Abenomics: kolme vuotta – suuri laiva kääntyy hitaasti

21.3.2016 – Analyysi – Rahapolitiikka



Sami Oinonen
Ekonomisti

Japanissa on kolmisen vuotta harjoitettu maan pääministerin Aben mukaan nimettyä ja abenomicsina tunnettua talouspolitiikkaa, jonka tarkoituksena on saattaa maa jälleen kestävän talouskasvun tielle elvyttävän raha- ja finanssipolitiikan sekä rakenteellisten uudistusten avulla. Tavoitteisiin ei ole vielä päästy, mutta edistysaskelia on kuitenkin jo otettu. Talouskasvu on toistaiseksi ollut vaisua, mutta deflaatiokehitys on saatu katkaistua ja rakenteellisia uudistuksiakin on viety eteenpäin. Edellytyksiä ohjelman onnistumiselle on yhä.

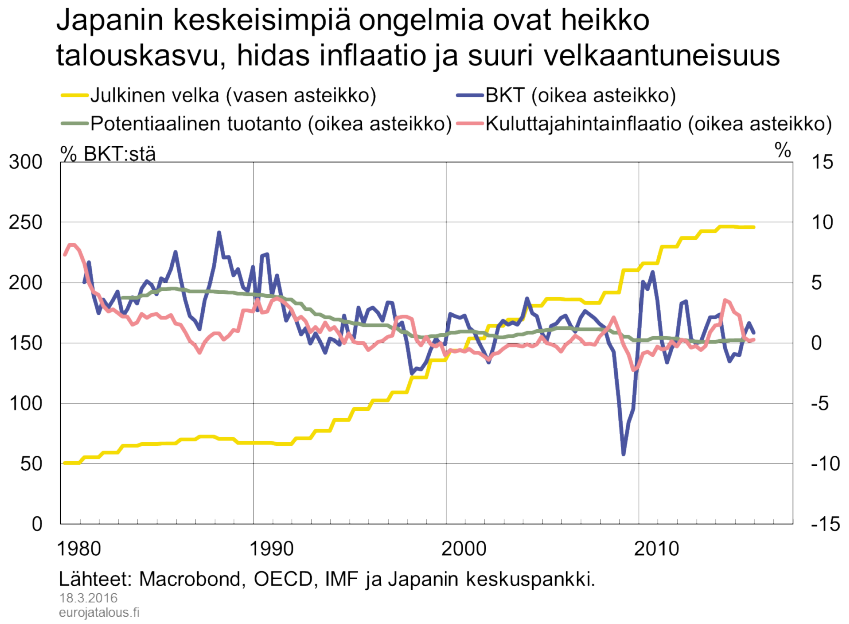


Japani nousi toisen maailmansodan jälkeen huimaa vauhtia yhdeksi maailman talousmahdeista. Sen vuotuinen BKT:n kasvuvauhti oli vuosina 1955–1970 noin 10 % ja 1980-luvun lopullakin vielä noin 5 %. Talouskasvu pysähtyi, kun maassa pitkään kehittynyt finanssi- ja kiinteistökupla puhkesi 1980-luvun lopulla. Siitä eteenpäin talous on kasvanut keskimäärin vain noin prosentin vuosivauhtia. Lisäksi Japani vajosi 1990-luvun alussa deflatoriseen kierteeseen, jonka pyörteistä se yrittää edelleen pyristellä pysyvästi pois.

Japanissa väestö ikääntyy hurjaa vauhtia samalla kun syntyvyys vähenee. Tämän

seurauksena maan huoltosuhde on koetuksella, mikä lisää julkisia menoja. Heikko talouskasvu on osaltaan vain vahvistanut talouden epätasapainoa, kun valtion verotulot ovat pienentyneet ja julkiset menot kasvaneet. Japani onkin velkaantunut voimakkaasti kahden viime vuosikymmenen aikana (kuvio 1). Valtionvelka on tällä hetkellä noin 240 % BKT:stä, ja budjetti on ollut alijäämäinen yhtäjaksoisesti 1990-luvun alkupuolelta lähtien. Velkasuhteen kasvua vahvisti entisestään pitkittynyt hitaan inflaation kausi, joka pienensi nimellistä BKT:tä ja hidasti talouskasvua.

Kuvio 1



Suurin haaste Japanin taloudessa onkin nyt velkakestävyyden saavuttaminen. Valtavasta velkataakasta on toistaiseksi kyetty selviytymään, sillä matalan korkotason vuoksi velanhoitokustannukset ovat olleet poikkeuksellisen pienet. Lisäksi maan velasta noin 90 % on kotimaista, mikä poistaa valuuttakurssiriskin. Japani on kuitenkin erityisen herkkä korkotason nousulle, joka on edessä, kun keskuspankki ryhtyy jossain vaiheessa normalisoimaan rahapolitiikkaansa. Korkotason nousu kasvattaisi velanhoitokuluja ja velkaa edelleen. Väestön ikääntymisestä johtuvien sosiaalimenojen lisääntymisen ja samanaikaisen talouden tuotantopotentiaalin heikkenemisen myötä tarvitaan voimakkaita ja määrätietoisia toimia negatiivisen kehityskulun katkaisemiseksi.

Japani on ajautunut vaikeaan kierteeseen, jossa ikääntyvä väestö, kasvava alijäämä ja velkasuhde luovat talouteen epävarmuutta ja pessimismiä. Tämä johtaa talouskasvun hidastumiseen ja vaimeaan inflaatioon. Hitaan inflaation seurauksena myös palkkakehitys vaimenee ja kuluttajien ostovoima pienenee, mikä supistaa kokonaiskysyntää. Tämä kaikki johtaa lopulta yhä suurempaan budjettialijäämään ja velkaantumisen kasvuun.

Kohti nousevaa aurinkoa – abenomicsin kolme keihäänkärkeä

Pääministeri Shinzo Abe aloitti hallituksensa kanssa vuonna 2013 abenomicsina

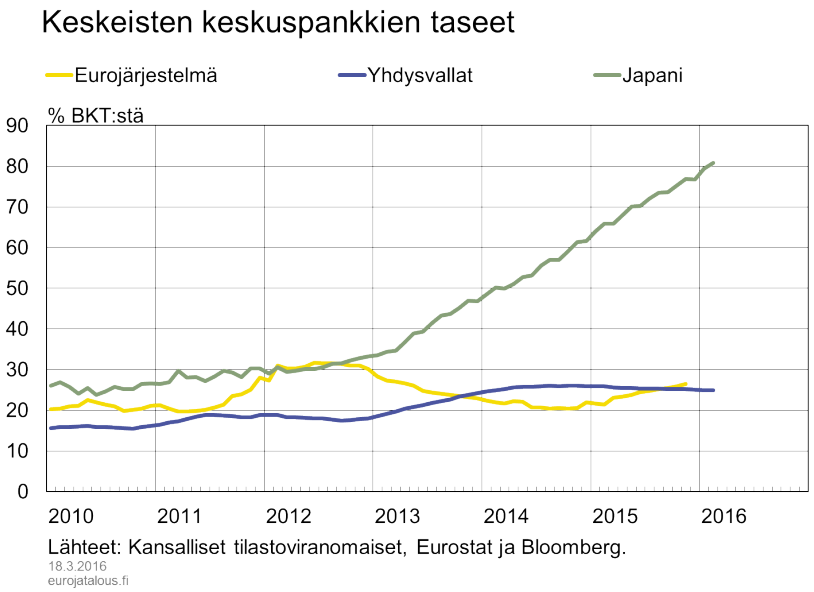
tunnetun taloudellisen elvytyspolitiikan. Ohjelman tavoitteena on pysäyttää Japania vaivannut pitkittynyt deflaatio ja saattaa maan talous kestävälle kasvu-uralle. Pyrkimyksenä on lopulta kääntää valtion velkaantuminen pienenemään päin. Abenomics jakautuu kolmeen painopistealueeseen, ”keihäänkärkeen”: 1) rahapolitiikka, 2) finanssipolitiikka sekä 3) rakenteelliset uudistukset. Kevyen rahapolitiikan ja elvyttävän finanssipolitiikan tarkoituksena on kiihdyttää inflaatiota, mikä laskee korkotasoa ja johtaa jenin heikentymiseen. Tämän toivotaan piristävän talouskasvua investointien, kulutuksen ja viennin kasvun kautta. Rakenteellisilla uudistuksilla pyritään vahvistamaan yritysten ja kuluttajien luottamusta sekä muuttamaan Japanin talouden rakenteita, jotta kestävä talouskasvu saavutettaisiin myös pitkällä aikavälillä.

Rahapolitiikalla deflaatiopeikon kimppuun

Rahapolitiikan avulla pyritään katkaisemaan hintojen deflatorinen kierre ja saavuttamaan hintavakaustavoitteen mukainen vakaa inflaatiovauhti. Japanissa oli yritetty taltuttaa deflaatiota jo aiemminkin epätavanomaisin rahapoliittisin keinoin. Vuosina 2001–2006 ja 2007–2013 Japanin keskuspankki kevensi rahapolitiikkaansa kasvattamalla rahaperustaansa, mutta ohjelmien (Quantitative Easing, QE) tavoitteet ja määrät olivat liian pieniä, eikä niiden avulla kyetty saavuttamaan toivottua tulosta. Tammikuussa 2013 keskuspankki asetti kuluttajahintainflaation tavoitteeksi 2 %, mikä oli tarkoitus saavuttaa huhtikuuhun 2015 mennessä. Huhtikuussa 2013 Japanin keskuspankki aloitti mittavan arvopaperien osto-ohjelman (Quantitative and Qualitative Easing, QQE), jonka tavoitteena oli kaksinkertaistaa maan rahaperusta vuoden 2014 loppuun mennessä (noin 50 prosenttiin BKT:stä) ostamalla maturiteetiltaan keskipitkiä valtionvelkakirjoja. Heikon taloustilanteen takia keskuspankki ilmoitti lokakuussa 2014 kasvattavansa osto-ohjelmaa entisestään (QQE2). Valtionvelkakirjojen ostojen määrä kasvatettiin 80 000 mrd. jeniin vuodessa ja ostettavien velkakirjojen keskimääräinen maturiteetti pidennettiin 7–10 vuoteen. Keskuspankki on viestittänyt, että ohjelmaa jatketaan niin kauan kunnes inflaatiotavoite on saavutettu kestävästi.

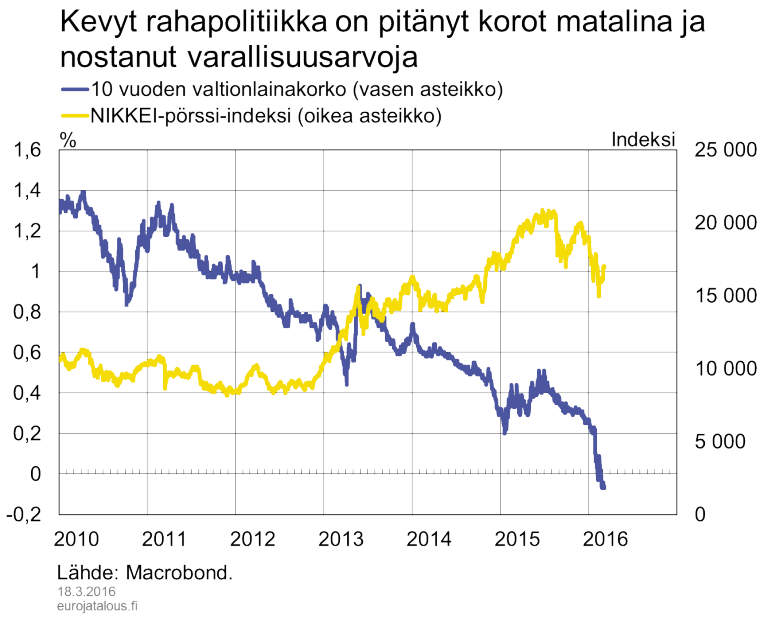
Japanin osto-ohjelman koko on aivan omaa luokkaansa verrattuna muiden päätalousalueiden elvytysohjelmiin (kuvio 2). Ohjelman aloittamisen jälkeen Japanin keskuspankin tase suhteessa BKT:hen on kasvanut lähes 80 prosenttiin. Keskuspankki lisää valtionvelkakirjojen omistusosuuttaan keskimäärin 10 prosentin vuosivauhdilla, ja vuoden 2015 loppuun mennessä sillä oli hallussaan reilut 30 % valtionvelasta.

Kuvio 2



Osto-ohjelman avulla pyritään inflaatiotavoitteeseen kolmen vaikutuskanavan kautta: alentamalla korkoja (interest rate channel), kannustamalla sijoituksia suurempituottoisiin kohteisiin (portfolio rebalancing channel) ja kasvattamalla inflaatio-odotuksia (expectations channel). Tähän mennessä vaikutukset ovat olleet kaksijakoiset. Pitkän aikavälin korot ovat erittäin matalat, jenin kurssi on ohjelman aloittamisen jälkeen heikentynyt selvästi ja osakkeiden hinnat ovat nousseet (kuvio 3). Inflaatio-odotukset ja niiden myötä myös inflaatio ovat kuitenkin edelleen vaimeat.

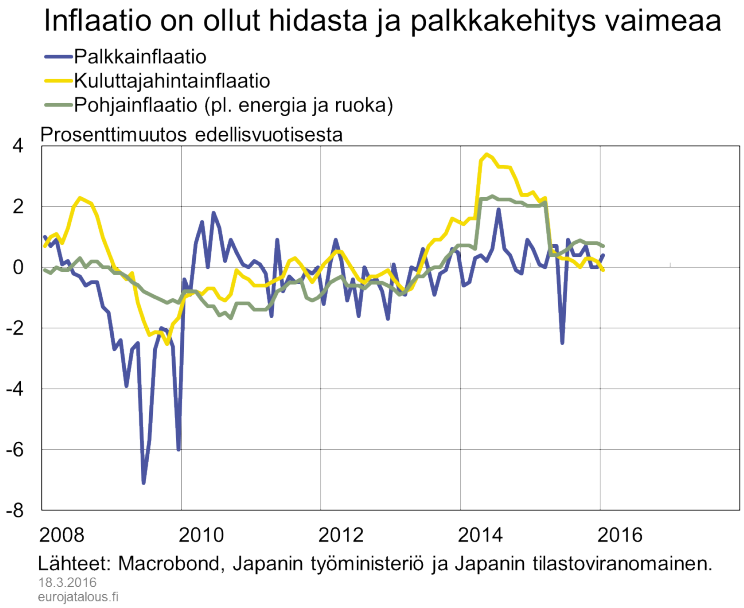
Kuvio 3



Keskuspankin tavoitteen mukaisesti inflaatio alkoi kiihtyä ohjelman aloittamisen jälkeen ja nopeutui vuoden 2014 alkuun mennessä noin 1,5 prosenttiin (kuvio 4). Huhtikuussa

2014 toteutettu kulutusveron korotus nopeutti aluksi hintojen nousua, mutta vähitellen inflaatio hidastui jälkeen takaisin nollan tuntumaan. Viimeaikainen inflaation hitaus johtuu pitkälti öljyn hinnan vaikutuksesta. Pohjainflaatio, josta on poistettu energian ja ruuan hinnat, kiihtyi vuoden 2015 aikana prosentin tuntumaan ja on nyt samalla tasolla kuin ennen kulutusveron korotusta. Tämä luo odotuksia, että öljyn hinnan laskun väliaikaisen vaikutuksen vähitellen poistuttua inflaatiotavoite voidaan saavuttaa QQE-ohjelman avulla.

Kuvio 4



Inflaatio-odotukset ovat kuitenkin vielä kaukana keskuspankin asettamasta 2 prosentin tavoitteesta. Aluksi inflaatio-odotukset muuttuivat osto-ohjelman myötä positiivisiksi ja inflaation odotettiin kiihtyvän sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Viime aikoina odotukset ovat kuitenkin vaimentuneet. Viimeisen puolentoista vuoden aikana lyhyen aikavälin odotuksia on heiluttanut erityisesti öljyn hinnan lasku. Myös pidemmän aikavälin odotukset ovat hiipuneet, joten odotukset Japanin inflaatiosta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä ovat edelleen vaisuja. Rahapoliittisen ohjelman ja rahapolitiikan uskottavuuden kannalta ensiarvoisen tärkeää onkin, että pitkän aikavälin inflaatio-odotukset saadaan ankkuroitua inflaatiotavoitteeseen. Tämä johtaa palkkojen nousuun, joka on inflaatiotavoitteen kestävän saavuttamisen edellytys. Palkkojen kohoaminen ylläpitää kotimaista kysyntää ja lisää talouskasvua, mikä lopulta heijastuu myös hintatasoon ja kiihdyttää inflaatiota. Toistaiseksi palkkojen nousuvauhti on kuitenkin ollut hyvin hidasta, mutta viimeaikaisten palkkaneuvottelujen ja työmarkkinoiden kireyden perusteella käänne näyttäisi olevan lähellä.

Inflaation hidastuminen ja vaisut inflaatio-odotukset saivat keskuspankin reagoimaan lisätoimilla. Joulukuussa 2015 Japanin keskuspankki hienosääti osto-ohjelmaansa pidentämällä ostettavien joukkovelkakirjojen keskimääräisen maturiteetin 7–12 vuoteen. Lisäksi keskuspankki laajensi tammikuun kokouksessaan keinovalikoimaansa alentamalla ohjauskoron ensimmäistä kertaa historiassaan negatiiviseksi, –0,1 prosenttiin. Osto-ohjelman suhteen markkinoilla ollaan jo yleisesti sitä mieltä, että rajat

alkavat tulla vastaan. Keskuspankki on jo nyt valtionvelkakirjojen suurin haltija, sillä se omistaa reilut 30 % maan valtionvelasta. Mikäli ostoja jatkettaisiin nykyisellään vuoteen 2020 saakka, keskuspankin osuus valtionvelkakirjoista kasvaisi noin 65 prosenttiin.

Vyönkiristystä ja velkaelvytystä – finanssipolitiikan haasteet

Abenomicsin toisen keihäänkärjen, finanssipolitiikan, avulla hallitus pyrkii lyhyellä aikavälillä elvyttämään ja kiihdyttämään talouskasvua harjoittamalla ekspansiivista finanssipolitiikkaa. Pidemmän aikavälin tavoitteena puolestaan on vuoden 2015 loppuun mennessä puolittaa bruttokansantuotteeseen suhteutettu julkisen talouden alijäämä vuonna 2010 nähdystä 6,6 prosentista ja tämän jälkeen saavuttaa budjettitasapaino vuoteen 2020 mennessä ja sen jälkeen pyrkiä supistamaan maan velkasuhdetta. Julkisen talouden tasapainottaminen edellyttää budjettipolitiikan merkittävää uudistamista. Leikkauksia kaivataan kipeästi etenkin nopeasti ikääntyvän väestön suuriksi paisuttamiin sosiaalimenoihin. Muilta osin mahdollisuudet menojen karsimiseen ovat melko rajalliset. Uudistuspaineet kohdistuvat siten valtion tulojen kasvattamiseen, missä verotuksen uudistaminen on keskeistä. Kulutusveron korotukset ovat askel oikeaan suuntaan.

Japanissa kulutusveroprosentti on hyvin alhainen. Verotuloja lisätäkseen hallitus korotti kulutusveroa 3 prosenttiyksiköllä, mikä nosti veron 8 prosenttiin keväällä 2014. Tarkoituksena oli korottaa veroa edelleen 2 prosenttiyksikön verran lokakuussa 2015, mutta ensimmäinen veronkorotus johti välittömästi BKT:n supistumiseen ja ajoi maan ns. tekniseen taantumaan. Tästä syystä seuraava veronkorotus päätettiin siirtää huhtikuulle 2017, mikä on hyvä talouskasvun kannalta, mutta hidastaa hallituksen finanssipoliittisten tavoitteiden saavuttamista. Veropohjan laajentamisen lykkääminen vaikeuttaa pääsemistä ylijäämäiseen budjettiin vuoteen 2020 mennessä. Vuoden 2014 kulutusveron korotuksen kasvua supistavaa vaikutusta lieventääkseen hallitus kasvatti budjettialijäämää entisestään julkistaessaan samaan aikaan 5 500 mrd. jenin elvytyspaketin ja loppuvuonna vielä toisen, 3 500 mrd. jenin lisäelvytyspaketin (taulukko).

Taulukko.

Japanin julkisen talouden budjettimenot

	A	B	A + B
Tuhatta miljardia jeniä	Lisäbudjetti	Valtion budjetti (%, varainhoitovuosi, vuosikasvu)	Julkiset menot yhteensä (%, varainhoitovuosi, vuosikasvu)
2013	10,3 (2 % BKT:stä)	92,6 (+2,5 %)	102,9
2014	5,5 (1 % BKT:stä)	95,9 (+3,5 %)	101,4 (–1,5 %)
2015	3,5 ja noin 3,0 (Yhteensä: noin 6,5 > 1,3 % BKT:stä)	96,3 (+0,5 %)	noin 102,8 (noin +1,4 %)

Lähde: Japanin valtiovarainministeriö.

Abenomicsin aikana valtion menot ovat kasvaneet edelleen, ja verovuodeksi 2016 julkistettu budjetti on ennätyssuuri. Samaan aikaan verotulotkin ovat kuitenkin kasvaneet. Niiden määrä on vuodesta 2013 lähtien ylittänyt liikkeeseen laskettujen valtionvelkakirjojen arvon. Aben hallitus on siis onnistunut kasvattamaan julkisen talouden perusjäämää. Hallituksen tammikuussa 2016 tekemän arvion mukaan tavoite alijäämän puolittamisesta varainhoitovuoteen 2015 mennessä tulee toteutumaan, mutta julkisen talouden tasapainottamista varainhoitovuoteen 2020 mennessä ei kuitenkaan kyetä saavuttamaan. Hallituksen laskelma perustuu vuodesta 2018 eteenpäin saavutettavaan reaalisen BKT:n reilun 2 prosentin kasvuun, joka vaikuttaa nykyisen taloustilanteen perusteella ylioptimistiselta. Tavoitteen saavuttamista hankaloittaa lisäksi se, että elintarvikkeet päätettiin jättää vuoden 2017 kulutusveron korotusten ulkopuolelle. Tämä pienentää korotuksesta saatavaa verotuottoa, ja pidemmällä aikavälillä kulutusveroja jouduttaneekin korottamaan vielä entisestään.

Rakenteelliset uudistukset avain kestävään kasvuun

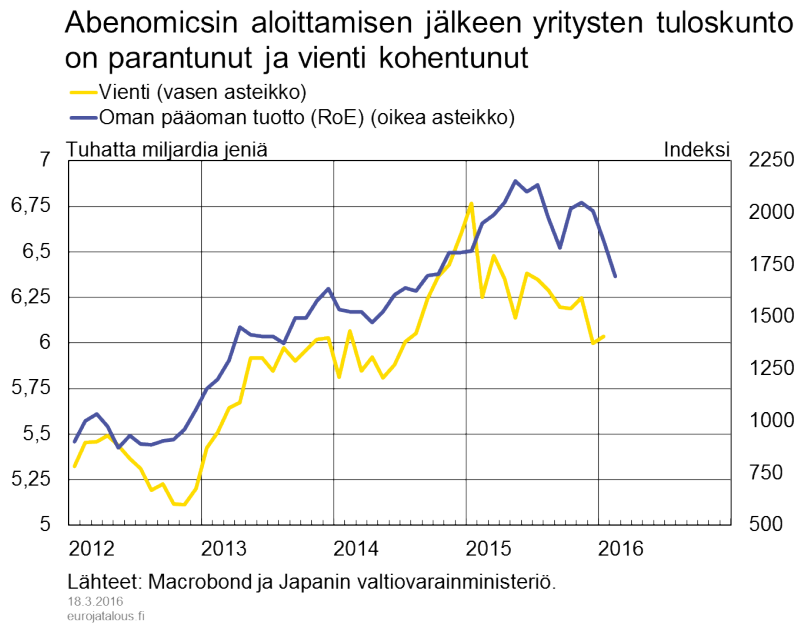
Raha- ja finanssipoliittisella elvytyksellä voidaan edesauttaa talouskasvun käynnistymistä ja katkaista deflatorinen hintakehitys. Kestävälle kasvu-uralle päästäkseen ja velkaantumista pienentääkseen Japanin täytyy kuitenkin tehdä merkittäviä rakenteellisia uudistuksia, jotka ovat abenomicsin kolmas ja tärkein keihäänkärki.

Rakenneuudistuspaketti julkistettiin kesäkuussa 2013 ja sitä tarkennettiin kesäkuussa 2014. Uudistusten tavoitteeksi asetettiin reaalisen BKT:n 2 prosentin vuotuinen kasvu vuoteen 2022 mennessä. Kasvustrategian tavoitteena on 1) tehostaa yritysten omistajaohjausta, muuttaa valtion eläkevakuutusyhtiön (GPIF) sijoitusstrategiaa suurempituottoisiin instrumentteihin, kehittää yrittäjyydelle suotuisaa ilmapiiriä, uudistaa yritysverotusta, kehittää innovatiivisuutta, 2) lisätä naisten osallistumista työelämään, palkita työn tulosta eikä työhön käytettyä aikaa, houkutella ulkomaista työvoimaa ja 3) uudistaa energiasektoria, luoda maataloudesta kasvava teollisuudenala sekä vahvistaa terveysalan teollisuutta. Näistä keskeisimmät uudistuskohteet ovat

yritysten kannattavuuden ja toimintaympäristön parantaminen sekä työmarkkinareformit.

Yrityssektorin uudistamisella pyritään tehostamaan yritysten toimintaa ja kannustamaan yrityksiä investointeihin. Japanilaisten yritysten pääoman pitkän aikavälin tuottoaste on ollut verrattain matala. Parantaakseen yritysten kannattavuutta Aben hallitus on säätänyt asetuksia, joiden tarkoituksena on vähentää sääntelyä, lisätä ulkopuolisten johtajien määrää, kannustaa toiminnan läpinäkyvyyteen ja raportointiin omistajille sekä parantaa omistajien vaikutusvaltaa yrityksissä. Myös maan huomattavaa yritysverokantaa on päätetty pienentää asteittain alle 30 prosenttiin, mikä vastaa paremmin kilpailijamaiden – erityisesti Kiinan ja Etelä-Korean – verotasoa. Tammikuussa 2014 aloitettiin lisäksi ohjelma, jossa verohelpotusten avulla kannustetaan yrityksiä investointeihin.

Kuvio 5

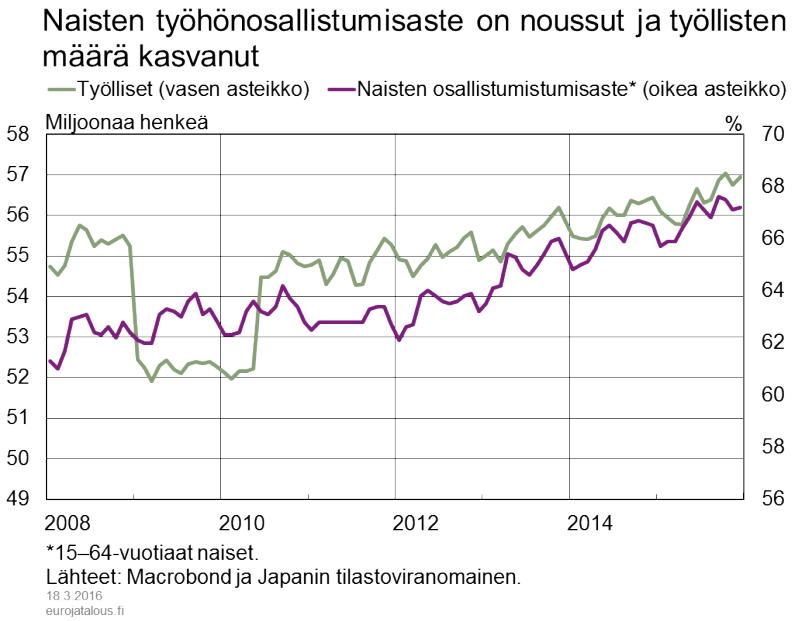


Yrityssektorin uudistusten alku on ollut lupaava (kuvio 5). Yritysten kannattavuus on parantunut. Esimerkiksi oman pääoman tuottoasteet ovat nousseet selvästi vuodesta 2012 lähtien. Yritystoiminnan tehostumista edesauttavat myös reformin tavoitteena olevat vapaakauppasopimukset, jotka toteutuessaan avaavat Japanin melko suljettuja markkinoita ja siten pakottavat yritykset kohentamaan tuottavuuttaan parantaakseen kilpailukykyään. Syksyllä 2015 Japani ja Yhdysvallat allekirjoittivat kymmenen muun maan kanssa Tyynenmeren vapaakauppasopimuksen (TPP). Markkinoiden avautuminen hyödyttää myös Japanin vientisektoria, joka on jo jenin heikentymisen ansiosta kasvanut selvästi.

Väestön vanhetessa työikäisten (15–64 vuotta) määrä on Japanissa pienentynyt huomattavasti. Työikäisten määrä oli suurimmillaan 87 miljoonaa vuonna 1995. Vuoteen 2015 mennessä määrä on supistunut reilun 11 prosentin verran 77 miljoonaan. Työmarkkinoiden tärkein haaste onkin nostaa naisten työhönosallistumisastetta, joka on yksi OECD-maiden alhaisimmista. Naisten hakeutumista työelämään pyritään tekemään

aiempaa vaivattomammaksi mm. lisäämällä päivähoitopaikkoja ja joustavoittamalla työaikoja, mikä mahdollistaa ja helpottaa työn ja perhe-elämän yhteensovittamista. Hallitus myös kannustaa yrityksiä nimittämään naisia johto- ja esimiestehtäviin. Lisäksi työvoimaa pyritään lisäämään houkuttelemalla maahan ulkomaisia työntekijöitä, joiden osuus Japanissa on erittäin vähäinen. Maahanmuuton vaatimuksia on kevennetty ja ulkomaisten työntekijöiden perehdyttämistä ja koulutusta lisätty.

Kuvio 6



Naisten työhönosallistumisaste on noussut vuodesta 2012 lähtien, ja työllisten kokonaismäärän väheneminen on saatu pysähtymään (kuvio 6). Ulkomaisen työvoiman lisääminen on kuitenkin ollut tehotonta. Esimerkiksi huippuosaajia houkuttelevan ohjelman kiintiö on 1 500 henkeä, mikä kertoo jotain ohjelman vaatimattomasta kokoluokasta. Lisäksi mm. työvoimapulasta kärsivällä rakennussektorilla vain noin 2 % työvoimasta on ulkomaalaisia. Hallitukselta vaaditaan siis tältä osin entistä voimakkaampia ponnisteluja työperäisen maahanmuuton lisäämiseksi ja yleisen, maahanmuuttoon negatiivisesti suhtautuvan asenneilmapiirin muuttamiseksi.

Työllisyyskehityksen paranemisesta huolimatta ongelmana on, että suurin osa työpaikkojen lisäyksistä on tullut osa- ja määräaikaissopimusten kautta. Nämä työpaikat ovat Japanissa selvästi huonommin palkattuja vastaaviin vakituisiin työsuhteisiin verrattuna. Tämä heikentää talouden kasvumahdollisuuksia, sillä huonompi palkkataso vähentää kuluttajien ostovoimaa. Lisäksi vielä tätäkin suurempi ongelma talouden pidempiaikaisen kehityksen kannalta on kansantalouden kokonaispalkkasumman kehitys. Työikäisen väestön määrän supistuminen pienentää kokonaispalkkasummaa ja heikentää kasvupotentiaalia. Tätä vaikutusta voimistaa entisestään se, että varttuneemmalla työväestöllä on keskimäärin korkeampi ansiotaso kuin nuoremmilla. Näin ollen ikääntyvän väen eläköityessä tilalle tulevan nuoremman polven palkat eivät riitä korvaamaan työelämästä poistuneiden palkkatasoa. Ostovoiman säilyminen edellyttää siis palkkojen selvää nousua tulevaisuudessa.

Hohtimet eivät ole vielä kaivossa

Kaiken kaikkiaan abenomicsin alku Japanissa oli lupaava. Talouden näkymiin onnistuttiin luomaan optimismia, hintataso alkoi nousta ja talouskasvu kiihtyi. Suotuisa kehitys pysähtyi kuitenkin kevään 2014 kulutusveron korotukseen, jonka seurauksena talouskasvu hidastui ja lopulta inflaatiokin hiipui takaisin nollan tuntumaan. Hallituksen tavoittelemat inflaation ja reaalisen BKT:n 2 prosentin vuotuiset kasvuvauhdit ovat siis toistaiseksi jääneet saavuttamatta, ja maa on jatkanut velkaantumistaan. Osin tähän ovat vaikuttaneet globaalitalouden viimeaikainen vaisu kehitys ja maailmantalouden kasvunäkymien heikkeneminen, mutta suurin haaste Japanin tavoitteiden saavuttamisessa on edelleen rakenteellisten uudistusten toteuttaminen.

Vaikka abenomicsin tavoitteet ovatkin vielä saavuttamatta, on onnistumisen merkkejä kuitenkin nähtävissä. Pohjainflaatio on kiihtynyt vuosikymmenen alun keskimääräisestä –1 prosentista nyt reiluun 1 prosenttiin, eli yli 2 prosenttiyksikköä, ja budjettialijäämää on saatu pienennettyä. Yritykset ovat parantaneet kannattavuuttaan, ja työllisten määrän vähenemistä on onnistuttu hidastamaan kasvattamalla naisten työhönosallistumisastetta. Tämä luo hyvät edellytykset palkkojen nousulle, inflaation kiihtymiselle ja lopulta myös toistaiseksi vaisuna pysyneen talouskasvun kohentamiselle. Mikäli haastavat ja aikaa vievät rakenneuudistukset saadaan määrätietoisesti vietyä läpi, on hallituksella vielä mahdollisuus saavuttaa tavoitteensa ja saattaa Japani takaisin nousevan auringon tielle.

Avainsanat

talouskasvu, Japani, abenomics, inflaatio, rahapolitiikka