RAHAPOLITIIKKAKATSAUS

Talttuuko euroalueen inflaatio ilman taantumaa ja rahoitusolojen liiallista kiristymistä?

3.10.2023 – Rahapolitiikkakatsaus – Rahapolitiikka , Kansainvälinen talous

Inflaatiopaineet ovat osoittautuneet sitkeiksi, mutta ne ovat hellittäneet rahapolitiikan kiristymisen ja energian hintojen laskun ansiosta. Nyt keskeinen kysymys on, onnistuuko inflaation hillintä ilman rahoitusmarkkinahäiriöitä ja talouden taantumaa. Rahoitusolojen liiallinen kiristyminen voi vähentää jyrkästi investointeja ja heikentää kysyntää. Toisaalta ilmeisenä riskinä on inflaation pitkittyminen edelleen. Ulkoinen ympäristö ei ole tukenut talouskasvua euroalueella: kasvua ovat hidastaneet kansainvälisen kysynnän sekä kansainvälisen kaupan ongelmat. Kasvun vauhdittumiseen tarvittaisiin tuottavuuskasvun kiihtymistä pitkään kestäneen heikon jakson jälkeen.

Euroalueen rahapolitiikka kiristynyt kiihtyneen inflaation myötä historiallisen voimakkaasti

Rahapolitiikka on kiristynyt voimakkaasti vuoden 2022 alkupuolelta lähtien usealla eri talousalueella vastauksena kiihtyneeseen inflaatioon (kuvio 1). Näin on tapahtunut myös euroalueella, ja rahapolitiikan virityksen arvioidaan kääntyneen talouden aktiviteettia rajoittavaksi[1]. Tämänkertainen kiristyssykli on ollut poikkeuksellinen kolmesta eri näkökulmasta.[2]

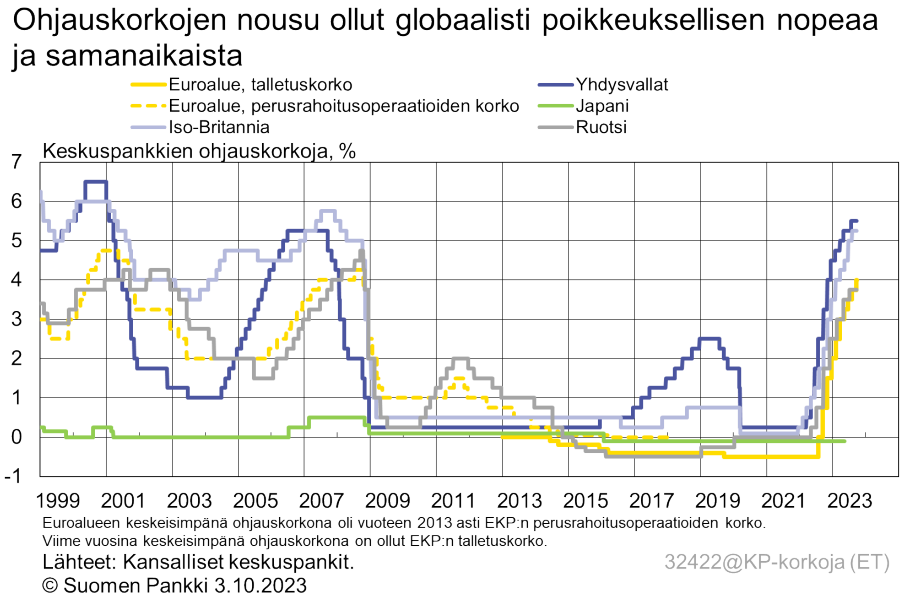
Euroalueen ohjauskorkojen nousu on ollut voimakkaampaa kuin kertaakaan euroalueen perustamisen jälkeen. Ohjauskorkoa on nostettu 4,5 prosenttiyksiköllä heinäkuusta 2022 lähtien. Aikaisemmissa euroalueen rahapolitiikan kiristyssykleissä vuosina 1999–2000 ja 2005–2007 euroalueen korot ovat nousseet huomattavasti vähemmän, noin 2 prosenttiyksikköä, joskin korkeammalta lähtötasolta.

Nykyinen kiristyssykli on tapahtunut useassa kehittyneessä taloudessa samankaltaisesti ja yhtäaikaisesti. Ohjauskorkoja on nostettu huomattavasti myös Yhdysvalloissa, missä lyhyet korot ovat nousseet voimakkaimmin sitten 1980-luvun alun. Tärkeimmistä talousalueista vain Japanissa ja Kiinassa lyhyitä ohjauskorkoja ei ole nostettu. Globaalisti kiristyvä rahapolitiikka on vaikuttanut merkittävästi maailmankauppaan ja siten alentanut euroalueen kokonaiskysyntää myös vientimarkkinoiden vaimeuden vuoksi.

Kolmas nykyisestä kiristyssyklistä poikkeuksellisen tekevä seikka on koronnostojen kanssa samanaikaisesti toteutettu irtautuminen rahapolitiikan epätavanomaisista toimista. Euroalueella on luovuttu korkojen ennakoivasta viestinnästä ja aikaisemmin ostettujen arvopaperien netto-ostoista. Myös aikaisemmin myönnetyn pitkäaikaisen pankkirahoituksen on annettu erääntyä ja sen ehtoja on tiukennettu. Nämä toimet ovat näkyneet koko tuottokäyrässä eli myös pitkien riskittömien korkojen nousuna. Yhdysvaltain keskuspankki Fed lopetti arvopapereiden netto-ostot maaliskuussa 2022 ja taseessaan olevien erääntyvien arvopapereiden täysimääräiset uudelleeninvestoinnit kesäkuussa 2022. Yhdysvalloissa keskuspankin tase on nyt supistunut huipustaan noin 900 mrd. dollarilla (noin 6 prosenttiyksiköllä suhteessa BKT:hen) ja euroalueella lähes 1 700 mrd. eurolla (noin 17 prosenttiyksiköllä suhteessa BKT:hen). Eurojärjestelmän voimakkaampaa taseen supistumista selittävät ennen kaikkea pidempiaikaisten luotto-operaatioiden erääntymiset vuoden 2022 lopulta lähtien.

1. Esimerkiksi EKP:n neuvoston jäsen Fabio Panetta on arvioinut ohjauskorkojen olevan talouden aktiviteettia rajoittavalla tasolla. Ks. Panetta (2023) Getting disinflation right, puhe Bocconin yliopistossa 3.8.2023.
2. Lane (2023) nostaa esiin nykyisen koronnostosyklin poikkeuksellisuuden sen nopeuden, kansainvälisen yhtäaikaisuuden ja taloudessa tapahtuneiden rakenteellisten muutosten näkökulmasta. Esimerkiksi hänen mukaansa rahoitusmarkkinoiden osalta kotitaloukset ja yritykset ovat siirtyneet enemmän vaihtuvakorkoisiin tai lyhyisiin lainoihin, pankkien antolainauksen rooli yritysten rahoituksessa on vähentynyt ja pankit ovat aikaisempaa kriisinkestävämpiä. Ks. Lane (2023) The euro area hiking cycle: an interim assessment, puhe National Institute of Economic and Social Researchin tilaisuudessa, Lontoo 16.2.2023.

Kuvio 1.



Syyskuun kokouksessaan EKP:n neuvosto nosti 0,25 prosenttiyksiköllä ohjauskorkojaan. Keskeisimpänä ohjauskorkona oleva talletuskorko on nyt 4,00 %. EKP:n neuvoston arvion mukaan ohjauskorot ovat nyt nousseet tasolle, jolla ne edesauttavat tuntuvasti inflaation palaamista tavoitteen mukaiseksi kohtuullisen ajan kuluessa – jos ne pysyvät tasollaan riittävän pitkään.

EKP:n neuvosto on ilmoittanut tulevien korkopäätösten perustuvan tuoreimpiin tilastotietoihin ja varmistavan, että rahapolitiikka on riittävän kireää niin pitkään, että inflaatio palaa 2 prosentin tavoitteeseen keskipitkällä aikavälillä. Neuvosto arvioi inflaationäkymiä taloudesta ja rahoitusmarkkinoilta kulloinkin saatavien tietojen pohjalta, ja lisäksi seurataan pohjainflaation kehitystä laajemmin ja tarkkaillaan, miten voimakkaasti rahapolitiikka välittyy talouteen. Hitaan inflaation aikana käyttöön otetusta korkojen ennakoivasta viestinnästä on siis toistaiseksi luovuttu.

EKP:n neuvosto lopetti omaisuuserien osto-ohjelman (APP) netto-ostot kesäkuussa 2022. Omaisuuserien osto-ohjelmassa hankitun arvopaperisalkun pienentäminen alkoi erääntymisten kautta maaliskuussa 2023, jolloin vain osa erääntyvistä arvopapereista sijoitettiin uudelleen. APP-ohjelman uudelleensijoituksista luovuttiin kokonaan heinäkuussa 2023. Arvopapereiden osto-ohjelmien supistamisella eli ns. määrällisellä kiristämisellä on tuettu keskuspankin tavoitteen mukaista rahapolitiikan viritystä. Näiden toimien talousvaikutuksia käsitellään tarkemmin liiteartikkelissa Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita.

PEPP-ohjelman erääntyviä velkakirjoja aiotaan kuitenkin sijoittaa uudelleen neuvoston joulukuun 2021 ilmoituksen mukaisesti aina vuoden 2024 loppuun saakka. Nämä uudelleensijoitukset voidaan toteuttaa joustavasti rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi. Lisäksi EKP:lla on käytössä rahapolitiikan välittymistä turvaava instrumentti TPI (Transmission Protection Instrument)[3], joka voidaan ottaa käyttöön, mikäli joukkovelkakirjamarkkinoiden toiminta euroalueella häiriintyisi.

Kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa (TLTRO) myönnettyä pitkäaikaista keskuspankkirahoitusta on vielä myönnettynä reilun 500 mrd. euron edestä. Näiden lainojen takaisinmaksu tapahtuu asteittain, ja viimeinen takaisinmaksupäivä on joulukuussa 2024. EKP:n neuvosto on ilmoittanut seuraavansa kohdennettujen operaatioiden ja niissä lainattujen varojen takaisinmaksun vaikutusta rahapolitiikan mitoitukseen. Tähänastiset takaisinmaksut eivät ole aiheuttaneet rahoitusmarkkinoilla häiriöitä. Takaisinmaksuaikataulut ovat olleet pitkään tiedossa, ja pankit ovat voineet varautua niihin etukäteen. Lisäksi rahoitusta on tarvittaessa saatavissa viikon mittaisten perusrahoitusoperaatioiden (MRO) ja maturiteetiltaan kolmen kuukauden pidempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (LTRO) kautta.

Inflaatio taittumassa rahapolitiikan tukemana

Rahapolitiikan kiristyminen euroalueella ja muilla keskeisillä talousalueilla on ollut reagointia liian nopeaksi kiihtyneeseen inflaatioon. Euroalueella kokonaisinflaatio on ollut yli 2 prosentin vauhdissa heinäkuusta 2021 lähtien. Kokonaisinflaatio oli nopeimmillaan euroalueella lokakuussa 2022, jolloin yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä laskettu inflaatio oli peräti 10,6 %.

Inflaation kiihtymisen syynä olivat ennen kaikkea pandemian aiheuttamat tarjontahäiriöt ja muutokset kokonaiskysynnässä[4]. Lisäksi inflaatiota kiihdyttivät Venäjän perusteettoman hyökkäyssodan vuoksi kallistuneet raaka-aineiden ja etenkin energiaraaka-aineiden hinnat. Energiainflaation tuomien lisäkustannusten vaikutuksia yrityksille ja kotitalouksille lievennettiin finanssipolitiikan toimilla, jotka toisaalta ovat vahvistaneet kokonaiskysyntää. Finanssipolitiikan toimien inflaatiovaikutuksia ja muita laajempia talousvaikutuksia on arvioitu liiteartikkelissa Finanssipolitiikan viritys ja energian tukitoimien vaikutus hintapaineisiin euroalueella.

Lisääntyneet hintapaineet näkyivät euroalueella poikkeuksellisen voimakkaana tuottajahintojen nousuna etenkin vuosien 2022 ja 2023 aikana. Energiainflaatio kiihdytti inflaatiota suoraan lähes 5 prosenttiyksikön verran. Kustannusten nousu välittyi asteittain myös muiden tuotteiden ja etenkin ruoan hintoihin. Samaan aikaan globaaleissa toimitusketjuissa olleet tarjontahäiriöt vaikeuttivat välituotteiden ja tavaroiden saantia. Nämä yhdessä pandemian aikaisten liikkumisrajoitusten purkautumisesta aiheutuneen kysyntäpiikin kanssa loivat hinnannousupaineita vielä vuoden 2022 loppupuolella ja vuoden 2023 alkupuolella.

Kuluvan vuoden aikana inflaatio on asteittain hidastunut. Se on johtunut etupäässä energian hintojen laskusta vuodentakaiseen verrattuna, kun energiainflaatio on jopa kääntynyt negatiiviseksi. Sen sijaan muissa inflaation tärkeimmissä alaerissä on havaittavissa ainoastaan inflaatiovauhdin tasaantumista. Viime aikoina kustannuspaineissa on kuitenkin ollut alustavia ja voimistuvia merkkejä inflaation laaja-alaisemmasta hidastumisesta.

---

3. Ks. EKP:n lehdistötiedote 21.7.2022.

4. Pandemian aikana julkiset investoinnit ja kulutus kasvoivat voimakkaasti sekä tiettyjen tavaroiden yksityinen kysyntä toipui nopeasti. Sen sijaan talouden avautuessa palveluiden kysyntä toipui nopeasti vuoden 2022 aikana. Ks. kysynnän muutoksista tarkemmin De Santis, R., A. ja Stoevsky, G. (2023) The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area, ECB Economic Bulletin, 4/2023.

Tuottajahinnat ovat euroalueella laskeneet selvästi viime syksyn huipuista. Myöskään energiasta puhdistetut tuottajahinnat eivät ole enää nousseet vaan jopa hieman laskeneet. Euroopan komission yrityskyselyissä yritykset raportoivat aikaisempaa maltillisimmista hintojen korotuspaineista. Lisäksi monien raaka-aineiden hinnat ovat laskeneet jo pidemmän aikaa ja tarjontaketjuihin kohdistuneet häiriöt ovat merkittäviltä osiltaan loppuneet. Nämä seikat hillitsevät kustannuspaineita, mikä voi ennakoida inflaation asteittaista hidastumista.

Havaitut muutokset kustannuspaineissa ovat linjassa keskeisimpien inflaatioennusteiden antaman talouskuvan kanssa. Ennusteissa inflaation arvioidaan olevan 5,5 prosentin tuntumassa tänä vuonna ja hidastuvan tulevina vuosina tuntuvasti. Keskeistä ennusteissa on kuitenkin se, että inflaation nähdään pysyvän lähivuosinakin keskimäärin yli 2 prosentissa ja inflaatiokehitykseen nähdään liittyvän kiihtyvään suuntaan viittaavia riskejä.

Taulukko 1.

Inflaation ennustetaan tasaantuvan lähivuosina hieman yli 2 prosenttiin

YKHI, euroalue, %-muutos	Pvm	2022	2023	2024	2025
EKP	09/2023 (06/2023)	8,4 (8,4)	5,6 (5,4)	3,2 (3,0)	2,1 (2,2)
Euroopan komissio	09/2023 (05/2023)	8,4 (8,4)	5,6 (5,8)	2,9 (2,8)	-
IMF	04/2023 (10/2022)	8,4 (8,3)	5,3 (5,7)	2,9 (2,7)	2,2 (2,2)
OECD	09/2023 (06/2023)	8,4 (8,4)	5,5 (5,8)	3,0 (3,2)	-
SPF	07/2023 (04/2023)	8,3 (7,3)	5,5 (5,6)	2,7 (2,6)	2,2 (2,2)
Consensus	09/2023 (08/2023)	8,4 (8,4)	5,5 (5,5)	2,5 (2,5)	-

Suluissa edellinen ennuste.

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

Palveluinflaatiolle ja laajemmille pitkäkestoisille inflaatiopaineille keskeistä on palkkojen nousuvauhti. Nopean inflaation odotukset voisivat laukaista itseään ruokkivan palkkojen ja inflaation välisen kierteen, joka vaikeuttaisi inflaatiotavoitteen saavuttamista. Palkkojen nousuvauhti on kiihtynyt kasvaneiden inflaatiopaineiden mukaisesti, mutta eri palkkaindikaattorimittareiden perusteella palkkojen nousuvauhti on euroalueella vähitellen tasaantumassa. Palkkakehitys onkin yleisesti ollut linjassa EKP:n ennustenäkymän kanssa, ja laajamittainen palkkojen ja inflaation välinen kierre

näytetään vältettävän. EKP:n tuorein ennuste työntekijäkohtaisten palkkojen muutokselle on 5,3 % vuodelle 2023, 4,3 % vuodelle 2024 ja 3,8 % vuodelle 2025.

Nopeutuneen inflaation aikana myös inflaatio-odotukset ovat kasvaneet. Rahapolitiikan reagoinnin ansiosta ne ovat kuitenkin pysyneet linjassa 2 prosentin inflaatiotavoitteen kanssa, vaikka riskit inflaatio-odotusten noususta ovat lisääntyneet. Inflaatio-odotusten viimeaikaista kehitystä sekä niiden merkitystä hinnanasetannassa ja inflaatiodynamiikassa analysoidaan tarkemmin liiteartikkelissa Rahapolitiikan toimilla vahvistettu inflaatio-odotusten ankkuroitumista.

Rahapolitiikalla ei ole ollut tarkoituksenmukaista täysin estää nykyisenkaltaisista poikkeuksellisista ja osittain tarjontatekijöistä johtunutta inflaation kiihtymistä. Vaikutusten viiveiden vuoksi se ei olisi ollut mahdollistakaan. Sen sijaan rahapolitiikan voimakkaalla kiristämisellä vaikutetaan kokonaiskysyntään talouskasvua hidastavasti, jotta hinta- ja kustannuspaineet eivät kasvaisi entisestään ja inflaatio palautuisi hintavakaustavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä. Vahvoilla politiikkatoimilla sekä kommunikoimalla keskuspankin inflaatiotavoitteesta edesautetaan inflaatio-odotusten ja palkkapaineiden pysymistä inflaatiotavoitteen edellyttämällä tasolla.

Rahapolitiikka välittynyt rahoitusoloihin voimakkaasti

Kiristynyt rahapolitiikka on nostanut euroalueen lyhyitä reaalikorkoja lievästi positiiviseksi, ja esimerkiksi odotettu 1 vuoden reaalikorko 1 vuoden jälkeen on viimeisen vuoden ajan pysytellyt korkeimmalla tasollaan sitten vuoden 2009 alun.[5] Euroalueella rahapolitiikan välittymisen kannalta keskeisessä roolissa olevien pankkien antolainauksen korot ovat nousseet linjassa ohjauskorkojen kanssa. Kiristynyt rahapolitiikka on myös johtanut luottoehtojen kiristymiseen ja luotonkysynnän heikentymiseen. Myös euroalueen valtionlainojen ja yrityslainojen riskilisät ovat nousseet, mutta nousu on vastannut tavoiteltua rahoitusolojen kiristymistä, eikä rahoituksen välittymisessä ole euroalueella näkynyt merkittäviä häiriöitä.

Rahapolitiikan voimakas kiristyminen lisää kuitenkin riskejä sille, että rahoitusmarkkinoilla voisi syntyä häiriöitä. Esimerkiksi maaliskuussa Yhdysvaltojen pankkisektorilta alkanut markkinastressi näkyi myös euroalueen riski-indikaattoreissa, ja yrityslainojen riskilisät nousivat maaliskuun toisella viikolla. Myös monien euroalueen pankkien luottoriskiltä suojautumisen hinnat (CDS-hinnat) kallistuivat väliaikaisesti. Pankkiturbulenssin vaikutukset jäivät kuitenkin väliaikaisiksi.[6]

---

5. Reaalikorolle on esitetty erilaisia määritelmiä. Etenkin yritysten ja kotitalouksien investointipäätöksille on oleellista odotettu reaalikorko, jonka takia tässä on käytetty eteenpäin katsovaa (eli inflaatio-odotukset sisältävää) reaalikoron mittaria. Reaalikorkoa voidaan laskea myös eri maturiteeteille. Lyhyen reaalikoron lisäksi usein esitetään pitkä reaalikorko esimerkiksi 10 vuoden horisontilla. Myös tämä mittari osoittaa lievästi positiivista reaalikorkoa. Se on nyt noin 0,3 prosenttiyksikön tuntumassa eli korkein sitten vuoden 2011 syksyn.
6. Talletuspaon hillitsemiseksi Fed ilmoitti 12.3.2023 Bank Term Funding Program (BTFP) -ohjelmasta, jossa luottolaitoksille lainattiin rahaa nimellisarvoon arvostettuja vakuuksia vastaan ilman arvoon tehtävää aliarvostusta (englanniksi haircut) korkeintaan vuodeksi hintaan OIS+10 kp. Ohjelman on tarkoitus varmistaa, että pankit pystyvät rahoittamaan mahdolliset talletusten ulosvirtaukset. Fed on myöntänyt ohjelmasta rahoitusta noin 119 mrd. dollarin arvosta. Lisäksi Yhdysvaltain talletussuojarahasto Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) turvasi maaliskuussa 2023 kaatuneiden pankkien tallettajien talletukset täysimääräisesti.

Kuviossa 2 verrataan nykyistä rahapolitiikan kiristyssykliä aikaisempiin euroalueen sykleihin sekä Yhdysvaltojen nykyiseen sykliin keskeisten rahoituksen välittymiseen liittyvien indikaattorien valossa. Kuvion nollahetki on ensimmäisen koronnoston ajankohta.

Rahapolitiikan kiristymisen syynä on nykyisessä euroalueen kiristyssyklissä ollut täysin poikkeuksellinen pohjainflaation kehitys. Toisin kuin Yhdysvalloissa tai euroalueen aikaisemmissa koronnostosykleissä nyt pohjainflaatio – laskettuna energian ja ruoan hinnasta puhdistetulla kuluttajahintaindeksin vuosimuutoksella – on jatkanut kiihtymistään vielä koronnostojen jälkeenkin. Pohjainflaatio kiihtyi peräti 10 kuukauden ajan ja lähes 2 prosenttiyksikköä ensimmäisen koronnoston jälkeenkin.

Kiihtynyt pohjainflaatio lisää riskejä inflaation pitkittymiseen[7] ja siihen, että inflaatio-odotukset eivät pysy keskuspankin tavoitteen mukaisina. Näitä riskejä on hallittu nostamalla rahapoliittisia ohjauskorkoja. Rahoitusolot ovatkin kiristyneet selvästi, mikä nopeuttaa pohjainflaation tasaantumista.

Rahapolitiikan kiristyminen näkyy niin Yhdysvalloissa kuin euroalueellakin myös pidempien korkojen, kuten 10 vuoden valtionlainakoron, voimakkaana nousuna (kuvio 2). Pitkät korot lähtivät euroalueella nousuun jo useita kuukausia ennen ensimmäistä EKP:n koronnostoa, ja esimerkiksi 10 vuoden valtionlainan korko on noussut yhteensä noin 3 prosenttiyksikköä. Tämä on huomattavasti enemmän kuin aikaisemmissa euroalueen koronnostosykleissä. Pitkien korkojen nousua selittävät niin talouden rakenteelliset muutokset kuin rahapolitiikan kiristyminen kiihtyneen inflaation vuoksi. Erityisesti epätavanomaisista rahapolitiikan toimista luopuminen on voinut vaikuttaa pitkiin korkoihin. Lisäksi pitkän aikavälin tasapainokorko näyttää nousseen.

Esimerkiksi EKP:n pääjohtaja Christine Lagarde[8] nosti keskuspankkiirien vuotuisessa Jackson Hole -kokouksessa pitämässään puheessa keskeisimmiksi muutoksiksi maailmantaloudessa työmarkkinoiden tiukentumisen, digitalisaation, vihreän siirtymän ja geopoliittiset muutokset (ks. kehikko). Tiukentuneet työmarkkinat nostattavat suoraan palkkapaineita. Etenkin vihreä siirtymä ja geopoliittiset muutokset voivat kasvattaa investointitarpeita sekä edelleen pitkäaikaisemmin inflaatiopaineita. Tämä näkyisi tulevaisuuden korko-odotusten nousuna ja selittäisi siten pitkien korkojen nousua nykyisessä kiristyssyklissä. Näiden muutosten pysyvyyteen ja vaikutusten suuruuteen lähivuosina liittyy kuitenkin paljon epävarmuutta.

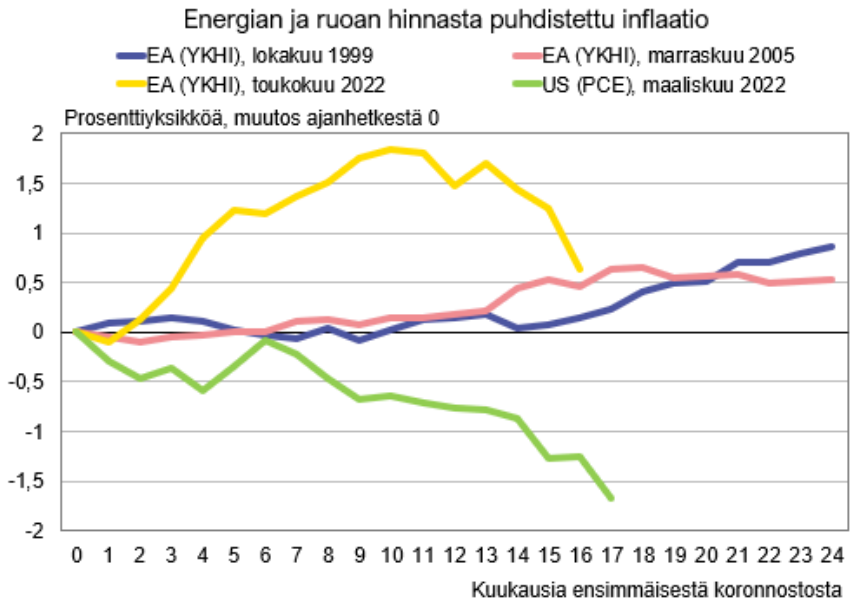
Rahapolitiikan voimakas välittyminen euroalueella näkyy myös kotitalouksien ja yritysten lainakysynnän hiipumisena (kuvio 3). Toisin kuin Yhdysvalloissa tai vuoden 2005 koronnostosyklissä, lainakantojen kasvu on euroalueella nyt pysähtynyt tai jopa kääntynyt lievästi negatiiviseksi.

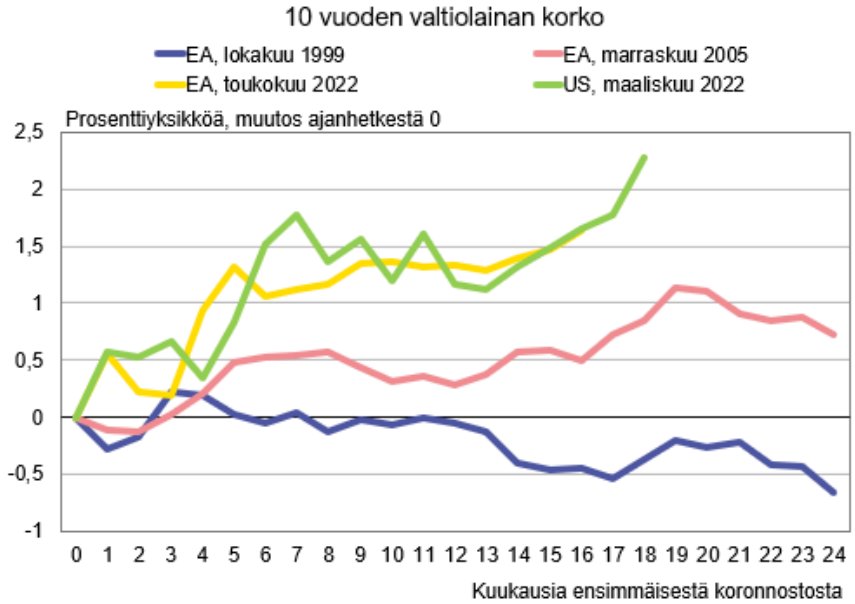
---

7. Ks. Hukkinen ja Viren: Miten kauan inflaatio kestää?, Euro & talous 6.7.2023, https://www.eurojatalous.fi/fi/2023/artikkelit/miten-kauan-inflaatio-kestaa/.
8. Ks. Lagarde: Policymaking in an age of shifts and breaks, puhe Jackson Hole -kokouksessa 25.8.2023, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230825~77711105fe.en.html.

Kuvio 2.

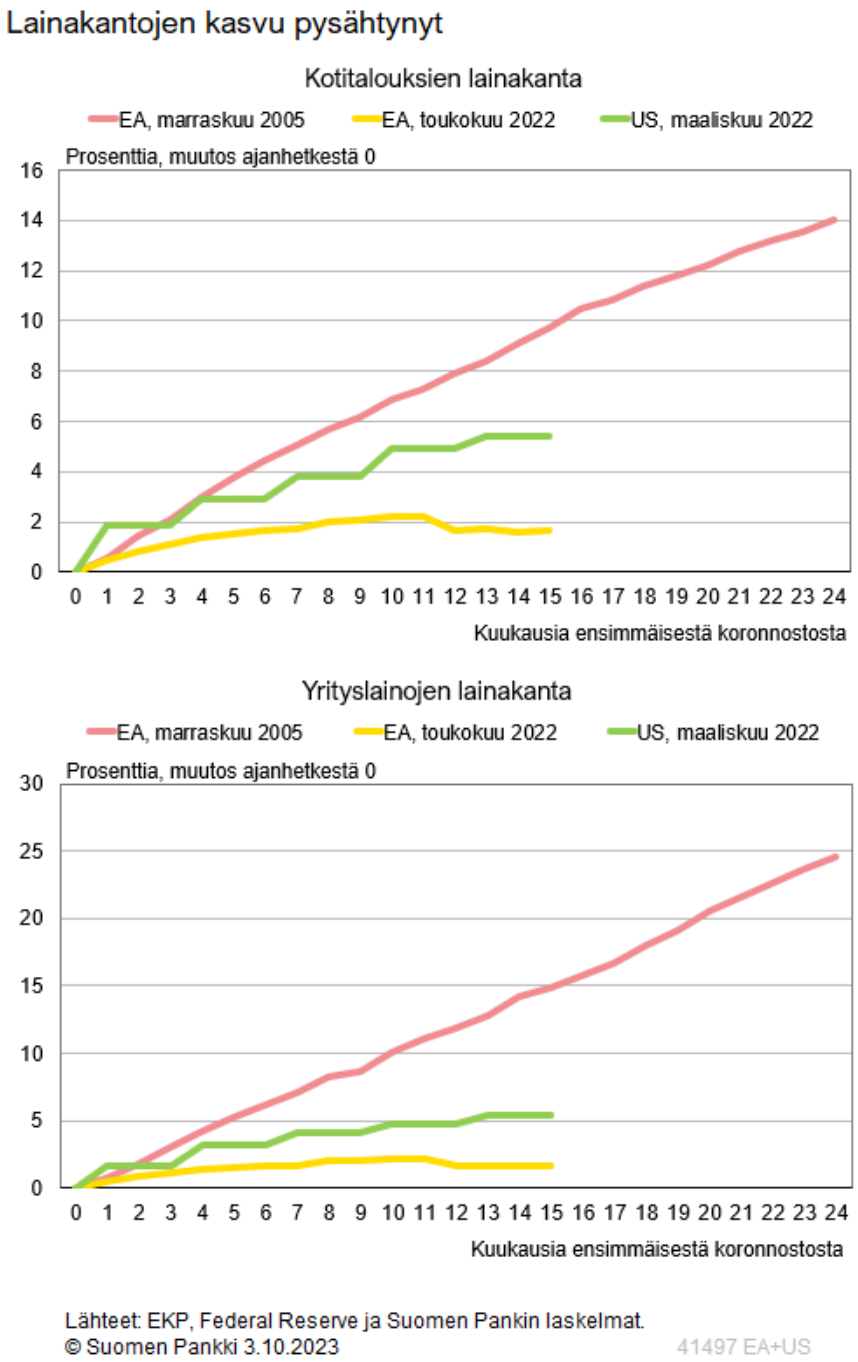
Nykyinen euroalueen koronnostosykli poikkeuksellinen aikaisempiin verrattuna





Lähteet: BEA, EKP, Federal Reserve ja Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 3.10.2023 41497 EA+US

Kuvio 3.



Maailmantalouden kasvu jatkuu vaisuna – energiakriisi helpottaa pikkuhiljaa

Maailmantalouden kasvunäkymä on kokonaisuudessaan yhä vaisu, vaikka kasvuennusteita kuluvalle vuodelle on korjattu vuoden aikana hieman ylöspäin Yhdysvaltojen talouden odotettua nopeamman kasvun siivittämänä. IMF odottaa maailmantalouden kasvavan 3 % sekä tänä että ensi vuonna. Maailmankauppa on

supistunut viime vuodesta, ja maailman teollisuustuotanto on junnannut paikallaan jo vuoden ajan. Teollisuuden luottamus on heikentynyt, mikä viittaa teollisuustuotannon heikon kehityksen ja jopa supistumisen jatkumiseen. Palvelusektori toipui pandemian jälkeen hyvin, mutta nyt myös sen luottamus on alkanut vähetä – mahdollisesti inflaatiosta johtuvan ostovoiman heikentymisen vuoksi.

Taulukko 2.

Maailmantalouden kasvuennusteita

Maailman BKT, %-kasvu	Pvm	2022	2023	2024	2025
EKP*	09/2023 (06/2023)	3,3 (3,3)	3,2 (3,1)	3,0 (3,1)	3,2 (3,3)
IMF	07/2023 (04/2023)	3,5 (3,4)	3,0 (2,8)	3,0 (3,0)	(3,2)
OECD	09/2023 (06/2023)	3,3 (3,3)	3,0 (2,7)	2,7 (2,9)	-
Euroopan komissio**	09/2023 (05/2023)	3,2 (3,2)	3,2 (3,1)	3,2 (3,3)	-
Consensus	09/2023 (08/2023)	2,9 (2,9)	2,4 (2,4)	2,1 (2,1)	-

* Maailman BKT pl. euroalue.
** Maailman BKT pl. EU.
Suluissa edellinen ennuste.

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

Kuluvan vuoden valopilkku maailmantaloudessa on ollut Yhdysvaltojen talouden vahva kasvu. Hyvä työllisyystilanne ja pandemian aikana kertyneiden säästöjen käyttäminen ovat ylläpitäneet kulutuksen kasvua reaalipalkkojen laskusta huolimatta. Kulutusta on tukenut myös se, että palkat ovat nousseet nopeimmin pienipalkkaisilla – ensimmäistä kertaa 40 vuoteen. Heillä säästämisaste on yleensä alhaisempi kuin suurituloisilla, ja siten palkkojen nousu on siirtynyt nopeasti kulutukseen. Korkojen noususta huolimatta Yhdysvalloissa asuntojen hinnat ovat alkaneet jälleen nousta. Myös asuntorakentamisen aloitukset ovat hieman lisääntyneet vuodenvaihteen pohjatasoltaan.

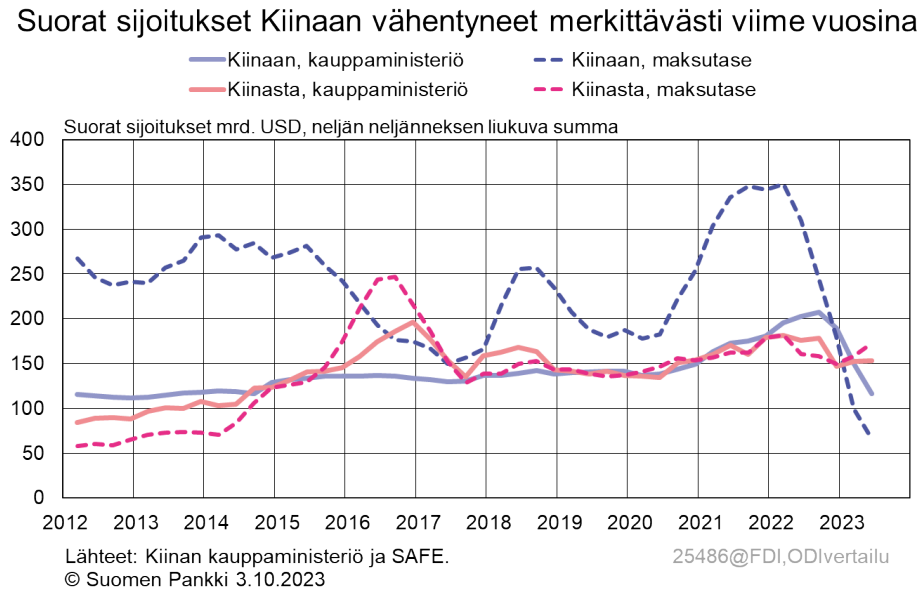
Yhdysvalloissa inflaatio on selvästi hidastunut vuoden 2022 syksyn huippuluvuista ja muuttunut yksipuolisemmaksi. Heinäkuussa maan 3,3 prosentin vuosi-inflaatiosta peräti 2,6 prosenttiyksikköä tuli asumiskustannusten noususta, jonka vaikutus vähenee tilastoissa muita inflaatiokomponentteja hitaammin hintojen kyselytavan takia. Nimelliset keskituntipalkat nousevat vuositasolla noin 4,4 prosentin vauhtia, eli palkkojen nousu on selvästi hidastunut vuodentakaisesta yli 5 prosentin vauhdista. Pula työvoimasta kuitenkin pitää yllä riskiä palkkainflaation jatkumisesta.

Yhdysvaltojen talouskasvulla on nyt suuri merkitys koko maailmantaloudelle, koska

kehitys useilla muilla talousalueilla on vaimeaa. Esimerkiksi Kiinan talouden vaisuus on ollut pettymys, ja keväällä tehtyä BOFITin 6 prosentin kasvuennustetta tälle vuodelle on todennäköisesti korjattava noin 5 prosentin tuntumaan. Tämäkin sinänsä vahva kasvuluku saa vauhtinsa pitkälti heikosta vertailuvuodesta 2022, ja tulevina vuosina Kiinan kasvuvauhti hiipuu BOFITin arvion mukaan noin 3 prosentin tuntumaan. Maan kiinteistösektorin ongelmat jatkuvat, eikä Kiina näytä keksivän riittävää elvytyskeinoa velkaantuneen yksityisen sektorin piristämiseksi. Samalla keskusvallan kiristyvä ote ja työikäisen väestön määrän supistuminen heikentävät osaltaan pitkän aikavälin kasvunäkymiä.

Länsimaissa Kiina-riippuvuudesta irtautuminen on noussut keskeiseksi tavoitteeksi. Kansainvälisiin riippuvuuksiin alettiin Euroopassa kiinnittää aiempaa enemmän huomiota siinä vaiheessa, kun Venäjän hyökkäys Ukrainaan paljasti maanosan riippuvuuden venäläisestä energiasta. Toistaiseksi Kiina-riippuvuuden vähentämisestä ei kuitenkaan vielä ole ainakaan selkeitä merkkejä. Yhdysvaltojen Kiina-riippuvuus on toki vähentynyt niissä tuotteissa, joihin on kohdistettu täsmällisiä kauppaa rajoittavia toimia. Vuoden 2022 lopulla Yhdysvaltain koko tavaratuonti Kiinasta väheni selvästi. Sitä selittävät kuitenkin osaltaan samaan aikaan maailmankauppaa haitanneet logistiikan pullonkaulat sekä koronasulkujen vaikutukset Kiinan tuotantoon. Suorat ulkomaiset sijoitukset Kiinaan ovat vähentyneet voimakkaasti alkuvuonna 2023. Toistaiseksi on kuitenkin vaikea arvioida, kuinka pysyvästä ilmiöstä on kysymys. Väheneminen voi olla vain tilapäistä ja johtua Kiinan viime vuosien ankarista koronasuluista.

Kuvio 4.

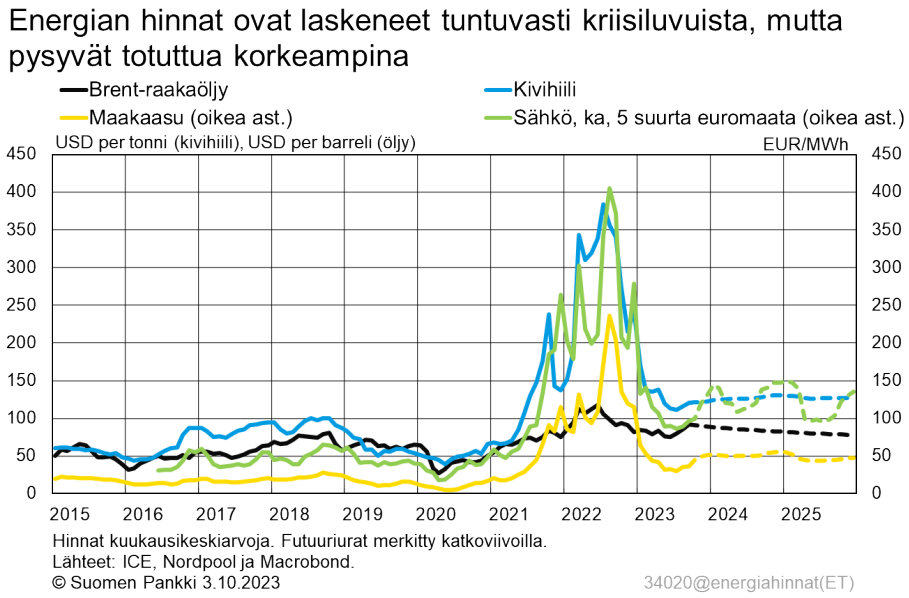


Raaka-aineiden hinnat laskeneet

Energiaraaka-aineiden hinnat ovat laskeneet merkittävästi vuotta aiemmasta ajankohdasta. Raakaöljy on silti edelleen kolmanneksen kalliimpaa sekä kivihiili ja maakaasu jopa kaksi kertaa kalliimpia kuin ennen koronapandemiaa ja Venäjän hyökkäystä Ukrainaan. Myös sähkön hinta on laskenut kuluvan vuoden aikana

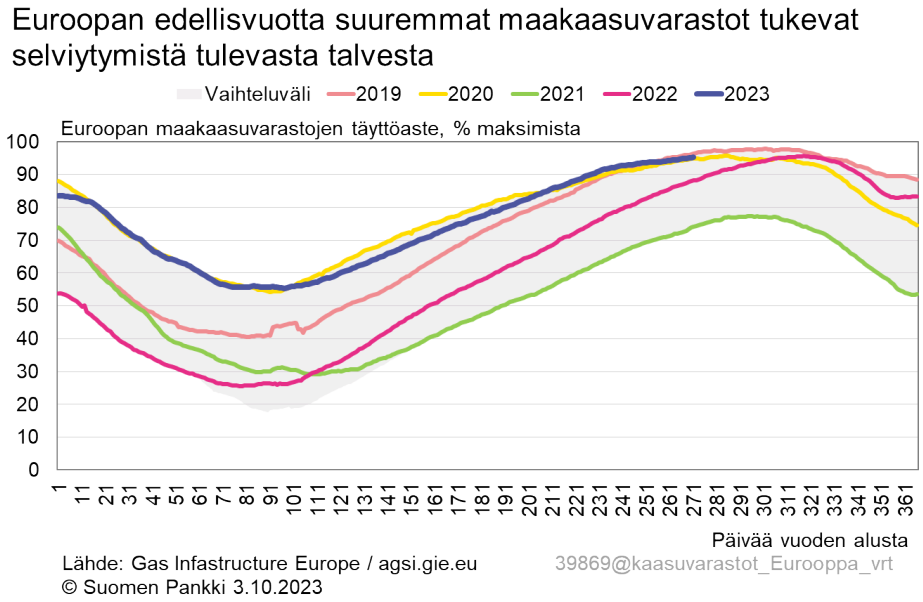
maakaasun halvennuttua ja erityisesti Ranskan sähköntuotantovaikeuksien ratkettua. Maakohtaiset erot sähkön hinnassa ovat silti edelleen suuria.

Kuvio 5.



Venäjän maakaasutoimitukset Eurooppaan ovat supistuneet murto-osaan sotaa edeltäneistä määristä. Kaasupula ei ole kuitenkaan osoittautunut niin pahaksi kuin etukäteen pelättiin. Leuto viime talvi vähensi kaasun kysyntää Euroopassa, ja lisäksi venäläistä kaasua onnistuttiin korvaamaan muualta tuodulla kaasulla. Tänä syksynä Eurooppa on huomattavasti paremmin varautunut tulevaan talveen kuin edellisvuonna. Maanosan maakaasuvarastojen täyttöaste ylitti 90 % jo elokuun puolivälissä, kun viime vuonna lukema oli samaan aikaan noin 75 %. Täydet maakaasuvarastot riittävät kattamaan Euroopassa noin kolmen kuukauden kysynnän – olettaen, että maakaasu saadaan siirrettyä sinne, missä kysyntää on. Maakaasun ja muiden energiaraaka-aineiden hintakehitys on kuitenkin arvaamatonta, ja suuret hintaliikkeet ovat mahdollisia. Esimerkiksi lakon uhka nesteytetyn maakaasun suuressa tuottajamaassa Australiassa nosti tämän vuoden loppukesästä maakaasun hintaa tuntuvasti.

Kuvio 6.



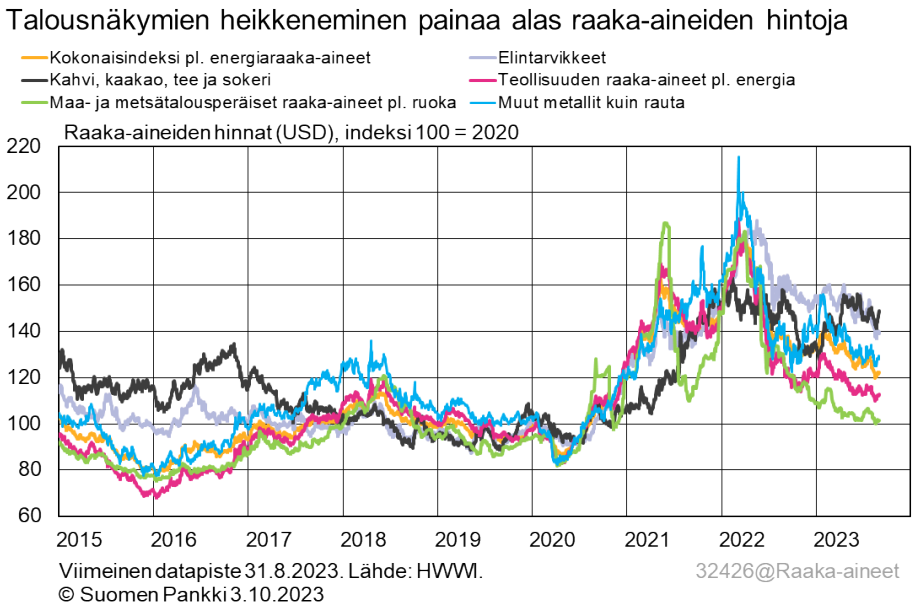
Kansainvälisessä raakaöljykaupassa käytetyn Brent-viitelaadun hinta on ollut kuluneen vuoden aikana keskimäärin 80 dollaria tynnyriltä[9], kun raakaöljyn kysyntä on kasvanut voimakkaasti[10]. Lisäksi OPEC+ -maat ovat toteuttaneet Saudi Arabian johdolla tuotantoleikkaukset, jotka vastaavat noin miljoonaa tynnyriä päivässä. Se on pitänyt öljytuotteiden hinnat korkeampina kuin pandemiaa ennen. Tuotantoleikkausten hintaa nostavaa vaikutusta on olennaisesti heikentänyt Yhdysvalloissa pitkään paikoillaan junnanneen raakaöljytuotannon kasvu. Vuodentakaiseen verrattuna Yhdysvallat tuottaa nyt noin 0,8 milj. tynnyriä enemmän eli yhteensä noin 12,8 milj. tynnyriä päivässä. Venäjällä raakaöljyn tuotanto on pysynyt ennakko-odotuksista poiketen lähes sen suuruisena kuin ennen Venäjän hyökkäystä Ukrainaan. Maailmantalouden kasvunäkymien heikentymisen odotetaan hidastavan öljyn kysynnän kasvua jo ensi vuonna.

Myös muiden raaka-aineiden hinnat ovat alkaneet laskea talouskasvun hidastumisen vuoksi. Laskua on tapahtunut kautta linjan niin metallien kuin maa- ja metsätalouden sekä teollisuuden raaka-aineiden hinnoissa. Raaka-aineiden hinnat ovat palanneet suunnilleen vuoden 2021 alun tasoille, mutta energiaraaka-aineiden tapaan ne ovat yhä korkeampia kuin ennen pandemiaa.

9. Yksi tynnyri vastaa 159:ää litraa.

10. IEA arvioi maailman raakaöljyn kysynnän kasvavan reiluun 102 milj. tynnyriin päivässä tänä vuonna ja 103 milj. tynnyriin päivässä ensi vuonna.

Kuvio 7.



Rahapolitiikan välittyminen euroalueen reaalitalouteen ja lähiajan talousnäkymät

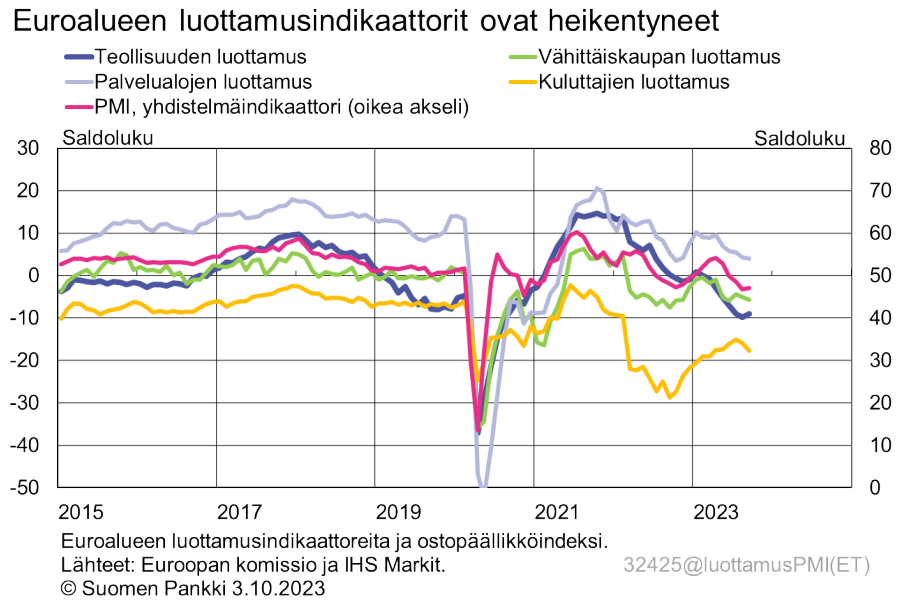
Euroalueen BKT:n kasvu pysähtyi viime vuoden viimeisellä neljänneksellä. Kuluvan vuoden ensimmäisellä puoliskolla kasvu on jälleen jatkunut, mutta vain hitaana. Kasvun palautuminen selittyy osittain suurten negatiivisten tarjontashokkien vähentymisellä; epävarmuus energian saannista on vähentynyt ja toimitusten pullonkaulat helpottuneet. Se on mahdollistanut yrityksille tuotannon lisäämisen ja siten merkittäviin tilausjonoihin vastaamisen. Lisäksi kasvua on tukenut se, että korkeiden energian hintojen negatiivisia vaikutuksia kulutukseen lievennettiin useissa euromaissa kotitalouksille annetuilla julkisilla energiatuilla.[11]

Luottamusindikaattorit viittaavat talouskasvun hidastumiseen

Kesän aikana saatu uusi tilastotieto on osoittanut talouden toipumisen olevan heiveröisempää kuin Euroopan keskuspankin kesäkuun ennusteessa odotettiin. Käsitystä kysynnän ja kasvun hiipumisesta tukee niin ikään luottamusindikaattoreiden heikkeneminen (kuvio 8). Teollisuuden lisäksi myös palveluiden näkymät ovat aiempaa huonommat, ja odotukset palveluiden kysynnästä heikentyvät. Euroalueen ostopäälliköiden yhdistelmäindeksi painui kesäkuussa alle 50 pisteen rajan, mikä heijastaa vastaajien näkemystä tilanteen huonontumisesta. Heinäkuussa sekä teollisuuden että palveluiden ostopäällikköindeksit jatkoivat heikkenemistään. Elokuussa teollisuuden indeksin lasku pysähtyi, mutta palveluiden indeksin lasku jatkui. Teollisuustuotannon ja teollisuuden luottamusilmapiirin heikkoa kehitystä selittävät korkojen nousun myötä vähentynyt kotimainen kysyntä ja maailmantalouden vaisu kehitys.

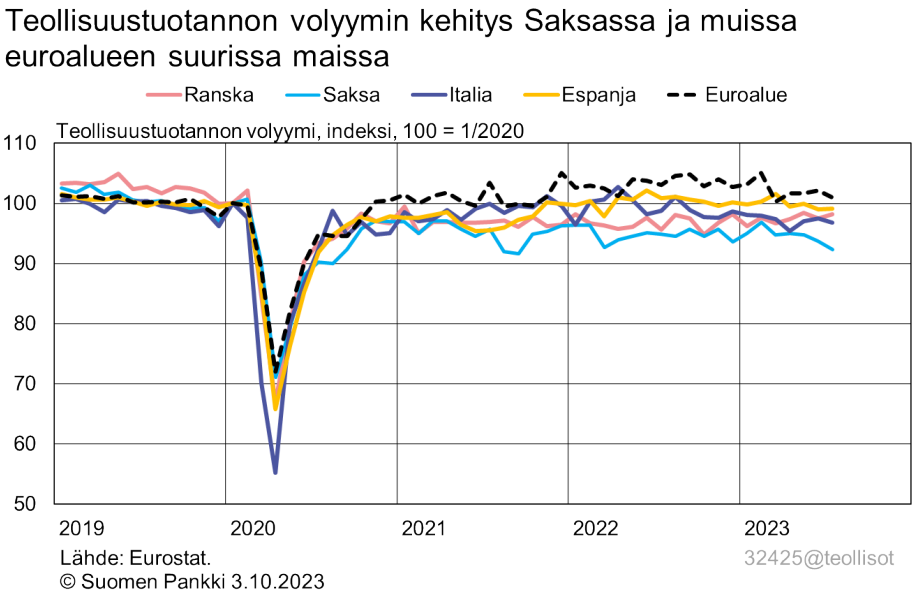
11. Finanssipolitiikan toimien talousvaikutuksia on arvioitu liiteartikkelissa Finanssipolitiikan viritys ja energian tukitoimien vaikutus hintapaineisiin euroalueella.

Kuvio 8.



Suurissa euromaissa teollisuustuotanto on junnannut koronaelpymisen jälkeen paikallaan ilman selkeää suuntaa. Viime kuukausina odotukset vientitilauksista ovat painuneet kaikissa suurissa euromaissa pandemiaa edeltäneitä heikommiksi. Saksassa teollisuustuotanto on supistunut alkuvuodesta (kuvio 9). Saksalainen autoteollisuus on kärsinyt kysynnän vähittäisestä siirtymisestä sähköautoihin, siihen liittyvästä kiristyneestä kilpailusta mm. Kiinan kanssa ja komponenttipulasta. Samaan aikaan Saksan raskas teollisuus, kuten teräksen valmistus ja kemianteollisuus, on kärsinyt energiakriisistä ja tuotantokustannusten noususta. Saksan tuotannolliset investoinnit ovat kuitenkin kasvaneet hieman ja yksityinen kulutus on pysynyt lähes viimevuotisella tasolla.

Kuvio 9.



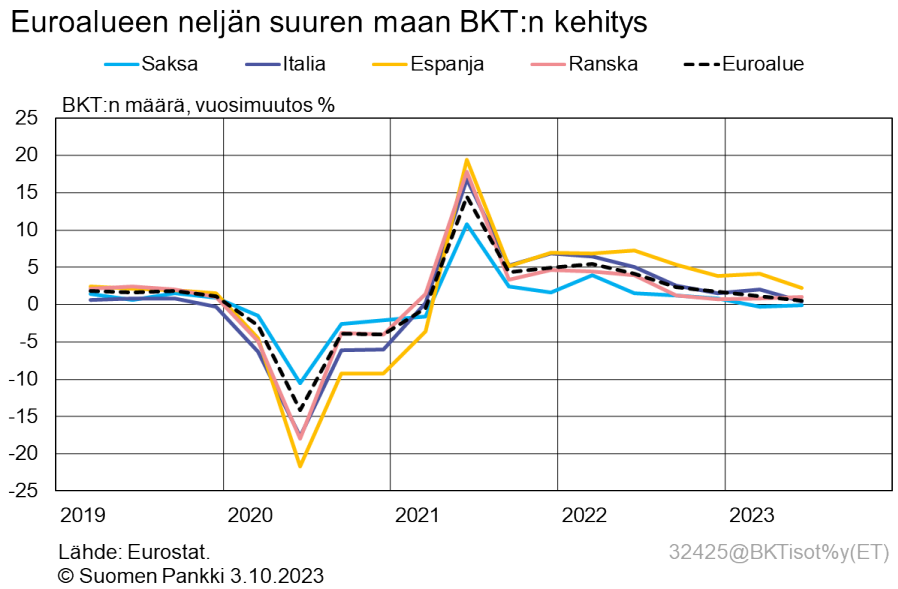
Myös euroalueen vähittäiskauppa on ollut hitaasti laskevalla uralla vuoden 2021 koronaelpymisestä lähtien, eikä edes energiakriisin helpottaminen ole kääntänyt sen suuntaa. Kehitys näkyy alan heikentyneenä luottamuksena, mitä selittävät kasvavat varastot ja aiempaa heikompi kysyntä. Rakennussektorin luottamus on vastaavasti heikentynyt supistuvan tilauskannan vuoksi, vaikka alan työllisyysodotukset ovatkin edelleen verrattain vahvat.

Kuluttajien luottamus on ollut euroalueella heikkoa jo pitkään. Vaikka se on toipunut vuodentakaisesta notkahduksestaan, se oli yhä elokuussa alhainen. Kuluttajien huoli inflaatiosta ja sen vaikutuksesta ostovoimaan voi heikentää kulutusnäkymiä ja luoda epävarmuutta taloudellisesta tilanteesta, vaikka merkittävää työttömyyttä tai sen uhkaa ei olisikaan. Lisäksi globaalit geopoliittiset jännitteet ja niiden luoma epävarmuus voivat heijastua kuluttajien tuntemuksiin. Lisäksi korkojen nousu on heijastunut kotitalouksien säästämishalukkuuteen, ja niiden omat odotukset tulevasta säästämisestään ovat kasvaneet keväästä lähtien asteittain. Se voi myös osaltaan heikentää yksityisen kulutuksen näkymiä.

Ennusteita euroalueen talouden kasvusta hieman heikennetty

Euroalueen reaalinen BKT saavutti koronaa edeltäneen tasonsa vuoden 2021 lopulla ja on sittemmin noussut sen yli. Se ei kuitenkaan näytä saavuttavan koronakriisiä edeltänyttä kasvutrendiään. Euroalueen suurista maista Ranskan talous on kasvanut kuluvana vuonna voimakkaimmin (mitattuna muutoksena edelliseen vuosineljännekseen), Saksan talous heikoimmin. Italian ja Espanjan taloudet ovat kasvaneet tänä vuonna hieman heikommin kuin Ranskan talous.

Kuvio 10.



Tulevina vuosineljänneksinä euroalueen talouskasvua tukee Euroopan keskuspankin ennusteen mukaan yksityisen kulutuksen lievä vahvistuminen. Sen sijaan investoinnit alkavat vasta vähitellen vaikuttaa kasvuun myönteisemmin – osaltaan myös NGEU-

varojen tukemana. Reaalitulojen odotetaan kasvavan vuoden jälkipuoliskolla inflaation hidastuessa ja vahvana pysyvän työmarkkinatilanteen ansiosta myös palkkojen noustessa. Kotitalouksien säästämisaste pysyy kuitenkin pandemiaa edeltänyttä suurempana, koska korkeampi korkotaso kannustaa säästämään. Tulevina vuosineljänneksinä sekä asuntoinvestointien että tuotannollisten investointien odotetaan kärsivän tiukentuvista rahoitusehdoista – erityisesti nousseista koroista, vähemmän luotonannon tiukentumisesta. Euroalueen vientiä tukevat jatkossa ulkomaisen kysynnän vähittäinen toipuminen ja tuotannon pullonkaulojen häviäminen. Samaan aikaan euroalueen tuonnin odotetaan olevan heikkoa vähentyneen energiatuonnin ja vaatimattoman kotimaisen kysynnän vuoksi.

Arvioita euroalueen talouskasvuksi tälle ja ensi vuodelle onkin heikennetty Euroopan keskuspankin syyskuun ennusteessa (taulukko 3). Euroopan keskuspankin mukaan euroalueen talous kasvaisi 0,7 % tänä vuonna ja 1,0 % vuonna 2024. Vielä kesäkuussa 2023 EKP ennusti euroalueen talouden kasvavan 0,9 % tänä vuonna ja 1,5 % vuonna 2024. Syyskuussa julkaistun usean eri ennustelaitoksen ja investointipankin keskimääräistä ennustetta kuvaava Consensus-ennuste vuodelle 2023 heikkeni 0,5 prosenttiin (elokuun Consensus-ennuste oli 0,6 %) ja 0,7 prosenttiin (0,8 %) vuodelle 2024.

Taulukko 3.

Euroalueen kasvuennusteita

Euroalueen BKT, %-kasvu	Pvm	2022	2023	2024	2025
EKP	09/2023 (06/2023)	3,4 (3,5)	0,7 (0,9)	1,0 (1,5)	1,5 (1,6)
Euroopan komissio	09/2023 (05/2023)	3,3 (3,5)	0,8 (1,1)	1,3 (1,6)	-
IMF	07/2023 (04/2023)	3,5 (3,5)	0,9 (0,8)	1,5 (1,4)	(1,9)
OECD	09/2023 (06/2023)	3,4 (3,5)	0,6 (0,9)	1,1 (1,5)	-
Consensus	09/2023 (08/2023)	3,4 (3,4)	0,5 (0,6)	0,7 (0,8)	-

Suluissa edellinen ennuste.

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

Euroalueen työmarkkinat yhä vahvat kasvun hidastumisesta huolimatta

Työmarkkinat ovat olleet euroalueen talouden valopilkku. Työttömyysaste on pysynyt viime kuukaudet ennätyksellisen alhaisena 6,4 prosentissa, ja työllisyys näyttää kehittyneen ennustettua paremmin. Yritykset saattavat olla haluttomia vähentämään

henkilöstöään kovin pikaisesti talousnäkymien heikentyessä, koska talouden elpyessä uudelleen työvoiman lisääminen ja uudelleen kouluttaminen voi olla kallista ja aikaa vievää.

Kun työllisyysaste on noussut ja työttömyysaste laskenut, se tarkoittaa, että yhä useampi henkilö osallistuu aktiivisesti työmarkkinoille. Lisäksi työpanoksen kasvuun on myötävaikuttanut väestön ikärakenteen muutos, kun työikäistä väkeä on muuttanut euroalueen maihin mm. Ukrainan sodan vuoksi. Työpanokseen vaikuttavat kuitenkin työllisyyden lisäksi myös tehdyt työtunnit. Viime vuosina työviikot ja työpäivät ovat lyhentyneet monissa euroalueen maissa mm. aiempaa joustavampien työaikojen ja osa-aikatyön yleistymisen takia. Tehtyjen työtuntien väheneminen suhteessa työllisyyteen johtuu osittain myös siitä, että työpaikkoja on tullut lisää etenkin julkiselle sektorille, missä keskimääräinen työtuntien määrä on yleensä pienempi kuin koko taloudessa keskimäärin.[12]

Euroalueen finanssipolitiikka kiristynyt vain hieman

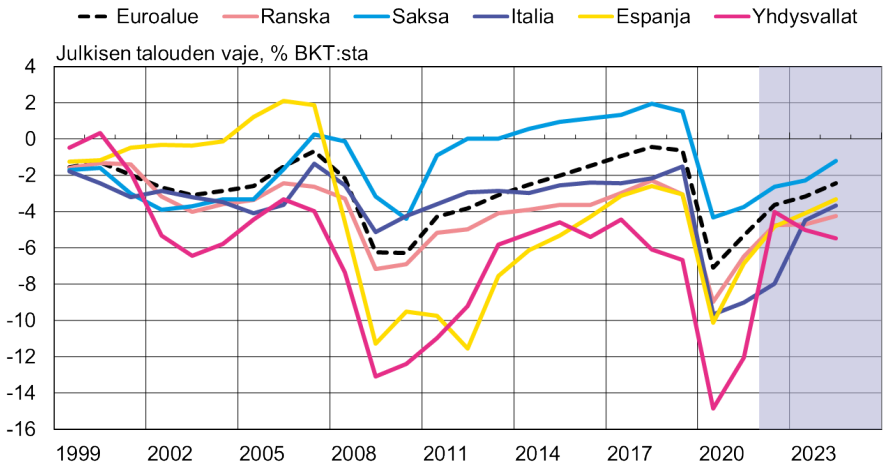
Euroalueen julkisen talouden tasapaino on heikentynyt merkittävästi korona- ja energiakriisin vuoksi, sillä monissa sen jäsenmaissa on tuettu yrityksiä ja kuluttajia julkisin varoin. Energian hintoja kompensoivat tukitoimet ovat keventäneet kotitalouksien ja yritysten taloudellista tilannetta. Ne ovat kuitenkin ylläpitäneet kevyttä finanssipolitiikkaa aikana, jolloin rahapolitiikka on ollut kiristävää (ks. liiteartikkeli Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita).

Tänä vuonna euroalueen julkisen talouden alijäämää ja velkaa koskevat näkymät vuosille 2023–2024 ovat jonkin verran kohentuneet. Kiristävä finanssipolitiikka supistaa alijäämiä. Komissio arvioi kevätennusteessaan euroalueen julkisen talouden alijäämän supistuvan tänä vuonna 0,4 prosenttiyksiköllä eli 3,2 prosenttiin ja ensi vuonna 0,8 prosenttiyksiköllä eli 2,4 prosenttiin suhteessa BKT:hen (kuvio 11).

12. Ks. Obstbaum, Oinonen, Pönkä, Vanhala ja Vilmi: Transmission of recent shocks in a labour-DSGE model with wage rigidity, BoF Economics Review 1/2023, jossa selvitetään, kuinka viimeaikaiset shokit selittävät euroalueen ja Suomen inflaation ja talouden elpymistä, ja painotetaan tekijöitä – erityisesti työtunteihin kohdistuneita preferenssishokkeja –, jotka ovat ratkaisevia tämänhetkisen työmarkkinoiden kireyden kannalta, https://publications.bof.fi/handle/10024/52726.

Kuvio 11.

Lievästi kiristävä finanssipolitiikka supistaa euroalueen julkisen talouden alijäämiä vuosina 2023–2024



Lähde: Euroopan komission ennuste.
© Suomen Pankki 3.10.2023

Rakenteellinen alijäämä tarkoittaa sitä osaa budjetista, joka ei riipu suhdannevaihtelusta tai tilapäisistä tekijöistä. Se kertoo, miten kestävällä tai kestämättömällä pohjalla julkinen talous on. Komission kevätennusteen mukaan rakenteellisen alijäämän arvioidaan pysyvän vielä vuonna 2024 suurena Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa, joten etenkin näissä maissa pidemmän aikavälin lisäsopeutustarpeet ovat merkittäviä.

Euroalueen kasvu jää alle kasvupotentiaalin

Huolimatta työmarkkinoiden vahvuudesta euroalueen tuottavuus ei ole kasvanut odotusten mukaisesti. Tuottavuuden heikko kasvu on pitkän aikavälin ongelma, joka heikentää euroalueen kilpailukykyä ja kasvunäkymiä. Tehoton kapasiteetti, vanhentunut teknologia ja vähäiset investoinnit innovaatioihin ovat mahdollisia syitä tähän talouden pysähtyneisyyteen. Euroalueen toteutunut BKT näyttäisi jääneen hieman jälkeen sen potentiaalisesta tuotannosta. Tämä ns. tuotantokuilu voi osaltaan vaimentaa inflaatiota, kun kysyntä ei kasva tarpeeksi nopeasti vastaamaan tarjontaa. Kasvuedellytysten turvaamiseksi tarvitaan investointeja ja tuottavuutta parantavia rakenteellisia uudistuksia.

Euroalueen talouteen liittyvät riskit

Keskeisiä riskejä euroalueen talousnäkymissä ovat inflaatio-odotusten nousu ja inflaation pitkittyminen samaan aikaan, kun reaalitaloudessa taantuman mahdollisuus kasvaa. Vaikka rahapolitiikka on kiristävää ja se on jo tuonut inflaatiota alemmaksi viime vuoden huippulukemista, voivat inflaatio-odotuksia kasvattaa esimerkiksi geopoliittiset tarjontashokit. Tällaiset shokit voisivat puolestaan lisätä todennäköisyyttä suuremmille palkkavaatimuksille ja hinta-palkkakierteen syntymiselle. Myös uusi häiriö energiamarkkinoilla voisi olla inflaatiota pitkittävä tekijä. Sään ääri-ilmiöiden lisääntyminen ja voimistuminen ilmastonmuutoksen ja El Niño -ilmiön seurauksena niin Euroopassa kuin globaalisti lisää etenkin ruoan hinnan kallistumiseen viittavia riskejä.

Vaikka markkinoilla uskotaan, että hyvin nopean inflaation todennäköisyys on vähentynyt, on sen mahdollisuus samojen arvioiden perusteella edelleen suurempi kuin ennen energiakriisiä.

Toisaalta inflaatiokehitys voi yllättää myös toiseen suuntaan, jos esimerkiksi rahapolitiikan kiristyminen vaikuttaa inflaatioon viiveellä odotettua enemmän. Mikäli samaan aikaan euroalueen talous ajautuu taantumaan, voi kysynnän heikkeneminen hillitä hintojen nousua sitäkin kautta. Toistaiseksi ei ole kuitenkaan todennäköistä, että euroalueen inflaatio uhkaisi hidastua lähivuosina EKP:n 2 prosentin inflaatiotavoitetta alemmaksi.

Vaikka inflaatioriski painottuu markkinaennusteissa arvioitua nopeamman inflaation suuntaan, teoreettisessa mielessä inflaatioriskin symmetrisyys ei ole selvää. Korkopolitiikkaa voidaan periaatteessa kiristää rajattomasti, mutta keventämistä ei voi tehdä rajatta. Toisaalta määrällisessä keventämisessä rajaa ei periaatteessa ole, kun taas määrällisessä kiristämisessä on nollaraja.

Myös rahapolitiikan välittymiseen liittyy epävarmuutta. Samalla epätavanomaisesta rahapolitiikasta on kokemusta vasta muutaman vuoden ja määrällisestä kiristämisestä muutaman kuukauden ajalta. On mahdollista, että määrällinen keventäminen ja määrällinen kiristäminen vaikuttavat epäsymmetrisesti esimerkiksi rahoitusmarkkinoilla. Liiteartikkelissa Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita todetaan, että määrällinen kiristys voi riskien toteutuessa johtaa äkilliseen likviditeetin tarpeeseen ja lyhyiden rahamarkkinakorkojen nousuun. Myös maturiteetiltaan keskipitkien velkakirjojen korot voivat ponnahtaa ylös, jos markkinoiden likvidiys huomattavasti heikkenee. Vaikutukset riippuvat sekä rahoitusmarkkinoiden tilasta että mahdollisista rakenteellisista tehottomuuksista, kuten segmentoitumisesta.

Rahoitusmarkkinoihin voi kohdistua myös muita häiriöitä ja yllätyselementtejä niin euroalueen sisältä kuin ulkopuoleltakin. Riskiä pienentää jonkin verran se, että EKP:lla on ollut käytössään viime kesästä lähtien uutena välineenä rahapolitiikan välittymistä häiriöissä turvaava instrumentti TPI (Transmission Protection Instrument).

Euroalueen reaalitalouteen kohdistuu sekä aiemmin arvioitua hitaamman että nopeamman kasvun riskejä. Arvioituja heikomman kasvun riskejä liittyy sekä kansainväliseen kauppaan, Kiinan tuontikysyntään ja euroalueen sisällä etenkin heikosti kehittyneeseen Saksan teollisuuteen. Jos epävarmuus taloudessa on suurta, se voi heikentää rahapolitiikan tehokkuutta. Yleensä kiristävää rahapolitiikkaa tehdään talouden noususuhdanteessa. Nykyinen tilanne euroalueella on ongelmallinen, kun inflaatio on nopea heikosta talouskasvusta huolimatta. Tähän voi liittyä erityisiä riskejä asuntomarkkinoille ja velkaantuneille kotitalouksille.

Riskeihin voi lukea myös mahdolliset ongelmat euroalueen raha- ja finanssipolitiikan vuorovaikutuksessa. Koronapandemian ja energiakriisin aikana myönnetyistä tuista yrityksille ja kotitalouksille osa lakkaa vasta vuosina 2024 ja 2025. Tämä on saattanut pitkittää inflaatiota siinä vaiheessa, kun sen perussyy eli energiamarkkinoiden tarjontashokki on vähitellen vaimentunut. Liiteartikkelissa Finanssipolitiikan viritys ja energian tukitoimien vaikutus hintapaineisiin euroalueella pohditaankin, minkä verran

tehdyt toimet lisäsivät hintapaineita tai toisaalta edesauttoivat taloudellista toimeliaisuutta euroalueella.

Vaikka monissa euromaissa finanssipolitiikkaa on jonkin verran tiukennettu, sitä voi edelleen luonnehtia kevyeksi. Näin on etenkin siinä mielessä, että talousalueen rakenteellinen alijäämä arvioidaan edelleen suuremmaksi kuin ennen koronapandemiaa – rahapolitiikan pyrkiessä samaan aikaan kiristämään rahoitusoloja. Ns. finanssipolitiikan dominanssissa finanssipolitiikka ei pysty vakauttamaan julkista velkaa, mikä heikentää rahapolitiikan tehokkuutta ja vaikutusmahdollisuuksia.[13] Jos finanssipolitiikka vaikuttaa samaan suuntaan kiristävän rahapolitiikan kanssa, se vähentää kysyntää ja vaimentaa siten inflaatiopaineita. Tällöin keskuspankin koronnostotarve inflaatiotavoitteen saavuttamiseksi on pienempi ja tarve pitää korkotasoa korkeampana on lyhytaikaisempi kuin eri suuntaan vaikuttavan finanssipolitiikan tapauksessa. Se puolestaan tukee yksityistä kulutusta ja investointeja. Vastaavasti kiristävän finanssipolitiikan talouskasvua heikentävä vaikutus on pienempi kauempana rahapolitiikan nollakorkorajasta (ja tuotantokuilun ollessa nollan tuntumassa).

Finanssipolitiikalla voidaan tukea rahapolitiikan tavoitteita myös muuttamalla finanssipolitiikan rakennetta kasvuystävällisemmäksi esimerkiksi painottamalla julkisen kulutuksen sijaan talouden tuotantopotentiaalia parantavia julkisia investointeja. Tällöin potentiaalisen tuotannon kasvun kiihtyminen vaimentaisi inflaatiopaineita. Myös koko taloudessa tuottavuutta lisäävät toimet tukevat kasvua ja edesauttavat inflaatiopaineiden hillitsemistä.

13. Ks. Kilponen ja Kontulainen: Onko inflaatio rahataloudellinen vai fiskaalinen ilmiö?, Kansantaloudellinen aikakauskirja 3/2021, https://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/wp-content/uploads/2021/10/KAK_3_2021_WEB-34-52.pdf.

Tarjontaan ja inflaatioon kohdistuvat shokit

EKP:n pääjohtaja Christine Lagarde totesi keskuspankkiirien vuosittaisessa Jackson Holen kokouksessa pitämässään esityksessä, että ”pandemiaa edeltävässä maailmassa ajattelimme tyypillisesti talouden etenevän pitkin potentiaalisen tuotannon tasaisesti kasvavaa polkua, jossa vaihtelut johtuivat pääasiassa yksityisen kysynnän heilahteluista. Mutta tämä ei ehkä ole enää sopiva malli.”[14] Huolena on, että kohtaamme yhä useammin muutoksia ja shokkeja, jotka tulevat suoraan talouden tarjontapuolelta.

Pandemian jälkeen on havaittavissa syvällisiä muutoksia työmarkkinoilla. Työmarkkinat ovat kireät monissa kehittyneissä talouksissa. Digitaalinen vallankumous on kiihdyttänyt etätyön kasvua, ja lisääntyvän keinoälyn käytön myötä tietyt työpaikat ovat jatkossa vaarassa, mutta samalla syntyy uusia työpaikkoja. Vaikka automaation mahdollisuudet ovat suuret, EKP:n tutkimukset osoittavat, ettei keinoälyn käytön kasvu yrityksissä välttämättä johda työllisyysasteen laskuun Euroopassa.

Lisäksi ilmastonmuutoksen ja energiasiirtymän myötä maailman energiamarkkinat ovat kokeneet suuria mullistuksia erityisesti Euroopassa. Muutokset fossiilisten polttoaineiden tarjonnassa sekä uusiutuvien energialähteiden kasvava kysyntä ovat keskeisiä tekijöitä vihreässä siirtymässä. Tämä voi lisätä alttiutta energian tarjontashokeille, kun öljy ja kaasu muuttuvat vähemmän joustaviksi ja uusiutuvien energialähteiden tuotannossa saattaa esiintyä katkoksia ja varastointihaasteita.

Niin ikään geopoliittisten jännitteiden kasvu ja globalisaation luonteen muuttuminen eli talouksien mahdollinen jakautuminen kilpaileviin blokkeihin ovat yhä ilmeisempiä riskejä. Tuotannon kotiuttaminen ja uudelleen sijoittaminen ns. ystävällisiin maihin voivat tuoda uusia tarjontakapeikkoja. Näin voi käydä etenkin, jos maailmankaupan fragmentaatio kiihtyy ennen kuin kotimainen tarjontapohja on rakennettu uudelleen.

Näiden muutosten pysyvyyteen ja vaikutusten suuruuteen lähivuosina liittyy paljon epävarmuutta. Mutta on selvää, että monissa tapauksissa niiden vaikutukset ovat pysyvämpiä kuin alun perin odotettiin. Paljon epävarmuutta liittyy myös siihen, miten nämä muutokset ja shokit mahdollisesti vaikuttavat ja välittyvät euroalueen talouteen. Viime vuosikymmenien hitaan inflaation aikana yritykset, jotka joutuivat ratkaisemaan suhteellisten hinnannousujen ongelmia, vältteli vät hinnankorotuksia ja markkinaosuuksien menetyksiä. Tämä kuitenkin muuttui pandemian aikana, kun yritykset kokivat suuria, kaikille yhteisiä shokkeja, jotka toimivat epäsuorana koordinointimekanismina yritysten välillä. Yritykset muuttivat hintojaan voimakkaammin ja ennen kaikkea useammin kuin ennen kohdatessaan markkinoilla samankaltaisia shokkeja.[15] Joillakin

sektoreilla euroalueella hintamuutosten toistuvuus on liki kaksinkertaistunut kahden viime vuoden aikana verrattuna aikaan ennen vuotta 2022. Lisäksi uusi ympäristö, jossa mahdollisesti kohtaamme yhä useammin tarjontapuoleen liittyviä muutoksia ja shokkeja, voi luoda riskin suuremmille suhteellisille hintashokeille kuin ennen pandemiaa.

Nämä kehityssuunnat voivat kuitenkin olla vain väliaikaisia. Itse asiassa näemme jo euroalueella, että yritykset muuttavat hintojaan harvemmin ympäristössä, jossa energian ja tuotantopanosten hinnat laskevat. On myös mahdollista, että ajan mittaan digitalisaatio johtaa suurempaan työvoiman tarjontaan ja työmarkkinoiden tiukkuus vähenee.

Mutta riskinä on, että maailmanlaajuinen tarjonta – mukaan lukien työn tarjonta – muuttuu vähemmän joustavaksi ja maailmanlaajuinen kilpailu vähenee, jolloin hinnoille voi jäädä suurempi rooli sopeutumisessa. Ja jos kohtaamme myös shokkeja, jotka ovat suurempia ja yleisempiä – kuten energiashokit ja geopoliittiset shokit – saatamme nähdä yritysten siirtävän nousseet kustannukset johdonmukaisemmin hintoihin. Siinä ympäristössä EKP:n on oltava erittäin tarkkaavainen, etteivät suhteellisten hintojen suuremmat heilahtelut siirry vaivihkaa keskipitkän aikavälin inflaatioon. Jos lisäksi yritykset sisällyttäisivät odotetut palkankorotukset hinnoittelupäätöksiinsä, voisi inflaatio muuttua sitkeämmäksi kuin EKP:n ennusteessa odotetaan.

Avainsanat

euroalue, inflaatio, kansainvälinen talous, rahapolitiikka

14. Ks. Lagarde: Policymaking in an age of shifts and breaks, puhe Jackson Hole -kokouksessa 25.8.2023, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230825~77711105fe.en.html.
15. Ks. Hukkinen ja Viren: How does changing pricing behavior affect inflation? Evidence from Euro Area microdata, SUERF Policy Notes and SUERF Policy Briefs, 7. September 2023, https://www.suerf.org/suerf-policy-brief/74217/how-does-changing-pricing-behavior-affect-inflation-evidence-from-euro-area-microdata.