Rahapolitiikkakatsaus

Elvyttävä talouspolitiikka vauhdittaa kasvua

Kansainvälinen talous, Rahapolitiikka | 27.03.2018

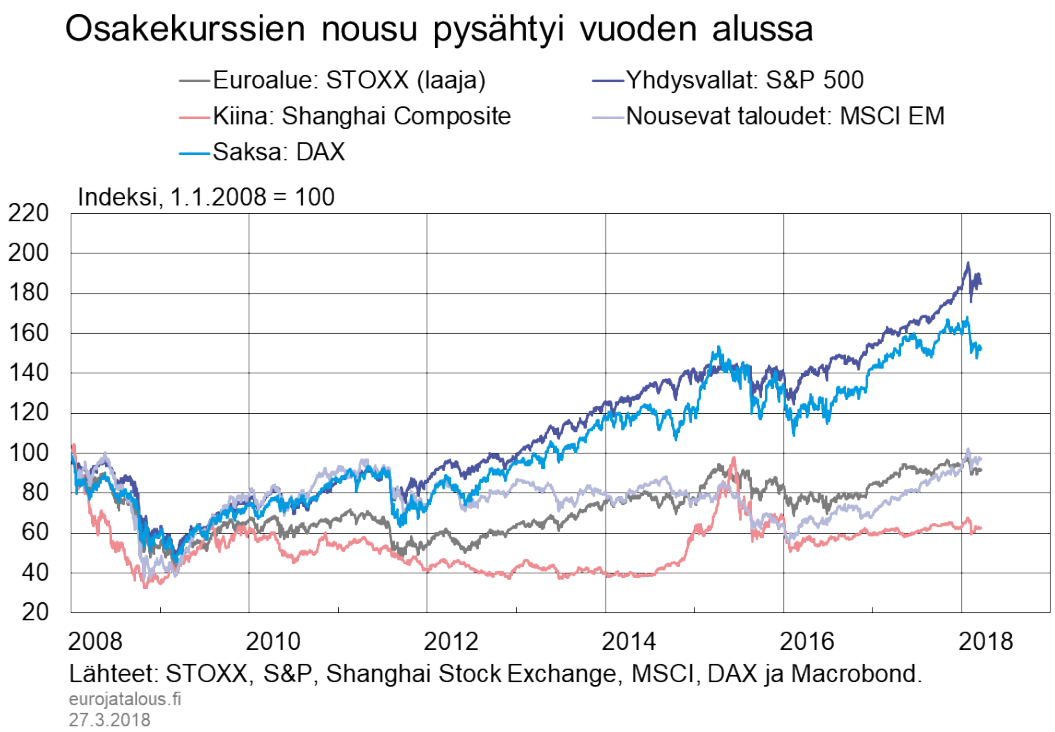
Maailmantalouden kasvunäkymät ovat vahvat. Kasvua tukevat usean keskeisen talousalueen samantahtinen elpyminen, kevyt rahapolitiikka sekä Yhdysvaltain finanssipoliittinen elvytys. Kiina jatkaa nopean kasvun tavoittelua, ja velkaantuminen jatkuu. Kasvu vähentää talouden vapaita resursseja useassa maassa samanaikaisesti, mikä asteittain lisää inflaatiopaineita. Jos suotuisa kehitys jatkuu, keskeisten maiden rahapolitiikan odotetaan kiristyvän vähitellen.



Maailmantalouden kasvu vahvaa, rahoitusmarkkinoilla heiluntaa

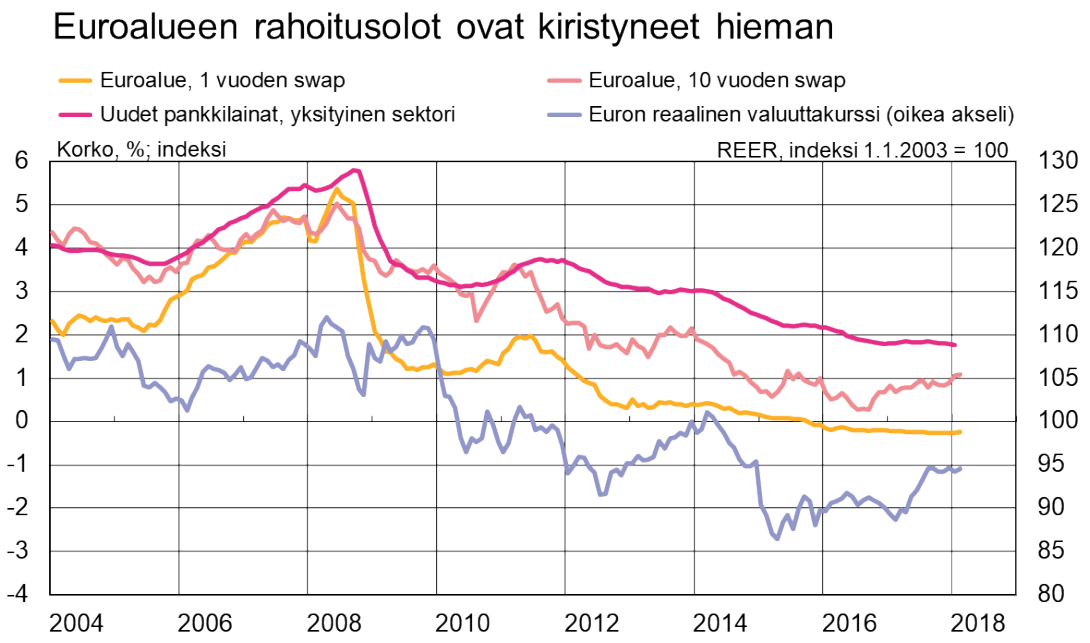
Maailmantalous ja -kauppa kasvoivat vuonna 2017 laaja-alaisesti ja ripeästi. Luottamus talouskehitykseen on vahvaa, vaikka alkuvuonna erityisesti teollisuuden ostopäällikköindeksit laskivat joissakin maissa. Maailmantalouden kasvun ennakoidaan voimistuvan tänä vuonna noin 4 prosenttiin.[1] Kasvua tukee usean keskeisen talousalueen samantahtinen elpyminen, kevyt rahapolitiikka sekä Yhdysvaltain finanssipoliittinen elvytys.

Kuvio 1.



Talouden vahvasta kasvusta huolimatta inflaatio on voimistunut globaalisti vain hieman. OECD-maiden inflaatio pysyi vuonna 2017 hieman päälle 2 prosentissa. Ripeä kasvu on kuitenkin vahvistanut inflaatio- ja koronnosto-odotuksia viime aikoina erityisesti Yhdysvalloissa, jossa elvyttävän finanssipolitiikan odotetaan lisäävän inflaatiopaineita (kuvio1). Odotukset rahapolitiikan kiristymisestä ja epävarmuus Yhdysvaltojen talouspolitiikasta ja -kehityksestä ovat heijastuneet myös osakemarkkinoille. Osakekursseissa tapahtui äkillinen käänne helmikuun alussa, kun reilun vuoden jatkunut nousu pysähtyi (kuvio 2) ja samalla osakemarkkinoiden heiluntaa mittaava VIX-indeksi kasvoi merkittävästi. Korkojen nousun jatkuminen vaimentaa osakekurssien kehitystä, ja lisääntynyt heilunta rahoitusmarkkinoilla ei myöskään ole poissuljettua.

Kuvio 2.



Lähteet: EKP, J.P. Morgan, Macrobond ja Suomen Pankin laskelmat.
eurojatalous.fi
27.3.2018

EKP:n rahapolitiikka tukee edelleen kasvua

EKP:n rahapoliittiset korot ovat olleet pitkään poikkeuksellisen alhaiset. Perusrahoitusoperaatioiden korko on 0 %, maksuvalmiusluoton korko 0,25 % ja talletuskorko -0,4 %. EKP:n neuvosto ilmoitti lokakuussa jatkavansa arvopapereiden rahapoliittisia netto-ostoja vähintään syyskuulle 2018, mutta pienensi samalla kuukausittaiset netto-ostot 60 miljardista 30 miljardiin euroon. Netto-ostoja voidaan jatkaa, jos neuvosto ei katso inflaatiovauhdin olevan palautumassa kestävästi tavoitteen mukaiseksi. Neuvosto myös odottaa rahapoliittisten korkojen säilyvän nykyisellä tasollaan pidemmän aikaa ja vielä osto-ohjelman netto-ostojen päättymisen jälkeenkin.

Eurojärjestelmä sijoittaa uudelleen aiemmin ostetuista arvopapereista erääntyvät pääomat vielä selvästi netto-ostojen päättymisen jälkeen. Tammi-syyskuun 2018 aikana jo ostetuista arvopapereista erääntyy pääomia keskimäärin 10 mrd. edestä kuukaudessa (ks. Arvopapereiden uudelleensijoitukset EKP:n laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa), joten arvopapereiden brutto-ostot ovat keskimäärin 40 mrd. euroa kuussa.

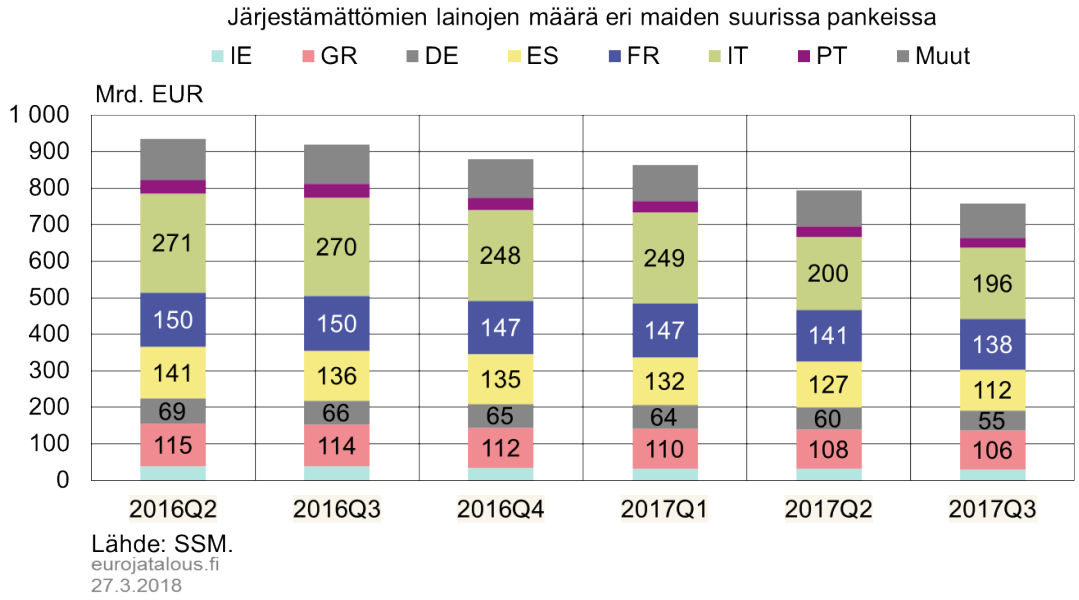
EKP:n rahapolitiikan mitoitus muodostuu tällä hetkellä arvopapereiden netto-ostoista, taseen suureksi kasvaneesta koosta ja erääntyvien arvopapereiden uudelleensijoittamisesta sekä alhaisista ohjauskoroista ja niitä koskevasta ennakoivasta viestinnästä. Ohjauskorkojen tulevaa

uraa koskevalla ennakoivalla viestinnällä EKP pystyy vaikuttamaan pidempiin korkoihin ja ohjaamaan koronnoston ajankohtaan liittyviä odotuksia.

Arvopapereiden osto-ohjelman kokoon perustuva vaikutus tulee siitä, että eurojärjestelmän hallussa olevat arvopaperit vähentävät niiden tarjontaa sijoittajille. Tarjonnan vähäisyys suhteessa kysyntään nostaa arvopapereiden hintoja, mikä näkyy velkakirjamarkkinoilla alhaisempina korkoina. Erityisesti sijoittajien vaatima korvaus halussaan pitämistä pidemmän juoksuajan velkakirjoista lyhyiden sijaan laskee, kun pitkän juoksuajan velkakirjojen tarjonta vähentyy. Tämä laskee pitkiä korkoja. Netto-ostojen päätyttyäkin EKP:n aiemmin tekemät ostot vaimentavat siis merkittävästi pitkien korkojen nousua.

Kuvio 3.

Suurten euroalueen pankkien järjestämättömien lainojen määrä on laskenut selvästi viime vuodesta



Lähde: SSM.
eurojatalous.fi
27.3.2018

Euroalueen rahoitusolot suotuisat lievästä kiristymisestä huolimatta

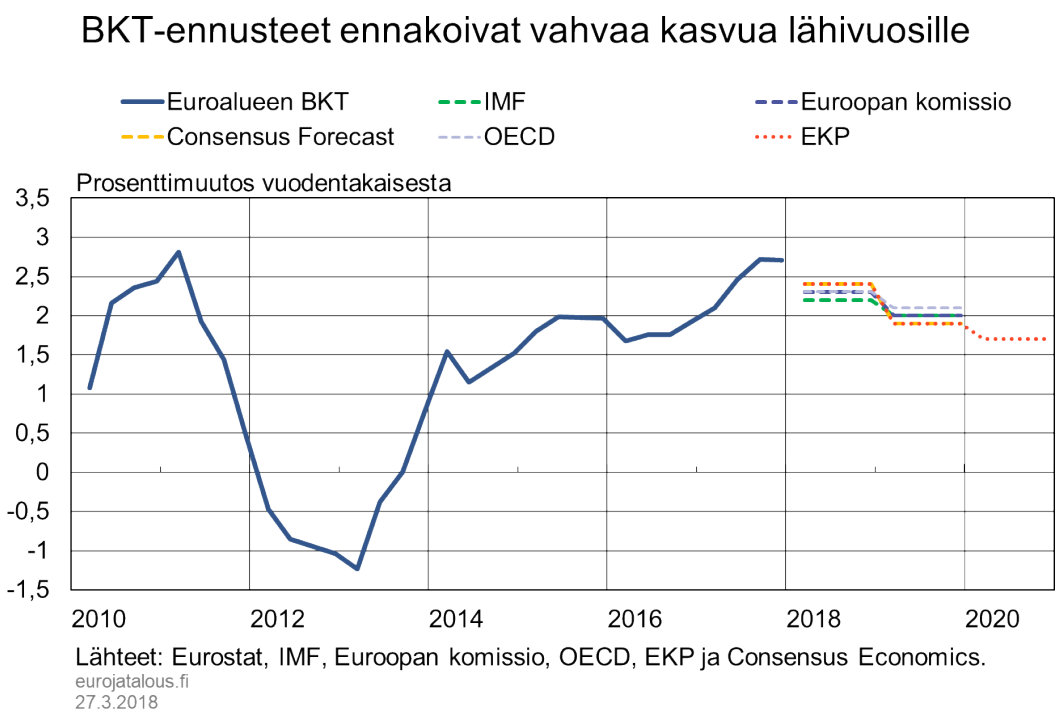
EKP:n neuvoston tarkoituksena on pitää euroalueen rahoitusolot kevyinä, kunnes hintavakaustavoite saavutetaan kestävästi. Rahoitusoloihin vaikuttavat mm. markkinakorot, rahoituksen saatavuus, varallisuushintojen kehitys ja valuuttakurssi.

Pitkien korkojen nousu ja valuuttakurssin vahvistuminen ovat kiristäneet euroalueen rahoitusoloja hieman (kuvio 4). Pitkät korot ovat nousseet vuoden 2016 kesästä. Nousu on

jatkunut vuoden 2018 alussa euroalueen ja maailmantalouden vahvojen kasvunäkymien siivittämänä.

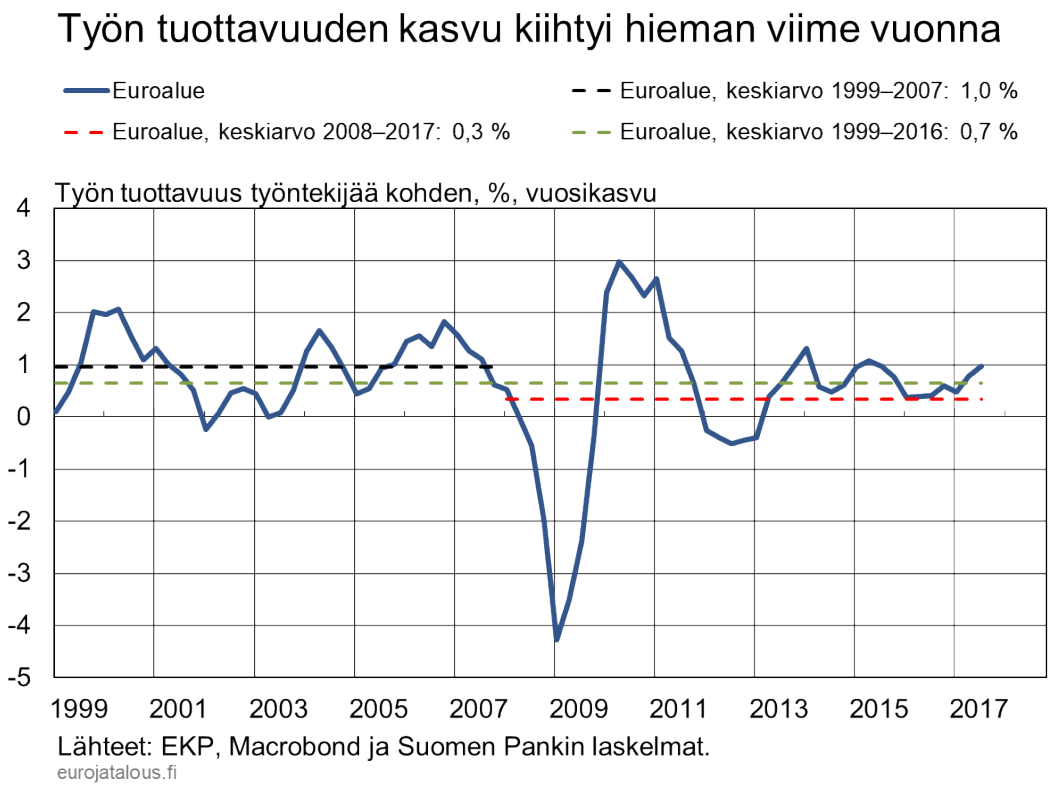
Vahvat kasvunäkymät sekä vaihtotaseen ylijäämä vaikuttavat euroa vahvistavaan suuntaan kevyestä rahapolitiikasta huolimatta. Euron kurssi vahvistui merkittävästi vuoden 2017 aikana sekä suhteessa dollariin että nimellisellä kauppapainoisella valuuttakurssilla mitattuna. Reaalinen valuuttakurssi ei kuitenkaan edelleenkään ole historiaansa nähden erityisen vahva (kuvio 4).

Kuvio 4.



Kevyt rahapolitiikka on pitänyt lyhyet korot sekä yksityisen sektorin pankkilainoistaan maksamat korot poikkeuksellisen alhaisina (kuvio 5). Sekä yritysten että kotitalouksien uusien pankkilainojen korot euroalueella ovat pysyneet vakaasti alle kahdessa prosentissa vuoden 2016 puolivälistä lähtien. Vaikka korot ovat alhaiset ja yksityisen sektorin tasesopeutus on jo pitkälti toteutunut, luotonannon kasvu ei vielä ole kiihtynyt merkittävästi euroalueella. Lainakantojen kasvu on kuitenkin vahvistunut selvästi korkean luottoluokituksen maissa, kun se on yhä vaimeaa kriisistä pahiten kärsineissä maissa (kuvio 5). Euroalueen asuntojen hintojen nousu on kiihtynyt noin 4 prosenttiin.

Kuvio 5.



Euroalueen pankkisektorin tila kohenee hitaasti

Euroalueen pankkien kannattavuuden elpyminen jatkui viime vuonna. Yhteisen valvontamekanismin (SSM) mukaan euroalueen pankkien oman pääoman tuotto oli vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä 7,0 %, kun se vuotta aiemmin oli 5,4 %. Samalla pankkien liikevoitto kasvoi vuodentakaisesta n. 30 %. Pankkien kannattavuutta ovat tukeneet etenkin luottotappio- ja arvonalentumiskirjausten vähentyminen ja kaupankäyntituottojen vahva kehitys.

Sen sijaan euroalueen pankkien peruspankkitoiminnan kehitys on pysynyt vaisuna. Matala korkoympäristö heikentää etenkin pankkien kannalta tärkeää korkokatetta, joka supistui vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä vuositasolla lähes 2 %. Samalla pankkien tasesopeutus, muutokset liiketoimintamalleihin sekä kasvavat investoinnit digitalisaatioon ovat pitäneet kustannukset korkeina.

Sijoittajien luottamusta pankkisektoriin ovat kuitenkin parantaneet inflaatio-odotusten maltillinen kasvu ja korkokäyrän jyrkentyminen. Yhdessä hyvien talousnäkymien ja vahvistuvan luotonannon kasvun kanssa nämä ennakoivat myös pankkien tulosnäkymien parantumista keskipitkällä aikavälillä. Samalla EKP:n elvyttävä rahapolitiikka on pitänyt pankkien

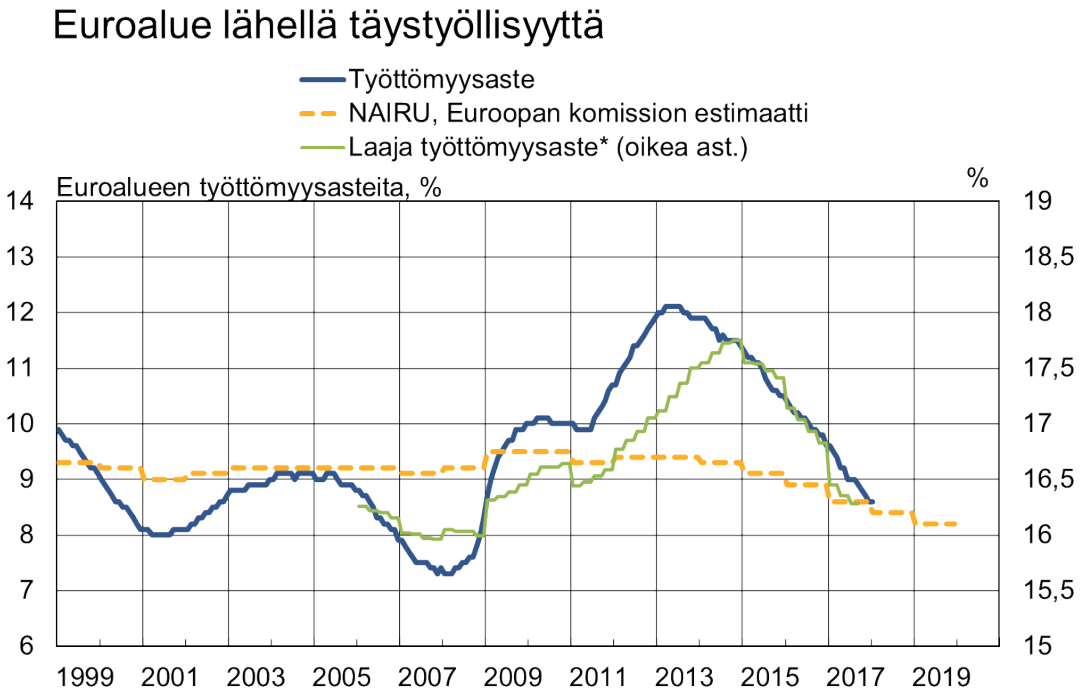
varainhankinnan kustannukset historiallisen pieninä.

Sijoittajien luottamusta euroalueen pankkeihin on vahvistanut myös pankkien taseriskien vähentyminen ja vakavaraisuuden kohentuminen. Yhteisen valvontamekanismin mukaan euroalueen pankkien vakavaraisuussuhde ensisijaisilla omilla varoilla oli vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä 15,3 %, kun se vuotta aikaisemmin oli 14,6 %. Samalla pankkien järjestämättömien lainojen määrä on laskenut (kuvio 6). Euroalueen suurilla pankeilla oli järjestämättömiä lainoja vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä 759 mrd. euroa, mikä oli lähes 18 % vähemmän kuin vuotta aiemmin. Yhteensä järjestämättömät lainat kattavat enää noin 5,2 % pankkien kaikista lainoista.

Myönteisestä kehityksestä huolimatta järjestämättömien lainojen suuret määrät heikentävät edelleen joidenkin pankkien kannattavuutta ja ylläpitävät yhä osaltaan euromaiden välistä luotonannon eriytyneisyyttä. Toimenpiteitä taseriskien vähentämiseksi onkin syytä edelleen jatkaa.[2] Taseriskien vähentäminen on keskeistä myös, kun edetään kohti yhteistä eurooppalaista talletussuojaa (ks. Europan talletussuojajärjestelmän rakentaminen riskien perusteella). Yhteisen talletussuojan puuttuminen pitää osaltaan yllä pankin ja sen kotimaan valtion välistä kohtalonyhteyttä. Pankkiunionilla pyritään heikentämään pankkien ja niiden kotivaltioiden välistä kohtalonyhteyttä euroalueella (ks. Miten pankkien ja valtioiden välinen kohtalonyhteys on muuttunut kriisivuosien jälkeen?).

Pankkien riskienkantokykyä testataan jälleen tänä vuonna. Euroopan pankkiviranomainen toteuttaa joka toinen vuosi EU:n laajuiset stressitestit yhdessä EKP:n, Euroopan järjestelmäriskikomitean ja kansallisten valvojien kanssa. Vuoden 2018 stressitesteihin osallistuu yhteensä 48 pankkia, ja testit kattavat noin 70 % pankkisektorista euroalueella, muissa EU-maissa ja Norjassa. Stressitestien tarkoituksena on arvioida pankkien tappionkantokykyä hypoteettisessa tilanteessa, jossa pankkien toimintaympäristön tila heikkenee merkittävästi vakavien ja laaja-alaisten reaalitalouden ja rahoitusmarkkinoiden häiriöiden seurauksena. Stressitestien tulokset julkaistaan marraskuun 2018 alussa.

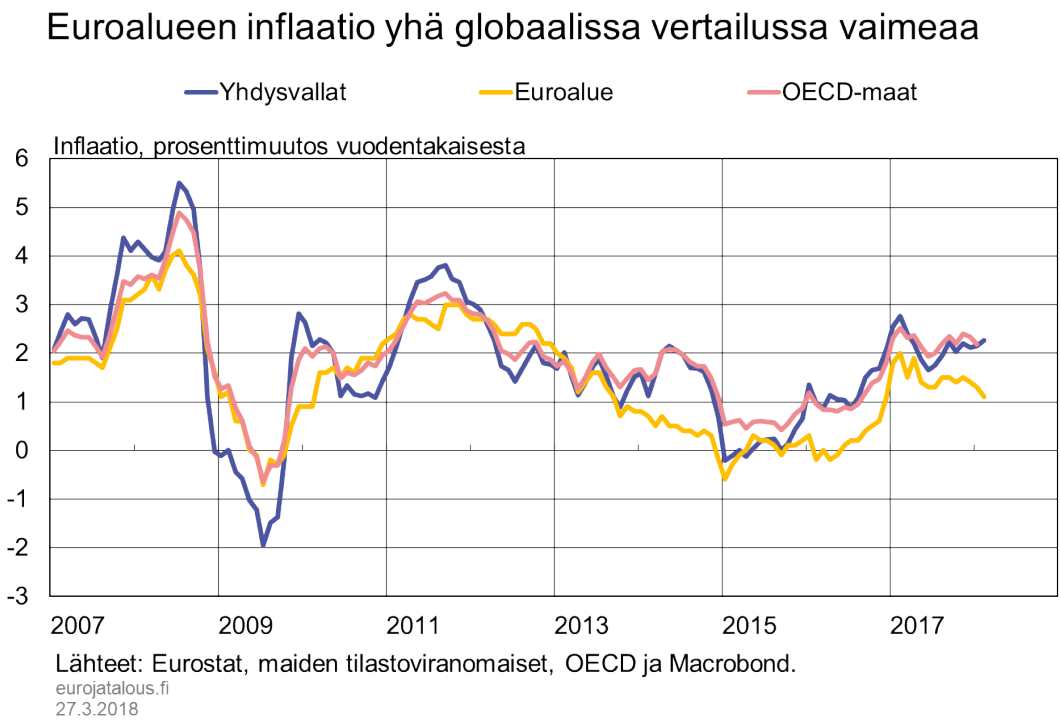
Kuvio 6.



Euroalueella vahva suhdannenousu

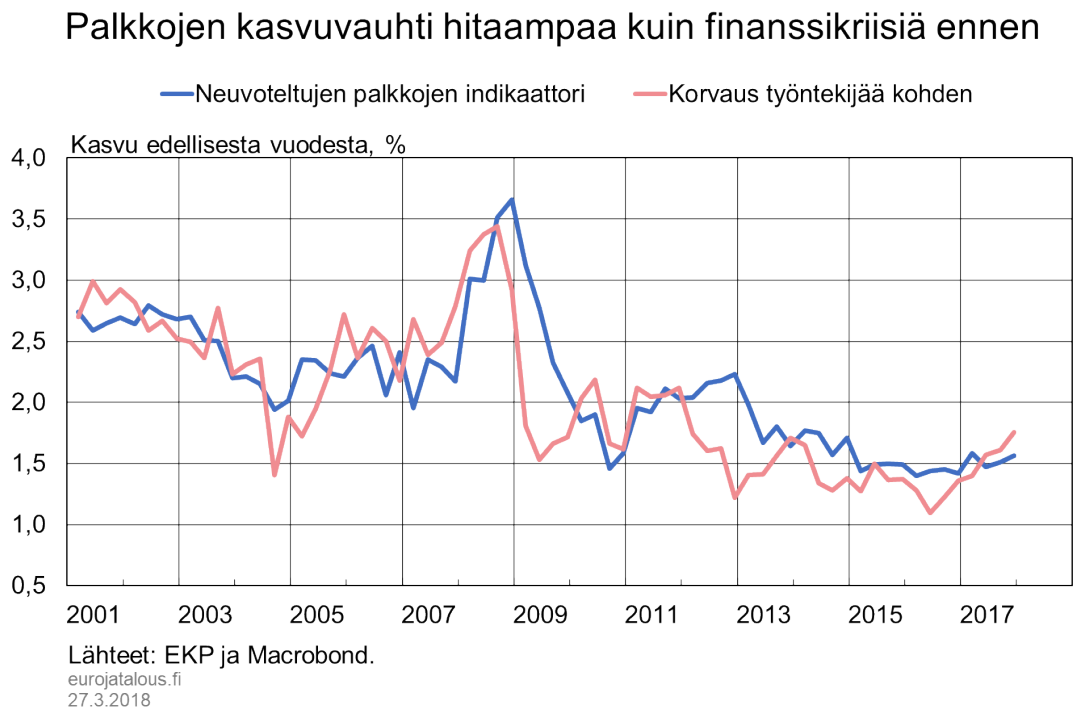
Euroalueen BKT on toipunut viimein finanssikriisistä, ja tuotannon määrä ylittää kriisiä edeltäneen tason viidellä prosentilla. Viime vuosina euroalueen reaalitalouden kasvu on ollut vahvaa. Vuonna 2017 euroalueen BKT kasvoi noin 2,5 %. Luottamusindikaattorit ennakoivat BKT:n kasvun jatkuvan vahvana lähimpien vuosineljännesten aikana (kuvio 7). Luottamusilmapiirin kohentuminen sekä odotettua voimakkaampi toteutunut kasvu ovat johtaneet siihen, että kasvuennusteita etenkin vuodelle 2018 on nostettu jo liki vuoden ajan. Euroalueen vahva talouskehitys näkyy myös valuuttakurssissa. Talousennusteet voivat edelleen parantua valuuttakurssin vahvistumisesta huolimatta etenkin, jos kurssimuutos johtuu jatkossakin talouden sisäisistä tekijöistä. Viimeisen vuoden aikana sisäisten tekijöiden roolin arvioidaan olleen merkittävä. Jos valuuttakurssin vahvistuminen olisi täysin euroalueen omasta kehityksestä riippumatonta (eksogeenista), se hidastaisi talouskasvua. Ilmeistä on, että euron vahvistumiseen vaikuttavat sekä euroalueen sisäiset että ulkoiset tekijät.

Kuvio 7.



Euroalueen talouden kasvu kiihtyi 2,7 prosenttiin vuoden 2017 jälkimmäisellä puoliskolla. Tänä vuonna kasvu pysynee vielä reilussa 2 prosentissa, mutta suhdannenousun odotetaan tasaantuvan ja kasvun vaimenevan asteittain alle 2 prosenttiin eli lähemmäs potentiaalisen kasvun vauhtia (kuvio 8). EKP:n ennusteen mukaan euroalueen talous kasvaa tänä vuonna 2,4 %, 1,9 % vuonna 2019 ja 1,7 % vuonna 2020. Kokonaiskysynnän osatekijöistä yksityinen kulutus ja yksityiset investoinnit ovat tukeneet vuosina 2014–2017 eniten euroalueen talouden kasvua. Myös nettovienti ja julkinen kulutus ovat tukeneet kasvua, mutta niiden vaikutus BKT:n kasvuun on ollut huomattavasti pienempää kuin yksityisen kulutuksen ja investointien vaikutus. Yksityisen kulutuksen kasvu jatkuu yhä vahvana lähivuosina. Lisäksi investointien ja viennin odotetaan tukevan kasvua hieman viime vuosia enemmän.

Kuvio 8.



Yksityistä kulutusta tukee lähivuosina kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu, kun työllisyystilanne jatkaa kohenemistaan ja työtulot lisääntyvät edelleen. Toisaalta inflaation lievä kiihtyminen vaimentaa käytettävissä olevien reaalitulojen kasvua, ja myös rahoitusolojen odotetaan asteittain lievästi kiristyvän.

Euroalueen investointien kasvu on ollut vuoden 2015 jälkeen laaja-alaista. Yksityiset tuotannolliset investoinnit ja asuntoinvestoinnit ovat kasvaneet sekä euroalueen kaikissa suurissa maissa että tämän ryhmä ulkopuolisissa euromaissa[3]. Investointien kasvua tukevat lähivuosina edelleen erittäin alhainen korkotaso, tarve uudistaa pääomakantaa sekä aiempaa pienempi yrityssektorin velan pääomasuhde.

Euroalueen vienti euroalueen ulkopuolelle on kasvanut viime vuosina vientimarkkinoiden kasvua nopeammin. Euroalueen vientiyritysten tilauskannat olivat OECD:n mukaan vuoden 2018 alussa lähes korkeimmillaan verrattuna vuosiin 1985–2017. Viennin kasvun ennakoidaan jatkuvan lähivuosina melko vahvana, mikä ylläpitää euroalueen vaihtotaseen suurta ylijäämää.

Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä kasvoi vuoden 2017 kolmannella vuosineljänneksellä 4,4 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Ylijäämään on osaltaan vaikuttanut euroalueen viennin vahva veto. Saksassa vaihtotaseen ylijäämä oli peräti 8 %, ja myös kriisistä pahiten kärsineiden maiden vaihtotaseet ovat keskimäärin noin 2,8 % ylijäämäisiä. Vaihtotaseen ylijäämä vakauttaa

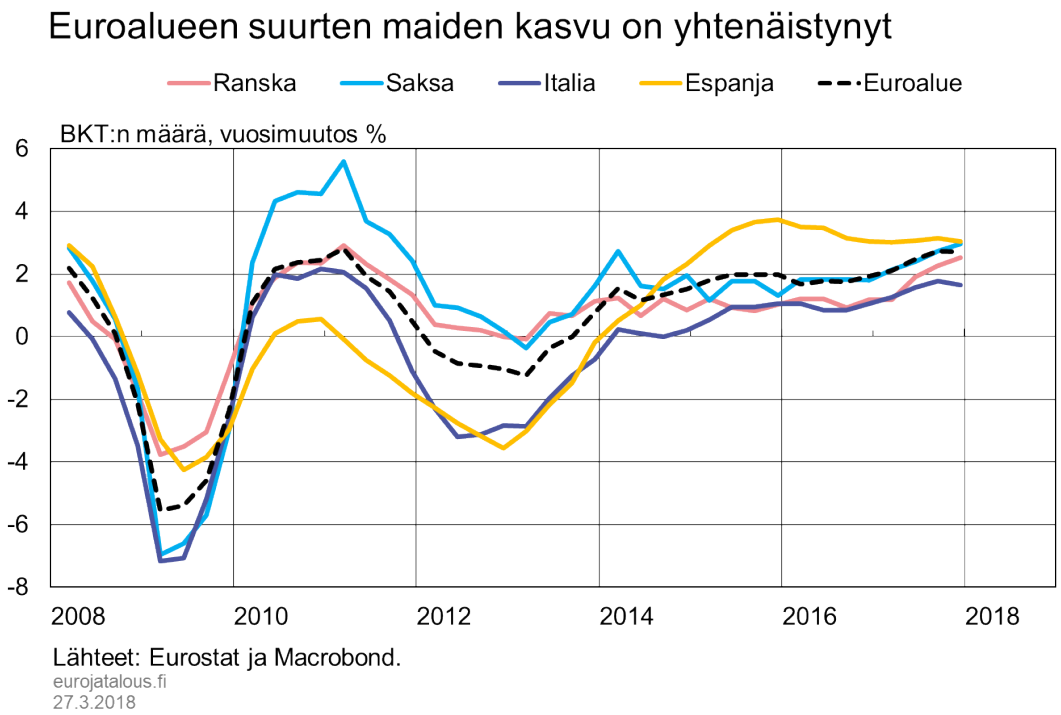
talouskehitystä, jos mahdolliset epäsuotuisat sokit toteutuvat. Euroalueen suuri vaihtotaseen ylijäämä merkitsee kuitenkin, että säästäminen ylittää investoinnit eli euroalueen investointien kehitys on yhä vaimeaa.

Mitkä ovat euroalueen pitkän ajan kasvunäkymät?

Piristynyt suhdannetilanne on nostanut esille kysymyksen, onko euroalueen kasvun kiihtyminen suhdanneluonteista ja lyhytaikaista vai rakenteellista ja pidempiaikaista. Euroalueen talouden arvioidaan kasvavan lähivuodet selvästi potentiaalista kasvuaan nopeammin. Samalla kuitenkin myös arviot potentiaalisen kasvun vauhdista ovat hieman nousseet.

Euroalueen pidemmän ajan kasvumahdollisuuksia kuvaava potentiaalinen tuotanto kehittyi heikosti finanssikriisin kärjistymisen jälkeen. Sen kasvuvauhti hidastui tuolloin jopa alle yhteen prosenttiin, kun se vielä ennen finanssikriisiä oli lähes 2 % (kuvio 9). Hidastunut potentiaalisen tuotannon kehitys on globaali ilmiö, jonka keskiössä on pitkään trendinomaisesti jatkunut tuottavuuskehityksen hidastuminen. Syiksi tähän on arvioitu esimerkiksi ICT-sektorin investointien tuomien hyötyjen pienentymistä, vähäisempää panostusta tutkimus- ja tuotekehitykseen sekä finanssikriisin pitkää varjoa[4].

Kuvio 9.

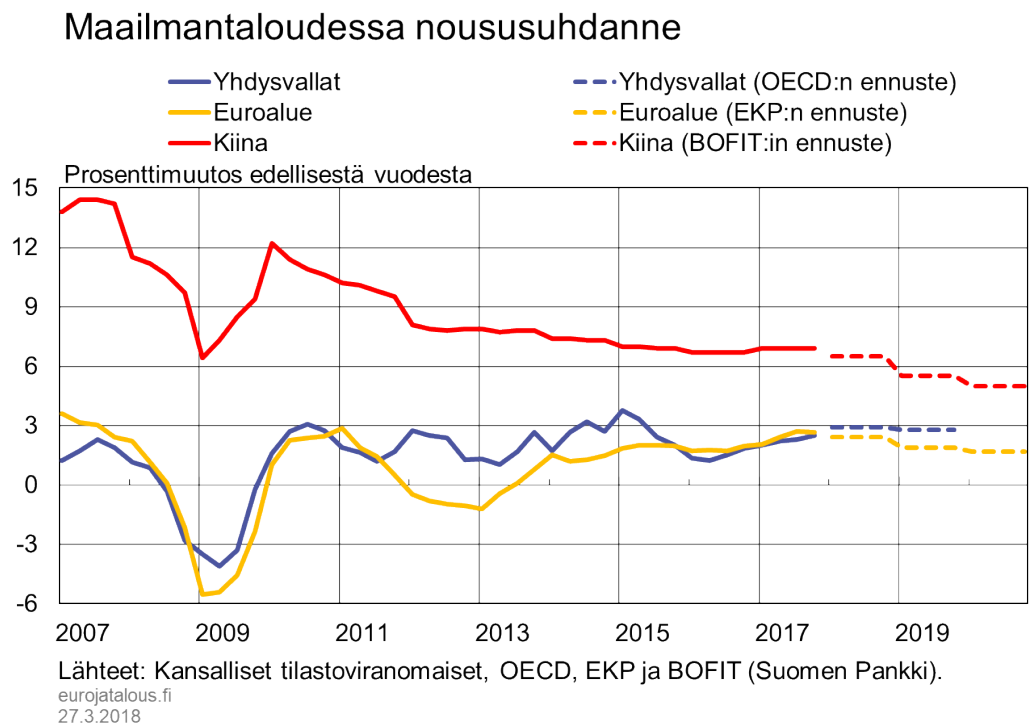


Viime vuosina potentiaalisen tuotannon kasvuvauhdin arvioidaan nopeutuneen, vaikka se

edelleen on hitaampaa kuin kriisiä ennen. Euroopan komissio arvioi viime syksynä euroalueen potentiaalisen kasvun olevan tänä vuonna 1,5 %, kun se vielä viime keväänä arvioi potentiaalisen tuotannon kasvavan 1,2 % vuodessa. Potentiaalisen kasvuvauhdin arvioon liittyy aina huomattavaa epävarmuutta.

Kasvupotentiaaliin vaikuttaa sekä työpanoksen että työn tuottavuuden kehitys. Euroalueella tuottavuus työntekijää kohden kasvoi vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä yhden prosentin vuodentakaiseen verrattuna, mikä vastaa suunnilleen finanssikriisiä edeltäneiden vuosien keskiarvoa (kuvio 10). Tuottavuuden kasvun nopeutuminen vuoden 2016 noin 0,4 prosentista on todennäköisesti pitkälti suhdanneluonteista. Osittain se voi kuitenkin heijastella niiden rakenneuudistusten myönteisiä vaikutuksia, joita kriisin jälkeen tehtiin useissa talouksissa. Lukuisia uudistuksia niin hyödyke- kuin työmarkkinoilla tehtiin vuosina 2010–2015 erityisesti pahimmin kriisistä kärsineissä maissa. Uudistukset näkyvät myös näiden maiden talouden rakenteita mittaavien indikaattorien vahvistumisena.[5]

Kuvio 10.



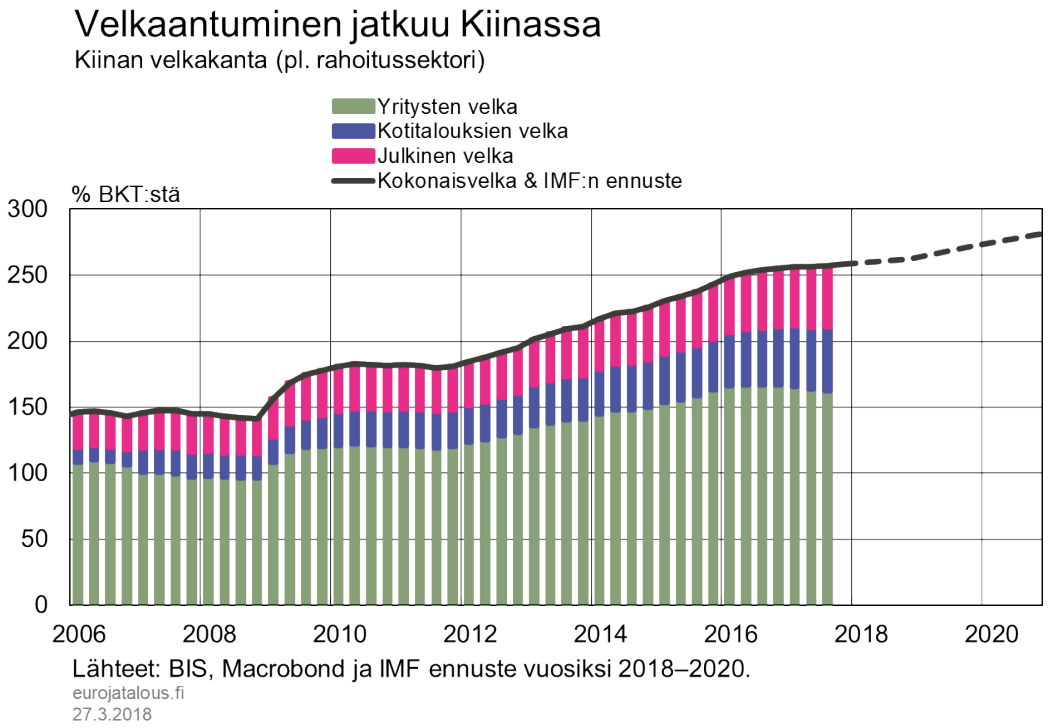
Uudistuksista huolimatta euroalueen sisäiset erot talouden rakenteissa ovat yhä huomattavat (ks. Euromaat toipuneet kriisistä eri tahdissa). Lisäksi viime vuosina euroalueen maiden uudistustahti on hiipunut muutamia poikkeuksia lukuun ottamatta. Myös tämä näkyy rakenneuudistuksia mittaavissa indekseissä.[6] Kaikilla euromailla olisikin talouden rakenteita mittaavissa

indikaattoreissa kirittävää suhteessa parhaiten pärjääviin talouksiin. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ja Singaporessa talouden rakenteet ovat niin Doing Business -indikaattorilla kuin World Economic Forumin kilpailukykymittareilla mitattuna toimivammat kuin kaikissa euromaissa. Erityisesti Ranskassa on kuitenkin parhaillaan vireillä lukuisia talousuudistuksia. Työmarkkinoita koskevat muutokset ovat jo toteuttamisvaiheessa, ja sekä verotuksen että eläkejärjestelmän uudistukset ovat valmisteilla. Onnistuessaan ne voivat tasapainottaa maan julkista taloutta, vähentää työttömyyttä sekä kohentaa potentiaalista kasvua.

Työn tuottavuuden lisäksi kasvupotentiaaliin vaikuttaa käytettävissä oleva työvoiman määrä. Euroalueella työikäisen väestön (15–64-vuotiaat) määrän kasvu on viime vuosina lähes pysähtynyt, kun se vielä 2000-luvun alkupuolella oli 0,5 prosentin tuntumassa. Tällä vuosikymmenellä heikon väestökehityksen vaikutuksia on lieventänyt osallistumisasteen nousu. Väestön ikääntymisen vuoksi työikäisen väestön määrän ennustetaan pienentyvän ensi vuosikymmenellä etenkin lukuisissa euroalueen uudemmissa jäsenvaltioissa sekä isoista maista Saksassa ja Espanjassa. Työvoiman kasvu jatkossa vaatisikin osallistumisasteen nousun jatkumista. Euroalueen osallistumisaste on kuitenkin jo Yhdysvaltojen tasolla (kuvio 11). Jotta osallistumisaste nousisi edelleen, se vaatisi voimakkaita työmarkkinoiden rakenneuudistuksia, ja ilman näitä potentiaalisen tuotannon kasvu on entistä enemmän tuottavuuden kasvun varassa.

Euroalueen talouden odotettavissa oleva pidemmän aikavälin kasvu on siis vaimeaa, sillä väestö ei juuri kasva ja potentiaalisen tuotannon kasvu on tuottavuuden kasvun varassa. Yhdysvaltojen potentiaalisen tuotannon kasvun arvioidaan olevan nopeampaa kuin euroalueella sen vuoksi, että Yhdysvalloissa on sekä euroaluetta edullisempi väestökehitys että nopeampi työn tuottavuuden kasvu.

Kuvio 11.



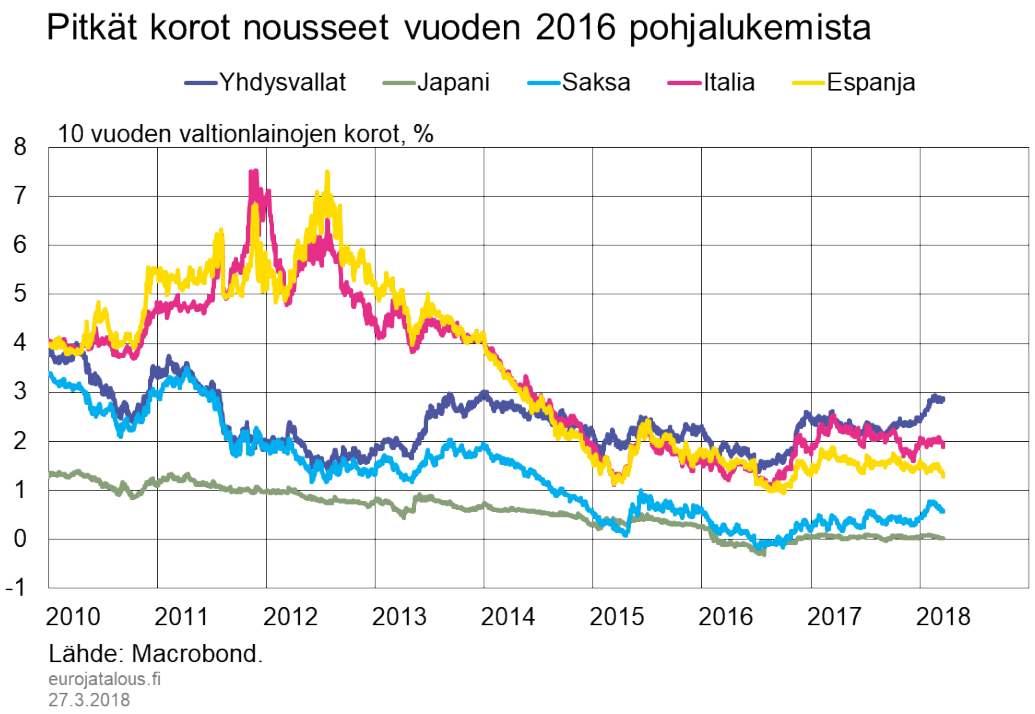
Vallitseeko euroalueella täystyöllisyys?

Viimeaikaisen – selvästi potentiaalista kasvua nopeamman – talouskasvun seurauksena talouden vapaa kapasiteetti on vähentynyt. Viimeisimpien IMF:n, Euroopan komission ja OECD:n arvioiden mukaan euroalueen tuotantokuilu on juuri sulkeutumassa. Tuotantokuilun arviointiin reaaliajassa liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta. Tuotanto oli useiden arvioiden mukaan potentiaalisen tuotannon tasoa alempi vuosina 2009–2017 eli noin 9 vuoden ajan. Tämä kertoo finanssikriisin ja valtioiden velkakriisin poikkeuksellisen pitkästä jäljestä. Nyt kuitenkin kriisin vaikutukset tuotantoon on kurottu umpeen, ja tuotannon odotetaan ylittävän potentiaalisen tuotannon tason lähivuosina. Kun tuotanto ylittää arvioidun potentiaalisen tuotannon tason (eli tuotantokuilu on positiivinen), talous on korkeasuhdanteessa.

Euroalueen kiihtynyt talouskasvu on vähentänyt työttömyyttä. Vuoden 2018 alussa työttömyysaste oli noin 8,5 %. Se on lähellä mm. Euroopan komission syysennusteen arviota (8,4 %) NAIRU-työttömyydestä[7], joka kuvaa täystyöllisyyden tasoa vuonna 2018 (kuvio 12). Vaikka noususuhdanne voi yhä vähentää työttömyyttä, tämänhetkisten NAIRUa koskevien arvioiden mukaan kestävä työttömyyden vähentyminen vaatisi jatkossa työmarkkinoiden uudistuksia. Toisaalta myös NAIRUn tason arviointi on epävarmaa. Vapaata käytettävissä olevaa työvoimaa saattaa olla perinteisellä työttömyysasteella mitattua enemmän, sillä tehdyt työtunnit ovat

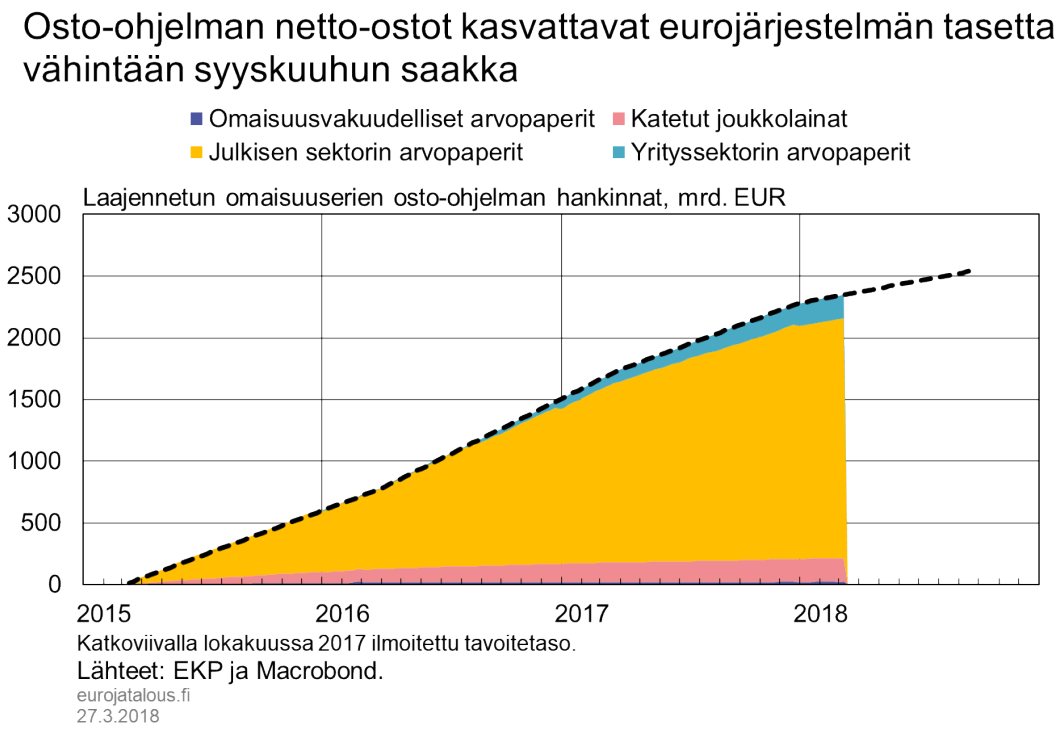
kehittyneet kriisin jälkeen työllisyyttä heikommin ja osa taloudenpitäjistä on ns. piilotyöttömiä, jotka eivät ole mukana tavanomaisessa työttömyysasteen mittarissa.

Kuvio 12.



Euroalueen työllisyysasteet ovat nousseet taloustilanteen paranemisen myötä, ja työllisten määrä on saavuttanut finanssikriisiä edeltäneen tason. Maakohtaiset erot työllisyysasteissa ovat kuitenkin suuria. Saksassa työllisyysaste on omaa luokkaansa, noin 75 %, kun se Italiassa on vain noin 58 %. Tehtyjen työtuntien määrä on sen sijaan elpynyt työllisyyttä hitaammin, mikä näkyy henkilöä kohden tehtyjen työtuntien laskuna (kuvio 13). Tehtyjen työtuntien pysyminen pienempänä kuin 2000-luvulla saattaakin viitata suurempaan vapaan työvoiman määrään euroalueella kuin työllisyyden perusteella voisi arvioida. Toisaalta työtuntien väheneminen voi myös olla pysyväisluonteinen ilmiö. Väheneminen on jatkunut jo 1990-luvulta lähtien ja saattaa kuvata mm. vapaa-ajan lisääntynyttä arvostusta. Lisäksi viimeaikainen työvoiman osallistumis- ja työllisyysasteiden nousu on johtunut suuremmaksi osaksi vanhemman ikäluokan (55–64 vuotiaiden) aikaisempaa aktiivisemmasta osallistumisesta työmarkkinoille. Nämä ikäluokat saattavatkin haluta työskennellä nuorempia lyhyempiä työpäiviä.

Kuvio 13.

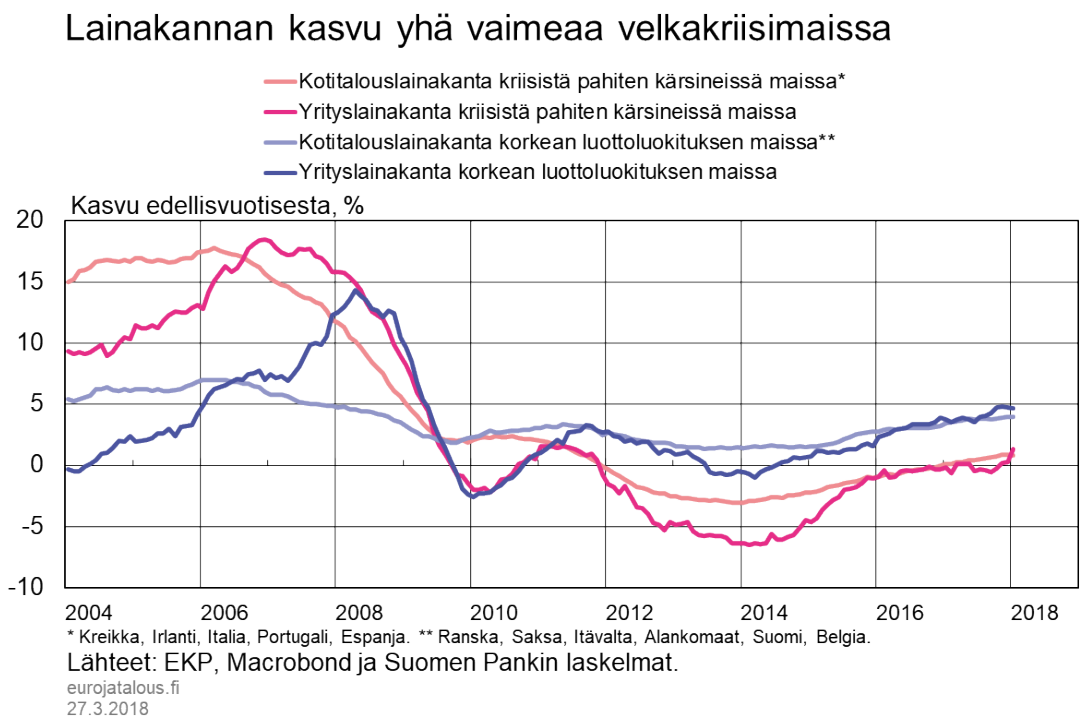


Taantuman aikana euroalueella tahtomattaan osa-aikaista työtä tekevien määrä kasvoi samoin kuin niiden määrä, jotka eivät etsi töitä mutta olisivat valmiita työskentelemään. Nämä ns. piilotyöttömät sisältävä laaja työttömyysaste oli 2017 kolmannella neljänneksellä euroalueella reilu 16 % (kuvio 12).[8] Piilotyöttömien osuus oli vuoden 2017 aikana keskimäärin 7,7 % työvoimasta, mikä on vajaan prosenttiyksikön enemmän kuin finanssikriisiä edeltäneessä suhdannehuipussa. Piilotyöttömien huomioon ottaminen kasvattaa jonkin verran arviota vapaan työvoiman määrästä, mutta koska piilotyöttömien määrässä ei ole tapahtunut suuria muutoksia, se ei kuitenkaan näyttäisi muuttavan merkittävästi kuvaa talouden vapaan kapasiteetin kehityksestä.

Euroalueen inflaatio kiihtyy vähitellen

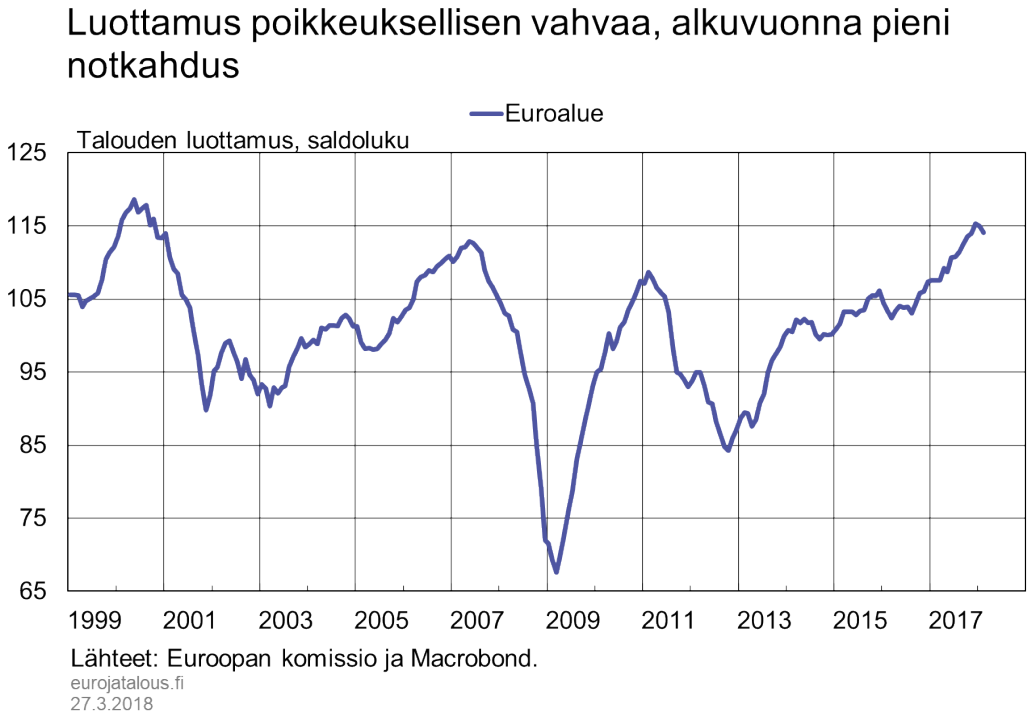
Inflaation kiihtymiseen viime vuonna sekä euroalueella että globaalisti on vaikuttanut pääosin öljyn hinta. Yhdysvalloissa ja OECD-maissa inflaatio on pysynyt reilun vuoden noin 2 prosentissa. Lievästä kiihtymisestä huolimatta euroalueen inflaatio on ollut useita vuosia OECD-maiden keskiarvoa hitaampaa (kuvio 14). Euroalueen kuluttajahinnat nousivat viime vuonna 1,5 %, mikä on selvästi ripeämpää kuin vuosien 2014–16 keskimääräinen 0,2 prosentin inflaatio.

Kuvio 14.



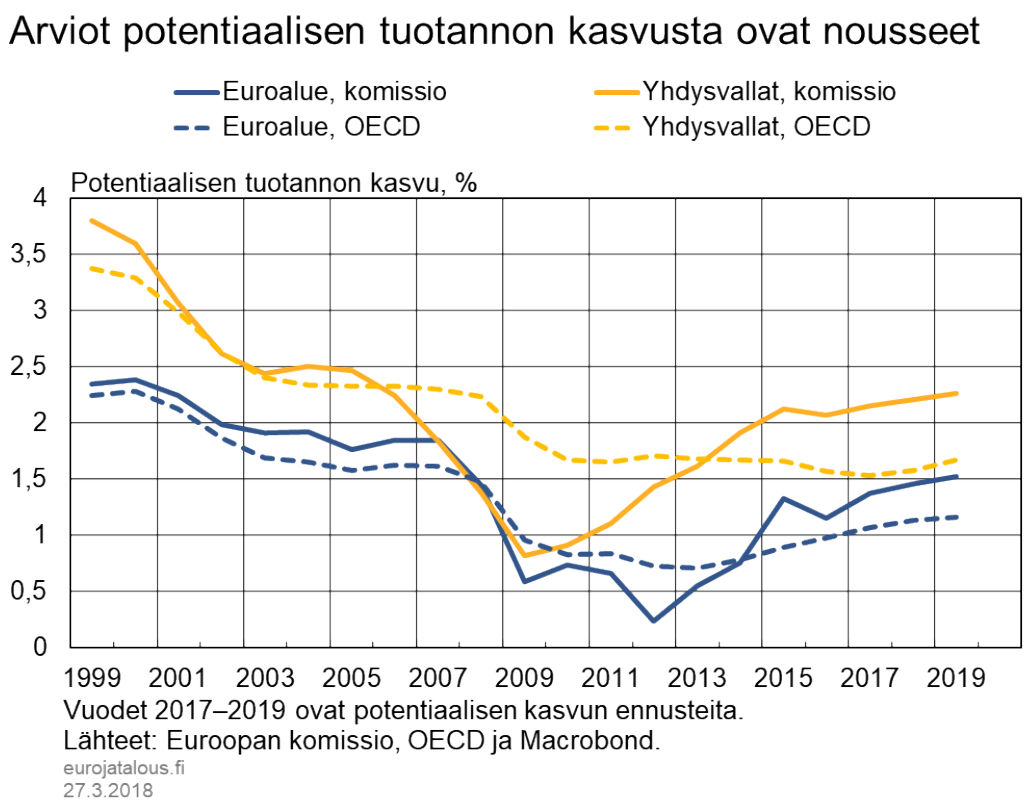
Euroalueen sisäisiä hintapaineita ja inflaation pysyvämpää kehitystä kuvaava ns. pohjainflaatio on kuitenkin edelleen varsin hidas, noin 1 %, missä se on pysynyt suunnilleen vuodesta 2014 lähtien (kuvio 15). Pohjainflaatiosta on poistettu energian ja ruuan hinnan vaihtelut. Pohjainflaation odotetaan kuitenkin lähivuosina kiihtyvän, kun BKT:n taso ylittää potentiaalisen tuotannon tason eli talouden nousukausi jatkuu. Noususuhdanteen jatkuminen ja inflaatio-odotusten koheneminen luovat edellytykset euroalueen inflaation asteittaiselle kiihtymiselle.

Kuvio 15.



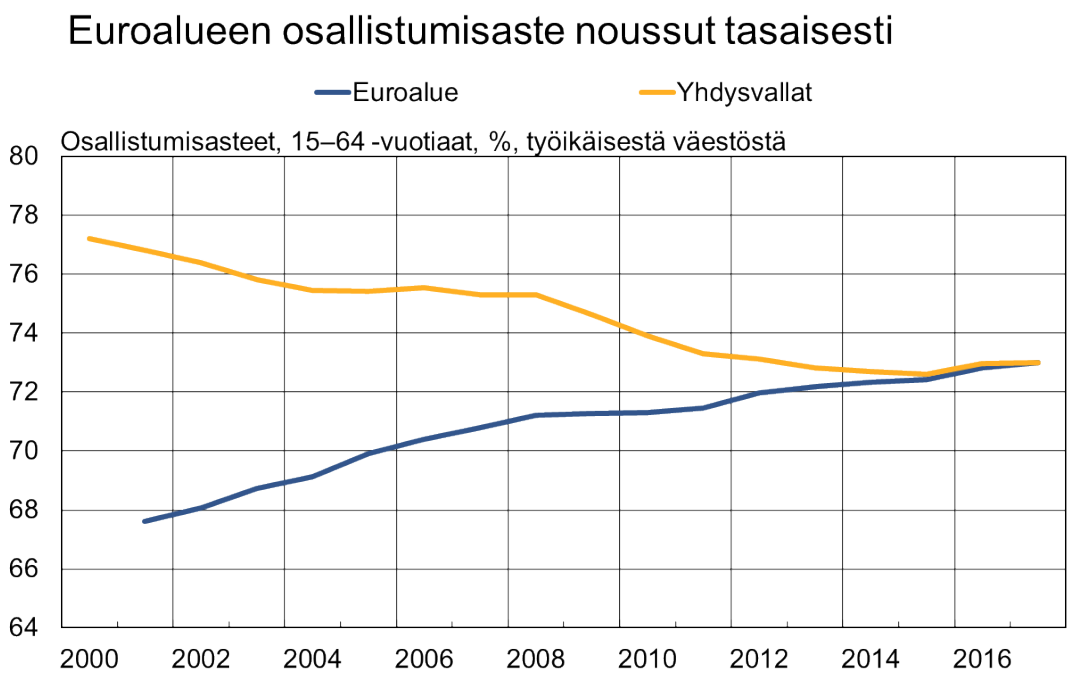
Noususuhdanteen tulisi kiihdyttää palkkojen kasvua, kun talouden vapaa kapasiteetti hupenee ja työvoiman kysyntä lisääntyy. Vaikka euroalueen työttömyys on vähentynyt, palkkojen kasvuvauhti on vielä toistaiseksi ollut varsin maltillista. Palkansaajakorvausten kasvu on kiihtynyt 1,8 prosenttiin eli hieman vuoden 2016 pohjalukemista, mutta vauhti on vielä selvästi kriisiä edeltänyttä noin 2,5 prosentin vauhtia hitampaa (kuvio 16). Palkkojen vaimeaa kehitystä on selitetty mm. heikolla tuottavuuskehityksellä, maltillisilla inflaatio-odotuksilla sekä työntekijöiden neuvotteluvoiman heikentymisellä mm. globalisaation takia. Palkat reagoivat kuitenkin parantuneeseen talouskehitykseen yleensä viipeellä.

Kuvio 16.



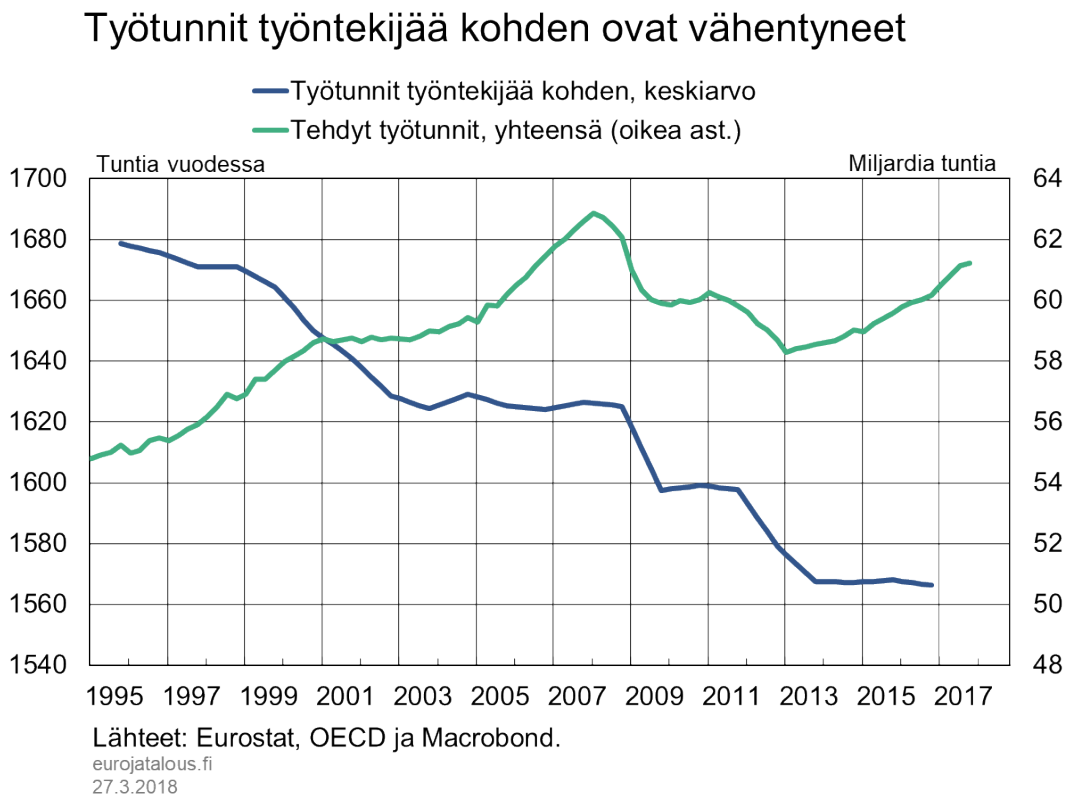
Euroalueen inflaatio-odotukset ovat kohentuneet laaja-alaisesti viime kesästä sekä markkinainformaatiosta johdetuilla mittareilla että kyselytutkimuksien perusteella. Voimistunut suhdanne sekä osittain myös muut tekijät, kuten öljyn kallistuminen, vahvistavat lyhyen aikavälin inflaatio-odotuksia. Lyhyen aikavälin odotusten liikkeitä tärkeämpää on pidemmän aikavälin inflaatio-odotusten kohoaminen kohti keskuspankin hintavakaustavoitetta. Euroalueen pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat vajaan 2 prosentin tuntumassa, mikä on kuitenkin selvästi alle finanssikriisin alkuvaiheen tason (kuvio 17). Vaikka negatiivisen inflaation todennäköisyys on käytännössä poistunut, tavoitteen mukaisen inflaatiovauhdin todennäköisyys on rahoitusmarkkinoilta mitattuna kasvanut vain hieman. Selvästi tavoitetta nopeamman inflaation todennäköisyys on yhä hyvin pieni.

Kuvio 17.



Tänä vuonna inflaatiota kiihdyttää hieman viime vuoden vertailuajankohdasta kallistunut öljyn hinta, mutta samalla euron valuuttakurssin jo toteutunut vahvistuminen vaimentaa inflaatiota. Euroalueen inflaation odotetaan kiihtyvän lähivuosina vähitellen kohti kahta prosenttia (kuvio 18). Vaikka talouskasvun odotetaan jatkuvan vahvana, inflaatio pysyy kaikkien keskeisten ennusteiden mukaan lähivuosina vielä alle 2 prosentissa. EKP:n ennusteen mukaan euroalueen inflaatio on tänä vuonna 1,4 %, samoin 1,4 % vuonna 2019 ja 1,7 % vuonna 2020. On toki mahdollista, että hyvä suhdannetilanne ja inflaatio-odotusten voimistumisen jatkuminen voivat kiihdyttää inflaatiota odotettua enemmän. Euroalueen inflaationäkymiin liittyy kuitenkin yhä epävarmuutta, sillä tuotantokuilun umpeutumisesta ja työttömyyden vähenemisestä huolimatta pohjainflaatio ei ole toistaiseksi vielä kiihtynyt. Lisäksi inflaatio-odotukset ovat pysyneet yhä melko vaimeina.

Kuvio 18.



Euroalueen suuret maat kasvavat, mutta työttömyyserot säilyneet suurina

Saksan talouskasvu kiihtyi viime vuoden lopulla 2,9 prosenttiin sekä kotimaisen kysynnän että viennin vetämänä. Saksan talouskasvun odotetaan jatkuvan vahvana. Maan julkinen talous on ylijäämäinen, ja julkisen velan suhde BKT:hen on supistunut noin 65 prosenttiin. Saksaan muodostettiin maaliskuussa uusi hallitus, joka ilmoitti käyttävänsä budjettiylijäämän erityisesti sosiaali- ja muihin projekteihin. Nämä menolisäykset voimistavat kasvua hieman lähivuosina. Saksassa työttömyys on 3,8 % (nuorisotyöttömyys 6,6 %) ja alittaa jo luonnollisen työttömyyden tason, mikä alkaa heijastua palkkakehitykseen. Esimakua saatiin helmikuun alussa, kun Saksan suurin ammattiliitto IG Metall solmi palkkasopimuksen Lounais-Saksan metallityönantajien kanssa. Sopimus nostaa sen piiriin kuuluvia palkkoja 3,5 % seuraavien 12 kuukauden aikana, mikä antaa suuntaa myös monille muille aloille ja alueille Saksassa. Saksassa työvoimakustannukset ovat kasvaneet noin 2,5 prosentin vauhdilla viime vuosina.

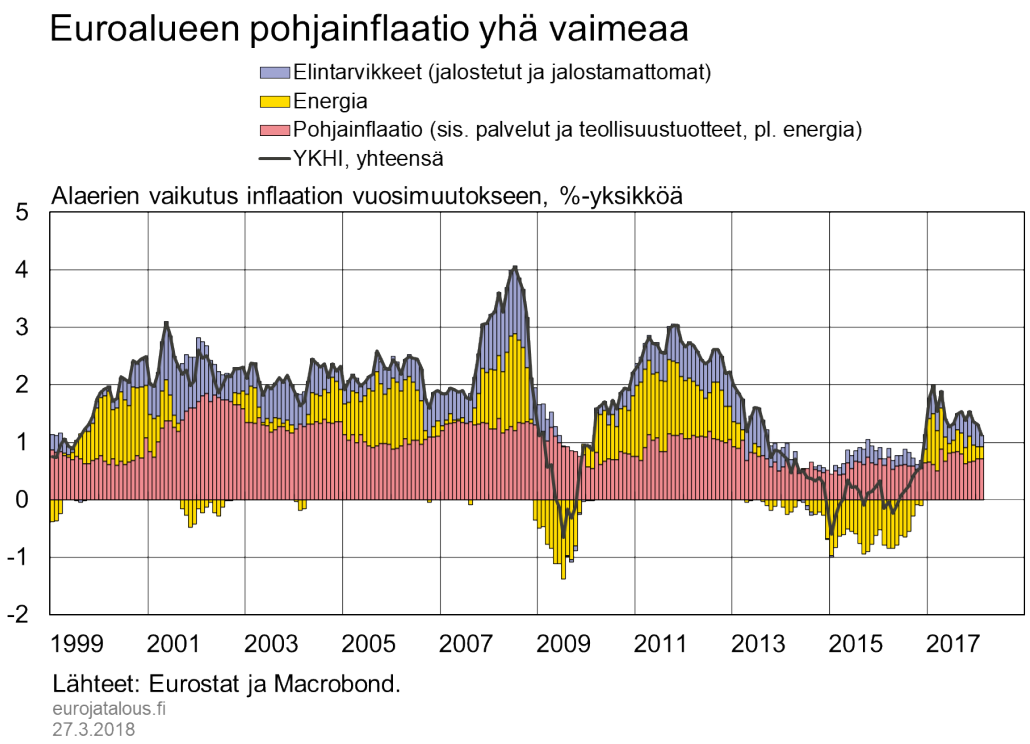
Ranskan talouskasvu piristyi viime vuonna, ja kasvun odotetaan jatkuvan vajaan 2 prosentin vauhdilla tänä ja ensi vuonna. Kasvua tukee lähinnä kotimainen kysyntä. Ranska ei ole hyötynyt

kansainvälisen talouden kasvusta samalla tavalla kuin Saksa. Kilpailukykyä pyritään nyt parantamaan presidentti Macronin ajamien talousuudistusten avulla. Samalla halutaan parantaa työmarkkinoiden toimintakykyä ja alentaa yhä lähes 10 prosentissa olevaa työttömyysastetta sekä noin 25 prosentin nuorisotyöttömyyttä. Tavoitteena on myös tasapainottaa julkista taloutta ja alentaa julkisen talouden velkaantumisastetta, joka on lähes 100 % suhteessa BKT:hen.

Italiassa BKT kasvoi viime vuonna noin 1,5 %, mutta kasvun odotetaan hidastuvan asteittain. Kasvu perustuu etenkin yksityiseen kulutukseen ja investointeihin. Nettoviennin kasvuvaikutus jää vaatimattomaksi, koska viennin ohella myös tuonti on kasvanut ripeästi. Työllisyys kasvaa Italiassa osallistumisasteen nousun ansiosta. Osallistumisaste on silti alhainen verrattuna muihin suuriin euromaihin. Työttömyysaste on yhä korkea, yli 10 % (nuorisotyöttömyys yli 35 %), ja piilotyöttömiä arvioidaan olevan runsaasti, mikä näkyy heikkona palkkakehityksenä. Italian ongelmana on selvästi euroalueen keskiarvoa heikompi työn tuottavuus. Poliittisen järjestelmän ongelmat vaikeuttavat rakenneuudistusten toteuttamista, ja potentiaalisen kasvun arvioidaan pysyvän vaimeana. Vaimeat kasvunäkymät ja suuri julkinen velka (yli 130 % suhteessa BKT:hen) lisäävät talouden riskejä.

Espanjan talous on kasvanut monta vuotta muita suuria euromaita nopeammin kuroessaan kiinni kriisivuosien menetyksiä. Viime vuonna talous kasvoi 3,1 %. Espanja on hyötynyt euroalueen ja maailmantalouden suhdannenoususta kumpuavasta vientikysynnästä. Työttömyys on vähentynyt ripeästi, mutta on yhä yli 16 % (nuorisotyöttömyys yli 40 %). Suuri osa työttömyydestä on rakenteellista. Osallistumisaste on melko korkea, ja työllisyys on kasvanut tasaisesti vuodesta 2013 lähtien. Kasvua tukevat edelleen hintakilpailukyvyn paraneminen, rakenneuudistukset, asuntojen hintojen lievä nousu sekä kevyet rahoitusolot. Ripeästä talouskasvusta huolimatta julkinen talous on yhä alijäämäinen ja julkisen velan suhde BKT:hen on pienentynyt vain hyvin hitaasti. Maan kasvuedellytykset ovat kohentuneet, ja potentiaalinen kasvu on vahvistunut tasaisesti lähes samaan kuin Ranskassa.

Kuvio 19.



Hyvä suhdannetilanne olisi otollinen aika julkisen talouden asteittaiseen sopeuttamiseen

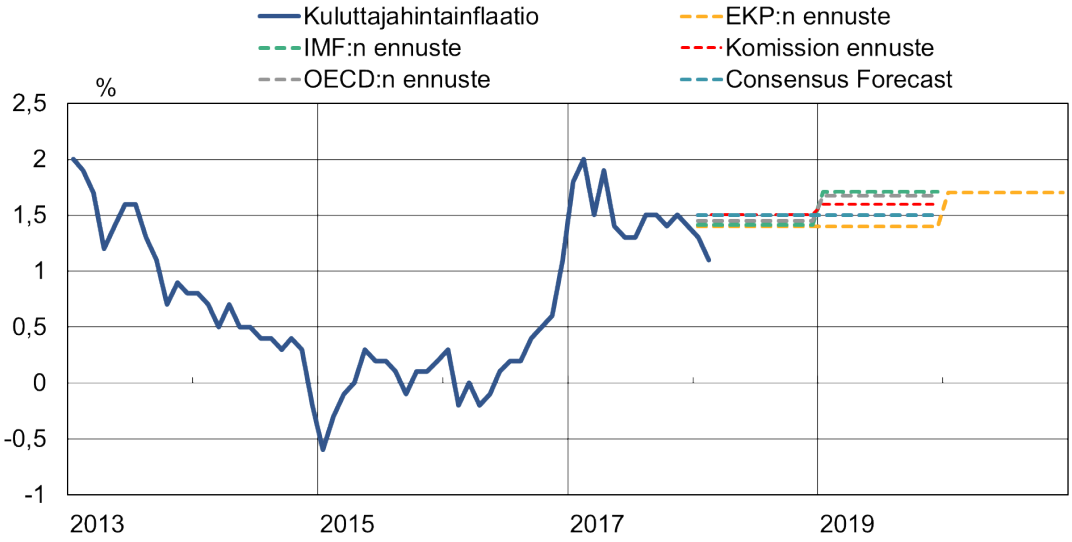
Euroalueen julkinen velka väheni hieman alle 90 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2017, ja velkaantuneisuuden odotetaan jatkavan asteittaista supistumistaan (kuvio 20). Suurimmillaan velkasuhde kävi noin 92 prosentissa vuonna 2014. Kehitys on yhä hyvin erilainen eri maissa. Suurista euromaista Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa julkisen sektorin velkaantuneisuuden arvioidaan lähivuosina pysyvän suurena. Euroalueen julkisen talouden kokonaisvaje supistui vuonna 2017 noin yhteen prosenttiin suhteessa BKT:hen. Historiallisesti tarkasteltuna tämä on pieni vaje.

Julkisen talouden tilan koheneminen euroalueella johtuu tällä hetkellä pääasiassa hyvästä suhdannetilanteesta. Ripeä kasvu lisää verotuloja ja pienentää esim. työttömyysmenoja. Tällöin vaje supistuu. Julkisen velan suhde pienenee myös siksi, että velkasuhteen nimittäjä eli BKT kasvaa. Myös vähentyneet korkomenot kohentavat julkista taloutta. Finanssipolitiikan päätösperäisten toimien kokonaisvaikutus euroalueen julkisen talouden tilaan on viime vuosina jäänyt vähäiseksi, ja finanssipolitiikan mitoituksen odotetaan lähivuosina edelleen säilyvän suunnilleen neutraalina.

Vaikka euroalueen julkisen talouden tila paranee lähivuosina ripeän kasvun ja alhaisten korkojen ansiosta, julkinen velka suhteessa BKT:hen pysyy silti suurena monissa euromaissa. Vallitseva hyvä suhdannetilanne olisi otollinen aika julkisen talouden asteittaiseen sopeuttamiseen etenkin niissä maissa, joissa julkinen velka on suuri. Vastasyklisyyden periaatteen mukaisesti finanssipolitiikan pitäisi olla kireämpää noususuhdanteessa. Tämä lisäisi finanssipoliittista liikkumavaraa ja edistäisi rahoitusmarkkinoiden luottamuksen säilymistä epäsuotuisampien suhdanne- ja rahoitusolojen varalta.

Kuvio 20.

Euroalueen inflaation odotetaan pysyvän alle 2 prosentissa lähivuosina



Lähteet: Eurostat, IMF, OECD, EKP, Euroopan komissio ja Consensus Economics.
eurojatalous.fi
27.3.2018

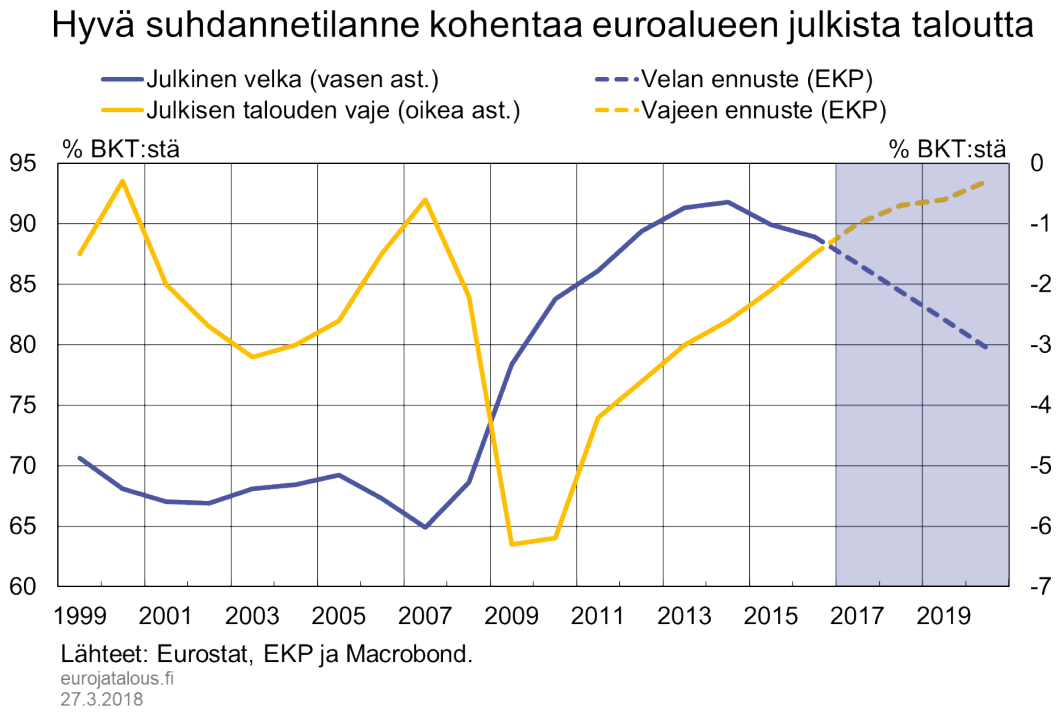
Maailmantalous kasvaa laaja-alaisesti

Maailmantalouden kasvunäkymät ovat vahvat, mutta kasvuriskit painottuvat heikomman kehityksen suuntaan. Yhdysvaltain talous kasvoi 2,3 % vuonna 2017, ja virallisten tilastojen mukaan Kiinan talouskasvu kiihtyi viime vuonna 6,9 prosenttiin. Euroalueen talous kasvoi viime vuonna 2,5 %, ja kasvu kiihtyi vuoden jälkimmäisellä puoliskolla noin 2,7 prosenttiin. Lähivuosina elvyttävä talouspolitiikka tukee kasvua laajasti: Yhdysvalloissa finanssipolitiikka tulee olemaan suhdanne huomioiden erityisen keveää, ja Kiinassa valtion elvytyspolitiikalla halutaan varmistaa, että tavoite kaksinkertaistaa reaalinen BKT vuoden 2010 tasolta vuoteen 2020 mennessä saavutetaan. Euroalueella kasvua tukee yhä poikkeuksellisen kevyt rahapolitiikka.

Maailmantalouden kasvu saa vauhtia usean keskeisen maan samantahtisesta noususuhdanteesta.

Potentiaalista kasvua nopeampi vauhti vähentää vapaata kapasiteettia globaalisti ja lisää inflaatiopaineita. Jos suotuisa kehitys jatkuu, rahapolitiikan odotetaan kiristyvän asteittain samalla kun julkinen velkaantuneisuus pysyy yhä suurena. Noususuhdanteen nopeimman vaiheen jälkeen kasvun odotetaan asteittain hidastuvan kohti potentiaalista vauhtiaan.

Kuvio 21.



Öljymarkkinoilla Yhdysvaltain öljyntuotannon kasvu tasapainottaa tarjontaa

Öljyn hinta nousi voimakkaasti viime vuoden jälkipuoliskolla sekä kysyntä- että tarjontatekijöiden vuoksi. OPECin jo joulukuussa 2016 tekemä tuotannonrajoitussopimus sai jatkoa viime joulukuussa, ja sopimus kestää näillä näkymin vuoden 2018 loppuun saakka. Toisaalta Yhdysvallat on öljyn hinnan kallistuessa lisännyt etenkin liuskeöljytuotantoaan. Myös Iranin paluu markkinoille pakotteiden päätyttyä on osaltaan tasapainottanut öljyn tarjontaa. Kysyntäpuolella maailmantalouden kasvun piristyminen on lisännyt sekä öljyn että muiden raaka-aineiden kysyntää. Muut raaka-aineet kallistuivat viime vuoden lopulla jopa enemmän kuin öljy lähinnä Kiinan vahvan kysynnän vuoksi. Öljyn hinta kävi alkuvuonna noin 70 dollarissa tynnyriltä, mutta öljyfutuurien perusteella hinta laskee vuoden 2020 loppuun mennessä alle 60 dollariin.

Elvyttävä finanssipolitiikka kohentaa Yhdysvaltain lyhyen aikavälin kasvunäkymiä

Yhdysvaltain talous kasvoi 2,3 % vuonna 2017, ja sekä kuluttajien että teollisuuden vahva luottamus viittaavat kasvun jatkuvan ripeänä. Merkittävin lyhyen aikavälin kasvunäkymiä kohentava tekijä on elvyttävä finanssipolitiikka. Yhdysvalloissa astui viime vuoden lopulla voimaan verouudistusta koskeva laki, jonka vaikutukset alkavat näkyä jo tänä vuonna. Verouudistus sisältää yritys- ja henkilöverotuksen kevennyksiä sekä muutoksia monikansallisten yritysten verotukseen. Yritysveroa lasketaan 35 prosentista 21 prosenttiin, mutta samalla karsitaan verovähennyksiä. Keskimääräinen palkkatuloveroaste laskee yhden prosenttiyksikön ja marginaaliveroaste 2,5 prosenttiyksikköä. Lisäksi julkisia menoja lisätään seuraavan kahden vuoden ajaksi.

Verouudistus ja menojen lisäys elvyttävät yhdessä taloutta merkittävästi ja tukevat yksityisen kulutuksen sekä investointien kasvua erityisesti vuosina 2018–2019. OECD:n arvion mukaan vuotuinen talouskasvu paranee 0,5–0,75 prosenttiyksiköllä vuosina 2018–2019.[9] OECD:n ennusteen mukaan talous kasvaa tänä vuonna 2,9 % ja 2,8 % vuonna 2019 (kuvio 21).

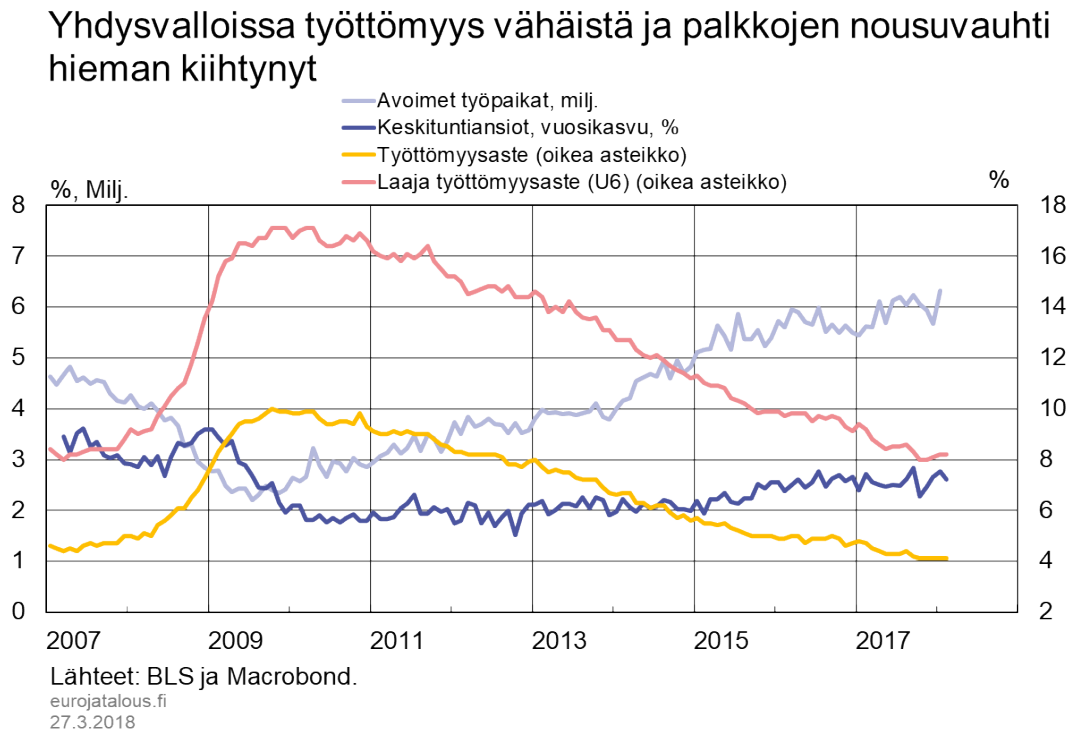
Yhdysvaltain julkisen talouden kokonaisvaje pysyi vuonna 2017 noin 4,5 prosentissa, ja julkinen velka kasvoi hieman eli noin 108 prosenttiin BKT:stä. Finanssipoliittisen elvytyksen seurauksena vajeen ja velan odotetaan kasvavan lähivuosina merkittävästi hyvästä talouskasvusta huolimatta. Julkisen talouden vajeen odotetaan olevan noin 1,5 prosenttiyksikköä ja julkisen velan noin 3 prosenttiyksikköä suurempi vuonna 2020 kuin ne olisivat ilman elvytystä.[10]

Finanssipoliittinen elvytys lisää inflaatiopaineita, jos on jo täystyöllisyys ja talous kasvaa ripeästi. Työttömyysaste on laskenut 4 prosentin tuntumaan (kuvio 22). Ero laajempaan työttömyysasteen mittariin on supistunut etenkin vuonna 2017, mikä merkitsee, että vastentahtoisesti osa-aikatyötä tekevien määrä on vähentynyt. Palkkojen vuotuinen kasvu keskituntiansioilla mitattuna on nopeutunut, ja sen odotetaan edelleen kiihtyvän hyvän työmarkkinatilanteen ansiosta. Inflaatio on pysynyt loppuvuodesta 2017 runsaassa 2 prosentissa, ja sen odotetaan ylittävän 2 % lähivuosina. Energian ja ruoan hinnoista puhdistettu pohjainflaatio on nopeutunut jonkin verran mutta on vielä kokonaisinflaatiota hitaampaa. Vapaiden resurssien niukentuminen kasvattaa inflaatiopaineita, joten keskuspankin odotetaan jatkavan rahapolitiikkansa asteittaista normalisoimista eli joulukuussa 2015 aloitettuja koronnostoja ja lokakuussa 2017 aloitettua keskuspankin taseen asteittaista supistamista.

Finanssipolitiikka pitää kasvun merkittävästi potentiaalisen tuotannon kasvua nopeampana lähivuosina, ja sen jälkeen kasvu hidastuu lähemmäksi potentiaalisen tuotannon kasvua.

Arvioidaan myös, että verouudistus kasvattaa tuotantopotentiaalia jonkin verran, mutta tähän arvioon liittyy epävarmuutta. Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämä on noin 2,5 % BKT:stä, ja sen odotetaan pysyvän suurena. Vireillä olevien teräs- ja alumiinitullien sekä mahdollisten muiden kaupan rajoitteiden ei odoteta supistavan vaihtotaseen vajetta. Myös finanssipoliittinen elvytys ylläpitää vaihtotaseen vajetta. Yhdysvaltain protektionistiset pyrkimykset lisäävät kasvunäkymien heikentymisen riskiä.

Kuvio 22.



Kiina jatkaa nopean kasvun tavoittelua

Virallisten tilastojen mukaan Kiinan talouskasvu kiihtyi hieman viime vuonna eli 6,9 prosenttiin. Vaikka BKT-luvuista on vaikea erottaa suhdannevaihteluita, taloussuhdanteen arvioidaan parantuneen vuosista 2015–16, koska ulkoinen kysyntä on elpynyt ja kotimaisen kulutuskysyntä on pysynyt vahvana. Viime vuoden talouskasvusta 60 % tuli kulutuksesta, mutta tilaa kasvulle on yhä, sillä yksityisen kulutuksen osuus oli melko pieni, noin 40 %, ja julkisen kulutuksen 15 % suhteessa BKT:hen. Investointien kasvu on hidastunut, mutta niiden osuus BKT:stä (44 %) on yhä hyvin suuri. Vaihtotaseen ylijäämä on laskenut reiluun prosenttiin BKT:stä. Kiina on jatkanut pääoman ulosviennin rajoittamista, mikä on kasvattanut valuuttavarantoa ja tukenut myös valuuttakurssia. Viime vuonna juan vahvistui suhteessa dollariin 7 % ja heikkeni suhteessa euroon 6 %, mutta kauppapainotettu kurssi pysyi suhteellisen vakaana.

Nopeaan talouskasvuun on vaikuttanut myös valtion vahva elvytyspolitiikka (mm. julkiset investoinnit ja valtionyritysten tukeminen). Kiinan politiikkavirityksen arvioidaan muuttuneen. Markkinaperusteisemman linjan sijaan puolueen roolia korostetaan, mistä on esimerkkinä maaliskuun kansankongressissa hyväksytty perustuslain muutos, jossa mm. presidentin toimikausien rajoituksista luovuttiin. Reformit ovat jääneet taka-alalle. Talouspolitiikan keskiöön nostettu tavoite kaksinkertaistaa reaalinen BKT vuoden 2010 tasolta vuoteen 2020 mennessä pyritään kaikin keinoin saavuttamaan. Tämä vaatii velkaantumisen jatkamista. BKT-tavoitteen mukaisesti kuluvan vuoden kasvutavoitteeksi asetettiin 6,5 %, minkä Kiinan odotetaan saavuttavan. Tulevina vuosina rahoitusmarkkinariskeihin sekä mittaviin saasteongelmiin puuttuminen on kuitenkin välttämätöntä, mikä yhdessä rakenteellisten tekijöiden kanssa hidastaa Suomen Pankin arvion mukaan kasvun noin 5 prosenttiin vuoteen 2020 mennessä (ks. BOFIT Kiina-ennuste). Kiinan virallisiin kasvunumeroihin kannattaa suhtautua suurpiirteisesti, sillä Kiinalla on tarve saavuttaa tavoitteen mukainen kasvuluku ja sillä on ongelmia tilastoinnissa.

Kuvio 23.



Japanissa kasvu hidastuu – ikääntyminen ja velka painavat

Japanin talous on kasvanut yhtäjaksoisesti viimeiset kahdeksan vuosineljännestä, ja vuoden 2017 kasvu oli 1,7 %. Kasvua tukee pääosin vienti, kun taas kotimainen kulutus on ollut maltillista. Yritysten investoinnit ovat olleet lievässä kasvussa, mutta ikääntyvän ja supistuvan väestön

maassa yritysten halukkuus investoida kotimaahan on vaisua. Kotitalouksien kulutusta puolestaan vaimentaa maltillisena pysynyt palkkakehitys. Yritykset joutunevat kuitenkin pian kilpailemaan työvoimasta myös palkkoja korottamalla, sillä työntekijöistä alkaa olla jo pulaa.Työvoimaa ei enää saada merkittävästi lisättyä kannustamalla naisia työmarkkinoille ja pidentämällä eläköityvän väestön työuria.

Palkkainflaation puuttuminen heijastuu myös kuluttajahintainflaatioon, jonka vähäinen kiihtyminen on seurausta lähinnä tuontienergian hintojen noususta. Pohjainflaatio on edelleen nollan tuntumassa, ja keskuspankki on viestinyt jatkavansa elvyttävää rahapolitiikkaa.

Pidemmällä aikavälillä Japanin talouskasvu hidastuu noin yhden prosentin tuntumaan. Koska väestö supistuu, talouskasvun hidastuminen ei itsessään ole ongelma, ja henkeä kohden laskettuna Japanin BKT onkin kasvanut viime aikoina. Hidastuva talouskasvu uhkaa kuitenkin Japanin velkakestävyyttä, eikä massiiviseksi paisunutta velkataakkaa ole juuri kyetty supistamaan.

Ison-Britannian talous valmistautuu Brexitin jälkeiseen elämään

Ison-Britannian talous kasvoi viime vuonna 1,8 %, mutta kasvu on hidastumassa lähivuosina Brexit-prosessin luoman epävarmuuden vuoksi. Yksityisen kulutuksen kasvua hillitsee reaalitulokehityksen heikkeneminen inflaation kiihtymisen seurauksena. Inflaatio kiihtyi viime vuoden lopulla noin 3 prosenttiin. Vaikka Ison-Britannian talouskasvu on hidastumassa, työttömyysaste on toistaiseksi pysynyt alle 4,5 prosentissa. Ison-Britannian talouskehitykseen vaikuttaa keskeisesti Brexit-neuvottelujen eteneminen.

Ruotsissa asuntojen hintojen korjausliike

Ruotsissa BKT kasvoi 2,7 % ja harmonisoitu kokonaishintainflaatio oli keskimäärin 1,9 % viime vuonna. Luottamus talouteen on pysynyt hyvänä, työttömyysaste on alhainen (noin 6,5 %) ja työllisyysaste korkea (noin 78 %). Ruotsin vaihtotase on selkeästi ylijäämäinen, ja julkista velkaa on vähän. Tätä positiivista kierrettä tuki pitkään myös asuntojen hintojen nousu, joka nyt näyttäisi päättyneen lievään korjausliikkeeseen (ks. Asuntomarkkinoiden vaikutus Ruotsin talouteen).

Venäjän talouden kasvu pysyy hitaana

Venäjällä talous elpyi viime vuonna ja BKT kasvoi 1,5 % (ks. BOFIT Venäjä-ennuste). Tuonti alkoi kasvaa syvän taantuman jälkeen ja nousi 17 %, kun ruplan reaalikurssi vahvistui ja kotimainen kysyntä lisääntyi. BKT kasvaa tänä vuonna vajaan 2 prosentin vauhdilla öljyn hinnan tukemana.

BKT on tänä vuonna hieman suurempi kuin vuonna 2014. Seuraavina vuosina kasvu hidastuu kohti noin 1,5 prosentin potentiaaliaan, jos öljyn hinta ei nouse eikä kunnollisia tulonmuodostuskykyä parantavia uudistuksia ole näköpiirissä maaliskuun presidentinvaalien jälkeenkään.

Maailmantalouden kasvuriskit painottuvat heikomman kehityksen suuntaan

Yhdysvaltojen protektionistiset pyrkimykset, kuten maaliskuussa vireille laitetut teräs- ja alumiinitullit sekä tavoitteet neuvotella omasta näkökulmastaan paremmat kauppasopimukset, muodostavat heikompaan kehitykseen viittavan riskin lähivuosien kasvunäkymien suhteen. Muiden maiden mahdollisilla vastatoimilla ja kaupan rajoitteiden lisääntymisellä olisi epäsuotuisa vaikutus maailmankauppaan. Jo protektionismin lisääntymisen uhka voi heikentää luottamusta ja maailmantalouden kasvunäkymiä merkittävästi. Maailmanlaajuisella protektionismin lisääntymisellä olisi pitkäkestoinen ja perustavaa laatua oleva vaikutus maailmantalouden näkymiin.

Kiinan kehityksessä huolta herättää se, että suotuisan talouskasvun ylläpitämiseksi välttämättömät reformit ovat jääneet taka-alalle ja puolueen sekä valtion roolit ovat korostuneet (esimerkkinä presidentin toimikausien rajoittamisesta luopuminen). Velkaantumisen kasvu on jatkunut, joskin sen kasvuvauhti on hieman hidastunut. Kiinan kokonaisvelkakanta (pl. rahoitussektori) on jo nyt noin 260 % BKT:stä, ja reformien uupuessa velkarahan tuottavuus on heikentynyt. Kun velkaantuminen on yhä jatkunut, riski vakavammasta rahoitusmarkkinahäiriöstä ja/tai talouskasvun merkittävästä hidastumisesta on kasvanut.

Yhdysvaltojen, Venäjän sekä myös esimerkiksi Pohjois-Korean kehitykseen liittyy poliittista epävarmuutta. Geopoliittiset jännitteet ja poliittinen epävarmuus voivat kärjistyessään johtaa vakaviin ja arvaamattomiin seurauksiin.

Yhdysvaltojen finanssipoliittinen elvytys täystyöllisyyden vallitessa lisää inflaatiopaineita. Keskuspankki saattaa joutua normalisoimaan rahapolitiikkaansa aiemmin arvioitua nopeammin. Epävarmuus Yhdysvaltojen talousnäkymistä sekä nimelliskorkojen odotettua nopeampi nousu voivat lisätä heiluntaa kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ja kasvattaa riskiä varallisuushintojen globaaleista korjausliikkeistä, jotka pahimmillaan voivat osoittautua odotettua voimakkaammiksi.

Ison-Britannian EU-jäsenyys päättyy maaliskuun lopussa 2019, ja nyt ollaan pääsemässä sopuun vuoden 2020 loppuun kestävän siirtymäkauden järjestelyistä. Sopu siirtymäkauden järjestelyistä vähentää epävarmuutta Ison-Britannian talouskehityksestä lähivuosina, mutta ei vielä tuo selvyyttä EU:n ja Ison-Britannian kauppasuhteiden pitkän ajan järjestelyistä. Ison-Britannian valtiovarainministeriö arvioi vapaakauppasopimukseen johtavan Brexitin supistavan Britannian

kokonaistuotantoa 15 vuoden päästä 4,6–7,8 % verrattuna EU:ssa pysymiseen, kun taas pahimmassa WTO-sääntöihin johtavassa skenaariossa vaikutus olisi 5,4–9,5 %.[11] Brexitin arvioidaan vaikuttavan muihin EU-maihin ja euroalueen kasvuun huomattavasti vähemmän, mutta toisaalta kyseessä on ennennäkemätön tapahtuma, johon voi liittyä arvaamattomia seurauksia.

Euroalueen kasvuriskit ovat lyhyellä aikavälillä ennakoitua positiivisempaan kehitykseen viittaavia, mutta painottuvat pidemmällä aikavälillä heikomman kehityksen suuntaan. Euroalueen noususuhdanteen voimaa ja kestoa voidaan yhä aliarvioida, ja kasvu voi lähiaikoina osoittautua odotettua vahvemmaksi. Euroalueen ulkopuolelta heikompaan kehitykseen viittaavia kasvuriskejä liittyy edellä mainittuihin maailmantalouden kasvuriskeihin. Euroalueen sisäisessä kehityksessä epävarmuutta liittyy rakenneuudistusten jatkumiseen sekä eräiden maiden julkisen talouden ja pankkisektorin tilaan. Myönteisestä kehityksestä huolimatta järjestämättömien lainojen suuret määrät heikentävät edelleen joidenkin pankkien kannattavuutta ja ylläpitävät yhä osaltaan euromaiden välistä luotonannon eriytyneisyyttä. Viime vuosina euroalueen maiden uudistustahti on hiipunut muutamia poikkeuksia lukuun ottamatta. Rakenneuudistusten jatkuminen olisi tärkeää, jotta maakohtainen talouden kasvupotentiaali kasvaisi ja kriisinsietokyky vahvistuisi. Kasvupotentiaalin vahvistaminen turvaa myös julkisen velan hoitoa. Erityisesti EMUn syventäminen viemällä loppuun pankkiunionin totetus vahvistaisi merkittävästi euroalueen kriisinsietokykyä ja vähentäisi siten heikompaan kehitykseen viittaavia kasvuriskejä.

Viitteet

1. Tämä vastaa IMF:n, OECD:n sekä EKP:n (pl. euroalue) arvioita. Maailmantalous kasvoi noin 3,7 % vuonna 2017. ↑
2. Tällä hetkellä yhteinen valvontamekanismi on luomassa ohjeita sellaiselle uudelle järjestämättömien luottojen varauskäytännölle, jolla lisätään pankkien luottotappiovarauksia ja kriisinkestävyyttä. Lisäksi vuoden 2018 alusta astui voimaan uusi tilinpäätösstandardi IFRS 9, jonka mukaan ennakoidut luottotappiovaraukset kirjataan jo luottoja myönnettäessä. ↑
3. Euroalue pl. Saksa, Ranska, Espanja ja Italia. ↑
4. Katso "Tuottavuuden heikko kehitys hidastaa maailmantaloutta", Euro & talous 4/2017. ↑
5. Esimerkiksi Maailmanpankin Doing Business (World Bank) -indeksi parani vuoden 2010 jälkeen selvästi Espanjassa, Italiassa, Kreikassa ja Portugalissa. ↑
6. Esimerkiksi World Economic Forumin vuoden 2018 kilpailukykyraportti ei osoita euroalueen maissa huomattavaa parantumista edelliseen vuoteen verrattuna. ↑
7. NAIRUlla tarkoitetaan työttömyystasoa, jolla on neutraali vaikutus inflaatioon. Tätä alhaisempi työttömyys kiihdyttää inflaatiota. Jos työttömyys on NAIRUn mukainen, tulkitaan usein, että taloudessa vallitsee täystyöllisyys. ↑
8. Katso ECB (2017), Assessing labour market slack, ECB Economic Bulletin 3/2017, Kehikko ↑

3.

9. OECD (2018), Interim Economic Outlook, maaliskuu. ↑
10. Ks. CBO (2017), An Analysis of the President's 2018 Budget, heinäkuu ja CRFB (2018), Updating the U.S. Budget Outlook, maaliskuu. ↑
11. HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives. Presented to Parliament by the Chancellor of the Exchequer by Command of Her Majesty. Huhtikuu 2016. ↑

Asiasanat

EKP, euroalue, inflaatio, kasvu, kasvuriskit, maailmantalous, rahapolitiikka, työllisyys