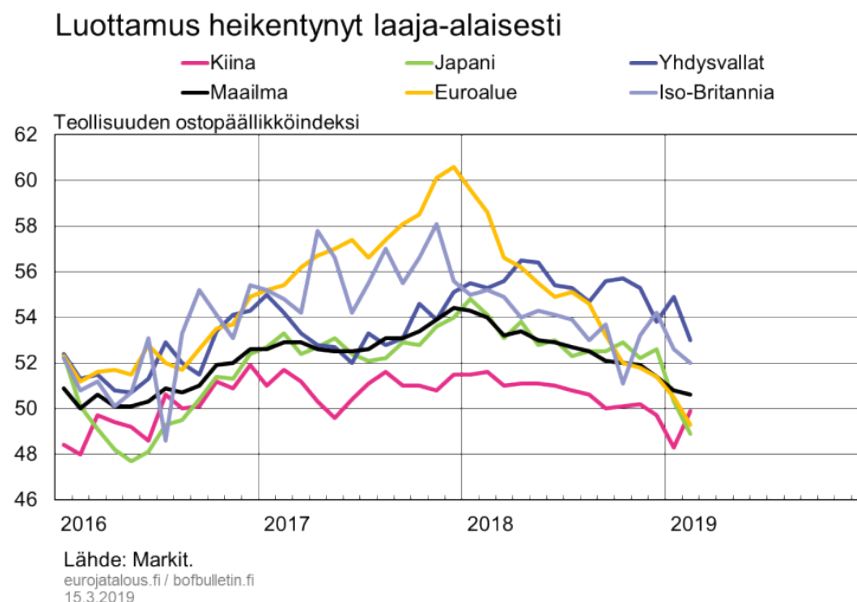
Viimeisen puolen vuoden aikana euroalueen ulkoisen ympäristön tilanne on heikentynyt. Osa maailmantalouden kasvua vaimentavista riskitekijöistä on toteutunut. Reilu vuosi sitten alkanutta Kiinan ja Yhdysvaltojen välistä kauppakiistaa ei ole saatu sovittua neuvotteluiden jatkumisesta huolimatta. Tällä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

1. IMF:n tammikuun ennustepäivitys sekä OECD:n ja EKP:n (pl. euroalue) uudet arviot maaliskuulta.

2. Tullikorotukset koskevat puolta Kiinan viennistä Yhdysvaltoihin (arvoltaan n. 250 mrd. Yhdysvaltain dollaria) ja 80:tä % Yhdysvaltojen viennistä Kiinaan (arvoltaan n. 110 mrd. Yhdysvaltain dollaria). Yhdysvaltojen yleiset tullikorotukset pesukoneille, aurinkopaneeleille, alumiinille ja teräkselle ovat edelleen voimassa yksittäisiä

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

Kuvio 1.



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

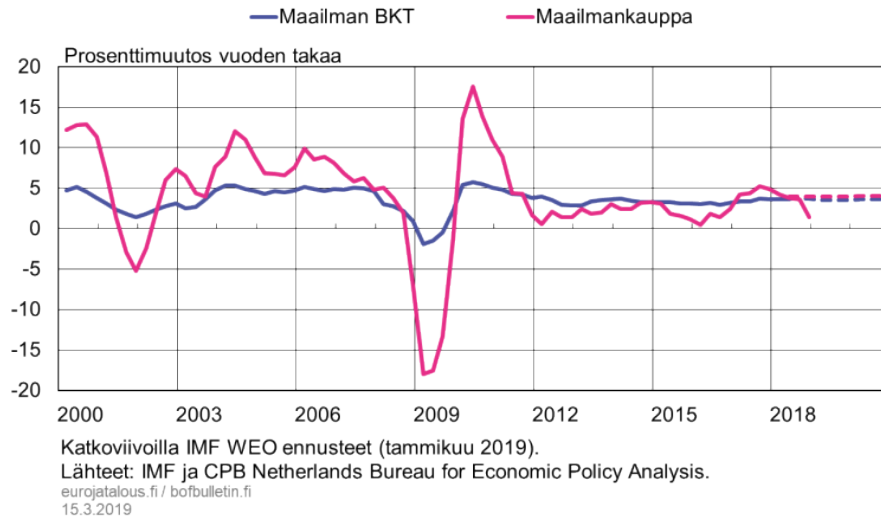
Kuvio 2.

poikkeusluvan saaneita maita lukuun ottamatta.

3. Kiinan osuus maailman yhteenlasketusta bruttokansantuotteesta on vajaa viidennes.

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

Maailmankaupan kasvuvauhti on hidastunut vahvan vuoden 2017 jälkeen



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

Yhdysvalloissa talouskasvu hidastuu, kun finanssipoliittinen elvytys hiipuu

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

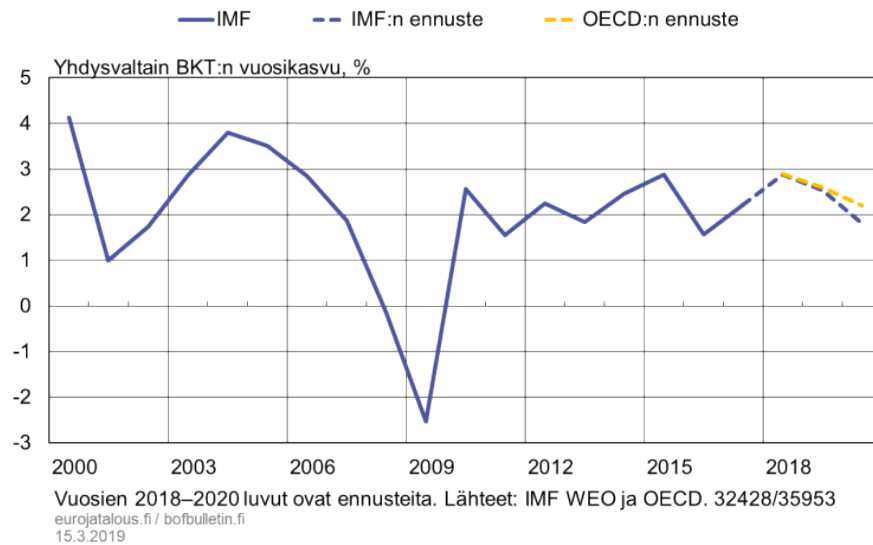
Vuoden 2018 alussa Yhdysvalloissa tulivat voimaan merkittävät yritys- ja henkilöveronalennukset. Veronalennukset yhdessä vuosille 2018–2019 tehtyjen menolisäysten kanssa ovat johtaneet voimakkaasti elvyttävään finanssipoliittikkaan noususuhdanteen aikana. Yhdysvaltain talouskasvun odotetaan lähivuosina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

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

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

Kuvio 3.

Yhdysvaltain talouskasvun odotetaan lähivuosina hidastuvan



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

Kiinan talouskasvu on heikentynyt laaja-alaisesti

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

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

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

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

Japanissa talouspolitiikka edelleen elvyttävää

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

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

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

Ison-Britannian EU-ero lähestyy

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

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

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

Kansainväliset rahoitusmarkkinat heijastelevat

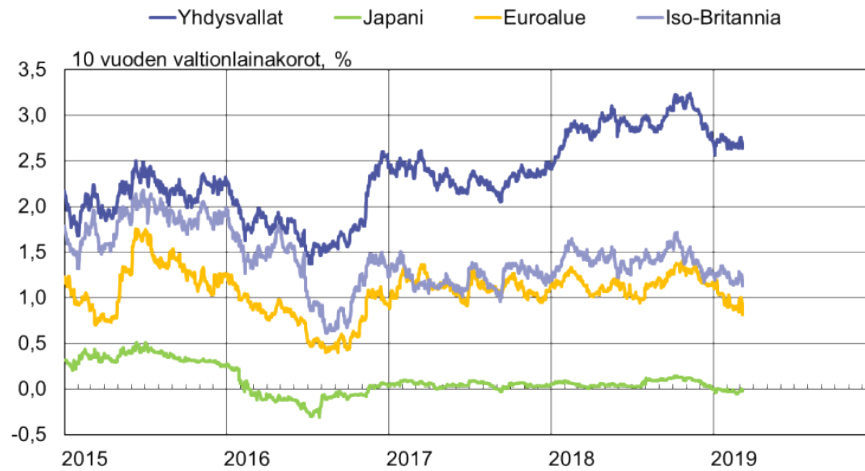
Näkymien heikentymistä

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

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

Kuvio 4.

Talousnäkömien heikentyminen on laskenut pitkiä korkoja



Lähde: Macrobond.
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
15.3.2019

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

EKP:n rahapolitiikka jatkuu kevyenä

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

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

Kuvio 5.

Eurojärjestelmä ostaa erääntyvistä arvopapereista saatavilla pääomilla uusia arvopapereita



Lähde: EKP.
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
15.3.2019

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

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

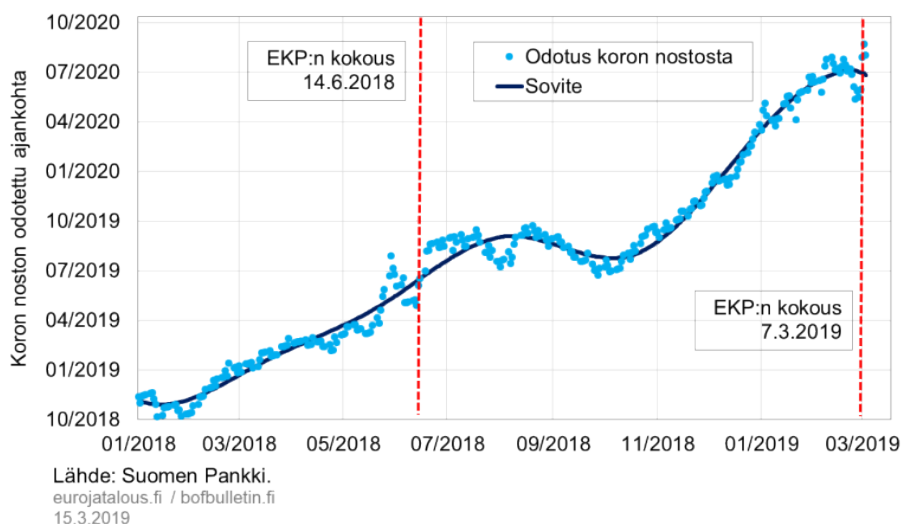
koskevan viestinnän muuttaminen pidentää ajanjaksoa, jolloin arvopapereiden uudelleensijoitukset jatkuvat, sillä nämä uudelleensijoitukset on kytketty ohjauskorkojen nostojen alkamiseen.

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

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

Kuvio 6.

Markkinat odottavat EKP:n nostavan ohjauskorkojaan myöhemmin kuin viime syksynä arvioitiin



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

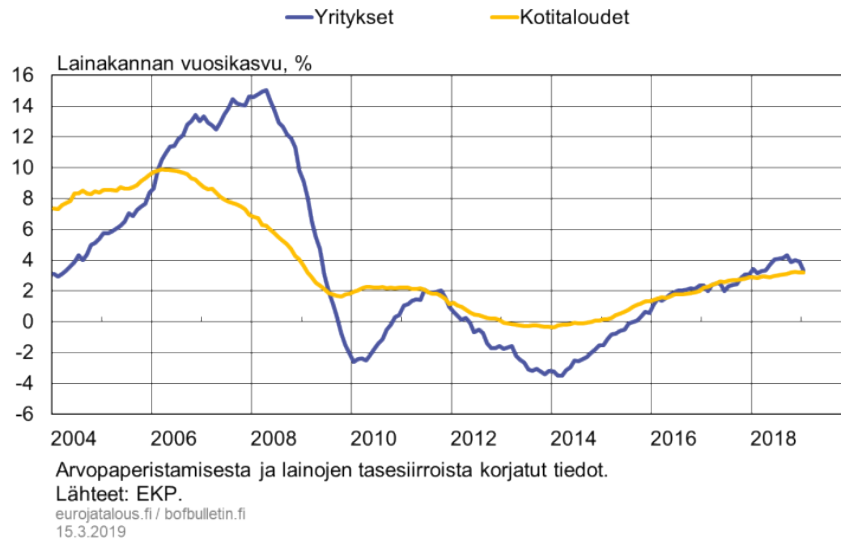
Pankkien luotonanto on kasvanut maltillisesti

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

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

Kuvio 7.

Lainakantojen maltillinen kasvu jatkunut



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

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

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

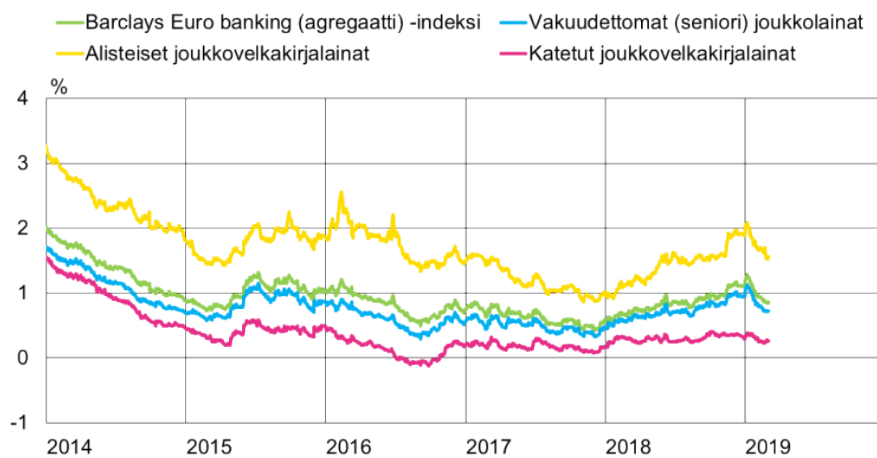
7. Tuorein SAFE-kysely koskee ajankohtaa huhtikuusta syyskuuhun vuonna 2018.

Pankkisektorin kannattavuus pysyy haasteellisena

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

Kuvio 8.

Pankkien varainhankinta markkinoilta kallistui vuoden 2018 aikana



Lähde: Barclays.
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
15.3.2019

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

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

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

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

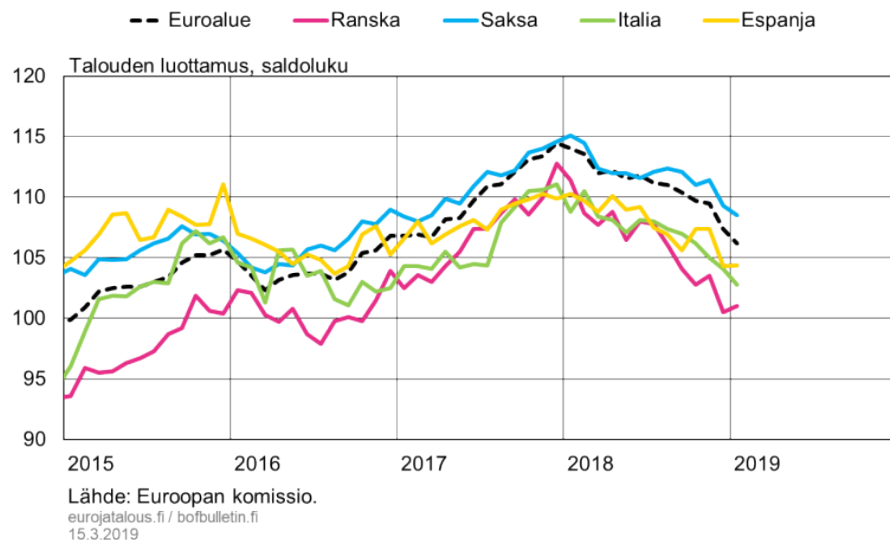
Euroalueen kasvuvauhti on hidastunut nopeasti

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

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

Kuvio 9.

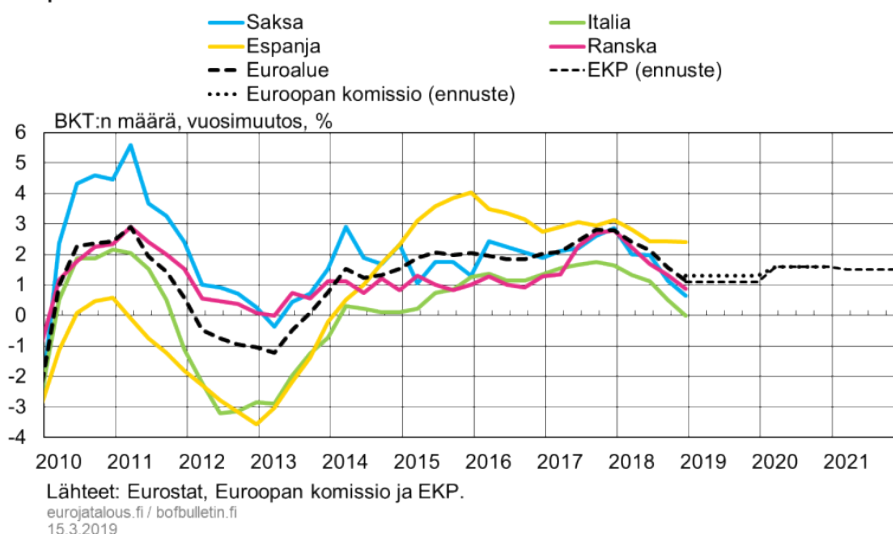
Euroalueen luottamusilmapiirin heikentyminen on jatkunut



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

Kuvio 10.

Euroalueen BKT-ennusteet ennakoivat kasvun jäävän potentiaalista vauhtia hitaammaksi tänä vuonna



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

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

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

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

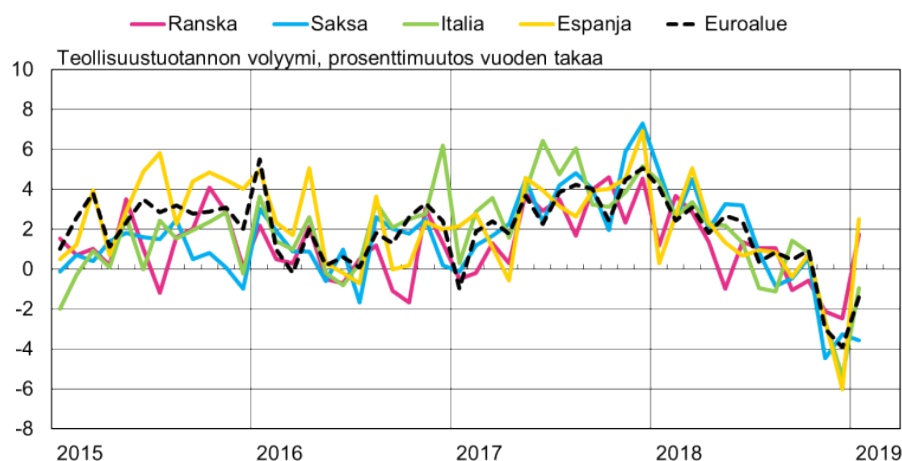
Kaiken kaikkiaan euroalueen nopeimman kasvun vaiheen arvioidaan olevan ohi, ja kasvu on viime vuoden jälkimmäisellä puoliskolla hidastunut jo alle pitkän ajan tasapainoa kuvaavan potentiaalisen kasvuvauhdin. Keskeisimmät arviot euroalueen potentiaalisen tuotannon vuotuisesta kasvuvauhdista ovat viime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

Saksan talouden heikentyminen on yllättänyt

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

Kuvio 11.

Teollisuustuotanto supistui viime vuoden lopulla kaikissa suurissa euromaissa



Lähde: Eurostat. 32425/35953
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
15.3.2019

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

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

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

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

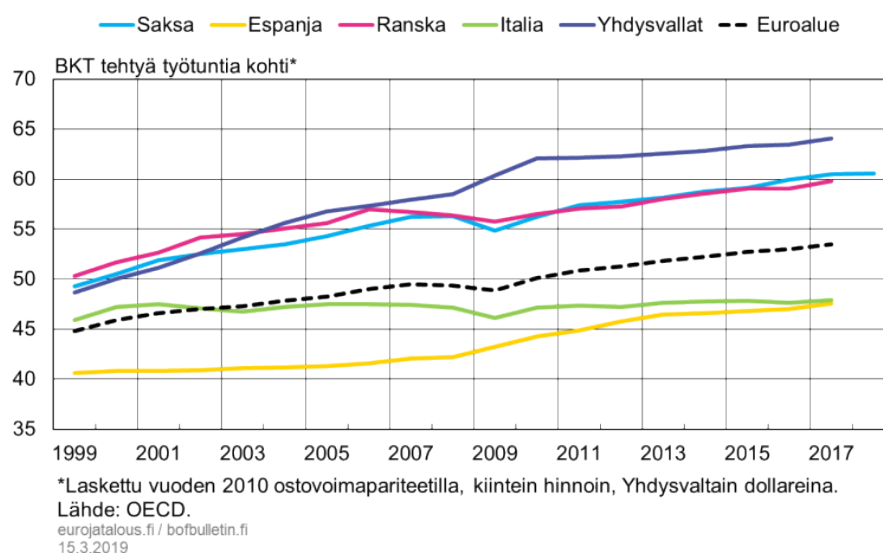
Suurten euromaiden talouskasvu on ollut vuosien ajan nopeinta Espanjassa, missä viime vuoden BKT:n kasvu ylsi 2,5 prosenttiin. Vaikka Espanjankin talouskasvu on hidastunut ja ennusteita on pienenetty, odotetaan kasvun pysyvän yhä parin prosentin tuntumassa tänä ja ensi vuonna. Myös Espanjassa teollisuustuotannon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

Vaimea tuottavuuskehitys euroalueen kasvun jarruna

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

Kuvio 12.

Euroalueen maiden välillä on edelleen tuottavuuseroja



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

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

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

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

Maiden väliset tuottavuuserot heijastelevat osaltaan eroja tutkimus- ja kehittämisinvestoinneissa

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

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

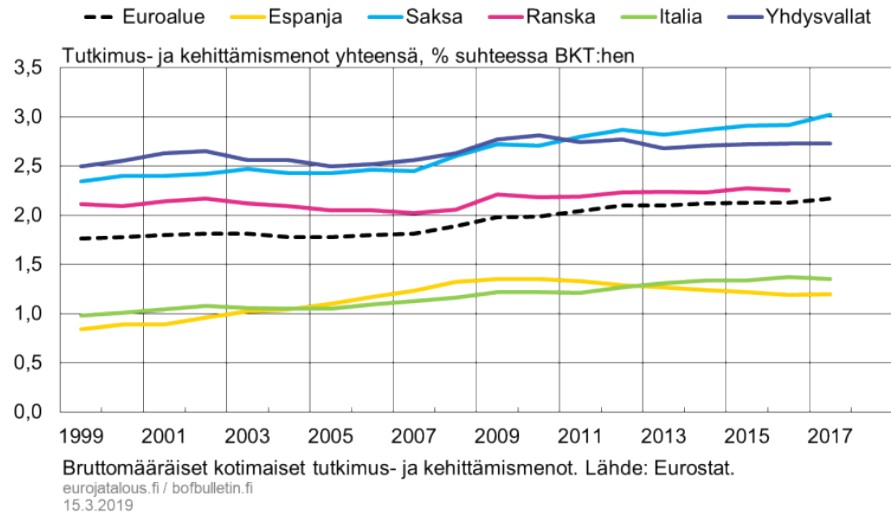
Kuvio 13.

9. Tuottavuuseroihin yhtäältä euroalueen sisällä ja toisaalta euroalueen ja Yhdysvaltain välillä ovat kiinnittäneet huomiota myös muun muassa Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) ja Euroopan komissio (ks. IMF:n vuoden 2017 raportti IMF Country Report No. 17/236: Euro Area Policies ja komission vuoden 2018 julkaisu Science, Research and Innovation Performance of the EU 2018: Strengthening the Foundations for Europe's Future).

10. Tutkimus- ja kehittämistoiminnan, innovoinnin ja tuottavuuden kasvun välisestä yhteydestä ks. Romer (1990) Endogenous Technological Change, *Journal of Political Economy*, Vol. 98 (5), ja Grossman ja Helpman (1991) Quality Ladders in the Theory of Growth, *Review of Economic Studies*, Vol. 58, s. 43–61.

11. Tutkimus- ja kehittämistoiminnan merkityksestä euroalueen tuottavuuden kasvun edistämiseksi ja euroalueen ja Yhdysvaltain välisestä tuottavuuserosta ks. Euroopan komissio (2018).

Euroalueella tutkimus- ja kehittämisenot keskimäärin selvästi pienempiä kuin Yhdysvalloissa



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

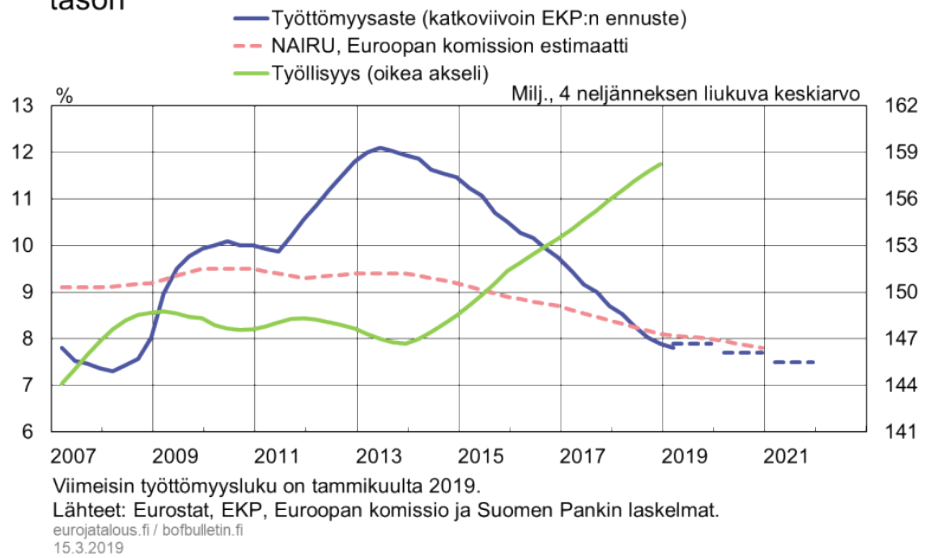
Euroalueen työmarkkinat ovat kiristyneet

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

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

Kuvio 14.

Euroalueen työttömyysaste jo alle rakenteellisen työttömyyden tason



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

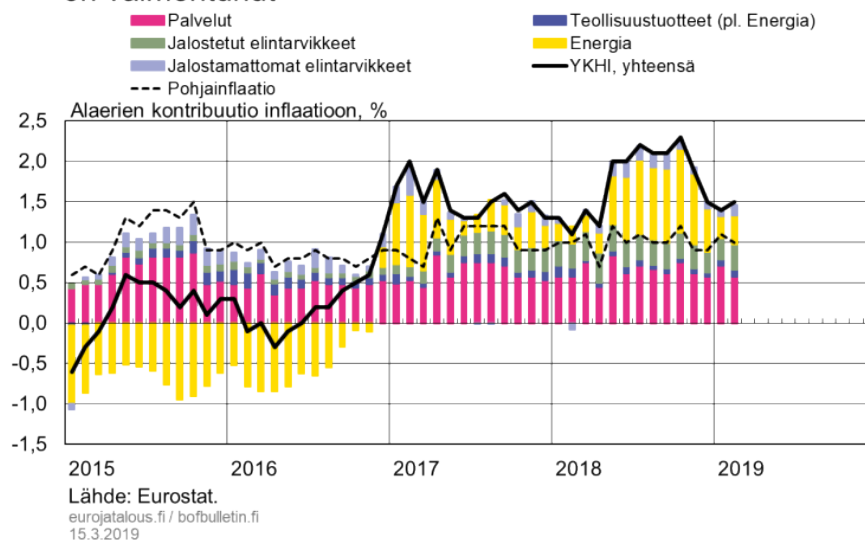
Palkkojen nousu ei ole vielä kiihdyttänyt pohjainflaatiota

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

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

Kuvio 15.

Inflaatio on hidastunut alkuvuonna, kun öljyn hinnan vaikutus on vaimentunut

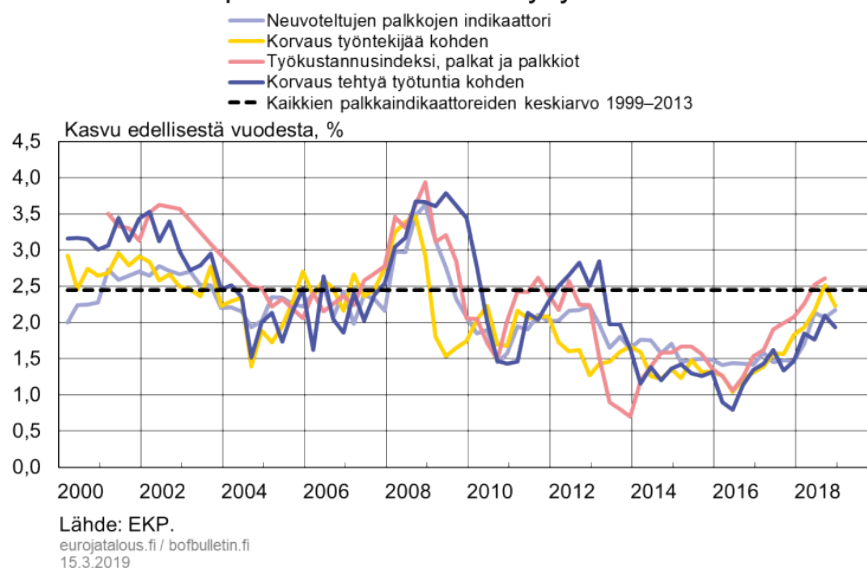


Öljy on kuitenkin euroalueen ulkopuolinen tekijä, joka aiheuttaa inflaatioon tilapäistä heilahtelua eikä kuvaa hintamekanismin taustalla olevia pysyvämpiä tekijöitä. Hintavakaustavoitteen näkökulmasta on hyvä tarkastella myös energian ja ruuan hintavaikutuksista puhdistettua ns. pohjainflaatiota. Se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

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

Kuvio 16.

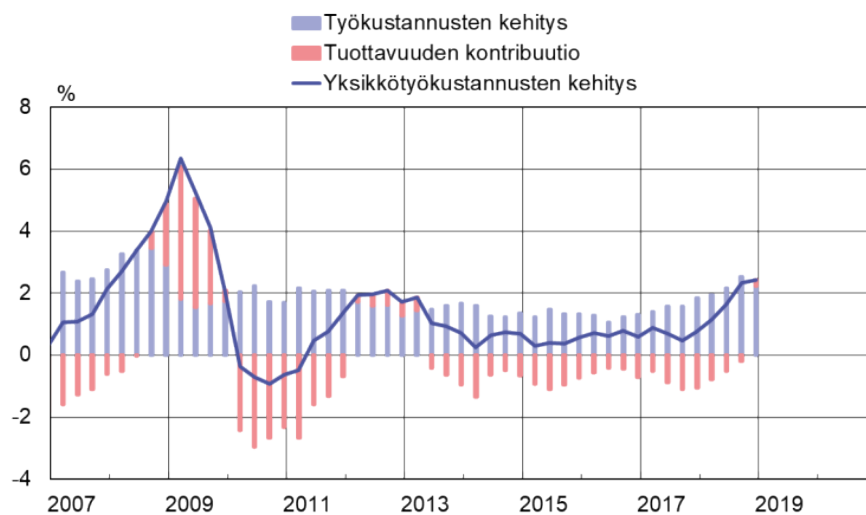
Euroalueen palkkainflaatio on kiihtynyt



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

Kuvio 17.

Yksikkötyökustannusten kasvu voimistunut palkkojen nousun ja vaikean tuottavuuden kasvun takia



Lähde: EKP.
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
15.3.2019

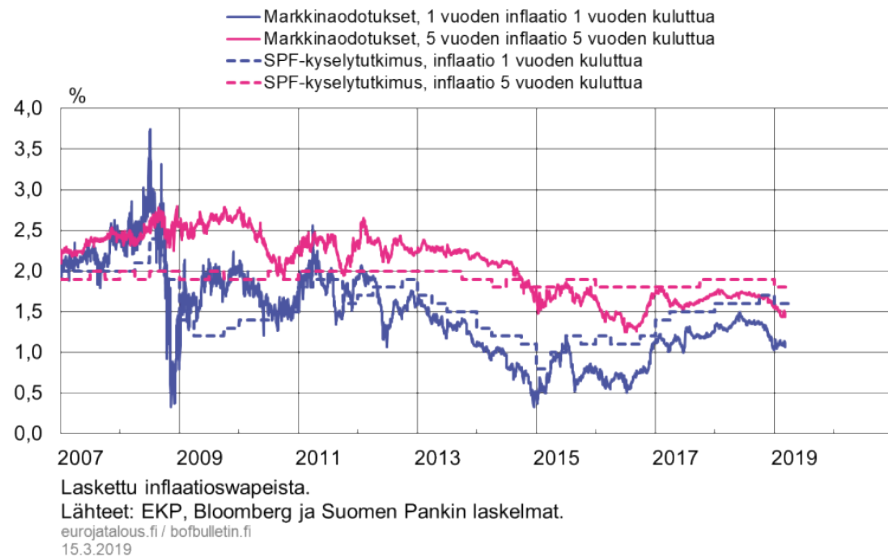
Sekä markkinainformaatiosta johdetut että kyselytutkimusten mukaiset inflaatio-odotukset ovat heikentyneet (ks. Kuvio 18). Markkinaperusteiset inflaatio-odotukset ovat alentuneet jo viime kesästä lähtien. Huomionarvoista on erityisesti suhdannesyklin yli ulottuvan pidemmän aikavälin odotusten heikentyminen,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

Kuvio 18.

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

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

Inflaatio-odotukset ovat heikentyneet



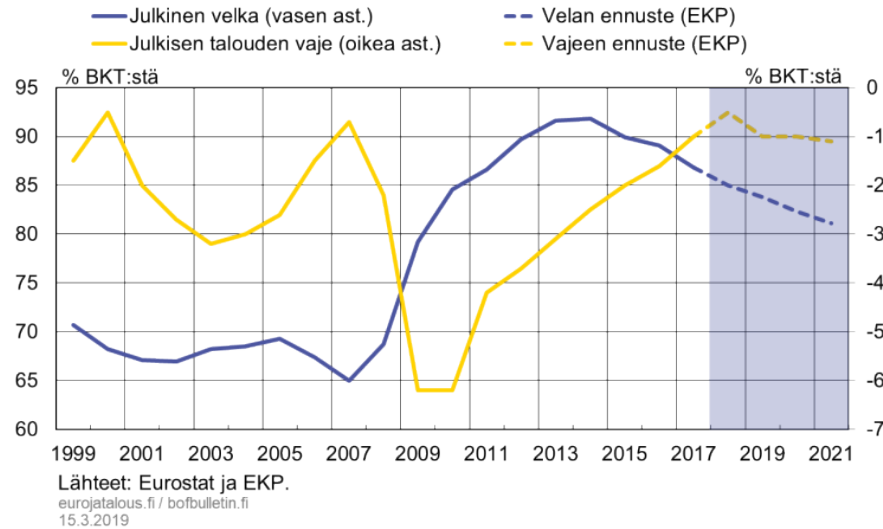
Viime vuoden loppuun verrattuna inflaationäkymät ovat jonkin verran heikentyneet. Tuoreimmista ennusteistaan sekä EKP että komissio pienensivät inflaatioarvioitaan. Inflaatiovauhti hidastuu kuluvaan vuoteen selvästi lähinnä öljyn hinnan pohjajaikutusten takia. Pohjajaikutusten poistuttua inflaatio kiihtyy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

Euroalueen finanssipolitiikka hieman aiempaa kevyempää

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

Kuvio 19.

Euroalueen julkisen velan odotetaan jatkavan supistumistaan suhteessa BKT:hen



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

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

Maailmantaloudessa ennustettua heikomman kehityksen uhka yhä suuri

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

14. Ks. Blanchard (2019) Public Debt and Low Interest Rates, AEA Presidential Lecture, tammikuu 2019.

15. Italian valtionlainakorkojen nousun talouskasvua heikentävästä vaikutuksesta ks. Blanchard ja Zettelmeyer (2018) The Italian Budget: A Case of Contractionary Fiscal Expansion?, PIIE Realtime Economic Issues Watch, lokakuu 2018.

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

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

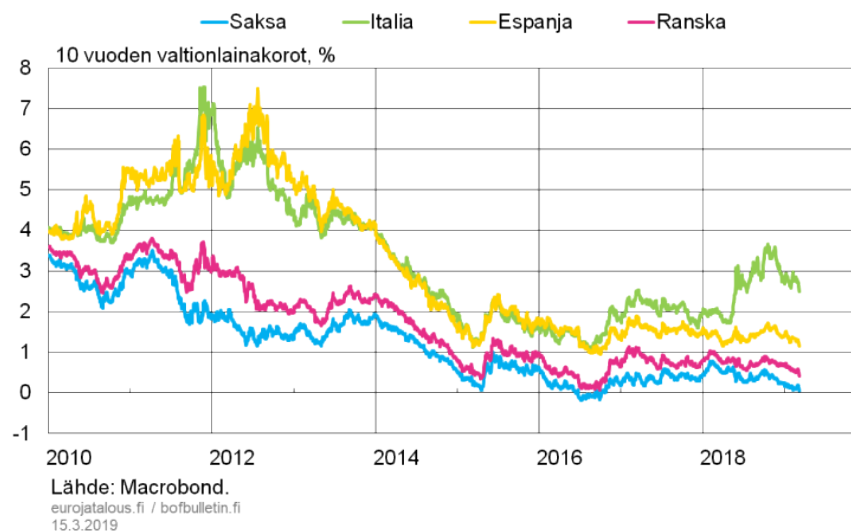
Kiina on velkaantunut nopeasti, ja vastaava kehitys on johtanut lähes kaikissa muissa maissa BKT:n kasvun nopeaan hidastumiseen. Viime vuoden lopulla Kiinan talouskehitys on laaja-alaisesti heikentynyt. Ristiriitaisten tavoitteiden paineissa tempoilevaksi muuttunut talouspolitiikka yhdessä kasvun hidastumisen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

Kuvio 20.

16. Belgian keskuspankin selvitys brexit-vaikutuksista EU-alueelle: Bisciari (2019): A survey of the long-term impact of Brexit on the UK and the EU27 economies, National Bank of Belgium Working Paper no. 366 ja Englannin keskuspankin laskelmat Brexit-vaikutuksista Isoon-Britanniaan: BoE (2018) EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability: A response to the House of Commons Treasury Committee.

17. Protektionististen toimien talousvaikutuksia on arvioitu esimerkiksi seuraavissa artikkeleissa: Euro & talous (4/2018) Kauppapoliittiset jännitteet varjostavat talousnäkymiä, julkaistu 4.10.2018, sekä EKP (2018) Implications of rising trade tensions for the global economy, EKP Bulletin 3/2018.

Italian valtionlainojen korot ovat yhä korkeammat kuin vuoden 2018 alussa



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

Avainsanat

euroalue, inflaatio, kansainvälinen talous, rahapolitiikka