Kasvu vahvistunut, mutta inflaatio vaimeaa

28.9.2017 – Rahapolitiikkakatsaus – Rahapolitiikka

Maailmantalous kasvaa laaja-alaisesti ja ripeästi tänä vuonna. Maailmankaupassa on käynnissä kasvupyrähdys. Samaan aikaan inflaatio on yhä vaimeaa. Öljyn hinnasta johtuneen vuodenvaihteen nopeutumisvaiheen jälkeen inflaatio on vaimentunut maailmanlaajuisesti uudelleen.

Vuonna 2016 maailmantalouden kasvu jäi vielä hitaimmilleen sitten finanssikriisin. Suomen Pankki arvioi maailmantalouden kasvun voimistuvan 3,5 prosenttiin vuonna 2017 ja pysyvän selvästi yli 3 prosentin vauhdissa vuosina 2018–2019. Myös maailmankaupan kasvu voimistuu merkittävästi viimevuotisesta, jolloin se oli poikkeuksellisen heikkoa.

Maailmantalouden suhdanneluonteisen elpymisen jälkeen kehittyneiden maiden hidas potentiaalinen kasvu ja Kiinan rakennemuutos vaimentavat vauhtia. Maailmantalouden kasvuun kohdistuvat riskit ovat vähentyneet, mutta painottuvat yhä heikomman kehityksen suuntaan. Muutama myönteinen vaihtoehtoinen kehityskulku on kuitenkin mahdollinen, jos tuottavuuden kasvu kiihtyy ja rakenneuudistukset etenevät.

Yhdysvalloissa kasvu jatkuu, vaikka elvytysodotukset ovat hiipuneet ja talouspolitiikan suunta on epäselvä. Kiinassa kasvun odotetaan hidastuvan, joskin hieman keväällä arvioitua myöhemmin. Kiinan talouden odotetaan kasvavan 6 % vuonna 2018 ja 5 %

vuonna 2019.

Ostovoimakorjatuilla painoilla mitattuna Kiina on maailman suurin talous, joten sen vaikutus maailmantalouteen on merkittävä. Kehittyneiden maiden paino maailmantaloudessa onkin pienentynyt. Kiinan velkavetoisen kasvun ennustettua rajumpi hidastuminen heikentäisi luottamusilmapiiriä maailmanlaajuisesti ja vaimentaisi kasvua merkittävästi.

Euroopan talous kasvaa tasaisesti, ja euroalueen vahva talouskehitys kompensoi Ison-Britannian brexitin aiheuttamaa hieman vaimenevaa kehitystä. Euroalueen bruttokansantuote on kasvanut viime vuosina noin 2 prosentin vauhdilla. Vahvasta kasvusta huolimatta pohjainflaatio on vasta aivan viime aikoina osoittanut lieviä nopeutumisen merkkejä EKP:n rahapolitiikan tukemana.

Investoinnit ovat euroalueella piristyneet, ja työllisyyden kasvu on jatkunut noin neljä vuotta. Globaali suhdannenousu tukee myös euroalueen kasvua. Noususuhdanteen lisäksi niin ikään rakenneuudistukset ovat tukeneet työllisyyden kasvua kohottamalla osallistumisastetta. Talouden rakenteiden uudistaminen tukee tuottavuuden ja siten talouden pidemmän aikavälin kasvua, ja myös ennustettua myönteisempi talouskehitys on mahdollista.

Rakenneuudistusten vauhti on kuitenkin hidastunut kriisivuosista, ja useat euroalueen maat ovat vielä jäljessä maailman parhaimpia. Lisäksi euroalueella on vielä finanssi- ja velkakriisin jäljiltä periytyneitä ongelmia. Pidemmällä aikavälillä hidas väestönkasvu ja heikko tuottavuuskehitys vaimentavat euroalueen kasvunäkymiä.

Euroalueen rahoitusolot ovat edelleen suotuisat

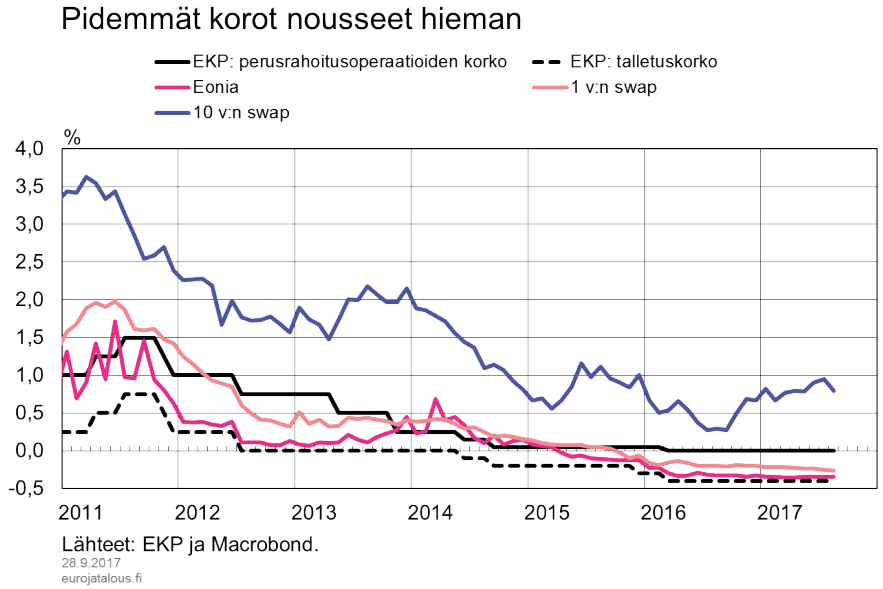
EKP:n neuvosto on viime vuosina ylläpitänyt kasvua voimakkaasti tukevaa rahapolitiikkaa. Rahapoliittiset korot ovat poikkeuksellisen matalalla. Maaliskuusta 2016 alkaen perusrahoitusoperaatioiden korko on ollut 0,0 %, talletuskorko –0,40 % ja maksuvalmiusluoton korko 0,25 %. EKP:n neuvosto päätti tammikuussa 2015 käynnistää laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman. Osto-ohjelma jatkuu vuoden 2017 loppuun asti 60 mrd. euron kuukausittaisella ostotahdilla ja tarvittaessa pidempään, kunnes inflaatio kiihtyy hintavakaustavoitteen mukaiseksi. EKP:n neuvosto on ilmoittanut tekevänsä syksyn 2017 aikana päätöksen vuodenvaihteen jälkeistä aikaa koskevan rahapolitiikan toimien kalibroinnista. Vuoden 2017 loppuun mennessä ohjelmassa hankittuja arvopapereita on eurojärjestelmän taseessa noin 2 300 mrd. euron edestä. Kun ohjelmassa ostetut omaisuuserät erääntyvät, takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen vielä netto-ostojen päätyttyä.

Rahapoliittiset toimet ylläpitävät kevyitä rahoitusoloja, kunnes hintavakaustavoite saavutetaan kestävästi. Talouden kasvunäkymät ovat parantuneet, mutta hintavakaustavoitteen saavuttamiseen on vielä matkaa, ja siksi rahapoliittiset toimet pysyvät elvyttävinä. Vaikka neuvosto ei enää odota korkojen laskevan, korkojen odotetaan silti pysyvän nykyisellä matalalla tasollaan pidemmän aikaa ja vielä osto-ohjelman netto-ostojen päätyttyäkin.[1]

Kriisin aikana käyttöön otettu täyden jaon huutokauppamenettely sekä

arvopaperiostojen tuoma runsas likviditeetti ovat ajaneet pankkien välisen yön yli -koron eonian seuraamaan läheisesti EKP:n talletuskorkoa (kuvio 1). Pankkien väliset euriborkorot ovat vuoden 2017 aikana pysyneet hyvin matalalla tasolla. Pidemmät korot ovat kuitenkin nousseet selvästi aiempaa korkeammiksi, ja lyhyiden ja pitkien korkojen välinen ero on suurentunut. Kymmenen vuoden koronvaihtosopimuksen korko (10 vuoden swapkorko) on noussut lokakuusta 2016 reilut ½ prosenttiyksikköä (kuvio 1).

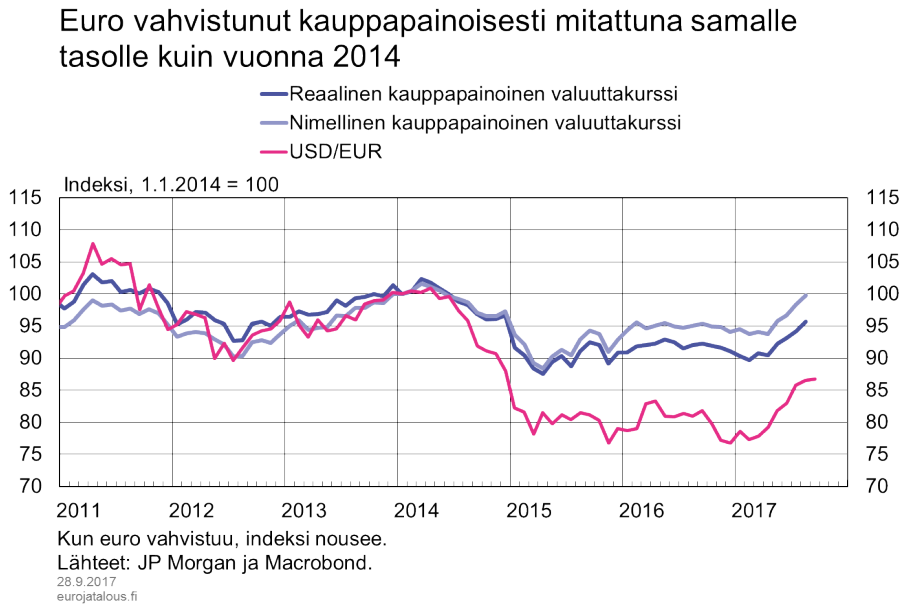
Kuvio 1



Pidempien korkojen nousu kuvastaa sekä talousnäkymien paranemista ja keskipitkän aikavälin inflaatio-odotusten maltillista vahvistumista että odotuksia rahapolitiikan epätavanomaisten toimien asteittaisesta vähentämisestä. Talousnäkymien paranemista ilmentää osaltaan myös euron selvä vahvistuminen keväästä 2017 lähtien (kuvio 2). Euro on voimistunut selvästi suhteessa kaikkiin päävaluuttoihin, ja laajalla valuuttakorilla mitattuna euron nimellinen valuuttakurssi on vahvistunut jo suunnilleen samalle tasolle kuin vuoden 2014 alussa. Kasvunäkymien voimistuminen ja merkittävä vaihtotaseen ylijäämä lisäävät euron vahvistumispainetta. Euron dollarikurssin vahvistumista tukevat myös Yhdysvaltojen talouden elvytysodotusten hiipuminen ja poliittinen epävarmuus sekä odotukset keskuspankkien rahapolitiikasta.

1. EKP:n ennakoivasta viestinnästä ja sen vaikutuksista markkinoiden odottamaan korkokehitykseen lähemmin artikkelissa eurojatalous 4/2017 Vastaavatko markkinaodotukset EKP:n ennakoivaa viestintää?

Kuvio 2

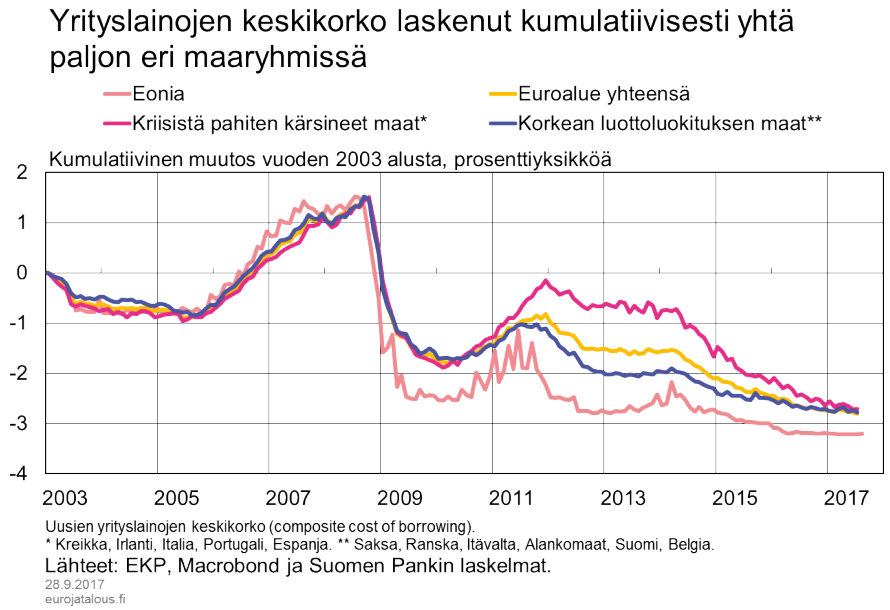


Hintavakauden kannalta on tärkeää, että euroalueen rahoitusolot pysyvät suotuisina. Vaikka EKP:lla ei ole valuuttakurssitavoitetta, valuuttakurssien muutokset voivat vaikuttaa merkittävästikin inflaationäkymiin ja siten rahapolitiikan mitoitukseen. Korkojen ja valuuttakurssin lisäksi rahoitusoloihin vaikuttavat myös varallisuushintojen kehitys ja rahoituksen saatavuus. Erityisesti rahoituksen saatavuus on helpottunut selvästi, kun luotonanto euroalueen yrityksille ja kotitalouksille on parantunut ja lainanottokustannukset ovat pienentyneet.

Rahapolitiikka välittyy antolainauskorkoihin entistä paremmin

Euroalueella rahapolitiikka vaikuttaa kokonaiskysyntään erityisesti kotitalouksien ja yritysten pankkirahoituksen hinnan kautta, koska valtaosa yksityisen sektorin luotonannosta tulee pankeilta. Tavallisesti keskuspankki vaikuttaa pankkien antolainauskorkoihin muuttamalla ohjauskorkoja. Pankkien antolainauskorot puolestaan vaikuttavat kulutukseen ja investointeihin. Finanssi- ja valtionvelkakriisin aikana vaikuttaminen antolainauskorkoihin tavanomaisin keinoin ei riittänyt, vaan käyttöön otettiin rahapolitiikan epätavanomaisia toimia, kuten laajennettu arvopapereiden osto-ohjelma. Vuosina 2003–2009 EKP pystyi hyvin ohjailemaan pankkien perimiä lainakorkoja (kuvio 3). Tuona aikana uusien yrityslainakorkojen muutokset seurasivat eonian kumulatiivista muutosta lähes täydellisesti. Jos eonia laski prosenttiyksikön, laskivat myös yrityslainakorot sekä euroalueella keskimäärin että maakohtaisesti. Vuoden 2009 aikana tilanne muuttui. Euroalueen uusien yrityslainojen keskikorko aleni vuosien 2009–2010 aikana lähes prosenttiyksikön vähemmän kuin eonia. Erot euromaiden välillä repesivät suuremmiksi vuoden 2011 aikana. Kriisistä pahiten kärsineissä maissa (Kreikka, Irlanti, Italia, Portugali ja Espanja) uusien yrityslainojen keskikorko oli vuoden 2011 lopulla noussut lähes samalle tasolle kuin se oli ollut vuoden 2003 alussa.

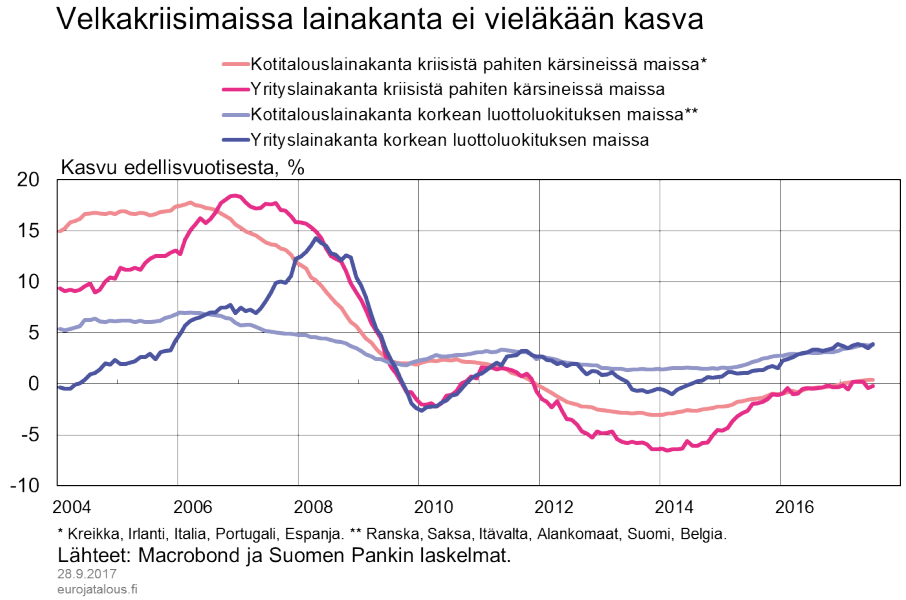
Kuvio 3



Velkakriisin akuuteimmissa vaiheissa eonian liikkeet eivät enää tavalliseen tapaan näkyneet antolainauskoroissa kaikkialla rahaliitossa. Kohentaakseen rahapolitiikan välittymistä EKP:n neuvosto päätti kesällä 2014 luotonantoa tukevista toimista ja tammikuussa 2015 laajennetusta arvopapereiden osto-ohjelmasta hintavakauden ylläpitämiseksi. Tällä hetkellä yrityslainakorkojen aleneminen miltei vastaa eonian reilun 3 prosenttiyksikön laskua vuoden 2003 jälkeen. Lisäksi maaryhmien välinen ero on supistunut lähes pois. Uusien yrityslainojen keskikorot ovat laskeneet kriisistä pahiten kärsineissä maissa kumulatiivisesti jo yhtä paljon kuin korkean luottoluokituksen maissa. Tällä hetkellä keskimääräinen yrityslainakorko on kriisistä pahiten kärsineissä maissa 2,2 % ja korkean luottoluokituksen maissa 1,6 %. Kun maaryhmien ero oli suurimmillaan, olivat vastaavat keskimääräiset korot 4,3 % ja 2,4 % .

Tämä tarkastelu on suuntaa antava, sillä esimerkiksi sääntelymuutokset tai rahoitusmarkkinoiden ja talouden rakenteiden muutokset ovat voineet samaan aikaan vaikuttaa rahapolitiikan välittymiseen. Selvää kuitenkin on, että rahapolitiikan välittyminen on kriisiajoista selvästi parantunut. EKP:n pankkien luotonantokyselyn (Bank Lending Survey, BLS) mukaan myös luottoehdot ovat yhä keventyneet sekä yritys- että asuntoluotoissa.

Kuvio 4

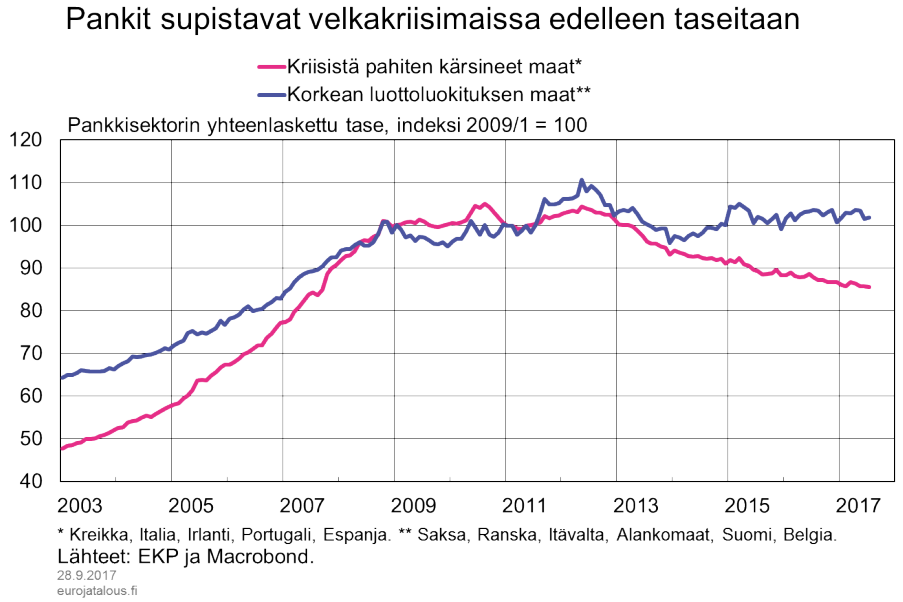


Yksityisen sektorin lainakanta supistuu yhä osassa euromaita

Lainakanta suurenee euroalueella nykyään selvästi sekä yritys- että kotitalouslainoissa (noin 2,5 %). Luotonanto kasvaa kuitenkin vielä eritahtisesti eri maissa (kuvio 4). Euroalueella on maita, joissa yrityslainakannan kasvuvauhti on jo kiihtynyt kaksinumeroiseksi (esimerkiksi Malta ja Slovakia), ja niitä, joissa lainakanta edelleen supistuu (esimerkiksi Kreikka, Irlanti ja Portugali). Kotitalouslainakannan vuosikasvu on ollut isoista euromaista voimakkainta Ranskassa (6 %). Saksassa ja Italiassa kasvu on ollut suunnilleen alueen keskiarvon mukaista. Kotitalouslainakanta kuitenkin supistuu edelleen Espanjassa, Irlannissa, Kreikassa, Portugalissa, Kyproksella ja Alankomaissa.

Erot luotonannon kehityksessä eri euromaiden välillä heijastuvat myös koko pankkisektorin taseen kehitykseen (kuvio 5). Pankkijärjestelmän taseiden kehityksestä voikin lukea finanssikriisin tarinan. Kriisiä edeltävä aika oli voimakkaan luotonannon kasvun kautta. Erityisen voimakasta tämä kasvu oli niissä maissa, jotka myös lopulta kärsivät kriisistä eniten. Kreikan, Irlannin, Italian, Portugalin ja Espanjan yhteenlasketun pankkisektorin koko kaksinkertaistui vuosina 2003–2008.

Kuvio 5



Finanssikriisi pysäytti kehityksen, luotonannon kasvu hidastui ja pankit alkoivat korjata taseitaan. Vakavaraisuutta kasvatettiin myös taseita supistamalla. Korkean luottoluokituksen maissa pankkisektorin taseet ovat kasvaneet jo yli vuoden 2009 alun tason. Sitä vastoin kriisistä pahiten kärsineissä maissa pankkisektorin taseiden koko supistuu yhä.

Lainananto kannattaa heikosti, mutta pankkisektorin näkymät parantuneet

Euroalueen pankkien kannattavuusnäkymät ovat tällä hetkellä valoisammat kuin viime vuosina. Pankkien osakekurssit ovat pääosin nousseet ja pankkien velkakirjalainojen riskilisät pysyneet pieninä. Yhteisen valvontamekanismin (SSM) mukaan euroalueen pankkien oman pääoman tuotto oli vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä 7,1 %, kun se vuotta aiemmin oli 5,1 %. Pankkien kannattavuutta ovat alkuvuonna parantaneet etenkin talouskasvun vahvistuminen ja suotuisa rahoitusmarkkinakehitys. Samalla EKP:n elvyttävä rahapolitiikka on pitänyt pankkien varainhankinnan kustannukset historiallisen pieninä. Sijoittajien luottamusta sektoriin ovat parantaneet inflaatio-odotusten maltillinen kasvu ja lyhyiden ja pitkien korkojen välisen eron suureneminen. Yhdessä talousnäkymien kohenemisen kanssa nämä ennakoivat myös pankkien tulosnäkymien parantumista keskipitkällä aikavälillä.

Sijoittajien kasvavasta luottamuksesta kertoo osaltaan myös pankkiosakkeiden kurssikehityksen erityinen sitkeys suhteessa erilaisiin negatiivisiin markkinasokkeihin ja poliittisiin riskeihin. Esimerkiksi kesäkuussa 2017 toteutetut pankkiunionin sekä Italian ja Espanjan kriisinratkaisutoimet otettiin rahoitusmarkkinoilla vastaan positiivisesti. Toimenpiteiden vähäiset vaikutukset muihin pankkeihin nähdään merkiksi pankkisektorin aiempaa paremmasta vastustuskyvystä ongelmia kohtaan sekä sijoittajien luottamuksesta pankkiunionin kriisinratkaisujärjestelmää kohtaan. Pankkien häiriönsietokykyä on parantanut myös vakavaraisuuden koheneminen. EKP:n mukaan

euroalueen pankkien keskimääräinen ensisijaisiin omiin varoihin perustuva ns. Tier 1 -vakavaraisuussuhde oli vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä 14,8 %, kun se vielä ennen euroalueen velkakriisin kärjistymistä vuonna 2010 oli keskimäärin noin 10 %.

Pankkien kannattavuuden kehitystä varjostavat kuitenkin edelleen useat rakenteelliset ja suhdanteista johtuvat riskit. Euroopassa peruspankkitoiminta on kehittynyt edelleen vaisusti. Matalan korkotason ja lainakannan heikon kasvun takia pankeilla on edelleen vaikeuksia kattaa operatiivisia kustannuksiaan perusliiketoiminnallaan eli pankkilainoilla. Vaikka pankkien muiden tuottojen kehitys on alkuvuonna 2017 ollut rohkaisevaa, on monien pankkien edelleen vaikeaa kompensoida korkokatten heikkenemistä muilla tuottolähteillä. Lisäksi pankkien keskinäisen kilpailun kiristyminen sekä uusien toimijoiden merkityksen kasvu esim. maksuliikepalveluissa, varainhoidossa ja tietyissä lainasegmenteissä, kuten kuluttajaluottomarkkinoilla, saattavat edelleen heikentää pankkien kykyä aikaansaada lisätuottoja tulevaisuudessa.

Rakenteellisten ongelmien lisäksi euroalueen pankeilla on taseissaan edelleen merkittävä määrä järjestämättömiä lainoja. Yhteisen valvontamekanismin (SSM) mukaan alueen pankeilla oli näitä lainoja vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä 865 mrd. euroa, mikä oli 9 % vähemmän kuin vuotta aiemmin. Myönteisestä kehityksestä huolimatta järjestämättömien lainojen suuret määrät heikentävät edelleen joidenkin pankkien kannattavuutta ja ylläpitävät yhä osaltaan euromaiden välistä luotonannon eriytyneisyyttä. Markkinoilla odotetaan Euroopan pankkien siivoavan heikkolaatuisia lainoja taseistaan tänä vuonna ainakin noin 80–90 mrd. euron edestä.[2] Järjestämättömien lainojen suuren määrän vuoksi pankkien ongelmalainoja vähentäviä toimia on syytä jatkaa, mikä vahvistaisi luottamusta pankkisektoria kohtaan, tukisi pankkien varainhankintaa ja parantaisi niiden luotonantokykyä jatkossa.

Kun otetaan huomioon nykyinen tuottojen kehitys, euroalueen pankkien kannattavuusnäkymät pysynevät lähitulevaisuudessa vaikeina, mutta kuitenkin valoisampina kuin viime vuosina. Talouskehityksen lisäksi tulevaa kannattavuutta ohjailevat myös pankkien pyrkimykset sopeuttaa oma toimintansa vastaamaan muuttuvaa toimintaympäristöä ja sääntelyn kiristymistä. Pitkän aikavälin kannattavuuden korjaamiseksi moni pankki miettiikin toimintaansa ja strategiaansa uudella tavalla. Pankit suhtautuvat toiveikkaasti etenkin automaation ja digitalisaation kautta saataviin kustannussäästöihin. IT-investoinnit ja digitalisaatiohankkeet ovat kuitenkin lisänneet merkittävästi myös pankkien kuluja, mistä syystä kulujen ja tuottojen suhde on euroalueen pankeissa sitkeästi pysynyt huomattavana. Uudishankkeiden kalleuden takia vaarana onkin, että vanhojen ongelmien kanssa painivat heikosti kannattavat pankit eivät kykene uudistumaan.

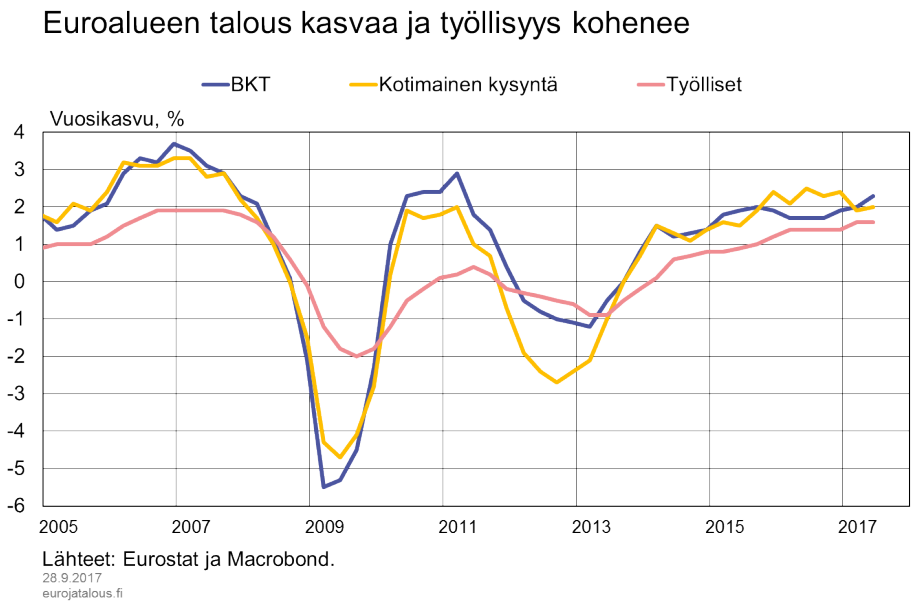
Euroalueen talous kasvaa rahapolitiikan tukemana

Luottamus euroalueen talouteen on vuoden 2017 aikana ollut vankkaa. Kaikki keskeiset luottamusindikaattorit ennakoivat kasvun jatkuvan vahvana lähimpien

2. Markkinaodotuksia kasvattavat keväällä 2017 toteutettujen espanjalaisen ja italialaisten pankkijärjestelyiden lisäksi erilaiset valvontahankkeet. Näitä ovat mm. tuleva IFRS 9 -uudistus, EKP:n keväällä 2017 julkaisemat ohjeet järjestämättömien saamisten vähentämiseksi ja Euroopan pankkiviranomaisen (EBA) vuoden 2017 Transparency Exercise.

vuosineljännesten aikana (kuvio 6).

Kuvio 6



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

Työllisyys on kasvanut yhtäjaksoisesti noin neljä vuotta. Vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä euroalueen työllisyys koheni 1½ % edellisvuotisesta. Maittain tarkasteltuna työllisyyden kasvu on ollut laaja-alaista, mutta paikoin sen taustalla ovat myös finanssipoliittiset toimet. Työttömyysaste painui euroalueella vuoden 2017 toisella neljänneksellä 9,2 prosenttiin, eli työttömyys on vähäisimmillään sitten alkuvuoden 2009.

Yksityistä kulutusta tukee euroalueella kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu, kun työllisyystilanne yhä kohenee ja työtulot lisääntyvät edelleen. Toisaalta inflaation lievä kiihtyminen vaimentaa käytettävissä olevien reaalitulojen kasvua.

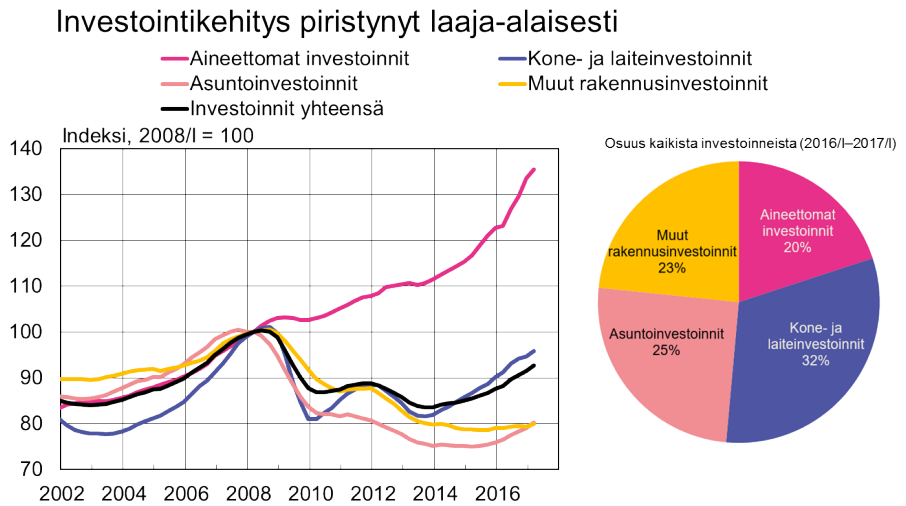
Kotitalouksien kokonaisvelka suhteessa tuloihin on supistunut euroalueella muutamia prosenttiyksikköjä vuodesta 2011 lähtien ja on nyt keskimäärin noin 95 % käytettävissä olevista tuloista. Velanhoitokustannukset suhteessa tuloihin ovat isoissa euromaissa vähentyneet edelleen. Erityisesti Espanjassa ja Saksassa korkokulujen ja lainojen lyhennysten suhde tuloihin (ns. velanhoitosuhde) on pienentynyt jo selvästi alle pitkän aikavälin keskiarvon. Suurista euromaista poikkeuksen tekee Ranska, jossa velanhoitosuhde on pysytellyt noin 10 % keskiarvoaan suurempana. Ranska on myös ainoa iso euromaa, jossa kotitalouksien kokonaisvelka on kasvanut käytettävissä olevia tuloja nopeammin.

Euroalueen yritykset lisänneet investointejaan

Euroalueen kiinteistä investoinneista yli puolet on peräisin yrityssektorilta. Kun yritykset ovat kriisin jälkeen pienentäneet velkaantuneisuuttaan, investointeja on tehty enemmän yritysten sisäistä rahoitusta käyttäen. Sitä mukaa kuin yrityssektorin liikevoitto ja käytettävissä olevat tulot ovat lisääntyneet, myös investoinnit ovat lähteneet kasvuun. Investoinnit eivät kuitenkaan vielä vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä olleet saavuttaneet sitä tasoa, jolla ne olivat kriisin puhjetessa (kuvio 7). Tämä on suurelta osin seurausta siitä, että rakennusinvestointien osuus kaikista investoinneista kattaa lähes puolet: sekä asunto- että muut rakennusinvestoinnit supistuivat jyrkästi kriisissä ja ovat edelleen noin 20 % vähäisemmät kuin vuonna 2008.

Aineettomat investoinnit (sijoitukset esimerkiksi tutkimus- ja tuotekehitykseen tai tietokoneohjelmiin) eivät supistuneet kriisissä niin paljon kuin aineelliset, vaan niiden kanta on kasvanut vuoden 2008 tasosta jo yli 30 %. Aineettomien investointien osuus kaikista yritysten investoinneista on kasvanut vuonna 1995 toteutuneesta 12 prosentista reiluun 20 prosenttiin vuoden 2017 alkuun mennessä.

Kuvio 7



Aineettomien investointien suotuisa kehitys vuoden 2016 lopulla johtuu suurelta osin Irlannista, jossa vuoden 2016 viimeisen neljänneksen vuosikasvu suureni 85 prosenttiin, kun muutamat monikansalliset yritykset siirsivät maahan toimintojaan.
Lähteet: Eurostat ja Suomen Pankin laskelmat.
28.9.2017
eurojatalous.fi

EKP:n puolivuosittaisen yritysten rahoituksensaantia koskevan kyselyn (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) mukaan maaliskuuhun 2017 ulottuneella puolivuotisjaksolla yritysten lainahakemuksia hylättiin kriisin jälkeen vähemmän kuin kertaakaan aiemmin. Yritykset raportoivat parantuneesta liikevaihdosta, vakaasta tuottokehityksestä ja kasvavista kustannuksista. Euroopan komission yrityskyselystä selviää, että teollisuusyrityksistä enää viidesosa kokee riittämättömän kysynnän rajoittavan tuotantoaan. Kriisin pahimmassa vaiheessa näin koki yli 60 % teollisuusyrityksistä. Työvoiman saatavuus sen sijaan on muodostunut ongelmaksi 10 prosentille teollisuusyrityksistä. Osuus on viimeksi ollut näin suuri vuoden 2008 alussa. Rakennusalan yrityksillä on muuten samankaltainen tilanne kuin teollisuusyrityksillä, mutta kriisin myötä pahentuneet ongelmat rahoituksensaannissa eivät ole vieläkään

helpottaneet.

Yritykset odottavat kaikilla toimialoilla (palvelut, rakentaminen, teollisuus ja vähittäiskauppa) työvoiman kysynnän kasvavan vuoden kolmannen neljänneksen aikana ja työllisyysnäkymien pysyvän suotuisina. Luottamus- ja ostopäällikköindeksit ovat läpi sektorien korkealla, ja teollisuuden tilauskannat ovat kriisin jälkeen suurimmillaan.

Yrityssektori sulattelee edelleen velkaantuneisuuttaan. Suhteessa yritysten tuottamaan arvonlisään kokonaisvelka on kutistunut vuodesta 2009 noin 10 prosenttiyksikköä eli 120 prosenttiin. Samalla yritysten velanhoitosuhde – eli korkokulujen ja lainanlyhennysten suhde nettotuloihin – on pienentynyt selvästi isoissa euromaissa, eniten Italiassa ja Espanjassa. Yrityssektori onkin kriisin jälkeen tullut omavaraisemmaksi. Rahoituksensaantikyselyssä (SAFE) yritykset ovat ilmoittaneet velkaantuneisuuden vähentämisen syiksi mm. luottoluokitusten parantamisen ja taseen vahvistamisen tulevaisuutta varten.

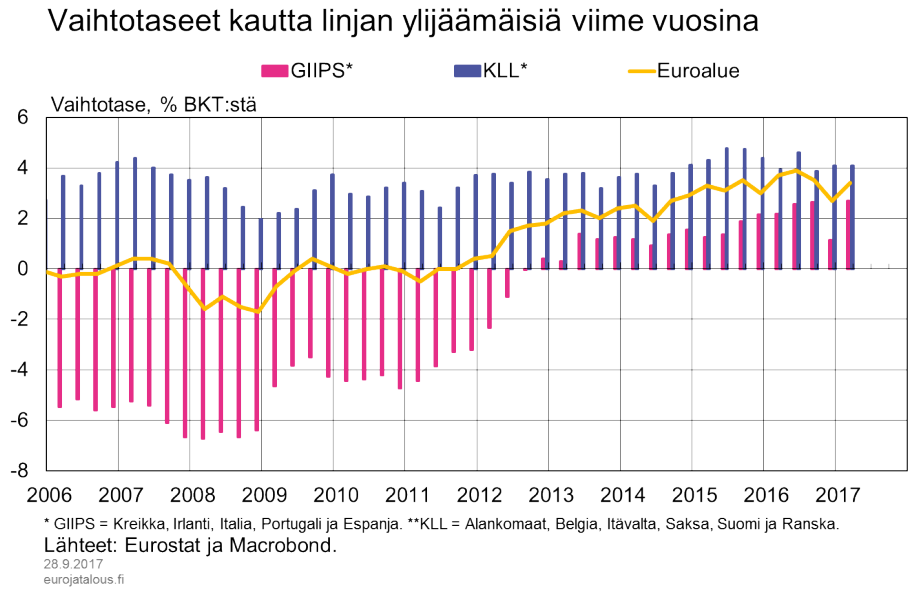
Kaiken kaikkiaan yritysten näkymät ovat kohentuneet viimeisen vuoden aikana. Yksityisten tuotannollisten investointien kasvua tukevat lähivuosina erittäin alhainen korkotaso, rahoituksen saatavuuden paraneminen, tarve uudistaa pääomakantaa vuosia kestäneen heikon investointiaktiivisuuden jälkeen sekä aiempaa pienempi yrityssektorin velan pääomasuhde. Yritysten positiivisesta vireestä näyttääkin tulleen itseään ylläpitävä kierre, kun kasvuodotukset lisäävät yritysten investointi- ja rekrytointihalukkuutta.

Vaihtotaseen ylijäämä historiallisen suuri

Ennen finanssikriisiä useassa euroalueen maassa oli suuri vaihtotaseen alijäämä. Ns. GIIPS-maiden[3] vaihtotaseiden suuret alijäämät ovat sulaneet talouden sopeutustoimien ja uudistusten myötä (kuvio 8). Erityisesti Alankomaissa, Saksassa, Sloveniassa ja Maltalla on tällä hetkellä poikkeuksellisen suuri vaihtotaseen ylijäämä. Vuonna 2016 peräti 13 maassa euroalueen 19 maasta oli ylijäämäinen vaihtotase. Koko euroalueen vaihtotase oli ennen kriisiä suunnilleen tasapainossa, ja nyt ylijäämä on suurentunut jo noin 3 prosenttiin suhteessa bruttokansantuotteeseen. Vaihtotaseen ylijäämää ovat kasvattaneet raaka-aineiden hintojen (erityisesti öljyn) halpuus sekä edelleen alhainen investointiaste. Myös viime vuodet huippuvuosiaan heikompana pysytellyt euro on tukenut vientiä.

3. Kreikka, Italia, Irlanti, Portugali, Espanja.

Kuvio 8



Kustannuskilpailukyvyllä pystytään vaikuttamaan talouden ulkoiseen tasapainoon sekä tukemaan työllisyyden kehitystä. Viimeisen vuoden aikaiset muutokset euroalueen maiden yleisimmissä kustannuskilpailukykymittareissa heijastelevat hyvin kunkin maan vaihtotaseen tasapainottumiseen tarvittavaa kehitystä. Viime vuosina yksikkötyökustannuksilla mitattu kustannusten lisääntyminen on ollut euroalueella voimakkainta suuren ylijäämän Saksassa. Sen sijaan kustannusten kasvu on ollut hyvin vaatimatonta talouskriisistä yhä toipuvissa Portugalissa, Kreikassa, Espanjassa ja Kyproksella. Euroalueella kaikkein voimakkainta yksikkötyökustannusten pieneneminen on ollut Suomessa.

Suurten euromaiden kasvunäkymät aiempaa paremmat

Saksan talouden kasvu oli vuoden 2017 ensimmäisellä puoliskolla vahvaa. Sitä tukivat yksityinen ja julkinen kulutus sekä investoinnit. Asuntoinvestoinnit ovat lisääntyneet melko voimakkaasti, mutta myös tuotannolliset ja julkiset investoinnit ovat kasvussa. Saksan talouden odotetaan jatkavan vahvaa kasvuaan lähivuosina yksityisen kulutuksen ja työllisyyden kohenemisen vetämänä. Talouden perustekijät ovat Saksassa otolliset: kilpailukyky on hyvä, sekä kotitalouksien että julkisen talouden velkaantuneisuus maltillista ja työttömyys euroalueen vähäisimpiä. Ylijäämäisen julkisen talouden ja suurista euromaista alhaisimman velka-asteen ansiosta julkisen talouden kyky tukea tarvittaessa talouskasvua on hyvä.

Ranskan talouskasvun odotetaan vuonna 2017 piristyvän selvästi edellisvuotisesta, jolloin talous kasvoi noin prosentin. Vuoden 2017 alkupuolella ripeää kasvua ylläpiti kotimainen kysyntä. Talouskasvun odotetaan jatkuvan kohtuullisen hyvänä myös lähivuosina yksityisen kulutuksen ja investointien tukemana. Pankkien antolainauskorkojen mataluus tukee taloutta, ja luotot kasvavat vauhdikkaasti. Ranskan uusi hallitus on ottanut tavoitteekseen pitää julkisen talouden alijäämän korkeintaan

vakaus- ja kasvusopimuksen minimivaatimuksen mukaisena (3 % BKT:stä). Suuri rakenteellinen työttömyys hidastaa työttömyyden vähenemistä. Tilannetta pyritään parantamaan työmarkkinauudistuksilla.

Italiassa bruttokansantuote kasvoi vuoden ensimmäisellä puoliskolla odotettua nopeammin, ja vuoden 2017 kasvua koskevia ennusteita on korotettu reiluun prosenttiin. BKT:n kasvun merkittävää paranemista selittävät vahvasti kehittyvät investoinnit ja vienti sekä odotettua voimakkaampi yksityisen kulutuksen vilkastuminen työllisyyden kohentumisen myötä. Työllisyys kasvaa Italiassa, vaikka työttömyys ei juuri vähene, koska osallistumisaste nousee. Italian BKT kasvaa nyt pitkään kestäneen supistumisen jälkeen kolmatta vuotta perättäin.

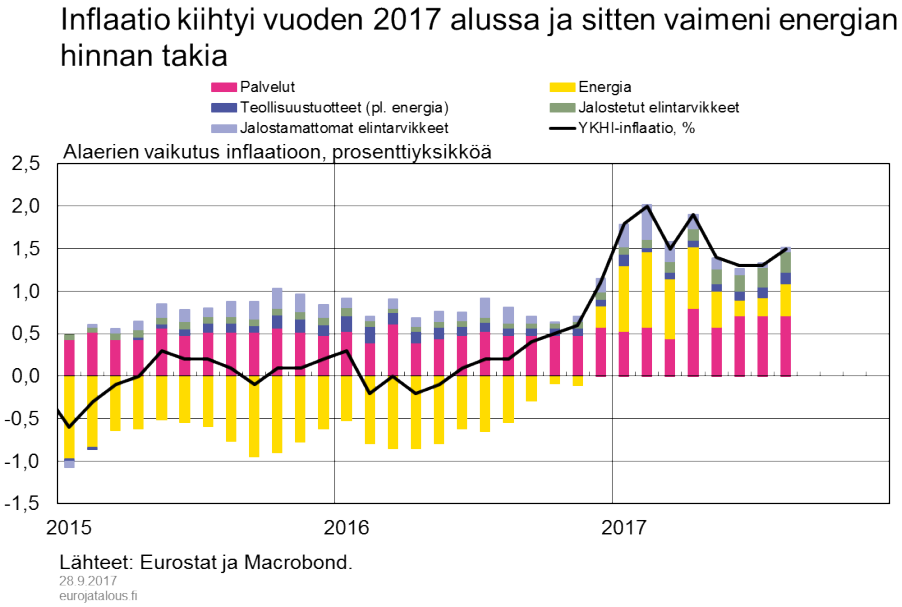
Espanjan talous on kasvanut ripeästi vuoden 2013 käännepisteen jälkeen. Bruttokansantuote ylitti vuoden 2017 alkupuoliskolla finanssikriisiä edeltäneen tasonsa. Kasvun odotetaan jatkuvan euroalueen keskiarvoa nopeampana, mutta vaimenevan asteittain. Kasvua tukevat hintakilpailukyvyn paraneminen, rakenneuudistukset, asuntojen hintojen lievä nousu sekä kevyet rahoitusolot. Ripeänä jatkuva kasvu vähentää työttömyyttä sekä voimistaa inflaatiota. Suotuisa kehitys kohentaa julkisen talouden tilaa, mutta julkinen velka on yhä noin 100 prosentissa suhteessa bruttokansantuotteeseen.

Suhdannenoususta huolimatta huolimatta inflaatio yhä vaimeaa

Euroalueen kasvu on vuoden ensimmäisellä puoliskolla ollut ripeää, ja alueen resurssien vajaakäyttöä mittaavan ns. tuotantokuilun odotetaan umpeutuvan aiemmin kuin keväällä arvioitiin. Inflaatiossa ei kuitenkaan vielä näy merkkejä kestävästä kiihtymisestä.

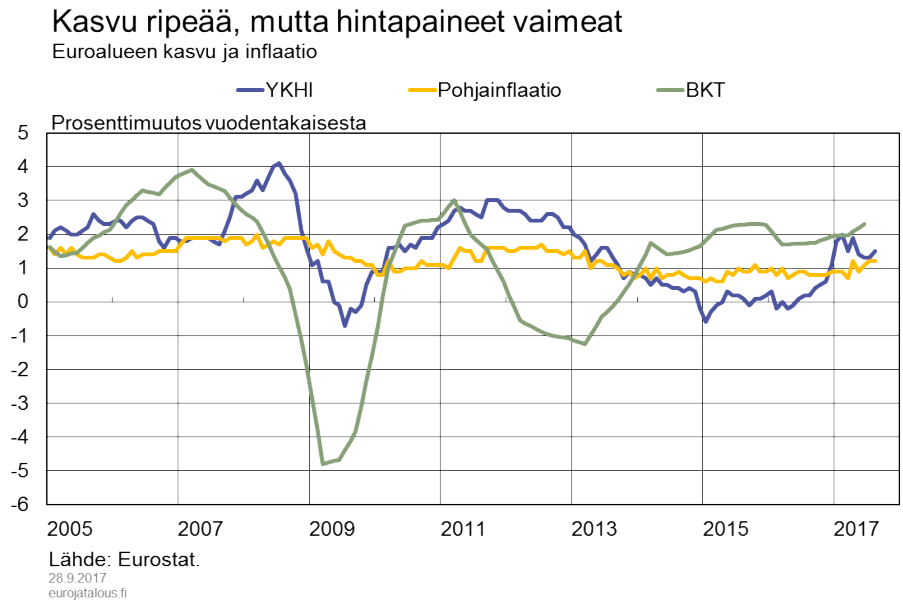
Alkuvuodesta inflaatiota kiihdytti pääosin energian hinnan pohjavaikutus eli nousu suhteessa vuodentakaiseen vertailuajankohtaan. Öljyn hinta kohosi tammikuusta 2016 tammikuuhun 2017 reilut 70 %, mikä kiihdytti kuluttajahintainflaatiota merkittävästi vuoden ensimmäisellä neljänneksellä. Tammi-huhtikuussa energiaosatekijän vaikutus euroalueen inflaatioon oli keskimäärin noin 0,8 prosenttiyksikköä. Alkuvuoden jälkeen tämä pohjavaikutus vaimeni ja inflaatio hieman hidastui. Elokuussa euroalueen kuluttajahintainflaatio oli 1,5 % ja energian ja ruuan hinnoista puhdistettu ns. pohjainflaatio 1,2 % (kuvio 9).

Kuvio 9



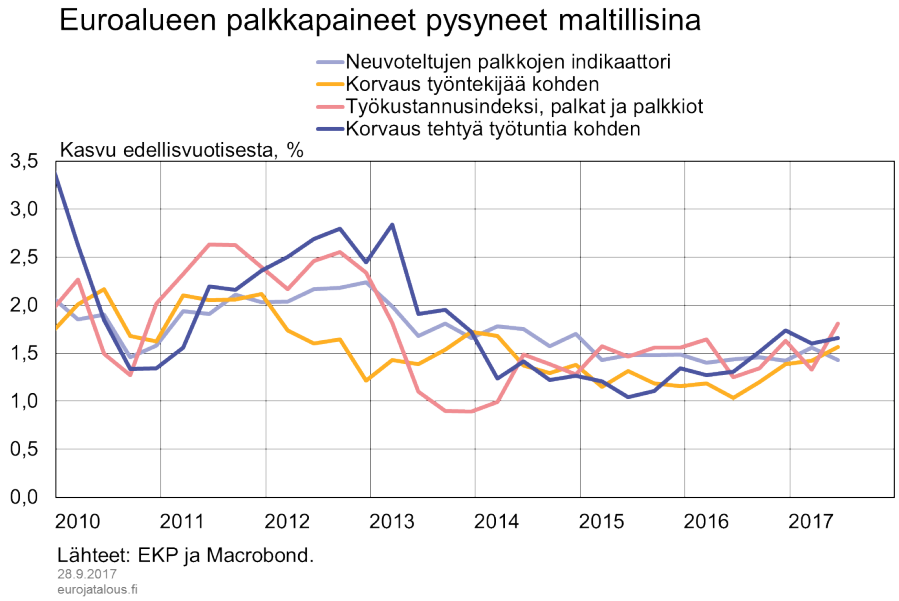
Euroalueen ulkoiset hintapaineet – sekä globaalista inflaatiokehityksestä että raaka-aineiden hintakehityksestä johtuvat – ovat yhä maltilliset. Lisäksi euroalueen tuontihintojen mahdollisen nousun aiheuttamaa inflaatiopainetta hillitsee euron viimeaikainen vahvistuminen. Euroalue on kuitenkin suuri sisämarkkina, minkä takia valuuttakurssimuutosten tuontihintojen kautta tulevat vaikutukset välittyvät lopulta melko vähän ja hitaasti kuluttajahintoihin saakka. Lisäksi siinä määrin kuin euron viimeaikainen vahvistuminen heijastaa euroalueen kasvunäkymien paranemista, valuutan vahvistumisen vaikutus inflaatioon pienenee entisestään. Jos taas valuuttakurssin vahvistuminen on seurausta euroalueen ulkoisista eksogeenisista tekijöistä, inflaatiota hidastavat vaikutukset voivat olla voimakkaampia.

Kuvio 10



Euroalueen sisäisiä hintapaineita kuvaava pohjainflaatio ei juuri ole vielä kiihtynyt (kuvio 10). Yhä melko korkea työttömyysaste ja monissa maissa tehdyt työmarkkinoiden sopeutustoimet ovat pitäneet palkkapaineet vähäisinä. Euroalueen työkustannusten kasvu onkin ollut globaalin finanssikriisin jälkeen hitaampaa kuin ennen sitä. Tämä ei kuitenkaan välttämättä liity finanssikriisiin, vaan taustalla voi olla tuotannontekijämarkkinoiden globaali tehostuminen. Kovempi kilpailu, digitalisaatio ja taitotiedon vaivaton siirrettävyys merkitsevät, että yritykset optimoivat tuotantoketjunsa yhä paremmin. Tämä optimointi ilmenee tuotannontekijöiden – mm. työn ja pääoman – kysynnän hintajoustojen kasvuna. Tässä tilanteessa työtekijät saattavat hyväksyä aiempaa pienemmät palkankorotukset, jotta työpaikat säilyvät. On hyvin mahdollista, että euroalueenkin työmarkkinoilla palkankorotusvaatimukset ovat näistä syistä aiempaa maltillisempia (kuvio 11).

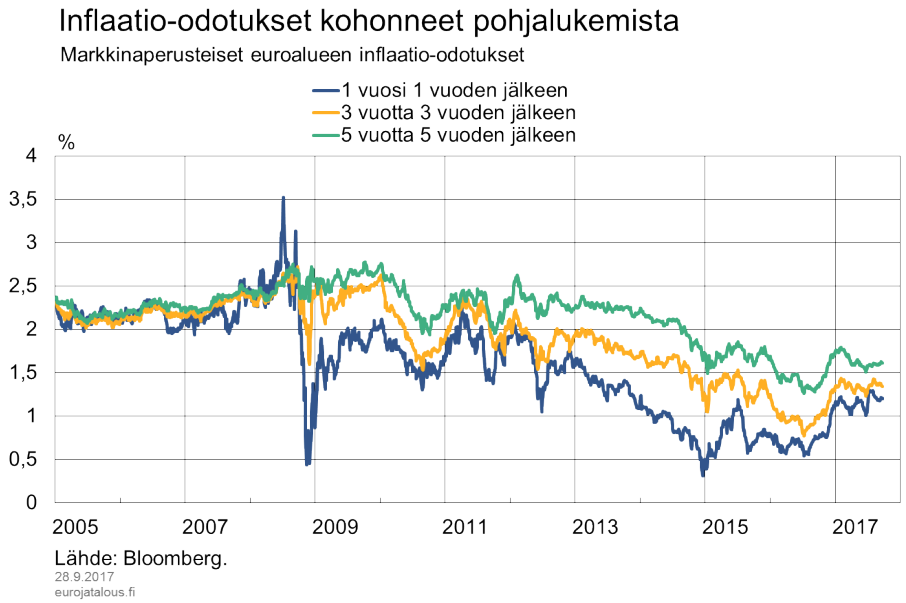
Kuvio 11



Euroalueen taloudellisen tilan koheneminen ja kasvunäkymien paraneminen luovat kuitenkin edellytyksiä kysynnän kasvulle ja siten palkkojen nousuvauhdin nopeutumiselle, kun työttömyys vähenee tasaisesti ja talouden vapaan kapasiteetin määrä pienenee. Huolena kuitenkin on, että reaalitalouden vahva kehitys ei voimista inflaatiota siinä määrin kuin aiemmin on totuttu. Tästä on ollut viitteitä keskeisillä talousalueilla, joissa inflaatio on laajalti pysynyt odotettua hitaampana talouskasvusta huolimatta.

Rahapolitiikan ja hintavakaustavoitteen näkökulmasta oleelliset pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat edelleen verraten maltilliset (kuvio 12). Toisaalta ammattiennustajille suunnatuissa kyselytutkimuksissa pitkän aikavälin odotukset ovat edelleen vakaasti vajaan 2 prosentin tuntumassa. Kaiken kaikkiaan inflaatio-odotukset ennakoivat, ettei euroalueen inflaatio kiihdy kovin ripeästi ja hintavakaustavoitteen saavuttaminen kestävästi tulee vielä viemään aikaa.

Kuvio 12



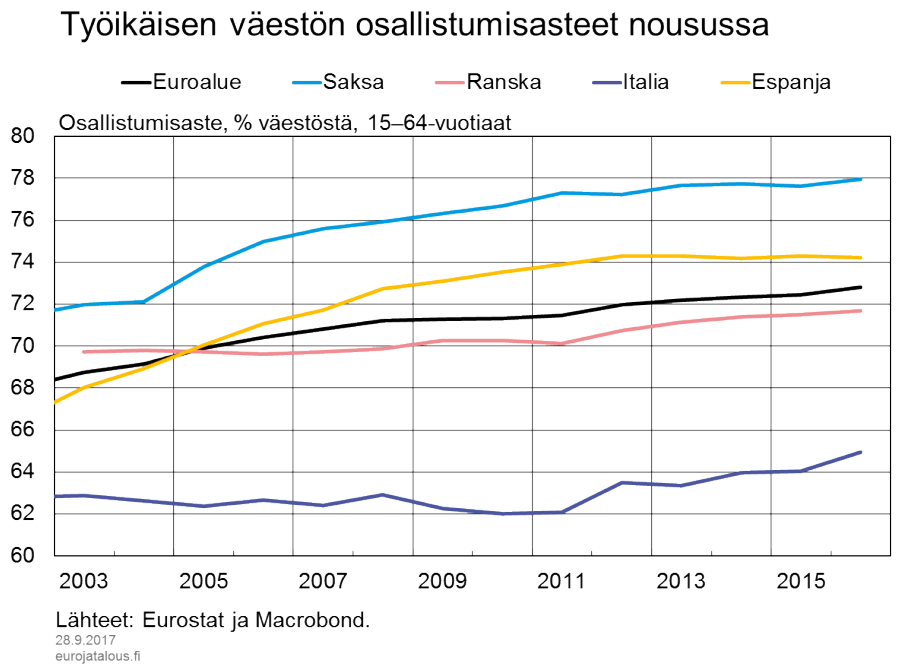
Tällä hetkellä arvioidaan, että inflaatio hidastuu hieman uudelleen vuoden 2018 alussa tilapäistekijöiden vuoksi. Tämän jälkeen inflaation odotetaan nopeutuvan asteittain. Vaikka inflaation kiihtymiseen liittyy yhä paljon epävarmuutta, kasvun jatkuminen vahvana tukee hintavakaustavoitteen saavuttamista lähivuosina.

Rakenneuudistukset lieventävät väestön ikääntymisen haasteita

Vaikka euroalueen talouskasvu on viime aikoina kiihtynyt, finanssikriisin jälkeinen kasvu on jäänyt maltilliseksi. Tähän ovat vaikuttaneet euroalueen hidas väestönkasvu sekä heikko tuottavuuskehitys kaikissa alueen suurimmissa talouksissa. Viime vuosina työikäisen (15–64-vuotiaat) väestön määrän kasvu on ollut euroalueella heikkoa ja jopa vähentynyt useissa alueen jäsenmaissa mukaan lukien suurimpiin kuuluvat Espanja ja Italia. Toimivilla talouden rakenteilla on myönteisiä vaikutuksia työllisyyteen ja tuottavuuden kehitykseen, ja sitä kautta ne auttavat lieventämään väestön ikääntymisestä koituvia epäsuotuisia vaikutuksia talouteen. Samalla ne osaltaan voimistavat rahapolitiikan tehoa nostamalla luonnollisen koron tasoa[4], parantamalla rahapolitiikan välittymistä sekä vähentämällä talouden jäykkyyksiä.

4. Luonnollinen korko on talouden tasapainottava reaalikorko, joka vallitsisi, jos tuotanto olisi potentiaalissaan eli tilanteessa, jossa talous ei ole nousu- eikä laskusuhdanteessa. Tasapaino johtaisi pitkällä aikavälillä vakaaseen inflaatioon.

Kuvio 13



Rakenneuudistukset ovat nostaneet osallistumisastetta (työllisten ja työttömien yhteenlaskettu määrä suhteessa kaikkiin 15–64-vuotiaisiin) euroalueella merkittävästi, mikä vähentää työikäisen väestön määrän supistumisesta aiheutuvia vaikutuksia talouskasvuun. Euroalueen 15–64-vuotiaiden osallistumisaste on noussut viimeisen kymmenen vuoden aikana reilut 2 prosenttiyksikköä. Osallistumisaste on kohonnut kaikissa suurimmissa jäsenmaissa sekä erityisesti Baltian maissa ja Maltalla. Myönteinen kehitys johtuu ennen kaikkea 50–64-vuotiaiden naisten aikaisempaa aktiivisemmasta osallistumisesta työmarkkinoille. Tätä ovat edesauttaneet eläkejärjestelmän uudistukset, väestön korkeampi koulutustaso ja terveystilanteen paraneminen (kuvio 13).

Sääntelyn purkaminen ja yritystoiminnan harjoittamisen helpottaminen tukevat osaltaan tuottavuuden ja talouden kasvua. Rakenteiden uudistaminen onkin ollut keskeinen osa euroalueen kriisimaille annettuja talousohjelmapaketteja. Tehdyt uudistukset näkyvät Maailmanpankin Doing business -indikaattorilukemien[5] paranemisena verrattuna vuoden 2010 tilanteeseen niin Espanjassa, Italiassa, Kreikassa ja Portugalissa kuin myös Baltian maissa.

Kaiken kaikkiaan useat euromaat ovat vielä huomattavasti jäljessä maailman parhaimpia niin hyödyke- kuin työmarkkinoiden rakenteissa. Myös euroalueen jäsenmaiden väliset erot ovat merkittäviä. Tästä huolimatta toteutuneiden uudistusten vauhti on hidastunut kriisivuosista. Rakenneuudistuksilla voitaisiin kuitenkin yhä parantaa talouden toimivuutta ja rahapolitiikan välittymistä euroalueella.

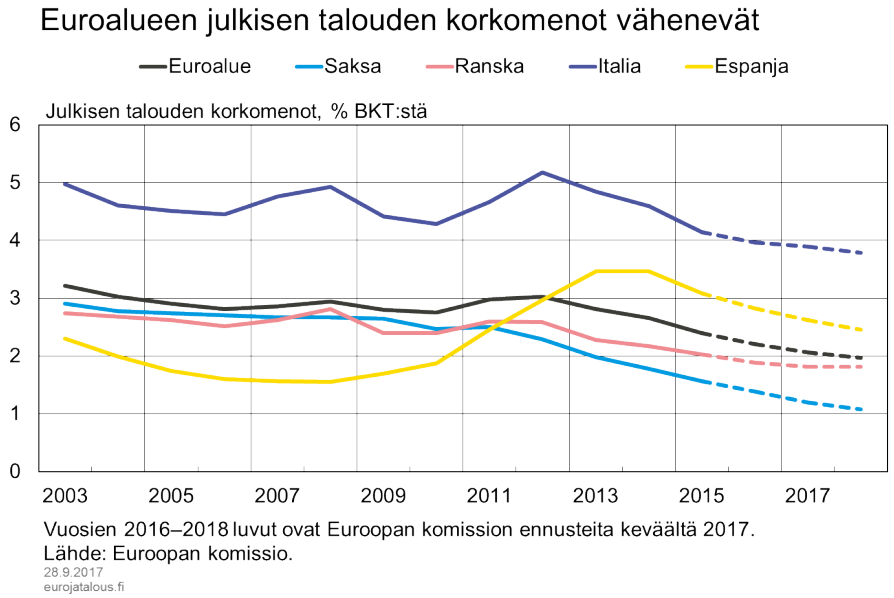
5. Indikaattori pyrkii mittaamaan yritystoiminnan joustavuutta liiketoiminnan harjoittamisen kannalta 11 oleellisella osa-alueella.

Julkisen talouden tila kohenee hitaasti euroalueella

Vuonna 2014 huippunsa (noin 92 % suhteessa bruttokansantuotteeseen) saavuttanut euroalueen julkisen velan suhde kutistui noin 90 prosenttiin vuonna 2016, ja sen odotetaan jatkavan asteittaista pienenemistään. Euroalueen maiden väliset merkittävät erot eivät kuitenkaan ole häviämässä. Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa julkisen sektorin velkaantuneisuuden odotetaan pysyvän lähivuosina suunnilleen ennallaan, kun Saksassa julkisen velan suhde bruttokansantuotteeseen pienenee selvästi.

Euroalueen julkisen talouden kokonaisvajeen odotetaan vuonna 2017 supistuvan jonkin verran edellisvuoden 1,5 prosentista suhteessa bruttokansantuotteeseen. Jo vuonna 2016 kokonaisvaje oli historiallisesti tarkasteltuna varsin pieni. Julkisen velkaantuneisuuden tapaan myös vajeen suuruuserot euromaiden välillä näyttävät säilyvän. Saksassa julkinen talous pysyy ylijäämäisenä ja muissa euroalueen suurissa maissa tuntuvasti alijäämäisenä.

Kuvio 14



Suhdannetilanne ja korkomenojen väheneminen ovat parin viime vuoden ajan parantaneet euroalueen julkisen talouden tilaa. Suhdannetilanne on näistä kahdesta tekijästä tärkeämpi. Silti myös korkomenojen väheneminen on selvästi kohentanut julkista taloutta. Vallitseva korkotaso on yhä hyvin matala. Korkomenoja on pienentänyt se, että kuoleentuvat pitempiaikaiset lainat ovat korkeampikorkoisia kuin niiden tilalle otettavat uudet lainat (kuvio 14).

Kolmas julkisen talouden tilaan ja näkymiin vaikuttava tekijä, finanssipolitiikan päätösperäiset toimet, ei enää viime vuosina ole ollut tärkeä euroalueen julkisen talouden vakautumisessa. Euroalueen finanssipolitiikan näkymät ovat säilyneet keväästä 2017 kutakuinkin ennallaan, ja finanssipolitiikan mitoituksen odotetaan lähivuosina pysyvän suunnilleen neutraalina.

Vaikka julkisen talouden tila kohenee matalien korkojen ja potentiaalista kasvua

ripeämmän talouskasvun myötä lähivuosina, julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen pysyy yhä suurena. Epäsuotuisammissa oloissa tuntuvasta velkaantuneisuudesta voisi aiheutua merkittäviä ongelmia eräissä euromaissa. Finanssipoliittisessa päätöksenteossa olisi varauduttava myös huonompiin aikoihin. Rahoitusmarkkinoiden luottamuksen säilymisen kannalta tämä on erityisen tärkeää niissä maissa, joissa julkinen velka on suuri.

Avainsanat

EKP, työllisyys, inflaatio, rahapolitiikka, kasvu