ANALYYSI

Nousevat taloudet horjuttavat maailmantalouden kasvunäkymiä

27.11.2015 – Analyysi – Kansainvälinen talous

Henna Karhapää

Eeva Kerola
Vanhempi ekonomisti

Nousevien talouksien kasvuvauhti on hidastunut jo usean vuoden ajan. Kuluvana vuonna tilannetta on edelleen heikentänyt raaka-aineiden hintojen lasku, Kiinan talouden hidastuminen, maailmankaupan vaatimaton vetoapu ja epävarmuus rahoitus- ja valuuttamarkkinoilla. Nousevien talouksien julkisen talouden alijäämä on kasvanut ja velkatasot ovat nousseet. Ulkomaisen rahoituksen saatavuus on alkanut heikentyä, kun pääomien virtaus on vähentynyt ja kääntynyt jo osittain ulosvirtaukseksi. Yksityisen sektorin kasvanut velkaantuneisuus lisää haavoittuvuutta rahoitusolosuhteiden muutoksille. Lisääntynyt dollarimääräinen velka altistaa nousevat taloudet entistä herkemmin kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden heilahteluille. Samalla nousevien talouksien tilanne on kesästä lähtien varjostanut globaalia rahoitusmarkkinakehitystä ja luo näin riskejä myös kehittyneiden maiden kasvunäkymiin.

Tässä artikkelissa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajien omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin näkemystä.

Nousevien talouksien kasvuvauhti hidastunut usean vuoden ajan

Kasvuvauhti nousevissa talouksissa on ollut laskusuunnassa vuoden 2010 jälkeen ja heikentyy edelleen kuluvana vuonna. Kasvunäkymiä ovat heikentäneet muun muassa raaka-ainehintojen lasku, Kiinan kasvuvauhdin hidastuminen, vaimea maailmankaupan kehitys sekä kiristyvät ulkoisen rahoituksen olosuhteet. Nousevat taloudet ovat kuitenkin moninainen joukko, eivätkä näkymät ole kaikkialla yhtä synkät. Osa maista hyötyy raaka-aineiden hintojen laskusta, ja toisia piristää kehittyneiden maiden elpyminen. Vaikka kasvun odotetaan vuonna 2016 elpyvän, nousevien talouksien BKT:n kasvun ennakoidaan olevan tulevina vuosina aiempaa vaimeampaa. Myös arvioita nousevien talouksien kasvupotentiaalista on laskettu.[1]

Kiinan talouskasvu hidastuu odotetusti.[2] Epävarmuus Kiinan talouden tilasta ja rahoitusjärjestelmän vakaudesta on lisääntynyt, ja huoli odotettua voimakkaammasta kasvuvauhdin hidastumisesta kasvanut. Kiinan kasvuvauhdin hidastuminen on osa talouden muutosta, jossa investoinneista ja tavarantuotantosta riippuvainen talous siirtyy kohti kulutuskysyntään ja palveluihin tukeutuvaa kasvumallia. Suuri talouden rakennemuutos ja samanaikaiset rahoitusmarkkinauudistukset ovat tarpeellisia kehitysaskeleita kohti kestävämpää ja vakaampaa kasvua, mutta tuovat mukanaan ajoittaisia häiriöitä.

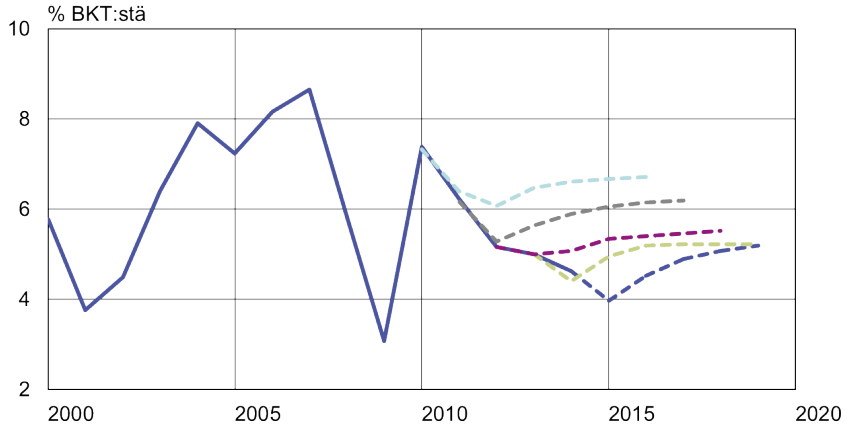
Kiinan talouskehitys heijastuu myös muihin nouseviin taloksiin. Kiinan talouskasvun hidastuminen vaikuttaa osaltaan maailman raaka-ainemarkkinoihin ja maailmankaupan kehitykseen. Epävarmuus välittyy muihin nouseviin talouksiin myös kansainvälisten rahoitusmarkkinaolojen kautta. Lisääntynyt markkinavolatiliteetti, epävakaus valuuttamarkkinoilla ja ailahteleva riskisentimentti kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ovat kiristäneet nousevien talouksien ulkoisen rahoituksen olosuhteita ja ulkomaiset pääomavirrat ovat heikentyneet. Yhdysvaltojen keskuspankin lähestyvä koronnosto on pohjimmiltaan osoitus Yhdysvaltojen talouden ja etenkin työmarkkinoiden vahvistumisesta. Silti se on myös riskitekijä, joka voi luoda yllättävän voimakkaita rahoitusmarkkinareaktioita.

Raaka-ainehintojen lasku ja erityisesti öljyn hinnan romahdus on iskenyt voimalla raaka-aineiden viennistä riippuvaisiin maihin. Kasvu on heikentynyt merkittävästi Venäjällä, Etelä-Amerikan maissa, Lähi-idässä ja useassa Afrikan maassa. Hintojen lasku heikentää näiden raaka-aineiden viennistä riippuvaisten maiden tuloja, vähentää investointiaktiviteettia ja luo loven julkisen talouden budjettiin. Voimakkaat valuuttakurssimuutokset voivat lisätä inflaatiopaineita vaatien joissakin tilanteissa kireämpää rahapolitiikkaa, vaikka talouskasvu samaan aikaan hidastuisi.

1. IMF WEO 2015.
2. Euro ja Talous 4/2015.

Kuvio 1

Nousevien talouksien kasvuvauhti ja -näkymät heikentyneet viime vuosina



Lähde: IMF WEO.

25.11.2015
eurojatalous.fi

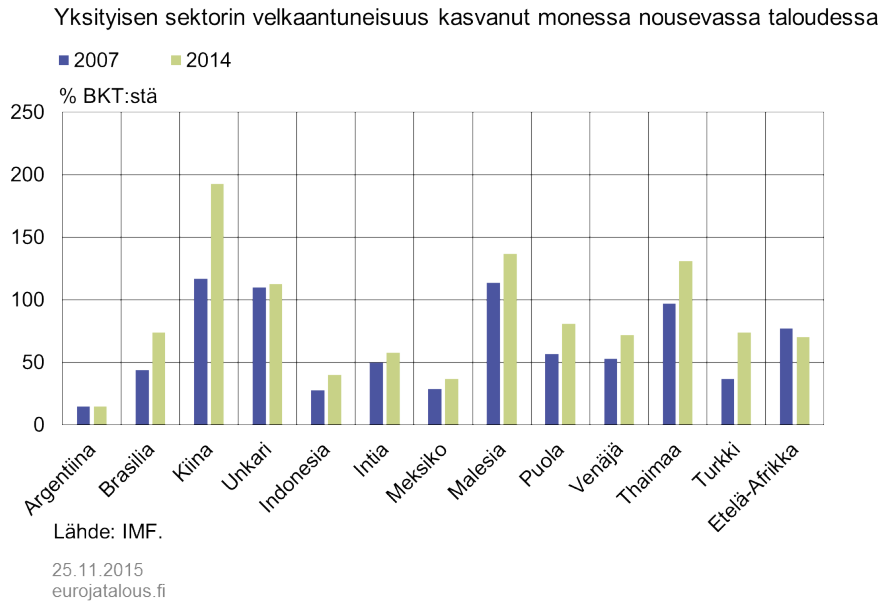
Kasvanut velkaantuneisuus lisää haavoittuvuutta rahoitusolosuhteiden muutoksille

Nousevien talouksien julkisen talouden velka suhteessa BKT:hen on kasvanut finanssikriisin jälkeen 35 prosentista 45 prosenttiin. Euroopan kehittyviä talouksia lukuunottamatta julkisen talouden velanotto on viime vuosien aikana kiihtynyt entisestään.[3] Yksityisen sektorin, eli kotitalouksien ja yritysten, velka on noussut finanssikriisin jälkeen nousevissa talouksissa reilusta 70 prosentista lähes 110 prosenttiin BKT:sta. Velan kasvu on ollut nousevissa talouksissa erityisen voimakasta yrityssektorilla. Yrityssektorin velka on nelinkertaistunut vuosien 2004–2014 välillä ja noussut finanssikriisin jälkeen suhteessa BKT:hen noin 50 prosentista 75 prosenttiin.[4]

Aina velkaantuneisuuden kasvu ei ole huono asia. Joissakin nousevissa talouksissa yrityssektorin velkaantuneisuuden kasvu on kehittynyt alhaisilta lähtötasoilta ja kuvastaa rahoitusjärjestelmän kehitystä, kun yritysten rahoituksen saanti ja rahoitusolosuhteet ovat parantuneet. Lisäksi velalla rahoitetaan investointeja ja siten se on talouskasvua tukeva tekijä. Velkaantuneisuuden voimakas nousu lisää kuitenkin huolta rahoitusvakausriskien kehittymisestä. Ongelmat yrityssektorilla voivat välittyä pankkisektorille ja luoda negatiivisen kierteen yrityssektorin, rahoitussektorin ja talouden toiminnan välille. Jos talouskasvu heikkenee tarpeeksi, yksityinen sektori saattaa alkaa sulatella suureksi kertynyttä velkataakkaansa ja näin hidastaa talouskasvun uudelleenkäynnistymistä.

3. IMF WEO, lokakuu 2015.
4. IMF Global Financial Stability Report Oct 2015.

Kuvio 2



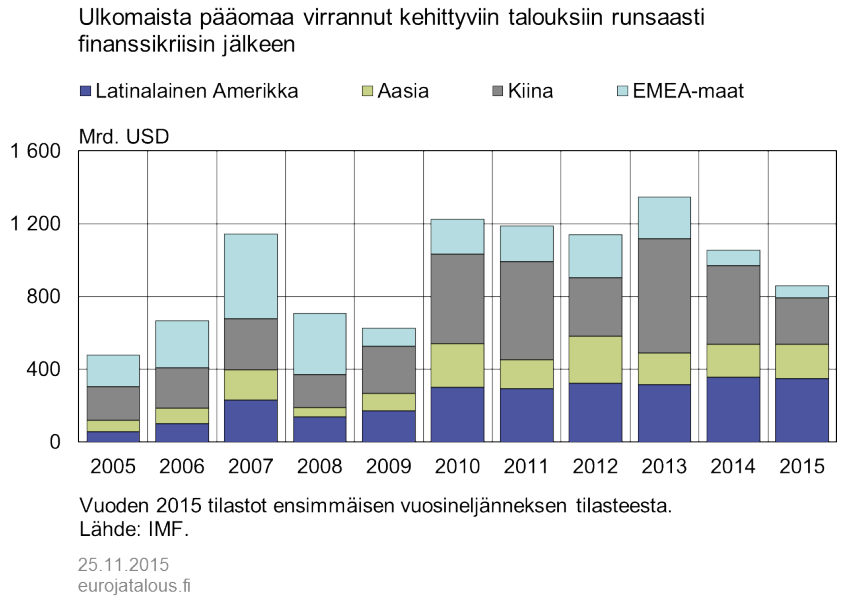
Samalla kun nousevien talouksien velkaantuneisuus on finanssikriisin jälkeen kasvanut, velan rakenne on muuttunut. Velkakirjalainojen merkitys on kasvanut ja pankkilainojen osuus vähentynyt, vaikka pankkiluotonanto muodostaa edelleen suurimman osan kokonaisvelasta. Pankkien ulkopuolisen rahoituksen rooli on kasvanut myös ulkomaisessa velassa, joka on viime vuosina kehittynyt nousujohteisesti oltuaan 2000-alkupuolella pitkään laskussa Aasian ja Latinalaisen Amerikan kriisien seurauksena. Suurempi riippuvuus markkinaehtoisesta rahoituksesta lisää nousevien talouksien rahoitusolosuhteiden herkkyyttä kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden olosuhteille. Toisaalta se voi myös vähentää velan uudelleenrahoitusriskiä velkakirjalainojen pidemmän maturiteetin takia.

Ulkomaista pääomaa virrannut runsaasti finanssikriisin jälkeen

Ulkomaista pääomaa virtasi finanssikriisin jälkeen runsaasti nouseviin talouksiin, ja pääomavirrat palautuivat kriisiä edeltäneisiin määriin jo vuonna 2010. Suurimpiin nouseviin talouksiin[5], joihin valtaosa pääomista suuntautuu, ulkomaista pääomaa on virrannut vuosittain keskimäärin 1 200 miljardin Yhdysvaltain dollarin verran vuosina 2010–2014, mikä on noin 6 prosenttia suhteessa maiden yhteenlaskettuun BKT:hen. Pääomavirrat ovat suuntautuneet etenkin Latinalaiseen Amerikkaan, kehittyvään Aasiaan ja Turkkiin. Kehittyvän Euroopan maihin pääomaa ei ole enää virrannut finanssikriisiä edeltäneiden vuosien tapaan.

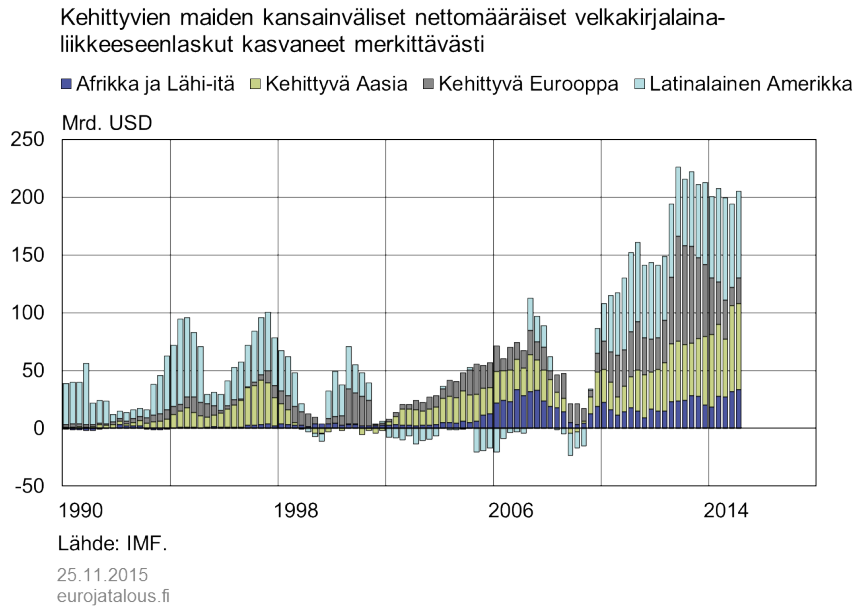
5. Argentiina, Brasilia, Bulgaria, Chile, Kiina, Kolumbia, Egypti, Unkari, Intia, Indonesia, Malesia, Meksiko, Peru, Filippiinit, Puola, Venäjä, Etelä-Afrikka, Thaimaa, Turkki, Venezuela.

Kuvio 3



Erityisesti arvopaperisijoitusvirrat ovat olleet finanssikriisin jälkeisinä vuosina runsaat. Osakesijoitusvirtojen kasvu on ollut selvästi maltillisempaa ja painottunut kehittyvän Aasian maihin, kun taas velkasijoitusten kanta on yli kaksinkertaistunut finanssikriisiä edeltäneiltä tasoilta. Päätalousalueiden pankit ovat viime vuosina suitsineet ulkomaista lainanantoaan tervehdyttääkseen taseitaan ja sopeutuakseen sääntelymuutoksiin. Näin nousevien talouksien ulkomainen velkarahoitus onkin finanssikriisin jälkeen ollut enenevissä määrin markkinaperusteista.

Kuvio 4



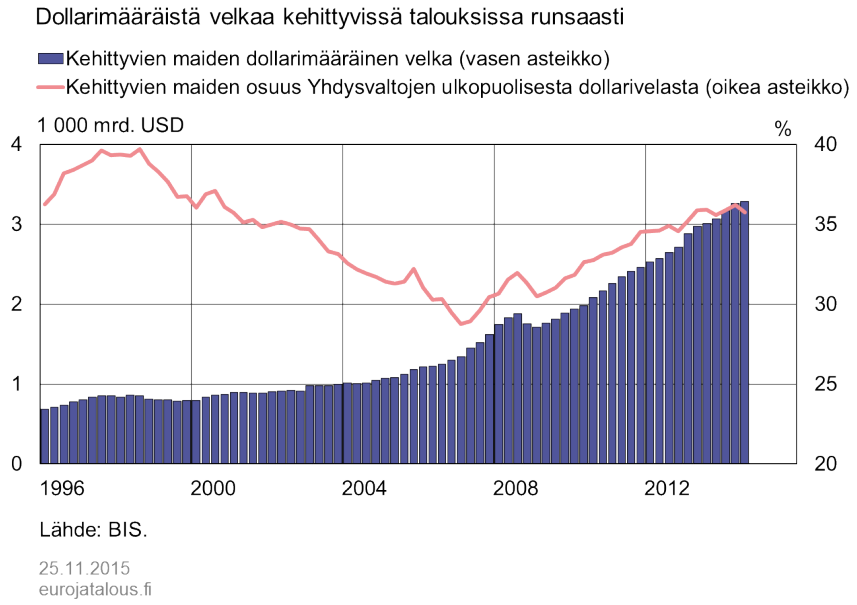
Nousevien talouksien kansainvälisten velkakirjaliikkeeseenlaskujen määrät ovat nousseet vuositasolla bruttomääräisesti yli 400 miljardiin Yhdysvaltain dollariin,

nettomääräisesti yli 200 miljardiin dollariin. Kansainvälisten velkakirjalainojen kanta on kasvanut 1,8 biljoonaan dollariin. Valtioiden osuus kansainvälisistä velkakirjalainoista on ollut laskusuunnassa ja yritysten osuus on kasvanut etenkin Latinalaisessa Amerikassa, Kiinassa ja Euroopassa. Viime vuosien heikentyneistä talouden perusteista huolimatta nousevien talouksien yritykset ovat ainakin viime aikoihin asti pystyneet laskemaan liikkeelle velkakirjalainoja yhä paremmilla ehdoilla, alemmilla koroilla ja pidemmissä maturiteeteissa.[6]

Dollarimääräinen velka vahvistaa Yhdysvaltojen rahapolitiikan vaikutuksia

Suuri osa nousevien maiden ulkomaisesta velasta on ulkomaiden valuutoissa. Yhdysvaltain dollari on ulkomaanvaluuttaisten velkojen päävaluutta, vaikka euron osuus onkin ollut kasvussa euroalueen rahapolitiikan keventyessä yhä enemmän suhteessa Yhdysvaltoihin. Nousevien talouksien dollarimääräinen velka, sisältäen pankkilainat ja velkakirjalainat ei-pankkitoimijoille, on noussut 3,3 biljoonaan Yhdysvaltain dollariin[7], ja muodostaa noin kolmanneksen kaikesta Yhdysvaltojen ulkopuolisesta dollarivelasta. Nousevien talouksien suuret dollarimääräiset velat merkitsevät sitä, että Yhdysvaltojen rahapolitiikkatoimet välittyvät hyvin vahvasti niiden rahoitusolosuhteisiin. Vahvistunut dollari puolestaan kasvattaa velkataakkaa suhteessa tulovirtoihin, mikä heikentää nousevien talouksien velanhoitokykyä.

Kuvio 5



Yhdysvaltojen ulkopuolisen dollarimääräisen rahoituksen tarjonta tulee suurelta osin Yhdysvaltojen rahoitusjärjestelmän ulkopuolelta. Yhdysvaltalaiset pankit ja muut rahoitussektorin toimijat vastaavat vain noin neljänneksestä koko määrästä. Euroopan pankkijärjestelmä on merkittävä dollarimääräisten lainojen tarjoaja, myös

6. IMF Global Stability Report Oct 2015.

7. BIS: Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage (2015).

nettomääräisesti, kun huomioidaan Eurooppaan suuntautuvat rahoitusvirrat pääasiassa Yhdysvalloista ja Aasiasta. Eurooppalaiset pankit ovatkin merkittävä dollarimääräisen velkarahoituksen lähde nouseville talouksille.[8] Eurooppalaisten pankkien dollarimääräiset nettosaamiset Latinalaisesta Amerikasta, Aasiasta, Lähi-idästä, Afrikasta ja Euroopan kehittyvistä maista olivat vuoden 2014 lopulla jo yli 500 miljardia dollaria. Kokonaisuudessaan eurooppalaisten pankkien ulkomaiset saamiset nousevista talouksista ovat 2,8 biljoonaa dollaria, vaikka määrä on hieman laskenut vuoden 2014 puolen välin jälkeen. Ulkomaiset saamiset nousevista talouksista ovat hyvin keskittyneitä muutamiin maihin. Iso-Britannista suuntautuu pankkilainoja etenkin Kiinaan ja muihin Aasian maihin, Espanjasta Latinalaiseen Amerikkaan, ja Itävallasta kehittyvään Eurooppaan. Ulkomaisten saamisten kautta jotkut eurooppalaiset pankit ovatkin hyvin haavoittuvaisia nousevien maiden taloustilanteen heikentymiselle.

Ulkomaiset sijoitukset tukevat talouskasvua mutta lisäävät rahoitusvakausriskejä

Nouseviin talouksiin suuntautuvien ulkomaisten pääomavirtojen kehitys on riippuvainen kansainvälisistä rahoitusolosuhteista ja talouksien kasvunäkymistä. Finanssikriisin jälkeen nämä tekijät olivat useana vuonna nousevien talouksien kannalta suotuisat. Päätalousalueiden elvyttävä rahapolitiikka ja epätavanomaiset toimet ovat pitäneet korot alhaalla ja likviditeetin runsaana, rahoitusmarkkinavolatiliteetti on ollut maltillista ja globaali riskisentimentti suotuisa. Kehittyneiden maiden hidas elpyminen finanssikriisistä on pitänyt kasvuerot nousevien ja kehittyneiden maiden välillä suurina ja kannustanut pääomien suuntautumista nouseviin maihin parempien tuottojen perässä.

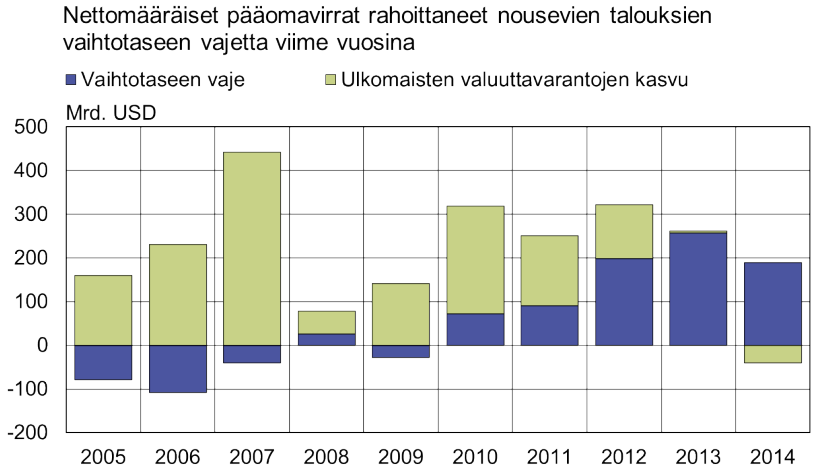
Ulkomaiset pääomavirrat tuovat nouseviin talouksiin mukanaan sekä hyötyjä että haittoja. Ulkomaiset sijoitukset edesauttavat investointien rahoitusta, tukevat tuotannollisen pääomakannan kehitystä ja parantavat talouskasvua. Nouseviin maihin suuntautuvat ulkomaiset sijoitukset ovat kuitenkin usein talouden syklejä voimistavia, määrältään suuria ja suunnaltaan ailahtelevia. Suuri ulkomaisten pääomien sisäänvirtaus voi johtaa luotonannon ja velkaantuneisuuden liialliseen kasvuun ja nostaa varallisuuserien arvostuksia kestämättömille tasoille. Pääomien sisäänvirtauksen mukana usein vahvistuva valuuttakurssi heikentää vientisektorin kilpailukykyä ja kannustaa kasvattamaan ulkomaanvaluuttaista velkaa. Kun pääomavirrat lopulta heikkenevät, jäljelle voi jäädä heikentyvä taloudellinen aktiviteetti, valuutan voimakkaan heikentymisen myötä kiihtyvä inflaatio ja suuren velkaantuneisuuden takia kasvaneet luottoriskit. Tarve äkilliseen sopeuttamiseen voi aiheuttaa suuria vaikeuksia rahoitussektorille ja pahimmillaan jättää jäljelle kriisiytyvän talouden.

Nousevat taloudet voivat mukautua ulkomaisiin pääomavirtoihin lisäämällä kotimaisten pääomien ulosvirtausta tai kasvattamalla ulkomaisia valuuttavarantojaan. Mukautuminen voi tapahtua myös rahoittamalla ulkomailta virtaavalla nettopääomalla vaihtotaseen vajetta. Ulkomaisten valuuttavarantojen kerryttäminen voi maltillistaa suurten ulkomaisten pääomavirtojen haitallisia vaikutuksia. Valuuttavarannot toimivat myös puskurina pääomavirtojen kääntyessä ja tarjoavat turvaa ulkoisen rahoituksen

8. BIS Shin (2015): Global liquidity and monetary policy transmission.

turbulenssilta. Ne eivät kuitenkaan takaa rahoitusolosuhteiden häiriöttömyyttä markkinastressin kasvaessa. Vielä 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä nousevat taloudet hyödynsivät ulkomaisia nettopääomavirtoja valuuttavarantojensa kasvattamiseen. Viime vuosina pääomavirtoja on käytetty yhä enemmän vaihtotaseen vajeen rahoittamiseen. Vuoden 2014 loppupuolelta nousevien talouksien ulkomaiset valuuttavarannot ovat kääntyneet laskuun.

Kuvio 6



Kuviossa suuret nousevat taloudet pl. Kiina. Kuvio kuvaa nettomääräisten pääomien käyttökatetta.
Lähde: IMF.

25.11.2015
eurojatalous.fi

Onko käännepiste saavutettu?

Monet tekijöistä, jotka viime vuosina ovat kannustaneet pääomien virtausta nouseviin talouksiin, ovat nyt käännekohdassa. Yhdysvalloissa suunnitellaan koronnostoa, markkinasentimentti ailahtelee, nousevien talouksien kasvu heikkenee ja kasvuero kehittyneisiin maihin supistuu. Vuoden 2014 loppupuolelta alkaen ulkomaiset pääomavirrat ovat alkaneet heikentyä, ja vuoden 2015 kesän aikana on tullut esiin merkkejä pääomien laajemmista ulosvirtausaalloista.[9] Pääomavirrat ovat heikentyneet etenkin raaka-aineita vieviin maihin kuten Venäjälle ja Brasiliaan. Kiinasta pääomat ovat alkaneet vuoden 2015 aikana virrata ulospäin kiihtyvällä tahdilla, ulosvirtauksen kohdistuessa pääasiassa pankkilainoihin.

Valuuttamarkkinoiden kasvanut volatiliteetti, globaalien rahoitusmarkkinoiden lisääntynyt epävarmuus ja Yhdysvaltojen keskuspankin koronnostoaikeet lisäävät kehittyvien maiden ulkoisia rahoitusriskejä. Näkymät hitaammasta talouskasvusta ja kireämmistä rahoituskustannuksista lisäävät yksityisen sektorin kasvaneeseen velkaantumiseen liittyviä vakausriskejä. Lisäksi kehittyvien maiden vahvempi integraatio dollarimarkkinoille on lisännyt niiden herkkyyttä Yhdysvaltojen rahapolitiikan ja dollarin ulkoisen arvon muutoksille. Velkakirjamarkkinoiden merkityksen kasvaessa

9. IIF:n arvioi että arvopaperisijoitusvirrat ovat kääntyneet negatiiviseksi kesän aikana ja odottaa vuodesta 2015 kokonaisuudessaan heikkoa.

pitkät korot ovat entistä suuremmassa roolissa nousevien maiden rahoitusolosuhteiden määrittelemisessä. Nousevien maiden merkitys globaalissa taloudessa on aiempaa suurempi ja kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kytkökset ovat kasvaneet merkittävästi. Näin riskit nousevissa talouksissa varjostavatkin maailmantalouden kasvunäkymiä selvästi aiempaa enemmän.

Avainsanat

rahoitusmarkkinat, talouskasvu, maailmantalous, velkaantuminen