Rahapolitiikkakatsaus

Euroalueen talous kaipaa nopeampaa tuottavuuskehitystä

Rahapolitiikka | 16.04.2024

Euroalueen inflaatio on palautumassa kohti EKP:n 2 prosentin tavoitetta energian hintojen laskun sekä kokonaiskysyntää rajoittavan rahapolitiikan ansiosta. Euroalueen talouskasvu on kuitenkin ollut pysähdyksissä vuoden 2022 lopulta lähtien. Talouskasvua hidastaa heikko tuottavuuskehitys, kun taas euroalueen työllisyys on kehittynyt erinomaisesti. Tuottavuus on monella tapaa tärkeä muuttuja, koska sillä on vaikutuksia myös keskipitkän aikavälin inflaatioon ja reaalikoron tasoon.

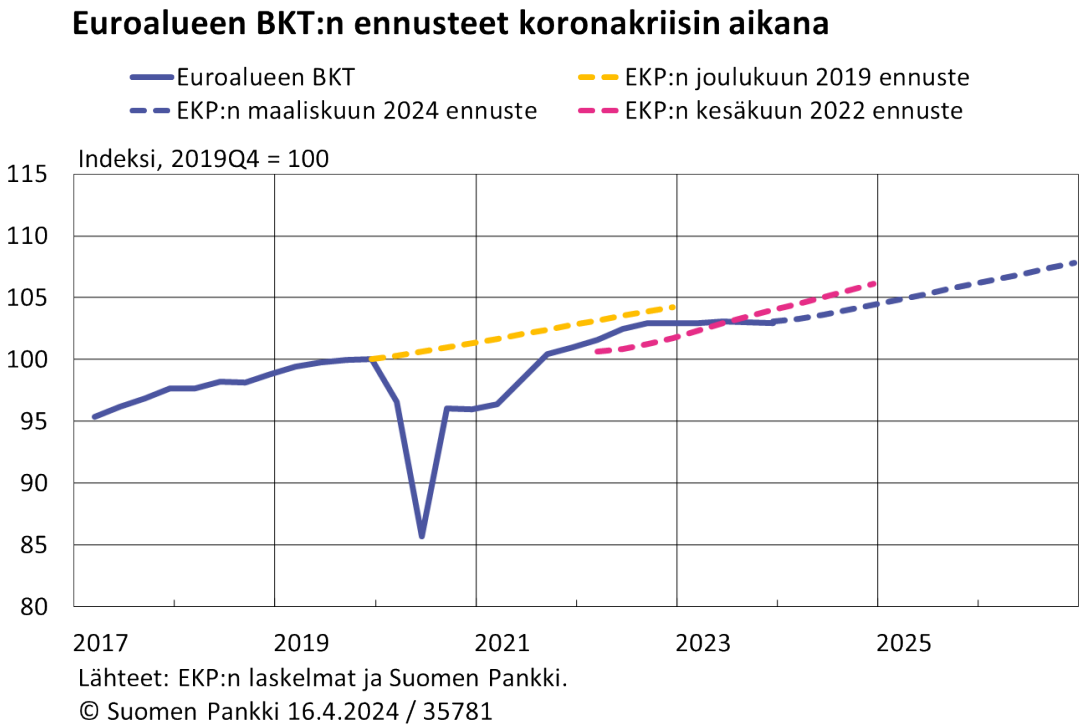


Euroalueen talouskasvu pysähdyksissä

Euroalueen talous ei ole käytännössä kasvanut sitten vuoden 2022 lopun, ja kasvu on edelleen pysähdyksissä. Heikkoon kehitykseen ovat vaikuttaneet energian ja muiden hintojen noususta johtunut reaalitulojen lasku, nousseiden ohjauskorkojen kiristämät rahoitusolot ja epävarmuuden lisääntyminen, joka on näkynyt luottamusindikaattorien heikentymisenä. Euroalueen talouden toipuminen on ollut ennustettua heikompaa, ja kaikki keskeisimmät ennustelaitokset ovat laskeneet kasvuennusteita vuodelle 2024. Esimerkiksi EKP:n kesäkuun 2022 ennusteeseen verrattuna euroalueen kokonaistuotanto kasvoi nopeammin vielä vuoden 2022 aikana, mutta jäi vuoden 2023 aikana selvästi jälkeen ennusteurasta (kuvio 1). Toisaalta pahimmat – etenkin

energian saatavuuteen liittyvät – kriisiskenaariot[1] on vältetty ja euroalueen talousolot ovat pysyneet vakaina.

Kuvio 1.



Euroalueen kokonaistuotannon eli bruttokansantuotteen (BKT) kasvu oli vuonna 2023 vain 0,4 %. Talouden toipuminen käynnistyy EKP:n maaliskuun ennusteessa kuluvan vuoden puolivälin aikoihin. EKP:n kasvuennuste on 0,6 % vuodelle 2024, 1,5 % vuodelle 2025 ja 1,6 % vuodelle 2026. BKT:n kasvu käynnistyy, kun kotitalouksien reaalitulojen kasvu vahvistaa yksityistä kulutusta ja ulkomainen kysyntä lisääntyy. Myös julkinen kulutus kasvaa, vaikka finanssipolitiikka kokonaisuudessaan on samaan aikaan kiristävää.

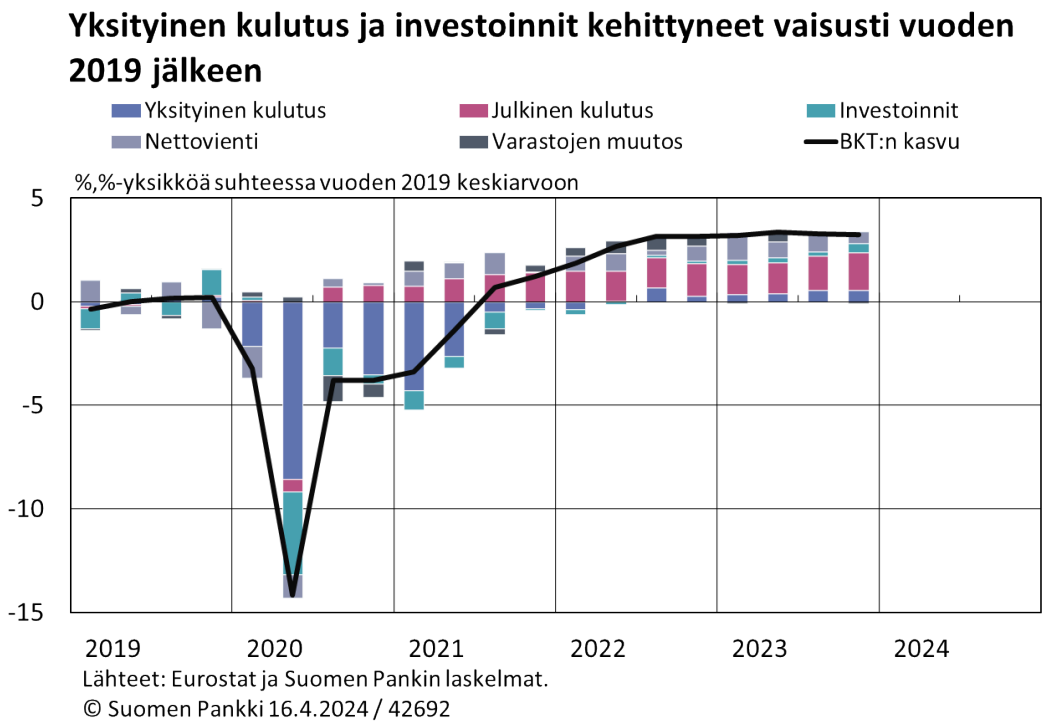
Kasvuvauhdin ennakoidaan kuitenkin jatkuvan aikaisempia ennusteita hitaampana, eikä näkyvissä ole talouden voimakasta elpymistä. Euroalueen kokonaistuotanto ei olekaan palautumassa esimerkiksi korona-aikaa edeltäneelle tai vuoden 2022 aikana ennustetulle kasvu-uralle (kuvio 1). Myös muut keskeiset ennustajat näkevät kehityksen hyvin samankaltaisena kuin EKP.[2] Keskeistä elpymisen voimakkuudelle on tuottavuuskehityksen kääntyminen nykyistä vahvemmaksi ja tähän asti hyvänä pysyneen työmarkkinakehityksen jatkuminen.

Vaimea talouskasvu on näkynyt laaja-alaisesti euroalueen BKT:n kysyntäerissä. Kuvio 2 esittää eri kysyntäerien vaikutuksen kokonaistuotannon kasvuun suhteessa vuoden 2019 keskiarvoon.[3] Kaikki kysyntäerät toipuivat vielä koronakriisin aiheuttamasta romahduksesta hyvin. Kuitenkin

vuodesta 2022 lähtien sekä yksityinen kulutus että investoinnit ovat kehittyneet vaimeasti. Niiden volyymit ovat jääneet vuoden 2019 keskimääräiselle tasolle. Euroalueen vienti kasvoi vuoden 2022 puoliväliin saakka, ja nettoviennin hyvä kehitys olikin merkittävin ajuri euroalueen talouskasvulle. Vuoden 2023 aikana euroalueen vienti supistui tuontia voimakkaammin, jolloin nettovienti ei enää tukenut kasvua.

Kysyntäeristä vain julkinen kulutus on kasvanut edelleen tasaisesti. Vuoden 2023 loppuun mennessä se on kasvanut 8 % vuoden 2019 lopusta, kun euroalueen BKT on samalla ajanjaksolla kasvanut vain 3 %. Julkisen kulutuksen kasvun vuoksi julkisen sektorin alijäämät ovat pysyneet merkittävän alijäämäisinä. Liiteartikkelissa Finanssipolitiikka ja velkakestävyys euroalueella koronapandemian ja energiakriisin jälkeen todetaankin, että finanssipolitiikan elvytyksestä koronaa edeltävään verrattuna vain osa on tähän mennessä lopetettu.

Kuvio 2.



Kasvun käynnistyminen euroalueella on pitkälti yksityisen kulutuksen elpymisen varassa. Reaalitulojen ennakoitu kasvu ja hyvä työllisyys kohentavat kotitalouksien taloudellista tilannetta. Kuluttajien luottamus on alkuvuonna hieman vahvistunut, mutta luottamusindikaattorit ovat yhä historiallisen heikkoja ja kulutuksen elpyminen voi vieläkin viivästyä. Esimerkiksi työllisyyskehityksen heikentyminen ja säästämisen kasvu epävarmuuden lisääntyessä voisivat kääntää yksityisen kulutuksen kasvunäkymät heikommiksi.

Sen sijaan investointien pikaisesta elpymisestä ei ole vielä merkkejä. Euroalueen investointihyödykkeitä valmistavien teollisuusyritysten luottamus oli maaliskuussa edelliskuukausia heikompaa. Samaan aikaan teollisuusyritykset raportoivat, että niiden tuotantokapasiteetti on riittävää eikä laitteiden ja materiaalien saatavuus rajoita tuotantoa. Rakennusalan luottamus oli maaliskuussa edelleen vaisua ja esimerkiksi Saksassa ja Ranskassa heikkoa.

Euroalueen tavaravienti supistui vuoden 2023 aikana. Syynä oli yleinen maailman tavarakaupan vaimeus ja erityisesti euroalueen tärkeimpien kauppakumppaneiden heikko kysyntä. EKP:n maaliskuun ennusteessa maailman tavarakaupan ennakoidaan kuitenkin toipuvan kuluvan vuoden aikana. Samalla maailmantalouden kasvuvauhdin ennustetaan pysyvän vakaana. Alkuvuonna 2024 etenkin Yhdysvaltojen talouskasvu on ollut pirteää. Kiinan talousnäkymiä vaimentaa edelleen asuntomarkkinoiden vaikeana jatkuva tilanne.

Maailmantalouden piristyminen ei ole kuitenkaan vielä näkynyt euroalueen teollisuusyritysten luottamuksessa. Euroopan komission luottamuskyselyn mukaan vientiyritykset odottavat viennin supistuvan ja katsovat kilpailuasemansa EU:n ulkopuolella heikentyneen. Viennin tilauskirjat ovat edelleen ohentuneet. Niinpä euroalueen vientinäkymät eivät ole parantuneet samassa tahdissa maailmantalouden elpymisen kanssa.

Investointien vaimeus, kotitalouksien varovaisuus tehdä merkittäviä hankintoja ja energian hintojen nousu ovat iskeneet erityisesti euroalueen teollisuusyrityksiin. Näihin tekijöihin on osaltaan vaikuttanut rahapolitiikan kiristyminen, jonka on havaittu vaikuttavan teollisuuteen palvelusektoria voimakkaammin.[4]

Teollisuustuotannon määrä on supistunut euroalueella selvästi alle vuoden 2022 keskimääräisen tason. Saksassa teollisuustuotanto on supistunut muuta euroaluetta voimakkaammin erityisesti energiaintensiivisen tuotannon, kuten kemianteollisuuden, supistumisen vuoksi. Vaikka kehitys ei muissa euroalueen suurissa talouksissa ole ollut yhtä heikkoa, myöskään niissä teollisuustuotanto ei ole kasvanut viime vuodesta. Teollisuuden luottamusindikaattorit osoittivat edelleen maaliskuussa 2024 aktiviteetin selvää supistumista.

Palvelusektorin kehitys oli vielä viime vuonna vahvaa, kun talouden pandemiarajoitteiden purkamisen jälkeen kysyntä kasvoi. Kotitalouksien varovaisuus on kuitenkin loppuvuodesta 2023 lähtien näkynyt myös palveluiden kysynnässä. Palveluiden suurin kasvupyrähdys näyttääkin tasaantuneen, eikä niiden volyymi ole enää kasvanut kesän jälkeen.

Kasvun käynnistymiseen liittyy viivästymisen ja heikomman kehityksen riskejä

Kasvun käynnistyminen voi kuitenkin myös viivästyä. Erityisesti nykyisen rahapolitiikan virityksen vaikutusten arviointi on haastavaa niin tasapainoisen reaalikoron tasoon[5] kuin rahapolitiikan kiristymisen vaikutuksiin liittyvän epävarmuuden takia.[6] Lähi-idän tilanteeseen ja Venäjään liittyvät geopoliittiset jännitteet voivat myös johtaa uudelleen energian hintojen nousuun tai tarjontahäiriöiden lisääntymiseen ja kasvattaa epävarmuutta.

Myös julkisen talouden velkaantuneisuus on edelleen korkealla. Uudistetuilla EU:n finanssipolitiikan säännöillä kuitenkin tavoitellaan julkisen velkasuhteen kääntämistä uskottavasti mutta aiempaa joustavammin laskevalle uralle. Se vähentäisi merkittävästi velan määrään liittyviä riskejä ja antaisi finanssipolitiikalle liikkumavaraa kriisitilanteissa.[7]

Näkemys yksityisen kulutuksen elpymisestä puolestaan perustuu hyvään työmarkkinoiden ja reaalitulojen kehitykseen. Työmarkkinoiden tilanteen ja poikkeuksellisen vahvan työllisyyskehityksen heikentyminen hidastaisikin euroalueen talouden elpymistä nyt ennustetusta.

Toistaiseksi yritysten työvoimakustannukset (reaaliset yksikkötyökustannukset) ovat kehittyneet euroalueella maltillisesti. Palkkojen vahva nousu yhtä aikaa hyvänä jatkuvan työllisyyskehityksen kanssa vaatisi kuitenkin tuottavuuden kasvun vauhdittumista niin inflaation kuin kilpailukyvynkin näkökulmasta.

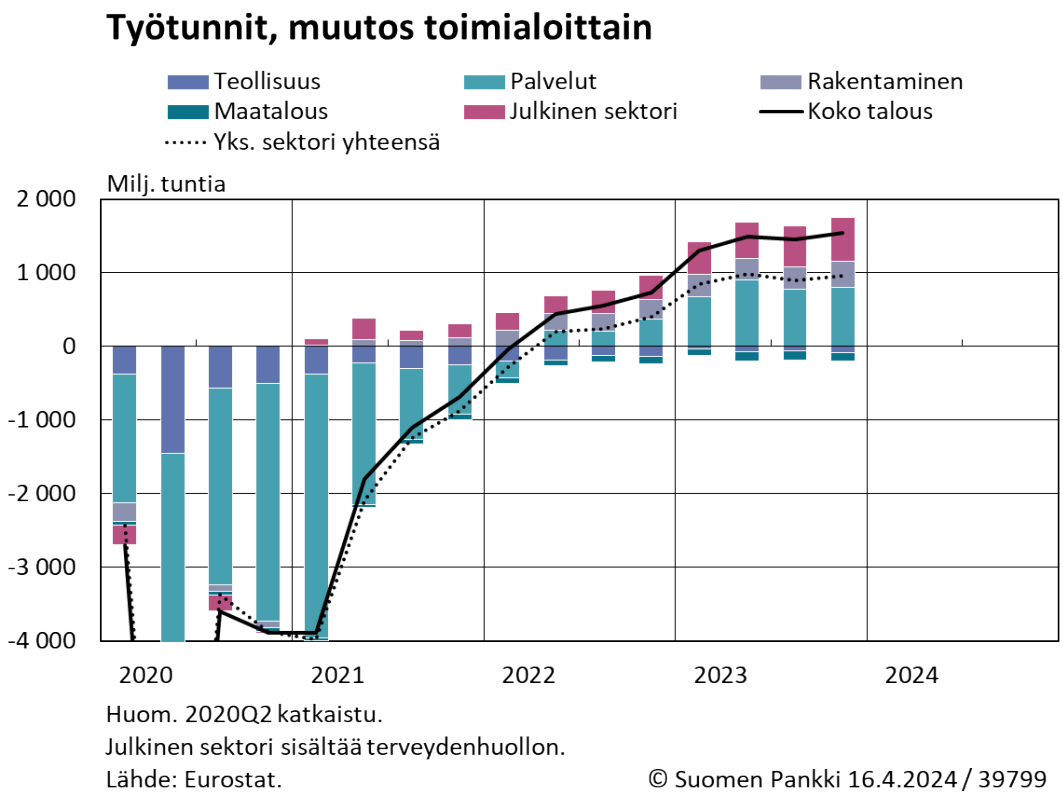
Työmarkkinoiden vireen säilyminen tärkeää talouden elpymiselle

Euroalueen työllisyyden kehitys on ollut vahvaa talouskasvun vaimeudesta huolimatta. Työttömyysaste oli helmikuussa historiallisen alhainen (6,5 %), ja 15–64-vuotiaiden työllisyysaste on kivunnut jo 70 prosenttiin. Euroalueella oli viime vuoden lopussa noin 5 milj. vastaavan ikäistä työllistä enemmän kuin vuoden 2019 lopussa.

Talouskasvun hidastuminen on kuitenkin viime aikoina tasoittanut työmarkkinoiden vahvaa vetoa. Erityisesti teollisuusyrityksissä ja rakennusalalla työllisyysodotukset ovat heikentyneet selvästi, kun taas palveluyritykset odottavat työllisyyden kehityksen olevan yhä vahvaa. Avoimia työpaikkoja oli vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä noin 20 % vähemmän kuin vuoden 2022 puolivälissä. Avoimien työpaikkojen määrä on kuitenkin edelleen huomattavasti suurempi kuin ennen vuotta 2020. Työmarkkinoiden poikkeuksellinen kireys on havaittavissa myös muissa

kehittyneissä talouksissa euroalueen ulkopuolella.[8]

Kuvio 3.



Työmarkkinoiden vahvaan kehitykseen on tarjottu useita eri syitä. Etenkin julkisella sektorilla (sisältäen terveydenhuollon) työvoiman määrä on kasvanut selvästi, ja työvoimavaltaisella palvelusektorilla kysyntä on ollut hyvää, mikä on lisännyt työn määrää työtunneissa mitattuna näillä toimialoilla (kuvio 3). Lisäksi rekrytoinnin hankaloituessa yritykset ovat ehkä halunneet pitää ylimääräistä työvoimaa saatavilla; onkin puhuttu työvoiman hamstraamisesta.[9] Yritysten valmius pitää ylimääräistä työvoimaa on voinut kasvaa myös sen vuoksi, että reaalipalkat ovat laskeneet nopean inflaation aikana samanaikaisesti, kun yritysten reaaliset tulokset ja tulosnäkymät ovat kehittyneet verrattain suotuisasti.[10]

Kokonaistyötuntien kehitys on ollut työvoiman määrän kehitystä vaimeampaa. Syynä on työntekijäkohtaisten työtuntien väheneminen. Myös tämä saattaa selittää työvoiman kokonaismäärän kehitystä, sillä vähäisempiä tehtyjä tunteja on voitu korvata työvoiman määrällä. Työntekijäkohtaisten työtuntien laskun on Euroopassa arvioitu olevan seurausta ihmisten halukkuudesta työskennellä vähemmän, mikä näyttää pätevän erityisesti lasten isiin ja nuoriin.[11] Tämä voi viitata ainakin osittain pitkäkestoiseen tai pysyvään muutokseen työn

tarjonnassa. Lisäksi pandemian aikana työtunnit vähenivät Euroopassa niin kasvaneen sairastelun kuin julkisen sektorin tukitoimien takia, mutta näiden tekijöiden vaikutukset näyttävät jääneen väliaikaisemmiksi.[12]

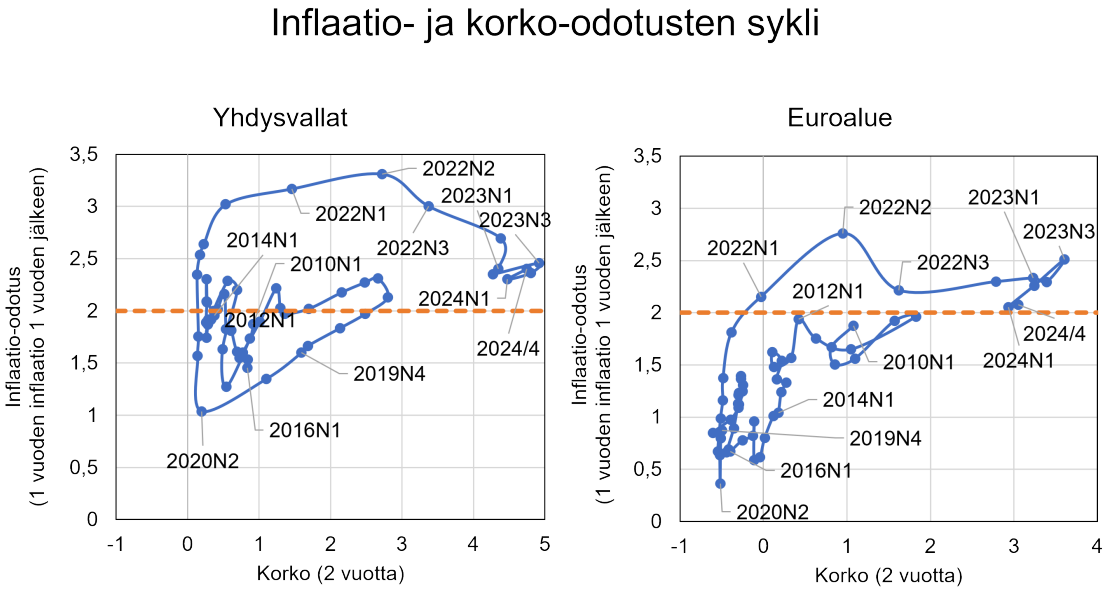
Rahapolitiikan kiristysvaihe päättymässä

Rahapolitiikan kiristyminen välittyy voimakkaasti reaalitalouteen. Eri arvioiden mukaan rahapolitiikka hidastaa talouskasvua tänä ja ensi vuonna 1–4 prosenttiyksikköä.[13] Samalla inflaatio on palaamassa lähelle tavoitettaan. Inflaatio olisi EKP:n arvioiden mukaan noin 2 prosenttiyksikköä nopeampaa ilman toteutettua rahapolitiikan kiristämistä. Voimakkaasta rahapolitiikan kiristämisestä ja sen kasvua hidastavasta vaikutuksesta huolimatta taloudellinen aktiviteetti ei ole vähentynyt, vaikkakin BKT:n kasvu on tällä hetkellä kituliasta.

EKP:n keskeisin ohjauskorko eli talletusmahdollisuuden korko on noussut heinäkuusta 2022 alkaen 4,5 prosenttiyksiköllä eli 4 prosenttiin. Rahapolitiikkaa kiristettiin niin euroalueella kuin muillakin suurilla talousalueilla inflaation kiihtymisen vuoksi. Vuosien 2021 ja 2022 aikana markkinaperusteiset keskipitkän aikavälin inflaatio-odotukset (1 vuotta 1 vuoden jälkeen) kasvoivat sekä euroalueella että Yhdysvalloissa. Oheisessa kuviossa (kuvio 4) inflaatio-odotusten kasvu nähdään siirtymänä ylöspäin. Vastaavasti 2 vuoden riskitön korko, johon rahapolitiikka tyypillisesti vaikuttaa, alkoi nousta vuoden 2022 alkupuoliskolla. Kuviossa nähdään tällöin siirtymä oikealle.

Riskittömän koron nousuun vaikuttivat vahvistuvat odotukset rahapolitiikan kiristymisestä. Rahapolitiikan kiristyminen on osaltaan vaikuttanut siihen, että inflaatio-odotukset ovat Yhdysvalloissa ja euroalueella palautuneet viimeisen vuoden aikana 2 prosentin inflaatiotavoitteen tuntumaan. Kuviossa nähtävien viimeisten kuukausien havaintopisteet ovat aikaisempaa alempana.

Kuvio 4.



Kuvion jokainen piste vastaa yhdeltä vuosineljännekseltä laskettua koron ja inflaatio-odotuksen keskiarvoa. Viimeisin vuosineljännes (2024N2) esitetty kuukausitasolla. Yhdysvaltojen riskitön korko vastaa valtionlainojen korkoa, euroalueen OIS-tuottoa.
Lähteet: Bloomberg, Fed ja Suomen Pankin laskelmat. 39811
© Suomen Pankki 16.4.2024

Inflaatio-odotusten tasaannuttua myös korko-odotukset kahden vuoden päähän ovat maltillistuneet (kuvio 4), eli kuviossa on siirrytty jälleen hieman vasemmalle. Syynä on koronlaskuodotusten voimistuminen, kun inflaatio on hidastunut. Korkotaso on kuitenkin korkeampi kuin ennen kiristyssyklin alkua vuoden 2021 lopussa. Yhdysvalloissa korot ovat korkeammat kuin euroalueella, osaltaan voimakkaampien inflaatio-odotusten vuoksi.

Syyskuun 2023 rahapolitiikkakokouksen jälkeen EKP:n neuvosto on pitänyt ohjauskorkonsa ennallaan. Syyskuussa neuvosto katsoi, että ohjauskorot ovat saavuttaneet tason, jolla ne riittävän kauan pidettynä vakauttavat inflaation hintavakaustavoitteeseen. Maaliskuussa pääjohtaja Lagarde kertoi neuvoston aloittaneet keskustelun siitä, kuinka rahapolitiikan rajoittavaa mitoitusta voitaisiin vähentää.

EKP:n neuvosto päätti huhtikuun rahapolitiikkakokouksessaan pitää ohjauskorot ennallaan. Neuvosto näkee, että jos luottamus inflaation lähenemisestä tavoitteeseensa kestävällä tavalla vahvistuu edelleen, rahapolitiikan nykyistä rajoittavuutta voidaan vähentää. Tulevat päätökset perustuvat päivitettyyn arvioon inflaationäkymistä, pohjainflaation kehityksestä ja rahapolitiikan välittymisen voimakkuudesta. EKP tekee korkopäätöksensä kokous kokoukselta uusimpien tietojen valossa sitomatta käsiään etukäteen mihinkään tiettyyn korkouraan.

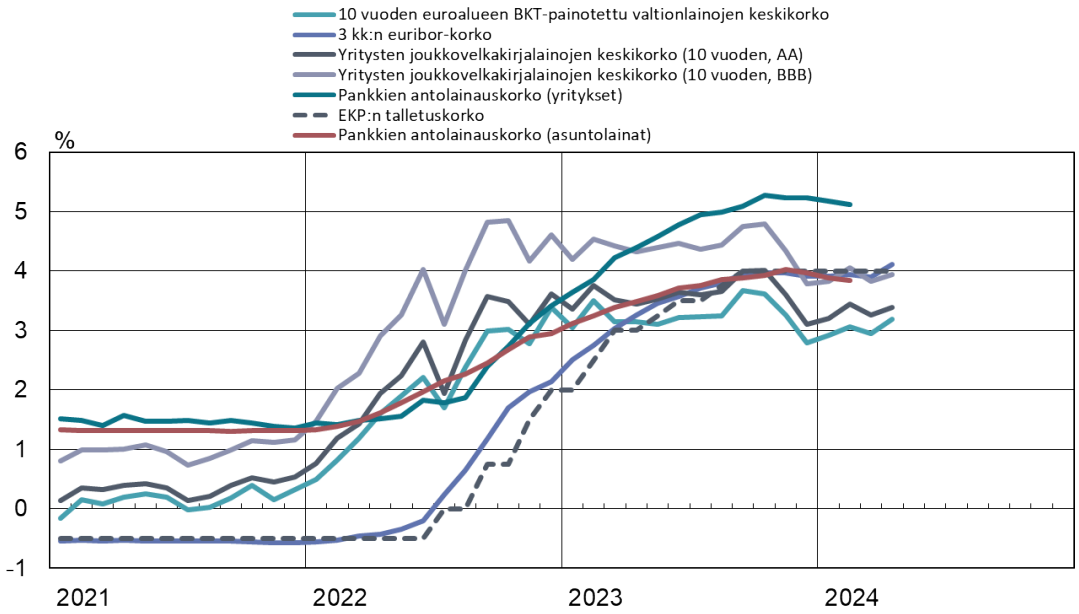
Myös eurojärjestelmän tase on supistumassa. Tällä hetkellä se on noin 6 800 mrd. euroa.

Suurimmillaan tase oli kesäkuussa 2022, jolloin se oli noin 8 800 mrd. euroa. Tänä vuonna tase on supistunut noin 10 mrd. euron viikkovauhtia. Erityisesti pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) erääntymiset ja aikaistetut takaisinmaksut ovat supistaneet tasetta. APP-osto-ohjelman kautta erääntyviä joukkovelkakirjoja ei ole enää uudelleen sijoitettu kesäkuun 2023 jälkeen. Pandemian aikaisen PEPP-ohjelman uudelleensijoitukset EKP:n neuvosto aikoo vähentää vuoden 2024 puolivälin jälkeen noin puoleen ja lopettaa ne kokonaan vuoden 2024 lopussa.[14]

Korkeat ohjauskorot, viestintä korkojen pysymisestä rajoittavalla tasolla ja määrällinen kiristäminen ovat varmistaneet sen, että rahoitusolot ovat pysyneet kireinä. Kiristynyt rahapolitiikka on myös suurelta osin ehtinyt välittyä markkinaperusteisen rahoituksen kustannuksiin ja pankkien antolainauskorkoihin (kuvio 5).

Kuvio 5.

Rahapolitiikan kiristyminen on välittynyt rahoituskustannuksiin



Lähteet: EKP ja EMMI.
© Suomen Pankki 16.4.2024 / 32422

Markkinaperusteisen rahoituksen hinta reagoi nopeasti korkomuutoksiin. Odotukset tulevasta rahapolitiikasta ja määrällinen kiristäminen heijastuivat ensin pitkiin korkoihin.[15] Näin ollen pitkät valtionlainakorot nousivat jo kiristysvaiheen alussa, ja samalla yritysten velkakirjojen korot nousivat. Vastaavasti rahapolitiikan kiristyssyklin päätyttyä valtionlaina- ja yrityslainakorot ovat vuoden 2023 puolivälin jälkeen hieman laskeneet.

Rahapolitiikan nopeasta kiristämisestä huolimatta rahoitusmarkkinat eivät ole kohdanneet merkittäviä häiriöitä. Eri riskimittarit, kuten osakemarkkinoiden odotettu volatiliteetti (VSTOXX)

tai systeemistressiä mittaava CISS, ovat pysyneet maltillisina läpi rahapolitiikan kiristyssyklin. Myös valtionlainojen ja yrityslainojen riskilisät ovat pysyneet vakaina.

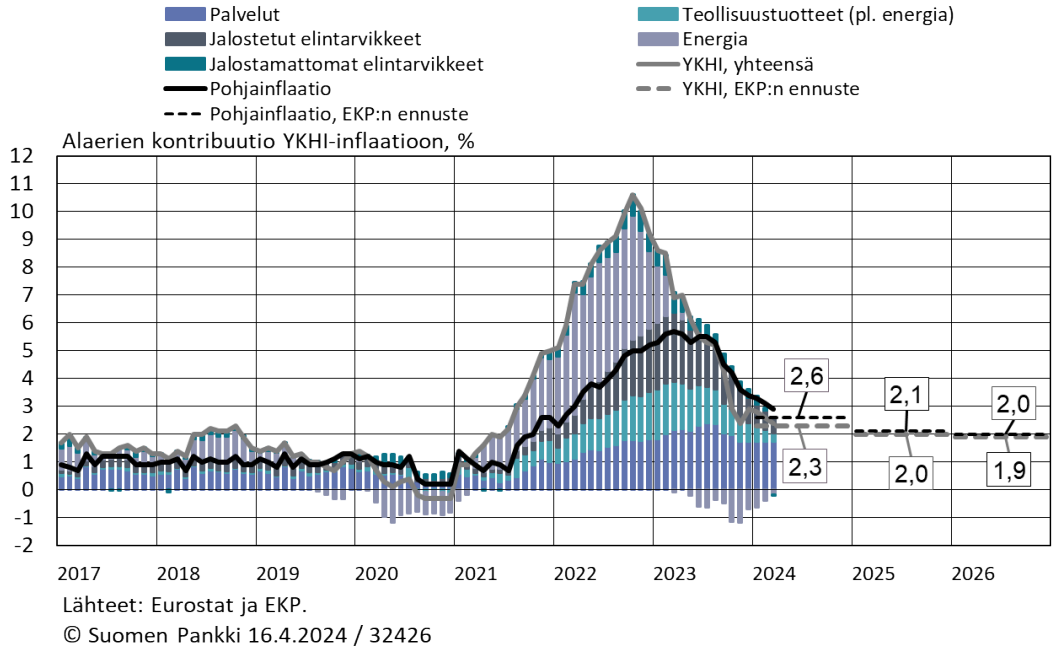
Rahapolitiikan kiristyminen nosti myös pankkien antolainauskorkoja. Nyt uusien pankkilainojen korot ovat jo alkaneet hienoisesti laskea, koska markkinoilla odotetaan EKP:n ohjauskorkojen laskevan. Koko yritys- ja kotitalouslainakannan keskikorot kuitenkin nousevat yhä. Tätä selittää se, että monella kotitaloudella ja yrityksellä on edelleen alhaisen koron kiinteäkorkoinen laina. Lainakannan uusiutuessa keskimääräisen voimassa olevan lainasopimuksen korko nousee yhä, vaikka uusien lainasopimusten keskikorot ovatkin jo laskeneet viime kuukausina.

Talttuuko euroalueen inflaatio?

Euroalueen inflaatio on hidastunut voimakkaasti vuoden 2022 lopun huipuistaan 2,4 prosenttiin maaliskuussa 2024.[16] Inflaation hidastumiseen vaikutti aluksi ennen kaikkea energiainflaation hidastuminen maakaasun ja sähkön hinnan laskun takia. Vuoden 2023 toisella vuosipuoliskolla myös teollisuustuotteiden (pois lukien energia) inflaatio on hidastunut selvästi. Energian hinnan laskun lisäksi tähän ovat vaikuttaneet yleinen raaka-aineiden hintojen lasku, pandemian aikaisten tarjontahäiriöiden helpottaminen ja rahapolitiikan kiristymisestä seurannut kysynnän heikentyminen. Nämä tekijät ovat laskeneet myös tuontihintoja.

Kuvio 6.

Euroalueen inflaatio hidastunut erityisesti energian ja teollisuustuotteiden hintojen laskun vuoksi



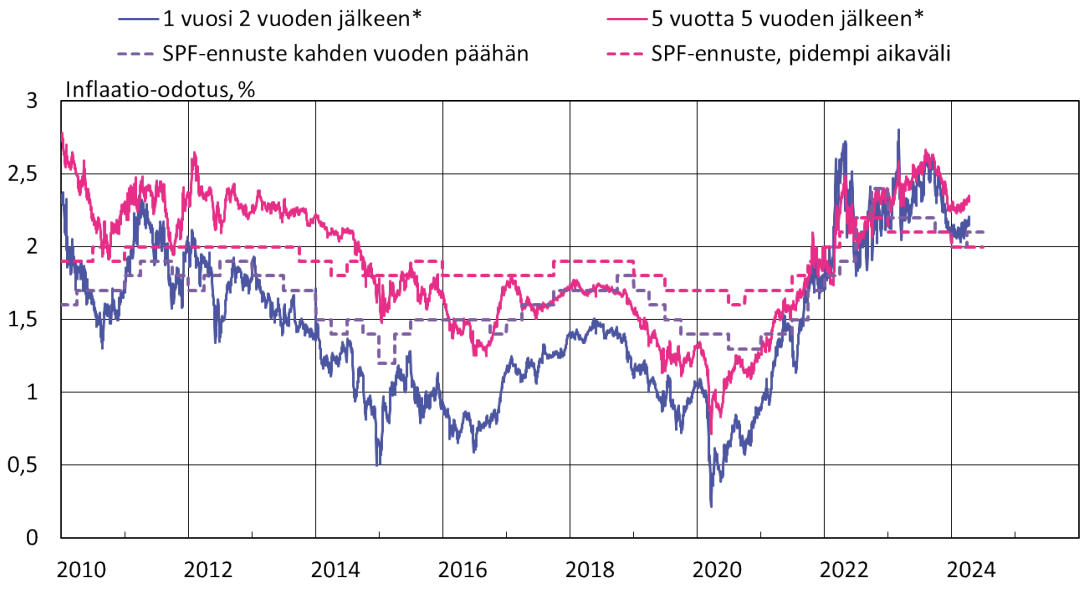
Lähteet: Eurostat ja EKP.

© Suomen Pankki 16.4.2024 / 32426

Inflaation nähdään nyt hidastuvan aiemmin ennustettua nopeammin 2 prosentin tavoitteeseen (kuvio 6). Esimerkiksi EKP:n maaliskuun ennusteessa vuoden 2024 keskimääräisen inflaation ennustetaan olevan 2,3 % ja inflaation asettuvan 2 prosentin tuntumaan vuoden 2025 aikana. Vielä joulukuun ennusteessa inflaation arvioitiin olevan kuluvana vuonna 2,7 %. Inflaation hidastuminen vaikuttaa kuitenkin olevan kuluvana vuonna edellisvuotta verkkaisempaa. Nykyisillä energiaraaka-aineiden futuurihinnoilla energian hintojen inflaatiota hidastava vaikutus heikkenee jatkossa. Lisäksi Lähi-idän tilanteeseen ja Venäjään liittyvät geopoliittiset jännitteet kasvattavat riskejä energian hintojen noususta uudelleen.

Kuvio 7.

Euroalueen keskipitkän ajan inflaatio-odotukset tasaantuneet



* Laskettu inflaatioswapeista.
Lähteet: EKP, Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat. © Suomen Pankki 16.4.2024 / 32426

EKP:n ennusteessa kokonaisinflaatio hidastuu elintarvikkeiden hintojen nousun talttumisen sekä palveluiden hintojen nousun asteittaisen hidastumisen ansiosta. Energian hintojen lasku välittyy ruoan tuotantokustannuksiin, minkä ennakoidaan vähentävän hintapaineita.[17] Sen sijaan palveluinflaation ennustetaan pysyvän sitkeämmin nopeana. Palveluiden hintoja ovat nostaneet niin kasvanut kysyntä kuin palkkojen nousuvauhdin nopeutuminen. Palkoilla on merkitystä erityisesti työvoimavaltaisen palvelusektorin kustannuksiin ja siten euroalueen inflaationäkymiin.

Inflaatio-odotusten pysyminen linjassa EKP:n 2 prosentin inflaatiotavoitteen kanssa sekä yritysten työvoimakustannusten pysyminen maltillisina tukevat ennustettua inflaation tasaantumista. Palkkojen noususta johtuvia hinnankorotuspaineita saattaa vähentää vuoden 2022 aikana kasvaneiden yritysten voittojen joustaminen alaspäin.

Sekä markkinapohjaiset että kyselytutkimukset osoittivat inflaatio-odotusten nousua vuosien 2022 ja 2023 aikana (kuvio 7). Rahapolitiikan kiristymisen tukemana inflaatio-odotukset kuitenkin palautuivat lähelle 2:ta prosenttia vuoden 2023 lopussa. Inflaatio-odotusten ankkuroitumista ja sen merkitystä niin yritysten hinnoittelupäätöksiin kuin palkkaneuvotteluihin tarkastellaan tarkemmin artikkelissa Rahapolitiikan toimilla vahvistettu inflaatio-odotusten ankkuroitumista.[18]

Liiteartikkelissa *Mitkä tekijät ovat ajaneet euroalueen hintojen ja palkkojen kehitystä?* arvioidaan palkkojen nousun olleen toistaiseksi linjassa toteutuneen inflaatiokehityksen kanssa ja inflaatio-odotusten ankkuroituneen lähelle keskuspankin 2 prosentin keskipitkän aikavälin inflaatiotavoitetta. Tällöin myös palveluinflaation pitäisi asteittain hidastua. Kehitykseen liittyy kuitenkin riskejä erityisesti palkkainflaation takia.

Palkkojen kehitys tällä hetkellä keskeistä rahapolitiikalle

Palvelujen hintojen nousu selittää valtaosan, eli noin 1,7 prosenttiyksikköä, euroalueen maaliskuun inflaatiosta. Palvelualojen kustannuskehityksen kannalta keskeinen merkitys on palkoilla: työntekijäkorvausten osuus palvelualojen arvonlisäyksestä yksityisellä sektorilla oli viime vuonna noin 70 %.[19]

Työntekijäkohtaisten palkansaajakorvausten vuosikasvu oli viime vuoden viimeisellä neljänneksellä yhä 4,5 %, ja palkkavaateet tälle ja ensi vuodelle ovat olleet monessa euroalueen maassa yhä suuria. EKP onkin korostanut viestinnässään palkkakehityksen merkitystä inflaation vakauttamiselle.

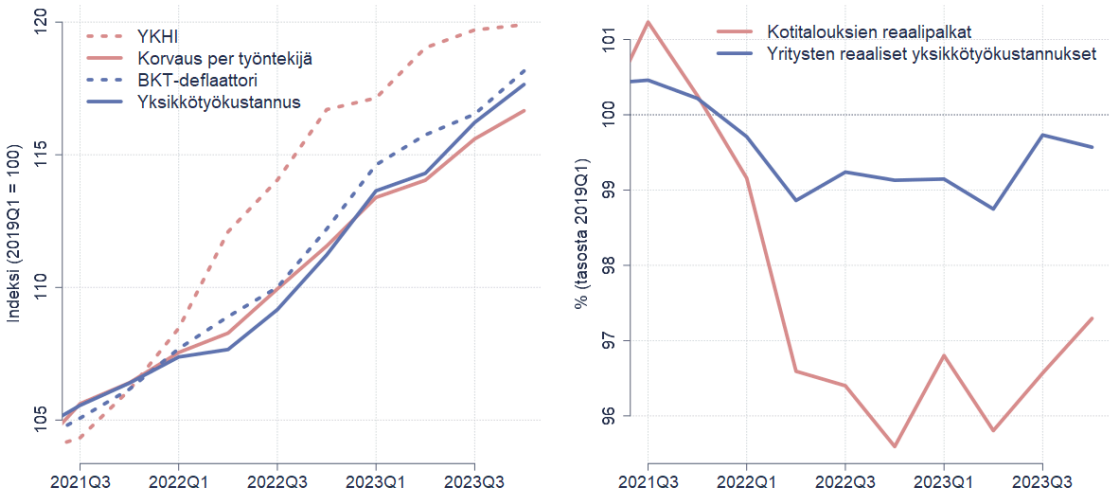
Euroalueen palkkoja nostavat yhtä aikaa kireät työmarkkinat sekä työntekijöiden pyrkimys kuroa kiinni viime vuosien nopean inflaation aikana menetettyä ostovoimaa ja osuutta talouskasvusta. Nopean inflaation jakson aikana laskeneet reaalipalkat ovatkin alkaneet hiljalleen nousta. Kuvio 8 havainnollistaa, kuinka yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi (YKHI) nousi viime vuosina huomattavasti palkansaajakorvauksia nopeammin ja laski kotitalouksien reaalipalkkoja useammalla prosenttiyksiköllä.[20] EKP:n ennusteen mukaan työntekijäkohtaiset reaalipalkat saavuttaisivat laskua edeltäneen tasonsa vuonna 2025.

Toisaalta yritysten reaaliset yksikkötyökustannukset ovat laskeneet viime vuosina huomattavasti reaalipalkkoja vähemmän vaatimattoman tuottavuuskehityksen vuoksi (ks. Euroopan ”kadonnutta tuottavuuskasvua” etsimässä). Palkkojen noustessa yksikkötyökustannukset myös todennäköisesti saavuttavat nopean inflaation jaksoa edeltäneen tasonsa reaalipalkkoja nopeammin. Eroa yksikkötyökustannusten ja reaalipalkkojen kehityksen välillä voidaan tulkita siten, että yritysten palkkakustannukset suhteessa työpanoksen tuottamaan arvonlisään ovat

palautuneet pandemiaa edeltäviin määriin nopeammin kuin reaalipalkat.

Kuvio 8.

Kotitalouksien reaalipalkat laskeneet yritysten reaalisia yksikkötyökustannuksia voimakkaammin



Lähteet: Eurostat ja Suomen Pankin laskelmat.
©Suomen Pankki 16.4.2024

Palkkojen nousua ennakoivien indikaattoreiden perusteella sopimuspalkkojen nousu hidastuu vuoden 2024 aikana. Kuluvan vuoden lopussa sopimuspalkkojen odotetaan nousevan euroalueella noin 4 prosentin vauhtia. Uusien työpaikkailmoitusten nimellispalkkojen vuosimuutosta seuraava Irlannin keskuspankin ylläpitämä *Indeed*-indikaattori hidastui viime vuoden noin 5 prosentista alle 4 prosenttiin. Sen lasku on kuitenkin hidastunut ja ajoittain jopa kääntynyt.

Vaikka palkkojen kasvuvauhdin odotetaan hidastuvan, hidastumisen nopeus on siis epävarmaa ja palkkakehitykseen liittyy yhä yläsuuntaisia riskejä. EKP odottaa yritysten voittomarginaalien supistuvan, mikä antaisi tilaa palkkojen nousun jatkumiselle ilman inflaatiopaineiden lisääntymistä.

Euroalueen pidemmän aikavälin kehitystä arvioitaessa voidaan kuitenkin päätellä, että pitkään jatkuessaan 4 prosentin palkkojen nousuvauhti ei ole kestävää tällä hetkellä odotettavissa olevien tuottavuusnäkymien ja EKP:n inflaatiotavoitteen näkökulmasta. Esimerkiksi vuosina 2001–2006 inflaation ollessa lähellä EKP:n tavoitetta euroalueen palkat nousivat noin 2,5 prosentin vuosivauhtia.

Euroopan ”kadonnutta tuottavuuskasvua” etsimässä

Jotta euroalue pärjäisi kansainvälisessä kilpailussa ja sen kasvu elpyisi kestävästi, on tuottavuuskehityksellä keskeinen merkitys pidemmän aikavälin kasvunäkymien kannalta. Työn tuottavuuden kasvu on kuitenkin kääntynyt euroalueella negatiiviseksi sekä suhteessa työntekijöiden määrään että tehtyihin työtunteihin.

Tuottavuuden kasvu on keskeinen tekijä myös keskipitkän aikavälin hintapaineiden ja reaalikoron määrittäjänä. Näin se vaikuttaa suoraan myös rahapolitiikan mitoitukseen ja ohjauskorkojen tasoon. Heikko tai jopa negatiivinen tuottavuuden kasvu lisää nimellispalkkojen nousun vaikutuksia yritysten yksikkötyökustannuksiin. Jos yritykset siirtävät korkeammat palkkakustannukset kuluttajille, inflaation paluu inflaatiotavoitteeseen viivästyy.[21]

Työn tuottavuutta mitataan yksinkertaisimmillaan BKT:llä joko suhteessa työntekijöiden määrään tai suhteessa tehtyihin työtunteihin.[22] Erilaiset kriisit voivat siten vaikuttaa sen kasvuun lyhyellä aikavälillä voimakkaasti. Esimerkiksi pandemian aikana työntekijäkohtainen tuottavuus supistui, sillä euroalueella tehdyt työtunnit vähentyivät samalla, kun työpaikkojen säilymistä tuettiin.

Yksi tapa tarkastella tuottavuutta on hajottaa se toimialan sisäiseen tuottavuuskehitykseen ja rakennemuutokseen eli työvoiman siirtymiseen toimialojen välillä. Toimialan sisäinen tuottavuuskehitys tarkoittaa sitä, miten tehokkaasti alalla käytetään resursseja tuotannon aikaansaamiseksi. Tuottavuus voi myös kasvaa rakennemuutoksen myötä, jos työvoimaa siirtyy heikon tuottavuuden aloilta tuottavammille aloille. Lisäksi suhteellisilla hinnoilla on vaikutusta tuottavuuseroihin sektoreiden välillä. Jos toimialan tuotoksen hinta nousee verrattuna muihin toimialoihin, alan painoarvo kansantalouden arvonlisässä kasvaa. Vaikutus keskimääräiseen tuottavuuteen riippuu taas siitä, onko ala tuottavuudeltaan keskimääräistä parempi vai heikompi.

Euroalueen tuottavuuskasvu on hajotettu jäljempänä olevassa kuviossa (kuvio 9) sen mukaan, miltä osin kehitystä on ajanut toimialojen sisäinen tuottavuuskasvu, rakennemuutos ja suhteellisten hintojen vaihtelu. Kehitystä on tarkasteltu erikseen

teollisuudessa ja muussa taloudessa, joka koostuu suureksi osaksi palvelualoista. Erityisesti toimialojen sisäinen kehitys on ollut syynä tuottavuuden viimeaikaiseen heikentymiseen.

Viime aikoina tuottavuuskasvu on ollut negatiivista, koska sekä teollisuuden että palveluiden sisällä resursseja on siirtynyt paremmin tuottavasta toiminnasta vähemmän tuottavaan toimintaan. Viimeaikaista heikkoa tuottavuuden kehitystä selittää erityisesti teollisuus, joka on perinteisesti ollut euroalueen tuottavuuskasvun lähde. Siellä tuottavuuskasvu on kuitenkin ollut negatiivista vuosien 2022–2023 ajan. Rakennemuutos vaikutti tuottavuuskasvuun erityisesti pandemian aikaan, mutta sen merkitys kasvulle on tämän jälkeen pienentynyt.

Palvelualojen sisällä on suuria tuottavuuseroja perinteisten palveluiden ja uusien tietopainotteisten palveluiden välillä. Palveluiden tuottavuuden mittaaminen on kuitenkin yleisesti ottaen vaikeampaa kuin teollisuudessa.

Tuottavuuskehityksessä on nähty vuosituhannen vaihteen jälkeen heikkenevä trendi niin euroalueella kuin Yhdysvalloissa (kuvio 10). Tällä vuosituhannella työn tuottavuuden kasvu on yleisesti ottaen ollut Euroopassa kuitenkin selvästi vaimeampaa kuin Yhdysvalloissa, missä tuottavuuden kasvutrendi voimistui tämän vuosikymmenen alussa.

Vaikka euroalue ja EU kokonaisuutena ovat pahasti jäljessä tuottavuudessa Yhdysvaltoihin verrattuna, muutamat yksittäiset jäsenmaat pärjäävät vertailussa hyvin – etenkin kun tuottavuutta tarkastellaan suhteessa tehtyihin työtunteihin (kuvio 11).

Yhdeksi syyksi erilaiseen kehitykseen nähdään viime vuosien erilainen talouspolitiikka. Euroopassa on tuettu työpaikkojen säilymistä erilaisin tukiohjelmin, erityisesti pandemian aikana. Yhdysvalloissa siedettiin paremmin työttömyyden tilapäistä kasvua, mikä kannusti työvoimaa todennäköisesti hakeutumaan uusille tuottavammille aloille. Lisäksi Yhdysvalloissa talouskasvun käynnistymistä tuettiin mittavin finanssipoliittisin elvytystoimin.[23] Yhdysvalloilla on ollut keskeinen asema teknologisessa kehityksessä, kuten esimerkiksi digitalisaatiossa – ovathan kaikki suurimmat tietotekniikka-alan yritykset amerikkalaisia. Euroalueen kyky hyödyntää uusia teknologioita on arvioitu selvästi Yhdysvaltoja heikommaksi ilman lisäpanostuksia.[24,25]

Euroopan ongelmaksi nähdään myös jäykät työmarkkinat, markkinoiden pirstaleisuus ja sääntely. Yhdysvaltain talous hyötyy myös suuremmasta joustavuudesta työmarkkinoilla

ja yritysrakenteissa, mikä mahdollistaa nopeamman sopeutumisen uusiin teknologioihin ja markkinamuutoksiin. Yhdysvalloissa myös pääomamarkkinat ovat syvemmät ja kattavammat kuin EU-maissa. EU:n pääoma- ja pankkiunionin kehittäminen voisi vauhdittaa uusien yritysten syntymistä ja kasvua sekä allokoida investointeja tuottavimpiin kohteisiin.

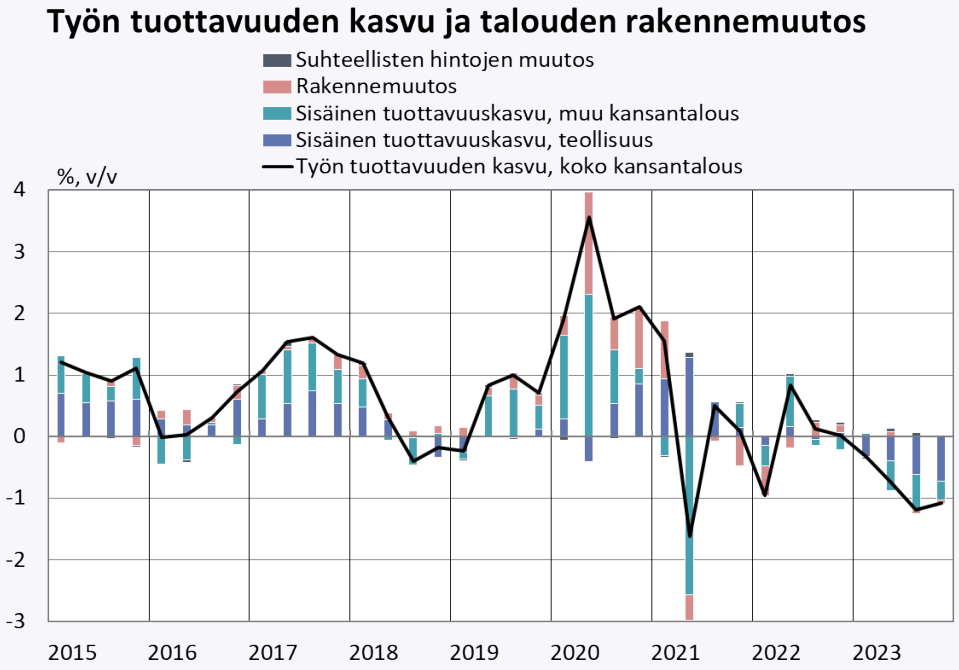
Monissa EU-maissa tuottavuuden kasvua ovat hidastaneet myös taloudelliset haasteet, kuten esimerkiksi velkakriisit ja epäedullinen demografinen kehitys. Ne ovat vaimentaneet investointeja ja työmarkkinoiden dynamiikkaa. EKP:n selvityksen[26] mukaan viimeaikaista euroalueen hidasta tuottavuuskasvua selittää pandemia. Yrityksiä koskevan analyysin (joka ei sisällä Saksaa) mukaan pandemian aikana tuottavuus supistui, koska yrityssektorin sisäinen tuottavuuskasvu oli heikkoa. Tuottamattomia yrityksiä poistui markkinoilta pandemian aikana – mutta vähemmän kuin yleensä – mahdollisesti tukitoimien vuoksi. Pandemia on myös saattanut tuhota inhimillistä pääomaa. Energiamurros hidastaa tuottavuuden kasvua lyhyellä aikavälillä, mutta se saattaa kiihdyttää sitä pidemmällä aikavälillä.

Euroopassa investointikehitys on ollut viime vuosina vaimeaa, ja myös panostukset immateriaalioikeuksiin ovat kasvaneet heikosti (kuvio 12). Yhdysvalloissa tehdään suhteellisesti enemmän merkittäviä investointeja tutkimukseen ja tuotekehitykseen (kuvio 13), mikä tukee siellä innovaatioita ja tuottavuuden kasvua pitkällä aikavälillä.

Alun perin koronapandemiasta toipumisen tukemiseen EU:ssa perustettu Next Generation EU (NGEU) -rahasto pyrkii edistämään etenkin EU:n vihreää siirtymää ja digitalisaatiota ja voi siten samalla edesauttaa myös tuottavuuden kehitystä. Rahasto tukee mm. digitaalisen infrastruktuurin rakentamista, digitaalisten palveluiden kehittämistä ja vihreää siirtymää.

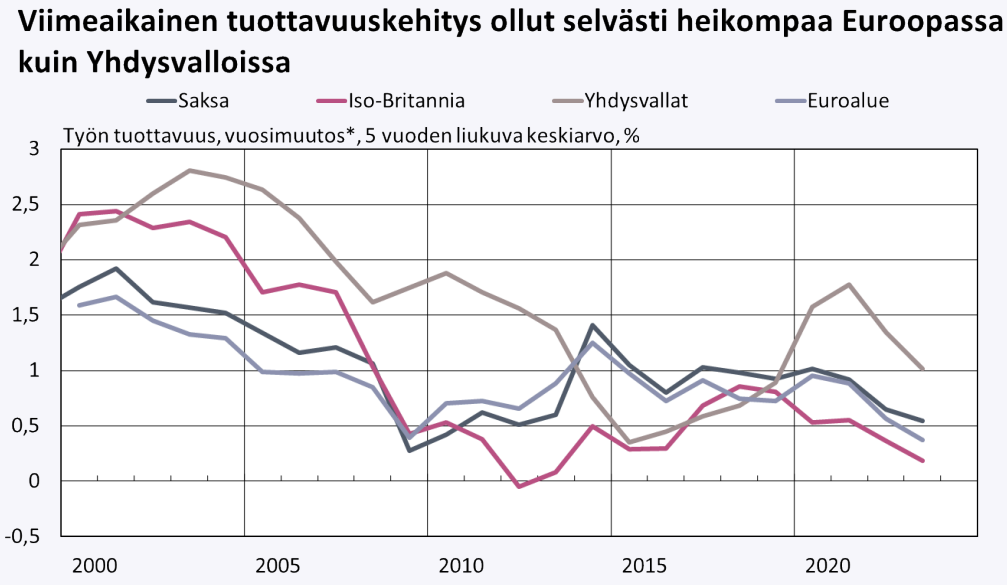
Talouden rakenteiden ja koulutuksen vahvistaminen edesauttaisi euroalueen kykyä omaksua uusia teknologioita ja edistää digitalisaatiota. Osa NGEU-rahoituksesta onkin ehdollista sille, että jäsenvaltiot toteuttavat rakenteellisia uudistuksia. NGEU tukee myös tutkimusta ja innovointia sekä työvoiman taitojen parantamista ja uudelleenkoulutusta. Panostukset inhimilliseen pääomaan ovat erittäin tärkeä osa tuottavuuden parantamiseen tähtääviä toimia, sillä osaava työvoima ottaa käyttöön nopeammin uusia teknologioita ja menetelmiä.

Kuvio 9.



Lähteet: Eurostat ja Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 16.4.2024 / 41591

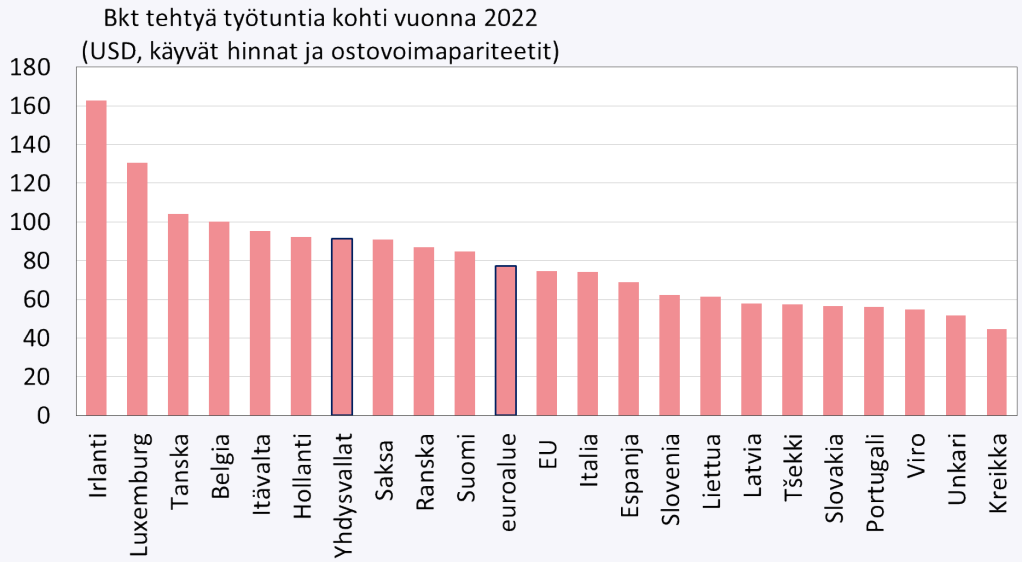
Kuvio 10.



*) Tuotanto työtuntia kohden.
Lähde: Conference Board.
© Suomen Pankki 16.4.2024 / 32429

Kuvio 11.

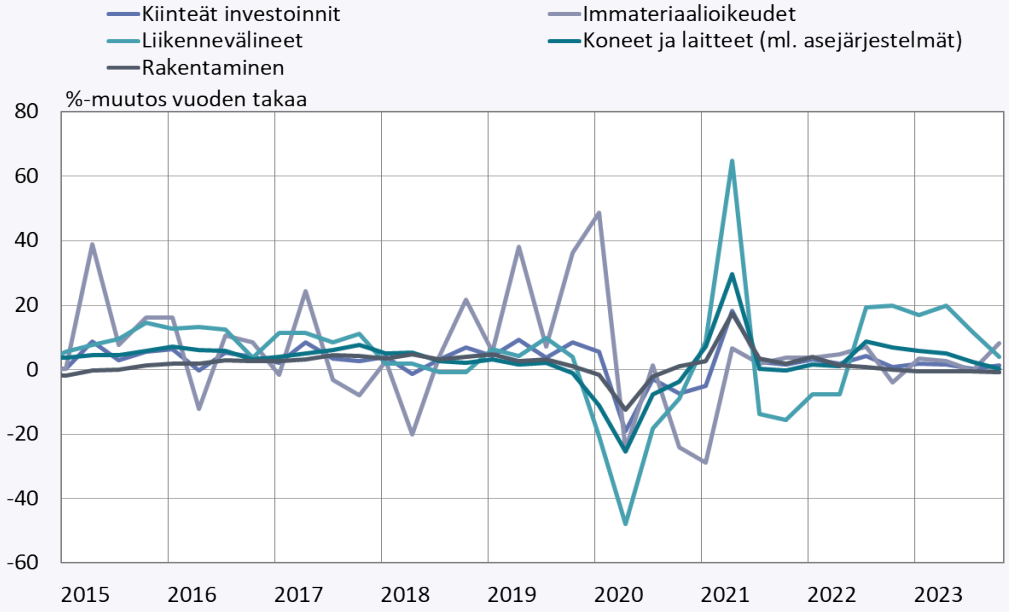
Tuottavuus työtuntia kohti on muutamissa euromaissa lähellä Yhdysvaltain tasoa



Lähde: OECD.
© Suomen Pankki 16.4.2024 / 32424

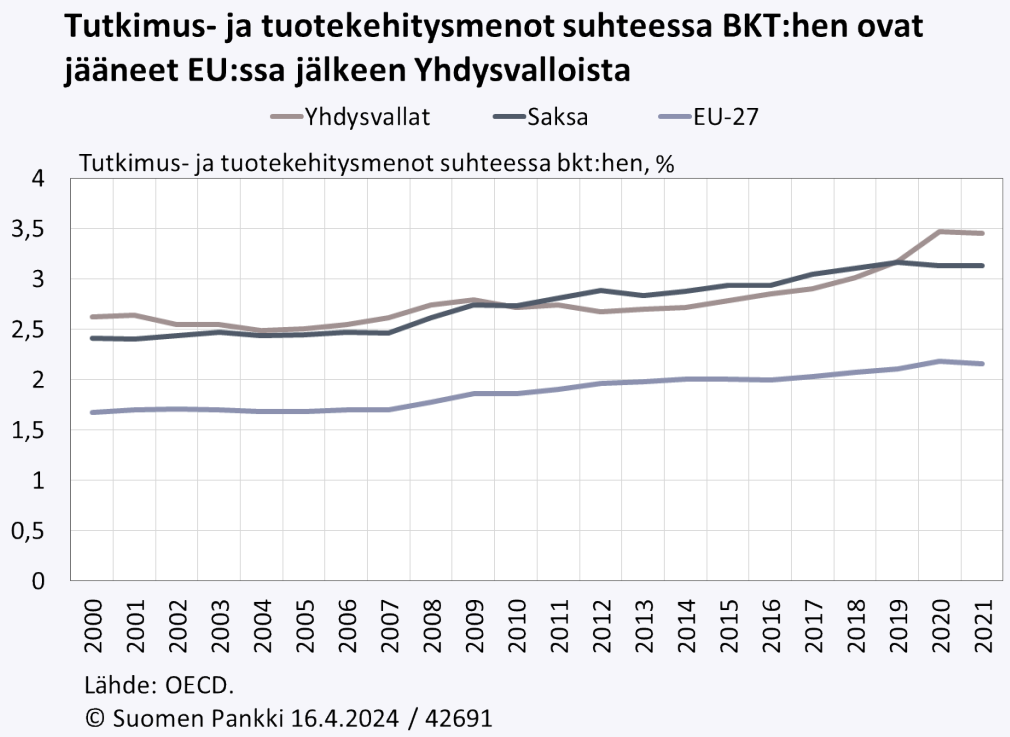
Kuvio 12.

Investointien kehitys euroalueella



Lähde: Eurostat.
© Suomen Pankki 16.4.2024 / 42691

Kuvio 13.



Viitteet

1. Esimerkiksi kesän 2022 EKP:n ennusteen heikomman suuntaisessa skenaariossa euroalueen talouskasvu olisi vuonna 2023 ollut selvästi negatiivinen eli −1,7 % ja työttömyys noussut 8,3 prosenttiin. ↑
2. Ks. esim. komission ennuste: https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/winter-2024-economic-forecast-delayed-rebound-growth-amid-faster-easing-inflation_en. ↑
3. Irlannin monikansallisten yhtiöiden immateriaalioikeuksien investoinnit aiheuttavat euroalueen investointisarjaan voimakasta vaihtelua, mikä näkyy myös tuonnin vastakkaissuuntaisena heilahteluna. Tämä vaihtelu selittää suurelta osin esimerkiksi sen, että vuoden 2023 viimeisellä vuosineljänneksellä euroalueen kokonaisinvestoinnit selvästi kasvoivat ja vastaavasti nettovienti pienentyi. Tämä ei kuitenkaan heijastele todellista muutosta taloussuhdanteessa. Kokonaistuotannon kasvulukuihin Irlannin immateriaalioikeuksien investoinneilla ei pitäisi olla voimakasta vaikutusta. Ks. tarkemmin Andersson, M. ym. (2023) Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP, ECB Economic Bulletin, Issue 3/2023. ↑
4. Ks. Battistini, N. ja Gareis, J. (2023) Monetary policy and the recent slowdown in manufacturing and services, ECB Economic Bulletin 8/2023. ↑
5. Ks. luonnollisen korkoon liittyvästä epävarmuudesta Benigno, G., Hofmann, B., Barrau, G. N. ↑

ja Sandri, D, (2024) Quo vadis, r*? The natural rate of interest after the pandemic, BIS Quarterly Review, March 2024, s. 17–30, Laubach, T. , Williams, J. C. (2003) Measuring the Natural Rate of Interest, Review of Economics and Statistics 85, no. 4 (November 2003): 1063–70 ja Vilmi, L. (2016) Luonnollinen korko – hyödyllinen mutta epävarma talouden kuvaaja, Euro & talous -analyysi 29.9.2016.

6. Ks. rahapolitiikan kiristysten vaikutuksista ja vaikutusten viipeistä Nelimarkka, J. (2024) Kuinka paljon EKP:n rahapolitiikan kiristäminen vaikuttaa euroalueen talouskehitykseen?, Euro & talous -analyysi 27.3.2024. ↑
7. Ks. finanssipolitiikan säännöistä Ikonen, P. ja Lehmus, M. (2024) Finanssipolitiikka ja velkakestävyys euroalueella koronapandemian ja energiakriisin jälkeen, Euro & talous -analyysi. ↑
8. Van Doornik, B. F. N., Igan, D. ja Kharroubi, E. (2023) Labour markets: what explains the resilience?, BIS Quarterly Review, December 2023. & Euroopan komissio (2023) 4.2. Persistent labour market tightness during a slowdown: A reappraisal of drivers, luku 4.2., European Economic Forecast, Autumn 2023, s. 60–65. ↑
9. Euroopan komission työvoiman hamstraamisen mittari (Labour Hoarding Indicator) oli selvästi kasvussa vuonna 2022 ja oli vielä helmikuussa 2024 hieman pitkän ajan keskiarvonsa yläpuolella. ↑
10. Gourinchas, P. O. (2023) Global Economy on Track but Not Yet Out of the Woods, IMF Blog, July 25. ↑
11. Ks. Astinova, D., Duval, R. A., Hansen, Niels-Jakob H., Park, B., Shibata, I. ja Toscani, F. G. (2024) Dissecting the Decline in Average Hours Worked in Europe, IMF working Paper 12 Jan 2024. ↑
12. Ks. Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. ja Mohr, M. (2024) More jobs but fewer working hours, The ECB Blog 7 June 2023. ↑
13. Esimerkiksi Darracq-Paries ym. (EKP:n talouskatsaus 4/2023) arvioivat, että EKP:n rahapolitiikan kiristyksen vaikutus BKT:n kasvuvauhtiin saavutti huippunsa viime vuonna, mutta vaikutus BKT:n tasoon ei siis vielä ole saavuttanut huippuaan. Arvion mukaan vaikutus inflaatioon saavuttaa huippunsa tänä vuonna. Myös määrällinen kiristäminen hidastaa inflaatiota, mutta vaikutusten suuruusluokka tunnetaan ohuemmin kuin määrällisen keventämisen, ks. tarkemmin Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita. Ks. aiheesta myös Nelimarkka, J. (2024) Kuinka paljon EKP:n rahapolitiikan kiristäminen vaikuttaa euroalueen talouskehitykseen?, Euro & talous -analyysi 27.3.2024. ↑
14. Joulukuun 2023 kokouksessa EKP:n neuvosto joudutti eurojärjestelmän taseen normalisointia siten, että pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) hankittujen arvopaperien erääntyessä takaisin maksettavaa pääomaa ei enää sijoiteta täysimääräisesti uudelleen vuoden 2024 puolivälin jälkeen. Sen sijaan PEPP-salkkua pienennetään keskimäärin 7,5 mrd. eurolla kuukaudessa. Uudelleensijoitukset PEPP-ohjelmassa aiotaan lopettaa kokonaan vuoden 2024 lopussa. ↑
15. Määrällisen kiristämisen ja keventämisen vaikutusten ja vaikutuskanavien eroista on keskusteltu tarkemmin artikkelissa Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita. ↑
16. Maaliskuun luku on Eurostatin julkaisema ennakkotieto. ↑

17. Ks. tarkemmin ruokainflaatiosta Rezessy, A. ja Maravalli, G. (2024) What's behind the spike in food inflation – recent developments, drivers and outlook in the euro area, Quarterly Report on the Euro Area (QREA), Vol. 22, No. 4 (2023). ↑
18. Lehmus, M., Oinonen, S. ja Vilmi, L. (2023) Rahapolitiikan toimilla vahvistettu inflaatio-odotusten ankkuroitumista, Euro & talous 3.10.2023. ↑
19. Ks. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202304_04~0dee9ead8e.en.html. ↑
20. Vertaamme vuoteen 2019, koska tulkitsemme sen heijastavan normaaliaikoja ja pidämme sitä vertailuun sopivana referenssipisteenä. On kuitenkin syytä huomata, että myös muut vaihtoehtoiset vertailupisteet ovat perusteltuja. Lisäksi pitkällä aikavälillä reaalipalkat ovat kasvaneet trendinomaisesti kansantalouden tuotannon kasvun mukana. Vuosi 2019 ei siis edusta mitään sellaista tasapainotilaa, johon palkat pitkällä aikavälillä olisivat palaamassa, vaan tasapainotila muuttuu ajan myötä. ↑
21. Schnabel, Isabel, ECB 16.2.2024 Speech: From laggard to leader? Closing the euro area's technology gap (europa.eu). ↑
22. Ks. aiheesta Kokkinen, A., Mäki-Fränti, P. ja Silvo, A. (2019) Teollisuus ei tue työn tuottavuuden kasvua entiseen tapaan, Euro & talous, vol. 27, 3/2019. ↑
23. Ks. myös keskustelua tuottavuuskehityksestä Euroopassa ja Yhdysvalloissa: Martin Sandbu 29.2.2024, https://www.ft.com/content/3a9fb9c7-84e8-43ca-8770-839430cbaebd ja 7.3.2024 Parsing Europe's productivity stagnation (ft.com). ↑
24. Ks. esim. https://www.mckinsey.com/featured-insights/artificial-intelligence/tackling-europes-gap-in-digital-and-ai. ↑
25. Esimerkiksi tekoälyyn on Euroopassa suhtauduttu suuremmalla varauksella ja keskitytty enemmän sääntelyn luomiseen, kun Yhdysvalloissa sen sijaan siihen on investoitu aktiivisesti. Ks. esim. https://www.brookings.edu/articles/the-eu-and-us-diverge-on-ai-regulation-a-transatlantic-comparison-and-steps-to-alignment/. ↑
26. EKP:n talouskatsauksen (2/2024) kehikko, Lopez-Garcia, Anghel, Bijnens, Bunel, Lalilnsky, Modery ja Valderrama: The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth (europa.eu). ↑

Asiasanat

euroalue, inflaatio, rahapolitiikka, talouskasvu, tuottavuus