Rahapolitiikkakatsaus

Näköpiirissä vain hyvin vaimeaa kasvua

Kansainvälinen talous, Rahapolitiikka | 03.10.2019

Maailmantalouden suhdannekäänne hitaamman kasvun suuntaan tapahtui vuoden 2018 alkupuolella. Samoihin aikoihin Yhdysvallat alkoi lisätä protektionistisia toimia. Tämän vuoden syyskuuhun mennessä Yhdysvallat on asettanut merkittävän suuruiset lisätullit jo noin 70 prosentille Kiinan-tuonnista. Yhdysvaltojen ja Kiinan välinen kauppasota heijastuu laajasti globaalitalouteen. Teollisuuden luottamus on heikentynyt maailmanlaajuisesti ja jyrkästi. Palvelusektorin luottamus on myös heikentynyt, mutta ainakin toistaiseksi selvästi teollisuutta vähemmän. Kauppasota ja poliittinen epävarmuus vähentävät ja lykkäävät investointeja. Maailman tavarakaupan kasvu on ollut tänä vuonna täysin pysähdyksissä. Rahoitusmarkkinoilla on ollut heiluntaa, mutta ei toistaiseksi merkittäviä häiriöitä. Suomen Pankin arvion mukaan kauppasodan maailmantalouden kasvua hidastava vaikutus on noin 0,7 prosenttiyksikköä tähän mennessä.



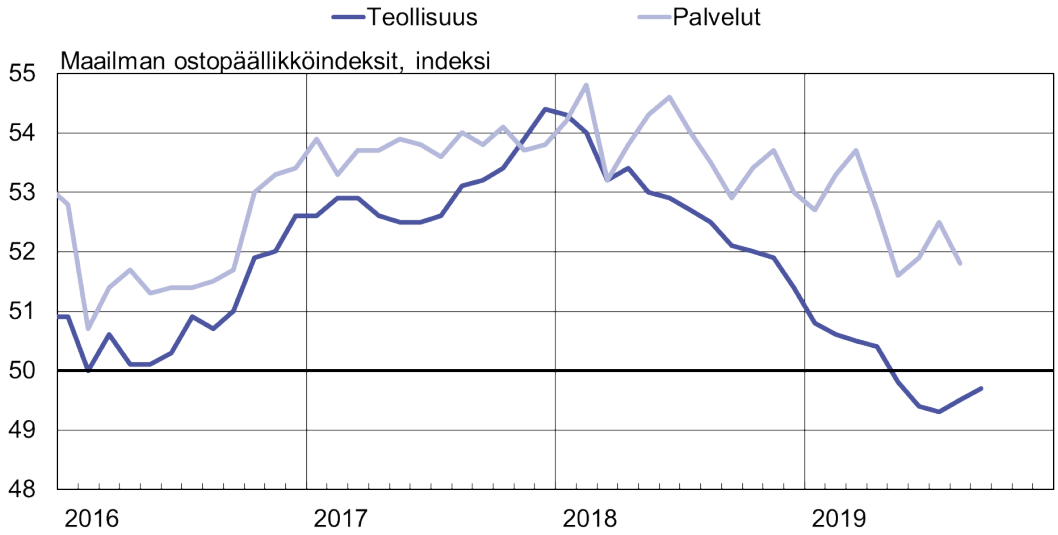
Yhdysvaltojen ja Kiinan välinen kauppasota vaimentanut maailmankaupan kasvua

Maailmantalouden kasvu on hidastunut kuluvan vuoden aikana noin 3 prosenttiin. Kasvu on vuosien 2000-2018 keskiarvoa (3,8 %) hitaampaa, ja vielä viime vuonna kasvu oli 3,6 %. Uusimpien

ennusteiden mukaan maailmantalouden kasvun odotetaan kiihtyvän vain hitaasti ja pysyvän lähellä 3 %:a (kuvio 1)[1]. Viimeisin OECD:n ennuste syyskuulta ennakoi maailmantalouden kasvavan tänä vuonna 2,9 % ja ensi vuonna vain 3,0 %. EKP:n syyskuun ennuste (maailma pl. euroalue) ja IMF:n heinäkuinen ennustepäivitys olivat hieman tätä optimistisempia ja ennakoivat kasvun kiihtyvän ensi vuonna noin 3,5 prosenttiin.

Kuvio 1.

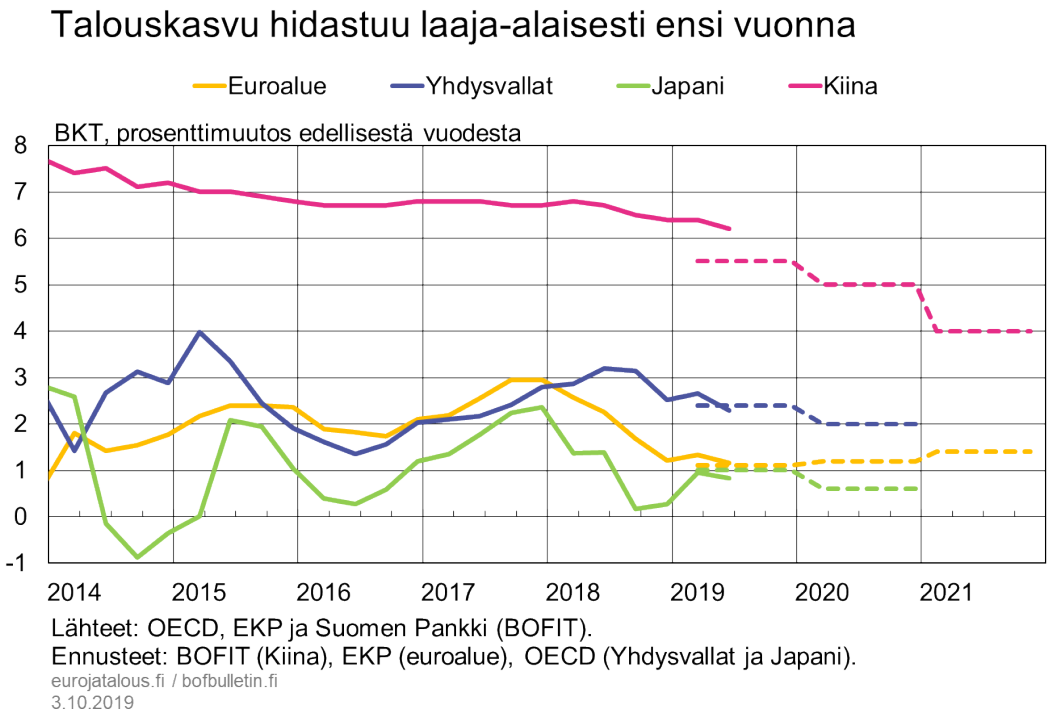
Palvelusektorin kehitys on pysynyt selvästi teollisuussektoria vakaampana



Jos indeksi on alle 50, merkitsee se taloudellisen aktiviteetin supistumista.
Lähde: IHS Markit.
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
3.10.2019

Kiinan ja Yhdysvaltojen välinen kauppakiista on viime kevään jälkeen kärjistynyt edelleen. Tullikorotukset koskevat jo merkittävää osaa Kiinan ja Yhdysvaltojen välisestä tavarakaupasta[2]. Kauppakiista lisää epävarmuutta tulevasta ja näkyy toteutuneissa teollisuustuotanto- ja investointiluvuissa sekä erityisesti Yhdysvaltojen ja Kiinan välisessä kaupassa. Suomen Pankin mallilaskelmien mukaan jo voimassa olevilla tullikorotuksilla on maailman BKT:n kasvuun noin 0,7 prosenttiyksikön kasvua hidastava vaikutus.[3]

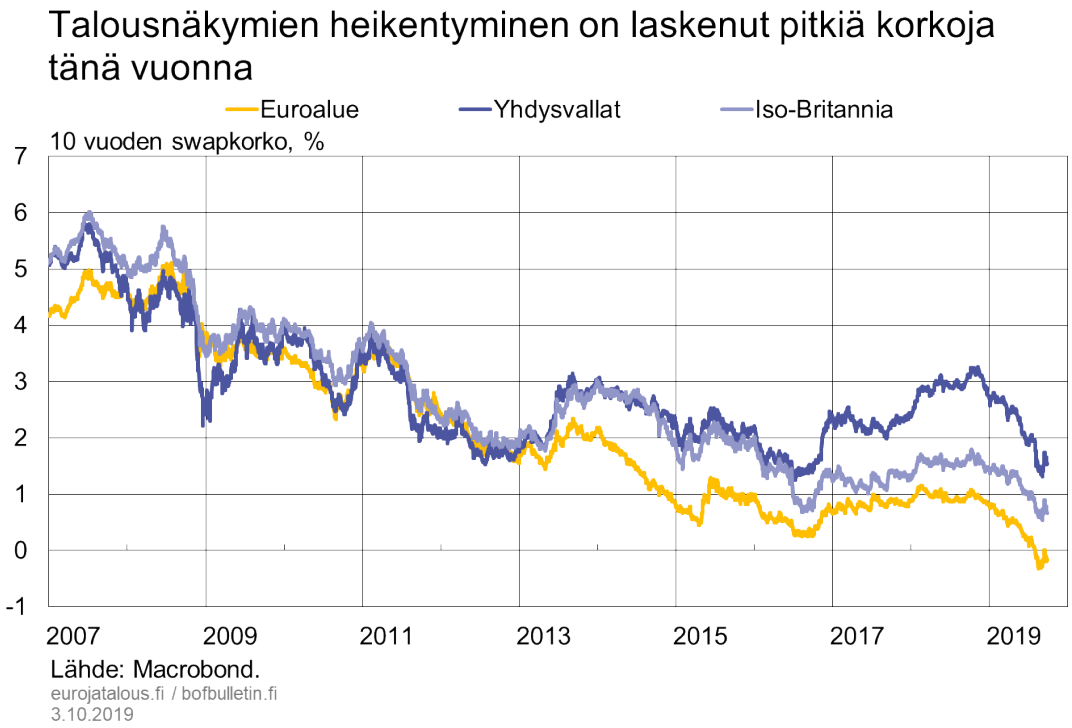
Kuvio 2.



Teollisuustuotannon kasvu pysähtyi vuoden 2019 ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Tulevaa kehitystä ennakoiva teollisuuden ostopäällikköindeksi on ollut jo usean kuukauden ajan lukemissa, jotka viittaavat teollisuustuotannon supistuneen (kuvio 2). Protektionistiset toimet ja epävarmuus päätalousalueiden talouskasvusta ovat heikentäneet luottamusilmapiiriä ja vaimentaneet maailmankaupan kasvua. Maailman tavarakaupan kasvu on ollut pysähdyksissä vuoden 2018 lopusta lähtien. Viime kuukausina uusien vientitilausten kehitys on heikentynyt edelleen. Tämä viittaa siihen, että maailmankaupan kasvu on heikkoa myös tulevina kuukausina.

Huolimatta teollisuuden vaimeasta kehityksestä palvelusektorin näkymät ovat toistaiseksi pysyneet melko vakaina, kun yksityinen kulutus on edelleen kasvanut. Tätä ovat tukeneet suotuisina pysyneet työmarkkinat, tulojen kasvu ja kevyet rahoitusolot. Kehittyneissä talouksissa karkeasti puolet yksityisestä kulutuksesta kohdistuu kotimaisiin palveluihin[4]. Mitä pidempään teollisuussektorin ahdinko jatkuu, sitä todennäköisempää on sektorin työllisyystilanteen heikkeneminen ja negatiivisten vaikutusten laajeneminen yksityisen kulutuksen kautta myös palvelusektorille.

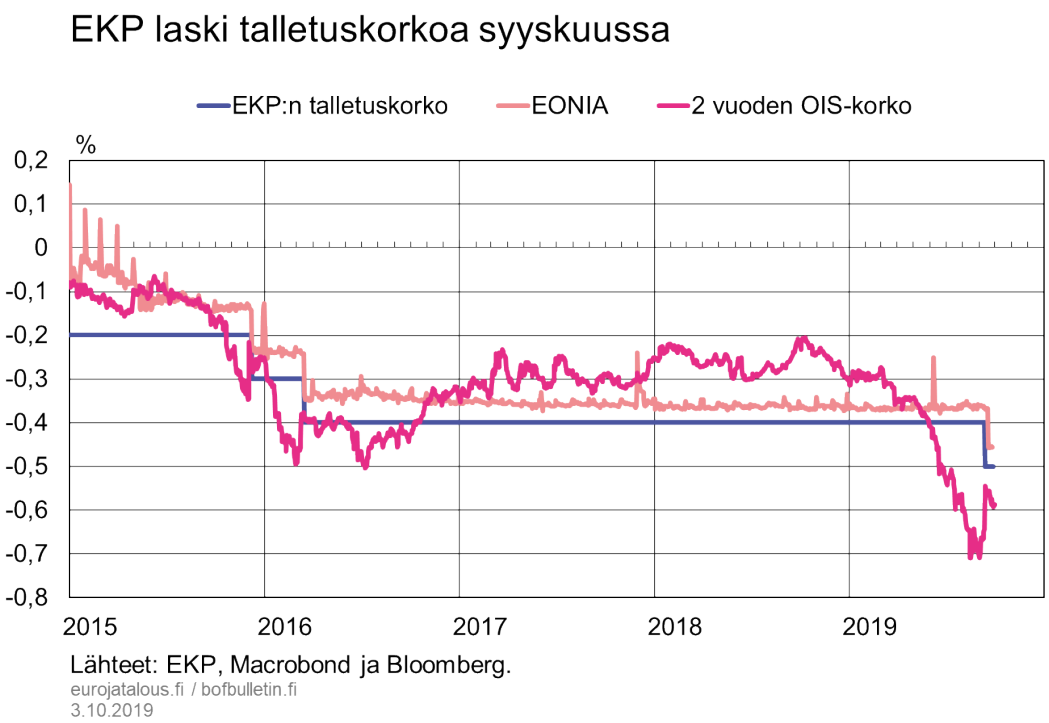
Kuvio 3.



Investointien tulevaa kehitystä ennakoivat indikaattorit ovat heikentyneet selvästi (kuvio 3). Myös toteutuneiden investointien kasvuvauhti on alkuvuoden aikana hidastunut, erityisesti Yhdysvalloissa. Isoissa investoinneissa voi kestää kauan investointipäätöksestä itse investoinnin toteutumiseen ja tilastointiin. Onkin luultavaa, että nykyhetken epävarmuus ja investointipäätösten lykkääntyminen näkyvät toteutuneissa tilastoissa laajemmin vasta viiveellä.

Talouskasvun heikkeneminen näkyy kaikilla päätalousalueilla

Kuvio 4.



Yhdysvaltain talouden lyhyen aikavälin kasvunäkymät ovat talveen verrattuna jonkin verran heikentyneet, mutta talouden odotetaan silti kasvavan vuonna 2019 yli 2 % (kuvio 4). Teollisuuden luottamus sekä investointi- ja vientinäkymät ovat merkittävästi vaimentuneet. Yhtenä syynä ovat kauppasota ja sen aiheuttama epävarmuus. Yhdysvaltain talouskasvua ylläpitää yksityinen kulutus, joka on piristynyt heikon talven jälkeen. Sitä tukevat kuluttajien vahva luottamus, täystyöllisyys ja korkojen lasku.

Elokuun alussa Yhdysvalloissa korotettiin harkinnanvaraisten julkisten menojen kattoja vuosille 2020–2021 (Bipartisan Budget Act of 2019), eli käytännössä vuonna 2018 päätetyt menonlisäykset näyttävät jäävän pitkäaikaisiksi. Finanssipoliittisten toimien keston jatkaminen parantaa jonkin verran vuoden 2020 kasvua. Yhdysvaltain talouskasvun odotetaan silti lähivuosina hidastuvan lähelle potentiaalisen tuotannon noin 2 prosentin kasvuvauhtia finanssipoliittisen elvytyksen hiivuttua.

Finanssipoliittisten toimien jatkaminen pitää Yhdysvaltain julkisen talouden kokonaisvajeen suurena pitempään ja kasvattaa julkista velkaa. OECD:n tuoreimmissa ennusteissa julkisen talouden kokonaisvaje säilyy lähivuosien aikana selvästi yli 6 prosentissa BKT:stä ja julkinen velka kasvaa noin 113 prosenttiin BKT:stä vuonna 2020. Suuret julkisen talouden alijäämät ovat myös

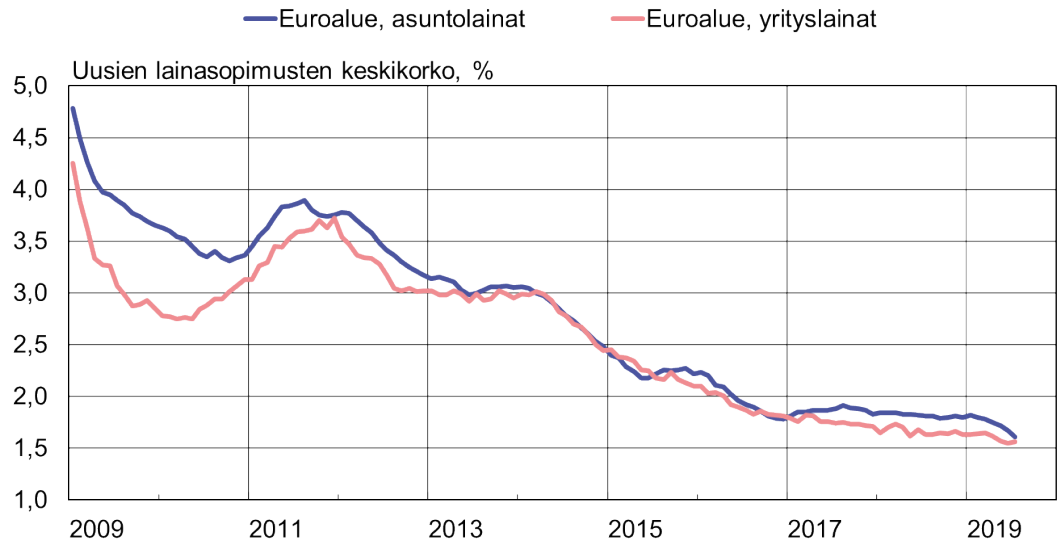
omiaan ylläpitämään voimakasta tuontikysyntää ja siten kauppa- ja vaihtotaseiden alijäämiä.

Yhdysvaltain kuluttajahintainflaatio (CPI) on tänä vuonna pysynyt enimmäkseen selvästi alle 2 prosentissa pääasiassa sen vuoksi, että raakaöljyn hinta on ollut alempi kuin viime vuonna. Pohjainflaatio on säilynyt hieman yli 2 prosentissa. Työttömyysaste on laskenut alle 4 prosenttiin, ja palkkojen keskituntiansioina laskettu vuotuinen kasvu on säilynyt yli 3 prosentissa. Täystyöllisyys tukee inflaatiovauhdin pysymistä 2 prosentin tuntumassa, mutta vaimeiden inflaatiopaineiden ja maailmantalouden kehityksen vuoksi Yhdysvaltain keskuspankki päätti laskea ohjauskorkojaan heinä- ja syyskuussa.

Kiinan talouskasvun odotetaan hidastuvan lähivuosina lähinnä kotimaisten tekijöiden takia (ks. BOFIT Kiina-ennuste). Talouden epävarmuutta lisää kauppakiistojen eskaloituminen. Kiinan tuonti on vähentynyt viime vuodesta, ja viennin kasvu on hidastunut huomattavasti. Myös yritysten investointihalukkuus on kärsinyt Yhdysvaltain ja Kiinan toisilleen asettamista lisätulleista ja tilanteen ennakoimattomuudesta. Kiina on lisännyt finanssipoliittista elvytystä kasvun tukemiseksi, mikä on kasvattanut julkisen talouden alijäämää entisestään. Keskeisiä huolia ovat velkaantumisen jatkuminen nopeana ja rahoitusmarkkinariskien kasvu.

Kuvio 5.

Euroalueen pankkilainojen korot ovat markkinakorkojen tavoin jälleen laskeneet



Lähde: EKP.
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
3.10.2019

Kiinan kasvulukuihin liittyvät ongelmat vaikeuttavat myös maailmantalouden tilan arviointia. Viime vuonna yli kolmannes maailman talouskasvusta tuli Kiinasta. Virallisten tilastojen mukaan

Kiinan talous kasvaa yhä huomattavasti maailmantaloutta nopeammin ja kasvu on pysynyt hyvin tasaisena (kuvio 5). Monet vaihtoehtoiset indikaattorit ja arviot kuitenkin viittaavat siihen, että kasvu olisi viime vuosina jäänyt selvästi virallisia lukuja hitaammaksi. Epävarmuus Kiinan todellisesta kasvusta lisää maailmantalouden kasvuodotuksiin liittyvää huolta.

Japanin maltillinen talouskasvu jatkuu lähivuosina vajaan yhden prosentin potentiaalisen kasvuvauhdin tuntumassa. Japanissa väestö vanhenee ja vähenee kovaa vauhtia. Tämän vuoksi vaisukin BKT:n kasvu on asukasta kohden mitattuna nopeutunut viimeisten kymmenen vuoden aikana jopa hieman enemmän kuin euroalueella ja lähes yhtä paljon kuin Yhdysvalloissa. Työikäisen väestön väheneminen pienentää talouden kasvupotentiaalia ja heikentää huoltosuhdetta. Suuren velkaantuneisuuden taittamiseksi ja julkisen talouden tasapainottamiseksi maa tarvitseekin kipeästi työn tuottavuutta parantavia toimenpiteitä sekä ulkomaalaista työvoimaa. Inflaatio on pysynyt edelleen vaisuna. Keskuspankki onkin jatkanut erittäin elvyttävää rahapolitiikkaa ja viestinyt sen jatkuvan, kunnes inflaatiotavoite on saavutettu kestävästi.

Isossa-Britanniassa kokonaistuotannon kasvua heilutti alkuvuonna varautuminen brexitiin, jonka piti alun perin tapahtua maaliskuun lopulla. Ison-Britannian EU-eron määräpäivää kuitenkin lykättiin lokakuun lopulle. Toisella neljänneksellä talous supistui ja luottamusindikaattorit heikkenivät edelleen. Tulevien vuosien talousnäkymät ovat Isossa-Britanniassa riippuvaisia brexit-prosessin etenemisestä.

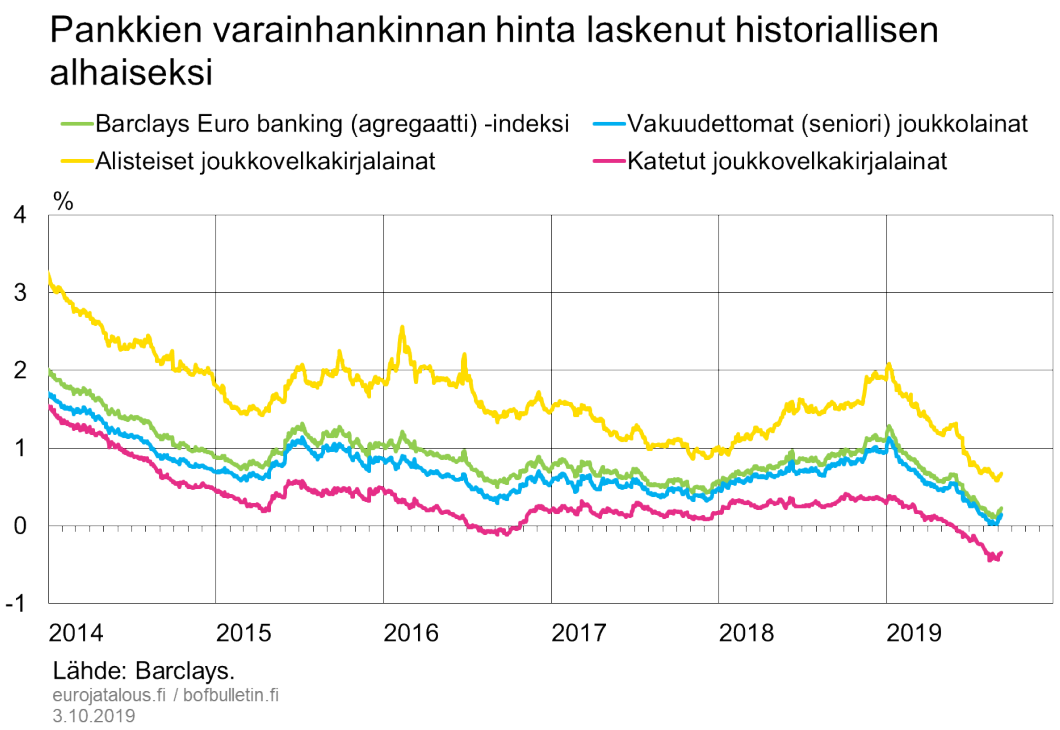
Ruotsissa ja muissa pohjoismaissa talouskasvu on viime aikoina hieman hidastunut maailmantalouden mukana. Tällä hetkellä BKT:n kasvu on Ruotsissa ja Norjassa noin 1,5 prosentin tuntumassa ja Tanskassa lähellä 2 %:a. Ruotsissa nettovienti tukee kasvua, kun taas yksityinen kulutus ja investoinnit ovat kehittyneet heikosti. Kotimaiseen kysyntään on vaikuttanut negatiivisesti Ruotsin kruunun heikentyminen.

Venäjällä alkuvuoden 2019 talouskehitys on ollut ennakoitua vaisumpaa, ja koko vuoden BKT:n kasvu jäänee noin yhteen prosenttiin. BOFITin Venäjä-ennusteen mukaan vuonna 2020 talouskasvun ennustetaan piristyvän lähelle 2 %:a suurelta osin julkisen vallan toimien ansiosta. Pelkkä julkisten investointien kasvu ei nopeuta talouden potentiaalista kasvuvauhtia, ja vuoden 2020 jälkeen kasvuvauhti hidastuu vähitellen.

Nousevien talouksien kasvu on osoittautunut kuluvana vuonna selvästi aiemmin odotettua hitaammaksi. Kiinan kasvun hidastuminen ja kauppasodan vaikutukset tuotantoketjuihin ovat hidastaneet nousevan Aasian (pl. Kiina) kasvua. Latinalaisessa Amerikassa talousnäkymät ovat myös vaisut, ja maita vaivaavat myös niiden omat talouspoliittiset ongelmat. Selvää taloustilanteen paranemista lähiaikoina on nousevissa talouksissa vaikea nähdä.

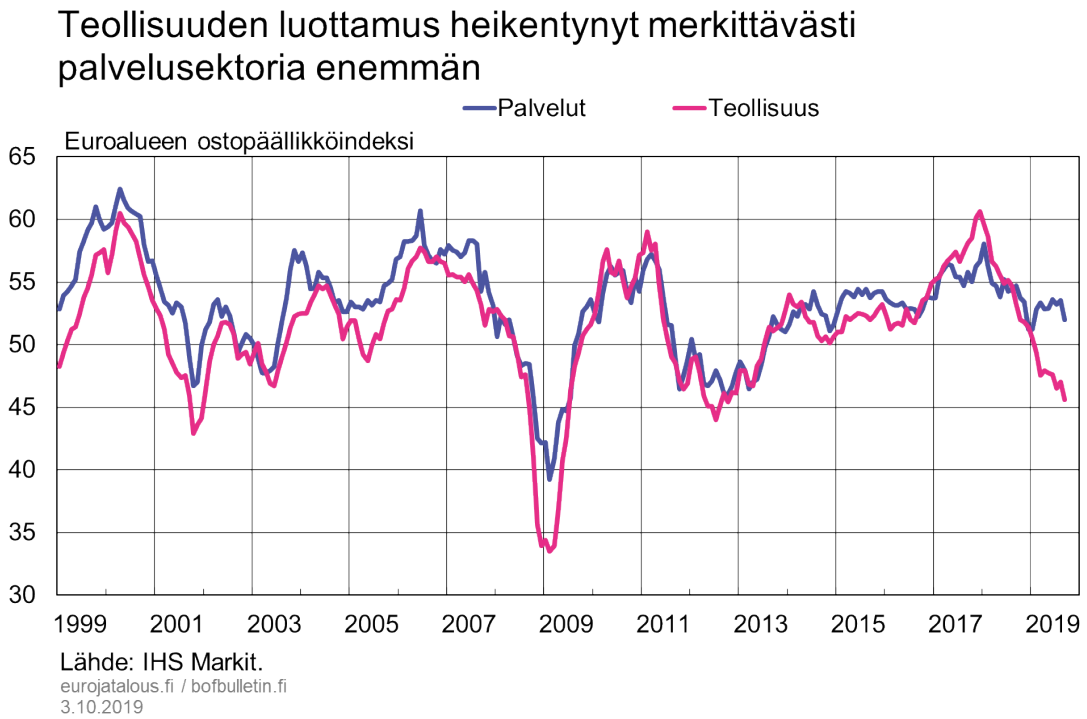
Pitkät korot laskeneet jyrkästi

Kuvio 6.



Vuoden alkuun verrattuna pitkät korot ovat laskeneet jyrkästi talousnäkymien heikkenemisen vuoksi (kuvio 6). Korkojen alenemisen syynä ovat sekä turvasatamakysynnän kasvu että odotetun lyhyen koron aleneminen.[5] Vielä alkuvuonna markkinat odottivat rahapolitiikan päätalousalueilla ennemminkin kiristyvän, ja esimerkiksi Yhdysvalloissa koronnostojen odotettiin jatkuvan maltillisesti. Kun talousnäkymät ovat heikentyneet, useat keskuspankit ovat kuitenkin keventäneet rahapolitiikkaansa. Yhdysvalloissa Fed teki ensimmäisen koronlaskunsa heinäkuussa ja toisen syyskuussa. Myös euroalueella EKP laski talletuskorkoaan syyskuussa. Isossa-Britanniassa Englannin pankki piti ohjauskorkonsa syyskuussa ennallaan, mutta koronlaskuodotukset ovat kasvaneet.

Kuvio 7.



Maailmantalouden epävarmuus on lisännyt turvasatamakysyntää myös valuuttamarkkinoilla, mikä näkyy etenkin Japanin jenin ja Yhdysvaltojen dollarin vahvistumisena (kuvio 7). Ison-Britannian punnan heilahtelut seurailevat brexitistä saatavia uusia tietoja. Kauppasodan kärjistymisen jälkeen Kiina on sallinut valuuttansa hieman heikentyä.

OECD-maiden kokonais- ja pohjainflaatio ovat viime kuukausina pysyneet noin 2 prosentissa. Inflaatiota on vaimentanut huhtikuun lopulla alkanut öljyn hinnan lasku, jonka vuoksi tynnyrihinta palasi elokuussa noin 60 dollariin eli noin 18 % vuoden takaista alemmaksi. Muutos on seurausta sekä kysyntä- että tarjontatekijöistä. Kysyntä on heikentynyt talouskasvun hidastumisen ja kauppasodan aiheuttaman epävarmuuden takia. Tarjontapuolella OPEC liittolaisineen on jatkanut tuotannonrajoituksia, mutta samaan aikaan muut maat, mm. Yhdysvallat, ovat lisänneet tuotantoaan. Syyskuussa isku Saudi-Arabian öljyntuotantolaitoksiin nosti öljyn tynnyrihinnan väliaikaisesti jo lähelle 70:tä dollaria, josta se kuitenkin palautui nopeasti.

EKP:n rahapoliittinen lisäelvytyspaketti tukee euroalueen inflaatiokehitystä

Talouskehitys on pysynyt euroalueella hitaana, ja erityisesti teollisuuden vaikeudet ovat osoittautuneet pitkäkestoisemmiksi kuin aiemmin odotettiin. Inflaatiokehitys on jäänyt jälkeen

tavoitteen mukaisesta, hieman alle 2 prosentin vauhdista, ja inflaatio-odotukset ovat kesän jälkeen laskeneet edelleen. Syyskuussa EKP laski ennusteitaan sekä euroalueen BKT:n kasvusta että inflaatiosta. EKP:n neuvosto totesi kasvuriskien olevan euroalueella edelleen sitkeästi alasuuntaiset.

Näistä syistä EKP:n neuvosto päätti syyskuun kokouksessaan laajasta rahapoliittisesta elvytyspaketista. EKP:n talletuskorkoa laskettiin 10 korkopistettä eli −0,50 prosenttiin (kuvio 8). EKP:n neuvosto muutti korkoja koskevaa ennakoivaa viestintäänsä niin, että korkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tai alemmalla tasolla siihen asti, että neuvosto näkee inflaationäkymien palautuvan vankasti kohti keskuspankin tavoitetta eli lähelle 2 %:a mutta alle sen. Kehityksen tulee näkyä johdonmukaisesti myös pohjainflaatiossa. Aikaisemmin neuvosto odotti korkojen pysyvän nykyisellä tai alemmalla tasolla vuoden 2020 ensimmäisen vuosipuoliskon ajan.

Kun aiemmin odotus tulevasta korkotasosta oli riippuvainen myös erikseen ilmoitetusta ajanhetkestä, se sidottiin nyt pelkästään inflaation kehitykseen. EKP:n korkoja koskeva ennakoiva viestintä muuttui nyt puhtaasti talouden tilaan sidotuksi ennakoivaksi viestinnäksi.

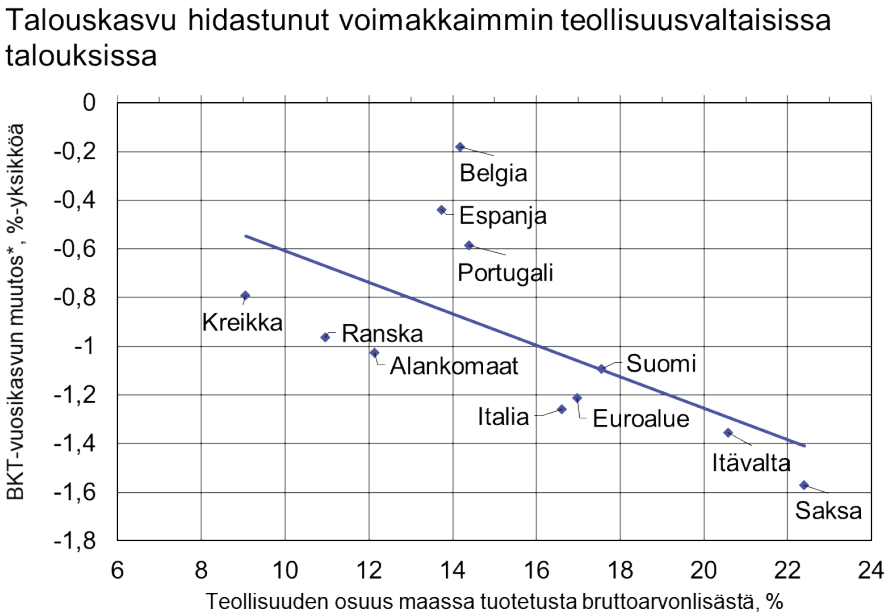
Koron laskun lisäksi EKP:n neuvosto päätti aloittaa uudelleen laajennetun osto-ohjelman puitteissa tehdyt arvopaperien netto-ostot. Netto-ostot aloitetaan marraskuussa ja niitä jatketaan 20 mrd. euron kuukausitahdilla niin kauan kuin on tarpeellista ohjauskorkojen elvyttävän vaikutuksen vahvistamiseksi. Neuvosto odottaa netto-ostojen loppuvan hieman ennen kuin ohjauskorkoja nostetaan. Lisäksi erääntyvistä arvopapereista saatavien pääomien uudelleensijoituksia jatketaan täysimääräisesti vielä pidemmän aikaa sen jälkeen, kun EKP:n neuvosto alkaa nostaa ohjauskorkoja, ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen suotuisan likviditeettitilanteen ja vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan ylläpitämiseksi.

Negatiivisen keskuspankkikoron hyödyt näyttävät euroalueella olleen haittoja suuremmat[6]. Varmistaakseen rahapolitiikan mahdollisimman kitkattoman välittymisen myös jatkossa EKP:n neuvosto teki syyskuussa toimia, jotka lieventävät negatiivisesta korosta pankkisektorille aiheutuvia kustannuksia. Neuvosto päätti ottaa käyttöön porrastetun talletuskorkojärjestelmän, jossa osa pankkisektorin ylimääräisestä likviditeetistä on vapautettu negatiivisesta talletuskorosta. Tälle vapautetulle osalle maksettava korko on 0 %[7].

EKP:n neuvosto sääti lisäksi syyskuussa alkavan kolmannen kohdennettujen pitempiaikaisten luotto-operaatioiden sarjan (TLTRO III) ehtoja suotuisammiksi laskemalla niiden korkoa 0,1 prosenttiyksiköllä. Pankeille tarjottavan luoton korko on korkeintaan keskimääräinen perusrahoitusoperaatioiden korko lainan juoksuajalta. Jos pankit kasvattavat luotonantoaan yli tietyn viitearvon, luoton korko voi laskea aina keskimääräisen EKP:n talletuskoron suuruiseksi. Lisäksi operaatioiden maturiteettia pidennettiin aiemmin ilmoitetusta kahdesta vuodesta

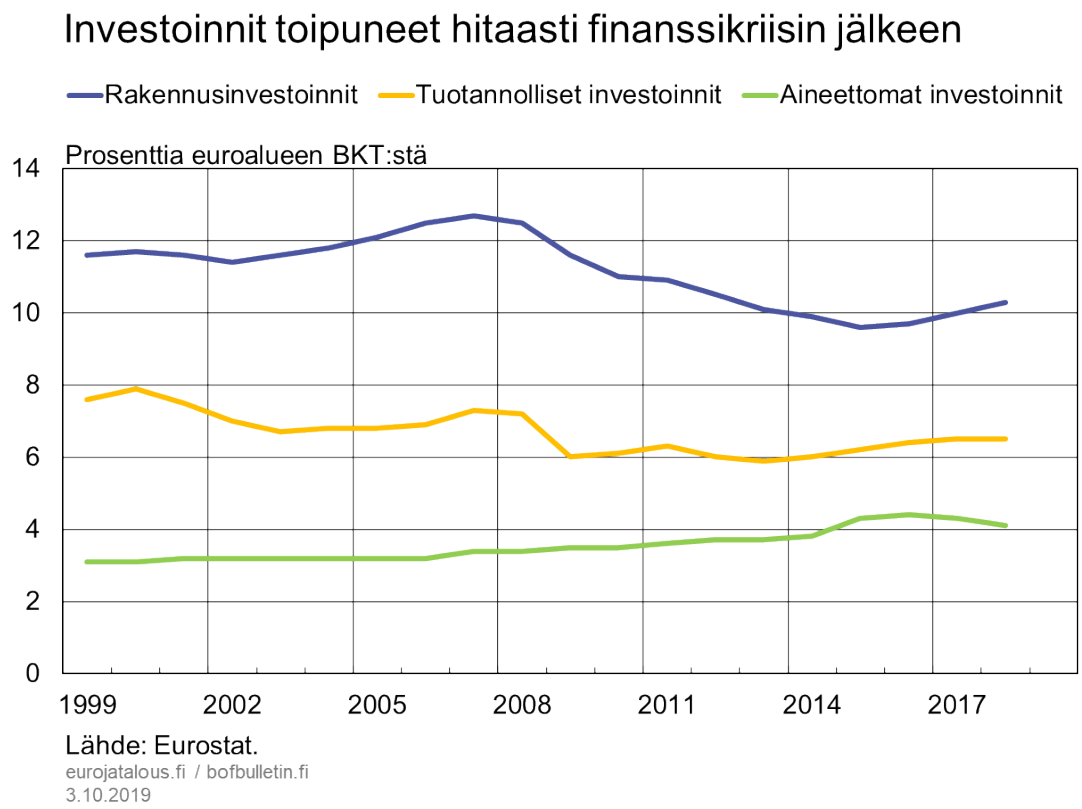
kolmeen.

Kuvio 8.



Reaktiona heikentyneisiin kasvunäkymiin markkinoiden korko-odotukset ovat laskeneet jo keväästä lähtien. EKP:n syyskuiset päätökset tukivat odotuksia, että korot ovat pitkään alhaiset. Markkinat odottavat nyt lyhyen koron pysyvän negatiivisena vielä usean vuoden ajan (kuvio 9). Koron nouseminen positiiviseksi on nyt markkinaodotusten perusteella epätodennäköisempää kuin alkuvuonna.

Kuvio 9.

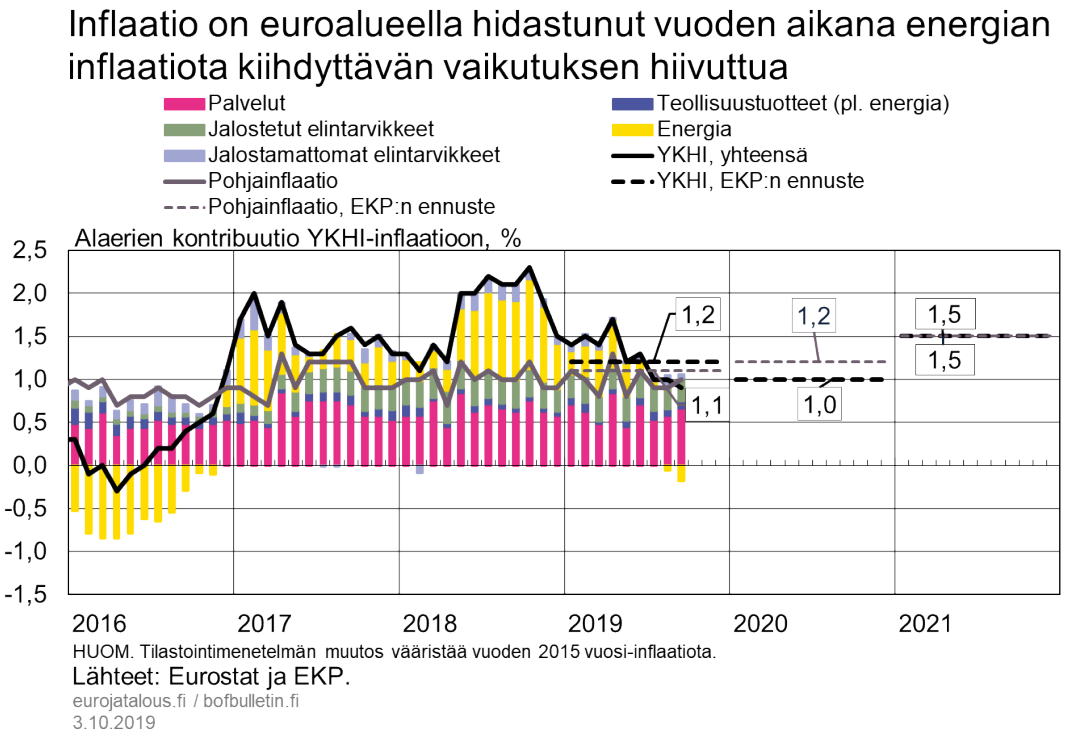


EKP:n neuvoston syyskuun päätökset lisäävät rahapolitiikan elvyttävää vaikutusta, kun euroalueen rahoitusolot pysyvät kevyinä vielä pitkään ja tukevat siten talouskasvua. Lisäksi EKP:n neuvosto nosti esiin, että euroalueella tarvitaan rahapoliittisen elvytyksen rinnalla tukea myös talouskasvua edistävältä talouspolitiikalta.

Korkojen lasku välittynyt euroalueella alempina pankkilainojen korkoina

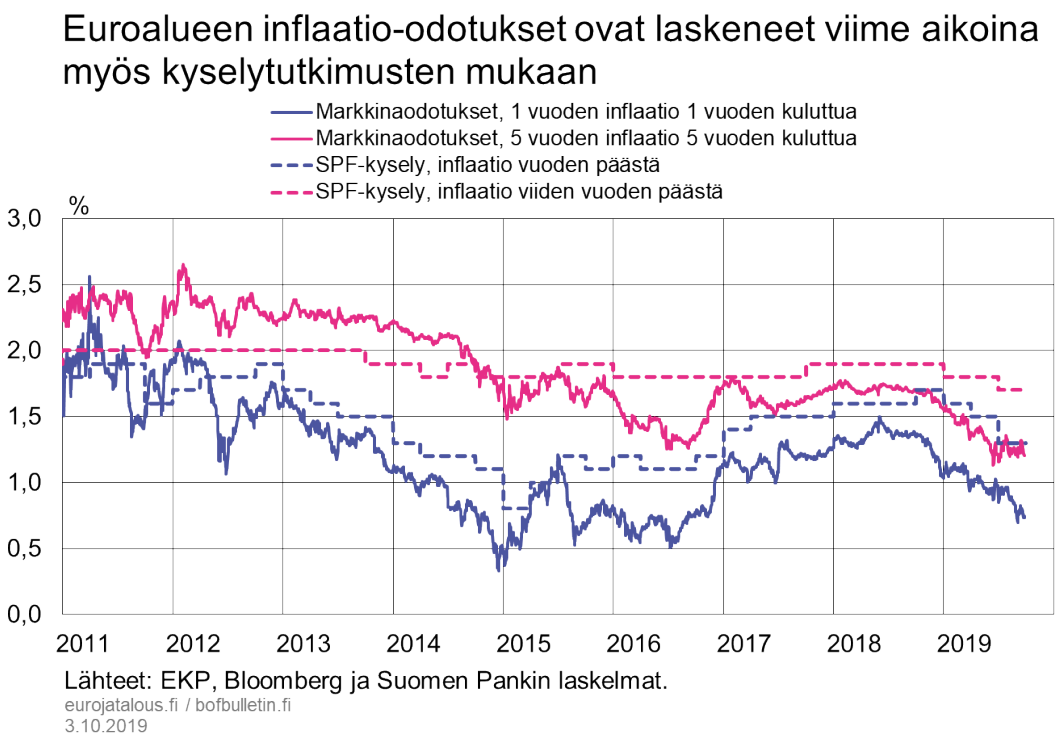
Korko-odotusten heikentyminen on laskenut myös pankkien välisiä markkinakorkoja. Erityisesti euriborit, jotka ovat euroalueella yleisesti käytössä yksityiselle sektorille myönnettävien pankkilainojen viitekorkoina, laskivat alkuvuoden jälkeen selvästi. Tämä on heijastunut uusien pankkilainojen keskikorkoihin, joiden lasku jatkui alkukesästä 2019 (kuvio 10). Tätä ennen uusien lainojen keskikorot olivat pysyneet parin vuoden ajan suhteellisen vakaina.

Kuvio 10.



Maakohtaiset erot uusien yrityksille myönnettyjen pankkilainojen keskikoroissa ovat pienentyneet edelleen. Lainakantojen kasvuvauhdeissa erot ovat kuitenkin yhä huomattavat (kuvio 11). Siinä missä esimerkiksi Saksassa ja Ranskassa yrityslainakannat kasvavat noin 7 prosentin vuosivauhtia, Italiassa ja Espanjassa yrityslainakannat ovat kuluvan vuoden aikana supistuneet edelleen. Keskimääräinen yrityslainakannan kasvuvauhti on euroalueella tasaantunut lähelle 4 %:a.

Kuvio 11.



Italiassa yrityslainakannan heikko kehitys johtuu pääosin vielä toipuvasta pankkisektorista, pitkään jatkuneesta hitaasta talouskasvusta ja näkymien epävakaudesta. Espanjassa pääsyyllisenä on finanssikriisissä puhjennut asuntomarkkinakupla, jonka jäljiltä iso osa rakennus- ja kiinteistösektoriin sidoksissa olleista pankkilainoista muuttui arvottomiksi. Kriisiä ennen erittäin nopeassa tahdissa kerrytettyä yrityslainakantaa sulatellaan edelleen, vaikka taloustilanne on Espanjassa jo selvästi parantunut. Yrityslainakannan vuosivauhdin pysyminen negatiivisena ei kuitenkaan tarkoita sitä, että tilanne olisi kaikilla sektoreilla yhtä heikko. Esimerkiksi teollisuusyrityksille myönnettyjen yrityslainojen kanta on Espanjassakin kasvanut jo reilun parin vuoden ajan suhteellisen reipasta vauhtia.

Pankkisektorin kannattavuustilanne pysyy haastavana

Euroalueen pankkien kannattavuus heikkeni turbulentin alkuvuoden vuoksi. Euroalueen pankkien oman pääoman tuotto (ROE) oli vuoden 2019 ensimmäisellä neljänneksellä 5,8 %, kun se vuotta aiemmin oli 6,6 %. Epävarma maailmantalouden tila pitää myös pankkien lyhyen ajan kannattavuusnäkymät vaisuina. Markkinat ja pankit odottavat suurten euroalueen pankkien oman pääoman tuoton kohenevan vain hieman vuoteen 2020 mennessä, noin 8 prosenttiin. Vaisujen näkymien vuoksi euroalueen pankkien osakekurssit ovat viimeisen vuoden aikana kehittyneet selvästi yleisindeksejä heikommin.

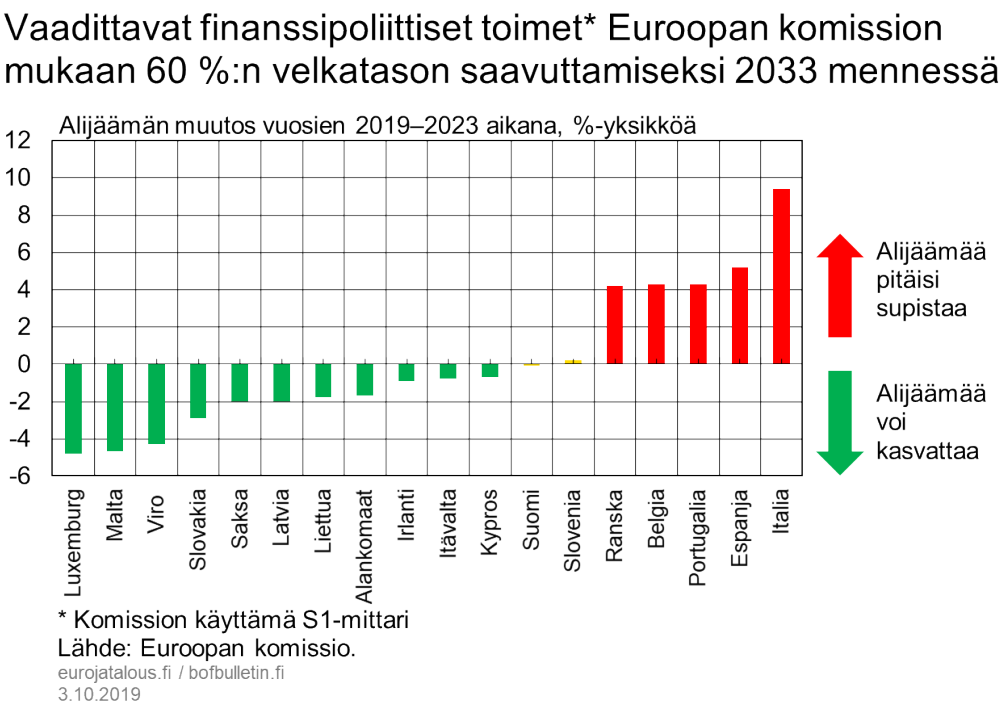
Euroalueen pankkeja vaivaavat etenkin pitkän aikavälin rakenteelliset ongelmat, joita talousnäkymien hiipuminen voisi korostaa entisestään. Pankkien perusliiketoiminnan kannattavuus on edelleen heikkoa. Pankkien tuottojen kannalta keskeinen korkokate on kehittynyt vaisusti pitkään jatkuneen alhaisen korkotason ja tasaisen tuottokäyrän vuoksi. Luotonannon kääntyminen kasvuun on osaltaan tukenut korkokatetta. Ongelmana on kuitenkin lainakannan epätasainen kehitys eri euromaissa.

Tuottokehityksen valossa yksi keskeisin haaste on ollut pankkien heikko kyky kompensoida korkokatteen vaisua kehitystä muilla tuotoilla. Epävarmuus rahoitusmarkkinoilla on nakertanut etenkin pankkien saamia palkkio- ja komissiotuottoja. Lisäksi euroalueen pankit toimivat edelleen hyvin paikallisesti, mikä rajoittaa pankkien kykyä laajentaa tulolähteitä. Rajat ylittävä pankkitoiminta Euroopassa on finanssikriisin jälkeen vähentynyt. Euroopan pääomamarkkinoiden hajanaisuus ja epätasaisuus on huono selkänoja kansainvälisiä kilpailijoita vastaan. Vahvoista kotimarkkinoista ponnistavat yhdysvaltalaiset kilpailijat ovat pystyneetkin laajentamaan markkinaosuuttaan myös Euroopassa. Heikko kannattavuus on vaivannut etenkin suuria euroalueen investointipankkeja ja yritysrahoitukseen erikoistuneita pankkeja.

Useissa maissa, joissa pankkien kannattavuus on heikko, myös niiden kustannusrakenne on kaikkineen liian raskas. Pankkien korkeita kustannuksia selittävät useat eri tekijät, kuten laaja konttoriverkosto tai suuri henkilöstön määrä. Pankkien kannattavuus näyttääkin riippuvan vahvasti niiden kustannusrakenteesta. Kevyellä kustannusrakenteella toimivat pankit pystyvät sopeutumaan paremmin myös haastaviin markkinaolosuhteisiin. Tulevina vuosina pankkien on tästä huolimatta vastattava isojen trendien, kuten digitalisaation, tuomiin haasteisiin. Nämä investoinnit rasittavat pankkien kannattavuutta merkittävästi etenkin lyhyellä aikavälillä.

Pankkien pitkän ajan kannattavuuden kannalta pankkiunionin ja pääomamarkkinaunionin kaltaisten hankkeiden loppuunsaattaminen olisi erittäin tärkeää. Samalla pankkisektorin rajat ylittävää integraatiota tulisi edistää.

Kuvio 12.

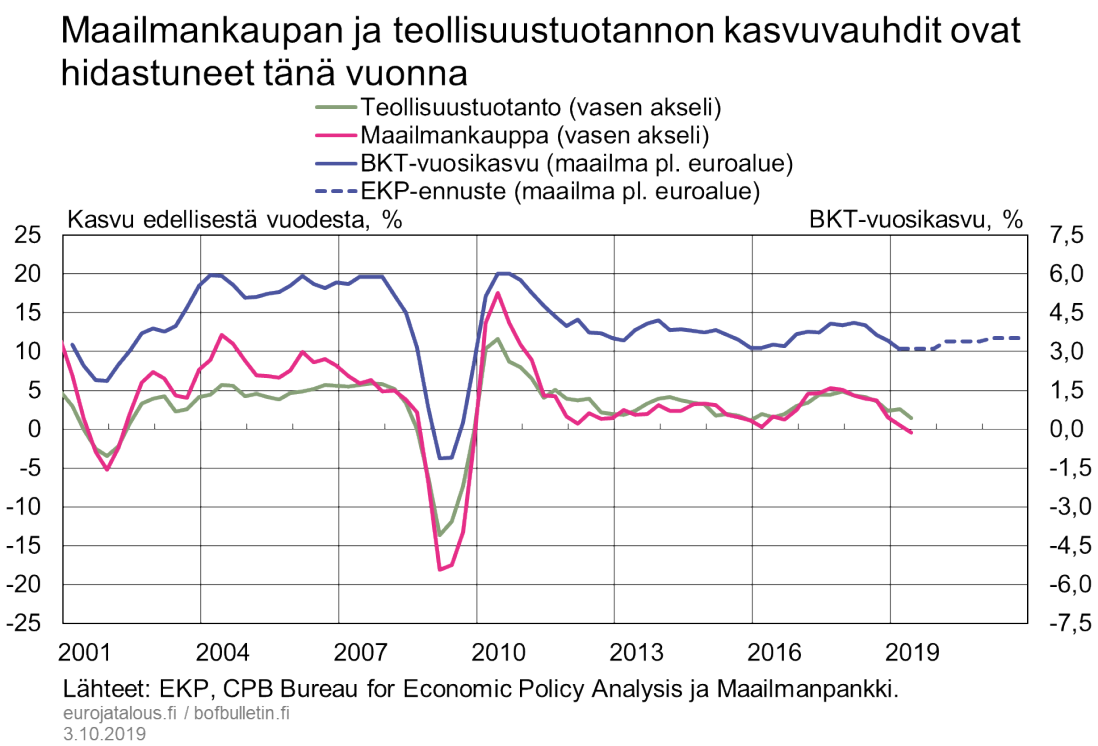


Parin viime vuoden aikana euroalueen pankkien kannattavuutta on tukenut etenkin luottotappioiden vähentyminen. Luottotappioiden ja luottoriskien vähentyminen on vaikuttanut merkittävästi etenkin velkakriisistä eniten kärsineiden maiden pankkien kannattavuuden elpymiseen. Kevyenä pysynyt rahapolitiikka on tukenut pankkien mahdollisuuksia purkaa ongelmalainoja taseistaan. Euroalueen pankeilla oli vuoden 2019 ensimmäisellä neljänneksellä taseissaan edelleen noin 587 mrd. euron edestä järjestämättömiä lainoja, mikä on lähes 16 % vähemmän kuin vuotta aiemmin. Suhteessa koko lainakantaan järjestämättömien lainojen määrä oli alkuvuonna 3,7 %. Pankkien kannattavuutta tukevat edelleen myös alhainen varainhankinnan hinta (kuvio 12) ja EKP:n neuvoston syyskuussa tekemät päätökset porrastetun talletuskorkojärjestelmän käyttöönotosta ja TLTRO-operaatioiden aiempaa suotuisammista ehdoista.

Euroalueella kotimainen kysyntä pyristelee teollisuuden heikkoutta vastaan

Euroalueen BKT:n kasvu on pysynyt vaimeana viime vuoden toiselta vuosipuoliskolta asti. Vuonna 2018 talouskasvu oli vielä 1,9 %, mutta tänä vuonna kasvu on hidastunut noin 1 prosenttiin (kuvio 13). Kasvun hidastuminen johtuu etenkin nettoviennin aiempaa hitaammasta kasvusta.

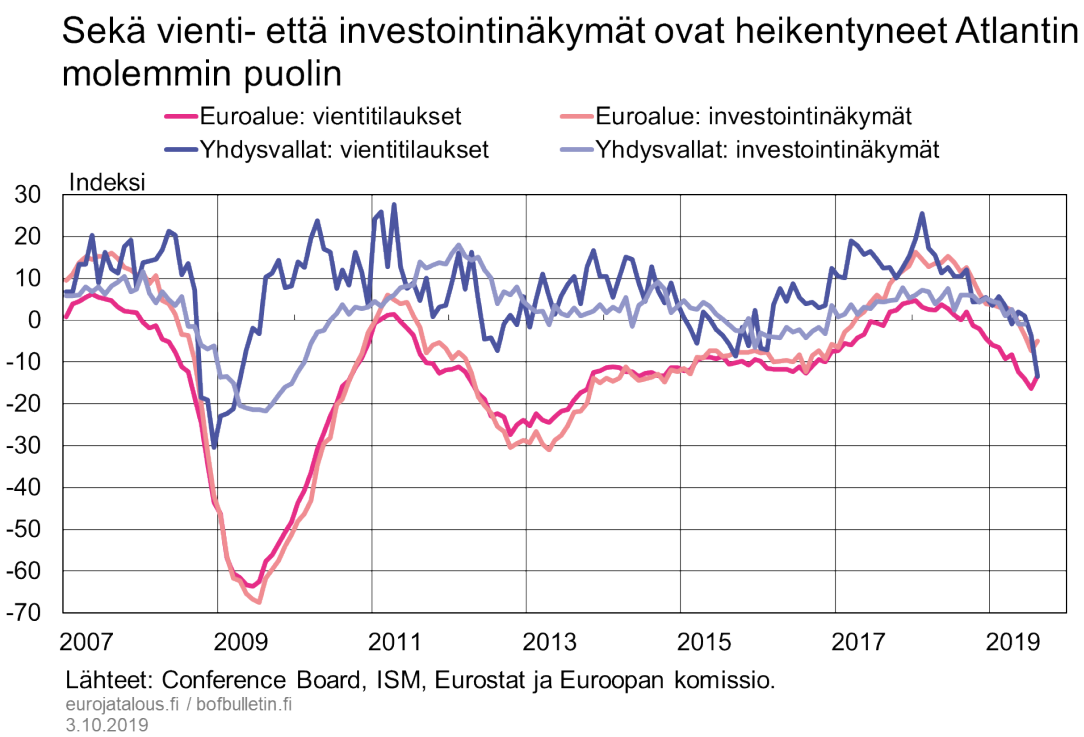
Kuvio 13.



Euroalueen BKT:n kasvun ennakoidaankin jäävän tänä vuonna aiemmin arvioitua hitaammaksi, ja viime aikoina myös vuoden 2020 ennusteita on laskettu. EKP:n ennusteessa euroalueen kasvun odotetaan kuitenkin elpyvän hieman vuoteen 2021 mennessä. EKP:n syyskuun ennusteen mukaan euroalueen BKT kasvaa 1,1 % (kesäkuun ennuste 1,2 %) vuonna 2019, 1,2 % (1,4 %) vuonna 2020 ja 1,4 % (1,4 %) vuonna 2021. Komission kesäkuun ennusteen mukaan BKT kasvaa 1,2 % vuonna 2019 ja 1,4 % vuonna 2020. Näihin ennusteisiin liittyy kuitenkin merkittävä heikompaan kehitykseen viittaava riski. OECD ennustikin syyskuussa, että euroalueen talouskasvu hidastuu EKP:n ja komission ennusteita jyrkemmin ja on 1,1 % vuonna 2019 ja 1,0 % vuonna 2020.

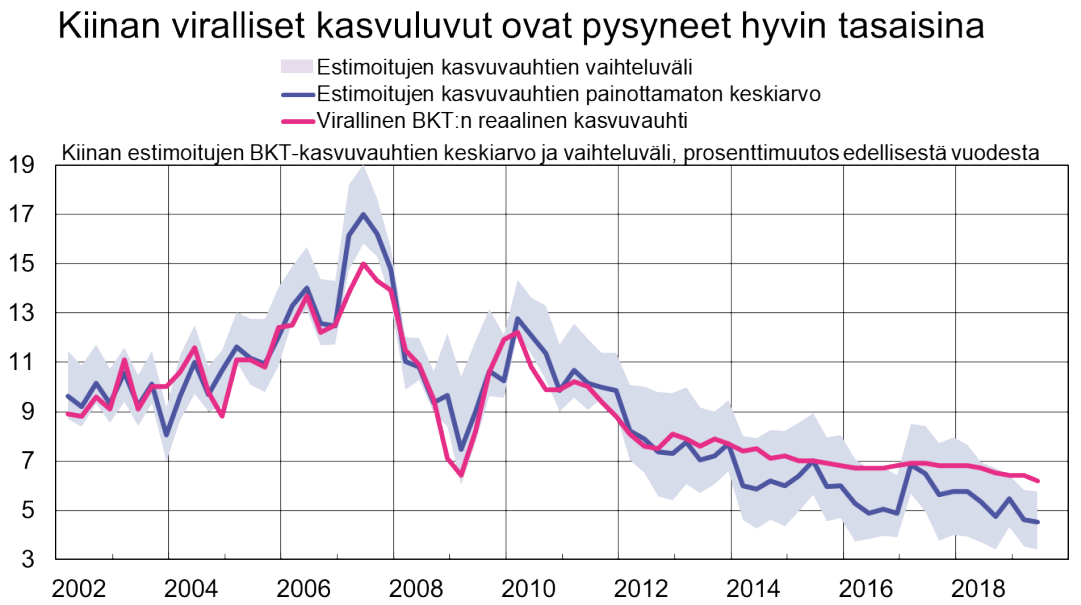
Kasvua on ylläpitänyt yksityisen kulutuksen hyvä kehitys, jota ovat tukeneet kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu ja työllisyystilanteen paraneminen. Kevyenä pysyneet rahoitusolot ja hieman elvyttäväksi kääntynyt finanssipolitiikka tukevat yksityistä kulutusta myös jatkossa. Yksityisen kulutuksen vahva kehitys näkyy siinä, että vähittäiskauppa on kohentunut viime vuodesta ja palvelusektorin ostopäällikköindeksi on pysynyt kasvua osoittavalla tasolla.

Kuvio 14.



Sen sijaan teollisuuden ostopäällikköindeksi on tämän vuoden aikana vajonnut lukemiin, jotka osoittavat aktiviteetin laskua. Teollisuuden ja palveluiden ostopäällikköindeksien näin voimakas erkaantuminen on euroalueella poikkeuksellista (kuvio 14). Teollisuuden näkymät ovat kärsineet vientikysynnän heikkoudesta ja kauppakiistojen synnyttämästä epävarmuudesta. Lisäksi alakohtaiset tekijät ovat koetelleet teollisuustuotantoa etenkin Saksassa. Tuoreimmat luottamusindikaattorit osoittavat euroalueen vientitilausten edelleen vähentyneen, mikä ei lupaa teollisuustuotannon nopeaa paranemista.

Kuvio 15.



Euroalueen viennin kasvu on ollut pysähdyksissä vuoden 2018 lopulta lähtien ja kärsinyt etenkin nousevien talouksien kasvun hidastumisesta. Vientikysyntä on ollut heikkoa etenkin Kiinaan, Turkkiin ja Venäjälle (kuvio 15). Brexitin tuoma epävarmuus on näkynyt viennin supistumisena Isoon-Britanniaan, vaikka varautuminen maaliskuun lopussa oletettuun brexit-päivään kasvattikin väliaikaisesti vientimääriä. Euroalueen tavarakaupan kolme tärkeintä kauppakumppania ovat Yhdysvallat, Iso-Britannia ja Kiina. Näissä kaikissa talouskasvun odotetaan ensi vuonna hidastuvan, joten euroalueen vientinäkymissä on vaikea nähdä käännettä parempaan.

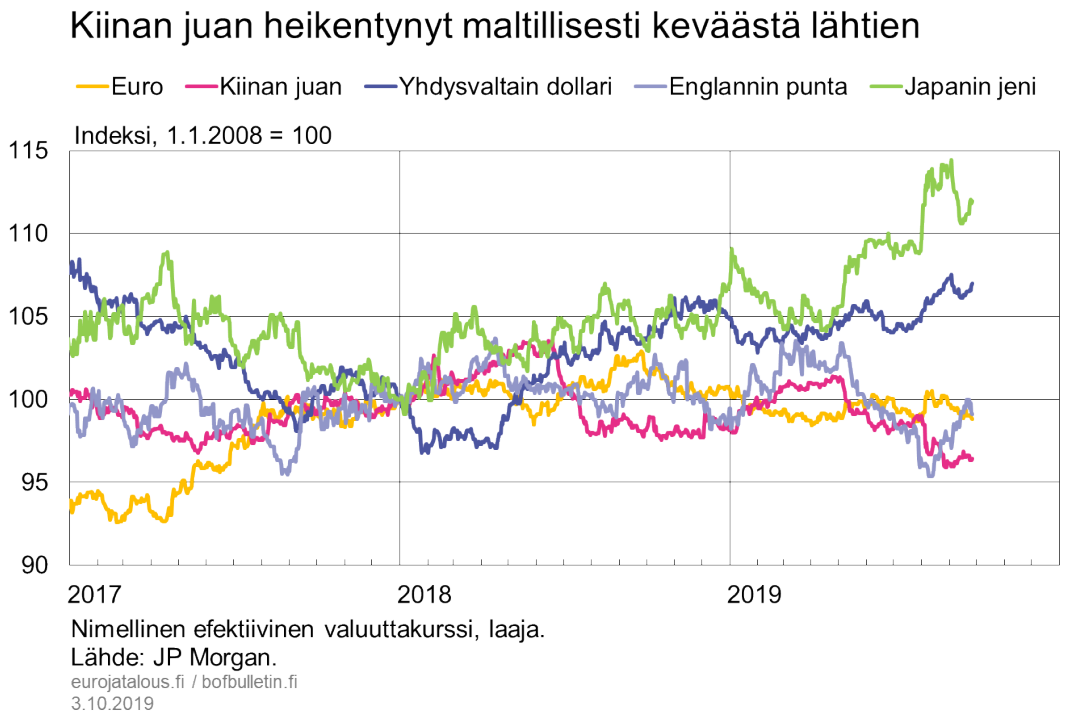
Tuotannolliset investoinnit kasvoivat vielä vuoden toisella neljänneksellä noin 2,5 % vuoden takaiseen nähden. Kasvu oli kuitenkin aiempia neljänneksiä hitaampaa. Viennin ja teollisuuden heikko kehitys painaa tuotannollisten investointien näkymiä, ja investointien tulevaa kehitystä ennakoivat indikaattorit ovat viime kuukausina edelleen laskeneet. Lisäksi kapasiteetin käyttöaste on alentunut viimeisen vuoden aikana.

Teollisuusvaltaiset euromaat kärsineet eniten maailmankaupan supistumisesta

Teollisuustuotanto on kehittynyt heikosti koko euroalueella. Teollisuuden merkitys taloudelle vaihtelee kuitenkin suuresti jäsenmaiden välillä. Teollisuuden osuus maassa tuotetusta

bruttoarvonlisästä on suuri Saksassa ja Itävallassa, kun taas esimerkiksi Kreikassa, Ranskassa ja Alankomaissa osuus on selvästi pienempi. Suomessa teollisuuden osuus bruttoarvonlisästä on lähellä euroalueen keskiarvoa.

Kuvio 16.



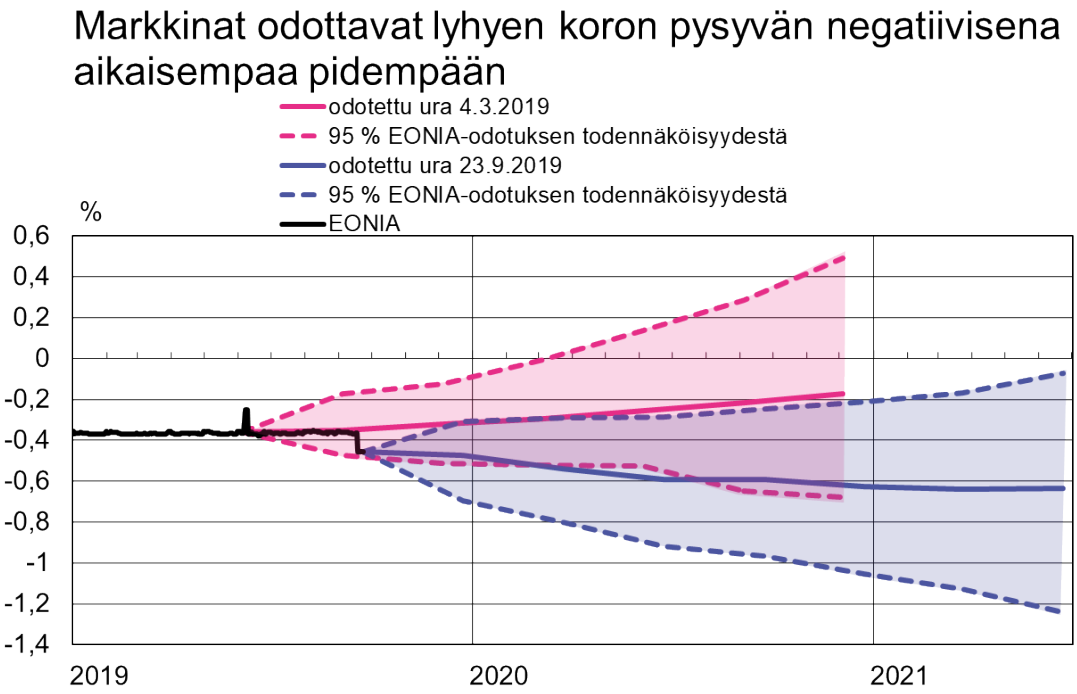
Erot teollisuuden osuudessa koko talouden bruttoarvonlisästä ovat heijastuneet tänä vuonna koettuun talouskasvun heikentymiseen. Tämä näkyy kuviossa 16, jonka mukaan BKT:n kasvu on hidastunut viime vuoden alkuun verrattuna sitä jyrkemmin, mitä suurempi on teollisuustuotannon osuus. Koska teollisuustuotanto on euroalueella vahvasti kytkeytynyt viennin kehitykseen, osittain kauppakiistojen myötä hidastuva vientikysyntä iskee ainakin aluksi voimakkaammin teollisuusvaltaisiin jäsenmaihin.

Saksan talouden heikko kehitys jatkunut aiemmin odotettua pidempään

Euroalueen neljän suurimman talouden kasvunäkymät ovat eriytyneet entistä enemmän kesän aikana. Espanjan kasvu on pysynyt vahvana ja Ranskankin talous kehittyy vakaasti. Italian kasvunäkymät ovat pysyneet ennallaan eli hyvin heikkoina viime kevättalvesta lähtien. Saksan teollisuustuotannon heikko kehitys on korostunut kesän aikana (kuvio 17). Saksa on erityisen teollisuusvaltainen ja avoin talous[8], mikä tekee siitä viennistä riippuvaisemman ja herkemmän

kansainvälisen kaupan rakenteelle kuin muista. Saksan autoteollisuuden vaikeudet voivat heijastua myös laajemmin euroalueen talouteen, koska ala on kansainvälisesti hyvin integroitunut ja sen kehitys näkyy nopeasti alihankkijoiden tilauksissa[9].

Kuvio 17.



Yhtenäinen viiva kuvaa markkinoiden odotettua EONIA-uraa ja katkoviivojen rajaamat alueet sisältävät 95 % markkinoiden odotetuista EONIA-koroista.
Lähteet: Bloomberg, Macrobond ja Suomen Pankin laskelmat.
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
3.10.2019

Saksan talouden vaisu kehitys vaikuttaa merkittävästi koko euroalueen talouskehitykseen sekä suoraan suuren painoarvonsa perusteella että epäsuorasti taloussuhteiden kautta. Saksan BKT supistui hieman vuoden toisella neljänneksellä ensimmäiseen neljännekseen verrattuna. Syynä oli erityisesti viennin heikko kehitys. Vielä alkuvuonna Saksan investointien kehitys oli hyvä. Toisella neljänneksellä teollisuuden investoinnit kasvoivat vielä, mutta rakentamisessa väheneminen oli merkittävää. Yksityistä kulutusta ovat tukeneet yhä hyvä työllisyys (työttömyysaste on 3 %) ja palkkojen kasvu. Reaalisesti nettopalkat kasvoivat toisella neljänneksellä 4,8 % vuoden takaiseen verrattuna. Kuluttajien luottamus on kuitenkin heikentynyt Saksassa maaliskuusta lähtien. Saksan tämän vuoden BKT:n kasvu näyttäisi jäävän noin kolmannekseen viime vuoden vauhdista eli suunnilleen 0,5 prosenttiin. Maassa käydään kiivasta keskustelua siitä, tulisiko elvytyksen nimissä sallia alijäämäiset budjetit. Myös IMF on kannustanut Saksaa käyttämään finanssipolitiikan liikkumavaraansa potentiaalisen tuotannon tukemiseen.[10]

Italian talouskasvu on ollut koko tämän vuoden ensimmäisen puoliskon vähäistä, ja ennusteet

koko vuoden kasvuksi ovat lähellä nollaa. Vielä viime vuonna talous kasvoi lähes prosentin. Teollisuustuotanto on supistunut monta kuukautta peräkkäin – joskin selvästi vähemmän kuin Saksassa. Yksityisen kulutuksen kasvu on hidastunut. Italian tilannetta on mutkistanut poliittinen epävarmuus, joka on tosin syyskuussa uuden hallituksen myötä vähentynyt. Italian ongelmat ovat kuitenkin ennallaan eli korkea työttömyysaste, heikko kilpailukyky sekä suuri julkinen velka (yli 130 % suhteessa BKT:hen).

Ranskan tämän ja ensi vuoden talouskasvun arvioidaan jäävän vain hieman viimevuotista hitaammaksi, noin 1,3 prosenttiin. Presidentti Macronin talousuudistuksiin pyritään saamaan uudelleen vauhtia niiden hidastuttua keltaliivien protestien vuoksi. Myönnytyksenä tehdyt julkisten menojen lisäykset toimivat nyt finanssipoliittisena elvytyksenä. Ranskassakin julkinen talous on ollut pitkään alijäämäinen, ja maan julkinen velka suhteessa BKT:hen on noin 100 %.

Viime vuosina nopeimmin kasvanut suuri euromaa **Espanja** on onnistunut ylläpitämään muita parempaa talouden kasvuvauhtia myös alkuvuonna. Koko vuoden kasvun arvioidaan yltävän reiluun 2 prosenttiin. Espanjan taloutta suojaavat sen vähäisempi riippuvuus viennistä ja teollisuuden pienempi painoarvo. Espanjankin julkinen talous on edelleen alijäämäinen, mutta vaje on supistunut vuosi vuodelta ja julkinen velka suhteessa BKT:hen on pienentynyt hitaasti.

Euroalueen investointiaste pysynyt sitkeästi alhaisena

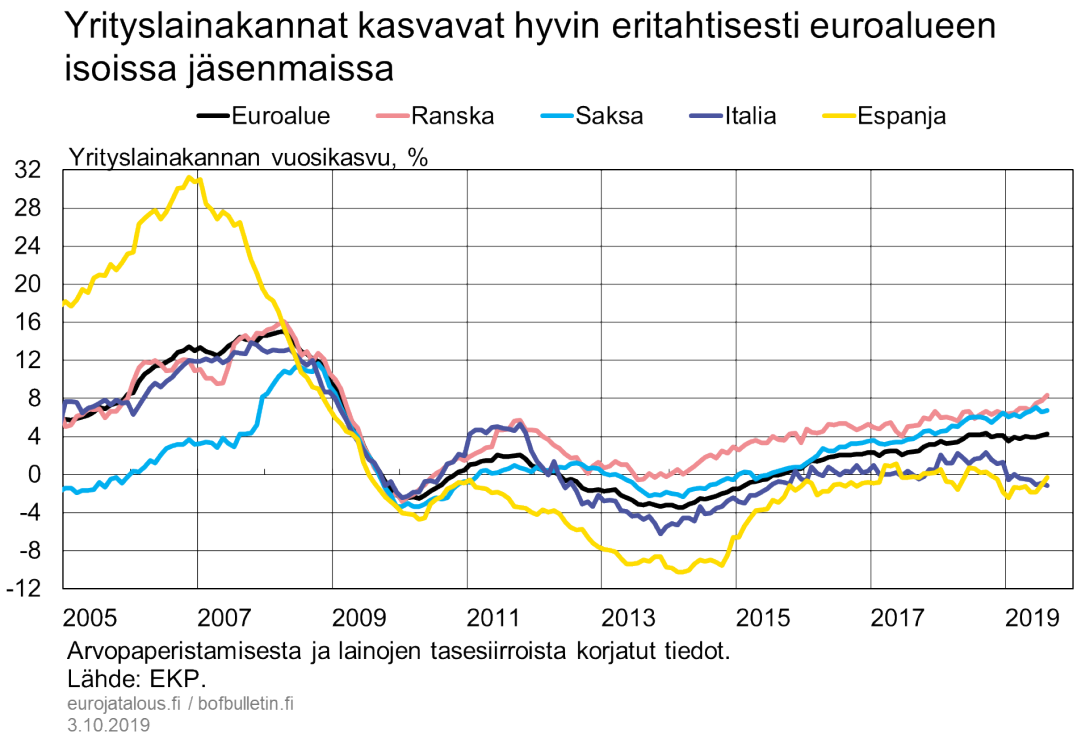
Arviot euroalueen potentiaalisen tuotannon kasvusta ovat laskeneet hieman eli 1,4 prosenttiin vuoden 2019 aikana. Erityisesti työn tuottavuuden kehitys on ollut euroalueella heikkoa. Teema-artikkelissa esitellyn tutkimuksen mukaan hidas tuottavuuskehitys voi johtua siitä, että innovointi on heikentynyt ja yritykset ovat lykänneet uuden teknologian käyttöönottoa hidastuneen kokonaiskysynnän myötä (Laskusuhdanne voisi hidastaa euroalueen tuottavuuden kasvua entisestään).

Työikäisen väestön vähenemistä on korvannut se, että etenkin vanhempien ikäluokkien osallistumisaste on edelleen noussut. Työikäisen väestön väheneminen kuitenkin voimistunee 2020-luvun puoliväliä kohti. Ilman työllisyysastetta ja talouskasvua tukevia uusia reformeja talouden tasapainoisen kasvuvauhdin ennakoidaankin hidastuvan työikäisen väestön ikääntymisen vuoksi. EKP:n neuvosto painotti syyskuussa rakennepoliittisten toimien tärkeyttä euroalueen tuottavuuden ja kasvupotentiaalin parantamiseksi.

Verrattuna finanssikriisiä edeltäneeseen aikaan euroalueen säästämisaste on edelleen korkea ja investointiasteet selvästi alemmat. Vaihtotaseen ylijäämä on pysynyt tasaisesti 3 prosentin suuruisena. Osaltaan vaihtotaseen ylijäämä on varautumista väestön ikääntymiseen ja talouskehityksen vakauttamista kriisitilanteessa, mutta se voi myös viestiä heikosta

investointihalukkuudesta tai vähäisistä investointimahdollisuuksista. Koska suuremmissa euroalueen jäsenmaissa säästäminen on lisääntynyt ja asuntoinvestoinnit ovat vähäiset, kotitalouksien velka-asteet ovat laskeneet tasaisesti viime vuosina.

Kuvio 18.



Koko euroalueen investointiaste on selvästi alempi kuin 2000-luvun alussa. Investoinneista erityisesti rakennusinvestoinnit ovat kohentuneet heikosti, ja niiden osuus euroalueen kokonaistuotannosta on yhä vain vähän vuonna 2015 saavutetun historiallisen pohjan yläpuolella (kuvio 18). Rakentamisen vaimeus näkyy erityisesti Espanjassa ja Italiassa.

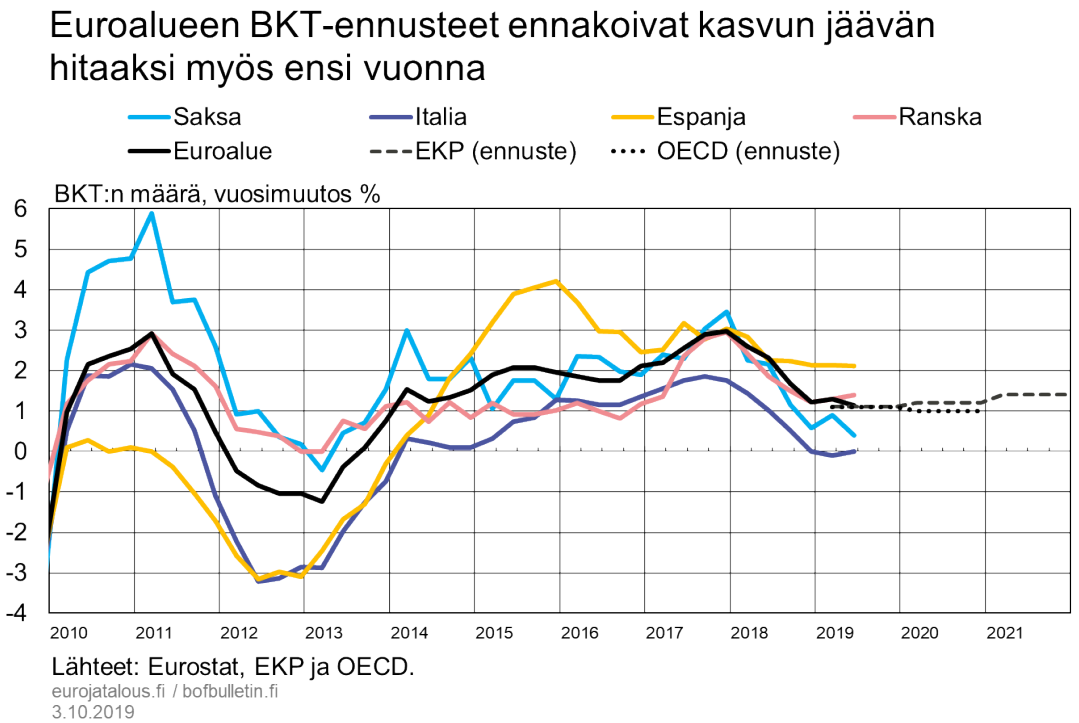
Tuotannolliset investoinnit lähtivät hitaasti elpymään vasta vuonna 2015, ja niiden osuus kokonaistuotannosta on yhä pienempi kuin kriisiä ennen. Investointinäkymien viimeaikainen heikentyminen voi painaa investointiasteita jatkossa alaspäin. Suurista jäsenmaista vain Espanjassa tuotannollisten investointien osuus on noussut kriisiä edeltäneen tason yläpuolelle. Espanjassa tuotannollisten investointien elpyminen johtuu teollisuuden vahvasta kehityksestä, jota ovat tukeneet finanssikriisin aikana tehdyt rakenneuudistukset. Aineettomien investointien osuus euroalueen kokonaistuotannosta on kasvanut edelleen tasaisesti ja ylittää selvästi finanssikriisiä edeltäneen tason.[11]

Kasvua tukenut toistaiseksi hyvä työmarkkinatilanne

Työttömyysaste on laskenut euroalueella jo lähelle kriisiä edeltäviä historiallisen alhaisia lukuja; työttömyysaste oli heinäkuussa 7,5 %. Syynä on etenkin Saksan työttömyysasteen lasku ennätyksellisen alhaiseksi eli 3 prosenttiin. Sen sijaan suurista euromaista Espanjassa ja Italiassa työttömyysasteet ovat yhä selvästi kriisiä edeltäviä lukuja korkeammat. Työttömyyden laskuvauhti on kuitenkin hidastunut tämän vuoden aikana, ja yksittäisissä jäsenmaissa kuten Belgiassa työttömyysaste on pysynyt tämän vuoden suunnilleen ennallaan.

Työttömyysasteen arvioidaan olevan tällä hetkellä jo hieman alle mm. Euroopan komission arvioiman tasapainotyöttömyyttä kuvaavan ns. NAIRU-tason[12] (kuvio 19). EKP:n ennusteen mukaan työttömyys laskee lähivuosina edelleen huolimatta suhdannekehityksen heikkenemisestä. Toisaalta taloustilanteen heikentyminen voi näkyä työttömyysasteissa hitaasti, sillä kun kysyntä heikentyy, yritykset ensin vähentävät tehtyjä työtunteja ja käyttävät työmarkkinoiden joustoja kuten työaikapankkeja. Saksassa nähdäänkin jo työntekijää kohti tehtyjen työtuntien lievää laskua niiden viimevuotisen nousun jälkeen.

Kuvio 19.



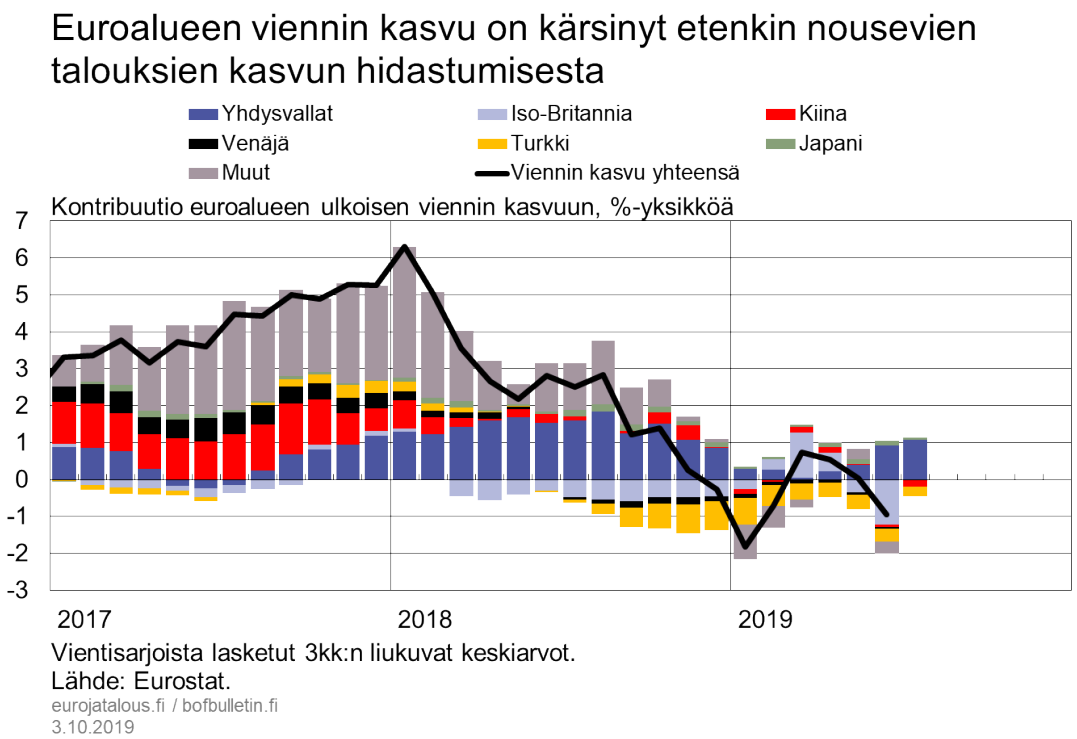
Tähän asti työmarkkinoita on tukenut työvoiman osallistumisasteen nousu etenkin vanhemmissa ikäluokissa. 15–64-vuotiaiden osallistumisaste on jo noussutkin samoihin lukuihin kuin Yhdysvalloissa, lähelle 75 %:a. Kun väestö ikääntyy, työllisyyden paraneminen jatkossa edellyttää

työmarkkinauudistuksia, jotka tukisivat erityisesti nuorten osallistumista työmarkkinoille. Nuorten osallistumisasteet ovat yhä kriisiä edeltäviä lukuja alemmat.

Heikentyneet odotukset vaimentaneet inflaationäkymiä

Euroalueen hintojen nousuvauhti on hidastunut viime vuoden 1,8 prosentin inflaatiosta. Kesän aikana inflaatio painui yhteen prosenttiin. Inflaation hidastuminen johtuu lähes yksinomaan energian hinnan nousun hidastumisesta, mikä puolestaan selittyy pitkälti öljyn hinnan muutoksista. Tämän vuoden aikana öljyn hinnan vuosikasvu on kääntynyt selvästi negatiiviseksi, ja sen vuoksi energian hintojen vaikutus kokonaisinflaatioon on pienentynyt merkittävästi (kuvio 20). EKP ennustikin syyskuussa euroalueen kokonaisinflaation olevan 1,2 % vuonna 2019, 1,0 % vuonna 2020 ja 1,5 % vuonna 2021.

Kuvio 20.

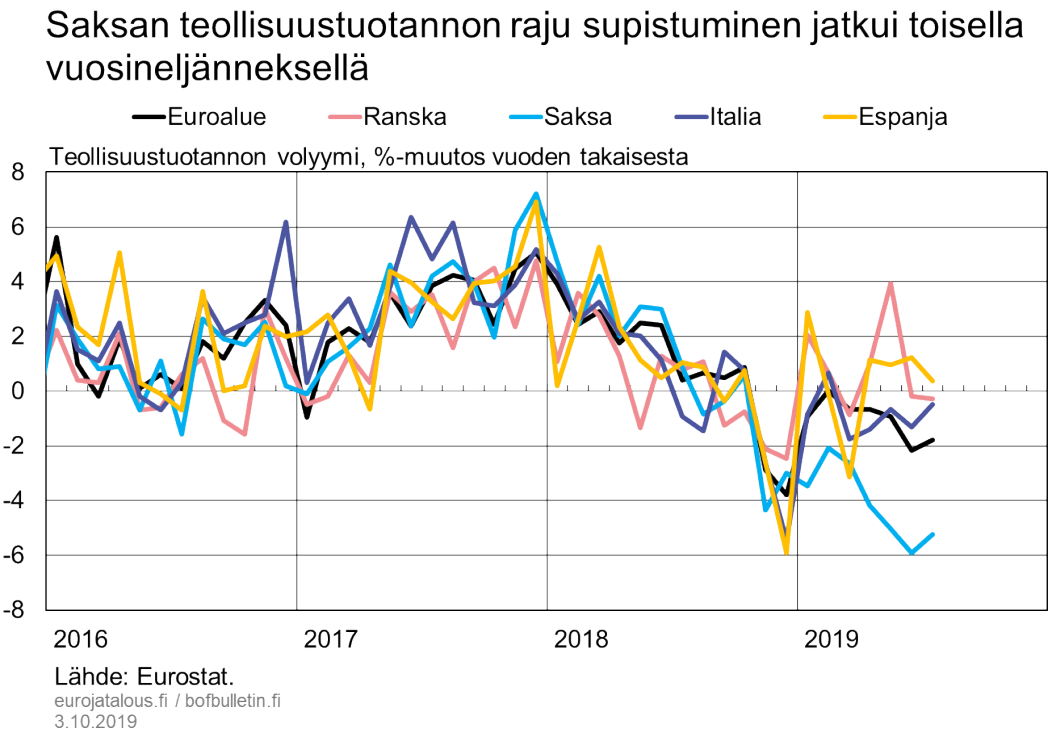


Euroalueen vuotuinen pohjainflaatio on pysynyt yhden prosentin tuntumassa jo kuuden viime vuoden ajan. Energian ja ruuan hinnan vaikutuksista puhdistettu pohjainflaatio heijastelee euroalueen sisäisiä kustannuspaineita. EKP ennustaa pohjainflaation nousevan hieman: kuluvan vuoden 1,1 prosentista 1,2 prosenttiin vuonna 2020 ja kiihtyvän edelleen 1,5 prosenttiin vuonna 2021.

Viime vuosina palkkainflaatio on ripeytynyt. Palkkojen nousu ei kuitenkaan aiheuta

kustannuspaineita, mikäli myös työn tuottavuus kasvaa, sillä tällöin korkeampaa palkkasummaa vastaan tuotetaan myös enemmän hyödykkeitä. Tätä voidaan mitata yksikkötyökustannuksilla. Kun euroalueen palkkainflaatio kiihtyi, myös työn tuottavuus parani aluksi samanaikaisesti, jolloin hintapaineita ei päässyt syntymään (kuvio 21). Tuottavuuden jyrkkä suhdanneluonteinen lasku viime vuodenvaihteessa nosti yksikkötyökustannuksia merkittävästi. Yksikkötyökustannusten kasvun odotetaan jatkossa tasaantuvan, kun tuottavuuskehitys normalisoituu. Yksikkötyökustannusten nousu ei olekaan vielä näkynyt inflaatiossa, vaan toistaiseksi yritykset ovat laskeneet voittomarginaalejaan.

Kuvio 21.

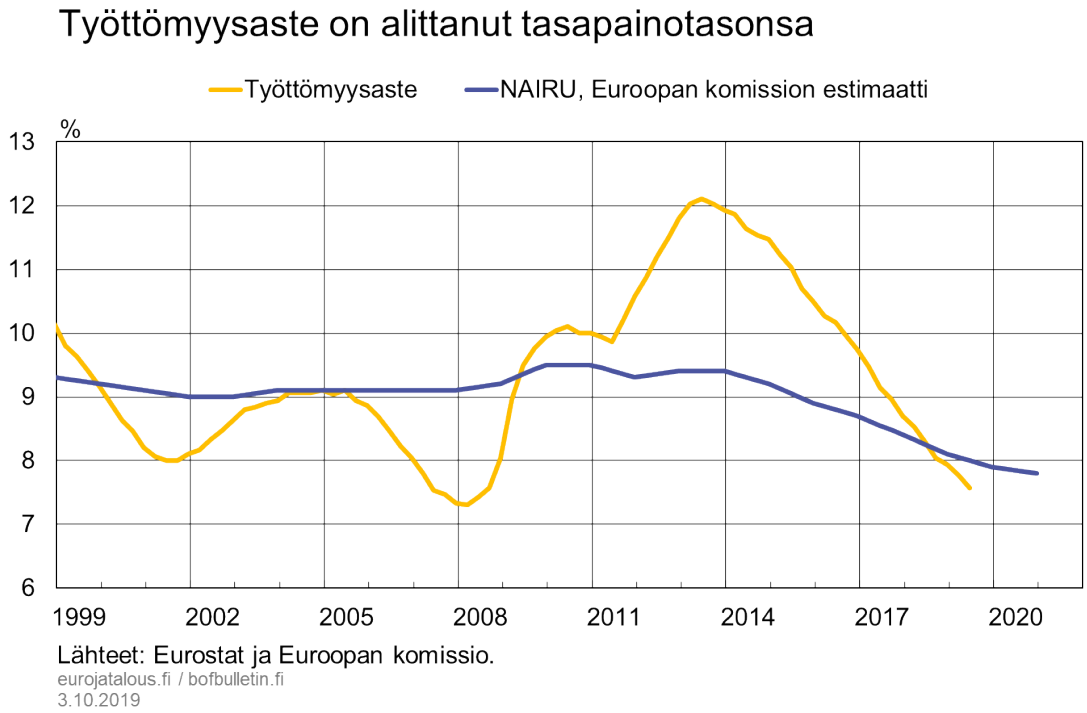


Euroalueen resurssit alkavat olla täyskäytössä, mikä lisää kustannuspaineita. Työttömyyden arvioidaan olevan alle NAIRU -tason, ja lisäksi potentiaalisen ja toteutuneen tuotannon eroa mittaava tuotantokuilu on eri arvioiden mukaan umpeutunut.

Euroalueen inflaatio-odotukset ovat laskeneet niin rahoitusmarkkinoiden odotusten kuin ammattiennustajille suunnattujen kyselytutkimustenkin (SPF) perusteella tasaisesti jo vuoden ajan (kuvio 22). Lyhyen aikavälin odotusten lasku heijastelee heikentynyttä suhdannenäkymää sekä kertaluonteisia sokkeja, kuten öljyn hinnan liikkeitä. Pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset sen sijaan ilmentävät suhdannesyklien yli ulottuvaa talouden toimijoiden inflaationäkemystä. Markkinainformaatiosta johdetut pitkän aikavälin odotukset laskivat kesän aikana alimmilleen mittaushistoriansa aikana ja ovat edelleen hyvin alhaiset.

Myös EKP:n SPF-kyselytutkimuksessa pitkän aikavälin odotukset ovat alemmat kuin koskaan aiemmin, joskin ne ovat vielä selvästi markkinaodotuksia korkeammat. Pitkien odotusten lasku on huolestuttavaa, sillä alentuneet inflaatio-odotukset voivat vähitellen johtaa itseään toteuttavaan alhaisen inflaation kierteeseen.

Kuvio 22.



Markkinainformaatiosta voidaan johtaa myös odotetun inflaation todennäköisyysjakauma. Jakauma on viime aikoina siirtynyt hitaamman inflaation suuntaan, mikä heijastelee edellä kuvattua markkinaodotusten laskua. Tänä vuonna todennäköisyys alle 1 prosentin inflaatiosta on kasvanut selvästi, mutta deflaation todennäköisyys ei ole noussut merkittävästi.

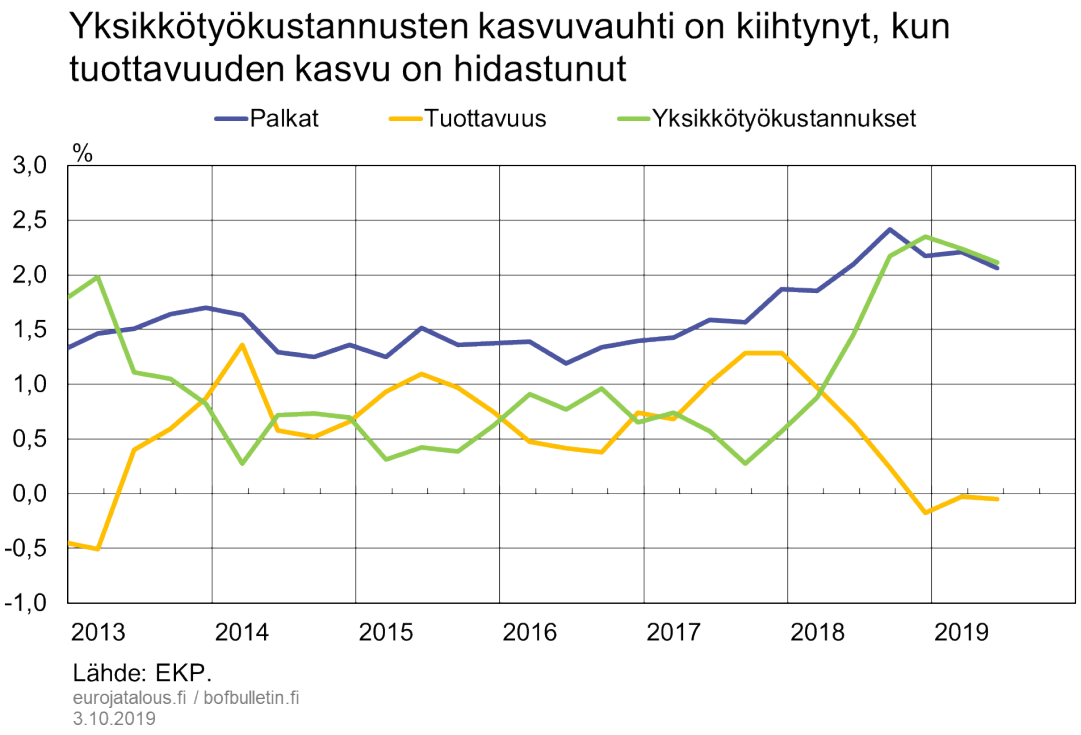
Kaiken kaikkiaan euroalueen lähiaikojen inflaationäkymä on vaisu, ja useat eri tahot ovatkin laskeneet ennusteitaan. Euroalueen inflaatio on jäämässä selvästi alle 2 prosentin keskipitkällä aikavälillä. Kuluvan ja ensi vuoden aikana inflaatiota painavat öljyn hinnan pohjavaikutukset, mikäli öljyn hinta pysyy suunnilleen 60 dollarissa tynnyriltä. Ennustehorisontin loppua kohden inflaatio alkaa vähitellen kiihtyä mutta pysyy yhä maltillisena. Inflaatiota tukee hyvänä pysynyt työmarkkinakehitys. Inflaatio-odotusten nousu olisi kuitenkin ensiarvoisen tärkeää, jotta inflaatio palaa kestävästi EKP:n tavoittelemaan vauhtiin, lähelle 2 %:a mutta hieman alle sen.

Finanssipolitiikka euroalueella lievästi elvyttävää

Tänä vuonna euroalueen finanssipolitiikan odotetaan olevan hieman elvyttävää ja julkisen talouden kokonaisvajeen ennakoidaan kasvavan vajaaseen prosenttiin suhteessa BKT:hen viime vuoden 0,5 prosentista (kuvio 23). Elvyttävä finanssipolitiikka tukee osaltaan euroalueen talouskasvua. EKP:n neuvosto painotti syyskuun kokouksen lehdistötilaisuudessa[13], että maiden, joilla on finanssipoliittista liikkumavaraa, tulisi ryhtyä hyvissä ajoin tehokkaisiin toimiin talouskasvun tukemiseksi. Toisaalta niissä maissa, joissa julkinen velka on suuri, tarvitaan varovaista finanssipolitiikkaa, jotta automaattiset vakauttajat voivat toimia vapaasti.

Euroalueen julkisen velan odotetaan pienenevän asteittain nykyisestä noin 85 prosentista suhteessa BKT:hen. Julkisessa velkaantuneisuudessa on kuitenkin suuria maakohtaisia eroja. Ranskassa ja Espanjassa julkinen velka oli vuonna 2018 lähes 100 % BKT:stä, Italiassa yli 130 % ja Saksassa noin 60 %. Maakohtaisten erojen odotetaan pysyvän suurina, sillä suurista maista julkinen velka supistuu selvästi vain Saksassa.

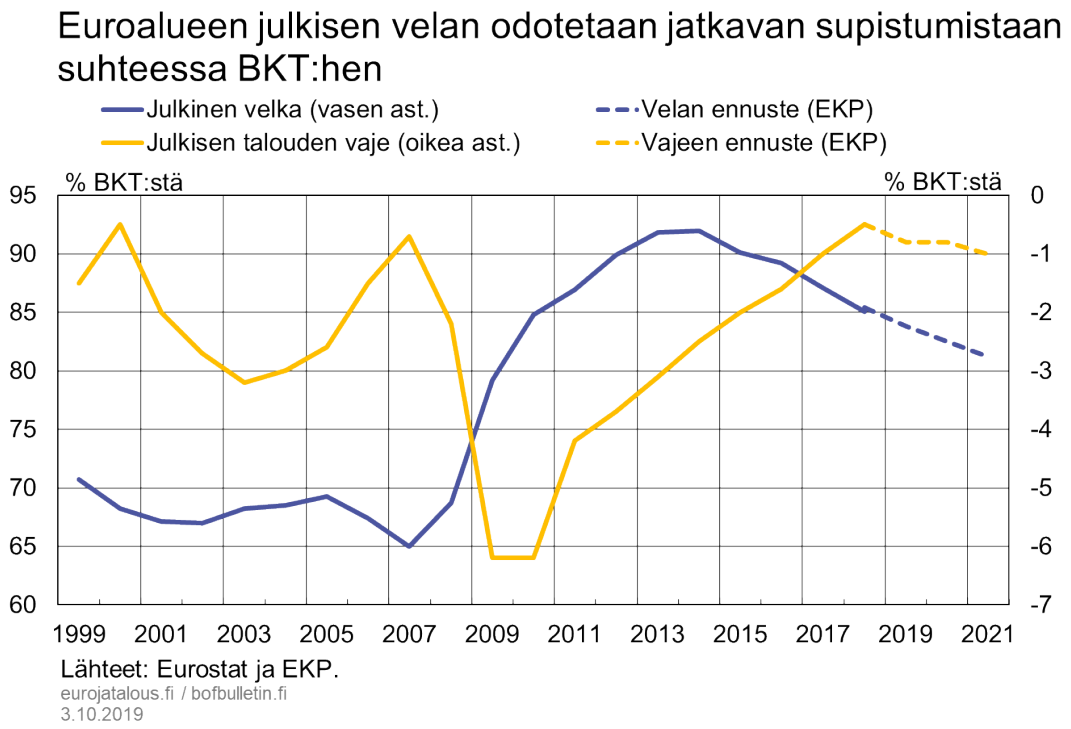
Kuvio 23.



Kestävä julkisen talouden velkataso mahdollistaa tehokkaan vastasyklisen finanssipolitiikan. Julkisen velan kestävyyttä keskipitkällä aikavälillä voidaan mitata komission laskemalla S1-mittarilla (kuvio 24). Mittari kuvaa tarvittavia lisätoimia vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisen 60 prosentin julkisen velkatason saavuttamiseksi vuoteen 2033 mennessä. Mittarin mukaan

isoista maista Saksassa ja Alankomaissa olisi finanssipoliittista liikkumavaraa. Toisaalta taas Italiassa, Espanjassa ja Ranskassa julkisen alijäämän pitäisi lähivuosina supistua, jotta 60 prosentin velkataso saavutettaisiin.[14]

Kuvio 24.

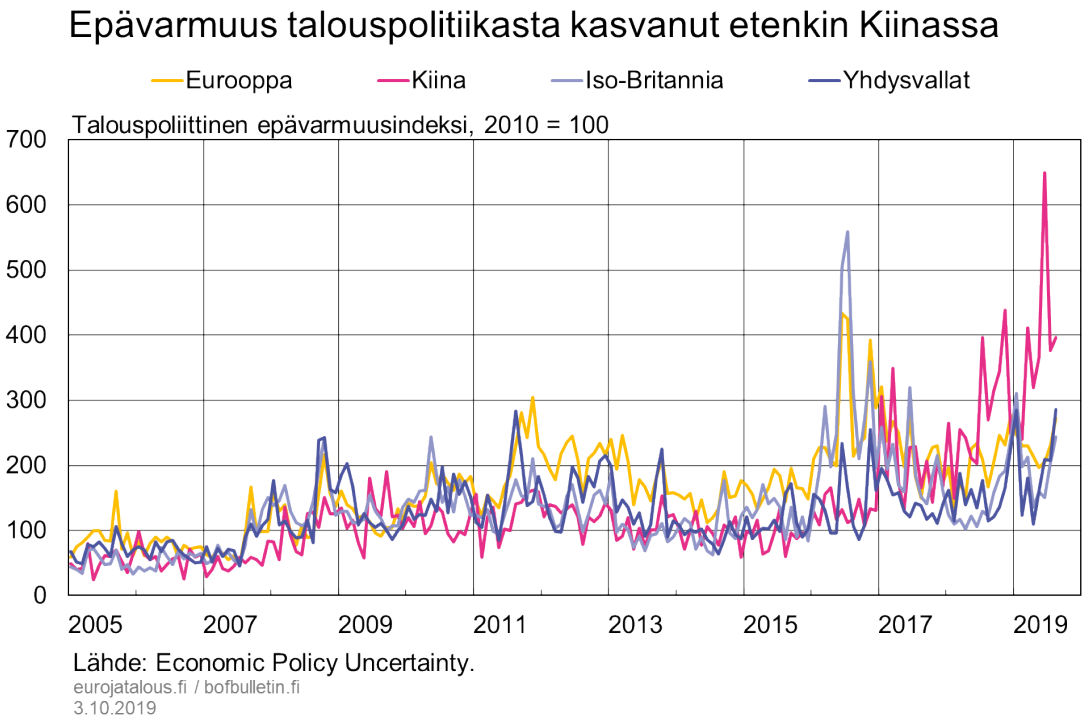


Pitkällä aikavälillä usean euroalueen jäsenmaan julkisen talouden kestävyyteen liittyy merkittäviä riskejä erityisesti väestön ikääntymisen takia. Komission arvion mukaan riskit julkisen velkatason kestävyydelle ovat euroalueella korkeat Belgiassa, Espanjassa, Italiassa ja Luxemburgissa. Lisäksi kymmenessä jäsenmaassa riskit ovat keskitasoa. Julkisen talouden kestävyysarvioihin vaikuttavat merkittävästi sekä tuleva talouden kasvu-ura että pitkien valtionlainojen korkokehitys.

Kauppasota ja brexit aiheuttavat riskin odotettua heikommasta kehityksestä

Osa aikaisemmin arvioiduista riskeistä, jotka liittyvät kauppasodan kärjistymiseen, Kiinan kasvun heikkenemiseen ja Ison-Britannian EU-eroon, on jo jossain määrin toteutunut. Talouspoliittista epävarmuutta mittaava EPU-indeksi on noussut tämän vuoden aikana selvästi (kuvio 25). Kasvuriskit ovat silti edelleen heikompaan suuntaan viittaavia.

Kuvio 25.



Ison-Britannian EU-eron uusi määräpäivä koittaa lokakuun lopussa. Viime aikoina todennäköisyys sopimuksettomaan brexitiin saattaa olla jossain määrin kasvanut, vaikka lain mukaan hallituksen tulisikin hakea brexit-päivään jälleen lykkäystä, jos erosopimusta ei saada parlamentissa hyväksyttyä. Sopimuksettomalla brexitillä olisi merkittävät negatiiviset vaikutukset sekä Ison-Britannian että EU-maiden talouskehitykseen. Vaikutukset olisivat merkittävät erityisesti Irlannille, mutta Iso-Britannia on tärkeä kauppakumppani myös monelle muulle euroalueen maalle. Maakohtaiset vaikutukset riippuvat maiden välisten ulkomaankauppavirtojen suuruudesta, tuotantoketjujen välisistä linkeistä ja rahoitusyhteyksistä. Hallitun, sopimuksettoman EU-eron myötä ulkomaankaupassa alettaisiin soveltaa Maailman kauppajärjestön WTO:n sääntöjä. Tällaisessa skenaariossa jäljelle jäävän EU-alueen BKT laskisi pitkällä aikavälillä vaikutusarvioista riippuen 0,3–1,5 % verrattuna tilanteeseen ilman EU-eroa[15]. Jos EU-ero tapahtuisi hallitsemattomasti, rahoitusmarkkinahäiriöt pahentaisivat tilannetta entisestään. Pahimmat menetykset kokonaistuotannolle sopimuksettomasta brexitistä tulisivat kuitenkin eri arvioiden mukaan Isolle-Britannialle. Englannin pankin pahimmassa skenaariossa, jossa EU-ero tapahtuu täysin hallitsemattomasti ilman sopimusta, Ison-Britannian BKT supistuisi lyhyellä aikavälillä 5,5 %[16]. Yleisesti vaikutuslaskelmissa arvioidaan, että vaikutusten suuruus EU-maille olisi keskimäärin 10–30 % Ison-Britannian kokemasta BKT:n tappiosta.

Yhdysvaltojen ja Kiinan välinen kauppakiista kärjistyi uudestaan kesällä, ja sen vaikutukset

näkyvät jo toteutuneessa talouskehityksessä (Kauppasota heikentänyt merkittävästi maailmantaloutta). Kauppakiista näyttääkin tällä hetkellä pitkittyvän, ja kansainvälisen kaupan esteet uhkaavat laajentua[17]. Protektionististen toimien laajeneminen heikentää talouskasvun edellytyksiä ja voisi pahimmassa tapauksessa laukaista vakavia rahoitusmarkkinahäiriöitä.

Kauppakiistan nähdään jo nyt vaikuttavan Kiinan talouskehitykseen, jota ovat lisäksi heikentäneet Kiinan sisäiset ongelmat. Talouden heikkeneminen yhdessä velkaongelman pahentumisen kanssa merkitsee sitä, että markkinahäiriöiden määrä voi kasvaa. Kiinan kasvun jyrkällä hidastumisella voisi olla merkittäviä vaikutuksia maailmantalouden luottamusilmapiiriin, raaka-aineiden hintoihin, maailmankauppaan ja maailmantalouden kasvuun. Kiinan kasvun heikentyminen kärjistäisi ongelmia myös muissa nousevissa talouksissa.

Viitteet

1. IMF:n heinäkuun ennustepäivitys, OECD:n syyskuun ennustepäivitys sekä EKP:n (maailma pl. euroalue) uudet arviot syyskuulta. ↑
2. Tullikorotukset koskevat nyt noin 70 %:a Kiinan viennistä Yhdysvaltoihin ja 60 %:a Yhdysvaltojen viennistä Kiinaan. Yhdysvaltojen yleiset tullikorotukset pesukoneille, aurinkopaneeleille, alumiinille ja teräkselle ovat edelleen voimassa yksittäisiä poikkeusluvan saaneita maita lukuun ottamatta. ↑
3. Katso tarkemmin kauppakiistan vaikutuksista "Kauppasota heikentänyt merkittävästi maailmantaloutta". ↑
4. OECD Economic Outlook Box 1.1., toukokuu 2019. ↑
5. Katso tarkemmin pitkien korkojen laskusta ja korkokäyrän kääntymisestä "Miksi Yhdysvaltojen pitkät valtionlainakorot ovat laskussa". ↑
6. Lue lisää negatiivisen koron vaikutuksista euroalueella "Lievästi negatiivinen keskuspankkikorko keventää rahoitusoloja". ↑
7. Lue lisää porrastetusta talletuskorkojärjestelmästä: Eurojärjestelmän porrastettu talletuskorkojärjestelmä. ↑
8. Saksassa ulkomaankaupan (vienti + tuonti) osuus BKT:sta on yli 60 %, kun muissa suurissa euromaissa osuus on noin 40 %. ↑
9. Katso lisää Saksan autoteollisuudesta "Saksan autoteollisuuden vaikeudet haastavat euroopan talouskehitystä". ↑
10. IMF article IV consultation with Germany, heinäkuu 2019. ↑
11. Vuosien 2015 ja 2016 osuuden nousua selittävät Irlannin poikkeuksellisen suuret tuotekehitysinvestoinnit, jotka tasaantuivat vuosina 2017 ja 2018. ↑
12. NAIRU-tasolla (non-accelerating inflation rate of unemployment) tarkoitetaan inflaation kannalta neutraalia työttömyysastetta. ↑
13. Katso EKP:n neuvoston syyskuun kokouksen lehdistötilaisuuden alustuspuheenvuoro: ↑

linkki.

14. Tämä perustuu Euroopan komission Fiscal Sustainability Report 2018:ssa esitettyyn S1-keskipitkän aikavälin velkakestävyysmittariin. S1-mittari mittaa julkisen talouden kestävyyttä ja siihen kohdistuvia rahoitustarpeita keskipitkällä aikavälillä, eikä sitä pitäisi sellaisenaan ottaa politiikkasuosituksena. Keskipitkän aikavälin liikkumavara ei myöskään ota kantaa lyhyen ajan elvytystarpeisiin tai -mahdollisuuksiin. ↑
15. Belgian keskuspankissa tammikuussa 2019 tehty selvitys viimeisten kahden vuoden aikana tehdyistä vaikutusarvioista. Tuloksissa mukana seitsemän eri vaikutusarviota: linkki. ↑
16. Englannin pankin brexit-laskelmat marraskuulta 2018: "EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability", jotka päivitettiin syyskuussa 2019: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2019/governor-letter-to-chair-of-tsc-re-updated-brexit-scenarios.pdf?la=en&hash=2E567C985959FCF2D80A4F803A7D17392E2855DE. Syyskuussa 2019 vaikutus BKT:hen arvioitiin 2 prosenttiyksikköä pienemmäksi kuin marraskuussa 2018 pääasiassa eri sektorien onnistuneen sopimuksettomaan brexitiin varautumisen ansiosta. Englannin pankin laskelmien mukaisten vaikutusten suuruus on eri vaikutusarvioiden korkeimmasta päästä. Esimerkiksi OECD:n syyskuussa julkaistuissa laskelmissa Ison-Britannian BKT olisi sopimuksettoman brexitin tilanteessa seuraavina vuosina noin 2 % perusennustetta pienempi. ↑
17. Protektionististen toimien talousvaikutuksia on arvioitu esimerkiksi seuraavissa artikkeleissa: Euro & talous (1/2019) Vaihtoehtoislaskelmia Yhdysvaltojen finanssi- ja kauppapolitiikan kärjistymisen globaaleista vaikutuksista, julkaistu 15.3.2019, Euro & talous (4/2018) Kauppapoliittiset jännitteet varjostavat talousnäkymiä, julkaistu 4.10.2018, sekä EKP (2018) Implications of rising trade tensions for the global economcy, EKP Bulletin 3/2018. ↑

Asiasanat

euroalue, inflaatio, kansainvälinen talous, rahapolitiikka