Rahapolitiikkakatsaus

Kansainvälisen talouden elpyminen koronakriisistä vauhdissa, mutta matka on vielä kesken

Kansainvälinen talous | 16.09.2021

Kansainvälinen talous on elpymässä pandemiakriisistä. Tätä tukevat rokotuskattavuuden nousu ja elvyttävä talouspolitiikka. Maailmantalouden jyrkkä supistuminen vuonna 2020 vaihtuu 6 prosentin kasvuksi tänä vuonna. Euroalueen talous kuroo koronakuopan umpeen vuoden loppuun mennessä kasvamalla 5 prosentin vauhdilla tänä vuonna. Euroalueen elpyminen on kuitenkin kesken, eikä talous vielä pärjää ilman talouspolitiikan tukea. Lisäksi koronan deltavariantti tuo epävarmuutta euroalueen lähiajan näkymiin. Koska rokotuskattavuus paranee ja rajoitustoimia toteutetaan suunnatummin, koronan leviäminen on pienempi riski terveydelle ja talousvaikutukset vähäisempiä kuin aiemmin. Kehittyvien maiden alhainen rokotuskattavuus ja uusien virusvarianttien uhka varjostavat kuitenkin vielä pidemmän aikaa näkymiä.



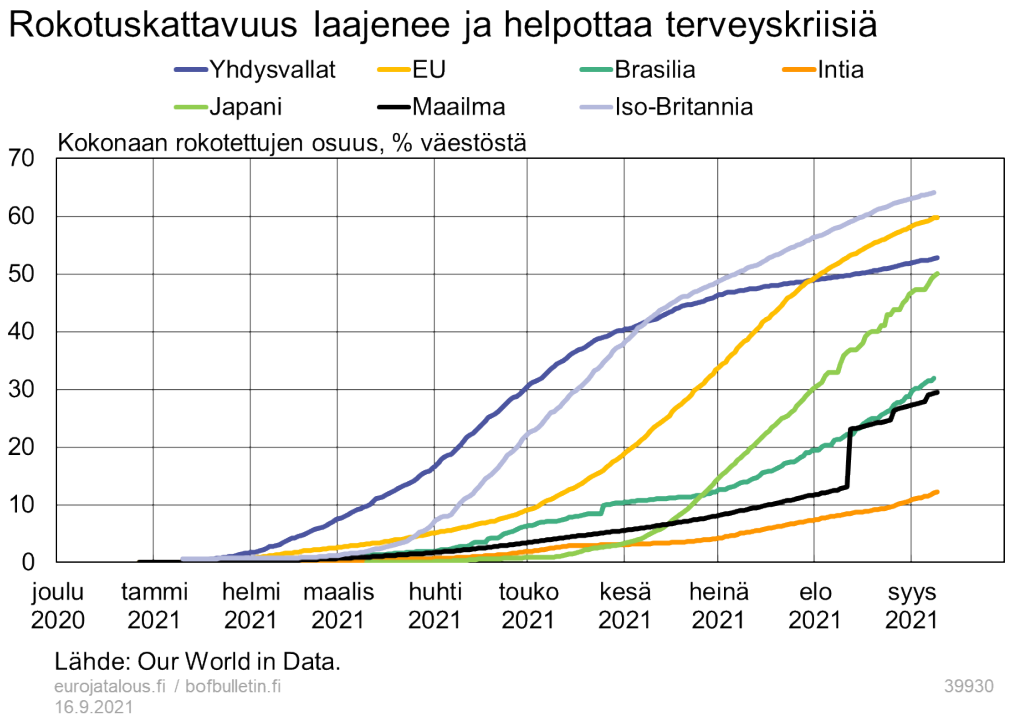
Kansainvälinen talous elpyy pandemiakriisistä rokotteiden ja talouspolitiikan tukemana

Kansainvälisen talouden elpyminen äkillisestä ja syvästä koronapandemian aiheuttamasta

talouskriisistä on käynnissä, mutta pandemia vaikuttaa yhä talousnäkymiin. Kun rokotuskattavuus laajentuu, koronan leviäminen on kuitenkin pienempi riski terveydelle ja talousvaikutukset vähäisempiä kuin aiemmin. Kehittyvien maiden alhainen rokotuskattavuus ja uusien virusvarianttien uhka varjostavat kuitenkin vielä pidemmän aikaa näkymiä (kuvio 1).

Koronakriisi on aiheuttanut aikaisempia kriisejä äkillisempiä heilahteluja talouteen, ja elpyminen on ollut epätasaista sekä maittain että sektoreittain. Myös yksityinen kulutus on vähentynyt poikkeuksellisen paljon. On yhä epävarmaa, miten pandemia vaikuttaa pidemmällä aikavälillä tuotannon tasoon ja talouden rakenteisiin. Voimakkaiden talouspoliittisten toimien ennakoidaan vähentävän pitkän aikavälin vaurioita merkittävästi erityisesti kehittyneissä maissa, toisin kuin kriisin alkuvaiheessa pelättiin. Välttämättömien tukitoimien seurauksena julkinen velkaantuneisuus ja keskuspankkien taseet ovat toisaalta kasvaneet. Elpymisen edetessä keskeistä on yhä poikkeuksellisen kevyen talouspolitiikan oikein ajoitettu ja mitoitettu asteittainen purkaminen.

Kuvio 1.



Maailmantalouden elpyminen koronakriisistä on jatkunut nopeana, mutta deltavariantin myötä kasvaneet tautitapaukset varjostavat näkymiä erityisesti kehittyvissä talouksissa. Rokotukset ovat edistyneet kehittyneissä maissa ripeästi. Iso-Britanniassa ja EU:ssa kokonaan rokotettujen osuus väestöstä on yltänyt 60 % tuntumaan tai sen yli. Yhdysvalloissa ja Japanissakin rokotuskattavuus on yli 50 %, mutta maailman tasolla kokonaan rokotettuja on vasta noin 30 %.

Rokotuskattavuuden nousu ja rajoitusten purkaminen ovat parantaneet erityisesti palvelualojen näkymiä kehittyneissä maissa.

Kuluvana vuonna maailmantalouden ennustetaan kasvavan noin 6 prosentin, Yhdysvaltojen noin 6 ja euroalueen 5 prosentin vauhdilla (taulukko 1). Talousnäkymiin liittyy kuitenkin yhä epävarmuutta, koska terveyskriisi ei ole vielä väistynyt. Keskeisimpinä riskeinä ovat tuotantokapeikkojen pitkittyminen, koronaviruksen uudet mutaatiot, lääketieteellisten ratkaisujen toimivuus, elvytyspakettien onnistuminen sekä koronatuen pois vetämisen ajoituksen ja toteutuksen onnistuminen. Toisaalta etenkin korona-aikana kertyneiden kotitalouksien säästöjen nopea purkautuminen ja yksityisen kulutuksen piristyminen voisi parantaa talousnäkymiä nykyisistä.

Maailmantalouden jyrkkä supistuminen vuonna 2020 vaihtuu 6 prosentin kasvuksi tänä vuonna

Maailman BKT, %-kasvu	Pvm	2020
EKP*	09/2021 (06/2021)	–2,3
IMF	07/2021 (04/2021)	–3,2
OECD	05/2021 (03/2021)	–3,5
Euroopan komissio	05/2021 (11/2020)	–3,4
Consensus	08/2021 (07/2021)	–3,3

** Maailman BKT pl. euroalue.*
Suluissa edellinen ennuste.
Lähteet: Consensus Economics, IMF, OECD, EKP/Eurojärjestelmä ja Euroopan komissio.

Euroalueen talouden elpyminen on vahvistunut, mutta työssä käyviä on edelleen yli kaksi miljoonaa vähemmän kuin ennen pandemiaa. Talous kasvoi 2,2 % vuoden toisella neljänneksellä. Euroalueen luottamusilmapiiri on pysynyt vahvana ja talouden elpyminen näyttäisi yhä jatkuvan. Deltamuunnos voi kuitenkin viivästyttää rajoitteiden purkamista ja hidastaa elpymistä. EKP:n syyskuun ennusteen mukaan tuotannon odotetaan ylittävän pandemiaa edeltäneet lukemat vuoden loppuun mennessä (taulukko 2). Yritysten, kotitalouksien ja julkisen sektorin rahoitusolot

ovat pysyneet suotuisina, mikä on välttämätön edellytys sille, että talouden elpyminen voi jatkua.

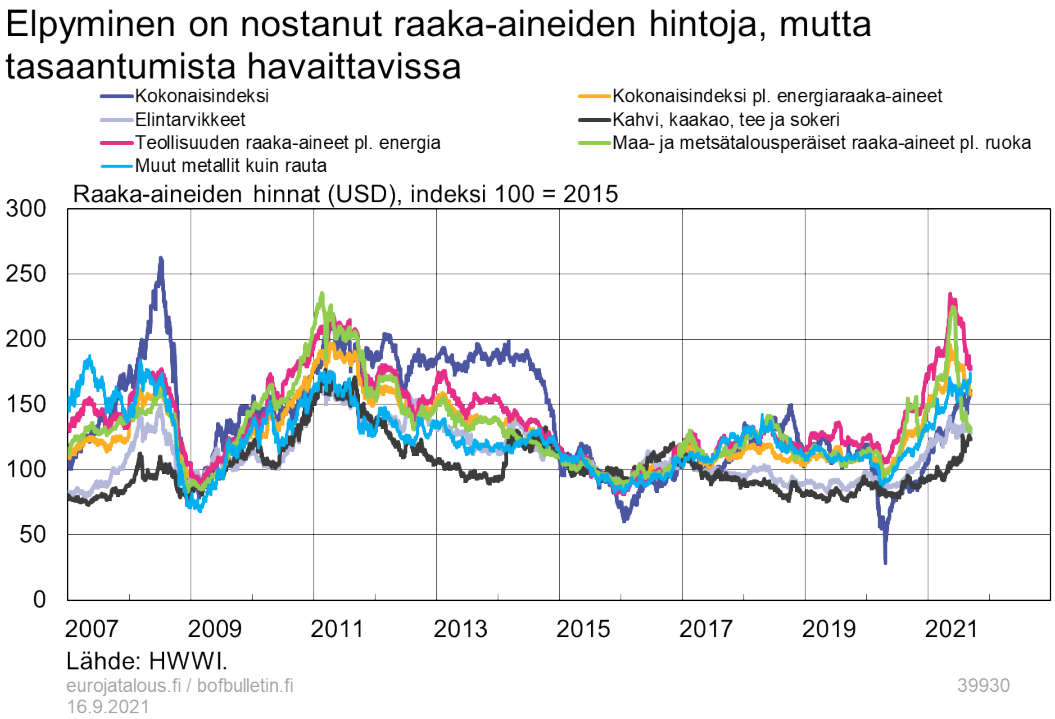
Euroalueen talous kuroo koronakuopan umpeen kasvamalla 5 prosentin vauhdilla tänä vuonna		
Euroalueen BKT, %-kasvu	**Pvm**	**2020**
EKP	09/2021 (06/2021)	–6,5
Euroopan komissio	07/2021 (05/2021)	–6,5
IMF	07/2021 (04/2021)	–6,5
OECD	05/2021 (03/2021)	–6,7
Consensus	08/2021 (07/2021)	–6,5

Suluissa edellinen ennuste.
Lähteet: Consensus Economics, IMF, OECD, EKP/Eurojärjestelmä ja Euroopan komissio.

Inflaatio on kiihtynyt elpymisvaiheessa globaalisti

Koronakriisin alettua myös hintanäkymät heikkenivät nopeasti, ja esimerkiksi euroalueella inflaatio oli negatiivinen vuoden 2020 elokuusta joulukuuhun. Nyt talouden asteittain avautuessa myös hinnat ovat toipuneet, mikä näkyy inflaation kiihtymisenä ja inflaatio-odotusten kasvuna. Inflaatiota voimistavat väliaikaisesti vertailuajankohta (ns. pohjavaikutus) eli vuotta aiemmin vallinnut alhaisempi hintataso, raaka-aineiden hinnannousu ja talouden sulkemisen ja uudelleen avaamisen seurauksena syntyneet tuotantokapeikot (kuvio 2). Inflaation kiihtyminen on ollut odotettua voimakkaampaa, mutta inflaatiovauhdin ennustetaan kuitenkin tasaantuvan ensi vuonna euroalueella alle tavoitteena olevan 2 prosentin vauhdin.

Kuvio 2.



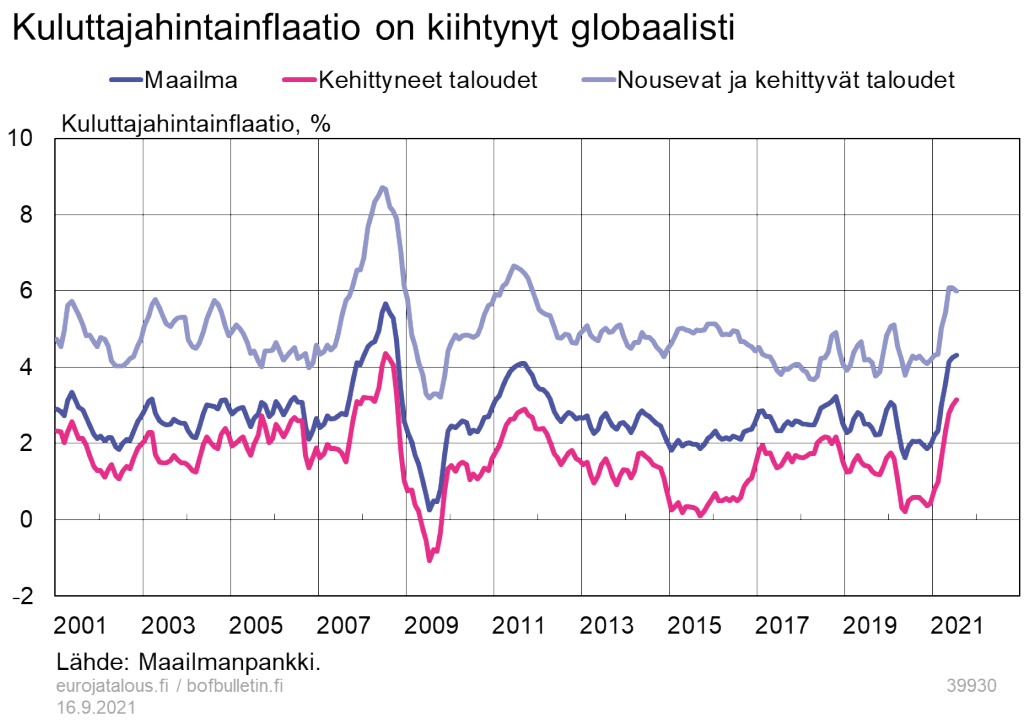
Globaali inflaatio on kiihtynyt noin 4 prosenttiin, mikä vastaa suunnilleen finanssikriisin jälkeistä inflaation kiihtymistä vuonna 2011 (kuvio 3). Raaka-aineiden hinnannousu ja muiden tuotannon komponenttien, kuten elektroniikkateollisuuden puolijohteiden, saatavuusongelmat ovat kiihdyttäneet inflaatiota, mutta merkkejä tasaantumisesta on. Euroalueen kokonaisinflaatio oli elokuussa 3 % ja myös Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa väliaikaiset tekijät (mm. raaka-aineiden hintojen nousu, tuotannon pullonkaulat ja yksittäisten erien hintojen toipumiset kriisistä) ovat kiihdyttäneet inflaatiota.

Keskipitkällä aikavälillä Yhdysvaltojen inflaation ennustetaan palaavan 2 prosenttiin tai hieman sen yläpuolelle ja Iso-Britannian inflaation 2 prosenttiin. Euroalueella keskipitkän ajan näkymät ovat tätä vaisummat. Näkemystä euroalueen keskipitkän aikavälin alle 2 prosentin inflaationäkymistä tukevat pohjainflaation vaisuus, talouden vapaa kapasiteetti, maltillisena jatkuva palkkakehitys sekä inflaatiotavoitteeseen nähden yhä vaimeat inflaatio-odotukset. Vaikka inflaatiotavoitteeseen on vielä euroalueella matkaa, edellytykset palata keskipitkällä aikavälillä kestävästi 2 prosentin inflaatiovauhtiin ovat talouden elpymisen myötä kohentuneet. Tätä tukee myös EKP:n neuvoston heinäkuussa julkistama uusi rahapolitiikan strategia, joka ankkuroi euroalueen inflaatio-odotukset aiempaa vahvemmin symmetriseen 2 prosentin tavoitteeseen (ks. EKP uudisti rahapolitiikan strategiansa – mikä muuttuu?).

Keskeisin muutos rahapolitiikan strategiassa on inflaatiotavoitteen uusi määritelmä ja se, miten

tavoitetta jatkossa päätöksenteossa sovelletaan. Uuden strategian mukaan hintavakautta kyetään parhaiten ylläpitämään tavoittelemalla 2 prosentin inflaatiota keskipitkällä aikavälillä. Inflaatiotavoite on symmetrinen: EKP:n neuvosto pitää sekä tätä 2 prosentin tavoitetta hitaampaa että sitä nopeampaa inflaatiota yhtä kielteisenä. Symmetrinen inflaatiotavoite auttaa ankkuroimaan inflaatio-odotuksia, joilla on oleellinen merkitys hintavakauden kannalta. Uusi strategia tukee sitä, että talous ei juutu pitkäksi aikaa liian hitaaseen inflaatioon. Inflaatio voi väliaikaisesti olla myös tavoitetta jonkin verran nopeampaa. Strategiauudistuksen jälkeen neuvosto päätti uudesta korkoja koskevasta ennakoivasta viestinnästä[1], jonka se vahvisti syyskuun kokouksessaan.

Kuvio 3.



Kriisistä toipuminen vaatii vielä talouspolitiikan tukea

Rahapolitiikan tehtävänä on tällaisessa tilanteessa ylläpitää elpymisen kannalta suotuisia rahoitusoloja riittävän pitkään. Tällä tavoin rahapolitiikka tukee kasvua ja asteittain kiihdyttää inflaatiota erityisesti euroalueella, jossa se on ollut pitkään hintavakaustavoitteeseen nähden liian hidas. Koronapandemian aiheuttama talouskriisi on siinä mielessä poikkeuksellinen, että epidemian leviämistä rajoittavat toimet ja ihmisten varovaisuus ovat suoraan rajoittaneet tuotantoa monilla aloilla etenkin yksityisissä palveluissa. Vaikka rahapolitiikka ei pysty estämään näitä vaikutuksia, se voi silti auttaa yritysten ja kotitalouksien selviämistä kriisin pahimman

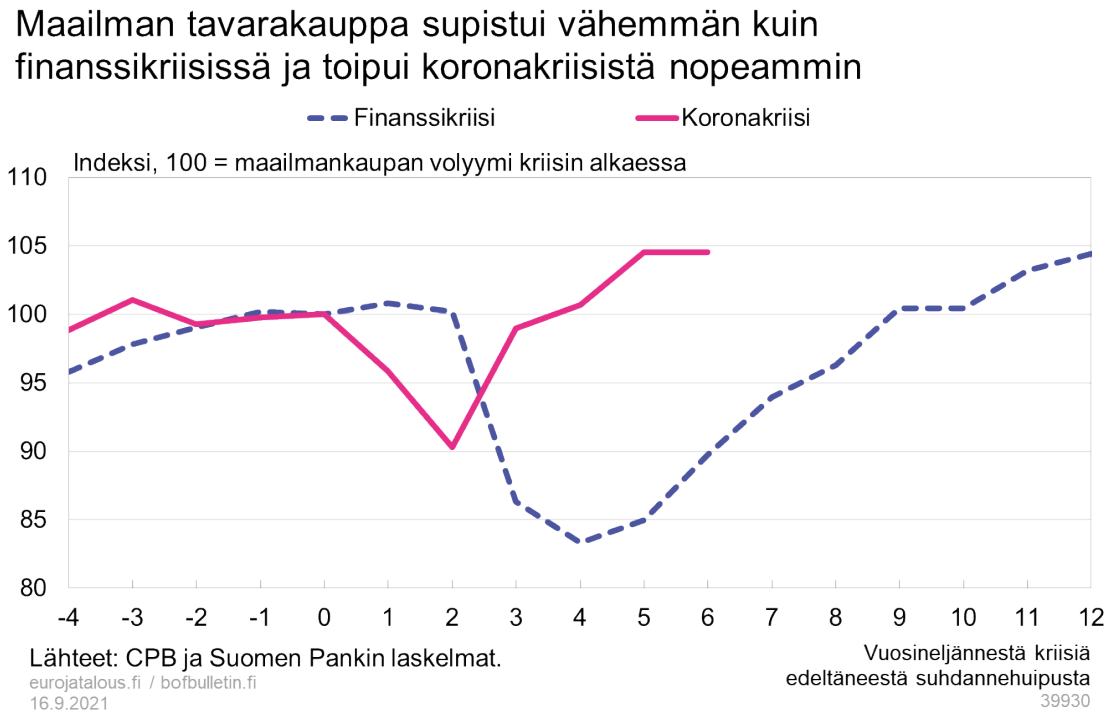
vaiheen yli ja tukea sen jälkeistä talouden elpymistä. EKP:n neuvosto päätti syyskuun kokouksessaan jatkaa vahvasti elvyttävää rahapolitiikan linjaa ja mitoitusta. Neuvosto kuitenkin arvioi, että keskipitkän aikavälin inflaationäkymien hienoisen kohenemisen ansiosta rahoitusolot voidaan pitää suotuisina, vaikka PEPP-ohjelmassa tehtäisiin netto-ostoja hieman aiempaa maltillisempaan tahtiin vuoden viimeisellä neljänneksellä. Uudistettu EKP:n ohjauskorkoja koskeva ennakoiva viestintä ja muut rahapoliittiset toimet tukevat elpymistä ja inflaation palautumista tavoitteen mukaiseen kahteen prosenttiin kestävästi.

Tässä kriisissä on ollut tärkeää, että sekä euroalueella että myös muualla rahapoliittinen elvytys ja finanssipoliittinen elvytys ovat tukeneet toisiaan. Koronakriisin aikana tarve tukea kotitalouksia ja yrityksiä on pakottanut valtiot ympäri maailmaa ottamaan runsaasti lisää velkaa. Ilman tätä yrityksiä olisi kaatunut ja työpaikkoja olisi menetetty aivan eri mitassa kuin nyt. Terveyskriisin pitkäkestoiset talousvaikutukset selviävät vasta, kun voimakkaista tukitoimista voidaan asteittain luopua ja talouspolitiikkaa pystytään normalisoimaan.

Koronakriisi iski äkillisesti ja globaalisti

Koronakriisin luonne poikkeaa muista viime vuosikymmenten talouskriiseistä, sillä tämän kriisin lähde on talouden ulkopuolella. Myös elpymisvaihe ja siihen liittyvät haasteet ovat siksi osittain uudenlaisia. Koronakriisin globaali ja äkillinen luonne näkyi maailman tavarakaupan nopeana romahtamisena vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä (kuvio 4)[2]. Maailman tavarakauppa supistui koronakriisin alussa pahimmillaan noin 10 % lähtötasoltaan. Supistuminen oli kuitenkin vähäisempää kuin finanssikriisin yhteydessä (yli 15 %) vuosina 2008–2009.[3] Koronakriisissä maailmankauppa lähti toipumaan selvästi nopeammin kuin finanssikriisin jälkeen. Tällä kertaa teollisuuslaitokset pystyivät käynnistämään toimintansa globaalisti nopeammin sen jälkeen, kun rajoitustoimia alettiin kohdentaa alkuvaihetta rajatummin. Toipumista auttoi myös rahoitusolojen pysyminen kevyinä. Myös Kiinan ja Yhdysvaltojen talouksien nopea toipuminen voimakkaiden elvytystoimien tuella edesauttoi maailmankaupan varhaista toipumista.

Kuvio 4.



Euroalueen kokonaistuotannon elpyminen nopeampaa kuin finanssikriisin jälkeen

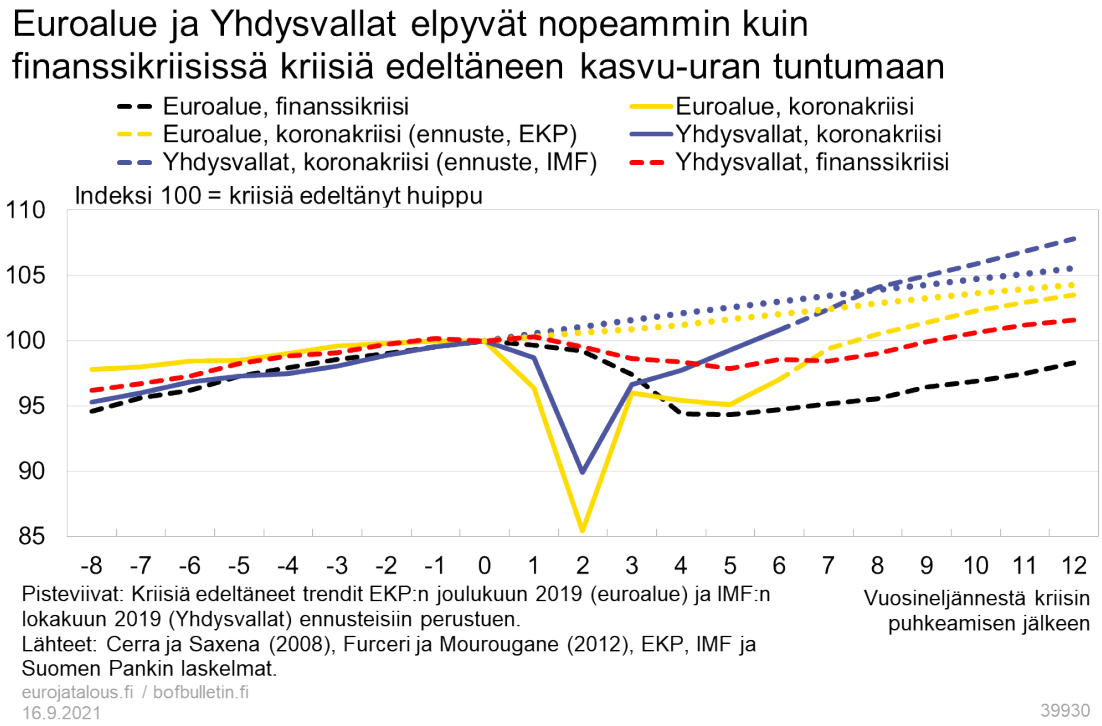
Koronakriisi on ollut poikkeuksellisen äkillinen ja syvä, mutta myös BKT:n elpyminen on osoittautumassa nopeammaksi kuin finanssikriisissä (kuvio 5). Finanssikriisin jälkeen euroalueella ei saavutettu kriisiä edeltänyttä kasvu-uraa, vaan kriisi jätti syvän pitkäkestoisen jäljen BKT:hen.

Nyt koronakriisin jälkeen euroalueen kokonaistuotannon ennustetaan toipuvan melko lähelle aikaisempaa kasvu-uraa vuoden 2022 loppuun mennessä. Tämä tarkoittaisi, että tuotannon taso ei jäisi selvästi ja pitkäaikaisesti heikommaksi kuin ennen kriisiä odotettu kasvu-ura, kuten kävi finanssikriisissä.[4] Tässä tapauksessa koronakriisi ei siis myöskään johtaisi tuotannon kasvuvauhdin pysyvään hidastumiseen.

Yhdysvalloissa talouden toipuminen on ollut euroaluettakin vauhdikkaampaa. Yhdysvaltojen kokonaistuotanto saavutti vuoden 2021 toisella neljänneksellä kriisiä edeltäneen tason, kun taas euroalueella kokonaistuotanto oli toisella neljänneksellä vielä 2,5 % alle kriisiä edeltäneen huippunsa. Esimerkiksi IMF:n heinäkuun ennustepäivityksen mukaan Yhdysvaltojen kokonaistuotannon ennustetaan saavuttavan ja jopa ylittävän koronakriisiä edeltäneiden ennusteiden luvut jo vuoden 2022 aikana. Näissä ennusteissa esitettyihin kriisin pitkän ajan

vaikutuksiin liittyy kuitenkin vielä epävarmuutta, ja koronakriisin merkittävätkin pitkäaikaiset vaikutukset ovat vielä mahdollisia. Talouskriisien pitkän ajan vaikutuksiin vaikuttavat kokonaistuottavuuden elpyminen, työvoiman ennalleen palautumisen voimakkuus ja erityisesti rahoituskriisien osalta pääomakannan ja investointien toipumisvauhti.[5]

Kuvio 5.



Koronakriisin alkuvaihe ei muistuta aiempia talouskriisejä

Koronakriisiä voidaan verrata finanssikriisin lisäksi myös laajaan joukkoon aiempia kriisejä. Aikaisempiin talouskriiseihin Barrett ym. (2021) ja Cerra ja Saxena (2008) ovat havainneet liittyvän tyypillisesti merkittäviä negatiivisia pitkän ajan vaikutuksia. Keskimäärin kriisien pysyvät vaikutukset kokonaistuotantoon ovat olleet noin −4:stä −16 prosenttiin.[6] Talouskriisien vaikutuksia on pahentanut erityisesti pankkikriisin iskeminen talouteen. Toisaalta sisällissotien jälkeen talouksien on havaittu toipuneen nopeammin. Esimerkiksi tuottavuuden kasvua heikentää tyypillisten kriisien jälkeen se, että resursseja siirtyy vähemmän tuottaville sektoreille. Koronakriisin yhteydessä on kuitenkin vielä aikaista arvioida resurssien uudelleen kohdentumisen vaikutusta tuottavuuteen. Oikein suunnatuilla politiikkatoimilla pystytään edesauttamaan tehokasta voimavarojen uudelleen suuntautumista[7].

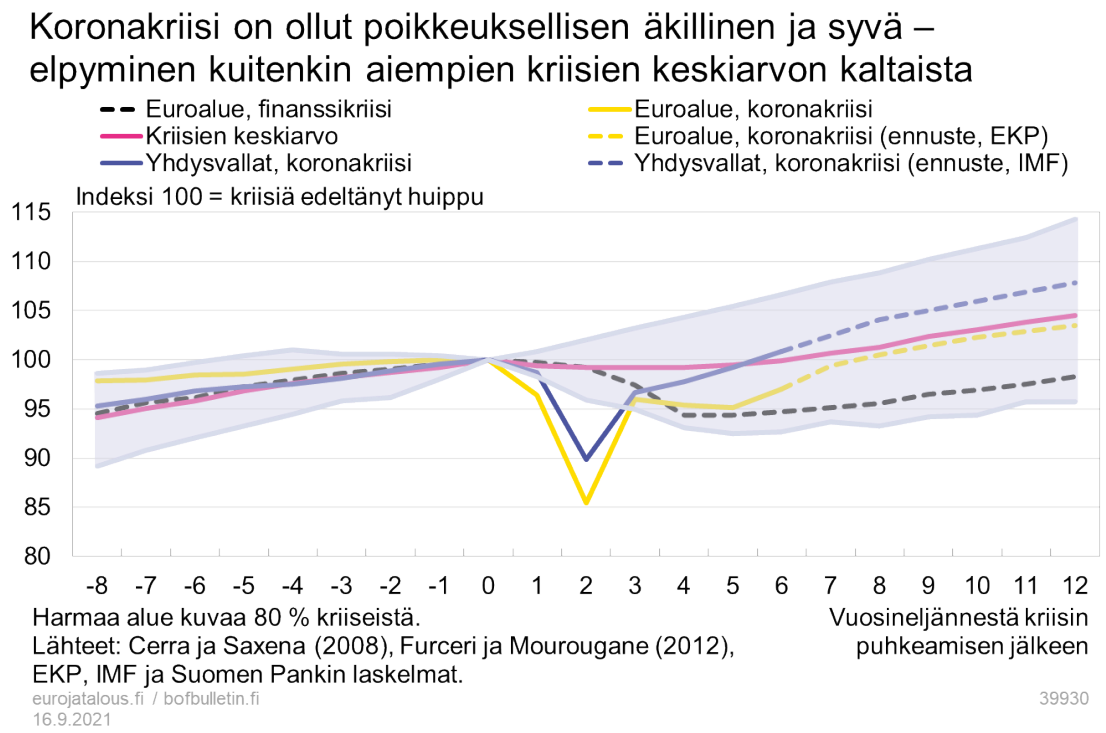
Kuviossa 6 esitetään BKT:n kehitys euroalueella ja Yhdysvalloissa finanssi- ja koronakriisin

aikoihin sekä talouskriiseissä keskimäärin. Kuvioon on lisäksi piirretty Cerran ja Saxenan (2008) tutkimukseen perustuva väli, jolle suurin osa (80 %) kriiseistä sijoittuu.[8]

Koronakriisin alussa BKT supistui selvästi äkillisemmin ja jyrkemmin kuin aikaisemmissa talouskriiseissä. Koronakriisistä toipuminen alkoi sekä euroalueella että Yhdysvalloissa nopeasti finanssi- ja rahapoliittisten toimien tukemana. Kokonaistuotanto alkoi toipua jo vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä, mutta elpyminen taittui uusien koronavirusaaltojen aiheuttamien rajoitustoimien vuoksi erityisesti euroalueella. Elpyminen voimistui uudelleen vuoden 2021 toisella neljänneksellä rokotuskattavuuden nousun ja rajoitustoimien vähenemisen myötä. Oma vaikutuksensa oli myös rajoitustoimien paremmalla kohdentamisella sekä yhteiskunnan sopeutumisella rajoitustoimiin, mikä vähensi niiden haitallisia vaikutuksia.

Pelättyä paremmasta kehityksestä huolimatta koronakriisistä toipuminen on yhä kesken, ja kokonaistuotannon toipuminen euroalueella on yhä selvästi heikompaa kuin keskimääräisissä talouskriiseissä (kuvio 6).[9] EKP:n syyskuun ennusteen perusuran mukaan kokonaistuotanto näyttäisi kuitenkin saavuttavan kriisiä edeltäneen tason vuoden 2021 lopulla ja elpyvän melko lähelle keskimääräistä talouskriisin jälkeistä uraa vuoden 2022 loppuun mennessä. Koronakriisissä on tähän mennessä vältetty niin merkittävät rahoituksen välittymisen ongelmat kuin yritysten laajamittaisen konkurssiaallon syntyminen. Yritysten velkaantuneisuus on kuitenkin kasvanut kriisin seurauksena kaikissa suurissa maissa, mikä lisää toipumisen pitkän aikavälin heikompaan kehitykseen liittyviä kasvuriskejä nykyisessä kriisissä.

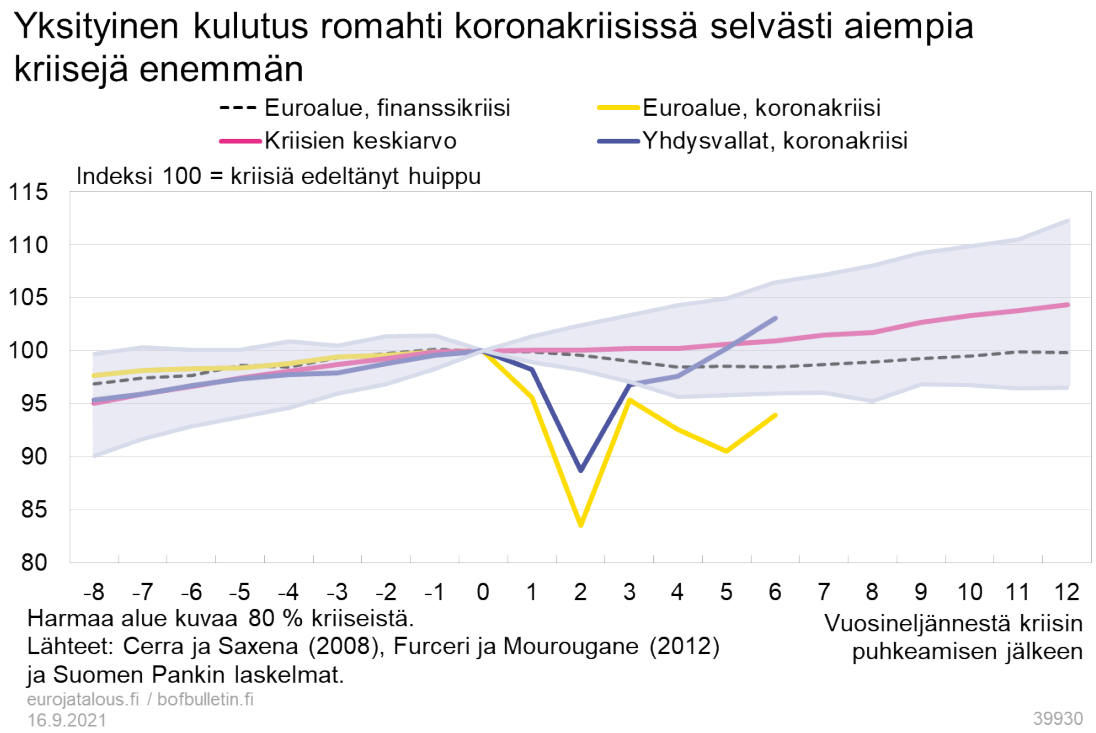
Kuvio 6.



Koronakriisi iskenyt yksityiseen kulutukseen poikkeuksellisen voimakkaasti, investointien toipuminen vauhdikkaampaa

Tyypillisesti talouskriiseissä yksityisen kulutuksen kehitys on melko vakaata, ja näin oli myös euroalueella finanssikriisin yhteydessä.[10] Koronakriisissä yksityinen kulutus sen sijaan romahti epävarmuuden, rajoitusten, terveyteen liittyvän pelon ja ihmisten liikkuvuuden vähenemisen myötä (kuvio 7). Euroalueella yksityinen kulutus oli yhä vuoden 2021 toisella neljänneksellä reilut 5 % pienempi kuin koronakriisiä ennen, kun taas keskimäärin talouskriisien jälkeen yksityinen kulutus ei ole pienentynyt käytännössä lainkaan.

Kuvio 7.

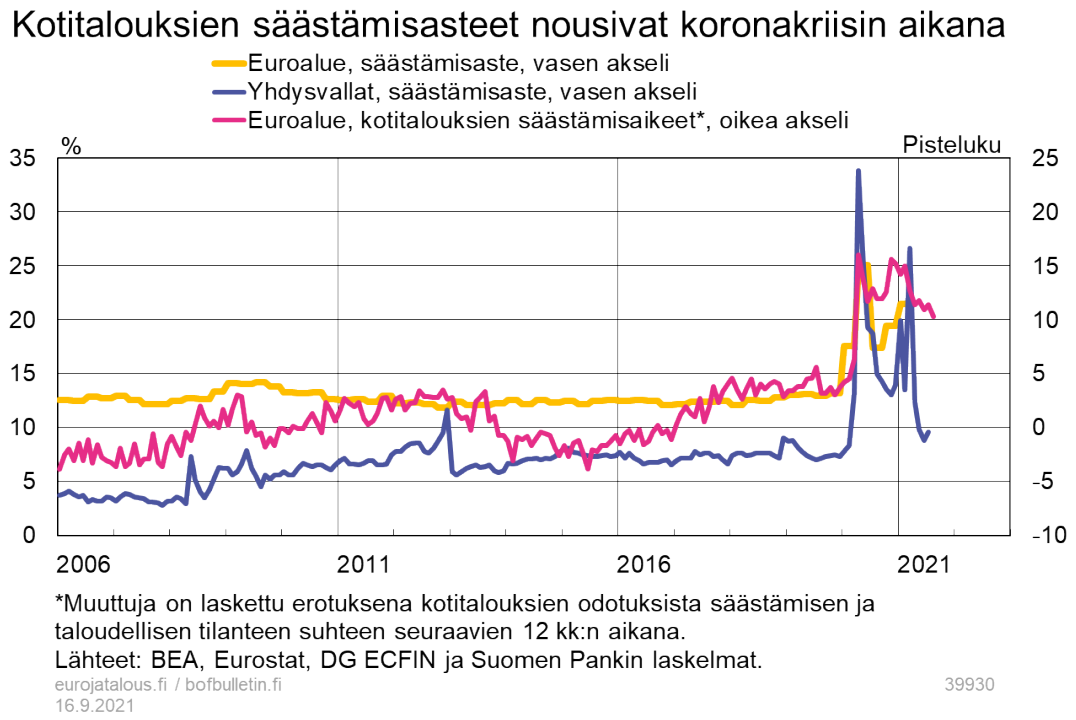


Yhdysvalloissa yksityistä kulutusta on tuettu voimakkaasti esimerkiksi kotitalouksille jaettavilla kerta-avustuksilla, ja siellä kotitalouksien käytettävissä olevat tulot ovat jopa kasvaneet korona-aikana. Nämä toimet yhdessä euroaluetta nopeamman liikkuvuuden normalisoitumisen kanssa ovat tukeneet Yhdysvalloissa yksityisen kulutuksen voimakasta toipumista syvästä koronan aiheuttamasta kuopasta.

Sekä euroalueella että Yhdysvalloissa säästämisaste nousi merkittävästi kriisin puhjettua niin varautumissäästämisen, rajoitettujen kulutusmahdollisuuksien kuin kotitalouksien tulokehitystä tukeneiden politiikkatoimien takia. Yhdysvalloissa tukitoimet kasvattivat selvästi kotitalouksien käytettävissä olevia tuloja, kun taas euroalueella käytettävissä olevien tulojen kasvu vaimeni hieman. Yhdysvalloissa kotitalouksien säästämisaste alkoi normalisoitua vuoden 2021 toukokuusta lähtien, mikä on näkynyt myös yksityisen kulutuksen vahvana toipumisena. Euroalueella säästämisasteet ovat indikaattoritietojen mukaan yhä melko korkeat (kuvio 8). Korkeiden säästämisasteiden vuoksi kotitalouksille on kertynyt varallisuutta, jonka purkautuminen tukisi elpymistä. Säästämisen purkautumisen voimakkuutta rajoittavat kuitenkin useat tekijät. Ensinnäkin säästöt ovat jakautuneet epätasaisesti, ja ne ovat kertyneet erityisesti hyvätuloisille. Sen sijaan osalla pienituloisista, erityisesti palvelualoilla työskentelevillä, tulot ovat saattaneet pienentyä. Tyypillisesti pienituloisten rajakulutusalttius on korkeampi kuin hyvätuloisilla. Toiseksi, kertyneitä säästöjä voidaan käyttää myös velkojen takaisinmaksuun.

Kolmanneksi, kotitalouksien tuloja on ylläpidetty massiivisen julkisen tuen avulla. Tukitoimien lakkaamisen jälkeen käytettävissä olevien tulojen kasvu saattaa olla vaisua. Koronakriisin poikkeukselliset vaikutukset kotitalouksien säästämiskäyttäytymiseen vaikeuttavat myös yksityisen kulutuksen ja siten kokonaistuotannon tulevan elpymisen arviointia.

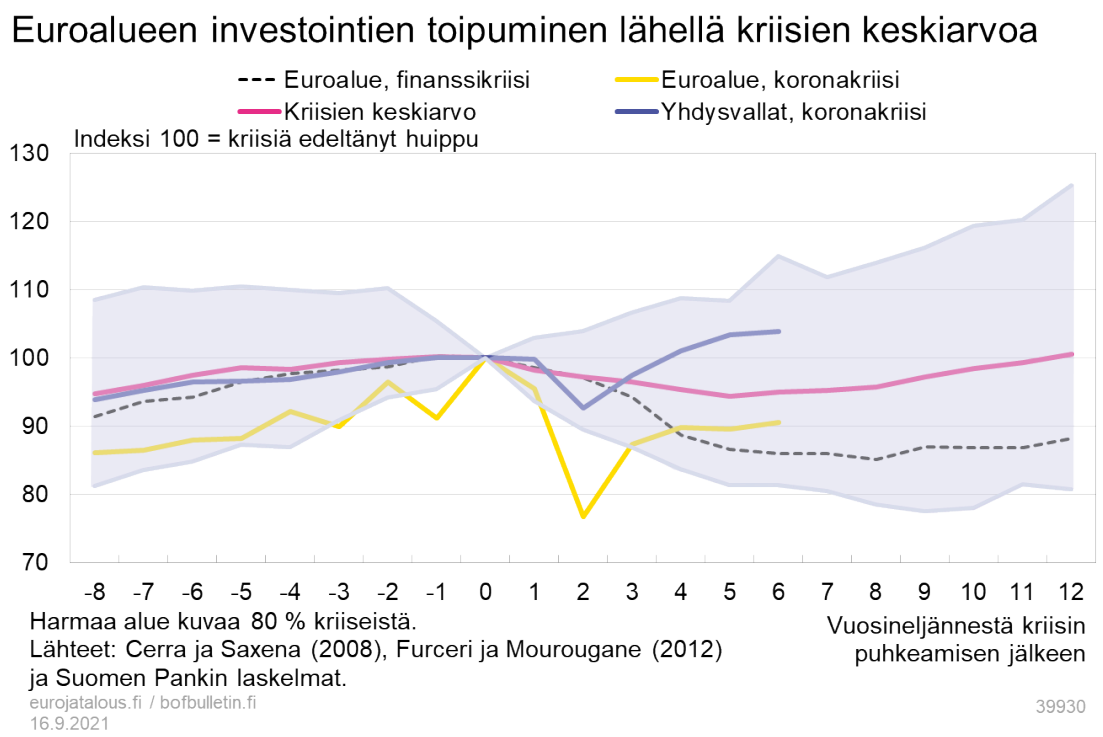
Kuvio 8.



Investoinnit reagoivat tyypillisesti kriiseihin voimakkaammin kuin yksityinen kulutus. Euroalueella koronakriisin puhjettua investoinnit vähenivät aluksi jopa selvästi enemmän kuin kriiseissä yleensä (kuvio 9). Yksityiset investoinnit lähtivät kuitenkin toipumaan selvästi yksityistä kulutusta nopeammin vahvistuvan vientikysynnän ja teollisuustuotannon kasvun tukemina. Koronakriisissä näytetäänkin vältettävän finanssikriisin yhteydessä nähty pitkäkestoinen investointitaantuma, vaikkakin yksityisten investointien kehitys on ollut hieman heikompaa kuin historiallisissa talouskriiseissä yleensä. Sen sijaan Yhdysvalloissa yksityiset investoinnit ovat kehittyneet poikkeuksellisen vahvasti verrattuna aikaisempiin talouskriiseihin.

Voimakkaat talouspoliittiset tukitoimet ovat olleet keskeisiä investointien kehityksen kannalta, sillä ne ovat mm. vähentäneet tulevaisuudennäkymiin liittyvää epävarmuutta, ylläpitäneet yritysten rahoituksen saatavuutta ja siten estäneet laajamittaiset rahoitusmarkkinahäiriöt. Tuotannolliset investoinnit kasvattavat suoraan tulevaisuuden tuotantokapasiteettia, ja niiden voimakas elpyminen myös euroalueella vähentää riskejä kriisin pitkän aikavälin negatiivisista vaikutuksista. Investointien toipumista tukee rahoitusolojen pysyminen suotuisina jatkossa.

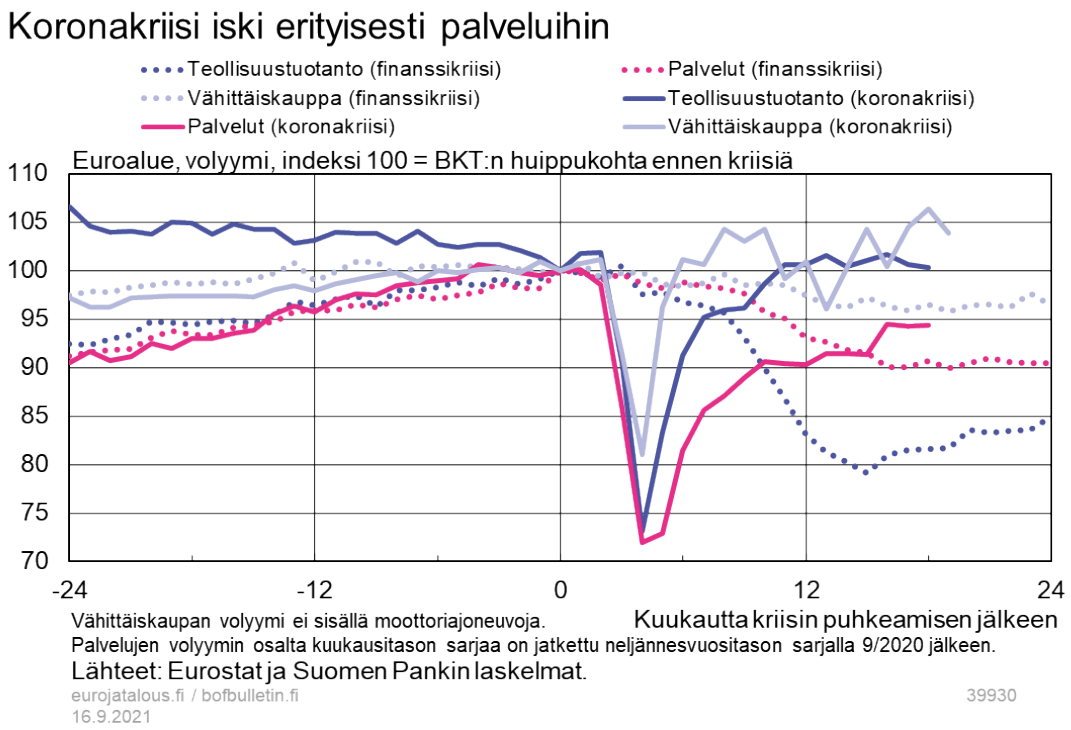
Kuvio 9.



Finanssikriisistä poiketen koronakriisi kurittaa erityisesti palvelusektoria

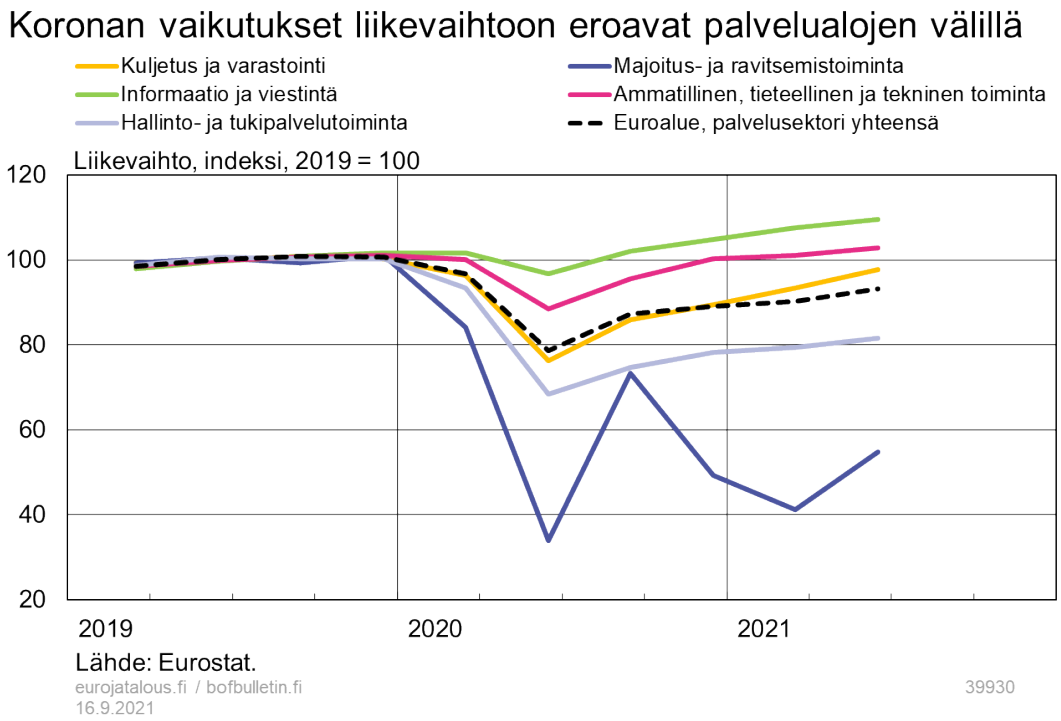
Sektoreittain tarkasteltuna koronakriisi poikkeaa selvästi esimerkiksi finanssikriisistä. Kun finanssikriisi iski erityisesti teollisuustuotantoon euroalueella kuten myös muualla, koronakriisin alkuvaiheessa myös palvelut ja vähittäiskauppa kärsivät selvästi (kuvio 10). Vähittäiskaupan ja teollisuustuotannon toipuminen on ollut vahvaa toisin kuin finanssikriisissä, ja niiden tuotannon volyymi on jo toipunut kriisiä edeltäneen tason tuntumaan. Sen sijaan viruksen leviämisen ehkäisemiseksi asetetut rajoitustoimet sekä kuluttajien varovaisuus näkyvät yhä palvelusektorin tuotannon heikkoutena. Kulutus siirtyi koronakriisissä palveluista tavaroihin.[11]

Kuvio 10.



Myös palvelusektorin sisällä erot ovat merkittäviä. Erityisesti kriisi on näkynyt majoitus- ja ravitsemustoiminnassa (kuvio 11), kun taas esimerkiksi informaatioon ja viestintään liittyvissä palveluissa koronan vaikutukset ovat olleet pieniä. Koronakriisin aikaisempiin kriiseihin verrattuna erilaiset vaikutukset saattavat johtaa myös aikaisemmista kriiseistä poikkeaviin pitkän ajan vaikutuksiin.

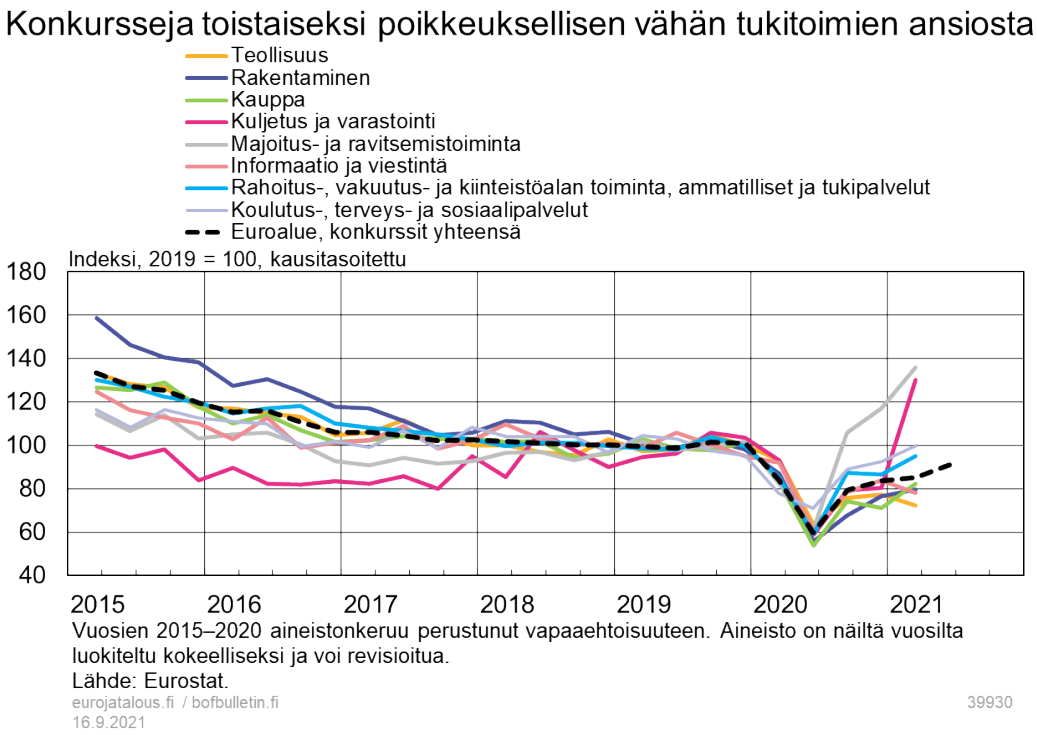
Kuvio 11.



Konkurssien määrä toistaiseksi maltillinen pahiten kärsineitä toimialoja lukuun ottamatta

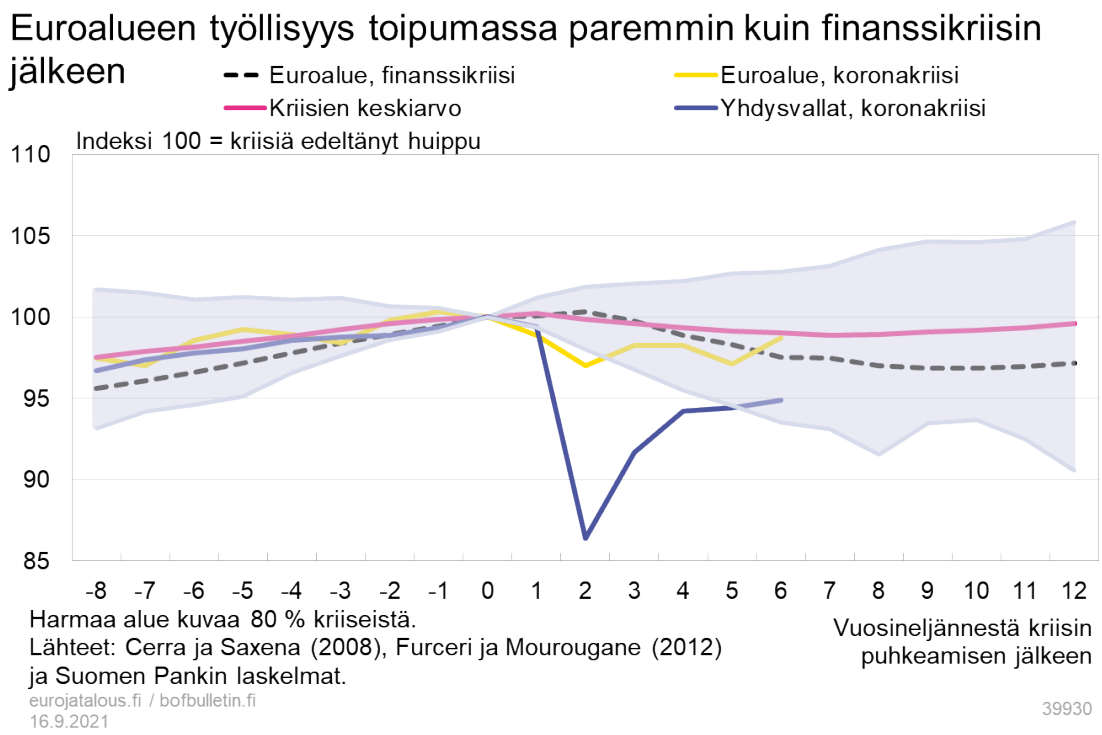
Investointien vaimeuden lisäksi pitkän ajan vaurioita voi syntyä kriisissä, jos pääomakanta tuhoutuu konkurssien, yritysten lopettamisten ja uusien perustamisen vaimeuden eli yritysdynamiikan vuoksi. Konkurssien määrissä on merkittävää toimialakohtaista vaihtelua, sillä pahiten kriisistä kärsineillä aloilla erityisesti majoitus- ja ravitsemistoiminnassa konkurssien määrä on kasvanut euroalueella voimakkaasti. Vaikka tietyillä toimialoilla vaikeudet ovat olleet merkittäviä, suurelta konkurssiaallolta on vielä vuoden 2021 toisen vuosineljänneksen tietojen perusteella vältytty (kuvio 12). Yritysten toimintaa ovat tukeneet ja konkursseja ehkäisseet kevyet rahoitusolot, julkisen sektorin voimakkaat tukitoimet ja konkurssilain muutokset. Nämä selittävät konkurssien vähenemisen kriisin aikana. Osa konkurssilainsäädäntöön tehdyistä helpotuksista on yhä voimassa. Koronakriisin lopulliset vaikutukset yritysdynamiikkaan nähdäänkin vasta poikkeustoimien päättymisen jälkeen. Uusien yritysten rekisteröinnit ovat toipuneet vahvasti vuoden 2020 toisen neljänneksen romahduksesta.

Kuvio 12.



Myöskään työllisyyskehitys ei näytä yhtä synkältä kuin finanssikriisin jälkeen, ja euroalueella työllisyys on alkanut alkuromahduksen jälkeen kasvaa (kuvio 13). Vuoden 2021 toisella neljänneksellä työllisyys oli noin 1,5 % alle kriisiä edeltäneen huipun. Näyttää siltä, että aikaisemmissa talouskriiseissä tyypillinen työllisyyden jyrkkä supistuminen on pystytty välttämään tukitoimien ansiosta ja työllisten määrä on jo palautunut lähelle tyypillisiä kriisin aikaisia lukuja. Työmarkkinoiden elpyminen kriisistä on kuitenkin yhä kesken, ja euroalueella työllisiä oli vuoden 2021 toisella neljänneksellä 2,5 milj. vähemmän kuin ennen koronakriisiä.

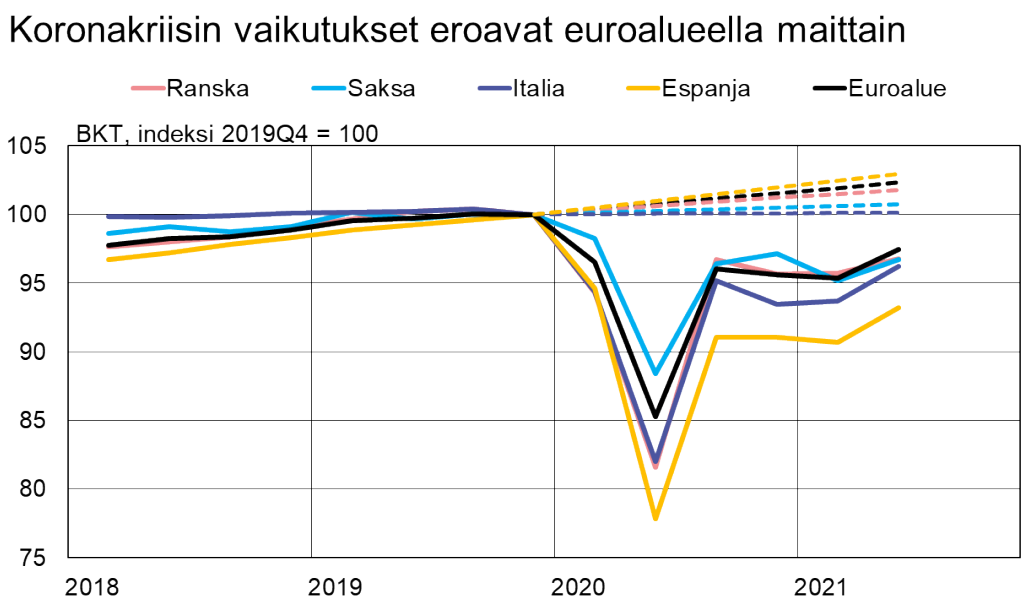
Kuvio 13.



Euromaat toipuvat eri tahdissa

Koronakriisin vaikutuksissa talouteen on ollut merkittäviä eroja euroalueen maiden välillä. Esimerkiksi Italiassa ja Espanjassa, joissa palveluvaltainen matkailusektori on merkittävä osa kansantaloutta[12], koronarajoitusten aiheuttamat tulonmenetykset johtivat muita maita syvempään kokonaistuotannon supistumiseen (kuvio 14). Myös eri tavoin toteutetut rajoitustoimet, niiden tehokkuus ja koronapandemian voimakkuuden alueellinen vaihtelu ovat vaikuttaneet talouskehitykseen. Euroalueen suurista maista erityisesti Espanjassa kokonaistuotanto on yhä merkittävästi koronapandemiaa edeltänyttä kasvutrendiä heikompaa. Elpymistahtien eroja selittävät myös mm. erot talouden rakenteissa, kuten työmarkkinoiden dynamiikassa. Pitkittynyt kriisi heikentää varsinkin palvelusektorin elpymistä. Rahoitusolot ovat kuitenkin pysyneet kevyinä kaikissa jäsenmaissa, ja myös finanssipolitiikan toimet ovat tukeneet kaikkialla kotitalouksien ja yritysten selviytymistä kriisistä. Finanssipolitiikan elvytyksen suuruudessa suhteessa kriisin kokoon on kuitenkin maakohtaisia eroja[13], joita on pyritty vähentämään myös Euroopan unionin yhteisillä toimilla.[14]

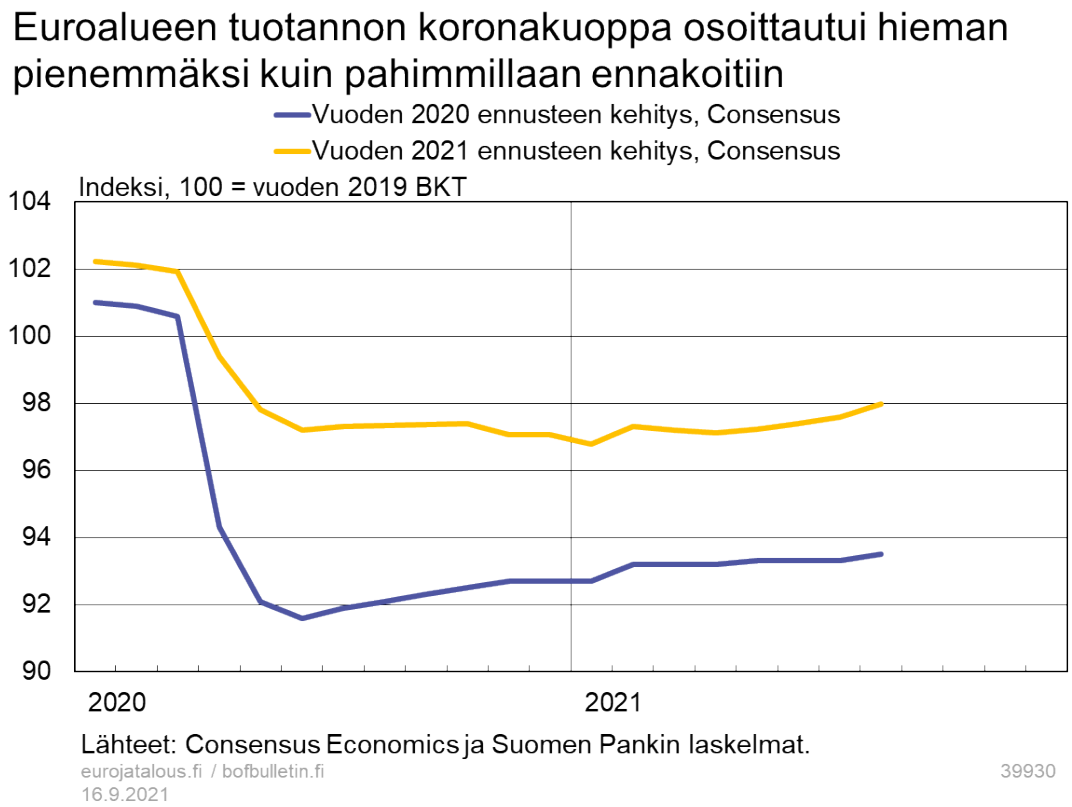
Kuvio 14.



Käsitys talouspolitiikan ratkaisevan tärkeästä roolista vahvistunut

Koronakriisi muutti talouden näkymiä äärimmäisen nopeasti (kuvio 15). Kuviossa on esitetty Consensus-kyselytutkimuksista lasketut BKT:n tason ennusteet vuosille 2020 (sininen viiva) ja 2021 (keltainen viiva) sekä niiden kehitys vuoden 2020 tammikuusta elokuuhun 2021. Ennusteet vuoden 2020 BKT:n keskimääräisestä tasosta romahtivat kevään 2020 myötä, kun käsitys kriisin poikkeuksellisesta syvyydestä vahvistui. Nämä ennusteet olivat alimmillaan kesäkuussa 2020. Vuoden 2020 loppupuolelta alkaen ennusteet kuitenkin alkoivat kohentua eli koronakuoppa osoittautui hieman pienemmäksi kuin pahimmillaan pelättiin. Myös ennusteet vuoden 2021 BKT:n tasosta heikkenivät merkittävästi keväällä 2020 ja olivat pienimmillään tammikuussa 2021. Nämä arviot ovat toistaiseksi kohentuneet vasta hieman.

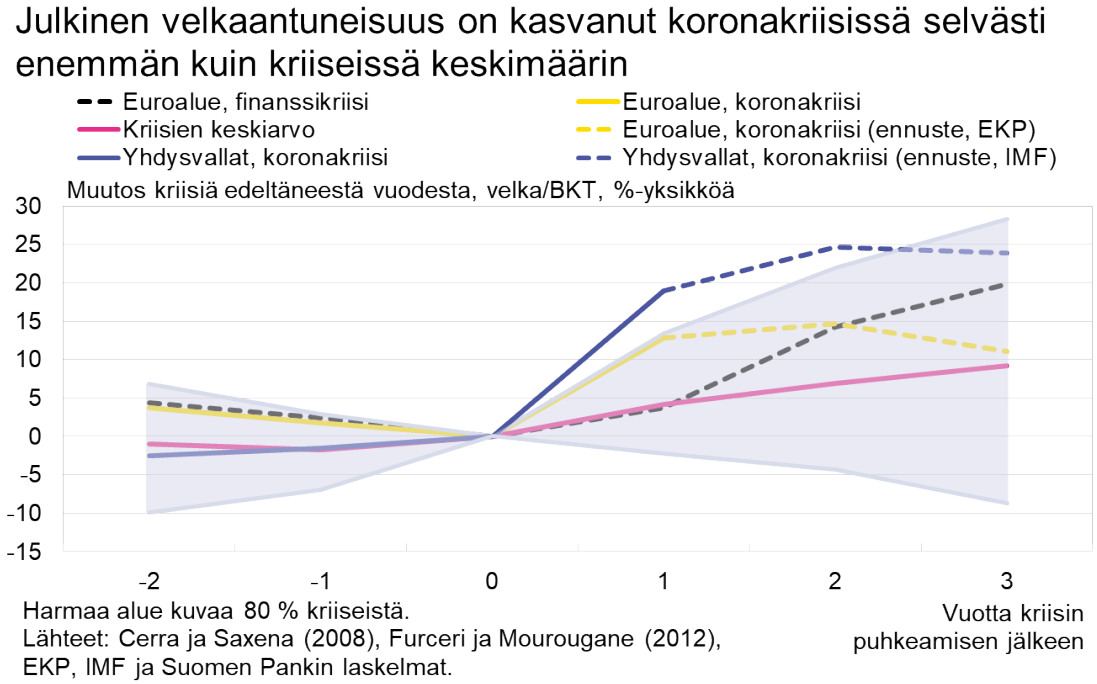
Kuvio 15.



Kokonaistuotanto romahti siis vähemmän kuin pahimmillaan pelättiin, ja myös elpymisen osalta arviot ovat hieman kohentuneet. Käsitys talouspolitiikan ratkaisevan tärkeästä roolista tässä kehityskulussa on vahvistunut. Vaihtoehtoiset skenaariot olisivat olleet erittäin huonoja: rahoitusvakauden menetys, hitaampi elpyminen ja inflaatio sekä inflaatio-odotusten heikentyminen yhä kauemmas keskuspankin tavoitteesta. Voimakkaat talouspoliittiset toimet näyttäisivät vähentäneen pelättyjä pidemmän aikavälin vaurioita.

EKP:n yksi keskeisimpiä rahapolitiikan instrumentteja on ollut pandemiaan liittyvä arvopapereiden osto-ohjelma PEPP. Tämän lisäksi keskuspankki on tehnyt muitakin toimia, kuten muuttanut kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) ehtoja vielä aiempaakin kannustavammiksi ja edullisimmiksi.[15] EKP:n pandemian aikaisista rahapoliittisista toimista ja niiden vaikutuksista kerrotaan artikkelissa ”Pandemian aikaiset rahapoliittiset toimet ovat elvyttäneet euroalueen taloutta”. Tulosten mukaan pelkästään ilman arvopaperiostoja kokonaistuotanto olisi jäänyt vuoden 2021 lopussa noin 3,5 % pienemmäksi ja kuluttajahinnat noin prosentin alemmiksi. TLTRO:n ehtomuutokset ovat samalla aikavälillä kasvattaneet kokonaistuotantoa noin prosentin ja hintatasoa noin 0,3 %.

Kuvio 16.



Myös finanssipolitiikalla on ollut erityisesti kehittyneissä talouksissa keskeinen rooli syvän laman torjumisessa.[16] Euroalueella yritysten selviytymistä kriisistä on tuettu mm. suorilla yritystuilla, lainoilla ja lainatakuilla. Vuonna 2020 koronatukiohjelmien enimmäislaajuus oli yhteensä 2 507 mrd. euroa.[17] Työpaikkojen säilymistä ja kuluttajien ostovoiman ylläpitämistä on tuettu erilaisilla lyhennetyn työajan järjestelmillä. Julkisen talouden toimien vuoksi julkisen velan kasvu erityisesti Yhdysvalloissa mutta myös euroalueella on ollut selvästi voimakkaampaa kuin useimmissa aikaisemmissa talouskriiseissä (kuvio 16). Vastaavaa julkisen velan kasvua on aikaisemmin ollut lähinnä vain finanssikriisin aikana joissain yksittäisissä maissa.[18] Talouspolitiikan laaja-alaista ja voimakasta reaktiota koronakriisiin voidaan pitää onnistuneena, sillä koronapandemia ei aiheuta kokonaistuotantoon niin merkittävää pitkäaikaista heikkenemistä kuin pahimmillaan pelättiin. Julkiseen talouteen jää silti pitkäaikainen jälki.

Kriisistä elpyminen on kuitenkin vielä kesken, ja oikein suunnatuilla, mitoitetuilla ja ajoitetuilla politiikkatoimilla voidaan edelleen pienentää talouden pitkän ajan vaurioita. Erityisesti toimet, jotka tukevat tuottavuuden, työllisyyden ja investointien toipumista, edesauttavat talouskasvun palautumista kriisiä edeltäneelle trendille. Koronakriisin aikana otettiin myös käyttöön EU:n elpymisväline eli NGEU. Se pienentää riskiä julkisen talouden liikkumavaran kapenemisesta pandemiasta eniten kärsineissä jäsenmaissa. Samalla se suuntaa varoja investointeihin, uudistuksiin, vihreään ja digitaaliseen siirtymään, joilla on suuri merkitys unionin yhteisen edun ja

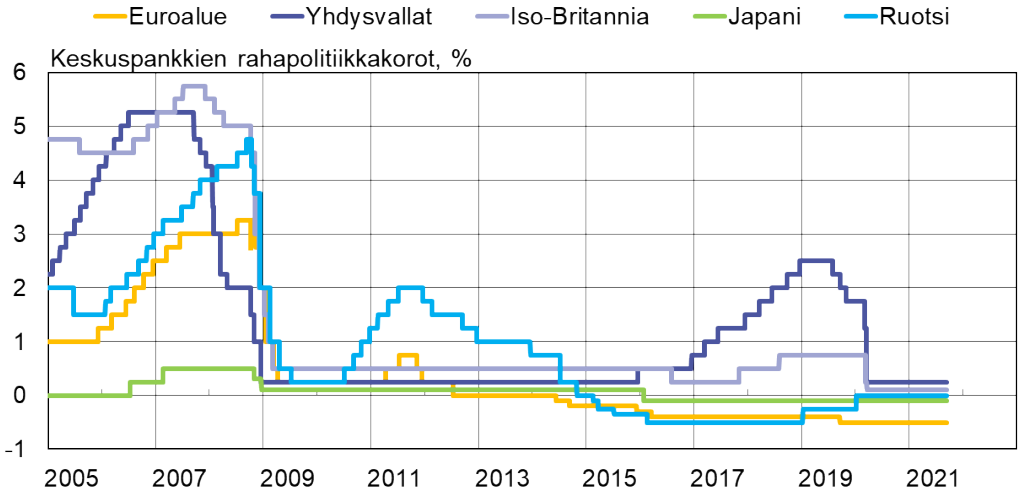
tulevan talouskasvun kannalta. Elpymisen edetessä vuorossa on siis ensin elvyttävän talouspolitiikan oikein ajoitettu ja mitoitettu asteittainen purkaminen ja vasta tämän vaiheen jälkeen kriisin takia kasvaneen velkaantuneisuuden alentaminen.

Rahapolitiikan epätavanomaiset toimet pitävät rahoitusolot kevyinä ja kasvattavat keskuspankkien taseita

Monien keskeisten keskuspankkien ohjauskorot olivat nollassa tai sen alle jo ennen koronakriisin alkamista (kuvio 17). Vain Yhdysvalloissa ohjauskorkoa voitiin merkittävästi laskea. Maaliskuun 2020 aikana Fed laski ohjauskorkoaan yhteensä 1,5 prosenttiyksikköä, jolloin ohjauskoron tavoiteväliksi jäi 0–0,25 %. Myös Isossa-Britanniassa keskuspankki pystyi maaliskuussa 2020 alentamaan ohjauskorkoaan 0,65 prosenttiyksikköä eli 0,1 prosenttiin. Euroalueella talletuskorko on ollut negatiivinen jo vuoden 2014 puolivälistä lähtien ja laskettiin nykyiseen −0,5 prosenttiin jo alkusyksyllä 2019.

Kuvio 17.

Monien keskuspankkien ohjauskorot olivat nollassa tai sen alle jo ennen koronakriisin alkamista

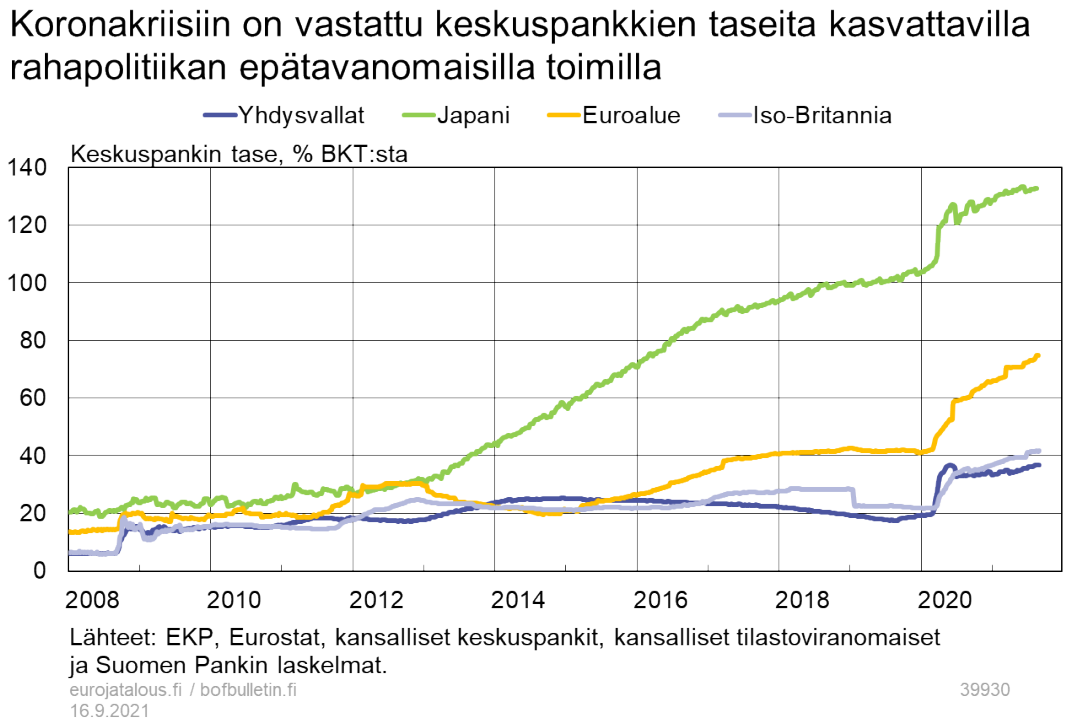


Japanin keskuspankki lopetti yön yli -koron tavoitetason raportoinnin 4.4.2013 siirtyessään rahapolitiikassaan rahaperustan tavoitteeseen ja sittemmin tuottokäyrätavoitteeseen. Japanin ja euroalueen osalta kuvassa talletuskorot.
Lähde: Kansalliset keskuspankit.
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi 39930
16.9.2021

Ohjauskorkojen rajallisen liikkumavaran vuoksi koronakriisiin on vastattu rahapolitiikan epätavanomaisilla toimilla, kuten keskuspankkien jälkimarkkinoilta tehtävillä arvopaperiostoilla. Ostojen vuoksi keskuspankkien valtionlainaomistukset ovat kasvaneet merkittävästi. Arvopaperiostojen lisäksi keskuspankit ovat lieventäneet koronakriisistä aiheutuvaa iskua

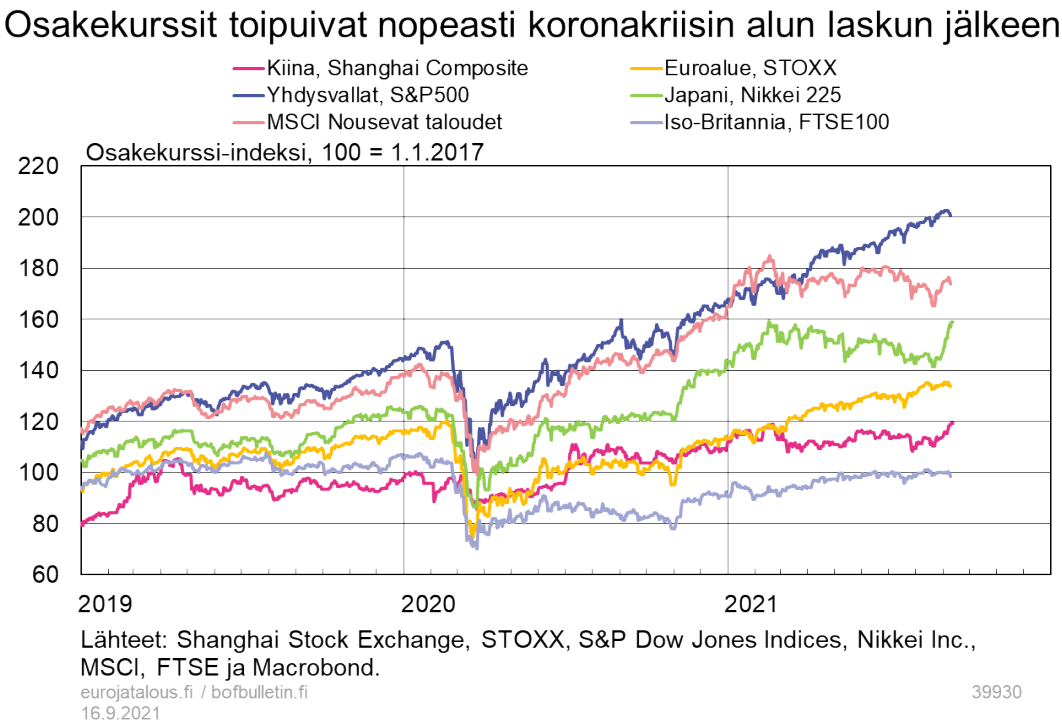
talouteen tekemällä myös muita niiden tasetta kasvattavia rahapoliittisia toimia. Elokuuhun 2021 mennessä Englannin pankin tase oli kasvanut yli 40 prosenttiin, EKP:n yli 70 prosenttiin ja Japanin keskuspankin yli 130 prosenttiin suhteessa BKT:hen (kuvio 18). Fedin tase oli alle 40 % suhteessa BKT:hen. Fedin taseen viimeaikaista kehitystä suhteessa BKT:hen on vaimentanut Yhdysvaltain vahva BKT:n nimelliskasvu. Talouden elpymisen ja inflaationäkymien kohentumisen myötä keskustelu arvopapereiden netto-ostojen vähentämisestä tai lopettamisesta on käynnistynyt erityisesti Yhdysvalloissa.

Kuvio 18.



Pitkät korot olivat globaalisti jo hyvin alhaiset ennen pandemiakriisin alkamista. Keskuspankkien voimakkaat toimet estivät koronakriisin laajentumisen rahoitusmarkkinakriisiksi, ja valtionlainojen riskilisät kasvoivat koronakriisin alussa maltillisesti ja alkoivat nopeasti pienentyä. Alhaisen lähtötason takia pitkät korot eivät siis ole merkittävästi laskeneet, mutta keskuspankit ovat onnistuneesti pitäneet rahoitusolot kevyinä. Tästä voi lukea lisää esimerkiksi artikkelista ”Pandemian aikaiset rahapoliittiset toimet ovat elvyttäneet euroalueen taloutta”. Myös osakekurssit alkoivat nopeasti elpyä koronakriisin alun jälkeen (kuvio 19). Erityisen vahvaa osakemarkkinoiden kehitys on ollut Yhdysvalloissa, joskin eri toimialojen välillä on ollut siellä suuria eroja. Vuonna 2021 osakemarkkinoiden kehitys on ollut vahvaa myös euroalueella.

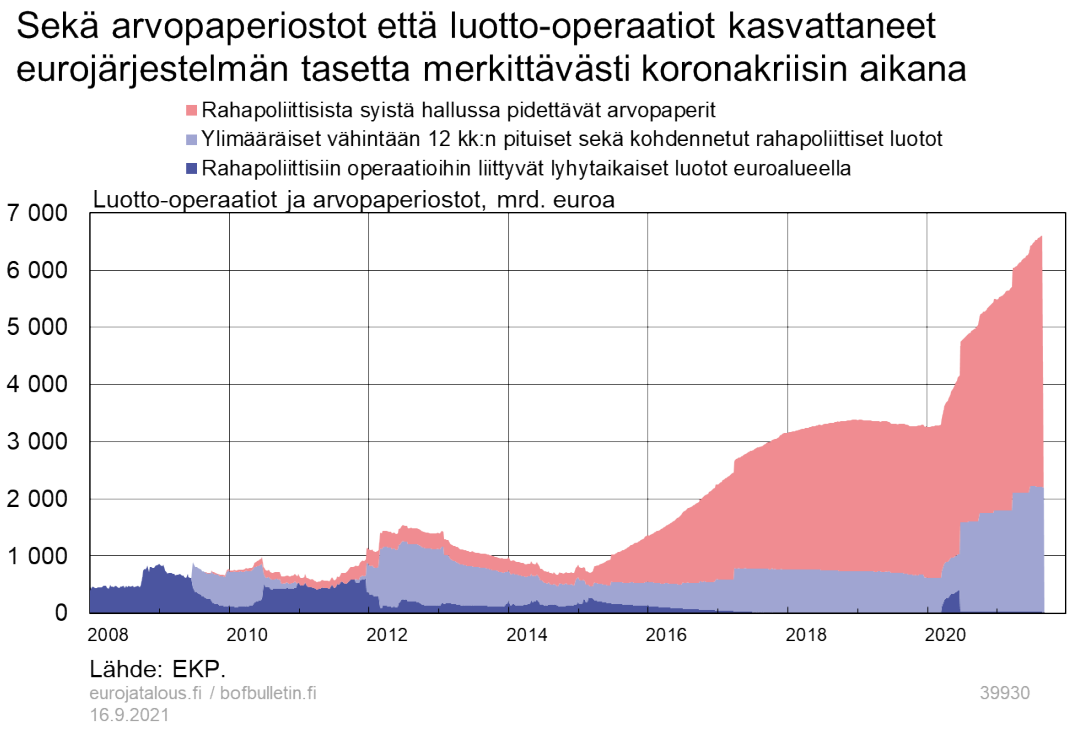
Kuvio 19.



EKP ylläpitää elpymisen kannalta suotuisia rahoitusoloja riittävän pitkään

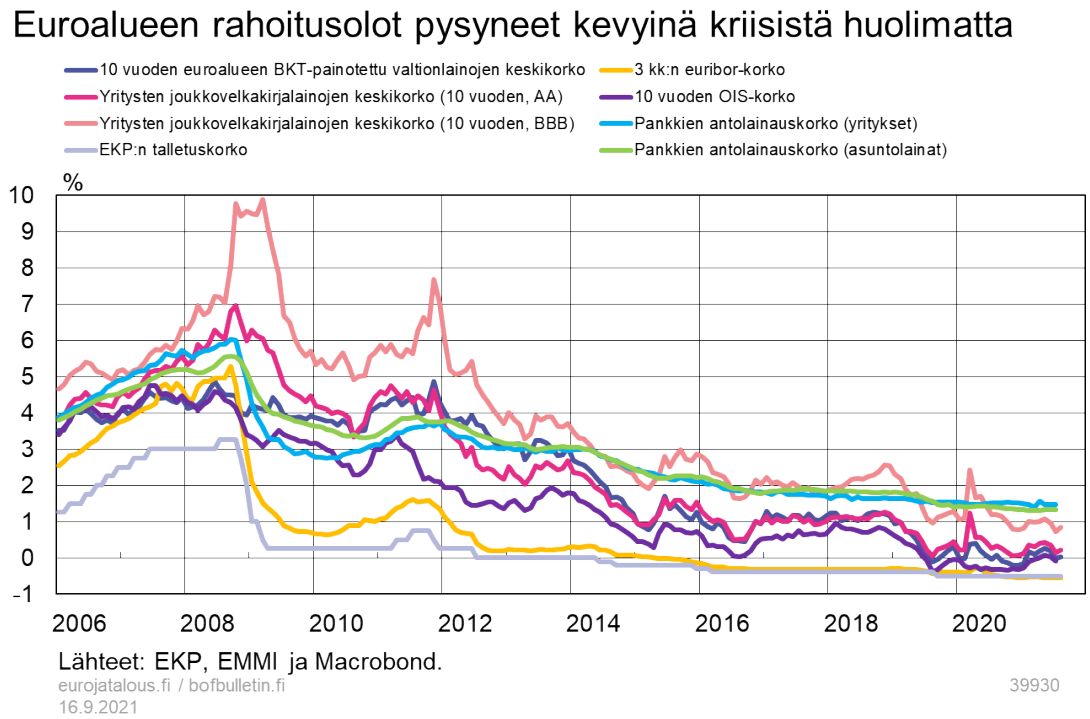
EKP:n koronakriisin aikaiset toimet näkyvät eurojärjestelmän taseessa erityisesti niin, että rahapoliittisista syistä hallussa pidettävien arvopapereiden määrä sekä pidempiaikaisten luotto-operaatioiden määrät ovat kasvaneet (kuvio 20). Pandemiaan liittyvä arvopapereiden osto-ohjelma (PEPP) yhdessä jo aiemmin aloitetun APP-osto-ohjelman kanssa ovat kasvattaneet rahapoliittisista syistä hallussa pidettävien arvopaperien määrää selvästi yli 4 000 mrd. euroon. Lisäksi pankit ovat tähän mennessä nostaneet yli 2 000 mrd. euroa kohdennetuissa pitkäaikaisissa luotto-operaatioissa (TLTRO III:ssa). TLTRO-luottojen määrän voimakasta kasvua selittää niitä koskevan koron laskun lisäksi se, että niiden pankkikohtaista enimmäismäärää kasvatettiin kriisin aikana ja alhaiseen korkoon oikeuttavaa luotonantotavoitetta alennettiin.[19] EKP:n taseen kasvu on siis ollut paljon voimakkaampaa kuin finanssikriisin vuoden 2008 puhkeamisen jälkeisinä vuosina.

Kuvio 20.



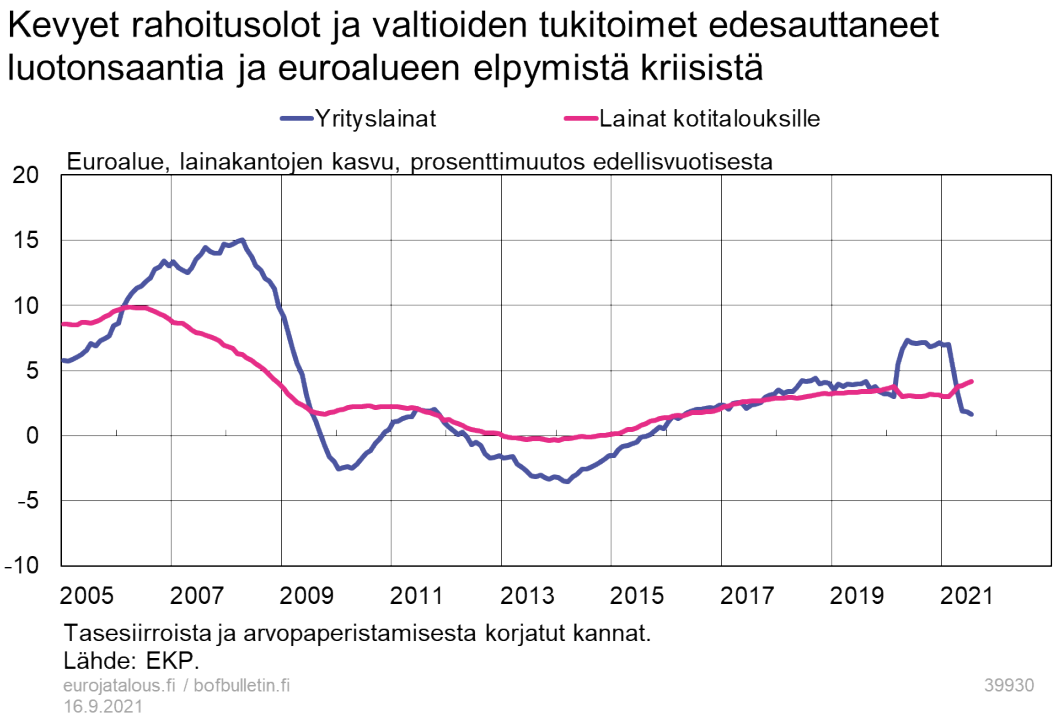
EKP:n pandemian aikaisten rahapolitiikan toimien sekä myös finanssipolitiikan tukitoimien ja pankkien luotonantoa tukevan sääntelyn kriisin aikaisen keventämisen ansiosta rahoitusolot ovat pysyneet euroalueella hyvin kevyinä koko koronakriisin ajan (kuvio 21). Kriisin alussa sijoittajien vaatimien riskipreemioiden kasvu nosti esimerkiksi valtionlainojen sekä yritysten joukkovelkakirjojen korkoja. Korkojen nousu jäi kuitenkin väliaikaiseksi. Myös pankkien luotonannon kanava on toiminut tässä kriisissä hyvin: antolainauskorot ovat pysyneet läpi kriisin vakaina (kuvio 21) ja pankit ovat kyenneet jatkamaan ja jopa lisäämään luotonantoaan (kuvio 22). Toisin kuin finanssikriisissä, koronakriisin aikana rahoitus on siis välittynyt euroalueella tasaisesti eikä esimerkiksi pankkien antolainauskoroissa ole ollut merkittäviä maakohtaisia eroja. Vuonna 2021 pitkät korot ovat hieman nousseet, mitä selittää mm. talousnäkymien vahvistuminen ja inflaatio-odotusten voimistuminen.

Kuvio 21.



Kriisin puhjettua yrityslainakannan vuosikasvu kiihtyi voimakkaasti yritysten kassavirtojen tyrehtymisen aiheuttaman lainakysynnän kasvun myötä (kuvio 22). Pankkien luotonantopolitiikka sekä luottoehdot ovat pysyneet verrattain kevyinä koko kriisin ajan. Pankkien luotonannon seurantakyselyn (BLS) mukaan pankit kiristivät luotonantoaan huomattavasti vähemmän kuin globaalin finanssikriisin aikana.[20] Osin tätä selittävät julkisen sektorin kriisin aikaiset takaukset sekä EKP:n kohdennetut luotto-operaatiot, TLTRO:t, jotka kannustavat pankkeja yrityslainanantoon. Yrityslainakannan kasvun viimeaikainen hidastuminen heijastaa sitä, että akuutin kriisivaiheen poikkeuksellinen rahoituksentarve on tasoittunut. Myös asuntolainakanta on kasvanut koko kriisin ajan. BLS-kyselyn mukaan tätä selittää luottopolitiikan kevyenä pysymisen lisäksi kysynnän kasvu, joka puolestaan johtuu erityisesti alhaisesta korkotasosta sekä lainanhakijoiden luottamuksesta asuntomarkkinoiden kehitykseen ja yleiseen taloustilanteeseen.

Kuvio 22.

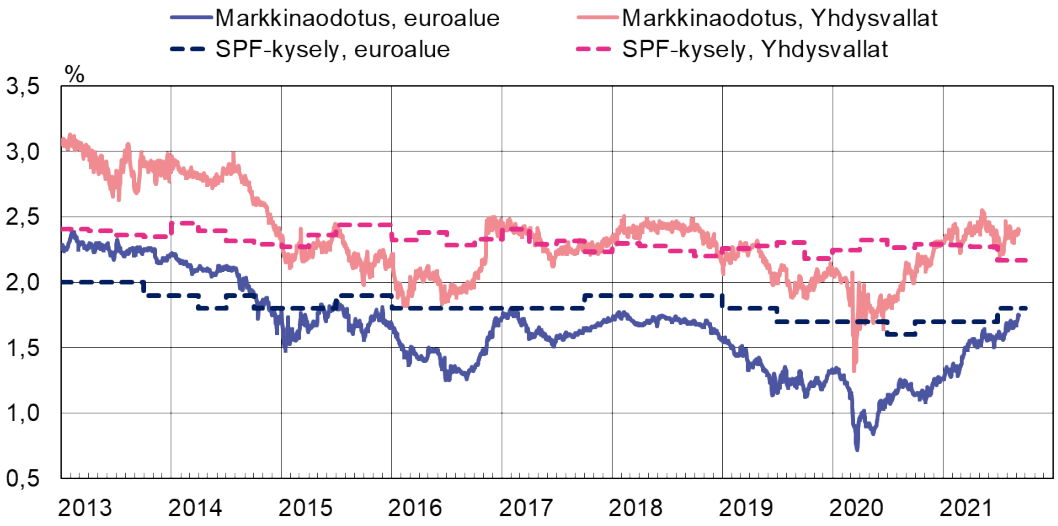


Inflaatio-odotukset ovat voimistuneet koronakriisin pahimmasta vaiheesta

Koronakriisin puhjettua inflaatio hidastui globaalisti, kun kokonaiskysyntä supistui ja raaka-aineiden hinnat laskivat jyrkästi. Heikentyneiden talousnäkymien ja epävarmuuden lisääntymisen myötä myös odotukset inflaation tulevasta kehityksestä vaimenivat laaja-alaisesti (kuvio 23). Lyhyen aikavälin inflaatio-odotusten vaimeneminen oli ymmärrettävää, koska koronakriisi heikensi taloutta. Huolestuttavampaa sen sijaan oli, että myös pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset vaimenivat merkittävästi. Niin euroalueella kuin Yhdysvalloissakin pitkät, viidestä kymmeneen vuoteen olevan ajanjakson inflaatiota kuvaavat inflaatio-odotukset heikentyivät poikkeuksellisen alhaisiin lukuihin, euroalueella 0,73 prosenttiin ja Yhdysvalloissa 1,39 prosenttiin.

Kuvio 23.

Euroalueella pitkän ajan inflaatio-odotukset yhä vaimeat suhteessa EKP:n inflaatiotavoitteeseen



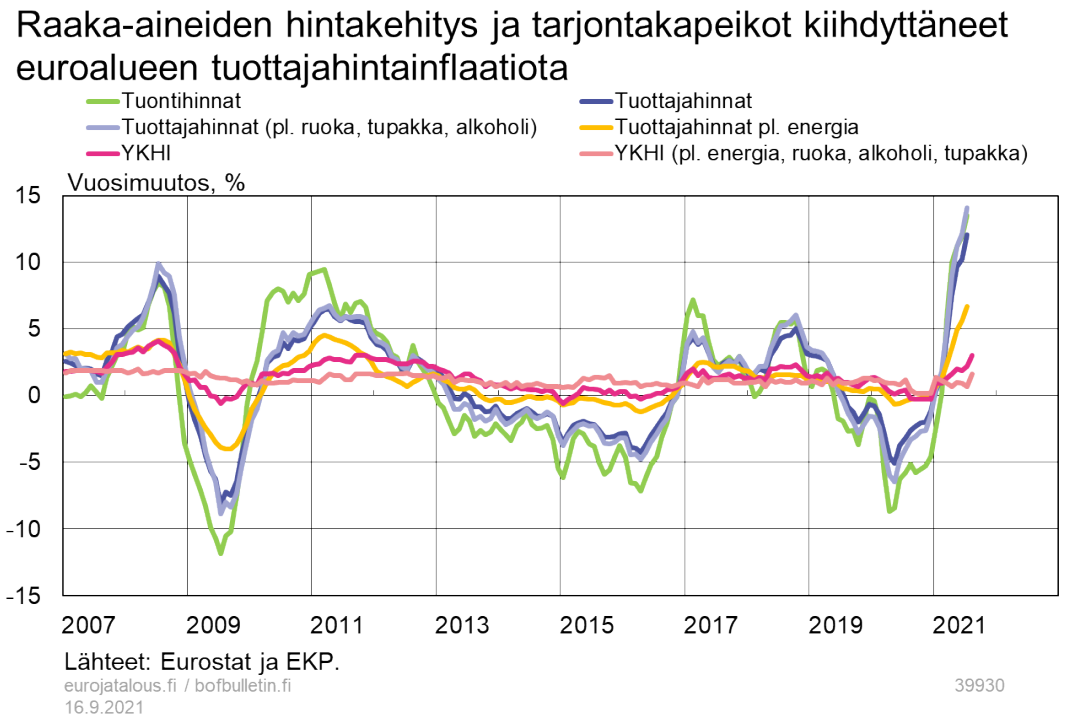
Markkinaodotukset johdettu 5 ja 10 vuoden inflaatioswapeista. SPF-kyselyt 5 vuoden päähän.
Lähteet: Bloomberg, EKP ja Fed of Philadelphia.
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi 39930
16.9.2021

Rahoitusmarkkinoilta mitattujen inflaatio-odotusten raju heikentyminen osoittautui kuitenkin lyhytaikaiseksi. Odotukset voimistuivat vähitellen, kun epävarmuus alkoi hälventyä ja pahimmat pelot talouskriisistä hellittivät. Myös maailmanlaajuisesti harjoitettu voimakkaasti elvyttävä ja kriisistä toipumista tukeva rahapolitiikka auttoi osaltaan merkittävästi, jotta inflaatio-odotusten heikentyminen saatiin pysäytettyä ja odotukset palautuivat ennalleen. Inflaatio-odotusten toipuminen puolestaan on osaltaan tukenut inflaatiokehitystä ja kohentanut inflaationäkymiä (ks. Inflaatio-odotukset auttavat tulkitsemaan euroalueen inflaatiokehitystä). Käsitys tulevasta inflaatiosta vaikuttaa talouden toimijoiden käyttäytymiseen, ja mikäli näiden inflaatio-odotukset luisuvat kestävästi alle (yli) keskuspankin inflaatiotavoitteen, voi seurauksena olla itseään vahvistava kierre, jossa heikentyneet (voimistuneet) inflaatio-odotukset johtavat toteutuneen inflaation hidastumiseen (kiihtymiseen) entisestään. Tällä hetkellä pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat Yhdysvalloissa vakiintuneet hieman yli 2 prosentin tasolle. Euroalueellakin odotukset ovat palautuneet koronakriisiä edeltävälle tasolle, mutta ne ovat vielä selvästi alle EKP:n heinäkuussa julkistaman 2 prosentin inflaatiotavoitteen (ks. EKP uudisti rahapolitiikan strategiansa – mikä muuttuu?).

Talouden avautumisesta ja elpymisestä johtuvan inflaatiopiikin arvioidaan olevan pääosin tilapäinen

Inflaatio on talouden asteittaisen avautumisen ja elpymisen myötä kiihtynyt. Raaka-aineiden hinnat ovat kauttaaltaan nousseet reilusti. Samaan aikaan joillakin tuotannon sektoreilla tarjonta ei ole pystynyt vastaamaan ripeään kysynnän kasvuun. Esimerkiksi mikrosiruista on tällä hetkellä huutava pula ympäri maailmaa, mikä aiheuttaa tuotantohäiriöitä mm. autoteollisuudessa. Lisäksi kasvanut kysyntä on nostanut kuljetushintoja, kun kuljetuskapasiteetista on pulaa. Tämä kaikki on nostanut tuonti- ja tuottajahintoja selvästi euroalueella (kuvio 24). Tuonti- ja tuottajahinnat ovat kesä-heinäkuussa nousseet reilut 10 % vuodentakaisesta. Vuoden 2019 loppuun verrattuna tuontihinnat ovat nousseet reilut 4 % ja tuottajahinnat noin 8,5 %. Vaikka kyseessä onkin pitkälti koronakriisistä elpymisen aiheuttama korjausliike, odotetaan kustannuspaineiden pitävän inflaatiota nopeana ainakin tämän vuoden ajan. Tämän jälkeen kuluttajahintainflaation odotetaan asteittain hidastuvan alle 2 prosenttiin. Esimerkiksi teollisuuden sekä palvelualojen lähiaikojen myyntihintaodotukset ovat tällä hetkellä varsin korkealla.

Kuvio 24.



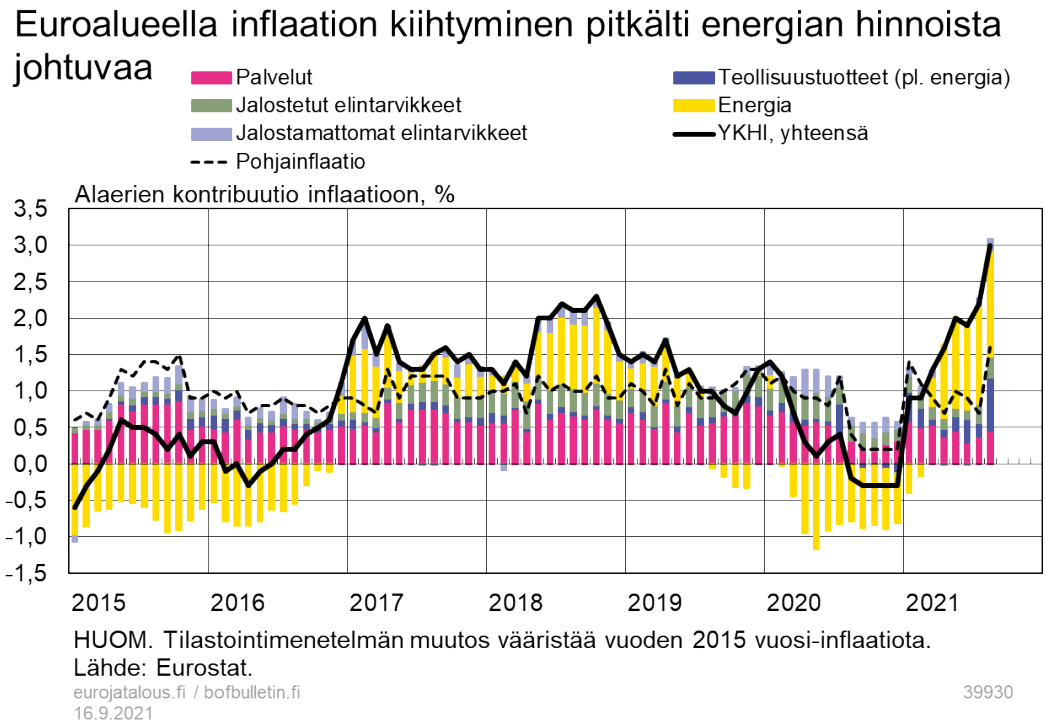
Kuluttajahintainflaatio on vuodenvaihteesta lähtien kiihtynyt asteittain sekä euroalueella että Yhdysvalloissa. Euroalueen inflaatio oli viime vuonna 0,3 % (kuvio 25). Tämän vuoden alusta inflaatio kuitenkin kiihtyi 0,9 prosenttiin ja oli elokuussa jo 3,0 %. Yhdysvalloissa

kuluttajahintainflaatio (CPI) on maaliskuusta lähtien ollut erityisen ripeää ja yltänyt heinäkuussa jo 5,4 prosenttiin.

Pääosin kuluttajahintainflaation kiihtyminen on kuitenkin johtunut yksittäisistä kertaluonteisista tekijöistä. Keskeisin selittävä tekijä on ollut energiainflaatio, joka on kiihtynyt merkittävästi öljyn hinnan muutosten vaikutuksesta. Öljyn tynnyrihinta laski alimmillaan 20 dollariin ja on nyt noussut 70 dollarin tuntumaan. Näin ollen öljyn hinta on vuodentakaiseen verrattuna noussut merkittävästi, vaikka hinta on nyt kutakuinkin pandemiaa edeltävällä tasolla.

Euroalueella inflaatiota kiihdytti myös Saksassa heinä-joulukuussa 2020 voimassa olleen arvonlisäverokannan alennuksen päättyminen vuodenvaihteessa. Tämän alennuksen päättyminen palautti siis hinnat takaisin veronalennusta edeltäneelle tasolle, mikä aiheutti inflaation kertaluonteisen kiihtymisen tammikuussa. Lisäksi veronalennuksen vaikutus tuo vielä uuden inflaatiota kiihdyttävän sykäyksen tämän vuoden heinä-joulukuun ajaksi, kun nyt normalisoituneita hintoja verrataan vuodentakaisiin, alennetun veron aikaisiin hintoihin. Elokuun inflaatiota kiihdytti väliaikaisesti myös alennusmyyntikausien koronarajoituksista johtuvat poikkeavat ajankohdat viime vuonna, mikä näkyi teollisuustuotteiden (pl. energia) inflaatiossa.

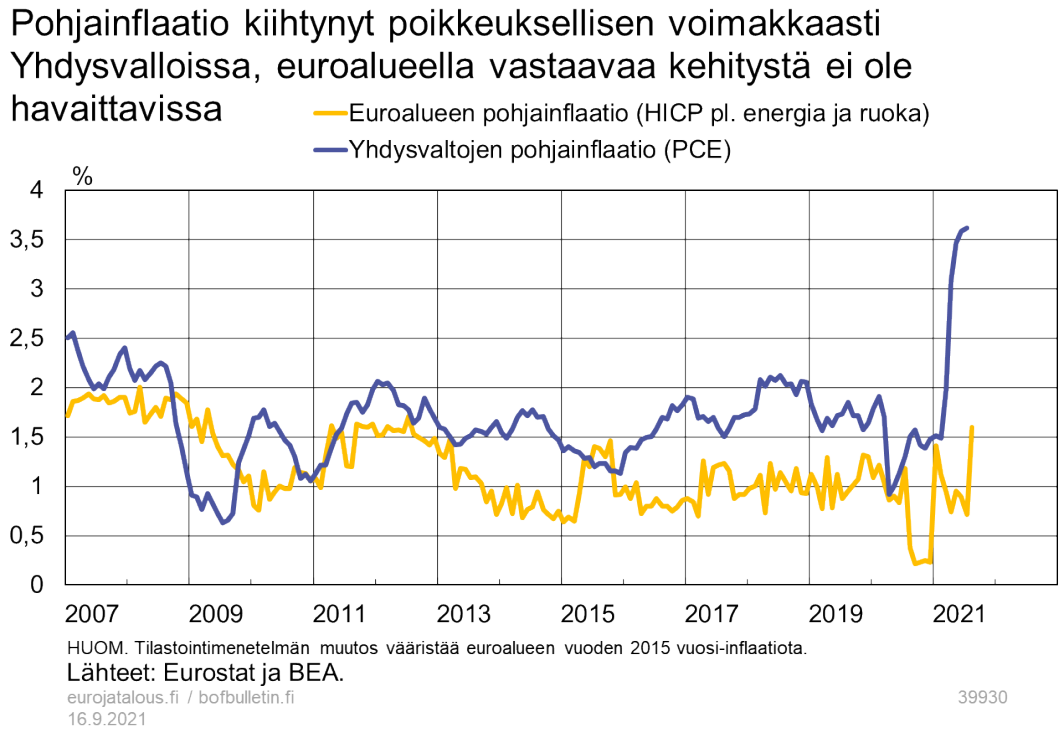
Kuvio 25.



Kun tarkastellaan pohjainflaatiota, Yhdysvaltojen keskuspankin seuraaman pohjainflaatiomittarin[21] kehitys näyttää hyvin poikkeukselliselta verrattuna aiempiin vuosiin (ml.

finanssikriisi) sekä euroalueen tilanteeseen (kuvio 26). Pohjainflaatio on Yhdysvalloissa kiihtynyt kyseisen mittarin mukaan 3,6 prosentin vauhtiin. Yhdysvalloissa autoteollisuuden komponenttipula ja sen aiheuttamat tuotanto- ja toimitusvaikeudet ovat nostaneet käytettyjen autojen hintoja merkittävästi. Lisääntynyt liikkuminen on nostanut muitakin kuljetukseen, liikenteeseen ja matkailuun liittyviä eriä. Ylipäätään koronatilanteen asteittainen lieventyminen ja rajoitusten päättyminen ovat johtaneet jossain määrin palvelukysynnän elpymiseen, mikä on näkynyt mm. matkailu- ja majoituspalveluissa.

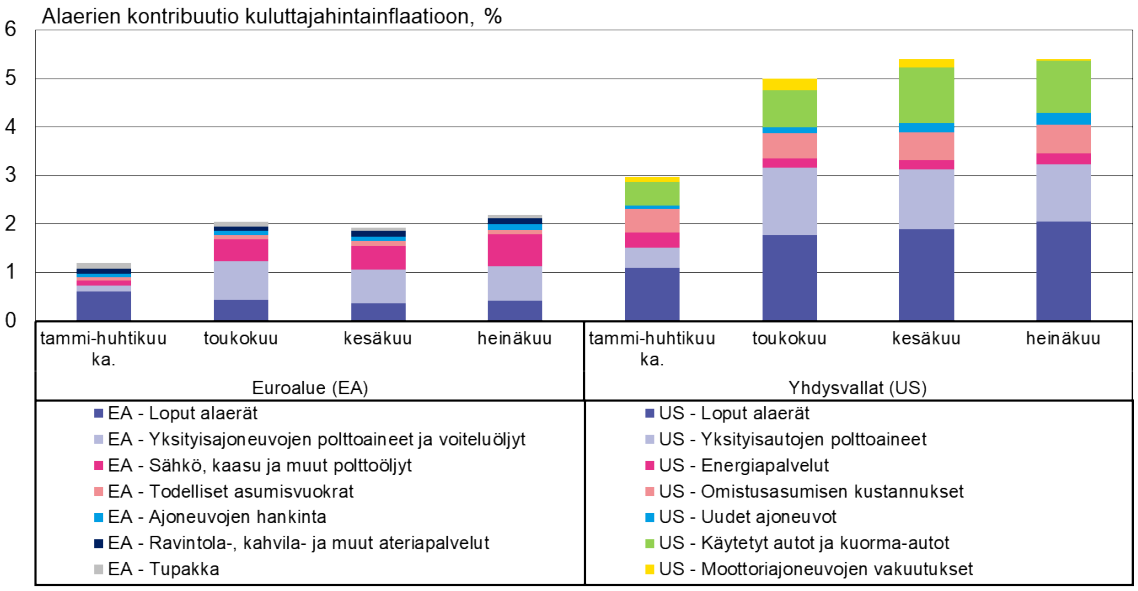
Kuvio 26.



Yksityiskohtainen inflaation alaerien tarkastelu osoittaa, että niin euroalueella kuin Yhdysvalloissakin energia ja polttoaineet ovat merkittävä selittäjä inflaation kiihtymisessä (kuvio 27). Näin on erityisesti euroalueella, jossa nämä erät yksistään selittävät noin kaksi kolmasosaa touko-heinäkuun inflaatiosta. Yhdysvalloissa[22] merkittäviä selittäjiä ovat lisäksi autokauppaan sekä omistusasumiseen liittyvät erät. Merkillepantavaa kuitenkin on, että kun nämä, osaksi koronakriisin aiheuttamat poikkeukselliset yksittäiset hintahäiriöt poistetaan, on kaikkien loppujen alaerien yhteenlaskettu vaikutus niin euroalueen kuin Yhdysvaltojenkin inflaatioon vielä varsin maltillinen. Yhdysvalloissa inflaatio ilman näitä muutamaa inflaatiota kiihdyttänyttä alaerää on inflaatiotavoitteen tuntumassa, kun taas euroalueella vielä reilusti 2 prosentin inflaatiotavoitteen alapuolella.

Kuvio 27.

Yksittäiset alaerät selittävät pääosan euroalueen ja Yhdysvaltojen inflaation kiihtymisestä



Huom. Euroalueen ja Yhdysvaltojen inflaatiotilastoinnin alaeräkategorisoinnit eivät ole keskenään vertailukelpoisia.
Lähteet: Eurostat, BLS ja Suomen Pankin laskelmat.

Euroalueen inflaation arvioidaan maltillistuvan koronakriisistä johtuvien poikkeuksellisten hintavaikutusten päättyessä

Kaiken kaikkiaan inflaation kiihtyminen on siis johtunut yksittäisistä, kertaluonteisista tekijöistä ja heijastelee pitkälti poikkeusoloista normalisoitumista. Euroalueella ns. pohjainflaatio, josta on poistettu energian ja ruuan hinnat, on edelleen selvästi alle 2 prosentin, eikä laajaa hintojen nousupainetta ole näköpiirissä. Mikäli väliaikaiset inflaatiopiikit siirtyisivät palkkapaineisiin, voisi niistä seurata pysyvämpi vaikutus inflaatioon. Euroalueen palkkainflaatio on kuitenkin ollut hyvin vaatimatonta. Palkkapaineita ennakoivasti mittaava neuvoteltujen palkkojen indikaattori on pysynyt maltillisena ja ennakoi alle 2 prosentin palkkainflaatiovauhtia.

Palkkojen ja hintojen nousupaineita vaimentaa euroalueen vapaa kapasiteetti, joka kasvoi koronakriisin vuoksi. Euroalueen työmarkkinat eivät ole vielä palautuneet koronakriisistä ennalleen. Työttömyys lisääntyi koronan seurauksena selvästi ja ei ole vielä palautunut koronaa edeltäneelle tasolle. Työttömyysaste oli heinäkuussa 7,6 %. Myös työllisten määrä supistui huomattavasti keväällä 2020 ja on yhä merkittävästi pienempi kuin ennen kriisiä (kuvio 13). Euroalueen vapaata kapasiteettia mittaava tuotantokuilu – eli talouden toteutuneen tuotannon ja laskennallisen potentiaalisen tuotannon erotus – on edelleen auki, ja keskeisten kansainvälisten

instituutioiden tuoreimpien arvioiden mukaan sen odotetaan sulkeutuvan aikaisintaan ensi vuoden lopulla tai vasta vuonna 2023. Euroalueen talous toimii siis vielä selvästi vajaakäytöllä. Inflaationäkymien arvioinnin kannalta haaste on kuitenkin siinä, että kriisitilanteissa tämän vajaakäytön täsmällistä suuruusluokkaa on poikkeuksellisen vaikea arvioida. Eri talouden sektoreiden eritahtinen elpyminen saattaa myös aiheuttaa kriisiä edeltäneeseen aikaan verrattuna poikkeavia liikkeitä inflaatiossa. Pidemmän aikavälin trendien, kuten globalisaation ja teknologian kehittymisen, vaikutukset vaimentavat inflaationäkymiä myös pandemian jälkeen.

Talouden piristymisen ja koronatilanteen paranemisen ansiosta inflaationäkymät ovat kuitenkin selvästi kohentuneet, ja kaikki keskeiset ennustelaitokset ovat nostaneet euroalueen inflaatioennusteitaan (taulukko 3). Vaikka näkemyksissä on hienoisia eroja eri ennustajien välillä, euroalueen inflaation odotetaan kiihtyvän tänä vuonna 2 prosentin tuntumaan. Koronakriisistä johtuvien poikkeuksellisten hintavaikutusten päättyessä inflaation arvioidaan asettuvan noin 1,5 prosentin tuntumaan vuosina 2022 ja 2023. Mikäli tuotannon pullonkaulojen purkautuminen sekä kysynnän ja tarjonnan tasapainottuminen pitkittyvät, voi inflaatio kiihtyä ennustehorisontilla hieman tätä nopeammaksi. Syyskuun ennusteessaan EKP nosti inflaatioennustettaan kesäkuusta ja arvio nyt inflaation kiihtyvän tänä vuonna 2,2 prosenttiin ja hidastuvan sitten asteittain 1,7 prosentista 1,5 prosenttiin vuosina 2022 ja 2023. Euroalueella edellytykset palata keskipitkällä aikavälillä kestävästi 2 prosentin inflaatiovauhtiin ovat kuitenkin kohentuneet. Euroalueen talouden elpymisen lisäksi EKP:n uusi rahapolitiikan strategia tukee sitä, että talous ei juutu pitkäksi aikaa liian hitaaseen inflaatioon.

Euroalueen inflaatioennusteita on viime aikoina nostettu – inflaatio jäämässä yhä alle 2 prosentin vuosina 2022–23

YKHI, euroalue, %-muutos	**Pvm**
EKP	09/2021 (06/2021)
Euroopan komissio	07/2021 (05/2021)
IMF	04/2021 (10/2020)
OECD	05/2021 (12/2020)
SPF	07/2021

Suluissa edellinen ennuste.
Lähteet: EKP/Eurojärjestelmä, Euroopan komissio, IMF, OECD, Consensus Economics.

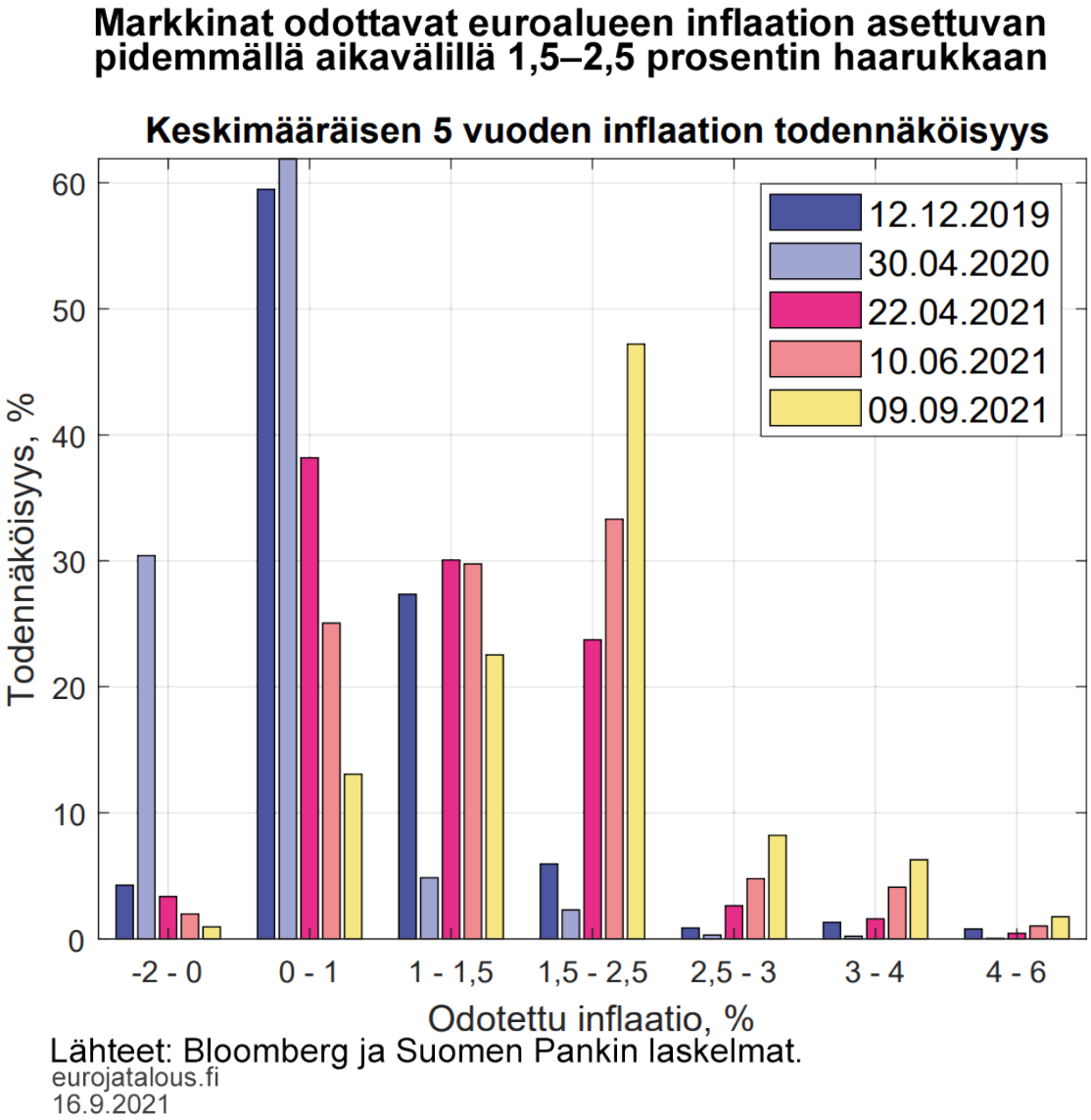
Euroalueen inflaatioennusteita on viime aikoina nostettu – inflaatio jäämässä yhä alle 2 prosentin vuosina 2022–23	
	(04/2021)
Consensus	08/2021 (07/2021)

Suluissa edellinen ennuste.
Lähteet: EKP/Eurojärjestelmä, Euroopan komissio, IMF, OECD, Consensus Economics.

Rahapolitiikan strategiauudistus ankkuroi euroalueen inflaatio-odotukset aiempaa vahvemmin 2 prosenttiin

Markkinoiden inflaatio-optioista johdettujen inflaatio-odotusten perusteella markkinat odottavat euroalueen viiden vuoden keskimääräisen inflaation keskittyvän yhä enemmän 1,5–2,5 prosenttiin (kuvio 28). Markkinat näkevät siis viimeaikaisen inflaation kiihtymisen olevan väliaikaista ja inflaatiovauhdin asettuvan EKP:n uuden symmetrisen 2 prosentin inflaatiotavoitteen läheisyyteen. Ammattiennustajille suunnatun EKP:n SPF-kyselyn mukaan inflaation odotetaan olevan viiden vuoden päästä 1,8 %.

Kuvio 28.



Vaikka inflaation viimeaikaisen kiihtymisen nähdäänkin yleisesti olevan lyhytaikaista ja johtuvan pääosin koronakriisin aiheuttamista talouden häiriöistä, inflaation kiihtyminen voi osoittautua ennakoitua pitkäaikaisemmaksi. Pitkittyessään raaka-ainekustannusten nousu ja maailmanlaajuisiin toimitusketjuihin liittyvät tarjontapuolen häiriöt voivat heijastua inflaatio-odotuksiin, palkkapaineiden kasvuun ja lopulta inflaation kiihtymiseen. Toistaiseksi tällaista kehitystä ei kuitenkaan ole euroalueella nähtävissä ja inflaatio-odotukset ovat ankkuroituneet inflaatiotavoitteeseen tai sitä alemmaksi. Euroalueella inflaatio on ollut pitkään EKP:n tavoitteeseen nähden liian hidasta, ja siksi inflaation kiihtyminen kestävästi EKP:n tavoitteena olevaan 2 prosentin vauhtiin on toivottavaa koronakriisin helpottaessa ja talousnäkymien kohentuessa.

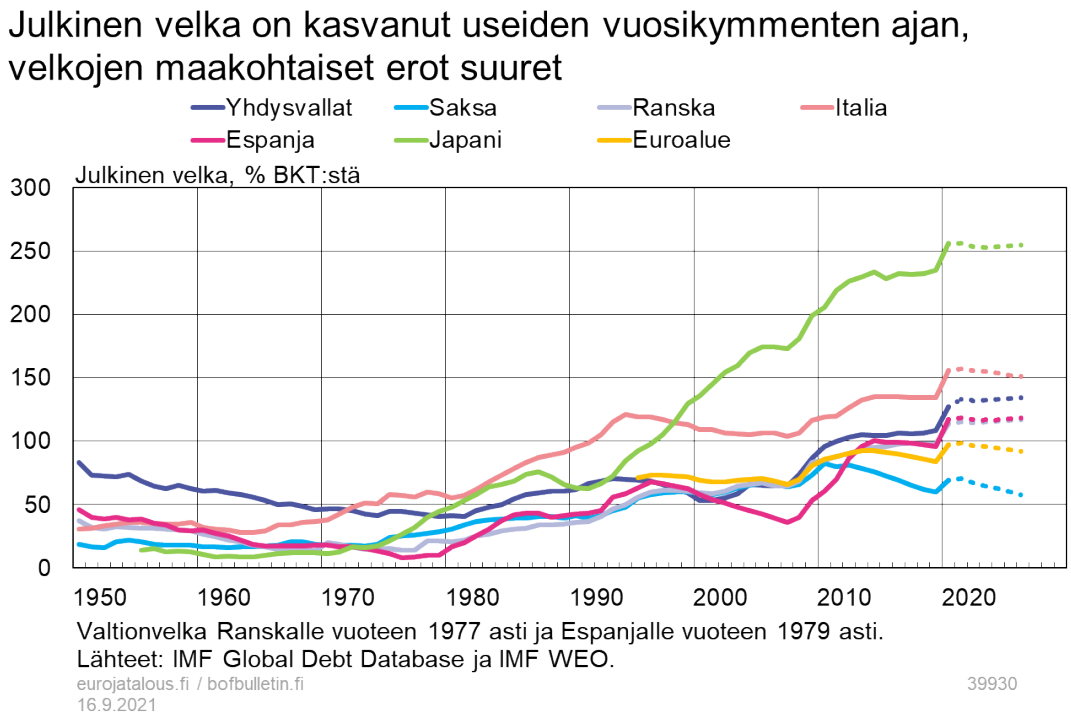
Julkisen velkaantuneisuuden alentaminen tulee olemaan pitkäaikainen haaste

Koronakriisi on velkaannuttanut julkisia talouksia merkittävästi. Velkaantuneisuuden kasvu on kolmesta keskeisestä talousalueesta suurinta Yhdysvalloissa, jossa julkinen velka suhteessa BKT:hen kasvaa vuosina 2020–2021 yhteensä noin 25 prosenttiyksikköä (kuvio 29). Japanissa velkaantuneisuuden kasvu on noin 20 prosenttiyksikköä ja euroalueella noin 15 prosenttiyksikköä. Euroalueen maista Saksassa julkisen velan suhteessa BKT:hen ennustetaan kasvavan koronakriisivuosina 13 prosenttiyksikköä, mikä on selvästi vähemmän kuin Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa, joissa se kasvaa 20–25 prosenttiyksikköä. Euroalueen julkisen velan odotetaan kasvavan noin 99 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2021. Tämän hetken ennusteiden mukaan velkasuhteen odotetaan seuraavina vuosina hieman pienenevän, mikä on erityisesti Saksan kehityksen ansiota.[23]

Euroalueen maakohtaiset erot ovat suuret. Vuonna 2021 julkisen velan odotetaan kasvavan Saksassa 73 prosenttiin, Ranskassa 117 prosenttiin, Espanjassa 120 prosenttiin ja Italiassa 158 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Yhdysvalloissa julkisen velan odotetaan kasvavan noin 135 prosenttiin ja Japanissa noin 257 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2021. Ennusteisiin liittyy kuitenkin epävarmuutta, ja esimerkiksi uudet finanssipoliittiset toimet voivat muuttaa niitä merkittävästikin.

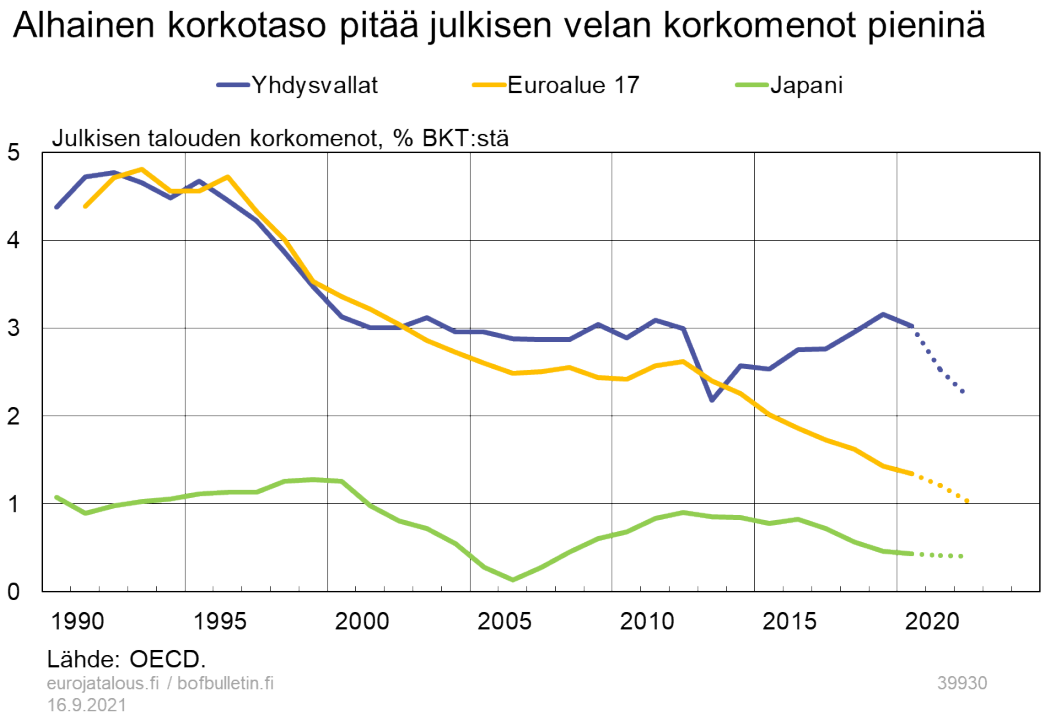
Julkisen velkaantuneisuuden voimakas kasvu ei ole vain korona-ajan ilmiö, vaan julkinen velka suhteessa BKT:hen on ollut kasvusuunnassa useiden vuosikymmenten ajan niin Yhdysvalloissa, Japanissa kuin euroalueen suurimmissa talouksissakin lukuun ottamatta Saksaa. Näin ei ole ollut aina. Toisen maailmansodan jälkeen julkinen velkaantuneisuus väheni osassa näitä maita muutaman vuosikymmenen ajan ja säilyi muissa ainakin jonkin aikaa suhteellisen vakaana 1950-luvun alusta lähtien. Velkaantumista vähensivät vahva talouskasvu, inflaatio ja julkisen velan kustannuksia rajoittanut rahoitusmarkkinoiden sääntely (ns. financial repression)[24]. Julkinen velka suhteessa BKT:hen kääntyi kasvusuuntaan kaikissa näissä talouksissa viimeistään 1980-luvun alkuun mennessä, ja tämä suunta on jatkunut siitä lähtien. Vain Saksa onnistui kääntämään julkisen velan suhteessa BKT:hen laskusuuntaan finanssikriisin jälkeen. Tämä oli vahvan talouskasvun, alhaisten korkojen ja finanssipolitiikan sääntöjen (ns. velkajarru) noudattamisen ansiota.

Kuvio 29.



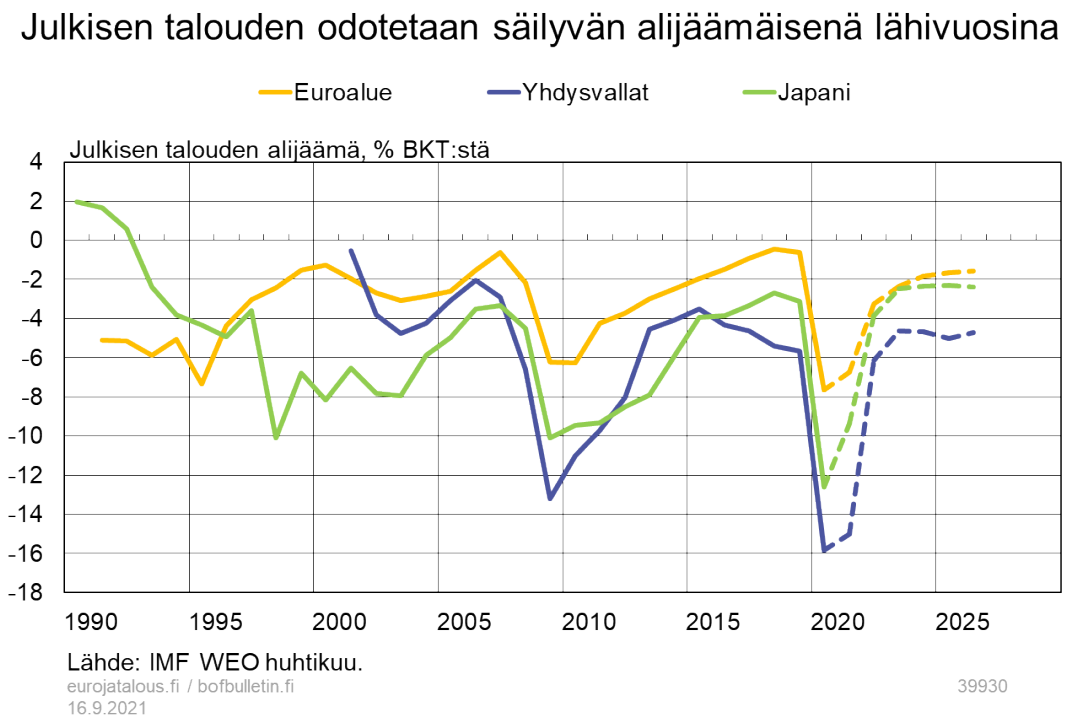
Alhainen korkotaso pitää julkisen velan korkomenot keskeisillä talousalueilla pieninä julkisen velan kasvusta huolimatta (kuvio 30). Euroalueella julkisen velan korkomenot suhteessa BKT:hen ovat supistuneet jyrkästi talous- ja rahaliiton alkamisesta lähtien. Yhdysvalloissa korkomenot supistuivat jyrkästi 1990-luvulla ja ovat 2000-luvun alkupuolelta lähtien säilyneet vakaampina. Japanissa julkisen velan korkomenot suhteessa BKT:hen ovat olleet pienet jo pitkään. Koronakriisin aikana finanssipolitiikka ja rahapolitiikka ovat vaikuttaneet samaan elvyttävään suuntaan, kun koronakriisi on vaimentanut euroalueen talouskehitystä.

Kuvio 30.



Euroalueen julkisen talouden kokonaisvaje on pysynyt selvästi pienempänä kuin Yhdysvalloissa ja Japanissa 2000-luvun alkupuolelta lähtien (kuvio 31). Julkisen talouden kokonaisvajeen odotetaan pysyvän suurena keskeisillä talousalueilla vuonna 2021 ja alijäämäisenä myös seuraavina vuosina. Euroalueella EKP ennustaa vajeen olevan 7,1 % suhteessa BKT:hen vuonna 2021. Euroalueen vajeen pysyminen suurena johtuu siitä, että finanssipoliittinen elvytys jatkuu yhä ja BKT pysyy talouskasvun käynnistymisestä huolimatta yhä potentiaalista tuotantoa heikompana. Tulevina vuosina vajeen ennustetaan supistuvan, kun talouskasvu jatkuu ja elvytys vaimenee. Yhdysvalloissa julkisen talouden kokonaisvajeen odotetaan olevan 13,3 % ja Japanissa 9,2 % suhteessa BKT:hen vuonna 2021.

Kuvio 31.



Viitteet

1. Symmetrisen kahden prosentin tavoitteensa ja rahapolitiikan strategiansa pohjalta EKP:n neuvosto odottaa ohjauskorkojen pysyvän nykytasolla tai sitä alempina, kunnes inflaatiovauhti nopeutuu kestävästi kahteen prosenttiin jo hyvissä ajoin ennen arviointijakson loppua ja EKP:n neuvosto katsoo pohjainflaation kehityksen olleen riittävää, jotta inflaation voidaan odottaa vakaantuvan kahteen prosenttiin keskipitkällä aikavälillä. Inflaatio voi tilapäisesti olla myös tavoitetta jonkin verran nopeampaa. ↑
2. Kriisien nollakohdaksi kuviossa on valittu kunkin kriisin viimeinen neljännes ennen BKT:n kääntymistä laskuun, toisin sanoen taantumaa tai lamaa edeltänyt kokonaistuotannon huippu. ↑
3. On kuitenkin syytä huomata, että finanssikriisin yhteydessä tapahtunutta romahdusta saattavat selittää kriisin lisäksi samaan aikaan vaikuttaneet rakenteelliset muutokset. Ks. esim. Cabrillac, B. ym. (2016) Understanding the weakness in global trade-What is the new normal?, ECB Occasional Paper No. 178. ↑
4. IMF arvioi maailmantalouden kärsivän merkittävät pysyvät negatiiviset kokonaistuotannon tasovaikutukset, jotka olisivat kuitenkin pienemmät kuin finanssikriisin yhteydessä havaitut. Pysyvien vaurioiden suuruus vaihtelee myös maittain, ja ne näyttävät olevan nousevissa talouksissa kehittyneitä talouksia suuremmat. Ks. IMF WEO (2021) Managing Divergent Recoveries, luku 2, huhtikuu 2021. ↑
5. Barrett, P., Das, S., Magistretti, G., Pugacheva, E., Wingender, P. (2021) After-Effects of the ↑

COVID-19 Pandemic: Prospects for Medium-Term Economic Damage, IMF Working Paper No. /21/203.

6. Cerra, V., Saxena, S. C. (2008) Growth dynamics: the myth of economic recovery, American Economic Review, 98(1), 439–57. ↑
7. Ks. Furceri, D., Celik, S. K., Jalles, J. T., Koloskova, K. (2021) Recessions and total factor productivity: Evidence from sectoral data, Economic Modelling, Volume 94, sivut 130–138. ↑
8. Aineisto koostuu 119:stä OECD-maiden ennen koronakriisiä kohtaamasta talouskriisistä ja perustuu Cerran ja Saxenan (2008) ja Furcerin ja Mourouganen (2012) aineistoihin täydennettynä viimeisimmillä talouskriiseillä. Kriisien nollakohdaksi on valittu kunkin kriisin viimeinen neljännes ennen BKT:n kääntymistä laskuun, toisin sanoen taantumaa tai lamaa edeltänyt kokonaistuotannon huippu. ↑
9. Koronakriisistä toipumista arvioitaessa merkille pantavaa on, että euroalueen talouskasvu oli hidastunut hieman jo ennen koronakriisiä etenkin brexitin sekä Kiinan ja Yhdysvaltojen välisen kauppasodan aiheuttaman talouden hidastumisen vuoksi. Euroalueen talouskasvu ennen koronakriisiä olikin huomattavasti hitaampaa kuin ennen finanssikriisiä, jolloin talous oli jopa ”ylikuumentunut”. ↑
10. Esim. Kose, M., Sugawara, N., Terrones, M. (2020) Global Recessions, Policy Research Working Paper No. 9172, World Bank, Washington, DC. ↑
11. IMF (2021) ja Rungcharoenkitkul (2021) havaitsevat myös palvelusektorin toipuvan muita hitaammin. Ks. IMF WEO (2021) Managing Divergent Recoveries, luku 1, huhtikuu 2021, ja Rungcharoenkitkul, P. (2021) Macroeconomic effects of Covid-19: a mid-term review, BIS Working Papers No. 959, elokuu 2021. ↑
12. Turismin osuus kokonaistuotannosta oli ennen kriisiä euroalueen suurista maista suurin Espanjassa (yli 10 % BKT:sta), kun taas Saksassa se oli noin 4 % BKT:sta. ↑
13. EKP (2021) The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries, ECB Economic Bulletin 5/2021. ↑
14. Merkittävimmät EU-tason toimet ovat olleet Next Generation EU (NGEU) -ohjelma, Euroopan vakausmekanismin (EVM) kautta annettavat lainat jäsenmaille terveydenhoitomenoihin, lainat jäsenmaille työllisyyttä tukeviin menoihin (SURE) sekä lisäpääoma Euroopan investointipankille (EIP) yrityslainojen takuiden myöntämiseen. ↑
15. TLTRO:ssa pankeille tarjotaan juoksuajaltaan pitkiä vakuudellisia luottoja, joilla pyritään kannustamaan pankkeja kasvattamaan luotonantoa yksityiselle sektorille eli yrityksille ja kotitalouksille (pl. asuntoluotot). Jos pankkien luotonanto kehittyy suotuisasti, niiden keskuspankkiluottojen korko voi laskea jopa −1 prosenttiin. ↑
16. Chudik, Mohaddes ja Raissi (2021) arvioivat finanssipolitiikan päätösperäisten toimien parantaneen kriisin syvimmässä vaiheessa (vuoden 2020 toisen ja kolmannen neljänneksen) kasvua yhteensä 4,5 prosenttiyksikköä euroalueella ja 7,1 prosenttiyksikköä Yhdysvalloissa. Tämän lisäksi erilaiset yritysten rahoitusta turvaavat toimet (lainat, lainatakuut, oman pääoman injektiot) edesauttoivat yritysten toiminnan säilymistä ja talouden elpymistä. Ks. Chudik, A., Mohaddes, K., Raissi, M. (2021) Covid-19 fiscal support and its effectiveness, Economics Letters, Volume 205. ↑
17. Ks. tarkemmin vuoden 2020 aikana tehdyistä toimista Kauko, K. ja Räsänen, T. (2021) ↑

Kansallisina koronatukina myönnettiin kaikkiaan n. 1 300 miljardia euroa Euroopassa vuonna 2020, Euro & talous: analyysi.

18. Osittain velkasuhteen kasvua vuoden 2020 aikana selittää myös BKT:n romahtamisesta tullut väliaikainen vaikutus, joka häviää talouden elpymisen myötä. ↑
19. Joulukuussa 2020 EKP:n neuvosto päätti, että TLTRO:n enimmäismäärää nostetaan aiemmasta 50 prosentista 55 prosenttiin tietystä osasta pankin lainakantaa. Samassa yhteydessä myös erityisen alhaisen koron ajanjaksoa pidennettiin ja operaatioiden määrää kasvatettiin kolmella. Tarkemmin päätöksestä voi lukea 10.12.2020 julkaistusta rahapolitiikkapäätöksestä. Luotonantotavoitetta alennettiin jo 12.3.2020 päätöksellä. ↑
20. Ks. lisää aiheesta osoitteesta https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html. ↑
21. Yksityisten kulutusmenojen hintaindeksin (pl. ruoka ja energia) vuosimuutos (Personal consumption expenditure, PCE). ↑
22. Tässä yhteydessä on käytetty Yhdysvaltojen kuluttajahintaindeksin (CPI) vuosimuutosta. ↑
23. Tämän osion tekstissä esitetyt euroalueen julkiseen velkaan ja vajeeseen liittyvät luvut perustuvat EKP:n syyskuun ennusteeseen. Yksittäisten euromaiden, Yhdysvaltain ja Japanin luvut perustuvat IMF:n heinäkuun ennusteeseen. ↑
24. Rahoitusmarkkinoiden sääntely voi kuitenkin estää talouden resurssien tehokkaan kohdentamisen. ↑

Asiasanat

euroalue, inflaatio, kansainvälinen talous, korona, koronakriisi, rahapolitiikka, Yhdysvallat