Rahapolitiikkakatsaus

# Rahoitusolot kevenevät inflaation hidastuessa - euroalueen kasvu piristyy hitaasti

Kansainvälinen talous, Rahapolitiikka | 01.10.2024

Euroalueen talous on laskeutumassa globaalista koronnostosyklistä pehmeästi. Inflaatio on vakautumassa 2 prosentin tavoitteeseen, mikä yhdessä hyvän työllisyyskehityksen kanssa tukee kotitalouksien ostovoimaa ja ylläpitää palveluiden kasvua. Toisaalta euroalueen teollisuus on kehittynyt heikosti jo pitkään, ja sen ongelmat vaikuttavat suurelta osin rakenteellisilta. Euroalueen kilpailukykyä uhkaakin pysyvämpi heikentyminen, mikäli talousalueella ei onnistuta tekemään merkittäviä uudistuksia.



## Euroalueen talous laskeutumassa koronnostosyklistä pehmeästi

Euroalueen talouden kasvu on jatkunut tänä vuonna hitaana. EKP:n ennuste kuluvan vuoden kasvuksi on 0,8 %, ensi vuodelle 1,3 % ja 1,5 % vuodelle 2026. Alkuvuoden kasvu ei ole aivan vastannut EKP:n aiempia odotuksia. EKP laskikin syyskuun talousennusteessaan euroalueen kasvuennusteita kullekin ennustevuodelle 0,1 prosenttiyksiköllä.

EKP:n aiemmin ennustama yksityisen kulutuksen piristyminen ei ole täysin toteutunut. Yksityinen kulutus kasvoi kuluvan vuoden ensimmäisellä neljänneksellä edellisestä neljänneksestä vain hieman ja toisella neljänneksellä supistui vähän. Myös investoinnit vähentyivät alkuvuonna. Nettoviennin positiivinen vire selittyy pitkälti suurten yritysten pääomaliikkeillä Irlannissa ja osin euroalueen tuonnin heikkoudella.

Vaimeasta kasvusta huolimatta toteutunutta talouskehitystä euroalueella voi luonnehtia pehmeäksi laskuksi (ns. *soft landing*), kun nopea inflaatiojakso ja voimakas globaali koronnostosykli ovat jääneet taakse. Tällä tarkoitetaan, että koronnostojen avulla onnistuttiin hillitsemään inflaatiota ilman merkittäviä haitallisia vaikutuksia talouskasvuun ja työllisyyteen. Talouden toimintaympäristöä leimaavat kuitenkin yhä merkittävät geopoliittiset riskit Venäjän jatkaessa perusteetonta hyökkäyssotaansa Ukrainassa ja Lähi-Idän konfliktin jatkuessa (ks. Geopoliittisten yllätysten vaikutus euroalueen inflaatioon vaihtelee tapauskohtaisesti).

Myös maailmantalouden kehitys on ollut viime aikoina hieman odotuksia heikompaa. Kiinan talous kasvoi toisella neljänneksellä 4,7 % vuodentakaisesta, ja kasvu ei vastannut odotuksia. Hidastumisen merkit Yhdysvaltojen taloudesta ja etenkin työmarkkinoilta ovat aiheuttaneet rahoitusmarkkinoilla hermostuneisuutta. Teollisuuden luottamusindikaattori viittaa globaalin tuotannon supistumiseen, vaikka maailman tavarakauppa on alkuvuonna alkanut hieman kasvaa. Palvelualojen vahvempi luottamus viittaa kasvun jatkumiseen maailman palvelutuotannossa.

Euroalueen talouden pehmeä lasku voi kääntyä taantumaksi, jos useampi negatiivinen kasvuriski toteutuu yhtä aikaa. Hyvää kehitystä on tähän asti tukenut positiivinen vire työmarkkinoilla (ks. Jatkuuko euroalueen hyvä työllisyyskehitys?). Lisäksi myönteistä kehitystä ruokkivat yhä jatkuva inflaation hidastuminen ja rahoitusolojen keveneminen.

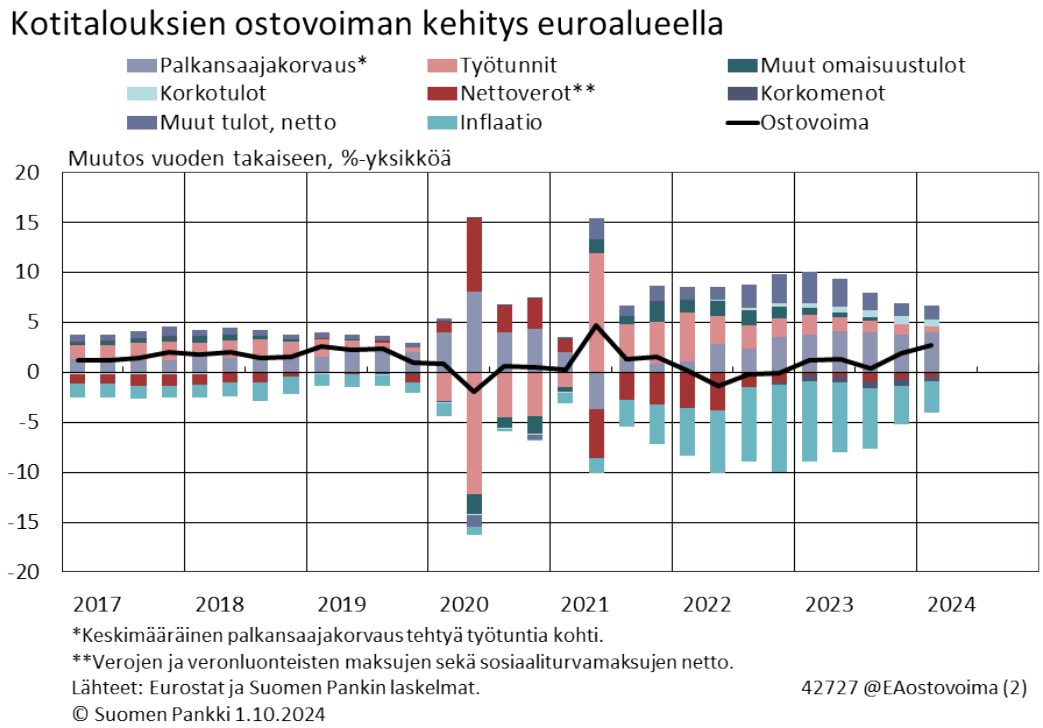
## Kotitalouksien ostovoima alkanut taas kasvaa

Inflaation hidastuminen on ollut keskeinen tekijä ostovoiman eli kotitalouksien käytettävissä olevien reaalitulojen kääntymisessä kasvu-uralle. Ostovoima alkoi kansantalouden tilinpidon tietojen mukaan kasvaa jo vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä (kuvio 1). Viime vuosina euroalueen kotitalouksien tuloja on tukenut myös palkkasumman kasvu.[1] Työllisyyden kasvun hidastuessa palkkasummaa on yhä enemmän kasvattanut vuoden 2022 lopulta asti nopeana jatkunut keskimääräisten palkansaajakorvausten nousu.

Palkkojen lisäksi myös kotitalouksien muiden tulojen kasvu on osaltaan tukenut ostovoiman vahvistumista. Kotitalouksien ostovoima (aggregaattina) palautuikin jo vuoden 2023 lopussa viime vuosien nopeasta inflaatiosta huolimatta vuoden 2021 tasolle.

Inflaation taittamiseksi tehdyt koronnostot eivät ole kokonaiskuvassa merkittävästi rokottaneet ostovoimaa euroalueella. Vaikka kotitalouksien korkomenot ovat kasvaneet, korkojen nousu on myös nostanut kotitalouksien korkotuloja vähintäänkin samassa suhteessa kuin se on lisännyt korkomenoja. Erot euroalueen maiden välillä ovat kuitenkin suuria erilaisten laina- ja talletusjärjestelyiden takia. Myös yksittäisten kotitalouksien välillä on huomattavia eroja siinä, kuinka korkojen nousu on vaikuttanut ostovoimaan.

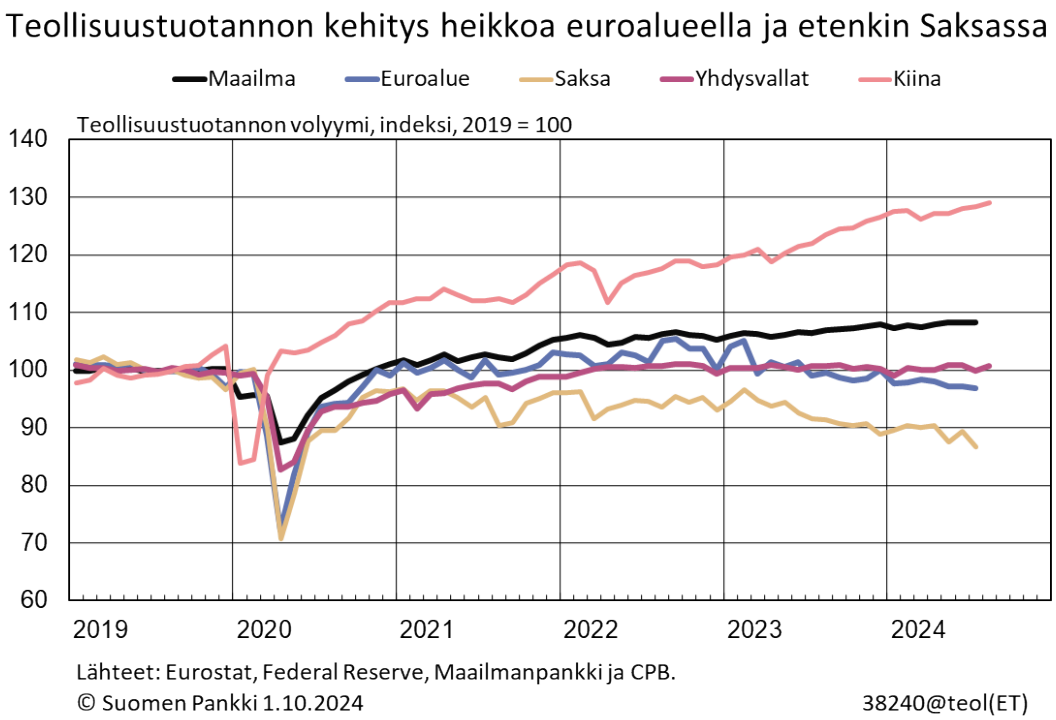
Kuvio 1.




## Palvelutuotanto kasvanut, mutta kallistuneet energiakustannukset supistavat euroalueen teollisuustuotantoa

Euroalueen palvelutuotanto on kasvanut hyvää vauhtia kolmen viime vuoden ajan. Sen sijaan teollisuustuotannon kehitys euroalueella on ollut viime aikoina heikkoa (kuvio 2). Koronakuopasta toivuttuaan euroalueen teollisuustuotanto kasvoi vielä vuoden 2023 alussa, mutta alkoi sen jälkeen supistua. Euroalueella teollisuustuotanto oli heinäkuussa 2024 noin 3 % ja Saksassa jopa noin 13 % vuoden 2019 keskimääräistä tuotantoa pienempi. Muilla päätalousalueilla teollisuustuotanto on kehittynyt paremmin. Kiinassa teollisuustuotanto oli heinäkuussa 2024 jopa noin 28 % vuoden 2019 keskimääräistä tuotantoa suurempi ja Yhdysvalloissakin suunnilleen vuoden 2019 keskimääräisellä tasolla.

Kuvio 2.



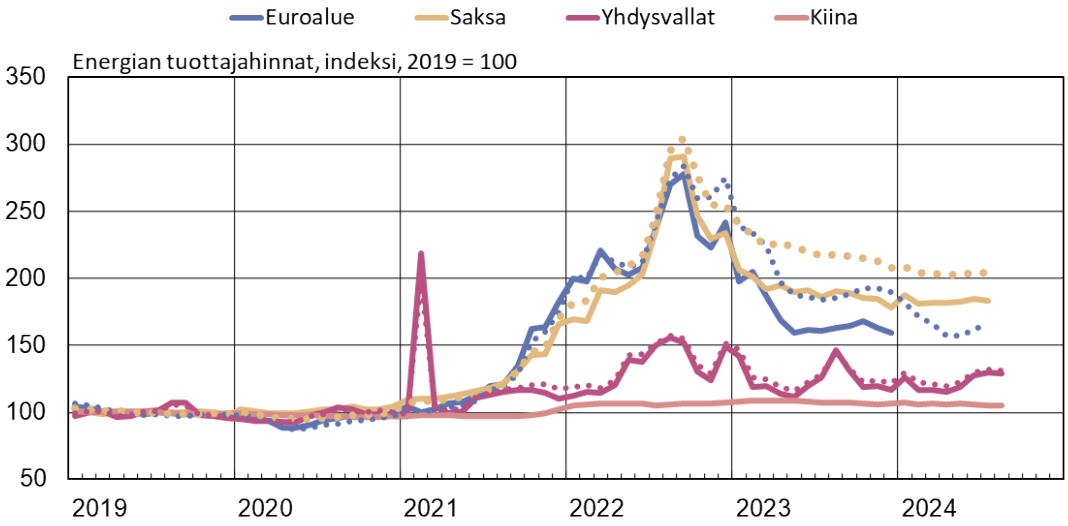

Euroalueen teollisuustuotannon heikkoon kehitykseen on keskeisesti vaikuttanut energiakustannusten kasvu, joka oli merkittävästi muita päätalousalueita voimakkaampaa. Sähkön ja kaasun tuottajahinnat alkoivat kasvaa euroalueella jyrkästi vuoden 2021 syksyllä, ja ne saavuttivat huippunsa vuoden 2022 syksyllä (kuvio 3).[2]

Euroalueen teollisuustuotanto kehittyi kuitenkin suotuisasti vuoden 2023 alkuun asti. Sitä tukivat globaalin kulutuksen painottuminen vahvasti tavaroihin palvelujen sijaan korona-aikana, voimakas finanssipoliittinen elvytys ja taloutta vaivanneiden tuotantokapeikkojen helpottuminen vuoden 2022 ja vuoden 2023 alun aikana, mikä mahdollisti kysynnän purkautumisen teollisuustuotannon kasvuksi.[3] Hyvä kysyntätilanne peitti alleen energiakustannusten nousun negatiivisen vaikutuksen teollisuustuotantoon (ks. Geopoliittisten yllätysten vaikutus euroalueen inflaatioon vaihtelee tapauskohtaisesti).

Todennäköisesti kehitystä selittää myös se, että energiakustannusten kasvu on vaikuttanut teollisuustuotantoon viiveellä (ks. Tuontihintojen nousu iskee reaalitalouteen) ja palvelujen kulutus on lisääntynyt taas voimakkaasti terveysturvallisuuden parantuessa. Lisäksi euroalueen teollisuustuotannon heikkoon kehitykseen ovat energiakustannusten kasvun ohella vaikuttaneet muutkin tekijät (ks. Mikä Saksan teollisuutta vaivaa?).

Kuvio 3.

Sähkön ja kaasun tuottajahinnat kasvaneet euroalueella selvästi muita päätalousalueita voimakkaammin




Sähkön tuottajahinnat yhtenäisellä viivalla ja sähkön ja kaasun tuottajahinnat katkoviivalla.
Lähteet: Eurostat, BLS ja NBS. 38240@energia(ET)
© Suomen Pankki 1.10.2024

Vaikka energian tuottajahinnat ovat laskeneet, sähkön ja kaasun tuottajahinnat olivat euroalueella heinäkuussa 2024 yhä noin 67 % korkeammat ja Saksassa jopa noin kaksinkertaiset vuoden 2019 keskimääräiseen tasoon verrattuna. Muilla päätalousalueilla energia kallistui merkittävästi euroaluetta vähemmän: Yhdysvalloissa sähkön tuottajahinnat ja sähkön ja kaasun tuottajahinnat olivat heinäkuussa 2024 noin 30 % ja Kiinassa sähkön tuottajahinnat vain noin 5 % vuoden 2019 keskimääräisiä hintoja korkeammat.

Energiakustannusten pysyminen kalliina supistaa edelleen teollisuustuotantoa eri vaikutuskanavien kautta. Aiempaa suuremmat energiakustannukset pienentävät teollisuuden voittoja ja voivat siten tehdä energiaintensiivisestä teollisuustuotannosta jopa kannattamatonta. Pienemmät voitot myös vähentävät teollisuuden investointeihin käytettävissä olevia tuloja, mikä voi vaimentaa investointeja ja siten teollisuustuotannon kasvua tulevaisuudessakin.

Myös energiakustannusten kasvun heikentämät teollisuuden pidemmän aikavälin näkymät ja energian hintakehitykseen liittyvä epävarmuus voivat olennaisesti vaimentaa teollisuuden investointeja. Lisäksi euroalueen energiakustannusten kasvu suhteessa muihin päätalousalueisiin heikentää euroalueen teollisuuden hintakilpailukykyä.[4]

Samaan aikaan kun euroalueen teollisuustuotannon kehitys on ollut heikkoa, euroalueen palvelutuotanto on kasvanut voimakkaasti. Tämän seurauksena palvelutuotannon osuus

euroalueen kokonaistuotannosta on kasvanut verrattuna teollisuustuotannon osuuteen. Koska työn tuottavuus on teollisuudessa tyypillisesti suurempi kuin palvelualoilla, tämä merkitsee mekaanisesti työn tuottavuuskasvun hidastumista. Työn tuottavuuskasvu voi hidastua ainakin tulevaisuudessa myös sillä tavoin, että energiakustannusten kasvu vaimentaa teollisuuden investointeja. Heikko työn tuottavuuskasvu puolestaan heijastuu lyhyellä aikavälillä yksikkötyökustannusten kasvuun.

## Onko teollisuuden heikkoudella merkitystä rahapolitiikalle?

Euroalueen rahapolitiikan kannalta olennainen kysymys on, onko euroalueen teollisuustuotannon heikkous suhdanneluonteista vai rakenteellista. Tällä on merkitystä arvioitaessa suhdannetilannetta, joka vaikuttaa inflaationäkymiin ja on siten yksi rahapoliittisessa päätöksenteossa huomioon otettava tekijä. Jos energiakustannusten nousu jää väliaikaiseksi, teollisuuden viimeaikaisessa heikkoudessa painavat erityisesti suhdannetekijät. Jos taas energiakustannukset jäävät euroalueella pysyvämmin korkeiksi, voi teollisuustuotannon vaimeus jäädä pitkäaikaiseksi ja pahentaa euroalueen kilpailukykyongelmaa.

Tällöin euroalueen viimeaikainen teollisuustuotannon heikkous selittyisi ennen kaikkea talouden potentiaalisen tuotannon vaimeudella eikä niinkään heikolla suhdannetilanteella. Jos teollisuustuotannon heikkous arvioidaan erheellisesti suhdanneluonteiseksi, vaikka se olisi rakenteellista, potentiaalisen tuotannon arvio jää todennäköisesti liian optimistiseksi. Tämä tarkoittaa, että suhdannetilanne olisi todellisuudessa parempi, eli tuotantokuilu olisi positiivisempi kuin arvioidaan.[5]

Euroalueen teollisuuden pitkäaikaisella heikkoudella voi olla korkotason ja rahapolitiikan kannalta erisuuntaisia pitkän aikavälin vaikutuksia. Mahdollisesti pysyvästi hidastuneesta työn tuottavuuskasvusta seuraa hitaampi pitkän aikavälin talouskasvu, josta puolestaan seuraa alempi luonnollinen korkotaso. Rahapolitiikan kannalta alempi luonnollinen korkotaso merkitsee pitkällä aikavälillä keskimäärin alhaisempaa ohjauskorkoa.

Toisaalta hidastunut työn tuottavuuskasvu lisää yksikkötyökustannusten nousupaineita. Euroalueen palvelutuotannon suhteellisen osuuden kasvu voi vahvistaa näitä paineita, koska monien palveluiden markkinat eivät ole yhtä kilpailtuja kuin teollisuustuotteiden markkinat, jolloin tuotemarkkinoiden kilpailu voi hillitä nimellispalkkojen nousupaineita aiempaa vähemmän. Jos nimellisiin yksikkötyökustannuksiin kohdistuisi aiempaa suurempaa pitkäaikaista nousupainetta, se merkitsisi inflaatiopaineiden kasvua ja mahdollisesti korkeampaa ohjauskorkoa.

## Hitaasta talouskasvusta huolimatta työllisyys on kohentunut ja työttömyys pysynyt alhaisena

Euroalueen ostovoimaa on viime aikoina ylläpitänyt hyvä työllisyystilanne. Työttömyysaste on pysynyt hitaasta talouskasvusta huolimatta hyvin alhaisena ja oli heinäkuussa 6,4 % (kuvio 4), mikä on mittaushistorian alhaisin luku.

Työllisyys on kasvanut edelleen (kuvio 4). Tämän vuoden toisella vuosineljänneksellä työllisiä oli jo lähes 7 miljoonaa enemmän kuin ennen pandemiaa. Myös 15–64-vuotiaiden työllisyysaste on noussut noin 70 prosenttiin. Sitä on edistänyt työttömyyden vähenemisen lisäksi osallistumisasteen nousu (ks. Jatkuuko euroalueen hyvä työllisyyskehitys?). Toisaalta koko talouden työpanoksen kehitys on ollut maltillisempaa, sillä työtuntien kasvu on ollut selvästi työllisten määrän kasvua hitaampaa.

Kuvio 4.

Työllisyysaste ja työllisten määrä ovat kasvaneet pandemian jälkeen nopeasti



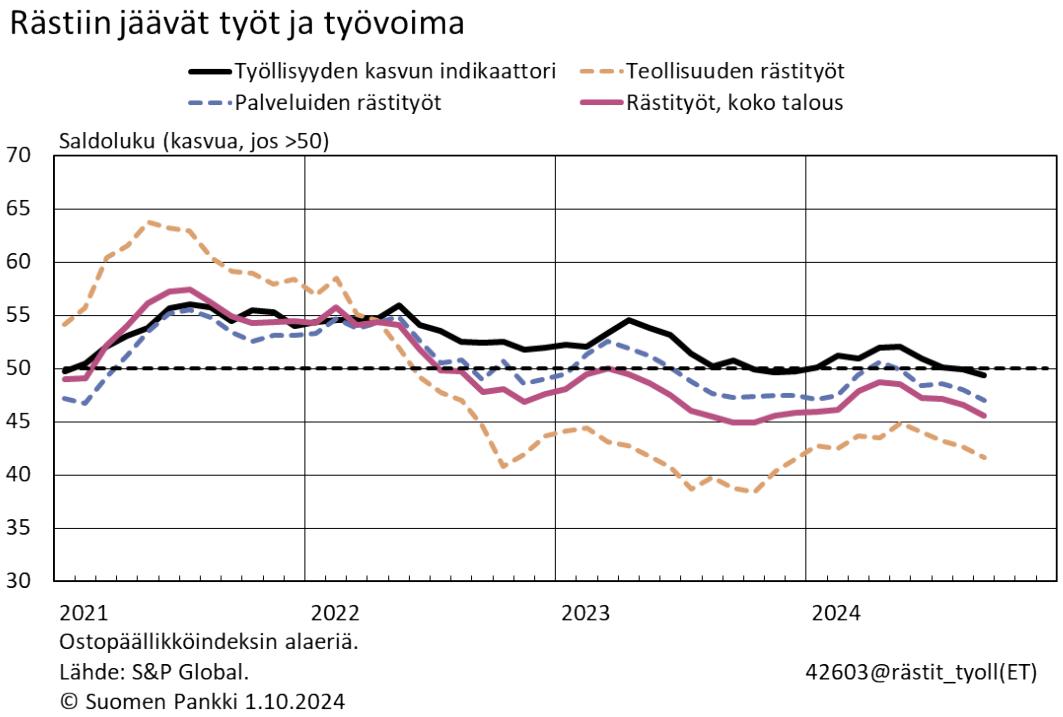

Työlliset kansantalouden tilinpidon mukaan.
Katkoviivat ovat EKP:n syyskuun 2024 ennusteita.
Lähteet: Eurostat, EKP ja Suomen Pankin laskelmat. 39799@U_E_enn(ET)
© Suomen Pankki 1.10.2024

Työmarkkinat olivat kireimmillään vuonna 2022, mutta kireys on vähitellen hellittänyt. Tämän ja viime vuoden aikana yritysten työllisyysodotukset ovat vaimentuneet, yritysten kokema työvoimapula on lievittynyt, ja avointen työpaikkojen määrä on vähentynyt. Työttömyys on silti toistaiseksi pysynyt hyvin pienenä suhdanteen heikkenemisestä huolimatta. Tämä heijastaa sitä, että työttömyyden aleneminen on eri rakennetyöttömyysmittarien mukaan ollut merkittäviltä osin rakenteellista. EKP ennustaa työttömyyden pysyvän alhaisena jatkossakin: syyskuun

ennusteessa työttömyysaste pysyy 6,5 prosentissa aina vuoteen 2026 asti. Työllisyys kasvaa edelleen mutta lähivuosina aiempaa hitaampaa tahtia.

Vuoden 2024 toisella vuosineljänneksellä kausitasoitettu työllisyys kasvoi vielä noin 350 000 henkilöllä eli 0,2 % edellisestä neljänneksestä. Työllisyyden kasvun hidastumiseen kuitenkin viittaavat useat indikaattorit. Edellä mainittujen ennakoivien indikaattorien (avoimet paikat jne.) lisäksi yrityksillä jää kyselyjen mukaan yhä vähemmän rästiin töitä, eli tarvittava tuotanto pystytään saavuttamaan nykyisillä resursseilla (kuvio 5). Näiden hoitamattomien töiden määrä vähenee koko taloudessa, mutta erityisesti teollisuudessa. Tuoreimpien kyselyiden mukaan euroalueen yritykset eivät myöskään enää ole lisänneet työvoimaansa.

Kuvio 5.



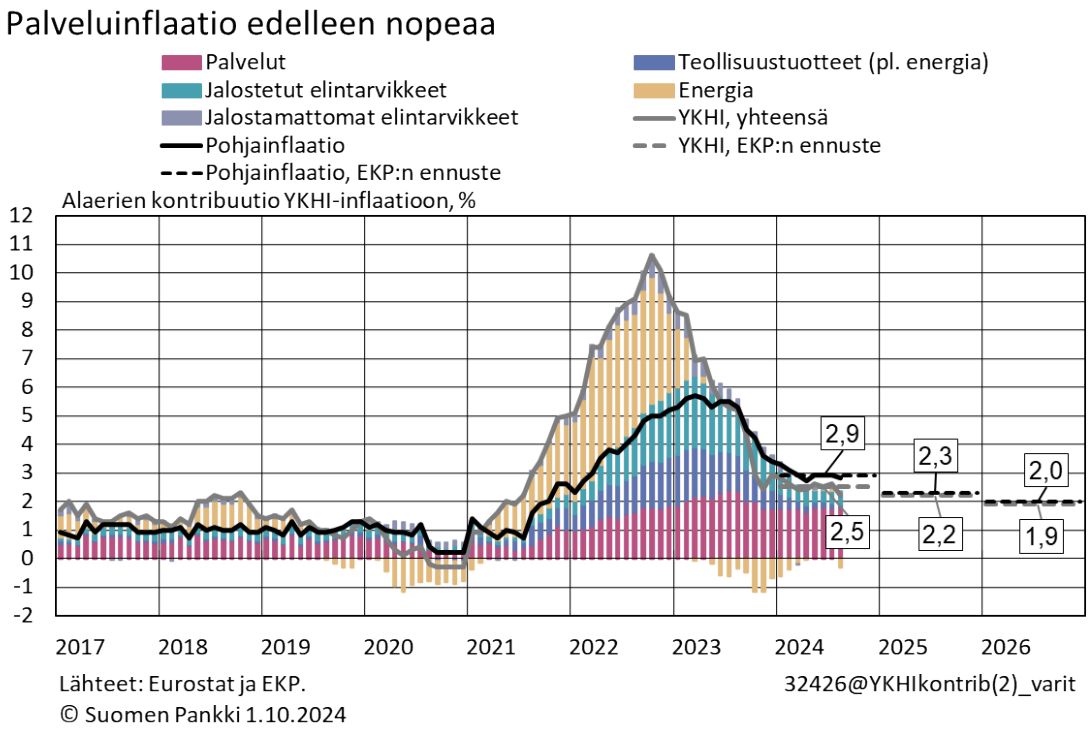

Tähän saakka jatkunutta oivaa työllisyyskehitystä ovat tukeneet sekä suhdanneluonteiset että rakenteelliset tekijät (ks. Jatkuuko euroalueen hyvä työllisyyskehitys?). Työvoiman kysyntä on ollut voimakasta palvelualojen kasvun ja keskimääräisen työajan lyhenemisen vuoksi. Sitä ovat voineet lisätä myös reaalipalkkojen maltillinen kehitys (ks. kuvio 9) ja yritysten varautuminen työvoimapulaan väestön ikääntyessä. Työn tarjonta on kasvanut samaan aikaan rakenteellisesti: ikääntyvien työntekijöiden osallistuminen työmarkkinoille on lisääntynyt ja maahanmuutto on kasvattanut euroalueen työvoimaa merkittävästi viime vuosina. On myös viitteitä siitä, että työttömien mahdollisuudet työllistyä ovat parantuneet euroalueella.

# Euroalueen inflaatio tasaantunut kohti keskipitkän ajan inflaatiotavoitetta

Euroalueen inflaatio on hidastunut voimakkaasti. Inflaatio on viime kuukausina ollut alle 3 % (elokuussa 2,2 %), kun se vielä vuoden 2023 alussa oli yli 8 %. Pohjainflaatio (inflaatio pl. energian ja ruoan hinnat) pysyi kuitenkin elokuussa kokonaisinflaatiota nopeampana, 2,8 prosentissa. EKP:n syyskuun ennusteessa inflaation nähdään tasaantuvan 2 prosentin tuntumaan. Ennuste kokonaisinflaatiolle on 2,5 % vuonna 2024, 2,2 % vuonna 2025 ja 1,9 % vuonna 2026. Pohjainflaation nähdään tasaantuvan hieman tätä hitaammin (2,9 % vuonna 2024, 2,3 % vuonna 2025 ja 2,0 % vuonna 2026). Vaikka inflaatio on selvästi hidastunut ja asettunut lähelle EKP:n 2 prosentin keskipitkän ajan tavoitetta, siinä on loppuvuonna voimakkaita heilahteluja energian hintojen vuodentakaisten pohjavaikutusten vuoksi.

Voimakkaimmin inflaatiota ovat hidastaneet energian hintojen lasku ja ruoan hinnan nousun pysähtyminen. Rahapolitiikan kiristykset ovat vaikuttaneet keskeisesti inflaatiodynamiikkaan ankkuroimalla inflaatio-odotukset 2 prosentin tuntumaan ja hillitsemällä kokonaiskysyntää. Teollisuustuotteiden (pl. energia) inflaatiota ovat tämän lisäksi hidastaneet raaka-aineiden ja energian hintojen maltillistunut kehitys sekä materiaali- ja kapasiteettipulan hellittäminen.

Kuvio 6.

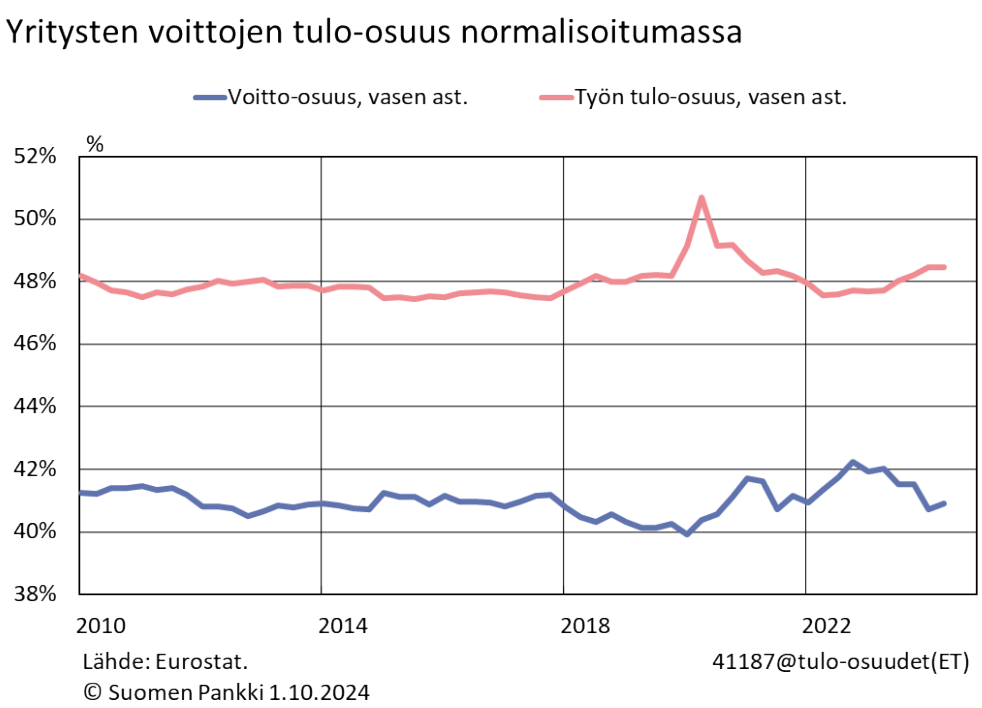



Inflaation hidastumisesta huolimatta palveluinflaatio on pysynyt yhä sitkeästi 4 prosentin

tuntumassa osoittamatta hidastumisen merkkejä. Keskeisin palveluinflaatiota selittävä tekijä on ollut palkkojen nousuvauhdin jatkuminen nopeana.

EKP:n syyskuun ennusteessa palkkainflaation odotetaan hidastuvan asteittain tulevina vuosina, mutta pysyvän sitkeästi ennen koronapandemiaa ollutta vauhtia nopeampana. Palkkojen nousu ei ole välittynyt täysimääräisesti hintoihin. Vuosina 2022–2023 yritysten keskimääräiset voitot kasvoivat voimakkaasti hintojen nousun myötä. Nyt palkkojen nousuvauhti on jatkunut hintojen nousuvauhtia voimakkaampana, mikä näkyy voittojen heikkona kehityksenä tänä vuonna. Voittojen tulo-osuus euroalueen kokonaistuotannosta onkin jo normalisoitunut lähelle vuosien 2014–2018 keskiarvoa. Samalla työn tulo-osuus on kasvanut ja on jopa hieman suurempi kuin koronapandemiaa ennen. Tähän ovat vaikuttaneet hyvä työllisyyskehitys, tuottavuuden heikko kasvu ja nopeutunut palkkainflaatio.

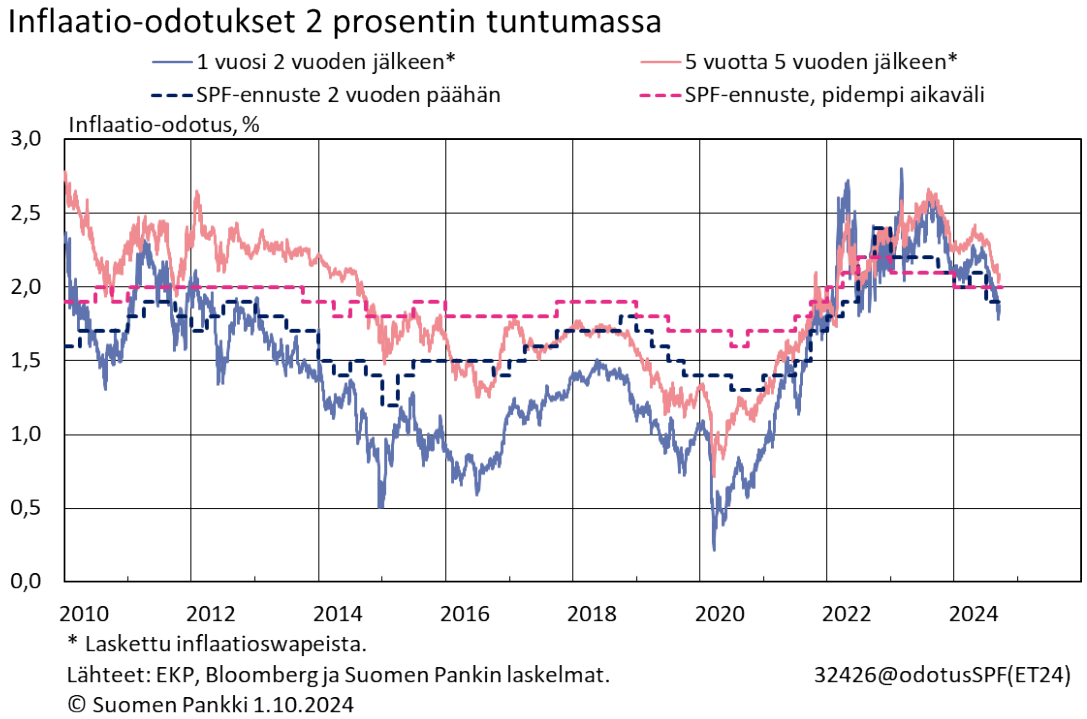
Kuvio 7.




Inflaatio-odotusten ankkuroituminen tukee inflaation palautumista keskipitkän ajan tavoitteeseen. Vuosina 2022 ja 2023 inflaatio-odotukset olivat hieman tavallista suuremmat, ja riski inflaatio-odotusten ankkuroitumisen heikentymisestä kasvoi.[6] Vuoden 2023 loppupuolelta alkaen inflaatio-odotukset ovat maltillistuneet laaja-alaisesti eri mittareilla tarkasteltuna. Keskeisimmät markkinaperusteiset inflaatio-odotukset ovat laskeneet 2 prosentin tuntumaan, kuten myös ammattiennustajille (SPF) osoitettujen kyselyjen lyhyen ja pitkän ajan odotukset (kuvio 8).

Inflaatiokehitykseen liittyy kuitenkin yhä inflaatiota mahdollisesti kiihdyttäviä riskejä. Erityisesti palkkojen nopean nousun jatkuminen ilman tuottavuuskasvun kiihtymistä johtaisi inflaation vauhdittumiseen. Myös geopoliittiset jännitteet voivat lisätä inflaatiopaineita, jos ne nostavat kuljetuskustannuksia, heikentävät energian saatavuutta tai aiheuttavat muita tarjontahäiriöitä. Toisaalta geopoliittiset shokit lisäävät taloudellista epävarmuutta, mikä hidastaa inflaatiota (kt. Geopoliittisten yllätysten vaikutus euroalueen inflaatioon vaihtelee tapauskohtaisesti). Lisäksi negatiivisten kasvuriskien toteutuminen ja ennustettua heikompi talouskasvu lisäisi riskejä EKP:n syyskuun ennustetta hitaammasta inflaatiosta.

Kuvio 8.



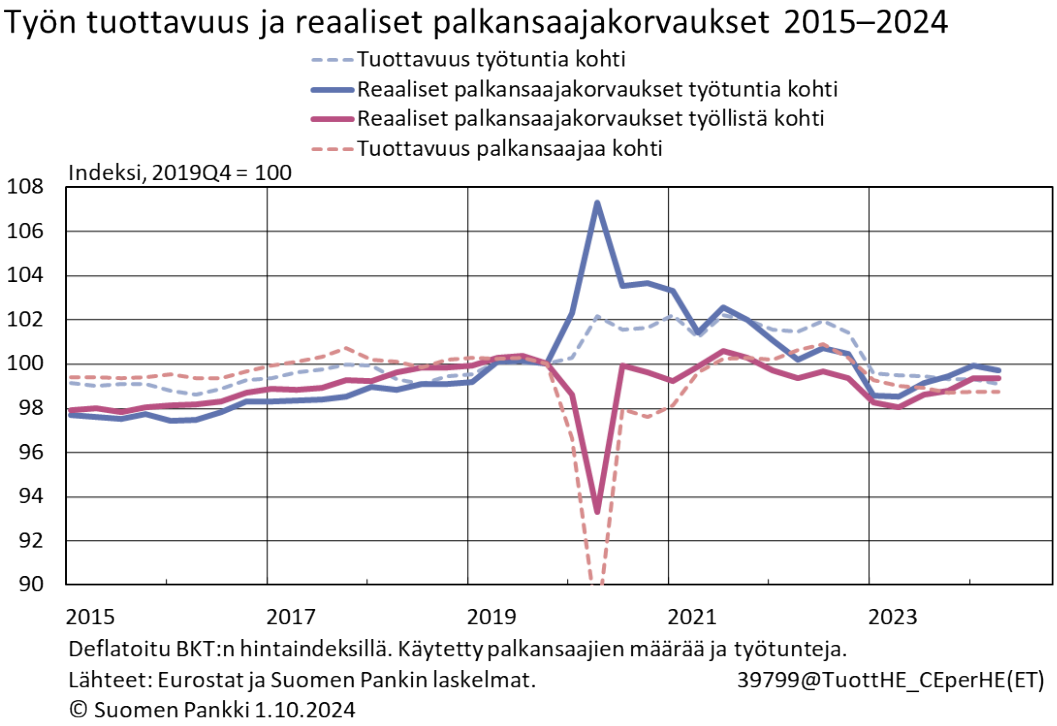

## Euroalueen palkkakehitys palaamassa tasapainoiselle uralle?

Euroalueella palkkojen nousu on jatkunut tänä vuonna voimakkaana. Kuluvan vuoden toisella neljänneksellä euroalueen työntekijäkohtaiset palkat nousivat 4,3 % vuodentakaisesta. EKP kuitenkin ennustaa, että palkkojen nousu hidastuu asteittain vuosina 2024 ja 2025. Tietoja sopimuspalkkojen kehityksestä ja uusien työsuhteiden palkkasopimuksista voidaan arvioida esimerkiksi Irlannin keskuspankin ylläpitämän Indeed-mittarin avulla. Arviot tukevat EKP:n ennustenäkemystä samoin kuin havainnot työmarkkinoiden vähittäisestä viilenemisestä. Palkkojen kehitykseen liittyy kuitenkin yhä selvästi nopeampaan palkkakehitykseen liittyviä riskejä, joita kasvun painottuminen palvelusektorille ja heikon tuottavuuskehityksen yhdistelmä

ruokkivat.

Erityisesti vuonna 2022 ansiokehitys jäi jälkeen elinkustannusten noususta ja reaaliansiot supistuivat reippaasti. Reaalipalkkojen kehitys on kuitenkin jatkunut jo jonkin aikaa euroalueella positiivisena, ja reaalinen tuntikohtainen palkansaajakorvaus nousi tämän vuoden alussa vuoden 2019 lopun tasoaan suuremmaksi (ks. aiheesta myös Euro & talous 1/2024: Euroalueen talous kaipaa nopeampaa tuottavuuskehitystä). Tyypillisin tapa taloustieteessä arvioida ansiokehityksen ja koko talouden tasapainoa on verrata reaalipalkkojen kehitystä tuottavuuden kehitykseen työtuntia (tai työntekijää) kohden.[7]

Kuvio 9.



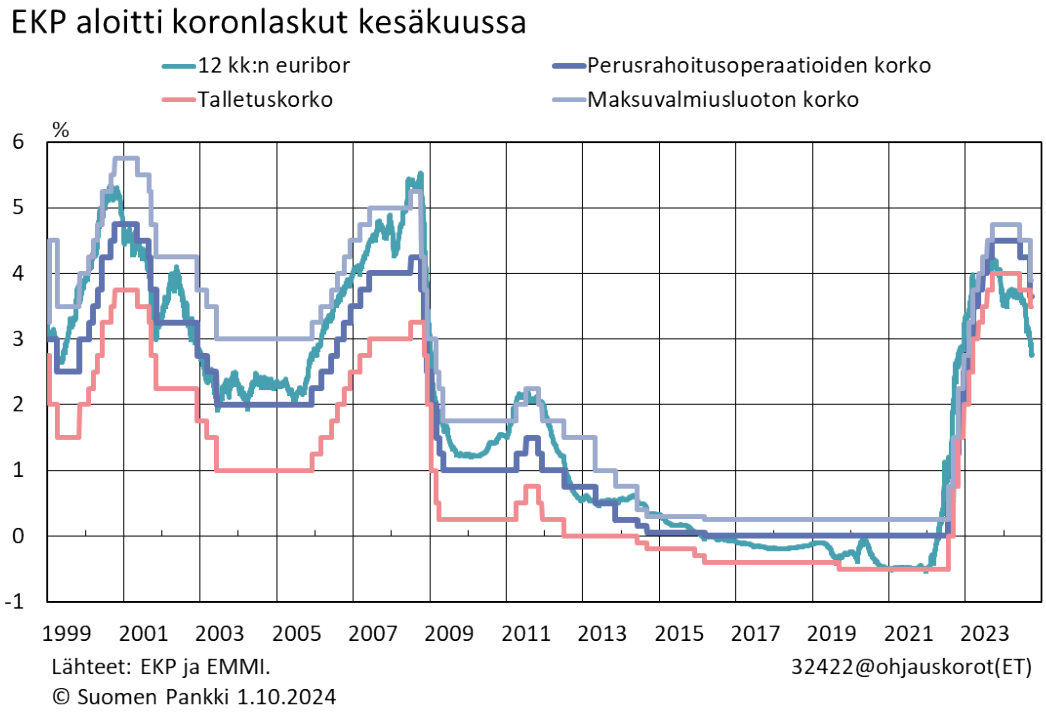

Kummankin mittarin perusteella voidaan päätellä, että uralla, jolla reaalipalkkojen kehitys on linjassa tuottavuuden kasvun kanssa, palkoilla ei ole enää kiinni kurottavaa. Pidempään kestävä reaalipalkkojen nopea nousu vaatisi myös tuottavuuskasvun kiihtymistä. Ellei tuottavuuskasvu kiihdy, mutta palkkojen nousu jatkuu nopeana, päätyvät yritykset todennäköisesti vähentämään työvoimaa viiveellä. Lyhyellä aikavälillä yhä kireähköt työmarkkinat ja nopeana jatkuva palkkojen nousu ilman tuottavuuskasvun kiihtymistä muodostavat inflaatiota nopeuttavan riskin.

## Euroalueella laskettiin korkoja inflaation hidastuessa

EKP:n neuvosto päätti kesäkuun 2024 kokouksessaan laskea politiikkakorkoaan 0,25

prosenttiyksiköllä, kun sitä ennen korkoja oli pidetty ennallaan yhdeksän kuukauden ajan. Neuvosto jatkoi koronlaskuja syyskuun kokouksessaan. Efektiivinen ohjauskorko eli talletuskorko on nyt 3,5 % (kuvio 10). Perusrahoitusoperaatioiden korko laskettiin 3,65 prosenttiin ja maksuvalmiusluoton korko 3,90 prosenttiin, kuten maaliskuussa 2024 oli viestitty.[8] Jo toteutetut ja markkinoiden odottamat tulevat koronlaskut ovat kääntäneet myös keskeisenä viitekorkona toimivan 12 kuukauden euriborin selvään laskuun.

Kuvio 10.




Ennen koronlaskuja rahapolitiikkaa oli kiristetty voimakkaasti vuoden 2022 heinäkuussa aloitettujen koronnostojen myötä. Neuvosto on viestinnässään korostanut, että inflaationäkymiä koskevan päivitetyn arvion, pohjainflaation kehityksen ja rahapolitiikan tehokkaan välittymisen perusteella rahapolitiikan rajoittavuutta on aiheellista lieventää. Inflaatio on hidastunut selvästi vuodentakaisesta, ja inflaatio on hidastunut lähemmäksi 2 prosentin tavoitetta.

Samalla rahapolitiikan epätavanomaisista toimista irtaantumista on jatkettu, mikä on näkynyt eurojärjestelmän taseen hallittuna supistumisena. Eurojärjestelmän taseen koko on nyt vajaa 6 500 miljardia euroa eli noin 25 % pienempi kuin huipussaan kesäkuussa 2022. Pitkäaikaisten luotto-operaatioiden viimeinen takaisinmaksu on 18.12.2024, ja niiden erääntymisestä ei ole aiheutunut häiriöitä pankkien rahoituksen saatavuuteen. Omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP:ssä) eurojärjestelmä on lopettanut erääntyvien arvopapereiden uudelleensijoitukset, ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP:ssä) arvopaperiomistusten annetaan supistua 7,5

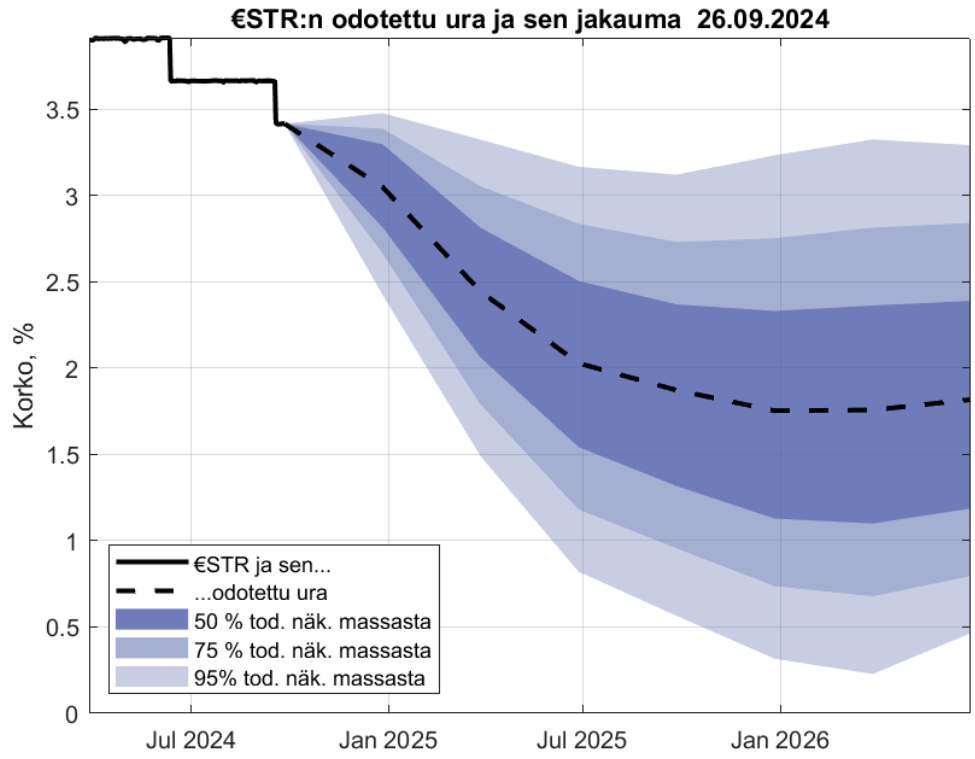
miljardin euron kuukausivauhtia. Neuvosto on viestinyt aikovansa lopettaa uudelleensijoitukset PEPP-ohjelmassa kokonaan vuoden 2024 lopussa.

Korkojen laskusta huolimatta rahapolitiikan viritys on yhä talouden aktiviteettia rajoittavaa. Tämän tarkoituksena on varmistaa keskipitkän aikavälin inflaatiovauhdin palautuminen kohtuullisessa ajassa 2 prosentin tavoitteen mukaiseksi. Neuvosto on viestinyt pitävänsä ohjauskoron riittävän rajoittavana niin kauan kuin on tarpeen. Rajoittavuuden taso ja kesto määritetään jatkossakin kokouskohtaisesti tuoreimpien tietojen perusteella.

## Markkinoilla hinnoitellaan koronlaskujen jatkumista – laskutahdissa epävarmuutta

Rahoitusmarkkinoilla odotetaan tällä hetkellä koronlaskujen jatkuvan tasaisesti vuoden 2025 syksyyn asti. Kuvio 11 esittää rahoitusmarkkinahinnoittelusta johdetun odotetun korkouran keskeisenä viitekorkona olevalle €STR-korolle ja sen ympärillä olevan optiohinnoista johdetun todennäköisyysjakauman eri koroille. Näiden odotusten perusteella viitekoron odotetaan rahoitusmarkkinoilla asettuvan alle 2 prosenttiin ensi vuoden lopulla. Korkonäkymään liittyvä epävarmuus näkyy optiohinnoista johdetussa korko-odotusten jakaumassa, jonka perusteella €STR korko asettuisi 95 prosentin todennäköisyydellä 0,5–3,3 prosenttiin vuoden 2026 puolivälissä.

Kuvio 11.




Lähteet: Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat. © Suomen Pankki 1.10.2024

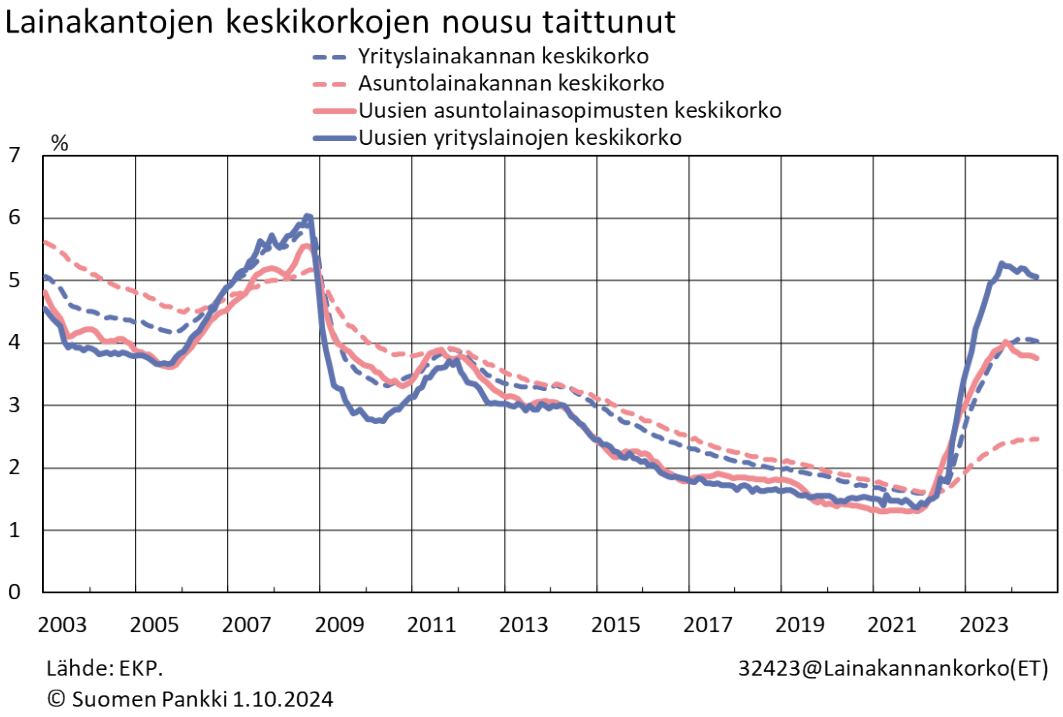
Rahoitusmarkkinoiden hinnoittelema korkoura on heilunut melko voimakkaasti viime kuukausina. Markkinahinnoittelu muuttuu ajoittain nopeastikin, kun uutta tietoa talouskehityksestä on saatavilla. Vielä heinäkuun puolivälissä rahoitusmarkkinoilla odotettiin koronlaskun olevan huomattavasti maltillisempaa ja päätyvän reiluun 2,5 prosenttiin vuoden 2025 lopussa. Korkouran laskua on selitetty Yhdysvaltojen keskuspankin Fedin voimistuneilla koronlaskunäkymillä, yleisesti vaimealla talousdatalla ja erityisesti Yhdysvaltojen vaimealla työmarkkinadatalla. Markkinatoimijoiden korko-odotukset ovatkin laskeneet tämän vuoden aikana Yhdysvalloissa vielä euroaluetta voimakkaammin. Fed aloitti koronlaskut 18.9.2024 laskemalla ohjauskorkoa 50 korkopisteellä 4,75–5,0 prosenttiin.

## Rahoitusolot ovat yhä kireät euroalueella

Ohjauskoron nousu on välittynyt myös pankkien antolainaukseen. Uusien lainojen korko on alkanut koronlaskujen myötä lievästi laskea. Koko lainakannan keskikorot ovat pysyneet viime kuukaudet vakaina. Asuntolainakannan keskikorko on noussut maltillisesti, 2,5 prosenttiin. Asuntolainat ovat euroalueen maissa usein kiinteäkorkoisia, jolloin korkomuutokset välittyvät niihin hitaasti. Euroalueen pankkien myöntämistä yrityslainoista noin puolet on vaihtuva- ja puolet kiinteäkorkoisia, mutta osuudessa on eroja toimialojen ja erityisesti maiden välillä. Euroalueen

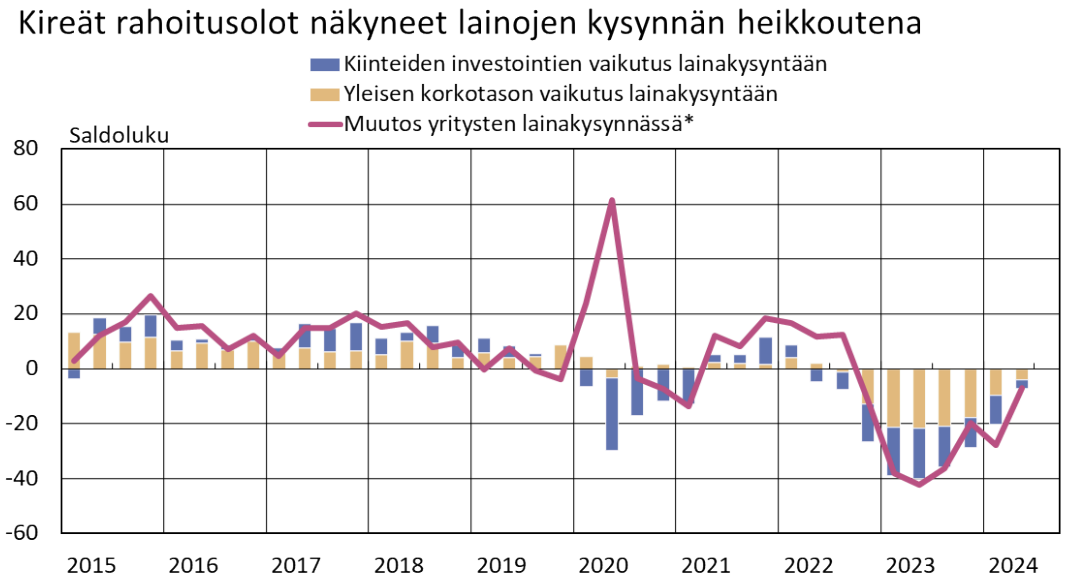
kiinteäkorkoisten lainojen suuren osuuden takia koronlaskut näkyvät asunto- ja yrityslainakantojen keskikoroissa huomattavalla viiveellä (ks. EKP:n korkomuutosten vaikutukset yrityslainojen korkoihin vaihtelevat voimakkaasti eri maiden välillä).

Kuvio 12.




Kireät rahoitusolot ovat näkyneet heikkona lainakantojen kehityksenä. Sekä asunto- että yrityslainojen määrä ei ole käytännössä kasvanut sitten alkuvuoden 2023. Tätä selittää ennen kaikkea kiristyneen rahapolitiikan myötä vaimentunut lainojen kysyntä. Lainojen kysyntä onkin ollut pankkien luotonannon seurantakyselyjen[9] mukaan jatkuvasti pankkien omiakin odotuksia heikompaa, mutta ei näyttäisi enää heikentyvän. Heikkoa kysyntää selittävät niin yleinen korkea korkotaso kuin yrityslainojen osalta vaimea kiinteiden investointien kehitys (kuvio 13).

Kuvio 13.




* Yritysten lainakyntään vaikuttaa tässä esiteltyjen tekijöiden lisäksi esimerkiksi käyttöpääoman tarve ja vaihtoehtoiset rahoituksen lähteet. Näiden merkitys oli kuitenkin vuosina 2023-2024 pieni.
Lähde: BLS. 34022@ET
© Suomen Pankki 1.10.2024

Talouskehitys ja rahoituksen kysynnän indikaattorit viittaavatkin rahapolitiikan virityksen olevan yhä kiristävää. Rahoitusmarkkinoilla pitkän ajan (viisi vuotta viiden vuoden jälkeen) reaalikoron hinnoitellaan olevan noin 0,5 prosentin tuntumassa, mikä viittaisi nimellisen tasapainokoron olevan noin 2,5 % eli nykyistä nimellistä korkoa alempi. Pitkän aikavälin tasapainokoron arvioihin liittyy kuitenkin aina merkittävää epävarmuutta, ja tässä esitetty rahoitusmarkkinoiden hinnoittelema pitkän aikavälin reaalikorko on vain yksi tapa arvioida sitä, mihin korko pidemmällä aikavälillä voisi asettua talouden kysynnän ja tarjonnan ollessa tasapainossa.

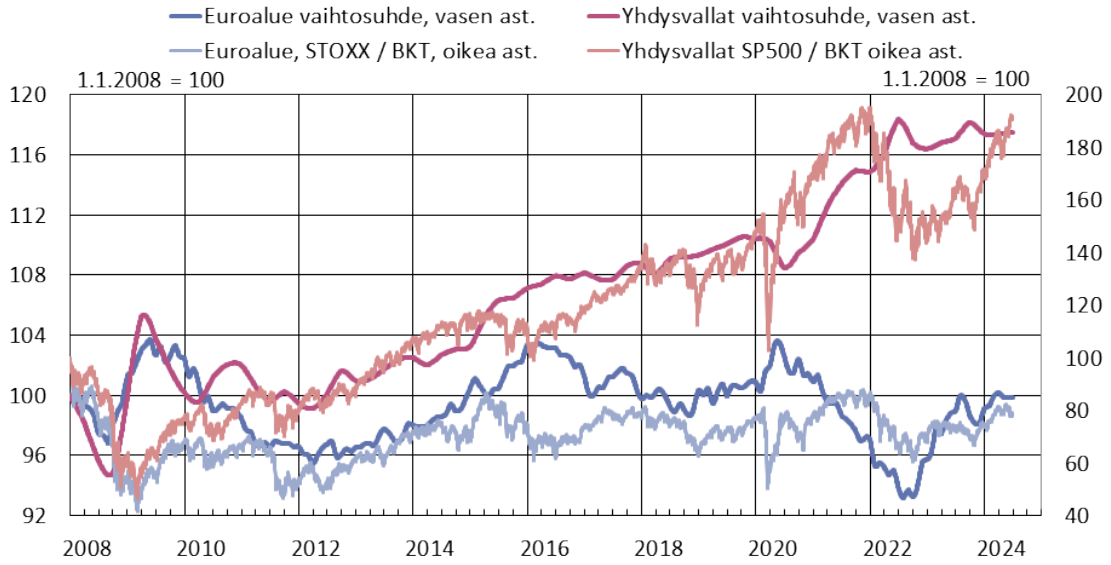
Pitkän aikavälin reaalikoron tasoon vaikuttavat ennen kaikkea rakenteelliset tekijät, kuten tuottavuus- ja väestökehitys. Euroalueen tuottavuuden heikko kehitys ja kilpailukyvyn ongelmat ovat olleet esillä monissa puheenvuoroissa kuluneen vuoden aikana.

Yksi tapa arvioida euroalueen teollisuuden ja koko talouden mahdollista rakenteellista heikkoutta on tarkastella, miten euroalueen pörssikurssit ja vaihtosuhde ovat kehittyneet verrattuna Yhdysvaltoihin. Osakekurssien odotetaan heijastavan yrityssektorin tulojen odotettua kasvua. Lisäksi osakekurssit ovat osa kotitalouksien varallisuutta, mikä lopulta voi heijastua kulutuksen ainakin Yhdysvalloissa. Vaihtosuhde eli vientihintojen suhde tuontihintoihin voidaan nähdä mittarina sille, kuinka kehittynyttä vientiyritysten tuotanto on. Laatu heijastuu tuotannon ja viennin (suhteelliseen) hintaan. Empiiriset tutkimukset osoittavat vaihtosuhteen korreloivan yksittäisen maan tai maa-alueen kaupan ja talouskasvun kanssa.[10]

Vaihtosuhteen merkitys tulee selvemmäksi verrattaessa vaihtosuhdeindeksien kehitystä euroalueen ja Yhdysvaltojen välillä (kuvio 14). Pääosin ne kehittyivät samoin vuoteen 2015 asti, mikä heijasteli mm. vuosien 2008–2009 finanssikriisin vaikutuksia. Noin kymmenen viime vuoden aikana ne ovat huomattavasti eriytyneet: Yhdysvalloissa vaihtosuhde on noussut ja euroalueella laskenut. Sama eriytyminen näkyy selvästi myös osakekurssien liikkeissä viimeisten kymmenen vuoden aikana (kuvio 14). Osakekurssit indikoivat tulojen kasvavan nopeammin Yhdysvalloissa kuin euroalueella.

Kuvio 14.

Vaihtosuhde ja pörssikurssit suhteessa BKT:n arvoon euroalueella ja Yhdysvalloissa 2008–2024



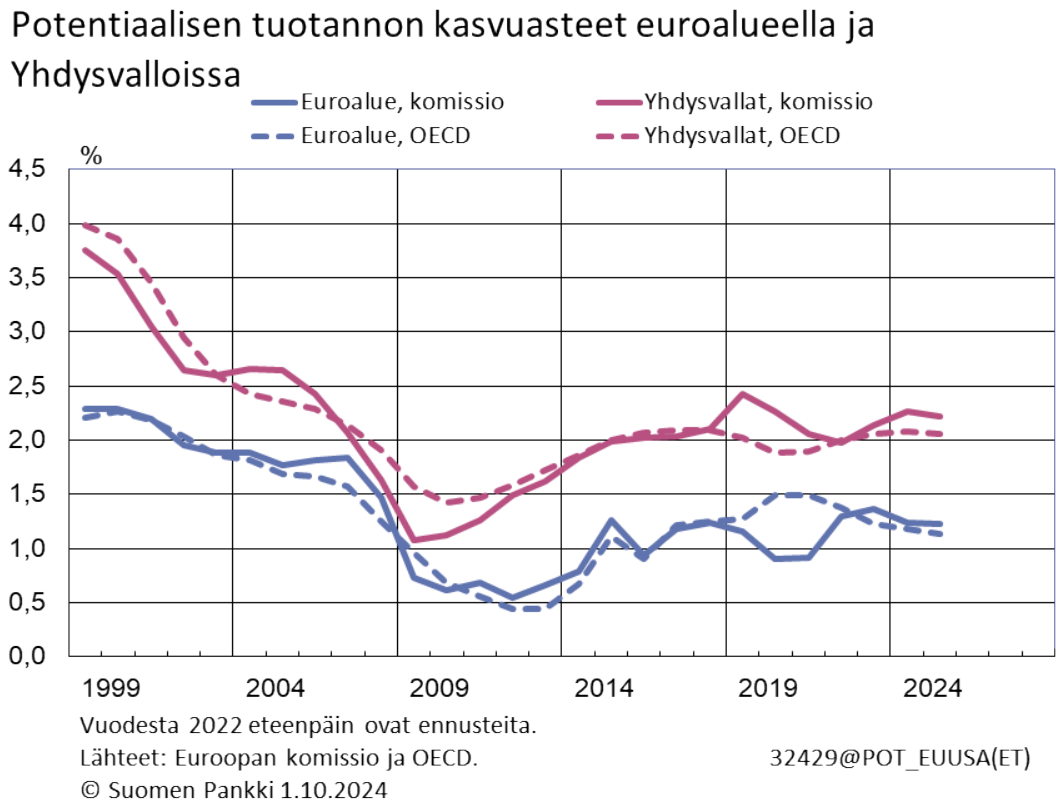
Lähteet: STOXX, S&P Global, BEA, CPB ja Suomen Pankki. 42783 @Chart1
© Suomen Pankki 1.10.2024

Kehityksen voidaan olettaa johtuvan merkittävistä eroista Euroopan ja Yhdysvaltojen suurimpien yritysten tuotannon ja viennin rakenteissa, jotka tulevat entistä selvemmiksi verrattaessa kymmenen markkina-arvoltaan suurimman yrityksen joukkoa. Euroopassa joukon rakenne on muuttunut vain vähän noin kymmenen viime vuoden aikana, kun taas Yhdysvalloissa vastaavan joukon koostumus on muuttunut huomattavasti, kun uudet teknologiayritykset ovat nousseet kärkisijoille.

Viimeisten kymmenen vuoden talouskehitystä ovat leimanneet teknologioiden, informaation välityksen ja kaupan suuret muutokset, jotka ovat syvällisesti vaikuttaneet tuottavuuteen ja kilpailukykyyn. Tällaiset muutokset heijastuvat myös pörssikursseihin ja vaihtosuhteeseen, mutta ne eivät välttämättä näy yhtä nopeasti kansantalouden tilinpidossa, jossa tuotannon mennyttä rakennetta kuvataan usein varsin aggregoidusti. Silti voidaan päätellä, että muutokset viittaavat

samaan ilmiöön, joka näkyy – mm. kansantalouden tilinpitoon ja demografiaan perustuvissa – eri kansainvälisten järjestöjen potentiaalisen tuotannon kasvuarvioissa, joissa euroalueen potentiaalisen tuotannon kasvuvauhti nähdään hitaampana kuin Yhdysvaltojen (kuvio 15).

Kuvio 15.




## Euroopan kilpailukyvyn ja tuottavuuden parantaminen vaatii rakenteellisia toimia

Euroopan unionin heikko kilpailukyky ja tuottavuuskasvu – samaan aikaan ikääntyvän väestön kanssa – voivat johtaa pitkällä aikavälillä selvästi muita talousalueita hitaampaan talouskasvuun. Tällä olisi myös kielteisiä vaikutuksia eurooppalaisten hyvinvointiin.

Euroopan talouden potentiaalia ja kilpailukykyä sekä keinoja tuottavuuden parantamiseen on äskettäin käsitelty kahdessa eri raportissa. Enrico Lettan Euroopan neuvostolle huhtikuussa 2024 luovuttama raportti korostaa, että sisämarkkinoita tulee edelleen syventää. Mario Draghin syyskuussa 2024 julkaisema raportti tarjoaa useita politiikkasuosituksia, joiden avulla EU voisi parantaa kilpailukykyään ja tuottavuuttaan.

Lettan raportti nostaa keinoja EU:n kilpailukyvyn parantamiseen sisämarkkinoita kehittämällä.

Erityisesti syventämisen varaa on yhteisissä pääomamarkkinoissa ja energiamarkkinoissa. Globaali kilpailu vaatii raportin mukaan myös aktiivisempaa kilpailu- ja teollisuuspolitiikkaa. Kilpailulainsäädäntö ja hajanaiset pääomamarkkinat saattavat estää globaalien eurooppalaisten yritysten syntymistä, mikä näkyy hajanaisena ja jäsenmaatasolle keskittyneenä yrityskenttänä. Myös tutkimuksen, innovaatioiden ja koulutuksen roolia ja liikkuvuutta tulisi vahvistaa sisämarkkinoilla.

Draghin raportti sen sijaan etsii syitä heikolle tuottavuuskasvulle. Ensinnäkin Eurooppa kärsii syvästä innovaatiokuilusta verrattuna Yhdysvaltoihin. Tämä tarkoittaa, että EU:ssa kehitetään, kaupallistetaan ja hyödynnetään selvästi vähemmän uusia innovaatioita kuin kilpailijamaissa. Erityisen heikko EU:n asema on nopeimmin kehittyvissä teknologioissa, kuten digitalisaatiossa. Esimerkiksi tekoälyn kehittämisessä Yhdysvallat on selkeästi edellä. EU:lla on vahva teollinen pohja, mutta sekin uhkaa kadota ilman uusia, digitalisaatioon liittyviä innovaatioita.

Innovaatiokuilun sulkeminen kilpailijamaihin nähden on siis keskeinen tavoite. Tämä edellyttää merkittäviä panostuksia tutkimukseen ja kehitykseen sekä huippututkimukseen. Digitalisaatiota erityisesti hyödyntävien yritysten ja innovaatioiden syntymistä tulee tukea, sillä ne ovat avainasemassa tuottavuuskasvun edistämisessä. Lisäksi kaupallistamisen mahdollisuuksia on parannettava sääntelyä helpottamalla ja pääomamarkkinoita kehittämällä. Tärkeää on myös panostaa koulutukseen ja osaavaan työvoimaan.

Toinen tärkeä alue on Draghin raportin mukaan panostaa vihreään siirtymään ja sitä kautta parantaa kilpailukykyä. Tällä hetkellä Euroopan energian hinnat ovat selvästi korkeampia kuin muualla maailmassa (kuvio 3). Euroopan hajanaisia energiamarkkinoita tulee myös uudistaa. EU:n tulee pyrkiä teknologiajohtajuuteen vihreässä siirtymässä ja kehittää sellaista teollisuuspolitiikkaa, joka tukee avainasemassa olevia toimialoja kilpailunäkökulmat huomioiden. Aktiivisella teollisuuspolitiikalla vastattaisiin erityisesti kasvavaan kilpailuun Kiinan kanssa.

Kolmas raportin suositus koskee Euroopan turvallisuuden ja riippumattomuuden edistämistä. EU:n tulee harjoittaa yhtenäistä, aktiivista kauppa- ja ulkopolitiikkaa, jolla pyritään vähentämään tuotantoketjuissa vahingollisia riippuvuuksia esimerkiksi kriittisistä raaka-aineista tai teknologioista. EU:n tulisi myös tarkemmin valvoa suoria investointeja ulkomailta tärkeille toimialoille. Turvallisuuden kannalta tärkeä tavoite on kasvattaa puolustusinvestointeja ja kehittää Euroopan omaa puolustusteollisuutta.

Draghin raportin mukaan EU:n on siis parannettava investointiympäristöään ja houkuteltava enemmän yksityisiä investointeja, jotta tuottavuuskasvua saadaan vauhditettua. Yksityisten investointien kasvattaminen vaatii ennen kaikkea Euroopan yhteisten pääomamarkkinoiden kehittämistä, jolloin eurooppalaiset säästöt kohdistuisivat aiempaa enemmän investointeihin EU:n

sisällä. Yksityisten panostusten lisäksi tarvitaan julkisia investointeja puolustukseen ja sellaisiin kohteisiin, joihin liittyy selviä ulkoisvaikutuksia.

## Viitteet

1. Palkkasumma on tässä tarkastelussa keskimääräisten palkansaajakorvausten (sis. työnantajan sivukulut) ja työtuntien tulo. ↑
2. Kuviossa energian hintojen mittarina on käytetty energian tuottajahintoja. Kuviossa käytettyjen energian tuottajahintamittarien luokitus voi olla hieman erilainen eri maissa. Yleisesti tuottajahinnat mittaavat yrityksen hyödykkeestään tai palvelustaan saamaa hintaa. Arvonlisävero yms. eivät sisälly tuottajahintoihin. Tuottajahintoihin lisätään tuottajille maksetut tuet, eivätkä niihin sisälly käyttäjillekään maksetut tuet. Tuottajahinnat eivät siten ota huomioon tukien hintoja alentavaa vaikutusta. ↑
3. Ks. esim. ECB Economic Bulletin, Issue 2/2023, joka arvioi korkeiden energian hintojen kompensoimiseksi tehtyjen finanssipoliittisten tukipakettien laajuutta: tukipakettien laajuus oli vuonna 2022 lähes 2 % euroalueen BKT:stä. Vuoden 2023 alusta lähtien tuki alkoi hiljalleen pienentyä. Tuotantokapeikkojen hellittäminen vuosina 2022 ja 2023 havaitaan esim. New York Fedin ylläpitämästä tuotantoketjuhäiriöiden indeksistä: https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi#/interactive. ↑
4. Tämä nostetaan esille myös Mario Draghin vasta ilmestyneessä EU:n kilpailukykyä käsittelevässä raportissa: https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en. ↑
5. Ks. Reis, R. (2022) What can keep euro area inflation high?, paper prepared for the Economic Policy conference, October 2022. ↑
6. Lehmus, M., Oinonen, S. & Vilmi, L. (2023) Rahapolitiikan toimilla vahvistettu inflaatio-odotusten ankkuroitumista, Euro & talous, analyysi, 3.10.2023. ↑
7. Vertailu olisi hyvin samankaltainen, jos perusvuodeksi valittaisiin vuosi 2015, sillä indeksit olivat silloin, samoin kuin vuonna 2019, lähellä toisiaan. ↑
8. Muutoksilla perusrahoitusoperaatioiden ja maksuvalmiusluoton korkoihin varmistetaan ohjauskorkojen muutosten välittyminen markkinakorkoihin myös jatkossa. Päätöksellä ei pyritä vaikuttamaan rahapolitiikan virityksen, vaan se on osa rahapolitiikan toimeenpanojärjestelmän uudistusta. Ks. EKP:n tiedote 13.3.2024 Muutoksia rahapolitiikan ohjausjärjestelmään. ↑
9. Ks. Euro area bank lending survey. ↑
10. Ks. esim. Wong, H. (2010) Terms of trade and economic growth in Japan and Korea: an empirical analysis, Empirical Economics, Vol. 38(1), 139–158, ja Singh, T. (2023) Do terms of trade affect economic growth? Economics of Transition and Institutional Change, 31(2), 491–521, ja Hukkinen, J. & Viren, M. (2024) Do we need a new generation of forecasting models?, SUERF Policy Brief No 975, September 2024. ↑

# Asiasanat

inflaatio, rahapolitiikka, talouskasvu, teollisuus