

Taloudellinen katsaus

Huhtikuu 2010

Kansainvälisen talouden kehitys ja Suomen kasvunäkymät 2010 - 11	1
Ennusteilmapiirin muutokset	2
Keskeiset epävarmuudet ja uhkat	4
USA: Elvytys tehosi, kasvuspurtti nähty	7
Kiina: Kuumaa kasvua!	15
Intia: Elefantti ravissa!	20
Japani: Kuin Fenix-lintu tuhkasta	21
Venäjä: Öljyn siivittämässä nousussa!	24
Euroalue: Elpyminen etenee sittenkin!	26
Korot: Exit-strategiat valinkauhassa!	35
Valuutat: ¿¿¿Kysymysmerkkejä kasapäin???	45
Suomi: Nousu edessä, mutta kuoppa on syvä!	48
Kehikko: Ilmastonmuutos ja maailmantalous	5
Taulukot 1-2 Kansainvälisen talouden ennusteet.....	3
Taulukko 3 Korko- ja valuuttakurssiennusteet.....	3
Taulukko 4 Suomen keskeiset ennusteluvut.....	3
Taulukot 5-8 Suomen talouden ennusteet.....	59
Taulukko 9 Maiden ja talousalueiden osuudet maapallon kokonaistuotannosta ja väestöstä, %, sekä tuottavuustaso suhteessa Yhdysvaltoihin.....	60

Pääekonomisti: Timo Tyrväinen, Aktia Pankki Oyj

Paino: Yliopistopaino

Aktia Pankki Oyj julkaisee tämän katsauksen vastikkeetta. Katsauksessa esittämämme analyysi ja sen perusteella tekemämme ennusteet perustuvat yleisön saatavilla oleviin tietoihin. Vaikka käytämme Aktia Pankin mahdollisimman luotettavina pitämiä lähteitä, olosuhteissa voi tapahtua varoittamatta suuriakin muutoksia, jotka vaikuttavat katsauksessa esitettyihin arvioihin. Aktia Pankki Oyj, sen tytär- ja osakkuusyhtiöt, sen yhteistyökumppanit tai edellä mainittujen palveluksessa olevat henkilöt eivät takaa kommentteissa ja katsauksissa esitettyjen tietojen oikeellisuutta tai täydellisyyttä eivätkä vastaa vahingoista, joita niiden käytöstä mahdollisesti aiheutuu.

Kommenttien ja katsauksien tai niiden osien kopioiminen tai suora lainaaminen on kiellettyä ilman Aktia Pankki Oyj:n lupaa.

Kansainvälisen talouden kehitys ja Suomen kasvunäkymät 2010 - 11

Kansainvälinen kehitys

- Finanssikriisin kärjistymisen syksyllä 2008 johti maailmankaupan rajuun supistumiseen. Vakava taantuma levisi ja maailmantalous supistui 2009 yli prosentin ja 30-luvun laman globaali toisinto vältettiin vain talouspolitiikan ainutlaatuisen aggressiivisuuden ansiosta. Maailmantalouden taantuma päättyi kesällä 2009. **Maailman BKT kasvaa 3 3/4 % 2010 ja 2011.** Kehittyvät taloudet kasvavat 5-6 % *per annum*, kun taas kehittyneiden maiden kasvu jää 1½-2½ prosenttiin.
- Taloustilanteen heikkeneminen painoi kehittyneissä maissa kotoperäisen inflaation laskuun eikä inflaatio ole talouspolitiikan ongelma lyhyellä aikavälillä. Pitkään hyperkevyenä pysyvä rahapolitiikka lisää kuitenkin pitemmän ajan inflaatoriskejä varsinkin, kun paine raakaöljyn kallistumiseen kasvaa maailmantalouden elpyessä. Jos keskuspankkien *exit* tapahtuu 2010-11 ajoissa, inflaatio pysyy taka-alalla ennustejaksolla.
- USAn vakava taantuma alkoi joulukuussa 2007. Hurjapäisen elvytyksen ansiosta talous sai kovaa maata jalkojensa alle 2009 jälkipuoliskolla, joten BKT:n supistuminen 2009 jäi -2.4 prosenttiin. Vuonna 2010 BKT kasvaa 3.0 %. Keskuspankki FED kääntää ohjauskoron vähittäiseen nousuun vasta, kun työmarkkinatilanne on ehtinyt parantua selvästi. Ensimmäinen korotus nähdään syksyn aikana. Ylitsepursuavaa likviditeetti-*elvytystä* puretaan jo aiemmin. Hyperelvytyksen oikea-aikainen purkaminen on välttämätöntä, jotta inflaatio-odotusten nousu estyy ja uusien kuplien kasvu rajoittuu. Elvytyksen purkaminen jarruttaa kasvua, joka 2011 jää noin 2 prosentin tuntumaan eli yleistä odotusta vaisummaksi.
- Kiinan BKT kasvaa 9.5 % vuonna 2010 ja 9.0 % vuonna 2011.
- Euro-BKT supistui -4.0 % 2009, vaikka eurotalous kääntyi kasvuun jo kesän 2009 aikana elvytyksen tehotessa ja maailmankaupan vahvistuessa. Kun viime vuoden lopulla talouden vahvistuminen yllättäen katkesi ja kova talvi iski aktiviteettiin kuluvan vuoden alussa, BKT:n kasvu 2010 jää 1.2 prosenttiin. Vuonna 2011 kasvua on 1.7 %.
- Euroopan keskuspankki EKP kääntää ohjauskoron nousuun syksyllä. Kuluvan vuoden lopussa ohjauskorko on 1.25 % ja 2011 lopussa 2½-3 %.
- Rahapolitiikan käänne 2010 on ehdollinen sille, että talouden nousu osoittautuu kestäväksi. Mikäli uuden taantuman merkit nostavat päätään ns. *double-dip* -skenaarion mukaisesti, rahapolitiikan normalisoituminen viivästyy. Annamme uhkaskenaariorille, jossa kehittyneiden maiden kasvu painuu uudelleen lähelle nollaa 2010 aikana, 20 prosentin todennäköisyyden, ja uuteen taantumaa vievälle hidastumiselle 10 prosentin todennäköisyyden. Euroalueella nämä todennäköisyydet ovat selvästi suuremmat, 40 % ja 20 %.
- Vaikka akuutti kriisi jää taakse, aktiviteetin taso pysyy pitkään vaisuna. Finanssi- ja rahapolitiikan kiristymisen ja valtionvelan kasvu rajoittavat vuosien ajan kehittyneiden maiden talouskasvua, joka jää totuttua hitaammaksi vuosikymmenen lopulle asti.

Suomen talous

- Kun maailmankauppa romahti, **Suomen talous romahti 2008 lopussa ja 2009 alussa.** Puolen vuoden aikana BKT supistui liki 9 %. Huhti-kesäkuussa 2009 kokonaistuotannon alamäki hidastui ja kesän lopulla talous kääntyi varovaiseen kasvuun. Vaikka varsinainen taantuma kesti vain muutaman kuukauden, sen voima oli hurja. Pudotus oli rajumpi, mutta onneksi lyhyempi, kuin 90-luvun alussa. **BKT supistui -7.8 % 2009.** Elpyminen pysähtyi yllättäen 2009 lopussa. Kun kylmä talvi ja ahtaajien lakko rasittavat alkuvuotta, BKT:n kasvu 2010 jää 1.2 prosenttiin. Vuonna 2011 BKT kasvaa 2.3 % ja siitä eteenpäin kasvu vakiintuu noin 2 prosentin tasolle. Kilpailijamaita suuremmat palkankorotukset viime vuosina ovat rapauttaneet hintakilpailukykyämme ja se rasittaa talouskasvua paitsi ennustejaksolla myös sen jälkeen.
- **Työttömyysaste nousee** viime vuoden 8.2 prosentista **9.7 prosenttiin 2010 ja alenee 9.3 prosenttiin 2011.** Inflaatio, joka oli 0.0 % vuonna 2009, on 1.1 % vuonna 2010 ja 1.7 % 2011.

Tämä Aktian ennuste on laadittu 14.4.2010 käytössä olleen informaation perusteella.

Ennustemapiirin muutokset

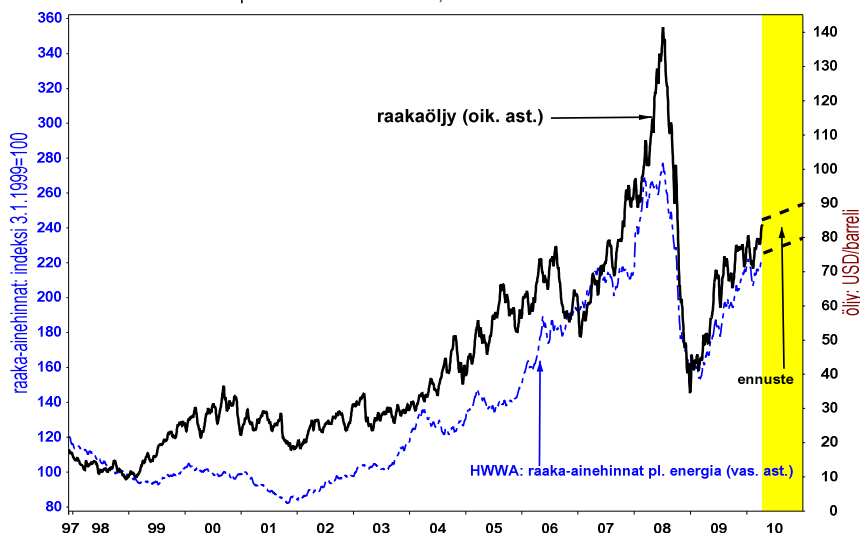
Talouden nousukäännne nähtiin kehittyneissä maissa syksyyn 2009 tultaessa ja nyt kuumenee kysymys siitä kuinka talouspolitiikan *exit* eli elvytyksen purkaminen onnistuu ja se millainen on tulevan kasvun kulmakerroin.

- USAssa hyperelvytyksen vauhdittama 2009 lopun talouskasvu ylitti odotukset. Konsensusodotuksen mukaan kasvu vakiintuu 3-3½ prosentin tasolle 2010-11. Toisaalta monet ennustavat, että elvytyksen purkaminen ja pitkien korkojen nousu painavat kasvun 2 prosentin tasolle jo kesään mennessä. Jälkimmäinen on lähempänä meidän odotustamme.
- Kiinan ja Intian vedossa Aasia on elpynyt odotettuakin nopeammin. Samaan aikaan keskustelu Kiinan ylikuumenemisestä ja inflaatoriskeistä on entisestään aktivoitunut. *Exit*-riskit ovat nyt huomion keskipisteessä.
- Euroalueen kasvun pysähtyminen 2009 lopussa oli yllätys ja suuri pettymys, joka on lietsonut Euroopan kasvumahdollisuuksia koskevaa skeptisyyttä. Kreikan rahoituskriisi on lisännyt huolta entisestään.
- Keskustelu FEDin ja EKP:n ensimmäisen koronoston ajankohdasta jatkuu kiihkeänä. Sitä hämmentää inflaatiohuolilla ja deflaatiopeloilla pallottelu. Vaikka hintapaineet ovat lyhyellä tähtäimellä pienet, olemme pitäneet varsinaisen deflaation todennäköisyyttä vähäisenä. Pitemmällä tähtäimellä kiihtyvän inflaation todennäköisyyttä on vaikeampi arvioida. Jos rahapolitiikka kiristyy ja keskuspankkien *exit* toteutuu riittävän nopeasti, inflaation irtipääsy on epätodennäköinen. Jos talouspolitiikan hyperelvyttävyyttä ei pureta ajoissa 2010-11, inflaatoriskistä 2011-2012 tulee todellinen.
- Kehittyneiden talouksien valtionvelan kasvun vaikutuksia potentiaalisen tuotannon kasvuvauhtiin voidaan yhä yleisemmin. Yksi keskeinen odotuksiin vaikuttava tekijä on arvio pitkien korkojen noususta, kun 1) riskipreemiot palaavat normaalimmille tasoille ja 2) kehittyneiden maiden yhteenlaskettu valtionvelka nousee ennen näkemättömälle tasolle.
- Eri valtioiden eritahtinen velkaantuminen, jonka lopullisia saldoja on vielä vaikea arvioida, tekee valuuttakursseihin kohdistuvien paineiden ennakoimisen poikkeuksellisen hankalaksi. Kiinan yuanin aliarvostus on noussut politiikkakeskustelujen keskiöön.
- Raakaöljyn hinta nousi nopeasti 2009 aikana (kuvio 1) ja maailmantalouden elpyessä hyperkevyt rahapolitiikka kasvattaakin huolta raaka-aineiden hintakuplan kehittymisestä.
- Suomen kokonaistuotannon nousu pysähtyi vastoin odotusta 4. neljänneksellä eikä pettymystä helpota se, että seisahdus oli yleiseurooppalainen. Vaikka Suomi kärsi vientivetoisena maana maailmankaupan romahduksesta monia muita enemmän, maailmankaupan elpyminen ei ole vielä heijastunut vientiimme. Venäjänvientimme, joka supistui erityisen rajusti, elpyminen ei ole vielä edes alkanut vaikka Venäjän tuonnissa on vahvistumista näkynyt.

Kuvio 1

Öljyn ja raaka-aineiden dollarihinnat

5 päivän liukuva keskiarvo, viimeinen havainto 13.4.



Taulukko 1

Kansainvälisen talouden ennuste ostovoimapariteettipainoin: BKT:n kasvu, %

	Osuus 2008, %	2007	2008	2009	2010e	2011e
Maaailma	100.0	4.9	3.0	-1.3	3.8	3.8
Euroalue	15.7	2.6	0.7	-4.0	1.2	1.7
Saksa	4.2	2.6	1.0	-5.0	1.3	1.7
Ranska	3.1	1.9	0.7	-2.2	1.3	1.7
USA	20.6	2.2	1.1	-2.4	3.0	2.0
Japani	6.3	2.1	-0.7	-5.2	2.2	1.5
Kiina	11.4	11.9	9.6	8.7	9.5	9.0
Intia	4.8	9.2	6.2	6.2	7.5	7.0
Venäjä	3.3	8.1	7.0	-8.0	5.0	4.0

Taulukko 2

Kansainvälisen talouden ennuste: Kuluttajahintainflaatio, %

	Osuus 2008, %	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Euroalue	15.7	2.1	3.3	0.3	1.3	1.7
USA	20.6	2.9	3.8	-0.3	2.2	2.0
Japani	6.3	0.0	1.4	-1.4	-0.5	0.0

Taulukko 3

Aktian ennusteet: Korot ja valuuttakurssit

	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	13.4.2010	30.12.2010e	30.6.2011e
Euroalue						
EKP:n ohjauskorko	4.00	4.25	1.00	1.00	1.25	2.00
3 kk. euribor	4.68	4.50	0.70	0.64	1.25	2.25
10 v. korko:						
Ger (= benchmark)	4.32	3.80	3.40	3.15	3.70	4.00
USA						
Ohjauskorko	4.25	2.00	0.0-0.25	0.0-0.25	0.75	2.00
3 kk libor	4.70	2.70	0.25	0.30	1.20	2.25
10 v. korko	4.03	3.80	3.84	3.82	4.25	4.70
Japani						
Ohjauskorko	0.50	0.50	0.10	0.10	0.10	0.40
3 kk. tibor	0.86	0.75	0.46	0.41	0.50	0.70
10 v. korko	1.53	1.60	1.33	1.39	1.50	1.50
Valuuttakurssit						
EUR/USD	1.46	1.38	1.43	1.36	1.30	1.25
EUR/YEN	165	141	133	127	127	125
USD/YEN	113	102	92	93	98	100

Taulukko 4

Aktian ennuste: Suomen keskeiset ennusteluvut, %

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e
BKT:n kasvu	5.0	4.4	0.9	-7.8	1.2	2.3
KHI-inflaatio	1.5	2.5	4.0	0.0	1.1	1.6
Työttömyysaste	7.7	6.9	6.4	8.2	9.7	9.3

Keskeiset epävarmuudet ja uhkat

Globaali taantuma on takana ja maailmantalous kasvaa 3 3/4 % sekä 2010 että 2011. Elpymisen käynnistymistä tukivat 1) ekspansiivinen rahapolitiikka, 2) ekspansiivinen finanssipolitiikka, 3) rahoitusmarkkinoiden normalisoituminen ja 4) luottamuksen vahvistuminen. Uhkaskenaariossa elpyminen katkeaa esimerkiksi uusiin rahoitusmarkkinahäiriöihin, öljyn rajuun kallistumiseen tai elvytyspolitiikan liian nopeaan lopettamiseen.

Epävarmuuden lähteitä on lukuisia. Tuleeko finanssimarkkinoilta uusia häiriöitä? Jääkö Kreikan kriisi yksittäistapaukseksi? Vahvistuuko yksityinen kulutus vai rapauttaako korkea työttömyys kotitalouksien luottamuksen? Alkavatko yritykset investoida? Onnistuuko talouspolitiikan *exit*? Kestääkö asuntomarkkina lainakorkojen nousun?

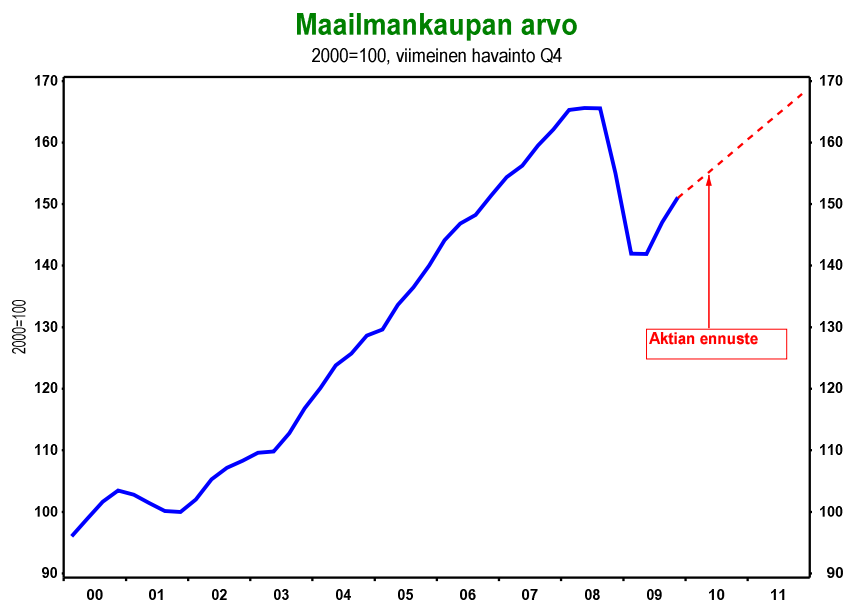
Jos keskuspankkien *exit* toteutuu Atlantin molemmin puolin oikea-aikaisesti, inflaation irtipääsy on epätodennäköinen. Jos talouspolitiikan hyperelvyttävyyttä ei pureta ajoissa 2010-11, inflaatoriskistä tulee todellinen.

Kiina-riski on, että elvytyksellä vauhtiin sysätty kasvu alkaa yskiä 2010 aikana. Kiinan tuonnin väheneminen heijastuisi laajasti paitsi Aasiaan myös raaka-ainetuottajiin Afrikassa ja Etelä-Amerikassa. Eikä pidä aliarvioida potentiaalisia vaikutuksia Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin. Tällä hetkellä pidämme Kiina-riskejä toissijaisina. Pitkässä juoksussa ympäristöongelmat ja yhteiskunnallisen vakauden vaarantuminen ovat Kiinan menestystarinan merkittävimmät uhkat.

Suomen lyhyen välin riskit liittyvät viennin elpymiseen, työttömyyden nousuun ja kuluttajien luottamukseen. Suuri huoli on kilpailukyvyn rapautuminen, joka johtuu suomalaisten palkkojen noususta 2003-09. Kun sähkötekninen teollisuus on kypsymässä matalan kasvun sektoriksi ja väestön ikääntyminen etenee, taloutemme trendikasvu hidastuu pysyvästi. Pitkän ajan riski on, että rakenteiden ja asenteiden luutumisen vuoksi emme pysty punomaan yhteen hyvää tuottavuuskasvua ja lisääntyvää maahanmuuttoa. Pystytäänkö välttämään syrjäytymistä ruokkivat, Manner-Euroopasta tutut virheet maahanmuuttajien vastaanottamisessa ja kotouttamisessa?

Gloaalitalouden pitkän aikavälin suurin uhka liittyy ilmastonmuutokseen ja kasvihuonekaasujen hillitsemiseen. Toinen -- paitsi kaikkia kehittyneitä maita myös monia kehittyviä maita (mm. Venäjä, Kiina) koskettava -- pitkän aikavälin megahaaste liittyy väestön ikääntymiseen ja siihen sopeutumiseen.

Kuvio 2



Ilmastomuutos ja maailmantalous

Ilmastomuutokseen liittyvien riskien hallitseminen on monimutkaisin kollektiivinen haaste, jonka ihmiskunta on koskaan kohdannut.

Vuosikymmenten eipäs-juupas-väittelyn jälkeen politiikantekijöiden suhtautuminen ilmastomuutokseen muuttui nopeasti muutama vuosi sitten. Tärkeä katalysaattori oli syksyllä 2006 julkaistu Englannin hallituksen tilaama, riippumaton "Sternin raportti", joka raportoi todennäköisyysperustaiset hintalaput ilmastomuutoksen seurauksille ja muutoksen hillitsemiselle. OECD on jatkanut tätä analyysia ja täydentänyt sitä uuden tieteellisen evidenssin pohjalta (Climate Change Mitigation: What Do We Do?, OECD 2008). Valitettavasti Kööpenhaminan ilmastokokouksen epäonnistuminen osoitti, että tietoisuus ihmiskunnan tulevaisuutta koskevasta uhkasta ei riitä siihen, että ihmiskunta estäisi uhkan toteutumisen. Kansallinen itsekkyyks painoi alleen kansainvälisen vastuullisuuden. Kattavan ja sitovan kansainvälisen ilmastosopimuksen syntyminen ei liene todennäköinen jatkossakaan. Ratkaisuja tulee hakea paloittain.

Yhtä mieltä maailman päättäjät ovat kuitenkin siitä, että ilmastomuutos on totta, vaarallista ja ihmisen aiheuttamaa. Ilmastomuutos johtuu sadan vuoden aikana ilmakehään kumuloituneesta hiilidioksidista ja muista kasvihuonekaasupäästöistä. Siitä, että seuraukset ovat vakavat, on tieteellinen varmuus. Ilmastomuutos on globaali uhka ja sen pysäyttäminen vaatii pikaista globaalia toimintaa. Nopeista ja voimakkaista toimista saatava hyöty ylittää selvästi nykyisen jatkumisesta koituvat kustannukset.

Jos kasvihuonepäästöt jatkuvat nykytrendillä, talouskasvun ja jokapäiväisen elämän edellytykset heikentyvät selvästi tulevina vuosikymmeninä. Jos tämä estetään kustannustehokkaalla ilmastopolitiikalla, globaali BKT jäisi vuonna 2050 OECD:n mukaan 4,8 % pienemmäksi kuin ilman ilmastopolitiikkaa (kuvio 3). Joulukuussa 2050 maailmantalous pääsisi siihen tuotannon tasoon, joka ilman ilmastosatsauksia olisi saavutettu "jo" syksyllä 2049. Maailmantalouden vuotuisen keskiprosentin hidastumista 0,13 prosentilla ei kukaan huomaa jokapäiväisessä elämässään. Siksi ilmastomuutoksen estämisestä koituvaa kustannusta on vaikea pitää suurena. Toisaalta OECD:n laskelmissa ei ole arvioitu ilmastomuutoksen etenemisestä aiheutuvia kustannuksia, jotka vaikuttavat kymmenien tai jopa satojen miljoonien ihmisten jokapäiväiseen elämään hyvinkin voimallisesti. Sternin raportin mukaan ilmastomuutoksen jatkuessa menetys voi olla pitkässä juoksussa 20 % globaalista BKT:stä tai vieläkin enemmän.

Jos toimitaan heti, voidaan tulevien 10-15 vuoden ajan edetä melko rauhallisesti ja vähäisin kustannuksin. Jos nyt ei toimita, jokainen odotettu vuosi lisää kiirettä ja kasvattaa kokonaiskustannusta. Ilmastopoliittinen toimettomuus lisää ilmaston lämpenemisen negatiivisia vaikutuksia ja kasvattaa niiden torjumisen kustannuksia. Eräiltä osin seurausten myöhempi korjaaminen on ehkä jopa mahdotonta.

Stern arvioi, että nykyisen ilmakehään on vuosisadan lopulla kertynyt niin paljon kasvihuonekaasuja, että niiden aiheuttama maapallon keskilämmön kokonaisnousu on yli 50 prosentin todennäköisyydellä yli 5°C. Se vastaa viimeisen jääkauden jälkeen tapahtunutta maapallon lämpenemistä ja vaikuttaisi suuresti tulevaisuuden maantieteeseen, siihen missä ja miten ihmiset elävät.

Jäätikköjen sulaminen lisäisi tulvia ja vähentäisi puhtaan juomaveden määrää. Vaikutus kohdistuisi noin miljardiin ihmiseen Intiassa, Kiinassa ja Andeilla Etelä-Amerikassa. Viljasadot supistuisivat varsinkin Afrikassa heikentäen satojen miljoonien ihmisten elinmahdollisuuksiin. Malaria ja dengue-kuume leviäisivät. Merenpinnan nousu saattaisi kymmenet, ehkä sadat miljoonat ihmiset alttiiksi tulville. Erityissuojaa tarvitsisivat mm. sellaiset rannikkokaupungit kuin Tokio, New York, Kairo, Shanghai ja Lontoo. Ehkä jopa 200 miljoonaa ihmistä joutuisi muuttamaan asuinpaikkaansa merenpinnan nousun, rajumpien tulvien ja kovempien myrskyjen vuoksi. Toisaalta sekä maatalouden että turismin edellytykset pohjoisilla alueilla -- mukaan lukien Suomi -- paranisivat.

Kansainvälistä yhteistoimintaa tarvitaan, sillä ilmastomuutos on globaali ongelma. Maailman kasvihuonepäästöt ovat kaksinkertaistuneet 70-luvun alun jälkeen. Nykyisen ne luultavasti kasvaisivat noin 70 % 2008-2050. Menneisyydessä päästöt olivat valtaosin peräisin teollistuvista talouksista, joten ilmakehän nykyinen kasvihuonekaasupitoisuus on peräisin nykypäivänä rikkaista maista. Uusista päästöistä 2/3 tulee jo nyt kehittyvistä maista ja osuus kasvaa jatkossa, jos ilmastopolitiikka ei etene. Siksi Kiinan, Intian, Brasilian ja Venäjän osallistuminen on ensiarvoisen tärkeää. Päästöjä pitää vähentää siellä

missä se tehokkainta ja tämän päivän rikkaiden maiden pitää kantaa valtaosa köyhien maiden päästötal-
koiden kustannuksista, koska ne ovat tuottaneet suurimman osan menneistä päästöistä.

Ilmastonmuutoksesta kärsivät ensin ja eniten köyhimmät kansat ja maat, jotka ovat jo tapahtuneeseen
muutokseen vähiten syällisiä. Äärimmäisten sääilmiöiden (tulvat, kuivuus, myrskyt) aiheuttamat
kustannukset kasvavat kuitenkin myös rikkaissa maissa. Tulevien 20-30 vuoden aikana ilmastonmuutos
etenee, vaikka ilmastopolitiikka muuttuisi nopeastikin. Siksi realistinen tavoite on ilmakehän
kaasupitoisuuden stabiloiminen jonkin verran nykytasoa korkeammalle. OECDn mukaan tämäkin
tavoite vaatii, että kasvihuonekaasujen vuotuiset päästöt alenevat pitkässä juoksussa kolmannekseen tai
jopa neljännekseen vuoden 2005 tasosta. Tavoite on kova, muttei OECDn mukaan mahdoton.

Kasvihuonekaasuja syntyy monilla talouden aloilla. Energiantuotannon osuus on suurin. Sähkön
tuotannossa ja siirrossa syntyi 26 % maailman kasvihuonepäästöistä 2004. Teollisuuden osuus oli 19 % ja
liikenteen 13 %. Metsät sitovat hiilidioksidia ja ovat ilmakehän tasapainon keskeinen ylläpitäjä. Metsäalan
vähentymisen ja metsien rappeutumisen päästöosuus on 17 % eli suurempi kuin koko liikennesektorin.

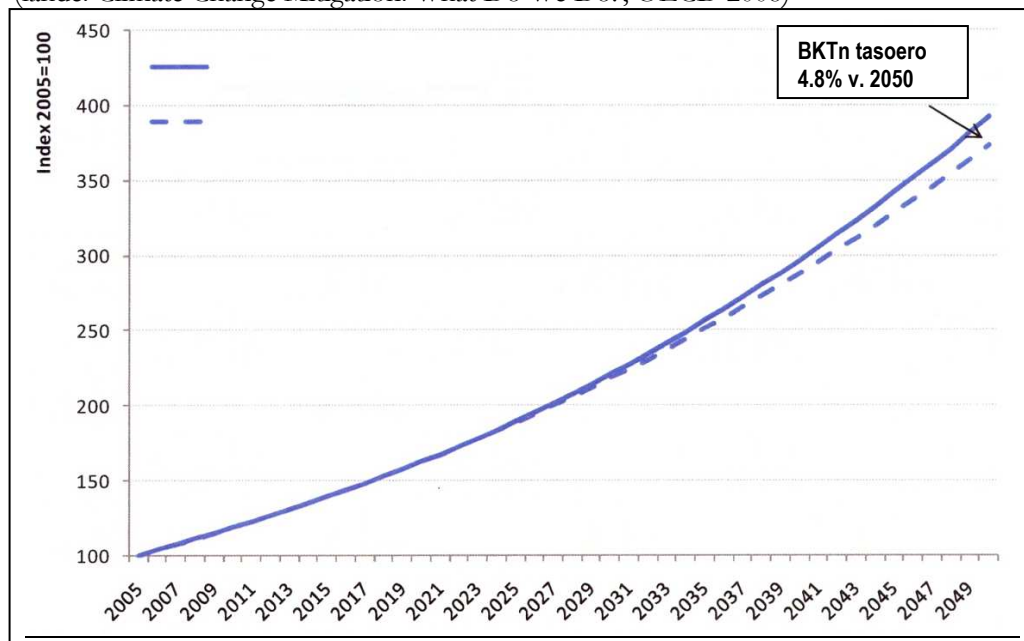
Ilmastonmuutosta hillitään sekä vähentämällä kokonaistuotannon energiantenssiivisyyttä että vähentä-
mällä käytettävän energian hiilipitoisuutta. OECD ehdottaa politiikkaohjelmaa, joka yhdenmukaistaa
päästövähennysten kustannuksen eri päästölähteiden välillä kunakin tietynä hetkenä. Implisiittinen hinta
nousee ajan kuluessa, kun halvemmat päästövähennykset on toteutettu ja edetään kalliimpiin. Tässä on
kustannustehokkuuden kriteeri. Markkinat eivät sitä toteuta, sillä yksittäisen saastuttajan näkökulmasta
ilmakehä on ilmainen kaatopaikka. OECDn mielestä toimivin vaihtoehto on ns. "cap-and-trade" -
päästökauppa. Tässä järjestelmässä se, jonka päästöt vähenevät tai ovat vähäiset, voi myydä omia päästö-
oikeuksiaan niille, jotka niitä tarvitsevat ja ovat siis valmiita päästöoikeudesta maksamaan. Tässä järjes-
telmässä vähäpäästöisyys tuottaa selvää rahaa ja jokaisella yrityksellä on insentiivi vähentää päästöjään.
OECDn mallissa poliitikot päättävät ilmastotavoitteista ja yritykset päättävät kuinka niihin päästään.

Hallituksia tarvitaan myös edistämään teknologiaa, joka vähentää päästöjä sähkön ja lämmön tuotan-
nossa sekä liikenteessä ja tehostaa energian käyttöä yleisesti. Valitettavasti Kööpenhaminan kokouksen
epäonnistuminen lisää teknologiainvestointeihin liittyviä riskejä. Kun myös metsäkadon estämisessä
julkisen vallan rooli on tärkeä, ilmastonmuutoksen hillitseminen edellyttää aivan ilmeisesti yhteistyötä a)
eri maiden kesken ja b) julkisen ja yksityisen sektorin välillä kussakin maassa.

Kiina on ohittamassa USAn maailman suurimpana kasvihuonepäästöjen lähteenä. Ilmastonmuutosyh-
teistyön tärkeyttä korostaa, että monien väkirikkaiden maiden (Kiina, Intia) *per capita* -päästöt ja sen myö-
tä kokonaispäästöt kasvavat, vaikka energiatehokkuus tuotettua BKT-yksikköä kohti paranisi.

Kuvio 3 Kustannustehokkaan ilmastopolitiikan BKT-vaikutus vuoteen 2050 mennessä

(lähde: Climate Change Mitigation: What Do We Do?, OECD 2008)



USA: Elvytys tehosi, kasvuspurtti nähty

USAn taantuma alkoi joulukuussa 2007. Syksyllä 2008 talouden alamäki vauhdittui, kun investointipankki *Lehman Brothers*'in konkurssi johti finanssikriisin globaaliin kärjistymiseen. Taustalla oli se, että talouspolitiikan päättäjät eivät osanneet arvioida Lehmanille johdannaisen kautta muodostuneen vastapuolijoukon laajuutta -- investointipankkina Lehman Brothers oli ollut jokseenkin kaiken raportointivelvoituksen ja valvonnan ulkopuolella. Lehman Brothersin konkurssista käynnistyi *The Great Panic*.

Syksystä 2008 lähtien 2009 ennusteita korjattiin alas ympäri maailman kuukausi kuukaudelta (kuvio 4). Elettiin globalisoituneen raha- ja reaali-talouden ensimmäistä globaalia kriisiä ja epävarmuus oli ennen kokematon. Kun heikkous levisi kaikille mantereille samaan aikaan, negatiiviset kerrannaisvaikutukset olivat ainutkertaiset. Maailmankauppa supistui 2009 alussa 20 kertaa rajumpaa vauhtia kuin maailman BKT. Se oli ulkomaankaupan rahoituksen kiristymisestä ja yritysjohtajien paniikista johtuva ylilyönti. Korjausliike alkoi viime kesänä (kuvio 2) ja siitä lähtien talousennusteita on korjattu ylös.

Ennusmerkit 30-luvun laman globaalille toisinnolle olivat ilmassa syksyllä 2008. Suuri Lama vältettiin talouspolitiikan globaalin, ennen näkemättömän voimakkaan ja nopean reaktion ansiosta. Ennakoivien indikaattorien käänne keväällä 2009 todisti elvytyksen menestystä (kuvio 6).

Keskuspankki FED ei ole koskaan ollut yhtä aggressiivinen kuin 2009. Samaan aikaan hallituksen hyperekspansiivinen finanssielvytys (kuvio 11) vei budjettivajeen 10.2 prosenttiin BKT:stä 2009 eikä vaje supistu 2010.

Kun talouspolitiikka pahensi 30-luvun lamaa, nyt asemointi oli tasan päinvastainen. Suuri Lama vältettiin, mutta USA on lainannut kasvua tulevaisuudesta. Kun kumuloitunutta velkaa sulatetaan ja elvytystä vähennetään, talouden paluu viime vuosien trendikasvuun on toiveajattelua. Totuus valkenee, kun elvytysvetoinen kasvuspurtti hiipuu 2010 aikana.

Jos globalisoituneiden finanssimarkkinoiden globaali kriisi oli ensimmäinen laatuaan, onko se viimeinen? Onko finanssimarkkinoiden globalisointuminen pysyvästi lisännyt globaalien finanssikrii-

sien todennäköisyyttä? Aika näyttää mitä tapahtuneesta opitaan. On kuitenkin vaikea uskoa, että lisääntyvä sääntely voisi estää uusien kuplien syntymisen. Mitä sokeammin sääntelyyn uskotaan, sitä todennäköisemmin riskit aliarvioidaan ja kuplien todennäköisyys kasvaa. Riskien tiedostaminen ja niihin varautuminen on paras ja ehkä ainoa vastalääke finanssikuplien kehittymiselle.

Miten tähän on tultu?

Nousukausi 1991-2000 oli pisin USAn tilastoidussa historiassa. Sen aikana kasvava osa kotimaisesta kysynnästä purkautui tuontiin ja vaihtotase heikkeni vauhdilla (kuvio 5). Keveä rahapolitiikka tuki kuluttajien velkaantumista ja antoi kasvualustan it-pörssikuplalle, joka puhkesi 2000. Lyhyt ja lievä taantuma kesti maaliskuusta marraskuuhun 2001.

Taantumavuonna 2001 FED pudotti ohjauskoron 6.5 prosentista 1.75 prosenttiin (kuvio 7). Reaalinen ohjauskorko laski 5 prosenttiyksikköä ja painui negatiiviseksi. Kuviossa 7 paksu musta katkoviiva on John B. Taylorin arvio optimaalisen ohjauskoron tasosta. Ero toteutuneeseen ohjauskorkoon oli suurimmillaan 4 %-yksikköä 2004. Samaan aikaan budjettitasapaino heikkeni 2001-03 määrällä, joka oli 6½ prosenttia BKT:stä (kuvio 11). Halpa raha ruokki asuntomarkkinakuplaa ja maaperä oli otollinen *subprime* -lainakulttuurin laajenemiselle.

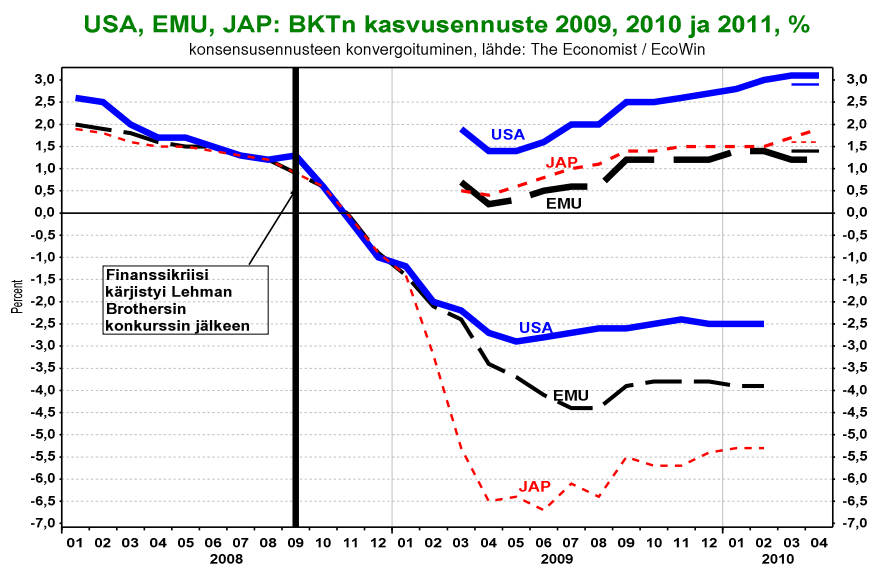
Rahoitusmarkkinakriisin taustalla oli kokonainen sarja talouspolitiikan virheitä. Syytettyjen penkillä ovat 1) Greenspanin FEDin ylikeveä rahapolitiikka, jota kuvaa korkoja koskeva ja yleisessä kielenkäytössä vakiintunut luonnehdinta "too low, too long", 2) hallituksen tuki *subprime*-markkinan kasvulle, 3) kehoitus rahoitusvalvontaa ja 4) huonot pankkikäytännöt (bad banking).

Finanssikriisin puhjettua pankkien maksaman ja valtion maksaman 3 kuukauden rahan hintaero kasvoi 2 prosenttiyksikköön elokuussa 2007 (kuvio 32) ja 4½ prosenttiin Lehman Brothersin kaaduttua. Nyt ero on kaventunut lähelle ennen kriisiä vallinnutta tasoa.

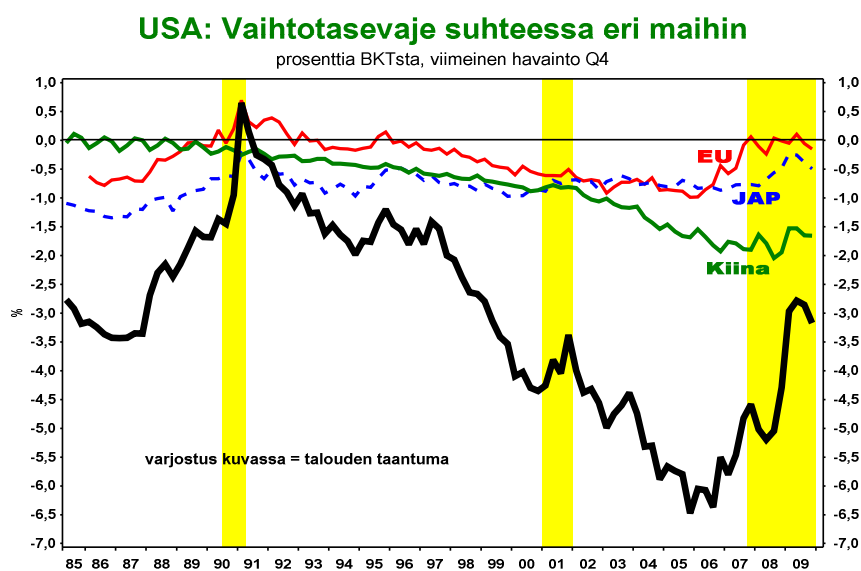
Hurjapäinen elvytys selätti taantumaa

Aktian Taloudellinen katsaus nimesi toukokuussa 2006 asuntomarkkinakuplan talouskasvun suurimmaksi uhkaksi. Tammikuun 2007 ennusteessa arvioimme taantumaa todennäköisyyden olevan

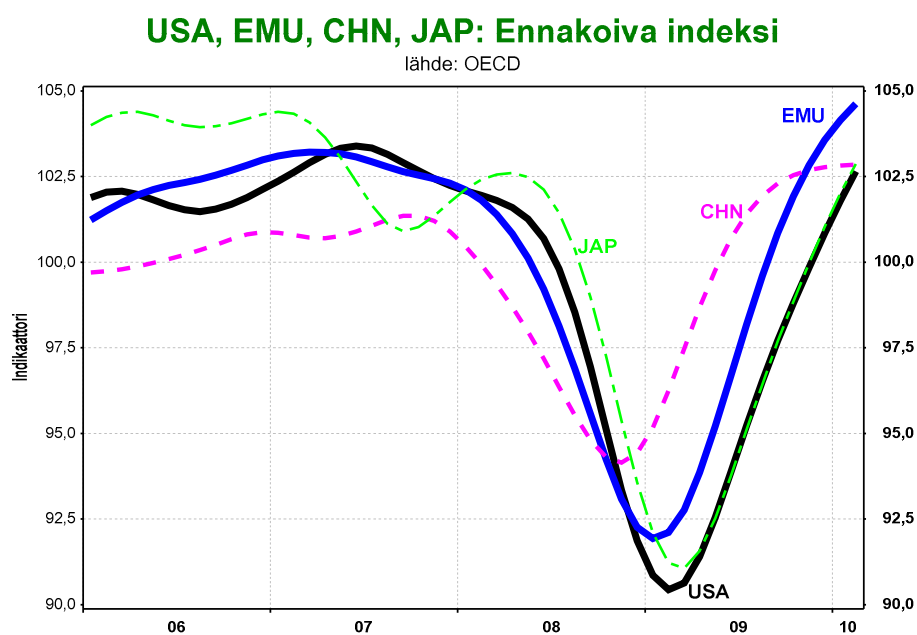
Kuvio 4



Kuvio 5



Kuvio 6



35 % ja toukokuussa 2007 jo 40%. Virallisen arvion mukaan taantuma alkoi joulukuussa 2007 eli vain 3-4 kuukautta subprime-kriisin kärjistymisen jälkeen.

Asuntomarkkinoiden romahdus oli 2007-2008 raju. Maksuhäiriöt ja pakkolunastukset lisäsivät myymättömiä asuntoja ja luottomarkkinoiden kireys lisäsi sekä velallisten että rakentajien ahdinkoa. Kysynnän ja tarjonnan epätasapainoa pitivät yllä myös "kilisevät kirjekuoret". Kun asuntohinnat laskivat, yhä useamman asunnon arvo painui asuntolainaa pienemmäksi. Loukusta pääsi ulos pistämällä avaimet kirjekuoreen ja pudottamalla se pankin postiluukkuun. Näin hävisi asunto, mutta myös asuntovelka.

Asuntomarkkinan tasapainottuminen alkoi jo yli vuosi sitten. Asuntohintojen lasku on pysähtynyt (kuvio 8). Asuntorakentajien NAHB -luottamusindeksi on noussut ja asuntokauppa vauhdittunut. Aloitettujen rakennushankkeiden määrä kasvaa, vaikkakin matalalla tasolla. Selvillä vesillä ei kuitenkaan olla, kun suuri osa talokaupoista kohdistuu pakkolunastettuihin kohteisiin eikä pakkolunastusten määrä laske nopeasti. Kilisevät kirjekuoretkaan eivät katoa, kun lukemattomat velalla rahoitetuista asunnoista ovat arvoltaan lainaa pienempiä. Kun korot alkavat nousta, uudet velallisryhmät joutuvat vaikeuksiin. Paras mitä lähikuukausilta voi siis toivoa on, että asuntomarkkinan uskottava stabiloituminen jatkuu.

Kuluttajien luottamus painui 2009 alussa heikommaksi kuin kertaakaan sarjan historiassa (kuvio 10). Vaikka pahin pessimismi jäi pian taakse, kuluttajien luottamuksen vahvistuminen katkesi. Syitä olivat epäilemättä työttömyyden nousu, huono luotonsaataavuus ja yleinen epävarmuus. Sen, että finanssikriisin edessä kaikkien lainojen luottoehdot kiristyivät, taustalla oli pankkien ulkoisen rahoituksen kallistuminen. Sitä ei estänyt edes hallitusten *de facto* lupaus lokakuussa 2008, että yhtään merkittävää pankkia ei päästetä kaatumaan missään kehittyneessä maassa.

Amerikkalaisen elvytyksen mitoitus oli ennen näkemätön. Sen ansiosta USAn talous sai kovaa maata jalkojensa alle jo syksyyn tultaessa. Käänteestä huolimatta BKT 2009 supistui vuositasolla -2.4%. Taantuma, jonka kestoksi tultaneen aikanaan kirjaamaan 24-25 kk, on pisin taantuma sitten 42 kuukautta kestäneen

30-luvun laman. Elvytys nosti vuoden 2009 loppuneljänneksen kasvun 5.6 prosentin vuosivauhtiin. Kuluvan vuoden vuosikeskiarvoon siirtyvä vaikutus on niin suuri, että BKT 2010 kasvaa 3.0 %. Vuonna 2011 odotamme kasvun hidastuvan 2 prosenttiin, kun elvytyksen purkaminen hidastaa aktiviteetin vahvistumista.

Budjettialijäämä 2009 oli 10.2 % BKT:stä (kuvio 10) eikä velkasuhde talouskasvun käynnistymisestä huolimatta juurikaan alene 2010. IMF:n arvioissa vaje on 6½ % vielä 2014. Liittovaltion bruttovelka on silloin lähes 110 % BKT:stä, kun se vielä 2007 oli 62%. Julkisen talouden tasapainottaminen rajoittaa talouden kasvumahdollisuuksia monen vuoden ajan. Haasteen vaikeudesta kertoo, että USAn julkisen velan korkomenon BKT-osuus nousee 2010-luvulla noin 1 prosentista 3½ prosenttiin.

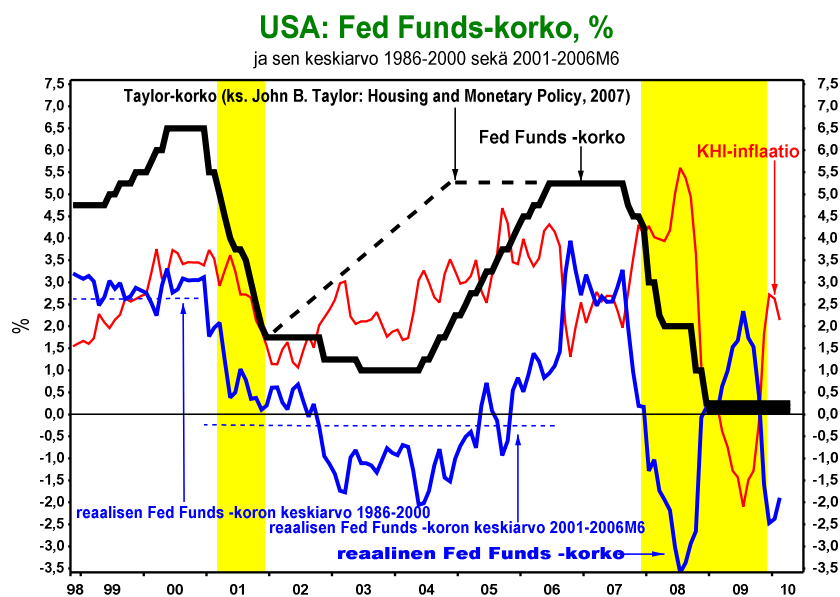
Kulutus ja kotitalouksien varallisuus

Yksityinen kulutus, joka oli talouden moottori vuodesta toiseen, romahti syksyllä 2008. Kulutuksen keskeiset taustatekijät ovat kotitalouksien *tulovirta* ja *varallisuusvaranto*. *Tulovirtaan* liittyvä "on/off" -muuttuja on työllisyys. Työpaikkoja menetettiin taantuman aikana 8½ miljoonaa. Työttömyysaste nousi maaliskuun 2007 4.4 prosentista 10.1 prosenttiin syyskuussa 2009 (kuvio 13), mutta on sen jälkeen supistunut 9.7 prosenttiin tammi-maaliskuussa 2010. Vaikka talous kasvaa ja työllisyys alkaa vahvistua, työttömyys pysyy yli 9 prosentin tasolla vielä pitkään.

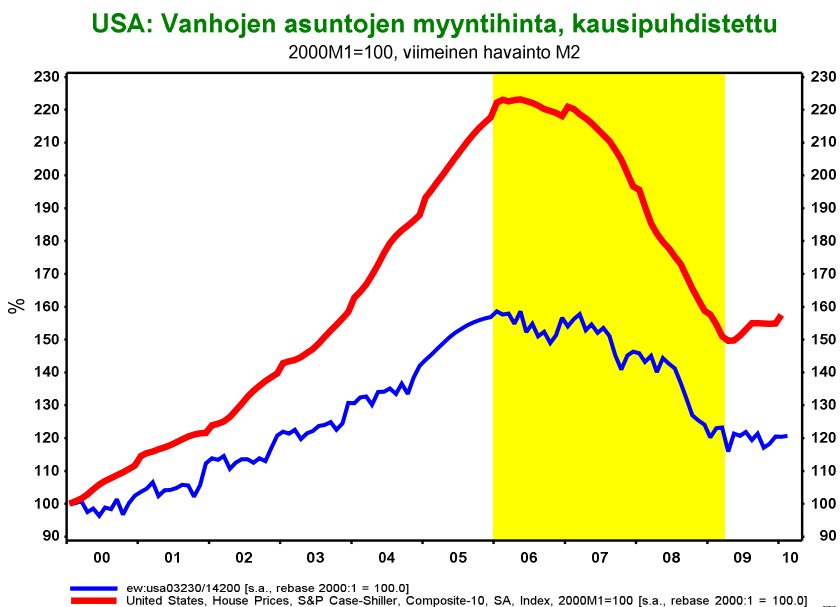
Varallisuusvaranto kertoo sen omistuksen arvon, jonka kotitaloudet voivat halutessaan realisoida. Varallisuus korostuu maassa, jossa sosiaalinen turvaverkko on suurisilmäisempi kuin Euroopassa ja eläketurva perustuu henkilökohtaisiin säästöihin. Lisäksi keskivertoamerikkalainen on tällä hetkellä lähempänä eläkeikää kuin koskaan. Tutkimusten mukaan 5-10 % varallisuuden muutoksesta siirtyy USAssa kulutuskäyttöön 1-2 vuoden aikana.

1990-luvun nousukaudella olivat "varallisuusvaikutuksen" polttopisteessä osakekurssit ja 2000-luvulla asuntohinnat. FEDin ex-puheenjohtajan Greenspanin mielestä tulevaisuuden keskuspankkipolitiikan tulee tarkastella aiempaa enemmän omaisuusarvojen kehitystä. Lokakuun 2009 NABE-kokouksessa FEDin varapuheenjohtaja Donald Kohn sanoi suhtautuvansa ajatukseen aiempaa avoimemmin.

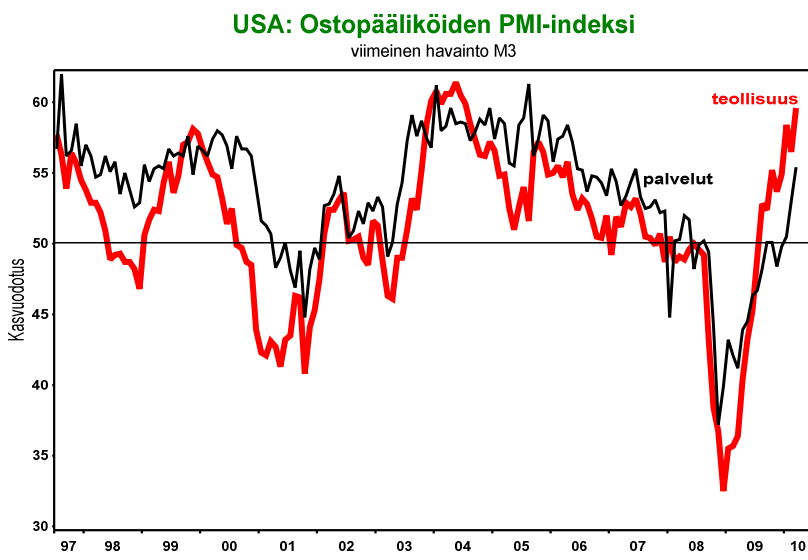
Kuvio 7



Kuvio 8



Kuvio 9



Osakemarkkinakehitys oli syksystä 2008 kevääseen 2009 surkea, mutta käänne parempaan nähtiin vuosi sitten maaliskuussa. Kuviossa 12 ovat pörssi-indeksit *S&P 500*, *Dow-Jones*, teknologiapainotteinen *Nasdaq* ja pienempiä yrityksiä sisältävä *Russel*-indeksi. Kokonaisuutena amerikkalaisiin osakkeisiin sitoutunutta varallisuutta kuvaa parhaiten *Wilshire 5000* -indeksi, joka kattaa yli 90 % osakkeiden markkina-arvosta. Tätä kirjoitettaessa laajimpien pörssi-indeksien muutos vuoden takaa on 40 - 50 % plussalla, joten osakemarkkinoilta kumpuava varallisuusvaikutus on vahvasti positiivinen.

Asuntohintojen nopea nousu 2000-luvun alkuvuosina generoi positiivista varallisuusvaikutusta. Asuntovarallisuuden arvonnousu tuki kulutusta, sillä lähes 70 % amerikkalaisista kotitalouksista omistaa asunnon ja asuntojen arvonnousua vastaan nostettiin lisää luottoa, joka käytettiin kuluttamiseen. Kun asuntohinnat kääntyivät laskuun (kuvio 8), tämä rahoituskanava sulkeutui.

Nyt asuntohintojen alamäki on pysähtynyt ja asuntorakentamisen romahdus ohi (kuvio 9). Asuntosektoriin kohdentui 2000-luvun alkuvuosina niin suuri osuus kansantalouden kokonaisresursseista, että normalisoituminen höyläsi talouskasvusta 2007-08 ison siivun. Tämän kierteen päättymisen oli keskeistä elpymiselle.

Kotitalouksien velkaantuminen kaventaa talouden kasvumahdollisuuksia, kun kotimainen säästäminen ei riitä investointien rahoittamiseen. Kun työttömyys alkoi lisääntyä keväällä 2008, säästämisaste kääntyi nousuun. Säästämisaste on noussut 2½-3 %-yksikköä ja kulutus on jäänyt saman verran jälkeen tulojen kehityksestä. Lyhyellä tähtäimellä se syvensi taantumaa, mutta pitemmällä tähtäimellä säästämisasteen nousu on terve ilmiö ja luo edellytyksiä kulutuksen kestäväälle kasvulle tulevaisuudessa.

Vaihtotasevaje ja sen korjaantuminen

Vuosina 1992-2005 kasvava siivu USAn kotimaisesta kysynnästä purkautui tuontiin. Vaihtotaseen alijäämä oli suurimmillaan 6½ % BKT:sta. Syksystä 2006 lähtien epätasapaino on supistunut. Finanssikriisin aikana trendi vahvistui siitä huolimatta, että myös muu maailma oli taantumassa. 2006-07 USAn alijäämän tasapainottumisen vastaparina oli EU ja 2008 alkaen Japani. Nyt myös Kiinan suuntaan vajeen kasvu näyttää pysähtyneen (kuvio 5).

Kun maan ulkomaanvelka lisääntyy, velanhoito-menot kasvavat ja BKT:n kasvuun perustuvasta jakovarasta jää pienempi osa kotimaisten toimijoiden käyttöön. Kotitalouksien mahdollisuus kuluttaa ja/tai yritysten mahdollisuus investoida heikkenee. Vaikka ulkomaanvelan pitkään jatkuva kumuloituminen kaventaa velkamaan kasvumahdollisuuksia, on USAn asema poikkeava. Kun ulkomaanvelka ja velanhoitokulut määritellään sen omassa valuutassa, dollarin heikkeneminen pienentää velkaa muissa valuutoissa samalla, kun valuutan heikkeneminen parantaa kotimaisten yritysten kilpailukykyä ja vientituloja. Maailmantalouden kannalta olisi suotuisaa, että USAn vaihtotasevajeen tasapainottuminen etenisi ilman dramatiikkaa.

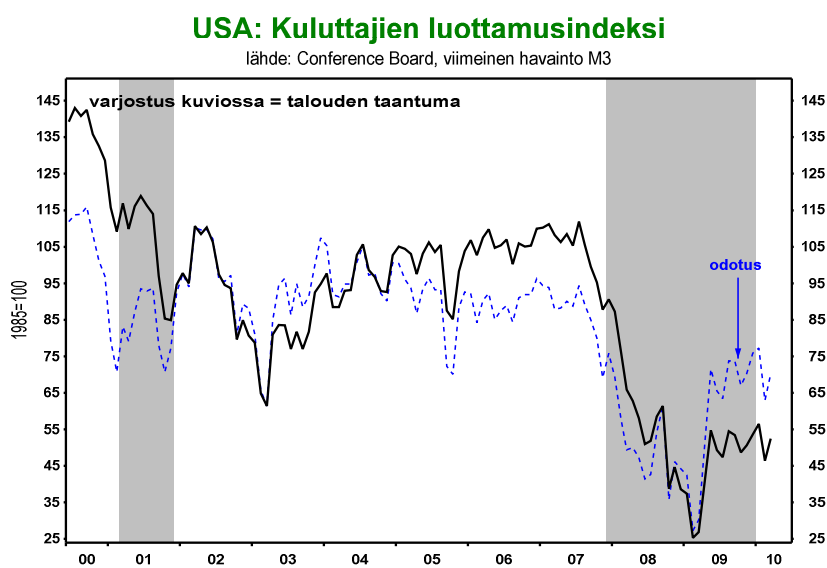
Vaihtotasevaje on seuraus makrotalouden jännitteistä ja riittämättömästä kansallisesta säästämisestä. USAn vaihtotasevaje on nyt 3 % BKT:sta. Kun USAn osuus maailman BKT:sta on yli 20% (taulukko 9, s. 61), vaihtotasevajeen rahoittamisen edellyttämä jatkuva *nettopääomavirta* Yhdysvaltoihin on yli ½ % maailman BKT:sta. Kun ulkomaista pääomaa pitää virrata yli miljardi dollaria nettomääräisesti jokaisena työpäivänä vuoden ympäri, USA lainaa ison osan koko muun maailman yhteenlasketuista nettosäästöistä.

USAn velkatrendin keskeisiä rahoittajia ovat olleet Kiinan, Japanin, Korean, Indonesian ja Taiwanin keskuspankit. Kiina on ohittanut Japanin ja noussut USAn valtionvelkakirjojen suurimmaksi yksittäiseksi omistajaksi. Sen omistuksessa on Yhdysvaltain valtionvelkakirjoja 900 miljardin dollarin edestä.

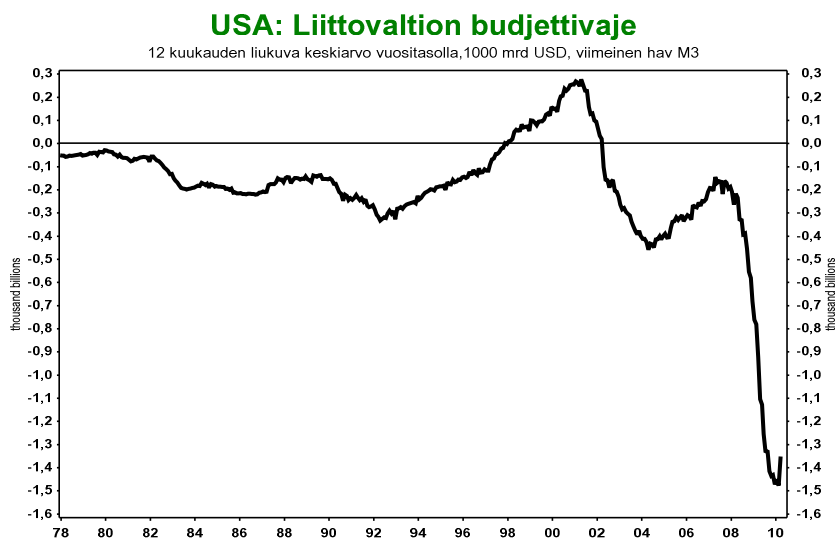
USAn ulkomaankauppa alkoi vahvistua viime kesänä. Vienti on silti 13 % ja tuonti 22 % alle kesän 2008 huipputasoon. Teollisuustuotanto, joka kääntyi kasvuun heinäkuussa 2009, on yli 10% pienempi kuin taantuman alkaessa.

Kiinaan kohdistuvat protektionistiset toimet tuskin parantaisivat juurikaan ulkomaankaupan tasapainoa, sillä USAssa ei enää ole juurikaan kiinalaistuonnin kanssa kilpailevaa tuotantoa. Protektionismi luultavimmin siirtäisi tuontia Kiinasta muihin kehittyviin maihin. Ja miten reagoisi keskusjohtoinen Kiina? Jos se suuntaisi sijoitusvirtansa uudelleen, riski dollarin romahduksesta ja USAn pitkien korkojen noususta olisi ilmeinen.

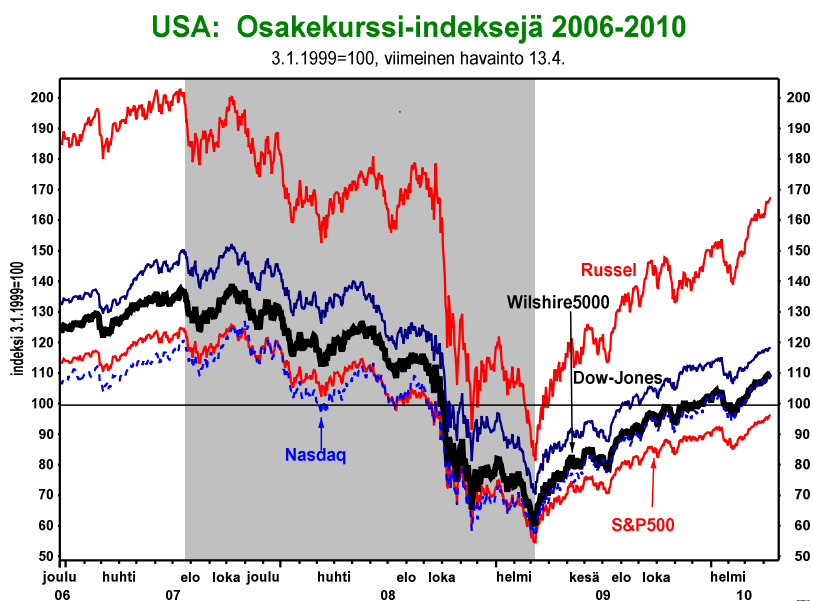
Kuvio 10



Kuvio 11



Kuvio 12



Aasialaisten keskuspankkien valuuttavarannosta arviolta 70 % on sijoitettu dollarimääräisiin kohteisiin. Emme usko tämän sijoituspolitiikan nopeaan käänteeseen. Kiina luultavasti vähentää dollarin painoa valuuttavarannossaan vähitellen siten, että varannon lisäkasvusta isompi osa sijoitetaan euro- ja yenimääräisesti. Suuri kauppajäämä antaa Kiinalle siihen hyvän mahdollisuuden. Yuanin dollarikytkös purettiin kesällä 2005 ja heinäkuuhun 2008 yuan revalvoitui suhteessa dollariin yhteensä 21%. Sen jälkeen Kiina katkaisi vahvistumistrendin. Odotamme, että yuanin vähittäinen vahvistuminen alkaa uudelleen 2010 aikana.

Onko *double-dip* -riski vielä olemassa?

USAn talous kääntyi syksyllä kasvuun ja lokajoulukuussa elvytyksen lakipiste vei kasvun 5½ prosenttiin. Vaikka elpyminen jatkuu, odotamme kasvun vaimenevan 2-2½ prosentin tasolle 2010 jälkipuoliskolla. Vaikka kasvu hidastuu, uusiutuvan taantumun riski on supistunut olennaisesti ja se supistuu edelleen kuukausi kuukaudelta.

Talouskeskustelussa on nostettu esiin skenaario, jossa elvytyksen purkaminen, kuluttajien epäluottamus, uusi rahoitusmarkkinahäiriö tai öljyn hintapiikki tappaisi heiveröisen kasvun ja talous painuisi uuteen taantumaan. Emme pidä mitään näistä riskeistä kovin suurena.

Kun työllisyys alkaa lisääntyä, kotitalouksien luottamus tuskin enää romahtaa. Toisaalta merkit siitä, että rahoitussektorin tervehtyminen etenee, ovat selvät, vaikka eteneminen onkin vaivalloista. Öljyn kallistuminen on todennäköistä 2010, mutta emme usko hintapiikkiin, joka veisi energiahinnat "tappavalle" tasolle. Emme myöskään usko, että elvytyksen hätköityn poistamiseen.

On todennäköistä, että kasvu rauhoittuu 2010 aikana, kun elvytysrypyllä käynnistetty spurtti on takana. *Double-dip*, jossa talous painuu uudelleen taantumaan 2010 aikana, on mahdollinen skenaario, mutta ei kovin todennäköinen. Annamme sen toteutumiselle 15 prosentin todennäköisyyden. Jos *double dip* -riskit alkavat kasvaa, rahapolitiikan normalisointuminen viivästyy ja matalina pysyvät korot auttavat välttämään uusiutuvan taantumun. Skenaariot, jossa talouskasvu hidastuu lähelle nollaa -- mutta ei painu miinukselle -- , todennäköisyydeksi arvioimme 30%.

Yhteenveto USAn talouskehityksestä

USA vajosi taantumaan joulukuussa 2007, mutta nousukäänne nähtiin syksyllä. Noin kaksi vuotta kestänyt taantuma tullaan kirjaamaan USAn pisimmäksi taantumaksi Suuren Laman jälkeen. Nyt elvytyksellä tuotettu spurtti on takana ja kasvu hidastuu jo kesää kohti. Parhaimmillaankin kasvuluvut yltävät 2-3 prosentin haarukkaan lähivuosina.

BKT, joka supistui -2.4% 2009 (kuvio 15), kasvaa 3.0 % 2010. Talouspolitiikan kiristymisen rajoittaa kasvun 2.0 prosenttiin 2011. Öljyn ja ruoan hintaromahduksen seurauksena kuluttajahinnat laskivat -0.3 % 2009, mutta nyt hintojen nousu on kiihtynyt (kuvio 14). Inflaatio on 2.2% tänä ja 2.0% ensi vuonna.

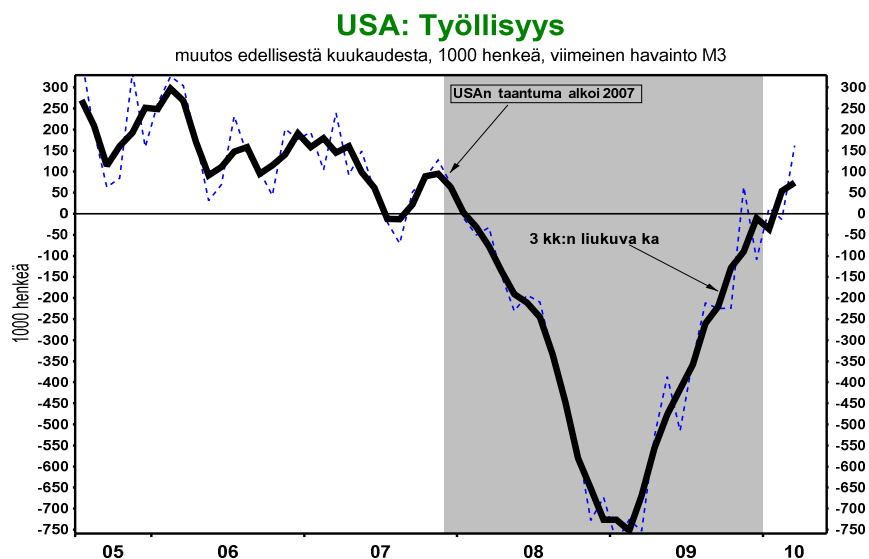
Talouden suuri rasite on ollut taantuva asuntomarkkina ja luottoehtojen kiristymisen. Asuntomarkkinoilla kehitys on ollut paranemaan päin, vaikka pakkolunastukset jatkuvat yhä. Niinpä asuntohintojen kestävä vahvistumista on vielä odotettava. Paras mitä voi toivoa on, että asuntomarkkinan vakaantuminen jatkuu. Rahoitusmarkkinoilla tasapainottuminen on edennyt, vaikka pankkiluottojen määrä onkin edelleen supistunut.

Työpaikkoja taantuma vei 8½ miljoonaa. Vaikka työpaikat ovat nyt alkaneet lisääntyä (kuvio 13), työttömyyden lasku tulee olemaan hidas ja työttömyysaste pysyy pitkään yli 9 prosentissa. Se pitää yllä kuluttajien epävarmuutta, jonka nousu on jo lisännyt kotitalouksien säästämistä. Pitemmässä juoksussa säästämisasteen nousu on hyvä uutinen, vaikka se on heikentänyt kasvua lyhyellä aikavälillä. Pörssikurssien nousu ja asuntohintojen stabilisoituminen toisaalta helpottavat kotitalouksien asemaa ja tukevat niiden luottamusta.

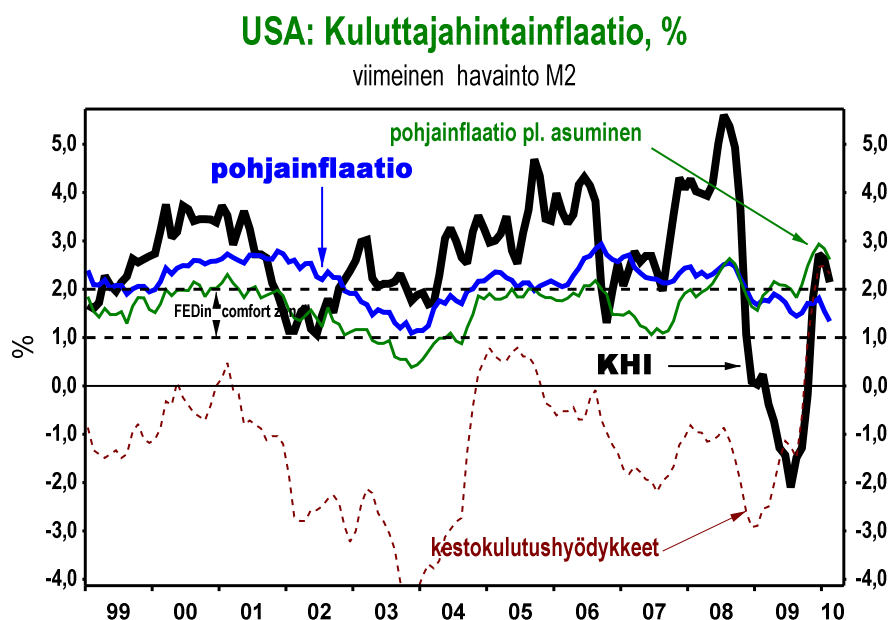
Tätä kirjoitettaessa FEDin ohjauskorko on 0.0-0.25 % (kuvio 6). Se kääntyy nousuun syksyllä. FEDin exit-strategian päättäväisyyttä aletaan testata vasta silloin. Jos hyperelvytys puretaan ajoissa 2010-11, inflaation irtipääsy ja inflaatio-odotusten nousu vältetään.

Yhdysvallat on lainannut kasvua tulevaisuudesta ja maan talouskasvu tulee 4-8 vuoden ajan olemaan 0.6-0.8 prosenttiyksikköä matalampi kuin ennen finanssikriisiä.

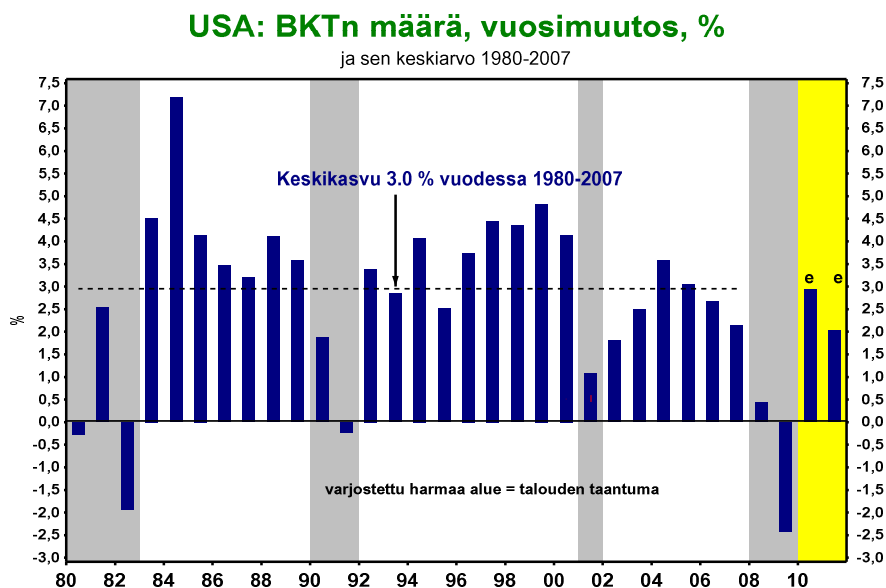
Kuvio 13



Kuvio 14



Kuvio 15



Kiina: Kuumaa kasvua!

Kiinan BKT:n kesikasvu 1990-2009 on 10.3 % (kuvio 16). Kansainvälisen kysynnän heikkeneminen painoi kasvun 6 prosenttiin 2009 alussa, mutta elvytys sai talouden nopeasti uuteen vauhtiin ja BKT oli jo heinä-syyskuussa 2009 9 % suurempi kuin vuotta aiemmin. Kiinalaisen elvytyksen etu oli, että hallituksen päätökset saadaan toimintaan ripeämmin kuin muualla. Elvytykseen oli myös varaa, kun julkinen velka on noin 20 % BKT:stä -- eli kansainvälisessä vertailussa pieni -- ja pääomavarannot valtavat. Asiaa ei muuta se, että Kiinan julkinen velka lieene paljon tilastoitua suurempi. Kun lain mukaan alue- ja paikallishallinnolla ei ole oikeutta ottaa velkaa, mutta elvytys 2009 oli paljolti paikallistason varassa, paikallistason viranomaiset ovat perustaneet yhtiöitä, jotka ovat lainanneet rahaa pankeilta infrastruktuuri-investointien rahoittamiseksi. Vaikka paikallistason vastuiden huomiointiin ottaminen nostaisi velka-arviot kaksinkertaiseksi, se ei olisi talouspolitiikalle suuri ongelma. Vakavampaa on, jos elvytyslainat alkavat generoida luottotappioita pankeille.

Hallituksen tavoitteleva 8 prosentin kasvu ylitettiin 2009 ja BKT kasvoi 8.7 %, kun kiinteät investoinnit lisääntyivät 30 %. Vuodelle 2010 odotamme 9.5 % kasvua, vaikka ylikuumenemista pelkäävä hallitus alkaa vetää elvytystä pois. Kasvu hidastuu 9 prosenttiin 2011.

"Kehittyvä Aasia" (= Aasia pl. Japani, Hongkong, Korea, Singapore ja Taiwan) asuttaa 53% maailman väestöstä. Kiinan osuus maailman väestöstä on 20%. Vallitsevin valuuttakurssin sen BKT on maailman neljänneksi suurin edellään USA, Japani ja Saksa. Kun hyvin erilaisella kehitystasolla olevia maita verrataan, on syytä tehdä ns. *ostovoimapariteettikorjaus*. Niin laskien Kiina on maailman toiseksi suurin talous. Sen osuus globaalista BKT:stä oli 11½% vuonna 2008 (taulukko 9, s. 61). USAn osuus BKT:stä oli 20½% ja väestöstä 4½ %. Aineellinen elintaso (=BKT/*per capita*) oli USAssa liki 8-kertainen Kiinaan verrattuna. Vuodesta 1990 Kiinan tuottavuus on kasvanut keskimäärin 9.2 prosentin vuosivauhtia (kuvio 16). Jos Kiinan tuottavuus jatkossa nousisi 5-6 prosenttiyksikköä nopeampaa vuosivauhtia kuin USAn, maiden välinen tuottavuusero kaventuu 4½ -kertaiseksi 15 vuodessa. 2020-luvun alussa Kiinan ostovoimapariteettikorjattu BKT olisi yhtä suuri kuin USAn. Kiinan johdolla Aasia

on palaamassa asemaan, joka sillä on ollut suurin osa viimeisestä 1000 vuodesta (kuvio 17). Kiinan vaurastumisen valtava potentiaali tekee maasta maailman kiistattomasti tärkeimmän markkinan.

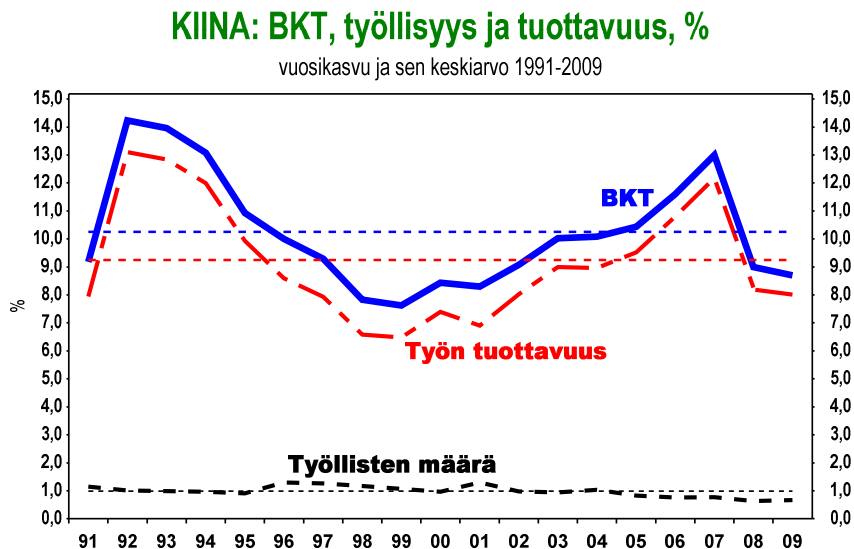
Maailman viennistä Kiinan osuus 2008 oli 8.0 %. Edellä olivat USA (9.3 %) ja Saksa (8.7 %), kaukana takana Japani (4.5%), mutta 2009 alkupuoliskolla Kiinan vienti oli jo maailman suurin. EU on Kiinan suurin kauppakumppani ennen USA:ta ja Japania. Kiinan ulkomaankaupan ylijäämä oli 9.8% BKT:stä 2008 (kuvio 18). Vuonna 2009 ylijäämää oli 6½-7 % ja vaikka se supistuu 5-6 prosenttiin 2010-11, valuuttavarannon kasvu jatkuu. Talouspolitiikan kuuma kysymys koskee sitä onko nyt aika tukea kotimaista kulutuskysyntää ja uusien alueiden vaurastumista. Toisaalta se merkitsisi tuonnin kasvua ja tulevan vaihtotaseylijäämän supistumista. Toisaalta kotimaisen kysynnän vahvistuminen vähentäisi vientiriippuvuutta ja altistumista muun maailman suhdannevaihteluihin.

Kiinan 2400 mrd dollarin valuuttavaranto on maailman suurin, yli 40% maan BKT:stä. Sitä hallinnoi *State Administration of Foreign Exchange* eli Safe. Ulkomaisista sijoituksista vastaa pienempi *China Investment Corporation* (CIC), joka sai perustettaessa 2007 käyttöön 200 mrd USD varannot.

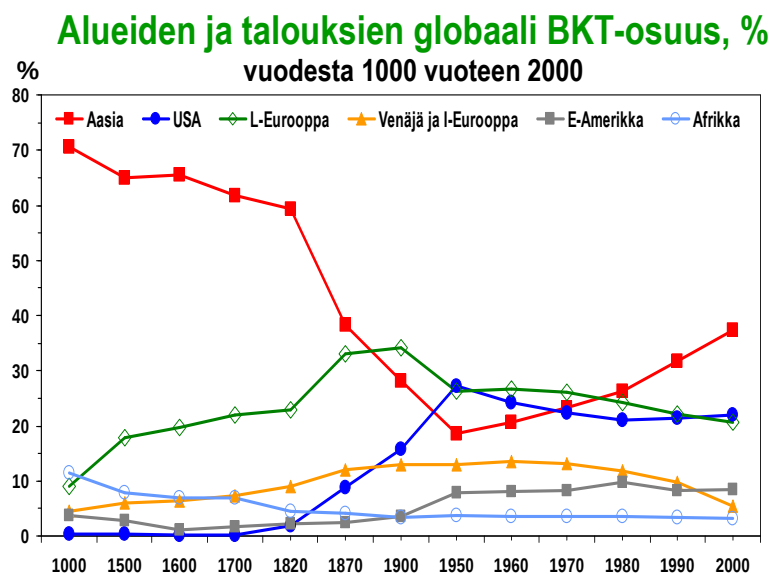
Viranomaisten mukaan CIC ei tavoittele määräysvaltaa sijoituskohteina olevissa yrityksissä. Silti sen sijoitustoiminta on suuren huomion kohteena. Kun myös muut valtiolliset sijoitusrahastot (Venäjän ja öljymaiden "sovereign wealth funds") ovat kasvaneet, IMF:n ja EUn tavoite on lisätä läpinäkyvyyttä valtiollisten rahastojen sijoitustoimintaan. Sen puute ruokkii kaikille vahingollista protektionismia ja tarpeetonta säätelystä. Monissa maissa on tehty sääntöjä, joilla rajoitetaan valtiollisten rahastojen sijoituksia strategisille aloille. Toisaalta pankkien rahoitusongelmat ovat avanneet ovet Kiinan ja öljyntuottajamaiden sijoituksille sekä USAn että Euroopan pankkisektoriin. Tätä porttia tuskin pystytään sulkemaan uudelleen.

Kiina on vuosien ajan ollut Aasian veturi. Suurin hyötyjä on Japani. Myös Saksan ja USAn viennin kasvusta merkittävä osa on suuntautunut Kiinaan. Heinäkuusta 2008 tammikuuhun 2009 sekä Kiinan vienti että tuonti romahtivat noin puoleen (kuvio 18). Keväällä 2009 nähtiin käänne ja joulukuussa 2009 viennin pudotuksesta oli korjautu-

Kuvio 16

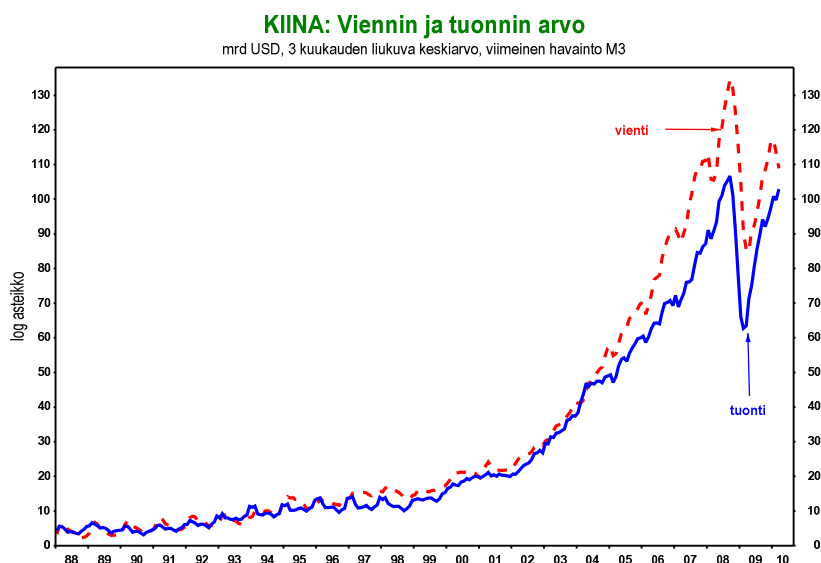


Kuvio 17



Lähde: Angus Maddison, OECD

Kuvio 18



nut 95% ja tuonti palannut kesän 2008 tasolle. Kiinan tuonti oli tärkeä piristysruiske toisaalta naapurimaille ja toisaalta raaka-aineita tuottajille Afrikassa ja Etelä-Amerikassa. Afrikka ja Etelä-Amerikka ovatkin kiinavaikutuksen uusi pelikenttä, jolla amerikkalaiset ja eurooppalaiset pelkäävät jäävänsä sivustakatsojiksi.

Kiina lupasi 2009 lopussa Afrikan maille 10 mrd USD uusia edullisia lainoja tulevien 3 vuoden aikana. Se antaa lisäksi anteeksi köyhimpien ja velkaantuneimpien maiden vanhoja lainoja ja poistaa köyhimpien maiden tuontitulleja. Luovassa on myös teknistä apua mm. maatalouteen ja rakentamiseen. Kiina tiivistää suhteitaan Afrikkaan turvatakseen energia- ja raaka-ainetarpeensa ja se avittaa niitä suurilla lainoilla ja avustuksilla. Seurauksena on kuultu syytöksiä keltomaiden hallitusten tukemisesta, työolosuhteita ja ympäristöä koskevien standardien polkemisesta sekä korruption edistämisestä.

Eniten Kiinan elpymisestä ovat hyötynneet öljy ja muita raaka-aineita tuottavat maat, joskin Kiinan tuonti on viime kuukaudet kasvanut ripeästi myös EUsta ja Japanista. Kiina-imussa Afrikka ja Latinalainen Amerikka kasvoivat ennen finanssikriisiä nopeammin kuin koskaan. Nyt ovi kasvun jatkumiselle on taas auki.

Kiinassa on harjoitettu pitkään löysää rahapolitiikkaa. Kun maailmantalouden kriisi kärjistyi syksyllä 2008, keskuspankki laski ohjauskorkoa viidesti, 7,5 prosentista 5,3 prosenttiin. Ohjauskorko oli muuttumaton 2009, mutta pankkien varantovelvoitteita kevennettiin ja luottokiintiöistä luovuttiin. Elvytyksessä liikepankeilla oli keskeinen rooli ja lainoja myönnettiin vauhdilla. Joulukuun 2009 lopussa lavean rahan määrä oli 28% suurempi kuin vuotta aiemmin. Hallituksen kerrotaan haluavan painaa rahamäärän kasvun alle 20 prosenttiin 2010. Näin korkea tavoite on siinä määrin korkea, että inflaatiopelot ovat nousseet. Inflaatio, joka oli 2009 miinuksella -0,7 %, oli helmikuussa 2010 noussut +2,7 prosenttiin ja inflaatiohuoli on jo alkanut heijastua rahapolitiikkaan päätöksentekoon. Varantovelvoitetta on nostettu kaksi kertaa 2010 ja lisää on tulossa. Keskuspankin odotetaan kääntävän korot nousuun jo lähiaikoina siitäkkin huolimatta, että avokätisesti myönnettyjen elvytyslainojen pelätään heikentäneen lainakannan laatua. Asuntohintojen pudotus saattaisi kasvattaa hoitamattomien luottojen määrää ja vähentää rakennusinvestointeja. Se olisi kaupungistumiselle ja siirtotyöläisten elinehdoille raju isku.

Kiina haluaa olla 2020 yksi maailman johtavista teknologian kehittäjistä. Tieteen ja teknologian kehittämismäärärahat ovat kasvussa ja, kun Kiina ohittaa Japanin tutkimus- ja kehitysmenot, se on maailman toiseksi suurin tutkimusvaltio Yhdysvaltain jälkeen. Venäjään verrattuna Kiinan tutkimus- ja kehittämismenot ovat moninkertaiset. Yritykset rahoittavat ja tekevät kaksi kolmasosaa Kiinan tutkimus- ja kehitystyöstä. Useat kansainväliset yritykset ovat siirtäneet tutkimus- ja kehitystoimintaansa Kiinaan.

Kiinassa palkat ovat nousseet 2000-luvulla 13-18 % *per annum*. Tilastot kuitenkin liioittelevat keskimääräistä nousuvauhtia, sillä niissä eivät näy täysimääräisesti kasvukeskuksiin (usein luovatta) muuttavat työläiset, joiden palkkatoiveet ovat pienet. Rannikkomaakunnissa, joissa palkkataso on ollut pitkään muuta maata selvästi korkeampi, palkkojen nopea nousu on kuitenkin tosiasia. Työvoimakustannuksia nosti myös työsopimuslaki 2008. Sen mukaan jokaisen työsuhteen tulee perustua kirjalliseen työsopimukseen, jossa määritellään työsuhteen ehdot ja korvaukset. Kahdessa peräkkäisessä määräaikaisessa työsuhteessa tai yli 10 vuotta samaa työnantajaa palvelleet tulee vakinaistaa. Irtisanomiskorvaus on kuukauden palkka per työvuosi.

Vuokratyövoimalla on nyt lähes samat oikeudet kuin muulla työvoimalla ja vuokratyöläinen tulee palkata yritykseen pysyvästi, jos työsuhte jatkuu yli vuoden. Maaseudulta kaupunkiin muuttaneiden siirtotyöläisten, joiden osuus kaupunkien työvoimasta saattaa olla jopa 40%, asemaan laki ei puuttunut. Radikaali muutos on edessä, kun Kiina alkaa asteittain vapauttaa 1950-luvulla käyttöön otettua asuinpaikkalupajärjestelmää, joka rajoittaa ihmisten muutttoa kaupunkien ja heidän oikeuksiaan siellä.

Palkkojen nousu on johtanut lukuisten matalan jalostusasteen tuotantolaitosten sulkemiseen tai siirtämiseen rannikkomaakunnista sisämaahan. Viranomais-toimet ovat vahvistaneet tätä trendiä leikkaamalla vientituotteiden verohelpotuksia rannikkoseudulla. Quandongin maakunnan tehtaita on suljettu massoittain viime vuosina ja trendin odotetaan jatkuvan, kun hallitus painostaa matalan tuottavuuden (ja palkkatason) yrityksiä siirtymään rannikolta sisämaahan, jonne teollistumisen vauhdittama vaurastuminen ei vielä ole yltänyt. Poistuvien yritysten sijalle tavoitellaan korkean jalostusasteen yrityksiä, jotka saastuttavat ja käyttävät vähemmän energiaa. Prosessia tuetaan avaamalla Quandongiin ja

Suzhouhun uusia ja taas uusia teollisuuspuistoja, jonne hyväksytään vain kehittyntä elektrosuunnittaja- ja terveydenhoitoalan teollisuutta. Kun tuloerot maaseudun ja kaupunkien välillä ovat maailman suurimpia, kaupungistuminen ja sen tarjoamat tuottavammat työmahdollisuudet nähdään myönteisenä ilmiönä, joka tukee pitkässä juoksussa yhteiskunnan vakautta. Hallitsemattoman kehityksen hillitsemiseksi hallitus lisää suoraa tukea maaseudulle.

Palkkojen noususta huolimatta työvoima on yhä edullista. Suomessa teknologiatyöläisen keskimääräinen tuntikustannus lienee noin 25 euroa, kun se Kiinassa ja Intiassa on 0.5 - 1 euroa. Tästäkin huolimatta USAn Kauppakamarin Shanghaissa 2008 tekemän selvityksen mukaan yli puolet ulkomaisista yrityksistä arvioi Kiinan menettäneen etujaan Aasian matalien kustannusten maihin nähden. Monet kansainväliset yritykset harkitsevat uudelleensijoittautumista. Kiina oli *Transparency International* -tutkimuslaitoksen 2007 tekemässä 179 maan korruptiovertailussa sijalla 72 yhdessä Intian ja Brasilian kanssa. Venäjän sijaluku oli 143.

Kiinan menestystarinan jatko lepää jatkossa aiempaa enemmän kotimaisen kysynnän ja kulutuksen kasvun varassa. Jos elintason nousu jatkuu, paineet yksipuoluejärjestelmää kohtaan alkavat muuttaa hallintomallia vasta vuosien kuluttua. Jos elintason nousu taittuu, paineet kasvavat nopeammin. Pitemmässä juoksussa Kiinan kasvun voi vakavasti vaarantaa lähinnä sosiaalisen tasapainon järkkyminen. Siitä ei ole tähän asti nähty ennusmerkkejä, mutta tilanteen pelätään muuttuvan, jos hyvä työllisyyskehitys katkeaisi. Raju elvytys olikin hallituksen elinehto 2009 alussa, kun 23 miljoonaa siirtotyöläistä joutui palaamaan kotiseudulleen jäätyään vaille työtä vientiteollisuudessa. Siirtotyöläisten rooli maaseudun elättäjänä on keskeinen; 130 miljoonan siirtotyöläisen koteihinsa lähettämän rahan arvioidaan kattavan 40 % maalaisväestön kokonaistulosta.

Keväällä 2009 teollisuustuotanto piristyi ensin kotimaisen elvytyksen ja sitten maailmankaupan piristymisen ansiosta. Kuluven vuoden alussa se kasvoi jo 20 prosentin vauhtia.

Investointien nopea kasvu -- elvytyksen ansiosista ne lisääntyivät 2009 30 % -- on jälleen kerran nostanut huolen ylikapasiteetista. Suomen Pankin BOFIT-yksikössä kuitenkin arvioitiin äskettäin, että ylikapasiteetti rajoittuu muutamalle tuotannonalalle eikä sen odoteta vaikuttavan

merkittävästi yritysten investointeihin. Jatkuvasti toistuva ylikapasiteettikeskustelu kertoo kuinka hankalaa on nopeasti kasvavassa taloudessa kysynnän tyydyttämiseen tarvittavan kapasiteetin ennakoiminen. Kiinan ylikapasiteettiriskejä on yliarvioitu lännessä systemaattisesti.

Kotitalouksien korkea säästämisaste on tukenut investointien nopeaa kasvua. Jotta yksityinen kulutus nousisi kasvun moottoriksi, säästämisen pitää laskea. Se vaatisi parempaa sosiaaliturvaa.

Maaseudun hyvinvoinnin parantaminen on hallinnon tavoitelistan kärjessä, sillä maan kaksijaakoisuus uhkaa yhteiskuntarauhaa. Kulutuskyynnän kasvu ja kaupungistumisen tukeminen näyttävät tulevan kasvustrategian avaintemoilta. Vientivetoinen kasvustrategia alkaa väistyä ja kotimainen kysyntä saa avainroolin. Maanviljelijöiden tulotasoa sekä juomaveden ja sähkön saatavuutta parannetaan. Maaseudun asukkaille taataan ilmaiset terveydenhoidon peruspalvelut ja heidän oikeuksiaan parannetaan suhteessa paikallisviranomaisiin, jotka ovat pakkolunastaneet usein kohtuuttomien ehdoin viljelysmaata rakennushankkeisiin. Pahenevan ympäristöongelman vuoksi energiankulutusta suhteessa tuotettuun BKT-yksikköön vähennetään 20 %. Syy tähän on selvä: maailman 20 saastuneimmasta kaupungista 15 on Kiinassa!

Kiinassa tuloerot kuuluvat maailman suurimpiin ja ovat sitä paitsi kasvussa. Virallisten tilastojen mukaan kotitalouksista rikkain 10 % ansaitsee 21 kertaa enemmän kuin köyhin 10 %. Aasian Kehityspankin mukaan Kiinassa tuloerot ovat aavistuksen suuremmat kuin Yhdysvalloissa. Toisen tutkimuksen mukaan yllä mainittu tulero saattaa todellisuudessa olla 55-kertainen. Se nostaisi Kiinan tuloerot suuremmiksi kuin Brasilian ja Argentiinan.

Suurin osa uusista työpaikoista on syntynyt rakennustoiminnassa ja palveluissa. Vaikka teollisuustyön siirtyminen kehittyneistä maista Kiinaan on ollut maailmantalouden megatrendi, se ei ole korvannut vanhojen valtionyritysten supistuksia. Kiinassa teollisten työpaikkojen työllisyysosuus on pudonnut 45 prosentista vuonna 1985 noin 20 prosenttiin. Yhdysvalloissa teollisuuden työllisyysosuus supistui samana aikana noin 20 prosentista 12 prosenttiin. Teollisuuden rooli työllistäjänä on siis Kiinassa tänään sama kuin USAssa 1985.

Vuoteen 2009 asti polttoainehintoja säännöstelltiin subventioilla, jotka veivät budjettivaroja jo-

pa 2 % BKT:stä. Se piti yllä energiakysynnän ja -tarjonnan epätasapainoa. Hintasäännöstelyn vuoksi suuri osa kiinalaisesta öljynjalostuksesta oli kannattamatonta. Järjestelmä uudistettiin 2009 ottamalla käyttöön bensiinin ja dieselin polttoainevero. Maailmanmarkkinahintojen liikkeiden mukaan hintoja nostettiin neljästi ja laskettiin kolmesti viime vuoden aikana.

Kiinan rooli globaaleilla energiamarkkinoilla kasvaa jatkuvasti. Suuri osa maailman öljykysynnän kasvusta on 2000-luvulla tullut Kiinasta. Vaikka suurin osa energiantarpeesta katetaan hiilivoimalla, jonka osuus kokonaisenergiasta pysyy 60 prosentissa, öljyn kysyntä kasvaa selvästi. Tärkeimmällä öljy-yhtiöllä (CNPC) onkin kymmeniä öljy- ja kaasuprojekteja Lähi-idässä, Afrikassa, Keski-Aasiassa, Venäjällä ja Etelä-Amerikassa.

Heinäkuussa 2005 Kiina päästi yuanin vahvistumaan suhteessa dollariin ja otti käyttöön valuuttakorin (kuvio 47). Valuuttavarannosta lienee 70 % dollarimääräisissä varoissa, 20 % euro-määräisissä ja 10 % muissa valuutoissa. Yuanin dollarikurssi ehti vahvistua 21 % ennen kuin trendi katkaistiin kesällä 2008. Kiina on tukenut yuanin aliarvostusta ostamalla massamääräisesti dollarimääräisiä velkapapereita.

Yuanin aliarvostus pitää yllä maailmankaupan tasapainottomuuksia ja niiden purkamisen edellyttää, että Kiina käyttää vientitulojaan aiempaa enemmän kotimaiseen vaurastumiseen eikä Yhdysvaltain valtionvelan rahoittamiseen. Jos Kiina alkaisi vähentää sijoituksiaan USAssa nopeasti, paine amerikkalaisten pitkien korkojen nousuun olisi suuri. Emme pidä äkkikäännettä todennäköisenä varsinkaan, kun Kiina on ilmoittanut, ettei se politisoi sijoituksiaan Yhdysvaltoihin.

Kiinan itärannikon 5 provinssia kattavat viidenneksen maan asukkaista, 2/5 BKT:stä, 3/4 viennistä ja koko kauppajäämän. Vaikka yuan on aliarvostettu näille maakunnille, se voi olla yliarvostettu muun maan kannalta. Talouspolitiikka näyttää painottaneen heikompiä maakuntia. Alueelliset kehityserot rajoittavat korko- ja valuuttakurssipolitiikkaa talouden ohjaamisessa.

Päätöksenteon hajautus on ajanut provinssit "monopolistiseen" kilpailuun tuotannon sijoittumisesta. Vastoin yleistä käsitystä paikallishallitukset dominoivat Kiinan makrokehitystä eivätkä ne sopeudu keskitettyyn ohjaukseen, jos se merkitsisi oman alueen kasvumahdollisuuden

heikentymistä. Provinssit hyötyvät investointien ylikuumenemisesta, kun taas keskushallinto kantaa vastuun ongelmaluotoista. Tämä on talouspoliittisen ohjauksen ydinongelma.

Provinssin X tavoite on, että sinne rakennetut uudet tehtaat syrjäyttävät provinssien Y ja Z vanhempaan teknologiaan perustuvan tuotannon. Maakunnan X kannalta tulos on hyvä, mutta maan kannalta huono, jos liikakapasiteetti johtaa hintarapautumiseen, konkursseihin ja työttömyyteen.

Pitemmällä aikavälillä Kiinan hallituksen suurin haaste on maan sisäisen eriarvoisuuden vähentäminen ja saasteongelmien korjaaminen. Onnistumisesta riippuu minkä värinen on Kiinan tulevaisuus.

Kun finanssikriisi kärjistyi syksyllä 2008, taantuma levisi kaikille mantereille ja maailmankaupan romahdus painoi Kiinan viennin nopeaan laskuun. Elvytyksen ansiosta BKT kasvoi 8.7% 2009. Kun maailmankauppa elpyy, talouskasvu on 9.5 % 2010. Kun elvytystä puretaan, kasvu hidastuu hieman ja on 9 % vuonna 2011.

Jos Kiinan talouskasvu jää 7-8 prosenttiin, työllisyys alkaa supistua. Työttömyyden nousu ja sosiaaliset jännitteet olisivat uhka yksipuoluejärjestelmälle ja kommunistisen puoleen roolille. Elvytyksellä nämä riskit vältettiin 2009 ja nyt on tavoitteena hallittu *exit*.

Lännessä pelätään, että Kiinan hallitus lopettaa elvytyksen liian nopeasti ja aiheuttaa talouskasvun taittumisen. Pidämme tätä epätodennäköisenä ja odotamme, että elvytystä puretaan 2010 varovasti. *Exit* on alkamassa, kun inflaatio noussut lähelle 3 prosentin tasoa. Uskomme myös, että yuanin hallittu vahvistuminen alkaa lähikuukausien aikana, vaikka Kiinan johdossa näyttääkin olevan asiassa ristivetoa. Valuutan vahvistuminen olisi looginen talouspolitiikan valinta, sillä se hillitsisi inflaatiota ja kuplariskejä omaisuushintojen kehityksessä. Se vahvistaisi myös kotimaista ostovoimaa.

Intia: Elefanti ravissa!

Miljardin asukkaan Intia on Aasian toinen nouseva talousmahti. Sen talous on elpynyt nopeasti kiitos 1) kevyen rahapolitiikan ja ekspansiivisen finanssipolitiikan, 2) yritysten luottamuksen paranemisen ja poliittisen stabiilisuuden lisääntymisen, 3) rahoitusmahdollisuuksien paranemisen ja 4) ulkoisen kysynnän elpymisen.

Intian osuus maailman väestöstä on 18% ja kokonaistuotannosta 5%. Tuottavuus on siis vain puolet Kiinan tasosta (taulukko 9, s. 61). Myös maailmankaupassa Intia on varjo Kiinasta. Intian osuus maailman viennistä 2008 oli 1.4%, kun Kiinan osuus oli 8.0%. USA on ollut Intian tärkein kauppakumppani 10 prosentin osuudella, mutta Kiinan ja Hongkongin yhteenlaskettu osuus on jo noussut rinnalle.

Maailmantalouden taantumavuonna 2009 Intian BKT kasvoi 6.4 %. Vuonna 2010 BKT kasvaa 7.5 % ja 2011 7.0 %. Riskit ovat ylöspäin. Vaikka Intian vuosikasvu on ollut 5-8 % 90-luvun puolivälistä lähtien, Kiinan etumatka Intiaan on kasvanut koko ajan.

Intian teollisuus on noussut ja se tulee haastamaan monen kiinalaisyriyksen voittokulun. Yksi kasvun este on kehittämätön maanviljelys, joka tuottaa vajaat 20% BKT:stä, mutta työllistää yli puolet intialaisista. Kun Kiinan kasvustrategia panosti ensin maatalouden tuottavuuden parantamiseen, joka vapautti työvoimaa kaupunkien tehtaisiin, Intiassa satsataan teollisuuteen, mutta ei helpoteta sen työvoimantarvetta panostamalla maatalouden tuottavuuteen.

Intian väestö lisääntyy nopeasti toisin kuin Kiinan. Kun *per capita* kokonaistuotanto on kasvanut Kiinassa vuodesta 2003 keskimäärin 10.2% vuodessa, Intiassa muutos oli 6.8 %. Verrattuna Kiinaan kansalaisten hyvinvoinnin nousu on siis ollut Intiassa selvästi heikompi kuin BKT-luvuista päätellen. Vertailun vuoksi todettakoon, että Venäjällä, jossa väestö supistuu, *per capita* BKT on noussut samaan aikaan 7.2 % *per annum*.

Sekasortoisien menneisyyden vuoksi moni oli jo menettänyt toivon, että Intia koskaan nousee köyhyysloukusta. Viime vuodet suunta on ollut ylös, mutta tie vaurauteen on hyvin pitkä ja entistä kivisempi, kun kehittyneiden maiden kysyntä hidastuu vuosiksi. Kuten Kiinassa, alueelliset kehitys- ja tuloerot ovat valtavat. Maailmanpankin mukaan 2005 noin 456 milj intialaista (42%

väestöstä) eli köyhyysrajan alapuolella. Vuonna 1981 vastaavat luvut olivat 420 milj ja 60%. Köyhyys vähenee tuskastuttavan hitaasti ja maassa on yhä 60 milj kroonisesti aliravittua lasta, mikä on 40 % maailman kokonaisluvusta.

Intian talouskehitystä rajoittaviin tekijöihin kuuluvat mm. kastijärjestelmä, sähkökatkokset ja jäykkä työainsäädäntö. Korruptoituneen hallinnon vuoksi talouskasvun hedelmät eivät ole tavoitaneet köyhiä eikä suuri osa maan kehittämiseen suunnatuista varoista saavuttanut kohdettaan.

Budjettivaje 2009 oli noin 6 % BKT:stä ja se supistuu 2010-11 vain vähän. Liki puolet vajeesta johtuu lannoite- ja polttoainesubventioista. Vaihottasevaje oli noin 2 % BKT:stä 2009. Maailmankaupan heikkenemisen vaikutus oli pienempi kuin Kiinassa, sillä viennin osuus BKT:stä on Intiassa alle 20%, kun se on Kiinassa liki 40%. Finanssikriisin vaikutusta puolestaan rajoitti se, että Intian valtion hallitsema pankkisektori pysyi syrjässä 2000-luvun alkuvuosien pahimmista riskiretkistä.

Globaalissa työnjaossa it-painotteisen Intian ja teollisuuspainotteisen Kiinan rooli on ollut tähän asti pikemminkin toisiaan täydentävä kuin kilpaileva. Intiassa päähuomion on viime vuosina saanut palvelusektori, jota kansainvälisten yritysten ulkoistamistoimet ovat edistäneet. Tämän varjossa teollisuustuotannon kasvu kiihtyi 15 prosenttiin 2007 alussa. Sen jälkeen kasvu hidastui ja painui nolnaan vuodenvaihteessa 2009. Sitten alkoi nopea elpyminen ja 2010 alussa teollisuustuotannon kasvu oli 15% vuoden takaa. Jatkossa Intian rooli teollisessa kilpailussa voimistuu ja haastaa myös Kiinan teollisen mahdin. Suomessa teknologiatyöläisen keskimääräinen tuntikustannus on 25 euroa, kun se Kiinassa ja Intiassa on 0.5-1 euroa.

Valtiojobtoisen Kiinan vastakohtana Intia on maailman väkirikkein *demokratia*. Vaikka sisäiset uudistukset ovat edenneet, osavaltioerot ovat suuret. Vuoden 2006 WEF kilpailukykyindeksissä Intian sijoitus oli 43. ja Kiinan 54. Kiina sai hyvät pisteet tasaisesta talouskasvusta ja julkisen talouden kestävydestä, kun taas instituutioiden ja rahamarkkinoiden kehittymättömyys sekä alhainen korkean teknologian käyttöaste painoivat sijoitusta. Intia sai erinomaiset pisteet innovaatiokyvystä ja korkean teknologian käytöstä, mutta infrastruktuurin puute ja köyhyys haittaavat talouskasvun tasaisempaa jakautumista.

Japani: Kuin Fenix-lintu tuhkasta...

Japanin taantuma oli raju. Tammi-maaliskuussa 2009 BKT oli 8½ % pienempi kuin vuotta aiemmin (kuvio 19). Viennin pudotus (kuvio 20) oli suurin koskaan tilastoitu ja se heijasti autoihin ja elektroniikkaan kohdistuvan maailmamarkkinakysynnän supistumista. Teollisuustuotanto putosi 80-luvun alun tasolle (kuvio 21).

Japani irtosi taantumasta ensimmäisten joukossa, kun kokonaistuotanto kääntyi vahvaan kasvuun jo huhti-kesäkuussa 2009. Käännä oli yhtä yllättävä ja nopea kuin romahdus 2008 lopussa. Elpymisen takana oli kotoperäinen elvytys ja maailmankaupan vahvistuminen. Vaikka vienti ja teollisuustuotanto ovat kasvaneet selvästi, niiden taso on edelleen matala. Elvytys takaa, että talouden vahvistuminen jatkuu 2010.

Jo vuosi sitten arvioimme, että talouden elpymisedellytykset ovat Japanissa paremmat kuin monissa muissa maissa, kun maailmankauppa alkaa vahvistua. Luottomarkkinakriisi oli ohittanut Japanin. Maassa ei myöskään nähty samantilaista asuntomarkkinakuplaa kuin monissa muissa maissa. Ennustimme lisäksi Kiinan elvytyksellä käynnistetyistä kasvusta tulevan vetoavun ja arvioimme Japanin oman elvytyspanostuksen onnistuneeksi. Pisteeksi i:n päälle tuli elokuun 2009 vaalitulos, jonka uskottiin aloittavan poliittisen järjestelmän syväpuhdistuksen. Tuleeko poliittisen kulttuurin muutoksesta todellinen, se on kuitenkin yhä valinkauhassa.

Japanin kasvuennusteita 2009 korjattiin finanssikriisin kärjistyttyä alas vielä enemmän kuin muiden maiden ennusteita (kuvio 4, s. 4). BKT, joka pieneni -5.1% 2009, pääsee 2.2 prosentin kasvuun 2010. Kasvu 2011 on 1.5 %.

Kuinka tähän on tultu?

Japanin talousihme eli sodan jälkeen alkanut superkasvu sai ensimmäisen kolhunsaa 1973 öljykriisistä. Vaikka kasvu hidastui energiantensivisen teollisuuden öljylaskun noustua pilviin, se jatkui muihin teollisuusmaihin verrattuna nopeana, kunnes edessä oli kasvun pysähtyminen 1990-luvun alussa. Talous polki paikallaan ja teknologiakehityksen edelläkävijä taantui kilpailijamaihin verrattuna.

Vuonna 2001 päättyneen kymmenvuotisjakson aikana nettovienti ei lisännyt lainkaan kokonais-

tuotantoa. Vienti pääsi Kiina-imussa siivilleen 2002 (kuvio 19). Investoinnit lähtivät nousuun ja sitten kulutus. Jos vientiyritysten investoinnit otetaan lukuun, nettovienti loi 2003-07 liki puolet BKT:n kasvusta, joka oli yli 2% *per annum*.

Kiina nousi jo 2004 USAn ohi Japanin tärkeimmäksi kauppakumppaniksi. Siksi Kiinan (ja muun Aasian) investointiaktiviteetin jäähtyminen 2008 lopussa iski Japaniin rajusti. Monet yritykset sulkiivat tehtaita tilapäisesti ajaakseen varastot alas. Kun kysyntä elpyi, tuotanto on lähtenyt liikkeelle nopeasti. Asuinrakentamisen näkymiä parantaa se, että Japanin rahoitussektori pysyi syrjässä finanssihuuman pahimmista ylilyönneistä.

Rakenneuudistus tärkein pitkän ajan haaste

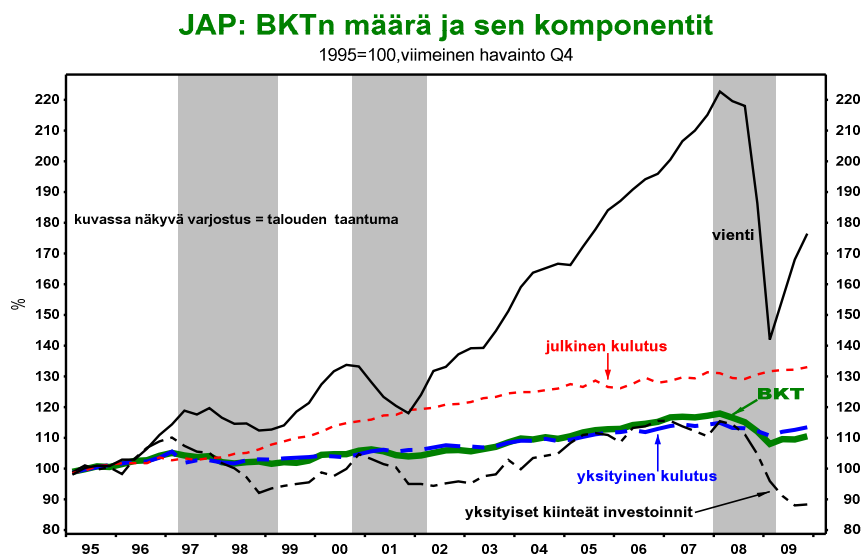
90-luku oli Japanin talouden menetetty vuosikymmen. Toistuvat taantumet huusivat talouteen rakennemuutoksia. Kun uudistukset viimein alkoivat 2000-luvun alussa, Japanista tuli yksi maailmantalouden positiivisista yllättäjistä.

Keväällä 2009 päättynyt lyhyt, mutta raju taantuma söi viiden edeltäneen vuoden aikana saavutetun kokonaistuotannon kasvun. Pitemmän ajan suuri talousriski onkin se, että rakenneongelmien korjaaminen jäisi polkemaan paikalleen. Sillä olisi kauaskantoiset vaikutukset nopeasti ikääntyvän maan tulevaisuuteen.

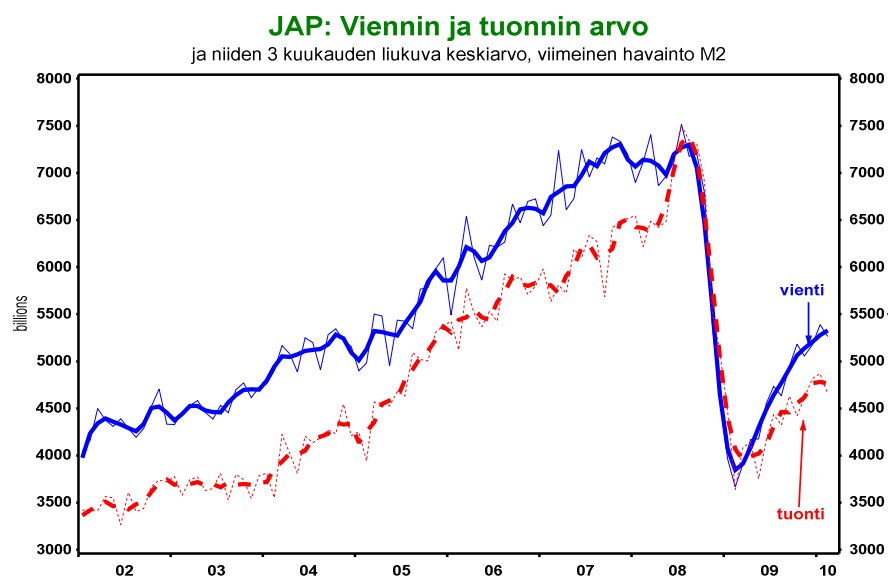
Yli kymmenen vuoden stagnaatio todisti, että ennen niin hyvin toimineet taloudellistuotannolliset rakenteet olivat muuttuneet kasvun kahleiksi 90-luvulle tultaessa. Ristiinomistusten hämähäkinverkossa kannattamaton yritystoiminta sai jatkua ja hallitukset olivat kyvyttömiä ratkaisuihin, jotka parantaisivat talouden dynamiikkaa.

2000-luvun alussa Japanin tunnetuimpiin ekonomisteihin kuuluva prof Noriko Hama lausaiti, että "Japani on kuin Titanic; sellainen, joka ansaitsee tulla upotetuksi. Talouspolitiikan tavoitteena näyttää olevan vain hallittu 'soft sinking'." Tunnelma muuttui, kun uusi pääministeri Junichiro Koizumi astui valtaan 2001. Pankkikriisi vältettiin ja postin, joka on maailman suurin rahoituslaitos, yksityistäminen nytkähti liikkeelle. Talouden markkinaehtoisuutta lisättiin vähentämällä sääntelyä ja uudistamalla yrityslainsäädäntöä. Myös julkisen sektorin tehottomuuteen alettiin puuttua. Paljosta puheesta huolimatta

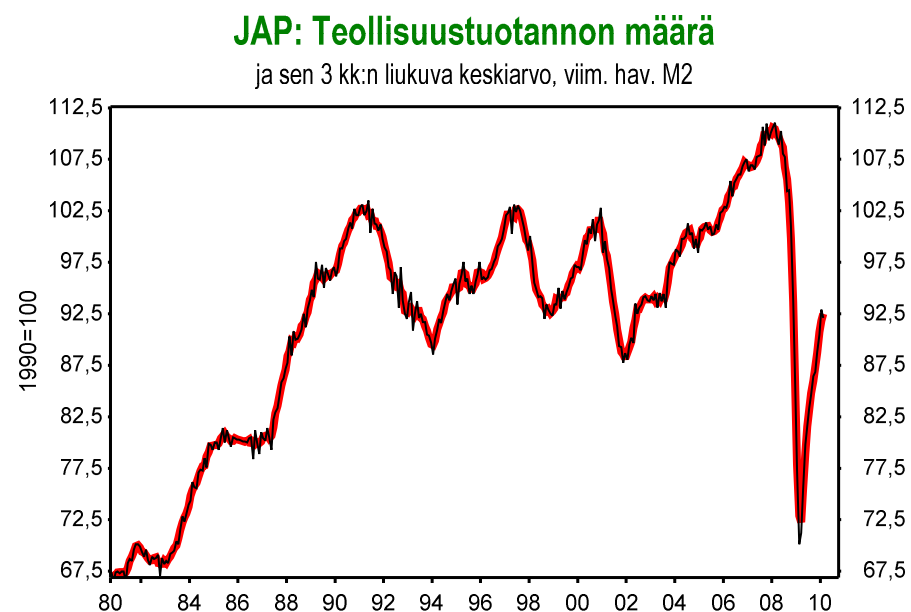
Kuvio 19



Kuvio 20



Kuvio 21



vasta Koizumin hallintokauden 2001-06 loppumetreillä uudistukset todella vauhdittuivat.

Uudistuspolitiikan tunnelmanmuutos tapahtui nopeasti ja yllättäen. Syksyn 2005 parlamenttivaaleissa silloinen pääministeri Koizumi sai maanvyörymävoiton, joka tulkittiin vahvaksi mandaatiksi maan uudistamiseen. Kun Koizumi 2006 siirsi kapulan seuraajalleen, odotukset olivatkin suuret. Pääministeri Shinzo Abe oli kuitenkin suuri pettymys. Hänen lyhyen kautensa päätti hallitsevan Liberaalidemokraattisen puolueen (LDP) nöyryyttävä tappio ylähuoneen vaaleissa kesällä 2007. Uudeksi pääministeriksi valittiin Yasuo Fukuda. Hänen vajaan vuoden mittaisen hallitus kautensa aikana uudistusaktiivisuus oli nolla, kun ylähuonetta hallitseva Demokraattinen puolue (DPJ) lamautti poliittisen päätöksenteon. Syksyllä 2008 pääministeri vaihtui taas. Ruoriin astui Taro Aso, jonka suosio lähti heti laskuun kuin lehmän häntä.

Elokuun 2009 vaaleissa nähtiin suurin poliittinen maanjäristys sodan jälkeen, kun LDP:n 54 vuotta kestänyt valta murtui. Maanvyörymävoiton sai DPJ, jonka johtaja Yukio Hatoyama oli itseoikeutettu uusi pääministeri. Vaalien jälkeen uskottiin, että vallan vaihtuminen merkitsisi rakenneuudistusten vauhdittumista. Siitä ei ole kuitenkaan vielä kukaan varmuutta.

Japanin elvytys oli OECD-maiden suurimpia. Kun budjettivaje 2009 oli 5½ % BKT:stä, valtion velka suhteessa BKT:hen nousi liki 220 prosenttiin eli suuremmaksi kuin missään kehittyneessä maassa. Kun vaje pysyy suurena 2010, velkasuhde nousee kohti 225 prosenttia. Muista maista poiketen kotimainen säästäminen kuitenkin riittää julkisen vajeen rahoittamiseen eikä ulkomaista rahoitusta juuri tarvita.

Keskuspankki harjoitti kymmenisen vuotta nol-lakoron politiikkaa ja rahapolitiikan normalisoi-tumisen ensimmäinen askel otettiin 2006, kun 1998 alkanut deflaatio väistyi. Ohjauskoron la-kipiste jäi 0.5 prosenttiin maaliskuussa 2007. Fi-nanssikriisin kärjistyttyä keskuspankki laski oh-jauskoron 0.1 prosenttiin joulukuussa 2008 ja eteni epätavanomaisen keskuspankkipolitiikan tutkimattomille vesille ostamalla osakkeita ja yritysbondeja sekä liikepankkien salkuissa olleita osakkeita. Pankkien lainananto jatkuikin ilman suuria häiriöitä.

Tätä kirjoitettaessa lyhyt markkinakorko 0.4 % ja 10 vuoden korko 1.4 %. Ohjauskorko pysyy

nykytasollaan vielä pitkään. Valtionvelan korkoa pitää matalana se, että vain 4 % velasta rahoite-taan ulkomailta. Matalista koroista huolimatta valtion tuloista menee 35 % velanhoidokuluihin. Jos korko nousisi -- kotitalouksien ja eläkesäätiöiden vähentäessä panoksiaan -- isku valtiontalouteen olisi dramaattinen.

Työmarkkinareformia tarvitaan. Työllisyysasteen nostaminen on elintärkeää maassa, jonka väestö ikääntyy maailmanennätysvauhtia ja työikäinen väestö (15-64 vuotiaat) ohitti huippunsa jo 1998. Japanissa, jossa väestö supistui, *per capita* BKT kasvoi 2003-07 2.1 % *per annum*. Samaan aikaan kasvavan väestön Yhdysvalloissa BKT *per capita* kasvoi vähemmän eli 1.8 % *per annum*.

Japanilaiset suuryritykset ovat siirtäneet tuotanto-aan matalampien työvoimakustannusten Kiinaan. Maiden välisessä symbioosissa työnjako on syvä. Vuosien ajan Japani oli suurin hyötyjä Kiinan vetoavusta. Vielä kesäkuussa 2008 Kiinan tuonti Japanista oli yli 30 % *suurempi*, mutta helmikuussa 2009 yli 40 % *pienempi* kuin vuotta ennen. Kesällä 2009 miinusluku pieneni nopeasti ja nyt ollaan 50 % plussalla. Jos Kiinan talouskasvu lopahtaisi ja sen myötä Kiinan tuonti vähenisi, Japanin tilanne heikkenisi dramaattisesti. Emme kuitenkaan pidä tätä skenaariota kovin todennäköisenä.

Koizumin viimeisen hallituksen uudistamisohjel-massa uudistustarpeet ryhmiteltiin kolmeen pää-ryhmään, jotka ovat a) tuottavuus, b) globalisaa-tio ja c) finanssipolitiikka. Ensin mainittuun sisältyvät mm. investoinnit teknologiaan, deregulaatio, johtamistapojen parantaminen ja julkisen talouden tuottavuuden edistäminen. Toiseen kuuluvat mm. kaupan liberalisointi, ulkomaisen koulutuksen lisääminen, maahanmuuton lisäämi-nen ja katseen kääntäminen Aasiaan -- Yhdysval-toja unohtamatta. Kolmas ryhmä kattaa mm. eläke- ja terveydenhoitomenojen uudistamisen, julkisten menojen painopisteen suuntaamisen vanhoista nuoriin, toimintojen laajan ulkoista-misen ja hallinnon desentralisaation. Teemat ovat tuttuja myös suomalaisessa keskustelussa.

Yhteenveto Japanin talousnäkymistä

Japanin BKT, joka supistui 5.2 % 2009, pääsee 2.2 prosentin kasvuun 2010. Kasvu hidastuu 1.5 prosenttiin 2011 (taulukko 1, s.3). Hinnat laskivat -1.4 % 2009 ja 2010 laskua on -0.5 %. Vuonna 2011 hintojen lasku pysähtyy. Ohjauskorko on 0.10%. Se pysyy nykytasolla 2010 ja vasta 2011 nähdään pieni "kiristys" (taulukko 3, s. 3).

Venäjä: Öljyn siivittämässä nousussa!

Venäjän historiassa 5½-8½ prosentin vuotuisen talouskasvu 2003-2008 oli poikkeuksellinen (kuvio 22). Kun väestö samaan aikaan supistui, *per capita* BKT nousi 7.2 % *per annum*.

Vielä kesällä 2008 Venäjä näytti selviävän lännessä leviävästä taantumasta kohtuullisin vaurioin. Syksyllä 2008 kriisi sitten iski. Öljyn halpeneminen, maailmankaupan romahdus ja pankkisektorin sekasorto veivät maan syvään kriisiin ja BKT 2009 supistui 7.9%. Kiinteät investoinnit vähenivät 17% ja teollisuustuotanto 10.8 %. Tavaraviennin arvo supistui tammi-kesäkuussa lähes 50 % vuoden takaa, kun vastaava muutos oli 50% plussalla vielä syyskuussa 2008. Tavaratuonti oli vuoden alkupuoliskolla liki 40 % pienempi kuin vuotta aiemmin. Huhtikuussa 2009 vienti kääntyi nousuun ja se oli tammikuussa 2010 yli 60 % maaliskuun tasoa suurempi.

Putinin aikanaan perustama vakautusrahasto jaettiin kahtia 2008. Varoista 125 mrd USD siirrettiin reservirahastoon, jota voidaan käyttää budjettimenoihin öljyn hinnan laskiessa. Runsaat 30 mrd USD siirrettiin kansalliseen hyvinvointirahastoon, jolla rahoitetaan merkittäviä reformeja (eläkeuudistus). Kriisin aikana rahastot ovat olleet kovassa käytössä.

Federaatiobudjetin alijäämä 2009 jäi ennakoitua pienemmäksi eli noin -6 prosenttiin BKT:stä. Talouskasvun vauhdittumisesta ja öljyn hinnan vahvistumisesta huolimatta hallitus odottaa budjettialijäämän kasvavan 7 prosenttiin 2010. Tavoitteena on kaventaa vaje 4 prosenttiin BKT:stä 2011 ja 3 prosenttiin 2012. Ensi vuonna on myös tarkoitus palata 3-vuotiseen liukuvaan budjettisuunnitteluun. Se ehdittiin ottaa käyttöön juuri ennen talouskriisiä, joka sitten pakotti luopumaan uudesta toimintatavasta.

Vielä muutama vuosi sitten ex-neuvostoliitosta tuli suurin osa maailman öljyn- ja kaasuntuotannon lisäyksestä. Tilanne heikkeni, kun valtio kiristi otettaan energiasektorista, jossa syntyy kolmannes BKT:stä. Öljyn tuotanto, joka supistui pitkään, kääntyi huhtikuussa 2009 yllättävään kasvuun ja nyt lisääntyy myös maakaasun tuotanto. Ankara verotus ja epävarma toimintaympäristö hillitsevät energia-alan investointeja. Se hidastaa tarjonnan kasvua.

Vaikka presidentti Medvedev on käynnistänyt

vilkkaan keskustelun talouden modernisoinnista, akuutit haasteet liittyvät taantumien jälkihoitoon ja pankkisektorin tasapainoon.

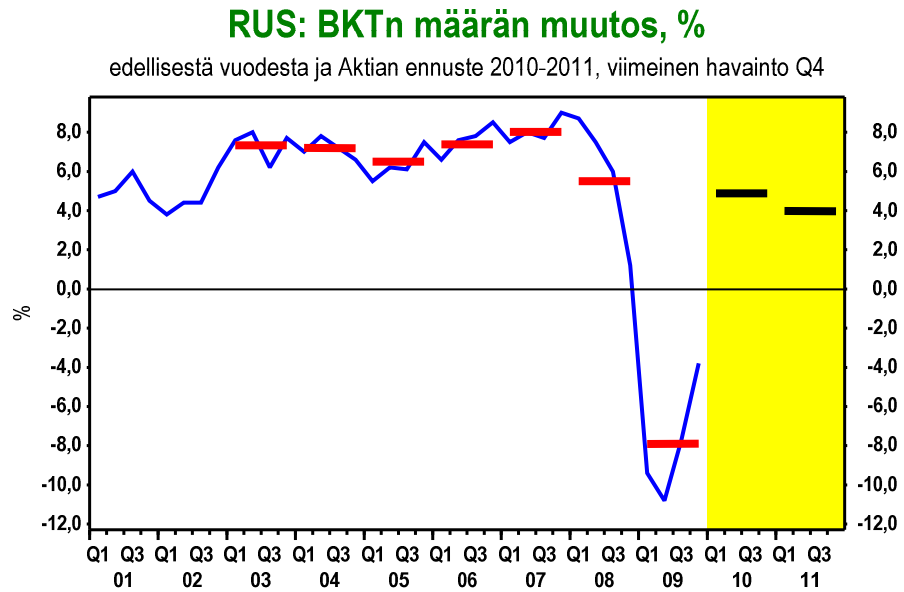
Keskuspankki *nosti* ohjauskorkoa kuusi kertaa 2008. Huhtikuussa 2009 rahapolitiikka kääntyi ja 12 korkopäätöstä ovat tuoneet ohjauskoron 8.25 prosenttiin. Työttömyysaste nousi kesän 2008 5½ prosentista 9 prosenttiin maaliskuussa 2009 ja se on myös nyt lähellä tuota tasoa. Inflaatio on hidastunut kesän 2008 15 prosentista 7.2 prosenttiin helmikuussa 2010 (kuvio 24).

Venäläisiä oli 148 miljoonaa 1997 ja nyt 142 miljoonaa. YK:n mukaan venäläisiä on nykyään 122-125 miljoonaa 2025. Viinan vuoksi vain 42% nyt 24-vuotiaista miehistä elää todennäköisesti 60 vuotiaaksi. Niinpä Venäjä tarvitsee miljoonia uutta ulkomaalaista työntekijää vuosittain.

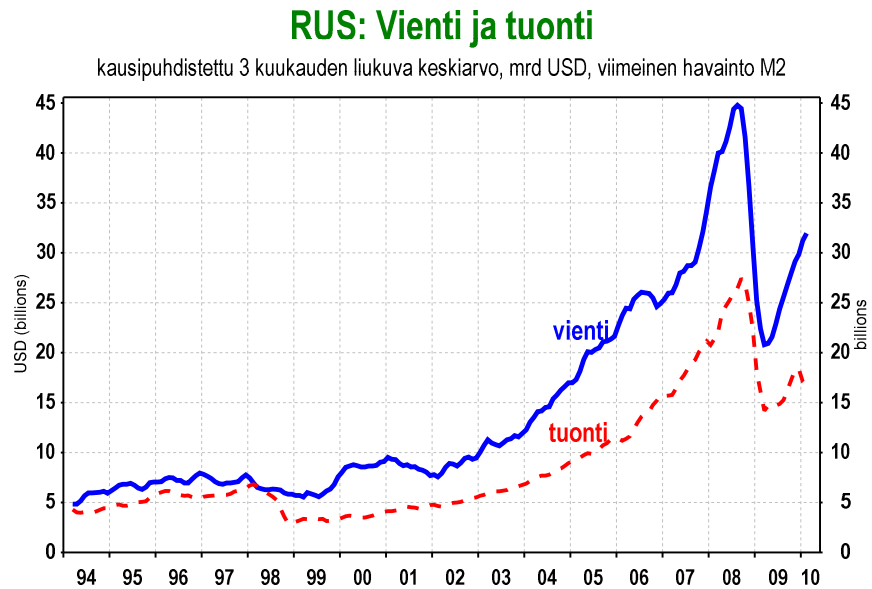
Venäjä tuottaa hiilidioksidipäästöjä kolmanneksi eniten maailmassa USAn ja Kiinan jälkeen. WWF:n ja Oxfamin julkistaman selvityksen mukaan ilmasto on lämmennyt Venäjällä nopeammin kuin muualla maailmassa; arktisilla alueilla lämpeneminen on ollut lähes kaksi kertaa nopeampaa kuin maapallolla keskimäärin. Venäjän pinta-alasta 60% on ikeiroudan peitossa. Näillä alueilla sijaitsee yli 30% maan öljy- ja 60% maakaasuesiintymistä. Lämpenemisen aiheuttama sulaminen lisää paitsi maaperään varastoituneiden kasvihuonekaasujen vapautumista myös tulvariskejä ja voi aiheuttaa merkittäviä vahinkoja rakennuksille, teille, lentokentille ja energiansiirtoverkostoille. Venäjän kaupunkiväestöstä 58 % eli yli 58 milj. henkeä asuu paikkakunnilla, joilla ilman saastuminen on korkea tai erittäin korkea. 133 maan WEF-kilpailukykyvertailussa Venäjä putosi 2009 sijalle 63 edellisvuoden sijalta 51. *Transparency internationalin* 180 maan korruptio-rankingissa Venäjä on sijalla 146.

Venäjän BKT 2009 supistui -8 %. Nyt nousun merkit ovat vahvistuneet. Kun maailmantalouden elpyminen tukee öljyn hintaa ja kotimainen kysyntä vahvistuu, BKT kasvaa 5% 2010 ja 4 % 2011. Niin pessimismin kuin optimisminkin oloissa on muistettava Winston Churchillin tokaisu Neuvosto-Venäjästä: "Se on arvoitukseen kääritty mysteeri, jonka sisällä on salaisuus". Se tarkoittaa: makromahdollisuus, mutta mikroriski.

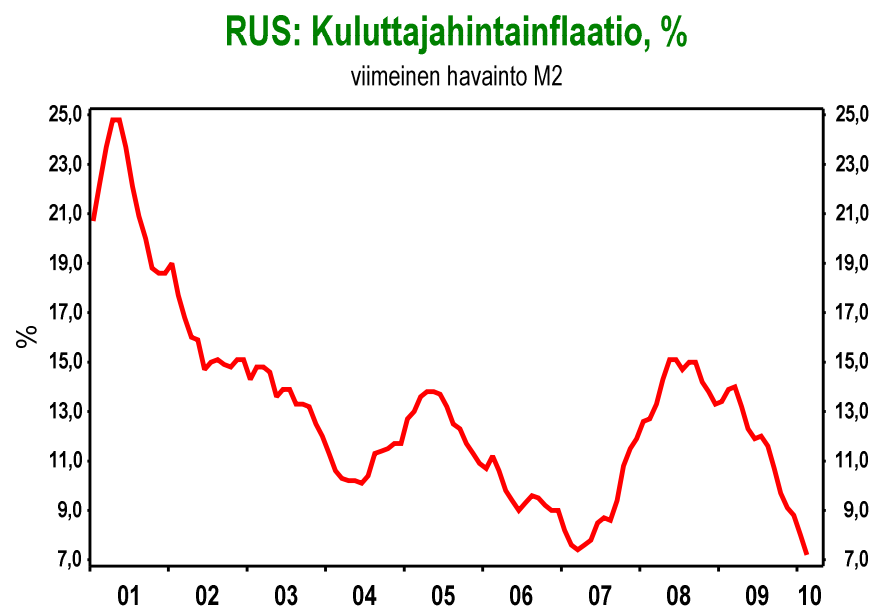
Kuvio 22



Kuvio 23



Kuvio 24



Euroalue: Elpyminen etenee sittenkin!

Aktia ennusti jo vuoteen 2008 tultaessa, että USAn kriisin vaikutus leviää myös Eurooppaan. Euroopan kasvunäkymien heikkeneminen oli kuitenkin vielä odotettuaakin rajumpi sen jälkeen, kun finanssikriisi kärjistyi syys-lokakuussa 2008 Lehman Brothersin konkurssin jälkeen.

Euroopan taantuma iski nopeasti. Yhtä yllättävä oli kuitenkin palautuminen. Suurimmat euromaat Saksa ja Ranska pääsivät kasvuun jo keväällä 2009 ja euroalueen kokonaisuus 3. vuosineljänneksellä. Aktian ennusteissa ennakoimme tämän jo tammikuussa 2009 (kuvio 27).

Kuinka tähän on tultu?

Eurotalous astui uudelle vuosituhannelle vahvasa nousussa. Sitä seurasi kasvupettymysten sarja ja keväällä 2005 Euroopan ylle laskeutui aave, euroskeptismin aave. Vakaus- ja kasvusopimus vesitettiin jäsenmaiden yhteisellä päätöksellä ja EUn perustuslaki haaksirikkoutui Ranskan ja Hollannin kansanäänestyksissä. Kun pessimismin virrassa kasvuennusteita oli korjattu kilvan alas, vahva kasvu 2006-07 oli suuri positiivinen yllätys. Saksan parantunut kilpailukyky ja lisääntynyt joustavuus sekä Espanjan rakentamisboomi avasivat portit euroalueen työttömyyden merkittävään alenemiseen 2005-07 (kuvio 32). Vahvistunut luottamus ei kuitenkaan ehtinyt heijastua kulutuskysyntään ennen epävarmuuden uutta aaltoa, työttömyyden nousua ja luottoehtojen kiristymistä 2008. Finanssikriisissä romuttui kaikki edeltävinä vuosina saavutettu.

Ennen kriisiä euroalueen kasvu lepäsi maailmankaupan vetoavun varassa. Suurista maista eniten hyötyi Saksa (kuvio 25), joka oli 2000-luvun alkuvuosina parantanut sisäisellä sopeutuksella kilpailukykyään muihin euromaihin yli 20%. Saksa oli myös ainut kehittynyt talous, joka ei menettänyt osuuksiaan maailmankaupassa Aasian maille. Kun vienti ja teollisuustuotanto kulkevat käsi kädessä, Saksan teollisuustuotanto kasvoi 21% vuodesta 2001 vuoden 2008 alkuun (kuvio 26). Ranskassa vastaava muutos oli 5 %. Italian teollisuustuotanto oli 2008 alussa 1 % pienempi kuin 2001.

Kun maailmankauppa romahti 2008 lopussa, viennin ja teollisuustuotannon pudotus oli hurja kaikissa euromaissa. Huhtikuussa 2009 euroalueen teollisuustuotanto oli supistunut 2008 helmikuusta 20%, Saksan 23%, Ranskan 20 % ja

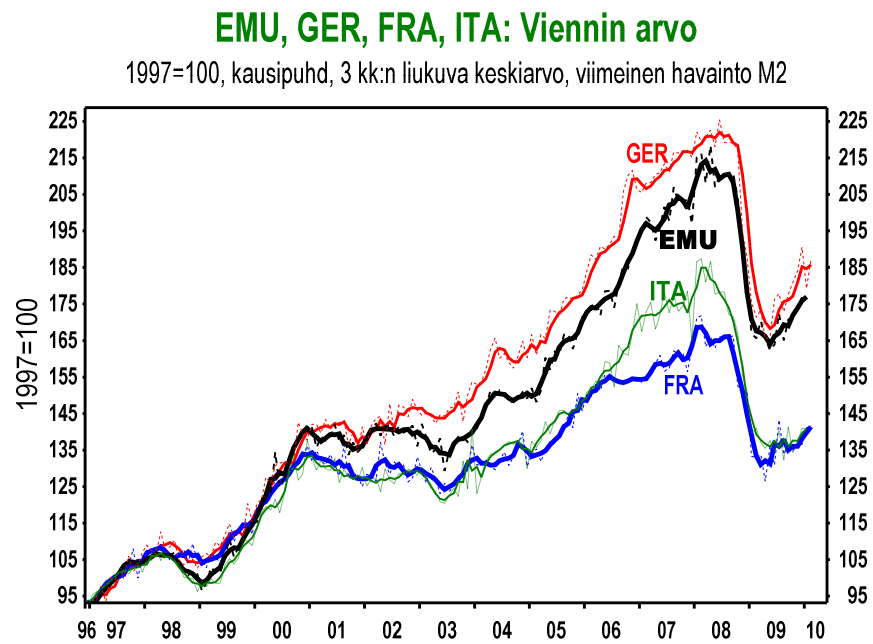
Italian 25 %. Vaikka vienti ja sen myötä teollisuustuotanto kääntyi sen jälkeen nousuun, Saksan teollisuus tuotti helmikuussa 2010 saman verran volyymia kuin vuosituhannen alussa. Italiassa miinusta oli -15 % ja Ranskassa -12 %. Euroalueen kokonaisuudessa teollisuustuotanto oli 5 % pienempi kuin 2001.

Maailmankaupan romahdus (kuvio 2) johtui siitä, että finanssikriisin aiheuttama yritysrahoituksen kiristyminen iski kaikkien voimakkaimmin ulkomankaupassa toimiviin yrityksiin. Kun samalla yleinen huoli rahoitusjärjestelmän kestävydestä levisi, tulos oli yritysjohtajien kollektiivinen paniikki, joka johti investointiprojektien jäädytyksiin ja tilauksien peruutuksiin. Monet yritykset ajoivat varastoja alas vähentämällä tuotantoa kysynnän supistumista enemmän. Kun rahoituksen saatavuus alkoi normalisoitua ja paniikki helpotti, maailmankauppa alkoi elpyä jo kesään 2009 tultaessa.

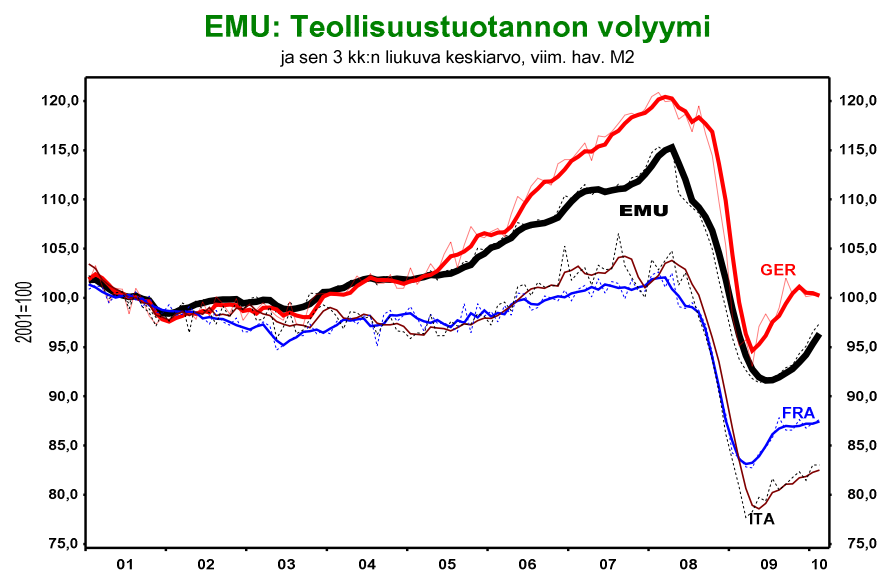
Vuosikymmenten ajan maailmanvaluutat ovat heilahdelleet *ylilyövästi* aliarvostuksesta yliarvostukseen ja takaisin. Tämä koskee myös euroa, joka lienee nyt muutaman prosentin yliarvostettu (kuvio 45, s. 45). Maailmankaupan hiipuessä valutan yliarvostus oli euroalueen vientiyrityksille selvä rasite. Euron viime aikoina nähty heikkeneminen on helpottanut tilannetta ja maailmankaupan vahvistuminen -- Aasian johdolla -- näkyy euroalueen -- ja varsinkin Saksan -- vientiluvuissa. Vaikka euroalueen vienti on piristynyt, se on edelleen liki 15 % pienempi kuin kesällä 2008.

Vaikka EKP nosti ohjauskorkoa 2005-07, rahapolitiikka pysyi keveähkönä ja rahamäärän (M3) lisääntyminen ylitti monella prosenttiyksiköllä EKP:n 4.5 prosentin referenssiarvon. Likviditeetin nopea kasvu ei ollut sopusoinnussa hintavakauden kanssa. Kun globalisaatio patosi "perinteisen" hinta- ja palkkainflation, paine purkautui asuntohintoihin. Rahamäärän kasvu alkoi hidastua nopeasti 2008 alussa ja lokakuussa 2009 se painui nollaan eli reilusti referenssiarvon alapuolelle. Asuntolainakannan kasvu hidastui 2006 kevään 12 prosentista miinukselle 2009 (kuvio 30, s. 30). Kuluttajia on ahdistanut kulutusluototuksen kiristyminen ja asuntohintakuplan puhkeaminen. Asuntohintojen lasku oli 2008 yleiseurooppalainen ilmiö (kuvio 28), mutta korkojen lasku on nyt katkaissut sen monissa maissa ja asuntolainakanta on kääntynyt nousuun.

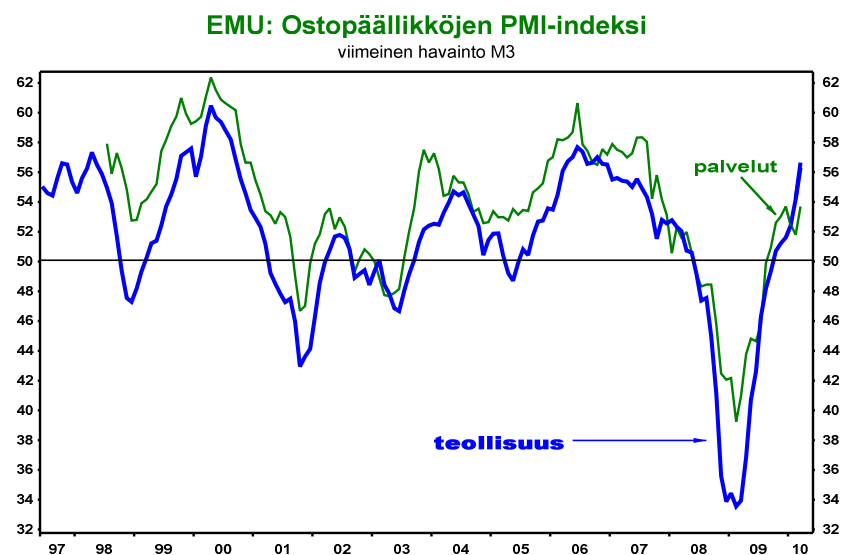
Kuvio 25



Kuvio 26



Kuvio 27



Mitä on edessä?

Saksassa ja Ranskassa huhti-kesäkuun 2009 kasvukäänne oli suuri positiivinen yllätys ja kolmannella vuosineljänneksellä vahvistui, että euroalueen taantuma oli päättynyt. Suotuisaa jatkoa lupasi myös vahvistunut luottamus ja ennakoivien indikaattorien nousu. Näin ollen euroalueen ja myös Saksan kasvun pysähtyminen viime vuoden päätösneljänneksellä oli suuri pettymys.

Kun talvi oli poikkeuksellisen kylmä, myös kuluvan vuoden 1. neljänneksellä kasvu oli vaisu. Toisaalta sekä yritysten että kuluttajien luottamus kertoo talouden pohjavireen paranemisesta. Myöskään ennakoivat indikaattorit eivät viittaa elpymisen lopahtamiseen. Siksi uskomme, että elpyminen vahvistuu uudelleen kesää kohti.

Nousukäänteestä saadaan kiittää globaalia elvytystä, jonka vaikutus lienee Euroopassa näinä aikoina suurimmillaan. Kun elvytystä vedetään sisään, talouskasvu hidastuu jo kuluvan vuoden loppua kohti, mutta pysyy selvästi plussalla. Suotuisaa kehitystä tukevat maailmankaupan elpyminen ja rahoituksen saatavuuden paraneminen.

Korkojen aleneminen alkoi euroalueella syksyllä 2008. Se tapahtui myöhässä, mutta onneksi prosessi eteni vauhdilla. Vaikka yleinen optimismi on jo lisääntynyt, työttömyyden nousu hillitsee kulutuksen kasvua monissa maissa vielä pitkään.

Luottomarkkinakriisin levitessä ero valtion (vakuudellisen) ja pankkien (vakuudettoman) 3 kk:n rahan välillä kasvoi poikkeuksellisen suureksi myös Euroopassa (kuvio 29). Syksyllä 2008 euroalueen pankeista 68% kiristi suurten ja 56% pienten yritysten luottoehtoja. USAssa vastaavat luvut olivat 95% ja 90%. Vuoden 2009 loppua kohti ehtoja kiristäneiden pankkien (netto)määrä väheni selvästi euroalueella.

Lyhyiden (=3 kk:n) korkojen osalta normalisoituminen on tapahtunut. Pankkien tarvitseman pitemmän (3-4 vuoden) ulkoisen rahoituksen osalta tilanne ei näytä yhtä hyvältä. Vaikka pankkien maksama preemio suhteessa valtioon on palannut ennen Lehman Brothersin konkurssia vallinneelle tasolle, se on edelleen hyvin korkea.

Varastosopeutus on lyönyt leimansa viime kausien kasvuprofiiliin. Ensin varastojen rajusta supistamisesta tuli suuri negatiivinen kasvusysäys. Kun varastojen alasajo hidastui, siitä tuli positiivinen kasvusysäys, ja nyt nähdään varastojen kas-

vua. Kun se vaimenee vuoden loppua kohti, varastot hidastavat BKT:n kasvua.

Euroalueen BKT supistui -4.1% 2009. Kylmä talvi iski alkuvuoden aktiviteettiin siinä mitassa, että BKT 2010 kasvaa vain 1.2 %. Vaikka vienti vahvistuu, kasvu 2011 jää 1.7 prosenttiin, kun finanssielvytys poistuu ja korot nousevat (kuvio 37, s. 35). Kun budjettivajeita sulatetaan, finanssipolitiikka on vuosien ajan kasvua rajoittavaa.

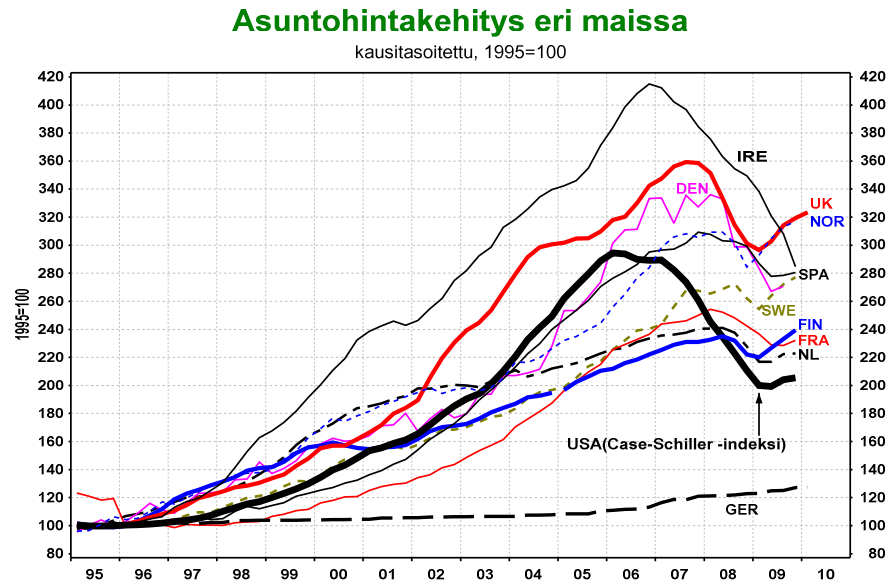
Syksyllä 2008 markkinat alkoivat uudelleenhinnoitella valtiovelan maakohtaisia riskejä. Löyhän budjettikurin valtioiden (Kreikka, Portugali, Italia, Espanja) maksama korko oli kevättalvella 2009 reilusti yli Saksan koron. Sen jälkeen tilanne näytti rauhoittuvan, kunnes Kreikan korot pomppasivat vuoden lopulla ylös, kun Kreikan valtiontalouden todellinen tila selvisi ja sen peittämiseksi tehtyt tilastovääristelyt paljastuivat (kuvio 40, s. 38). Samalla selvisi, että maa oli päässyt EMUn jäseneksi vääristettyjen tilastojen perusteella. Maaliskuun lopulla EU-maat pääsivät sopuun tukipaketista, jossa IMF on mukana. Epävarmuus ja ajoittaiset häiriöt kuitenkin jatkuvat ainakin siihen asti, kun paketin toimeenpanomekanismi selviää ja käytännön merkitys siten hahmottuu.

Inflaatio ja EKP

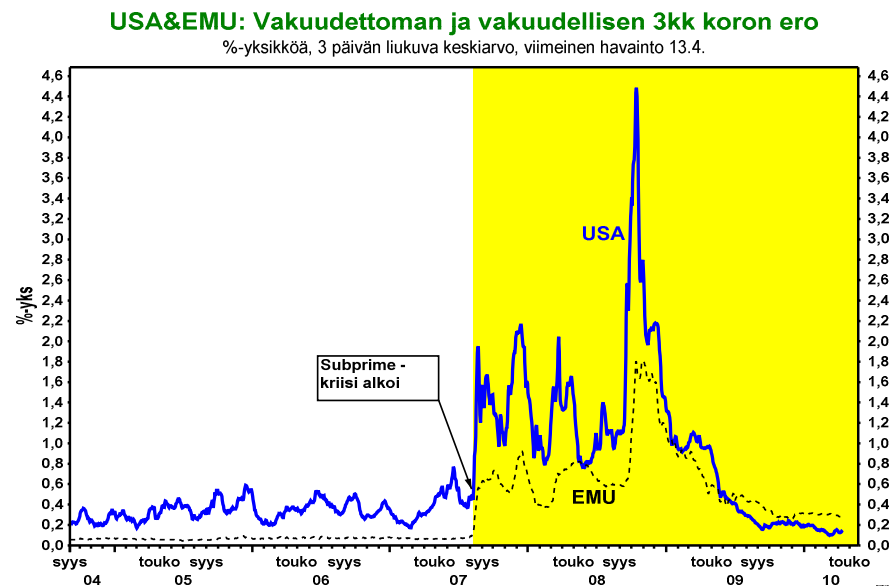
Euroalueen inflaatio kiihtyi EKP:n ensimmäisen toimivuoden 1999 aikana 0.8 prosentista 2 prosentin kriittiselle rajalle ja saavutti toukokuussa 2001 siihenastisen huippunsa 3.1 %. Heinäkuussa 2008 nähtiin eurohistorian uusi inflaatiohuippu 4.0 %. Sen jälkeen hintojen nousuvauhti hidastui nopeasti öljyn ja muiden raaka-aineiden halvennuksessa ja heinäkuussa 2009 inflaatio oli -0.7 %. Nyt inflaatio on prosentin plussalla energiahintojen kallistumisen vuoksi (kuvio 33).

EKP:n jokaisena toimivuotena 1999-2008 inflaatio toteutui *ex ante* odotuksia korkeampana. Vuosi 2009 oli ensimmäinen kymmeneen vuoteen, kun EKP saavutti tavoitteensa alle 2 prosentin inflaatiosta. Raaka-ainehintojen laskiessa kuluttajahintojen nousu jäi 0.3 prosenttiin 2009. Nyt kuluttajahintainflaatio on 1½ %, mutta akuuttia riskiä sen merkittävästä kiihtymisestä ei ole näkyvis-
sä edessä olevan vuoden aikana. Vuodesta 2011 lähtien epävarmuus on suurempi, jos ylikevää rahapolitiikka jatkuu kovin pitkään. Kun pitkään korkoihin on tätä kirjoitettaessa hinnoiteltu 1.8 prosentin keskimääräinen euroinflaatio tuleville 10 vuodelle, odotukselle ei pitäisi antaa nousutilaa viivytämällä liikaa rahapolitiikan *exiitää*.

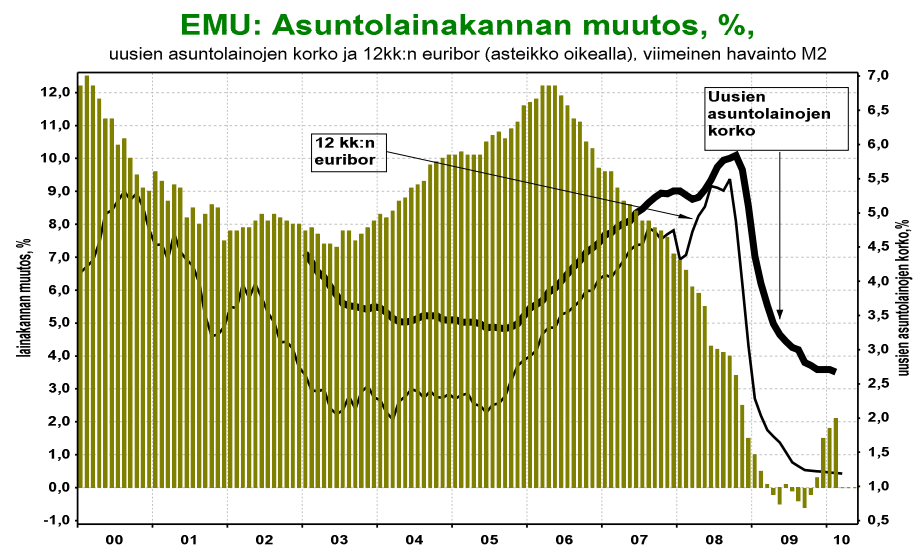
Kuvio 28



Kuvio 29



Kuvio 30



Euroalueen rahapolitiikka 1999 - 2006 oli elvyttävää, vaikka hintojen nousu ylitti EKP:n tavoiteinflaation. Inflaatio-ongelman kroonisuus todisti ohjauskoron kiistattomasti liian matalaksi, joten myös EK:hen pätee FED:iin kohdistettu kritiikki: "too low, too long". Joulukuussa 2005 koronnostot viimein alkoivat ja ohjauskorko nousi 4.0 prosenttiin kesäkuussa 2007. Viimeinen korotus 4.25 prosenttiin heinäkuussa 2008 oli selkeä virhe ja jo lokakuussa 2008 ohjauskorko kääntyi nopeaan laskuun painuen nykyiselle 1.0 prosentin tasolle toukokuussa 2009.

Budjettivajeet ovat olleet suurten euromaiden krooninen ongelma ja sekä ekonomistien että poliitikkojen päänsärky koko 2000-luvun alun. Vahva kasvu 2006-07 paransi vajetilannetta olennaisesti ja esimerkiksi Saksan budjetti pääsi tasapainoon 2007. Vuonna 2009 Saksan budjetti oli miinuksella -3.2% BKT:stä, Ranskan -8.0% ja Italian -5.5%. Konsensusennusteen mukaan budjettivaje on 2010 Saksassa -5.6 %, Ranskassa -8.6 % ja Italiassa -5.0 % BKT:stä. Euroalueen yhteenlaskettu vaje olisi -7.2 % BKT:stä. Vajeiden odotetaan supistuvan vain vähän 2011.

2000-luvun alkuvuodet euroalue ontui eteenpäin kuin "*Old Invalid*". Lyhytaikainen piristyminen nähtiin 2006-07, mutta taantuma iski euroalueelle huhti-kesäkuussa 2008. Pudotus kiihtyi 2008 lopussa ja 2009 alussa (kuvio 34), kun maailmankauppa romahti ja luottomarkkina kiristyi. Euroalue siis ajautui taantumaan 5-6 kuukautta myöhemmin kuin USA, kun taas kokonaistuotannon kasvukäännöksen 3. vuosineljänneksellä tapahtui Atlantin molemmin puolin suunnilleen samanaikaisesti. Ajoitus kertoo elvytysvaikutusten kumuloitumisesta, finanssimarkkinan normalisoinnista ja maailmankaupan vahvistumisesta. Yhdysvalloissa nähtiin raju kasvuspurtti 2009 viimeisellä neljänneksellä, kun taas elpyminen miltei pysähtyi euroalueella. Ehkä se puolestaan kertoo kuinka paljon hurjempi on ollut amerikkalainen elvytyspanostus.

Suuret maat, suuret ongelmat

Saksa, Ranska ja Italia tuottavat yhdessä 3/4 euroalueen BKT:stä. Kun akuutti kriisi on ohi, agendalle palaavat näiden suurten euromaiden rakenteelliset ongelmat, jotka varjostavat koko euroalueen pitkän ajan kasvumahdollisuuksia.

Vuodesta 1995 vuoden 2008 alkuun Saksan BKT lisääntyi runsaat 20% ja Italian vähän alle. Ranska pärjäsi paremmin kasvettuaan yli 30%. Samaan

aikaan "muu euroalue" (=pienet maat + Espanja) kasvoi liki 50 % eli hieman enemmän kuin USA.

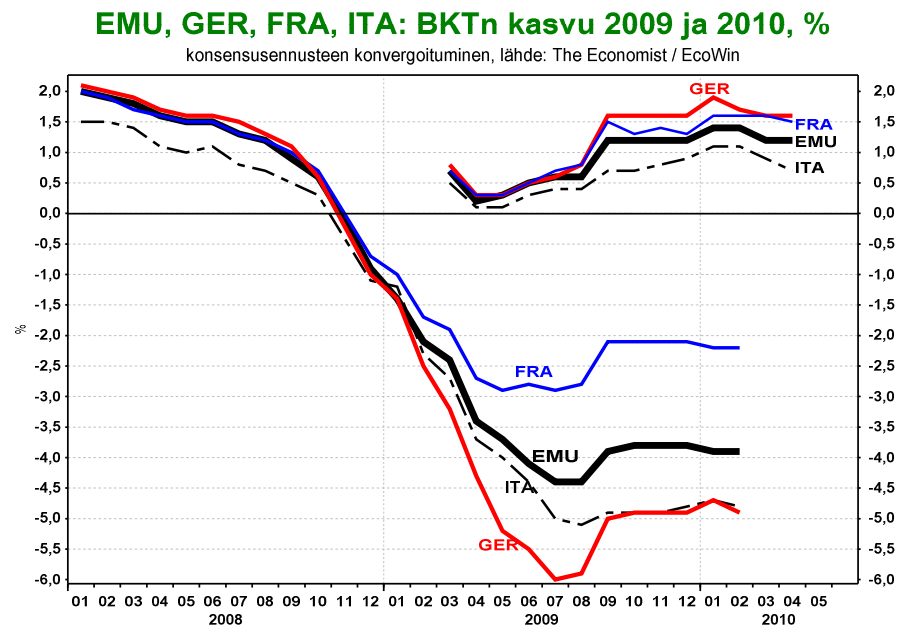
Kun tarkastelu alkaa 2000, tulema on sama. Vuoden 2000 alusta 2008 alkuun muun euroalueen (pl. Saksa, Ranska ja Italia) kokonaistuotanto kasvoi 23%. Luku on yli kaksinkertainen Saksaan ja Italiaan verrattuna. Euroalueen 2000-luvun alkuvuosien kasvuongelma oli siis isojen maiden ongelmakasvu.

Saksan 2000-luvun kasvun moottori oli maailmankaupan imu. Vuoden 2000 alusta 2008 alkuun Saksan vienti nousi ällistyttävät 79 %, kun kotimaisen kysynnän lisäys jäi 4 prosenttiin. Saksan heikko talouskasvu oli siis perustaltaan kotoperäistä, kun taas Italian heikkoudessa yhdistyi väisä kotimaantalous ja keskinkertainen vienninmenestys. Vuoden 2000 alusta 2008 alkuun Italian kotimainen kysyntä kasvoi vain 6 % eli vaihteesta runsaan 1/2 prosentin vuosivauhtia. Viennin kasvu oli 17 % eli neljännes Saksan kasvusta.

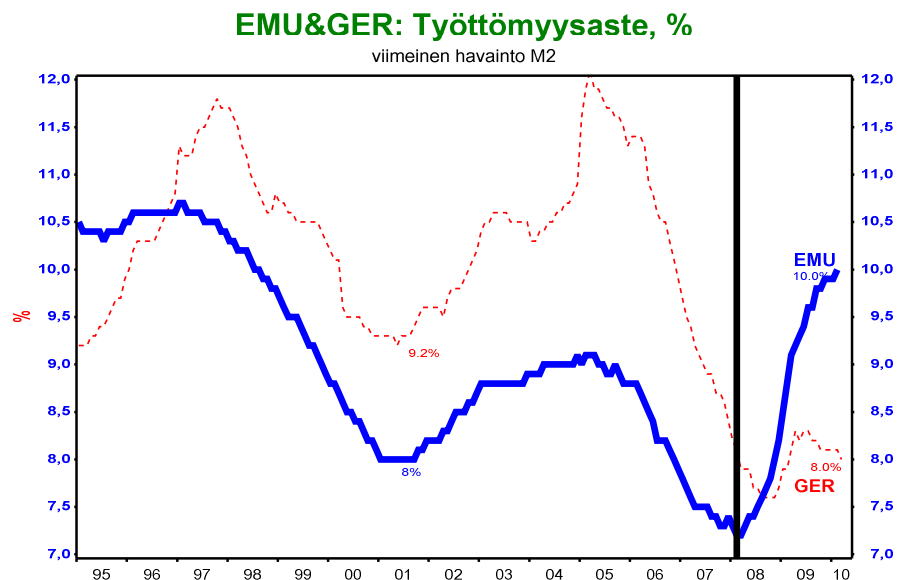
Kun Saksa jylläsi vientimarkkinoilla, Italia, Ranska ja Espanja menettivät asemiaan jo ennen kriisiä. Kun 2000-luvun Saksassa palkat ovat nousseet vähemmän ja tuottavuus enemmän kuin kilpailijamaissa, maa vahvisti 2001-07 kilpailukykyään yli 20 % eurokeskiarvoon. Italian nopeampi palkkainflaatio yhdistyneenä heikkoon tuottavuuskehitykseen sen sijaan heikensi italialaisten yritysten kilpailukykyä liki 10% eurokeskiarvoon. Saksan ja Italian välinen kilpailuasetelma heilahti yli 30% Italian tappioksi.

Keväällä 2008 Saksan viennin kasvu pysähtyi ja syksyllä se romahti (kuvio 25). Maailmankaupan romahdus iski vientivetoiseen Saksaan erityisen pahasti. On paradoksaalista, että keskinkertaiset vientimaat ovat selvinneet maailmankaupan romahduksesta viennin iskukykyistä jättiläistä eli Saksa pienemmin vaurioin. Kun maailmankauppa sakkasi, vahva kilpailukykyään ei auttanut Saksa. OECD:n mukaan nettovienti heikensi Saksan kasvua -3½ %-yksikköä 2009, kun Italia selvisi vähän yli -1 %-yksikön vaikutuksella. Ranskassa vaikutus oli lähellä nollaa. Suomen Pankin tuoreen arvion mukaan nettoviennin vaikutus kokonaistuotannon muutokseen 2009 oli -1.9 % Suomessa. Jatkossa tilanne kääntyy maailmankaupan elpyessä. OECD ennustaa nettoviennin vauhdittavan 2010 kasvua 1.0 Saksassa, 0.4 Ranskassa ja 0.1 Italiassa. Suomen Pankki ennustaa nettovientimme vahvistuvan 2010 vain vähän. Oma arviomme on optimistisempi.

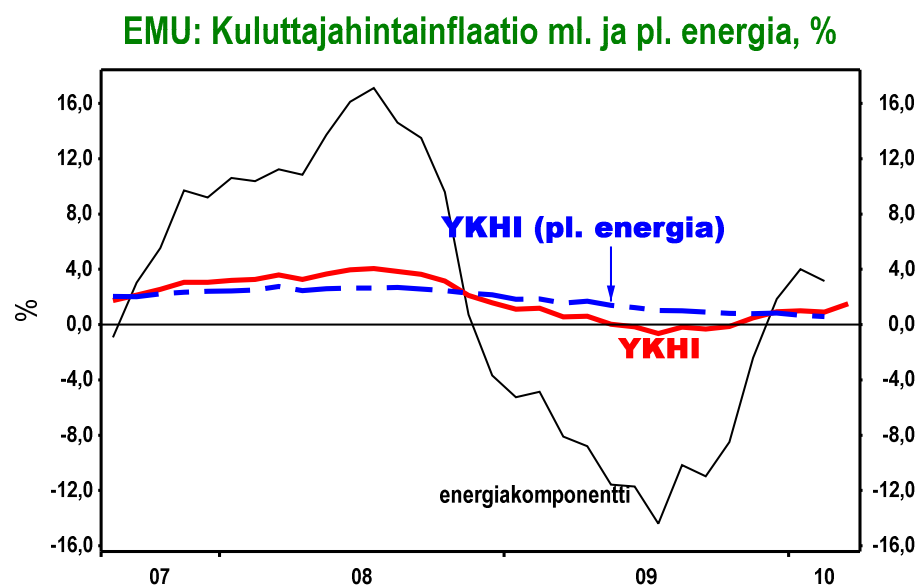
Kuvio 31



Kuvio 32



Kuvio 33



Italian ongelmana on heikon kilpailukyvyyn lisäksi vientiteollisuuden keskittyminen globaalin kilpailun oloissa taantuville aloille. Ranskaa vaivaa itse-riittoisuus, jonka varassa se on kuvitellut voivansa ohittaa globalisaation haasteet ilman sisäistä sopeutumista. Sama koskee kahta pienempää euro-maata, Portugalia ja Kreikkaa. Jälkimmäinen on ajanut taloudenpidollaan itsensä selkään seinää vasten kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. Espanja kasvoi kriisiin asti vahvaa vauhtia immi-graation varassa, kun maan 40 miljoonaa asukasta otti vastaan 4 miljoonaa maahanmuuttajaa 10 vuoden aikana ja rakensi heille asunnot. Asunto-markkinakuplan puhkeaminen on romauttanut talouskasvun eikä käänne parempaan ole lähellä, vaan taantuma jatkuu 2010 muun Euroopan jo elpymässä.

Saksaa rasitti pitkään huonosti hoidettu yhdistyminen. Länsi-Saksan sosiaaliturva ulotettiin itään, kun väen pelättiin muuten muuttavan länteen. Tulos oli itäisen Saksan muuttuminen työttömyysmaaksi, jonka elinkustannukset maksettiin lännestä. Alueelliset työttömyyserot ovat yhä suuret.

Saksaa leimasi vuosikymmenten ajan ristiinomis-tusten verkko, jossa valtio on ollut merkittävä omistaja suurissa pörssiyhtiöissä. Tässä verkos-tossa pulaan joutuneelle suuryritykselle löytyi aina auttaja, koska tämän päivän auttaja voi olla huomispäivän autettava. Kerrotaan, että saksalainen hyvä-veli-järjestelmä ei löytänyt vertaistaan edes idänkaupan kultavuosien Suomesta.

Pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä ja keskitty-nyt omistus suosivat perinteisiä, matalan riskin investointeja. Suuryrityksille turvallinen toiminta-ympäristö on estänyt innovatiivisen aluskasvilli-suuden syntyminen yritys-elämään ja hidastanut saksalaisen yritystoiminnan uudelleenjärjestelyjä. Kun työmarkkinoita ovat säädelleet ay-liike ja sitovien säädösten kattava verkko, dynaamiset (pien)yritykset loistavat poissaolollaan. Jäykän pääomajärjestelmän suhteellinen etu oli oloissa, joissa suuryritykset dominoivat ja toimintaympä-ristö muuttui hitaasti. Se aika on kaukana takana.

Saksassa paine talouden uudistumiseen kasvoi, kun maa menetti EMUn myötä keskeisiä suhteel-lisia etujaan. Ennen korot olivat Saksassa Euroo-pan matalimmat, nyt ne ovat samat läpi euroalu-een. Ennen Saksan *reaal*korot olivat Euroopan matalimmat, nyt eivät. Ennen saksalaisyritysten suhteellinen etu olivat suuret kotimarkkinat, joi-den mahdollistamat pitkät tuotantosarjat olivat

hyvä ponnahduslauta maailmanmarkkinoille. Nyt kotimarkkina on sama kaikille euromaille.

Saksa on Euroopan yhdentymisen poliittinen ve-turi, mutta taloudessa haaste on ollut suuri. Van-han järjestelmän muutos nytkähti liikkeelle 2000-luvun alussa. Joustavuus ja dynaamisuus lisäänty-i-vät varsinkin vientiteollisuudessa. Rakenteelliselle uudistumiselle oli keskeistä, että 2000-luvun halli-tukset eivät yrittäneet estää -- tai pystyneet estämään -- yritystasolla tapahtuvaa joustavuuden lisääntymistä. Vientiyrityksissä muutos on suuri, mutta palvelualoilla prosessi on pahasti kesken.

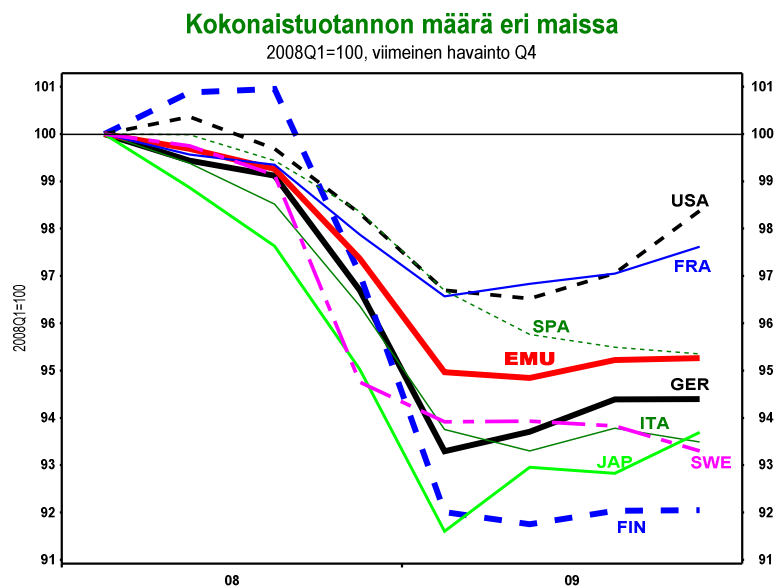
Toisin kuin Saksa välimeren maat Kreikka etune-nässä näkivät eurossa mahdollisuuden jatkaa van-haa menoa ja nauttien samalla euron tuomista matalista koroista. Kilpailukykyyn vuosien aikana kumuloituneen jälkeenjääneisyyden kurominen kiinni on tuskainen taival.

EKP:n tavoite on pitää euroinflaatio alle 2 pro-sentissa keskipitkällä aikavälillä. Konvergoitumis-prosessi, jossa matalamman elintason EMU-maat ottavat kiinni kehittyneempien maiden elintaso-a, tuottaa kiinniottavissa maissa systemaattisesti korkeampaa inflaatiota. Siksi euroalueen hinta-vakaus edellyttää, että Saksan inflaatio pysyy 1 - 1.5 prosentin haarukassa. Teoriassa yhteinen rahapolitiikka rajoittaa siis maan hintakehitystä tiukemmin kuin Bundesbank itsenäisen rahapo-litiikan aikana. Kun uudet jäsenmaat astuvat aikanaan EMUun, maittaisten inflaatiovauhtien haitari kasvaa nykyisestä. Se kiristäisi entisestään Saksan inflaatiopakkopaitaa, ellei EKP modifioi hintavakaustavoitettaan.

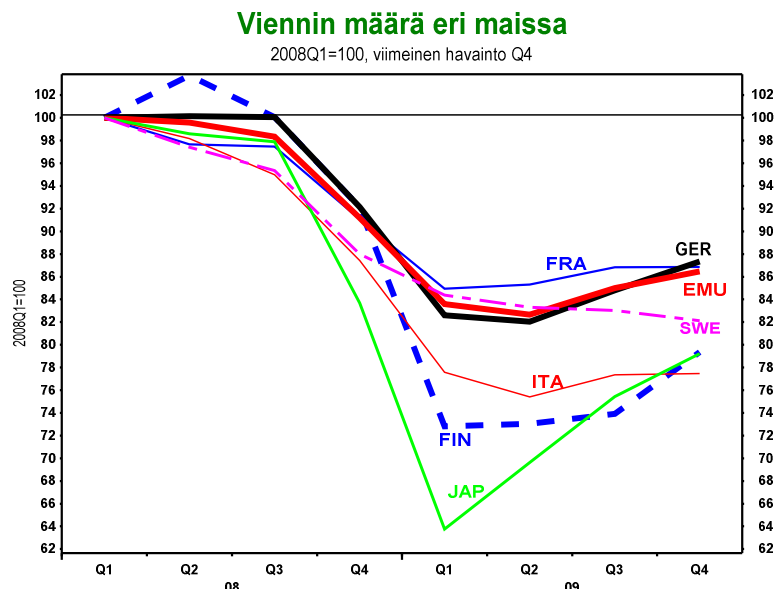
Saksa ei menettänyt lainkaan osuuttaan maail-mankaupassa Aasian nousun seurauksena. Saksa osoitti, että globalisaatio ei tapa talouskasvua kehittyneistä maista. Talouden uudistusprosessin tuloksena Saksan työttömyys *laski* 4½ prosentti-yksikköä vuodesta 2005 vuoteen 2008 (kuvio 32). Kriisin aikana työttömyys on noussut paljon vähemmän kuin muissa euromaissa. Talouspoli-tiikka on tukenut lyhennetyn työajan käyttöä yrityksissä ja sen ansiosta työttömyys on noussut *tähän asti* vain ½ prosenttiyksikköä kriisin aikana.

Globalisaation haasteet ovat kovat kaikille euro-maille. Viime vuosina niihin pystyivät mukautu-maan menestyksellisimmin pienet ja vikkelat. Poikkeus, joka vahvisti säännön, oli Saksa. Taan-tuman päätyttyä se haastaa jälleen muut euro-taloudet sekä keskinäisessä kaupassa että kolmansilla markkinoilla.

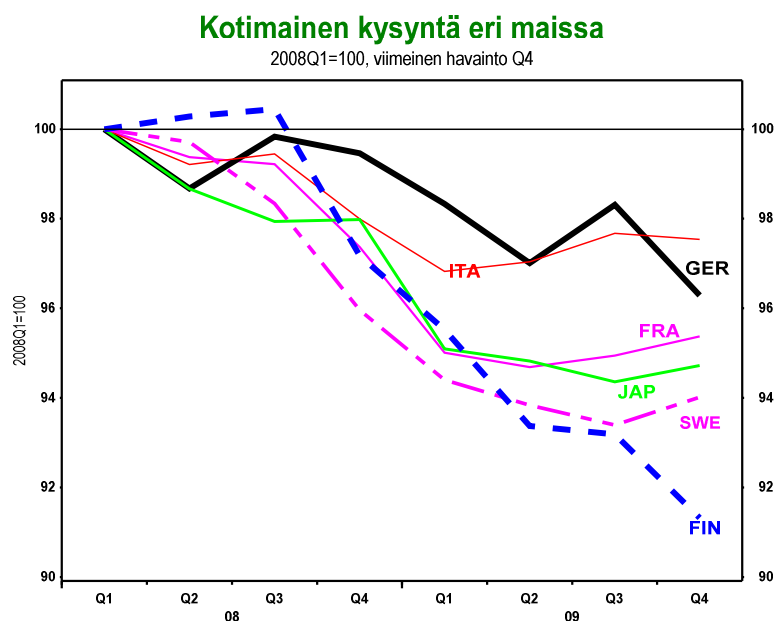
Kuvio 34



Kuvio 35



Kuvio 36



Yhteenveto euroalueen talousnäkymistä

Vielä keväällä 2008 euroalue näytti kestävän USAsta maailmalle leviävät ongelmat hämmästyttävän hyvin. Jo silloin ennustimme, että pudotus on tuloillaan myös Euroopassa. Valitettavasti ennustemme toteutui. Kun luotonsaatavuus kiristyi ja maailmankauppa romahti, tuotanto supistui nopeasti ja työttömyys kääntyi nousuun. Kuluttajien ja yritysten luottamus romahti ja luottoehtojen kiristymisen vauhdittama asuntomarkkinan hyytyminen loi lisävarjon taloustunnelmaan kautta euroalueen.

Euroalueen BKT supistui -4.0 % vuonna 2009. Talous kääntyi kasvuun viime syksyn tultaessa, kun raha- ja finanssipoliittisen elvytyksen vaikutus alkoi nousta täyteen mittaansa ja maailmankauppa elpyä. Vaikka taantuma on päättynyt, kasvu pysyy vaisuna ennustejaksolla. Kun elvytystä vedetään sisään ja valtionvelkaa sulatetaan, talouspolitiikka rajoittaa kasvua vuosien ajan. Euro-BKT kasvaa 1.2 % vuonna 2010 ja 1.7 % vuonna 2011. Inflaatio 2009 jäi 0.3 prosenttiin. Vuonna 2010 se on 1.3 % ja 1.7 % vuonna 2011.

Saksan viime vuosien uudistukset ovat parantaneet maan pitkän aikavälin kasvuedellytyksiä ja talouskriisi katkaisi Saksan paluun Euroopan veturiksi vain väliaikaisesti. Sarkozyn Ranskassa on saatu vähän villoja talouden uudistuksissa.

Suurista maista Italia on Euroopan heikko mies, vaikka pääseeikin kasvun puolelle 2010. Akuutit ongelmat ovat suurimmat Kreikassa, Irlannissa, Portugalissa ja Espanjassa, jotka pysyvät taantu-

massa myös tänä vuonna.

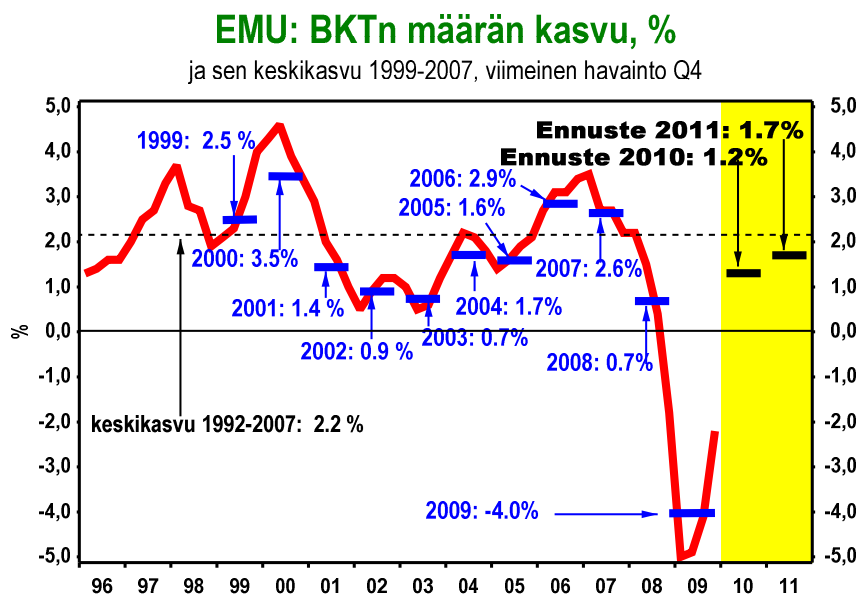
EU-tukipaketti, jolla pyrittiin yhdessä IMF:n kanssa turvaamaan Kreikan velkaongelmien hallittu korjaaminen, on rauhoittanut tilannetta toistaiseksi. Koska paketin käytäntöönpano vaatii kaikkien jäsenmaiden hyväksynnän, sen todellista merkitystä on mahdotonta vielä arvioida.

Hallitusten tärkein tehtävä 2008-09 oli estää taantumien syveneminen lamaksi. Se onnistui ja maailmantalous elpyy. Haaste 2010-11 on oikea-aikainen *exit*. Vasta, kun siinä on onnistuttu, elvytys voidaan nimetä menestykseksi.

Alkupyrahdyksen jälkeen kasvu vakiintuu vaisuksi, kun elvytyksen kasvattama velkataakka ja budjettivajeiden sulattaminen rasittaa kasvumahdollisuuksia. Kun myös rahapolitiikkaa normalisoidaan (lue: korkoja nostetaan), talouspolitiikan kokonaisuus rajoittaa kasvua vuosien ajan. Tämä palauttaa politiikkakeskustelun agendalle kysymyksen eurotalouden dynamiikan rakenteellisesta parantamisesta.

Rakenneuudistuksia tarvitsee koko maanosa, mutta EUn yhteistyöllä ne tuskin etenevät. Kollektiivisia eurooppalaisia vastauksia globalisaation haasteisiin on turha odottaa. Jo pitkään on eletty kansallisen itsekkyyden aikaa. Enne paremmasta oli elvytysyhteistyö, jolla taantuma onnistuttiin pysäyttämään. Nyt rivit ovat taas hajallaan ja, kun tulevaisuuden kasvusuuksista aletaan kilpailla, uhkana on piiloprotektionismin nousu.

Kuvio 37



Korot: Exit-strategiat valinkauhassa!

FED: Menestystarinan loppusuora vielä edessä!

Tutkimusten mukaan kestää 12 - 18 kuukautta siihen, kun rahapolitiittisten koronmuutosten vaikutukset ovat välittyneet täysimääräisesti talouteen. USAssa 2007 alkaneen korkoelvytyksen vaikutus lienee siis ohittamassa lakipisteensä.

Kun rahapolitiikan vaikutusviiveet ovat pitkät, *nykyisten* inflaatiopaineiden vähäisyys ei pitkään perustele ohjauskoron nykyistä 0.00-0.25 prosentin hätätilatasoa. Perustelu täytyy etsiä vuosien 2011-13 odotetusta inflaatiosta. Jos inflaatio ehtii kiihtyä, keskuspankki on auttamattomasti myöhässä. Rahapolitiikan ja inflaation välistä kohtalonyhteyttä koskeva tutkimus osoittaa, että liian kevyt rahapolitiikka löytää aina purkautumistien hintakehitykseen. Kun globalisaatio hillitsi palkkojen ja kuluttajahintojen nousua, keveys purkautui asuntohintoihin. Purkautuuko keveys nyt öljyn ja/tai muiden raaka-aineiden hintoihin. Kasvaako kupla korkomarkkinoilla? Jos kupla syntyy, se puhkeaa aikanaan ja käsissä on uusi kriisi. Mikään ei olisi pahempaa kuin *greenspanilaisen* ajattelun, jonka mukaan keskuspankin ei pidä estää kuplien syntymistä koska keskuspankki ei tiedä mikä on kupla, säilyminen amerikkalaisen rahapolitiikan doktriinina. Bernanken viimeaikaiset lausunnot lisäävät huolta.

Finanssikriisin ja sen globaalien vaikutusten takaa löytyy kasapäin rahapolitiikan virheitä ajalta, jolloin Alan Greenspan johti FEDiä ja Ben Bernanke toimi hänen tukenaan. Jo 1990-luvun lopussa Greenspan oli luomassa "uutta makroa", joka *de facto* loi "ymmärrystä" talouden tasapainottomuuksia kasvattaville prosesseille. *Dot.com* -pörssikupla löysi perustelun Greenspanin "*New Economy*" -teesistä. Hän propagoi hypoteesia "*once-in-a-lifetime*" tuottavuusihmeestä, joka näyttää tilastojen tarkentumisen jälkeen paljon mainettaan vaatimattomammalta.

Pörssikuplan puhjettua maaliskuussa 2000 talous alkoi vaipua taantumaan ja 11 koronlaskua 2001 vei ohjauskoron 6.5 prosentista 1.75 prosenttiin. Vaimentaakseen Irakin sodan luottamusvaikutuksia FED laski kesällä 2003 ohjauskoron 1 prosenttiin. Se oli matalin neljään vuosikymmeneen. Noina vuosina oli FEDin rooli "epäortodoksinen". Se kävi eturintamaan taistelemaan kuluttajien psykologiasta ja tuki velkavetoista kulutusta ylimatalilla koroilla 2002-2005 (kuvio 7, s. 10).

Politiikka raunioitti säästämisen ja ruokki asuntomarkkinakuplaa. "Too low, too long".

Kun globalisaatio piti inflaation kurissa, Greenspan minimoi ohjauskoron ja maksimoi luotonkasvun vaikka, kansakunnan velkaantuminen syveni kroonisesti. Greenspanin aikana tilastohistoriaan kirjattiin 15 kasvavan vaihtotasevajeen vuotta.

Yksi hämmäntävä vaihe rahapolitiikkaa koskevassa keskustelussa koettiin, kun syksyllä 2008 öljyn ja ruoan hinnan nopea halventuminen nosti esiin deflaatiopelon. Pidimme sitä liioiteltuna ja muistutimme, että deflaatoriskillä perusteltiin myös talouspolitiikan ylielvyttävyyttä 2002-03. Nyt inflaatio on reilusti plussalla, mutta deflaatiohysteriaa viritellään uudelleen. Kuvio 14 (s. 14) osoittaa, että pohjainflaation hidastuminen johtuu asuntohintojen laskusta. Olisi ihme, jos se käynnistäisi itseään vahvistavan deflatorisen trendin.

Kokonaistuotanto kasvoi 2001 lopusta 2005 loppuun 3 prosentin keskivauhtia (eli potentiaalisen tuotannon uralla) ja silti FED elvytti. Samaan aikaan likviditeettiä lisäsi Kiinan ja joidenkin muiden Aasian maiden sekä öljyntuottajamaiden sijoituspolitiikka, kun ne ostivat massamääräisesti Yhdysvaltain valtion velkapapereita. Se painoi pitkät korot sille matalalle tasolle, jolle Greenspan antoi nimen "*conundrum*". Vaikka se oli bensaa velkaantumisen ja asuntokaupan liekkeihin, FED ei kantanut huolta ulkoa virtaavan likviditeetin kasvusta eikä pyrkinyt neutraloimaan sen vaikutuksia. Se toimi *de facto* päinvastoin. Kun ulkomaista pääomaa virtasi sisään, FED harjoitti negatiivisen reaalikoron politiikkaa (kuvio 5, s. 7). Ylikeveä rahapolitiikka tuki asuntomarkkinakuplan kasvua, velkavetoista kulutusta ja *subprime* -markkinan syntyä. Aivan liian myöhään, vasta kesällä 2004 FED käänsi ohjauskoron nousuun. Sen jälkeen 17 korotusta vei ohjauskoron 1 prosentista 5.25 prosenttiin kesällä 2006. Vasta tuolloin (eli Bernanken jo istuessa FEDin johdossa) ohjauskorkoa saattoi pitää normaalina inflaatio ja talouskasvu huomioon ottaen (kuvio 7).

Väitimme jo vuosia sitten, että Alan Greenspanin sädekehä himmenee, kun aikaa kuluu hänen eläköitymisestään helmikuussa 2006. Nyt sädekehä on särkynyt ja Greenspania kuulusteltu kongres-

sisä yhtenä syyllisenä *subprime* -kriisiin ja siitä seuranneeseen rahoitusmarkkinakaaokseen. Hän myönsi virheeksi arvion, että rahoituslaitosten omaehtoinen halu välttää kriisit tuottaisi itsekontrollin, joka estäisi mätäpaiseiden muodostumisen. Todellisessa elämässä ahneus ja riskinottoon kannustavat palkitsemisjärjestelmät osoittivat sisäisen kontrollin voimattomuuden. Arvattavaksi jää olisiko vahvempi valvonta ja tiukempi keskuspankkipolitiikka estänyt kriisin.

Elokuussa 2007 taivas putosi ja *Subprime* -kriisi sekoitti luottomarkkinat. Samalla tuli selväksi, että asuntomarkkinakriisin laajeneminen ja *subprime*-häiriöt vaativat rajua korkoelvytystä. Kun huoli talouskasvun taantumisesta lisääntyi, FED laski syyskuussa 2007 ohjauskorkoa 0.5 prosenttiyksikköä. Kahdeksan koronlaskua syyskuun 2007 ja joulukuun 2008 välillä vei ohjauskoron käytännössä nolleen. Vaikka kasvu on alkanut, sen pohja on siinä määrin hauras, että ohjauskorkoa nostetaan vasta syksyllä 2010.

Kriisin aikana FED oli aktiivinen epätavanomaisen keskuspankkipolitiikan alueella. Se jakoi markkinoille massiivisesti likviditeettiä; järjesti ylimääräisiä pitkäaikaisia rahoitusoperaatioita ja pidensi maturiteetteja; lisäsi keskuspankkirahoituksessa hyväksytyjen vakuuksien kirjoa; laajensi keskuspankkioperaatioiden vastapuolien määrää; osti riskillisiä sijoituspapereita paitsi pankeilta myös yrityksiltä; järjesti dollarimääräisiä operaatioita Yhdysvaltojen ulkopuolella yhteistyössä muiden keskuspankkien kanssa. Taustalla olivat ope- tukset, joita Bernanke on tutkimuksissaan kerän- nyt 30-luvun lamasta. Kriisin ollessa pahimmil- laan, Bernanke ilmoitti tekevänsä laman estämi- seksi "*what-ever-it-takes*". Niin todellakin tapahtui.

Kun FEDin toimet ovat kaksinkertaistaneet talouden rahaperustan, ne ovat kylväneet tulevan hyperinflaation siemenet. Inflaatoriski ei kuiten- kaan toteudu, jos FED toteuttaa exit-strategiansa ajoissa. Talouskasvu 2010-11 on sen verran vai- meaa, että käyttämätöntä kapasiteettia on tarjolla pitkään ja työttömyys pysyy korkeana. Siksi ky- synnän kasvu ei pitkään aikaan vauhdita palkka- inflaatiota eikä vedä hintoja nousukierteeseen.

Niiden, jotka epäilevät FEDin valmiutta rahapolitiikan normalisoimiseen, tulee muistaa keskuspankin karvas muisto hyvinvointikustan- nuksesta, joka seurasi irti päässeeseen inflaation tal- tuttamisesta 80-luvulla. Kun samaan aikaan vallit- see laaja yksimielisyys, että FED piti korot 2001 taantumien jälkeen liian matalina liian pitkään, us- komme FEDin kääntävän ohjauskoron nousuun

syksyyn tultaessa. Vasta silloin saadaan lisää to- disteita siitä minne rahapolitiikan vaaka kallistuu.

FED on ottanut inflaatoriskin. Pidimme ja pi- dämme edelleen valintaa oikeana ottaen huo- mioon talouden tilanne ja rahoitusmarkkinoiden vakauteen liittyneet riskit. Oli pelastettava hukkuva laiva. Vasta, kun akuutti kriisi on takana, on inflaatiotaistelun aika. Nyt tuo aika lähestyy (kuvio 14, s. 14). Ja silti koronnoston aikataulu on kiinni edessä olevasta talouskehityksestä.

USA on välttänyt laman, joten Bernanken ja FEDin voi katsoa onnistuneen päätavoitteessaan. Se ei poista FEDin kilvestä sitä tahraa, joka joh- tuu Greenspanin FEDin roolista finanssikriisin keskeisenä kättilönä. Se ei myöskään poista kysy- mysmerkkejä FEDin roolista Lehman Brothersin konkurssiin johtaneessa prosessissa, joka kärjisti finanssikriisin uuteen vaiheeseen ja vei koko maailmantalouden taantumaa.

Keskuspankkipolitiikan toinen suuri haaste kos- kee sen roolia prosessissa, jossa rahoitusmarkki- noiden valvontaa parannetaan. Kun finanssi-in- novaatioiden tuloksia arvioidaan, emme kaiken tapahtuneen jälkeen voi pitää niitä siunauksellisi- na. Siksi emme pidä valvontakeskustelussa kovin merkityksellisinä puheenvuoroja, jotka pelkäävät finanssi-innovaatioiden hiipuvan uudistetun finanssivalvonnan maailmassa.

Mitä "Taylorin sääntö" sanoo USAn rahapo- litiikasta ennen finanssikriisiä ja sen jälkeen?

John Taylor osoitti 1993, että paras kuvaus Yhdysvaltain keskuspankin korkopolitiikasta on seuraava malli

$$i_t = \Omega + \pi_t + \gamma_\pi(\pi_t - \pi^*) + \gamma_Q(Q_t - Q^*) \quad (i)$$

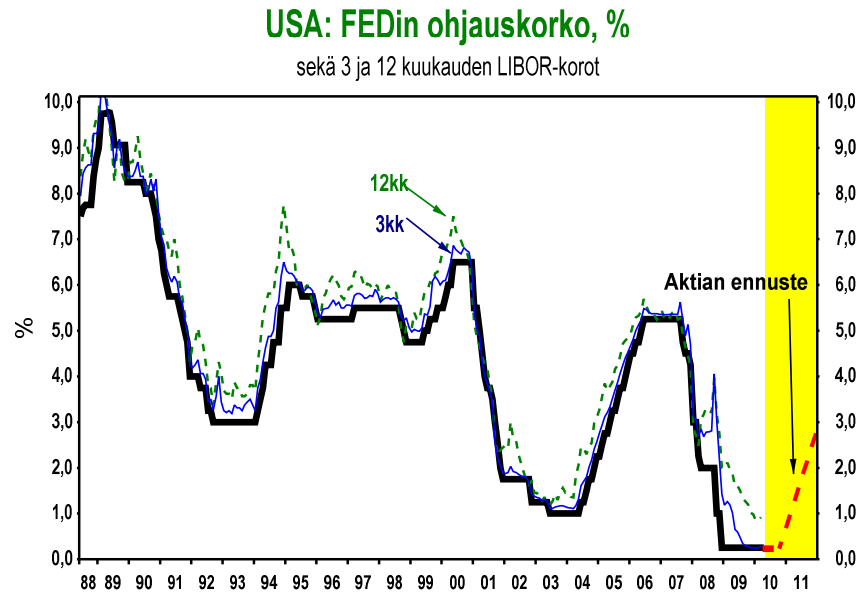
missä i_t on nimellinen ohjauskorko korko hetkel- lä t ; Ω on vakiotermi, joka vastaa pitkän ajan odotettua reaalista keskikorkoa; π_t on 12 kuukau- den inflaatiiovauhti ja π^* on FEDin inflaatio- tavoite; $(Q_t^* - Q_t)$ kertoo tuotannon tason suhteessa trendiin, joka osoittaa potentiaalisen tuotannon tason. Poikkeama eli ns. *output-gap* (=tuotantokuilu) mitataan prosenttiyksiköissä.

Paras selitysvoima saatiin, kun mallin (i) kertoimet olivat

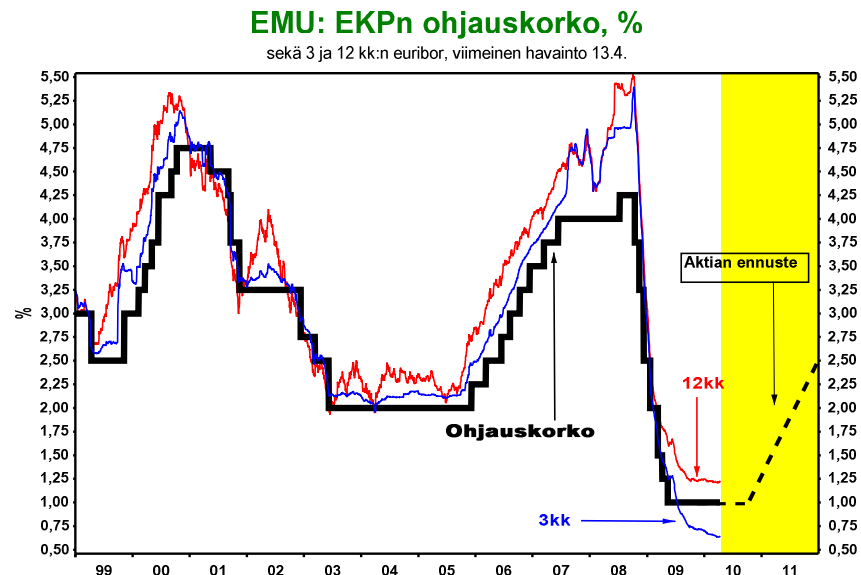
$$i_t = 4 + 1.5 (\pi_t - 2) + 0.5 (Q_t - Q^*) \quad (ii)$$

Yhtälön mukaan FED Funds korko on 4%

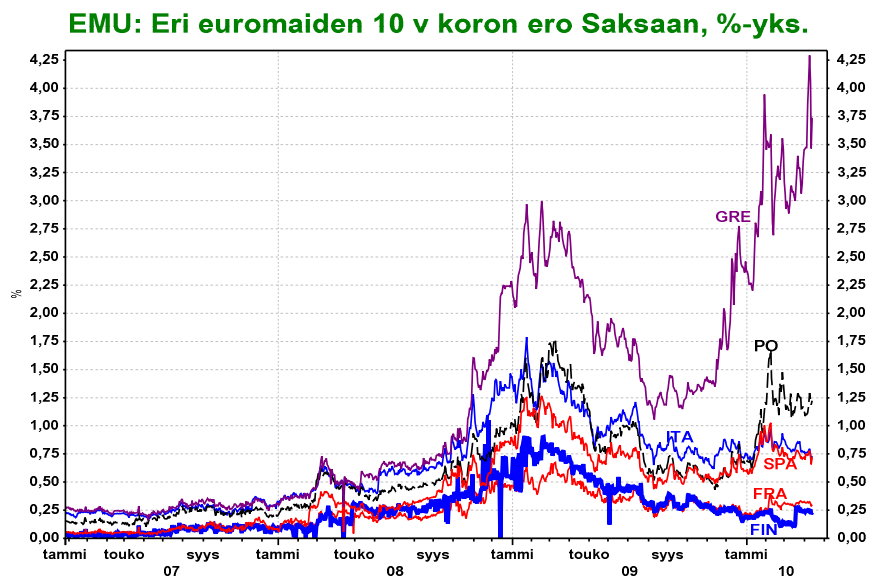
Kuvio 38



Kuvio 39



Kuvio 40



silloin, kun inflaatio on 2 prosentin tavoitteessa ja tuotanto trenditasolla.

Taylorin mallissa (ii) pitkän ajan keskimääräinen reaalkorko $\Omega = 2\%$ kirjaa 1990-luvun alun käsit-tyksen USAn potentiaalisen tuotannon kasvu- vauhdista. Sitten FED nosti arvionsa lähes prosenttiyksikön korkeammaksi. Sen mukaan Taylorin säännön Ω oli noussut "alkuperäistä" korkeammaksi ja uudistetussa yhtälössä (iii) oh- jauskorko on 4.75 %, kun inflaatio on 2 % ja tuotanto trenditasolla:

$$i_t = 4.75 + 1.5 (\pi_t - 2) + 0.5 (Q_t - Q^*) \quad (\text{iii})$$

Ennen *subprime* -kriisin kärjistymistä eli heinä- kuussa 2007 kuluttajahintainflaatio oli 2.4%. Energiasta ja kausiruoasta puhdistettu pohjain- flaatio oli 2.2 %. Yksityisen kulutuksen PCE-def- laattorin vuosimuutos oli huhti-kesäkuussa 2.3%. Kokonaisinflaatiosta laskettu tavoitepoikkeama $(\pi_t - 2)$ yhtälössä (iii) oli 0.4, mutta suppeammas- ta pohjainflaatiosta laskettuna 0.2 prosenttiyk- sikköä. PCE-deflaattorin poikkeama oli 0.3 pro- senttiyksikköä. - Neutraalia korkotasoa koskeva tulema ei siis juuri riippunut inflaatiomittarista.

Output-gap on vaikea määritellä tarkasti, sillä po- tentiaalisen tuotannon mittaaminen on hankalaa. Kun OECD arvioi tuotantokuilun olleen nollassa ja FEDissä pääteltiin talouden kapasiteetin ole- van täyskäytössä, *output-gap* oli kesällä 2007 lähel- lä nollaa. Silloin yhtälössä (iii) vain inflaatiotermi $(\pi_t - 2)$ vaikutti korkoarvioon.

Kun haetaan ennen rahoitusmarkkinaongelmien kärjistymistä vallinneen tasapainokoron alarajaa ja lähtökohtana on pohjainflaatio, Taylorin sään- tö antoi kesällä 2007 FED Funds tasapaino- korolle tason

$$i_t = 4.75 + 1.5 (0.2) + 0.5 (0.0) = 5.05 \%$$

Kun otettiin lähtökohdaksi kokonaisinflaatiosta laskettu inflaatiopoikkeama (+0.4 %-yks), tasa- painokoroksi saatiin 5.35 % ja PCE-deflaattoriin perustuen 5.2 %. *Pre-crises* Taylor-korko oli siis 5 - 5½ %. Kesän 2007 toteutunut ohjauskorko 5.25 % vastasi siis tuon hetken "Taylor-korkoa", minkä myös John Taylor itse vahvisti CNBCn haastattelussa 15. elokuuta 2007.

Kun inflaatio oli miinuksella ja output-gap suu- rimmillaan, Taylor-korko oli reilusti miinuksella 2009. FED painoikin ohjauskoron käytännössä

nollaan joulukuussa 2008. Nyt inflaatio on plus- salla ja output-gap supistuu. Tilanne on muuttunut, mutta ohjauskorko ei.

Uskomme, että USAn potentiaalisen tuotannon kasvu on jatkossa matalampi kuin ennen kriisiä. Kun arvioimme sen olevan 2% *per annum*, pa- laamme alkuperäiseen Taylor -yhtälöön (ii). Kun siihen sijoitetaan 2010 output-gap, joka OECDn mukaan on noin -4 %, ja helmikuun inflaatio +2.1%, tasapainokorko olisi nyt noin 2 %.

On selvää, että tavanomaisesta rahapolitiikasta oli pakko poiketa epätavanomaisessa taantumassa, jota leimasivat a) finanssikriisi ja lainahtojen yleinen kiristyminen, b) asuntomarkkinaromah- dus ja c) vuosia jatkuneen velkavetoisen kulutuk- sen korjausliike. Kun elpyminen on nyt alkanut ja inflaatio vauhdittunut, tilanne on muuttunut no- peasti. Jos inflaatio-odotukset saavat tilaa nousta, pitkien korkojen nousu rasittaa talouden kasvua, kasvattaa valtion velanhoidokuluja ja lisää asunto- velallisten ahdinkoa. Toisaalta kasvun voi tappaa myös liian nopea kiristys. Uskomme, että kes- kuspankit Atlantin molemmin puolin arvioivat, että suurin virhe olisi liian nopea *exit*.

Lyhyen ajan korkomuutokset ovat osa pitempiä korkosyklejä. Meneillään olevan syklin pohja on poikkeuksellisen matala. Korkojen nousukäänne on edessä, mutta ei vielä moneen kuukauteen. FED haluaa selvät merkit talouskasvun kestävyys- destä, työttömyyden laskukäänteestä ja kiinteistö- markkinariskien hallittavuudesta ennen kuin koronnostot alkavat. Ensimmäinen koronnosto nähdään syksyn aikana (kuvio 38).

Ben Bernanke kannattaa keskuspankin avoimuus- den lisäämistä ja yksi osa hänen ohjelmaansa on ollut eksplisiittisen inflaatiotavoitteen vahvistami- nen FEDille. Silloin FEDin tavoitefunktio lähe- nisi EKP:n tavoitefunktia. Toisaalta finansi- kriisi saattaa tuoda keskuspankkien tavoitefunk- tia koskevaan keskusteluun uusiakin teemoja.

EKP: Exit työpöydällä

Euroopan keskuspankin ainut eksplisiittinen ta- voite on hintavakaus. EKP:n mukaan se toteutuu, kun yhtenäistetyin kuluttajahintaindeksin (YKHI) keskipitkän aikavälin nousuvauhti on alle, mutta *lähes*, 2%. Inflaatiotavoitteen *de facto* haarukka lie- nee 1.5 - 1.9 %. Poikkeamat hyväksytään, jos ne arvioidaan ohimeneviksi. EKP voi ohjeistuksensa mukaan tukea muita talouspolitiikan tavoitteita,

mikäli inflaatiotavoite ei vaarannu. "Muut tavoitteet" ovat talouskasvu ja työllisyys, mutta rahapolitiikan pitkien ja vaihtelevien vaikutusviiveiden vuoksi suhdanteiden säätely rahapolitiikalla on liki mahdotonta.

Kun EKP aloitti toimintansa tammikuussa 1999, euroalueen inflaatio oli 0.8 %. Ensimmäisen toimivuoden aikana inflaatio kiihtyi kriittisen 2 prosentin rajan tuntumaan. Sen jälkeen inflaatio oli 9 vuotta 2 % tai enemmän.

Öljystä tai valuuttakursseista johtuva inflaatio tai disinflaatio muuttuu rahapolitiikan ongelmaksi vasta, kun nämä ulkoiset tekijät alkavat vaikuttaa sisäisiin inflaatioprosesseihin. Yleisen ekonomistiarvion mukaan EKP:n salliva rahapolitiikka antoi tilan, jossa öljyn kallistuminen 1999-2000 siirtyi kotimaiseen inflaatioon. Kun öljyn hinta nousi rajusti 2007-08 ja myös ruoka kallistui nopeasti, EKP:n ote kirposi jälleen. Heinäkuussa 2008 kirjattiin euroalueen inflaatioennätykseksi 4.0 %.

Inflaation kiihtyminen ei ollut yllätys, kun ottaa huomioon keveän rahapolitiikan vauhdittaman M3-rahamäärän nopean lisääntymisen. Syksyllä 2007 se kasvoi parhaimmillaan 12½% eli hurjasti EKP:n 4.5 prosentin referenssitason nopeammin. Kun globalisaatio hillitsi kokonaisinflaatiota, likviditeetti purkautui asuntohintoihin (kuvio 28, s. 30). Kriisin aikana tilanne muuttui nopeasti ja M3-rahamäärän kasvu hidastui marraskuun 2008 lähes 8 prosentista nollaan 2009 lopussa.

Euroalueen reaalisen ohjauksen keskiarvo 1999-2008 oli 0.9 % eli selvästi alle historiallisen keskiarvon ja liki prosenttiyksikön alle potentiaalisen tuotannon kasvuarvion. "Ortodoksisen" keskuspankkiopin mukaan liian kevyt rahapolitiikka antaa inflaatiolle tilan nousta. IMF:n (WEO April 2009) mukaan EKP:n ohjauksen korko oli 2002-2006 systemaattisesti 1-1½ %-yksikköä alle optimaalisen. Euroalueen YKHI-inflaatio ylittiikin systemaattisesti EKP:n tavoitteen. Paitsi FEDillä myös EKPllä on siis takanaan ylikeveän rahapolitiikan pitkä jakso. Se lannoitti asuntomarkkinakuplaa, jonka puhkeaminen teki kipeää.

Ohjauksen korko laskettiin 2 prosenttiin kesäkuussa 2003, Irakin sodan jälkimainingeissa. Aivan liian myöhään, vasta joulukuussa 2005 EKP käänsi ohjauksen nousuun. Kun se kohosi 4 prosenttiin kesällä 2007, EKP näytti päässeensä "mukavuusalueelleen". Sen suunnitelma vielä yhdestä 0.25 prosenttiyksikön korotuksesta kariutui elokuun 2007 luottomarkkinahäiriöihin.

Vielä keväällä 2008 monet odottivat eurotalouden selviävän horisontissa olevista pilvistä vähin vaurioin. Koska ennustimme jo silloin, että tilanne ei jatku auvoisena pitkään, emme uskoneet EKP:n enää nostavan ohjauksen korkoa. Toisin kuitenkin kävi. Pidimme silloin ja pidämme yhä heinäkuun 2008 koronnostoa isona virheenä ja ennustimme EKP:n purkavan sen pian. Kansainvälisten keskuspankkien yhteinen koronlaskupäätös lokakuussa 2008 avasi EKP:lle kunniakkaan tien ulos nurkasta, johon pankki oli itsensä ajanut.

On väärinkäsitys väittää, että EKP:n rahapolitiikalle euromaiden inflaatiovauhtien eroavaisuus olisi odottamaton häiriö. Inflaatioerot ovat ennakoitu ja normaali sivutuote prosessissa, jossa matalamman elintason maat ottavat kiinni kehittyneempien maiden elintasoa. Matala reaalikorko *catching-up* -maissa tukee reaalista konvergenssia. Esimerkiksi vauraat Saksa ja Ranska ovat rakenteellisesti hitaamman inflaation maita.

Toinen inflaatiokeskusteluun pesiytynyt väärinkäsitys koskee ns. *pohjaininflaation* käsitettä. Monethan suhtautuivat suopeasti EKP:n keveään rahapolitiikkaan, kun *pohjaininflaatio* (inflaatio pl. energia ja kausiruoka) pysyi EKP:n tavoitehaarukassa. Kun keskuspankit alkoivat 15-20 vuotta sitten kiinnittää huomiota siihen kokonaisinflaation ala-erään, jota kutsutaan pohjaininflaatioksi, ne halusivat korostaa, että esimerkiksi öljyn tai kausiruokien hintojen heilahdellessa voimakkaasti, yleisen inflaation suhteen ei pidä tehdä hätäisiä johtopäätöksiä. *Pohjaininflaatiota* seuraamalla keskuspankit halusivat erottaa ohimenevät inflaatio-sysäykset trendeistä, sillä kokonaisinflaation voi odottaa palaavan ohimenevän häiriön jälkeen pohjaininflaation tasolle. Jos keskuspankki lupaa alle 2 prosentin kokonaisinflaation, inflaatiotavoitteen epäonnistumista ei voi loputtomiin selittää pois matalalla pohjaininflaatiolla.

Kun Euroopan keskuspankki ilmoitti takaavansa eurokansalaisille alle 2 prosentin inflaation, "alle 2 prosenttia" on se, jolla onnistumista täytyy arvioida. Kokonaisinflaatio määrää kansalaisten ostovoiman - niiden kansalaisten jotka ovat uskoneet EKP:n lupaukseen. Pohjaininflaatio ei voi olla pensas, johon tavoitteessaan epäonnistunut keskuspankki piilottaa pään.

Yllä esitetty EKP:n toimintaan kohdistettu kritiikki koskee aikaa ennen finanssikriisiä ja syksyn 2008 jälkeen EKP:n politiikka ansaitsee kiitettävää lähentelevän arvosanan. Korkoja laskettiin nopeasti ja likviditeettiä tuettiin. Samaan aikaan keskuspankki on puheillaan onnistunut

pitämään inflaatio-odotukset kurissa. Pitkien korkojen taso on pysynyt matalana ja niiden vaihtelu suhteellisen pienenä. Jopa 2010 Kreikka-ongelmien vaikutus vakaiden maiden korkoihin on jäänyt vähäiseksi.

Euroinflaatio 2009 oli 0.3 %. Nyt inflaatio on noussut 1½ prosenttiin öljyn ja raaka-aineiden kallistumisen myötä. Kun inflaatio oli miinuksella ja talous kanveesissa 2009, EKP:n koronnosto tuntui etäiseltä. Kun inflaatio on noussut plussalle ja talous kasvaa, tilanne on muuttunut ja keskustelu EKP:n koronnostosta kuumentumassa.

Mikä on euroalueen neutraali korkotas?

Kuten yllä totesimme, EKP:n tavoite on, että YKHI-inflaatio on alle, mutta lähes 2 %. Edellyttäen, että tavoite ei vaarannu, EKP voi (Maastrichtin sopimuksen mukaan) tukea muita talouspolitiikan tavoitteita (=talouskasvua). Kaksiporaisen tavoitefunktion mukaan Taylor-sääntö on:

$$i_t = 1.4 + \pi_t + \gamma_\pi(\pi_t^e - \pi^*) + \gamma_Q(Q_t - Q_t^*) \quad (\text{iv})$$

missä

$\gamma_\pi = 0$, jos $2 > \pi_t^e > 1.5$ ja $\gamma_\pi > 0$, jos $\pi_t^e \geq 2$ tai $\pi_t^e < 1.5$ ja

$\gamma_Q \geq 0$, jos $2 > \pi_t^e > 1.5$ ja $\gamma_Q = 0$, jos $\pi_t^e \geq 2$ tai $\pi_t^e < 1.5$.

Yhtälö (iv) määrittää neutraalin rahapolitiikan. Keskuspankin pitkän aikavälin rahapolitiikassa keskimääräisen reaalikoron tasapainotaso on noin 1.4 %. Luku 1.4 on arviomme euroalueen potentiaalisen tuotannon kasvuvauhdista kriisin jälkeen. Se on runsaat puoli prosenttiyksikköä matalampi kuin USAssa.

Lisäksi oletamme, että EKP:n tavoitteleva keskinflaatio on $\pi^* = 1.8\%$. Kun inflaatio on tavoitetasolla ja tuotanto trendillään, ohjauskorko on $1.5\% + 1.8\% \approx 3 \frac{1}{4} \%$. Ero USAn 4 prosentin tasapainokorkoon johtuu erosta potentiaalisen tuotannon kasvuvauhdissa.

Euroalueen inflaatio 2009 oli 0.3 % eli reilusti alle keskuspankin inflaatiotavoitteen. Inflaatio 2010 on 1.3% ja 2011 1.7% eikä siis uhkaa tavoitehaarukan ylärajaa ennustejaksolla. OECD:n mukaan *output-gap* 2010 on 4½ prosentin luokkaa. Tilanteeseen sopiva, eteenpäin katsova ohjauskorko on siis pitkään neutraalia $3 \frac{1}{4}$ prosentin korkoa selvästi matalampi. Vaikka EKP

on alkanut vähitellen palata epätavanomaisen keskuspankkipolitiikan poluilta, ohjauskorko pysyy nykytasollaan vielä monta kuukautta. Uskomme, että se kääntyy syksyllä 1½-2 vuotta kestäväan nousuun, jonka lakipisteessä 2012 ohjauskorko on 3-3.5 %.

Pitkien korkojen "*conundrum*"

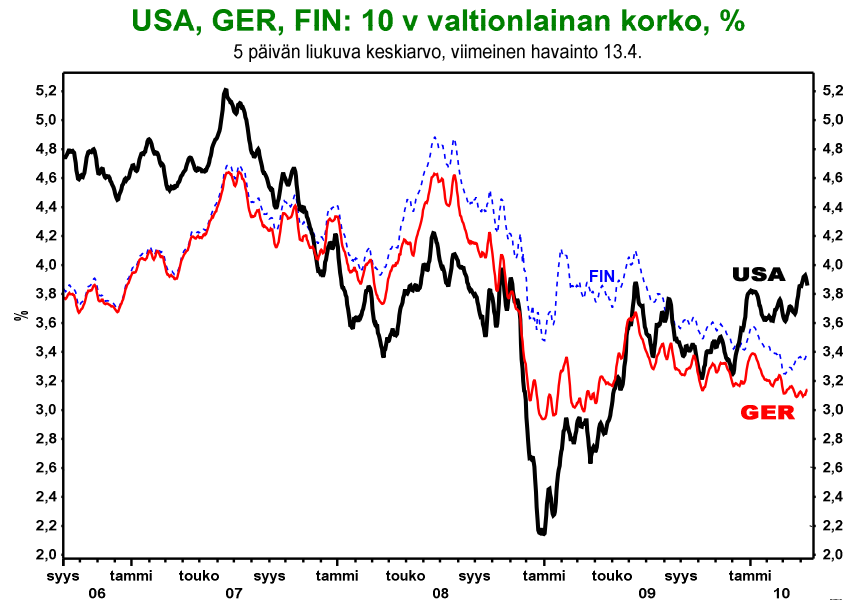
Pitkät korot heijastavat talouden kasvu- ja inflaatio-odotuksia. Ajatus, että maiden välisten korkoerojen muutokset johtuvat muutoksista näissä odotuksissa, on 2000-luvulla hämärtynyt. Kun kesäkuussa 1999 amerikkalaiset pitkät korot olivat 1½ prosenttiyksikköä yli Saksan korkojen, kesästä 2002 kesään 2003 korkoero oli vastakkaismerkkinen. Lokakuusta 2003 lokakuuhun 2004 pitkät korot kulkivat käsi kädessä Atlantin molemmin puolin. Kesästä 2005 kesään 2006 amerikkalaiset pitkät korot olivat prosenttiyksikön eurooppalaisten yläpuolella, mutta pian ero kaventui merkittävästi. Kun kesä-heinäkuussa 2007 USAn korot olivat ½ prosenttiyksikköä saksalaisten *yläpuolella*, huhtikuussa 2009 ne olivat saman verran saksalaisten *alapuolella* ja tätä kirjoitettaessa uudestaan *yläpuolella* (kuvio 41).

Selitykset pitkien korkojen 2000-luvun liikkeille ovat hapuilleet ja korkojen vaihtelu on tuntunut usein irrationaaliselta ja niiden taso liian matalalta fundamentteihin suhteutettuna. Muutama vuosi sitten Alan Greenspan antoi tälle käsittämättömyydelle käsittämättömän nimen: "*conundrum*".

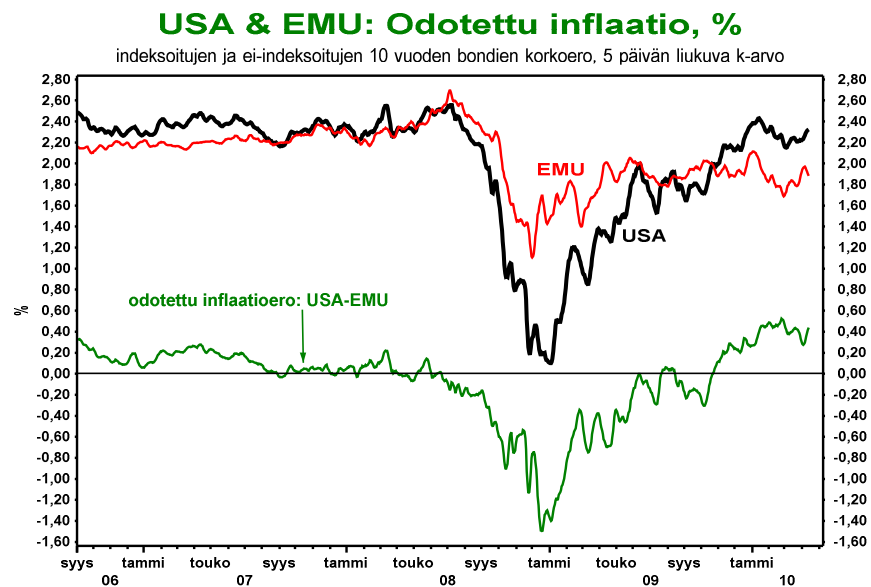
Conundrumia selitettiin kolmella hypoteesilla. Ensimmäisen mukaan sen syy oli suuri globaali likviditeetti, jota keskeisten keskuspankkien matalat ohjauskorot ruokkivat. Toisen mukaan syy oli globaali säästämisylijäämä, joka johtui globaalin investointiaktiiviteetin vaimeudesta. Kolmas korosti Aasian suurten keskuspankkien (Kiina, Japani, Korea, Taiwan, Indonesia) toimia niiden ostaessa massamittaisesti USAn valtionpapereita.

Luottomarkkinakriisi painoi pitkät korot laskuun (kuvio 41) ja Lehman Brothersin konkurssin jälkeen nähtiin dramaattinen pudotus. Euroopassa se oli puolta pienempi kuin USAssa ja amerikkalaiset pitkät korot painuivat alle eurooppalaisten. Keväällä 2009 pitkät korot nousivat Atlantin molemmin puolin ja se vei USAn pitkät korot taas selvästi yli saksalaisten. Vuonna 2009 pitkien korkojen liikkeitä manipuloivat keskuspankkien epäsovinnainen politiikka, kun ne ostivat valtionpapereita estääkseen pitkien korkojen nousun. Nyt tämä aktiviteetti on loppumassa.

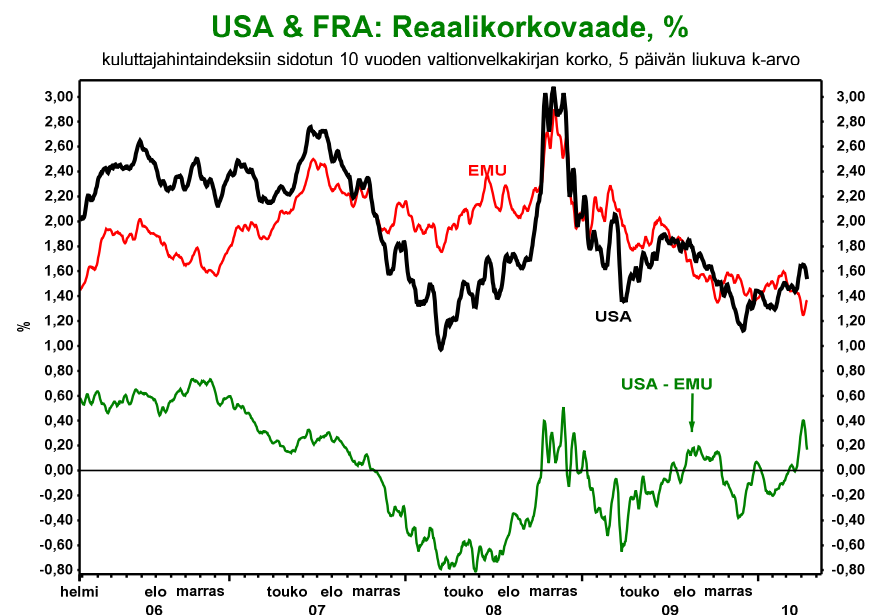
Kuvio 41



Kuvio 42



Kuvio 43



Mikä on pitkien korkojen kestävä taso?

Nyrkkisäännön mukaan *nimellisen* BKT:n kasvu on kiinnekohta pitkien *nimelliskorkojen* kestävyys-arvioinnille. Kun USAssa nimellinen BKT kasvoi 1965 - 1999 keskimäärin 7.9 % vuodessa, 10 vuoden korko oli keskimäärin 7.8%. *FED Funds* -korko oli vähän matalampi eli keskimäärin 7.1 %. Tämän relaation syy on se, että kotitalouksien ja yritysten velkaantumishalukkuus ja velanhoitokyky seuraavat kokonaistuotannon *arvon* kehitystä. Jos korot ovat *liian matalat* suhteessa nimellisen BKT:n kasvuun, kulutus ja investoinnit lisääntyvät liian nopeasti. Silloin kotitaloudet ja yritykset velkaantuvat ja inflaatio kiihtyy, joten pitkän aikavälin kasvu vaarantuu. Kun krooninen vaihtotasevaje johtaa maan velkaantumiseen, pitkät korot yleensä nousevat. Jos korko on *liian korkea*, kulutus ja investoinnit taantuvat. Se syö kasvua paitsi lyhyellä myös pitkällä aikavälillä.

Velkaantuvassa USAssa oli perusteltua päätellä, että pitkä tasapainokorko on nimellisen BKT:n kasvua korkeampi 2005-06. Todellisuus oli kuitenkin toisenlainen ja korot "käsittämättömän" matalat. *Conundrum* hallitsi myös Eurooppaa.

Yhdysvaltain 10 vuoden korko on tätä kirjoitettaessa 3.8 %. Reaalikasvua ja inflaatiota koskevien konsensusennusteiden mukaan nimellinen BKT kasvaa 2010 yli 5%. Tuolla tasolla oleva pitkä korko olisi linjassa suhdannetilanteen kanssa. Odotusta pitkien korkojen noususta vahvistaa liittovaltion massiivinen velkaantuminen, joka lisää bondien tarjontaa. Kun FED vähentää valtionvelkakirjojen ostoa, nousupaineet realisoituvat 2010 aikana (Taulukko 3, s. 3).

Euroalueen (=Saksan) 10 vuoden bondikorko on tätä kirjoitettaessa 3.2 %. Kun nimellisen BKT:n odotetaan kasvavan 2010 noin 2½ %, nykykorot näyttävät tässä valossa jopa korkeilta. Toisaalta euromaiden budjettivajeet kasvavat rajusti ja valtionvelan ennen näkemätön rahoitustarve saattaa kasvattaa riskipreemioita. Jos valtionvelan korot nousevat, se heijastuu myös yritysten markkinoilta hakeman pitkän rahan hintaan. Kun EKP:n epätavanomaiset ostotoimet ovat olleet vaatimattomampia kuin FEDin, niiden vähenemisen vaikutus pitkiin korkoihin lienee Euroopassa pienempi kuin USAssa (Taulukko 3, s. 3).

Epävarmuuden oloissa valtionlainat ovat sijoittajan turvasatama. Kun kriisin aikana kysyntä on painottunut niihin, silmiemme edessä saattaa olla kasvava korkopapereiden hintakupla. Jos kupla

on totta ja se aikanaan puhkeaa, pitkät korot saattaisivat nousta ennustettua selvästi enemmän.

Pitkien korkojen kestävä tasoa voi arvioida myös toisesta näkökulmasta; nimelliskorko muodostuu kahdesta komponentista, odotetusta inflaatiosta ja reaalikorkovaateesta. Kuluttajahintaindeksiin sidotuista (=indeksoiduista) ja tavanomaisista (=indeksoimattomista) 10 vuoden valtionlainoista ja niiden koroista on tietoa käytössä sekä USAn että euroalueen (Ranska, Italia, Kreikka) osalta. Indeksoimattomien ja indeksoidujen bondien korkoero kertoo markkinoiden hinnoitteleman odotetun inflaation (kuvio 42).

Tätä kirjoitettaessa USAn pitkiin korkoihin hinnoiteltu reaalikorkovaade on USAssa 1.5% ja euroalueella 1.4 % (kuvio 43). Euroopan osalta luku on lähellä käsitystämme maanosan potentiaalisen tuotannon lähikasvusta. Sen sijaan USAn reaalikorkovaade on noin ½ prosenttiyksikköä alle potentiaalisen tuotannon odotetun kasvun. Lisäksi valtionvelkakirjojen tarjonta on kasvamassa niin nopeasti, että sijoittajat luultavimmin alkavat vaatia suurempaa reaaliuottoa. Uskomme tämän nostavan varsinkin amerikkalaisia pitkiä korkoja ennustejakson aikana.

Martin Feldsteinin mukaan (FT 10.12.2009) kansallisten valuuttavarantojen rooli on muuttunut viime vuosina eivätkä ne ole enää ensisijaisesti ulkomaankaupan rahoituksen väline vaan pikemmin osa (valtiojohtoista) sijoituspolitiikkaa. Sijoittajan näkökulmasta olisi loogista, että jatkossakin Kiinan (ja muiden aasialaisten keskuspankkien) valuuttavarannossa dollarin paino pieneneisi ja euron suurenisi. Kiinan kauppataseylijäämä on niin suuri, että varannon rakennetta voidaan muuttaa sijoittamalla *uudesta* varannosta aiempaa suurempi osa euromääräisesti. Rakennekorjaus ei siis edellytä dollarimyyntejä. Dollarimääräisten velkapapereiden kysynnän väheneminen kasvattaisi painetta USAn pitkien korkojen nousuun.

Ovatko pitkiin nykykorkoihin leivotut inflaatio-odotukset kestäviä? Tätä kirjoitettaessa seuraaville 10 vuodelle hinnoiteltu keski-inflaatio on Yhdysvalloissa 2.3 % ja euroalueella 1.9 % (kuvio 42). Deflaatiopeloista ei näissä luvuissa näy jälkiä. Kun sekä USA että euroalue kärsivät vuosien ajan taantumien jälkikrapulaa (paljon käyttämättömyyden kapasiteettia, korkea työttömyys), inflaation nopea kiihtyminen on epätodennäköistä. Jos markkinoilla kuitenkin vahvistuu käsitys, että keskuspankit eivät vedä ajoissa sisään hätäelvytystä, inflaatio-odotukset nousevat. Silloin pitkien korkojen nousu voisi muodostua suureksi.

USAn korkokäyrä oli laskeva heinäkuusta 2006 helmikuuhun 2008. Uskoimme sen ennustavan edessä olevaa taantumaa ja jälleen kerran korkokäyrä oli oikeassa. Kun ohjauskorko on nollassa, USAn korkokäyrä nousee nyt jyrkästi, vaikka myös pitkät korot ovat epänormaalin matalat.

Korkomarkkinoiden luottamus EKP:n inflaatio-tavoitteen toteutumiseen pitkällä aikavälillä ei ole ollut vuosiin kovin vahva. Tämän hetken korkoihin hinnoitellaan 10 vuoden aikana toteutuva 1.9 prosentin keskimääräinen euroinflaatio (kuvio 42). Odotus tuntuu järkevältä. Vaisun kasvun ja korkean työttömyyden oloissa inflaation riistäytyminen on epätodennäköistä edellyttäen, että elvytyksestä irtaudutaan ajoissa.

Euromaiden väliset 10 vuoden korkojen erot kasvoivat dramaattisesti finanssikriisin kärjistyessä. Sen tulkittiin heijastavan eri maiden erilaisia velkatrendejä (kuvio 40, s. 38). Kevään 2009 jälkeen noususta yli puolet sulsi pois, mutta Kreikan velkakriisin noustua tapetille korkoerot levisivät uudelleen. Suurin oli nousu tietysti Kreikassa. Vaikka Kreikan säästöohjelma ja EUn pelastusoperaatio ovat nyt rauhoittaneet tilanteen, ongelma pysyy otsikoissa vielä pitkään.

Euroalueen korkokäyrä tasoittui 2007 ja ennen luottomarkkinakriisiä se oli marginaalisesti nouseva. EKP:n koronlaskut ovat kääntäneet korkokäyrän selvästi nousevaksi. Jatkossa korkokäyrä loiventuu Atlantin molemmin puolin, kun markkina alkaa odottaa keskuspankkien koronnostoja.

Korkoennusteen yhteenveto

Suuren Laman pelko ohjasi USAn rahapolitiikkaa kesästä 2007 lähtien. Joulukuun 2008 hätätilassa FED painoi ohjauskoron 0.0 - 0.25 prosenttiin (kuvio 38). Hätätilakorko on voimassa edelleen.

Ennustamme, että FED kääntää ohjauskoron nousuun syksyllä 2010, kun kasvu on vakaantunut ja työllisyys vahvistunut. Kun korkokäänne on tapahtunut, ohjauskorko nousee toistuvien pienin askelin. Kun vaisu talouskasvu pitää inflaatoriskit kurissa, korkojen lakipiste jää historiallisesti katsoen matalaksi.

Vaikka euroalue oli jo taantumassa, EKP nosti ohjauskorkoa vielä heinäkuussa 2008 (kuvio 39). Virhe korjattiin ja lokakuussa 2008 EKP käänsi ohjauskoron nopeaan laskuun. Ohjauskorko, joka on tätä kirjoitettaessa 1.0 %, kääntyy nousuun syksyn aikana ja pienet korotukset seuraavat

toisiaan 2012 asti. Talouskasvu 2010-12 on sen verran vaimeaa, että inflaatio pysyy kurissa, joten seuraavan korkosyklin lakipisteessä ohjauskorko lienee 3-3½ % eli selvästi matalampi kuin edellisessä korkosykissä, jolloin ohjauskorko oli korkeimmillaan 4.25%.

USAssa suhdanne-epävarmuus on toistaiseksi syrjäyttänyt odotuksen pitkien korkojen noususta liittovaltion rajusta velkaantumisesta huolimatta. Uskomme, että kehittyneiden maiden julkisen velan hurja tasohyppäys heijastuu pitkien korkojen nousuun 2010-11. Silti USAn korkokäyrä tasoittuu heti, kun FEDin koronnostoja aletaan ennakoita.

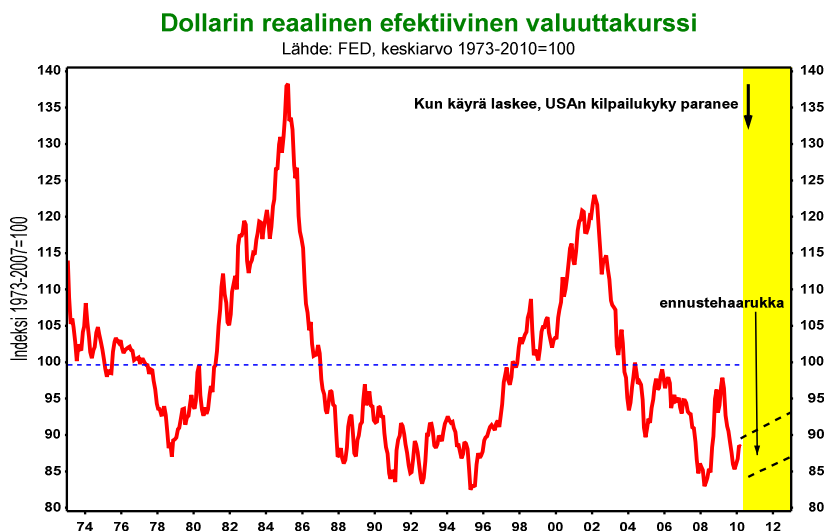
Euroalueen korkokäyrä on jyrkästi nouseva. Jatkossakin euroalueen pitkät korot vaihtelevat seuraten amerikkalaisia korkoliikkeitä, mutta luultavimmin niiden taso pysyy lähellä nykyistä 2010. EKP:n epätavanomaiset rahapolitiikkatoimet ovat vaikuttaneet korkokäyrän molempiin päihin. Ne ovat sekä painaneet alas markkinakorkoja että hillinneet pitkän koron nousua. Tätä epätavanomaista politiikkaa on nyt alettu vetää sisään. Kun odotus ohjauskoron käänteestä vahvistuu, euroalueen korkokäyrä alkaa loiveta kesän aikana.

Arviot pitkien korkojen kehityksestä ovat ennen näkemättömän epävarmoja. IMF:n mukaan kehittyneiden maiden yhteenlaskettu budjettivaje 2009 oli 9 % BKT:stä ja on vain vähän pienempi 2010. Julkinen velka nousee alle 80 prosentista 2008 noin 110 prosenttiin BKT:stä 2014. IMF arvioi tämän nostavan pitkiä korkoja 2 %-yksikköä. OECD:n mukaan jo pelkästään riskipreemioiden normalisoituminen nostaa pitkiä korkoja 1½ %-yksikköä. Miten prosessi ajoittuu ja voisiko edessä olla valtionvelan riskipreemioiden *epänormaali* kasvu, se jää nähtäväksi.

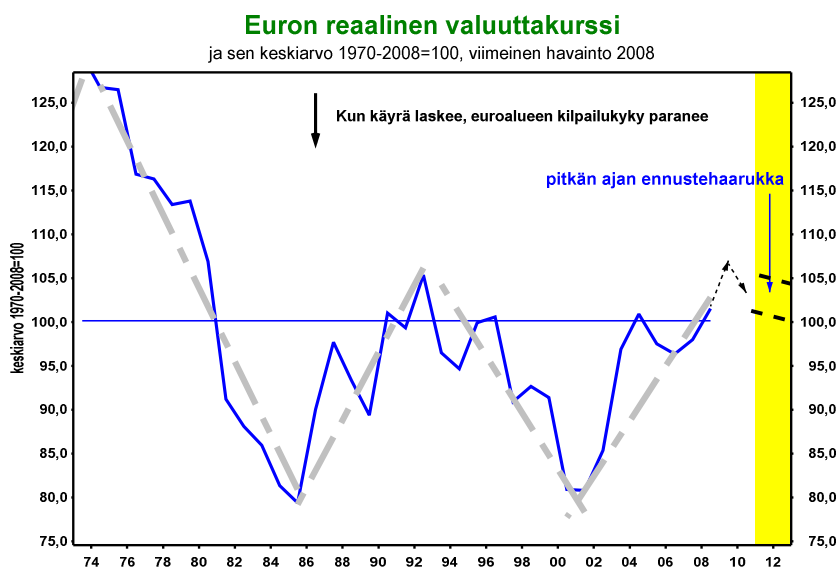
Suomalaisille tärkeät (reaali)korot ovat olleet euroaikana selvästi matalammat kuin ne, joihin toimmme ennen EMU-jäsenyyttä. Luottomarkkinahäiriöt nostivat 2007-08 markkinakorot epänormaalin korkeiksi, mutta tältä osin tilanne on normalisoitunut ja korkotaso on erittäin edullinen suhteessa historialliseen kokemukseen.

1990-luvulla 3 kuukauden *reaali*korko oli Suomessa keskimäärin 5 %. Tällä hetkellä 3 kuukauden reaali-korko on 0.6 % ja 12 kuukauden 1.2 %. Vaikka markkinakorot tulevat nousemaan selvästi, reaali-korot pysyvät pitkään historiallisesti katsoen matalina. Pankkien tilanteen normalisoiduessa myös uusien luotonottajien ja rahoitusta tarvitsevien yritysten tilanne on helpottunut.

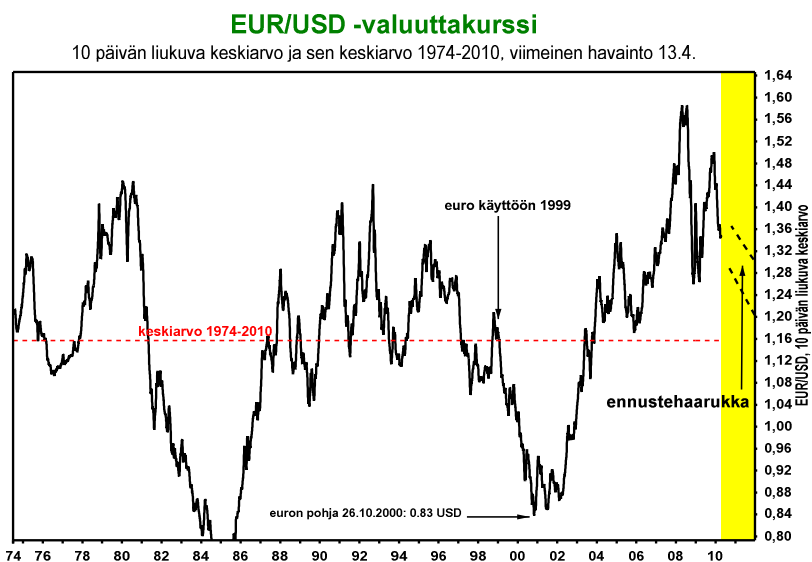
Kuvio 44



Kuvio 45



Kuvio 46



Valuutat: كسومسمرکهج کاساپاین???

Euroalueen yhteisvaluutta joutui heti kapaloista kääriytyttyään heikkenemiskierteeseen. Prosessi oli jatkoa vuonna 1995 alkaneelle D-markan heikkenemiselle. Kuvio 46 kertoo, että euron *nimellinen* valuuttakurssi heikentyi dollariin nähden 30 % vuoden 1999 alusta lokakuuhun 2000. Pohja ohitettiin 26.10.2000, kun eurolla sai alle 0.83 dollaria. Marraskuusta 2000 heinäkuuhun 2008 euron vahvistuminen dollarin suhteen oli portaittaista, mutta trendinomaista. Tuo trendi kääntyi kesällä 2008 ja euro alkoi heikentyä nopeasti. Keväällä 2009 alkoi euron uusi vahvistuminen ja tätä kirjoitettaessa euro on dollariin nähden 20 % vahvempi kuin sen käyttöön oton aikoina tammikuussa 1999 ja yli 70 % vahvempi kuin lokakuussa 2000. Reaalinen valuuttakurssi (kuvio 45) kertoo euron olevan tätä kirjoitettaessa muutaman prosentin yliarvostettu. Dollari puolestaan on reilusti aliarvostettu (kuvio 44).

Reaalisen valuuttakurssin käsite on avain valuuttojen pitkän aikavälin liikkeiden ymmärtämiseen. Euron *reaalinen* efektiivinen valuuttakurssi ottaa huomioon a) paitsi dollarin myös muut tärkeät valuutat euroalueen ulkomaankaupan rakenteen mukaisesti ja b) euroalueen hintakehityksen suhteessa kilpailijamaihin. Reaalinen valuuttakurssi kuvaa kilpailukykyä vallitsevilla markkinakursseilla. Silloin lasketaan ulkomaankauppapainoilla yhteen euroalueelle tärkeiden maiden valuuttakurssit ja inflaatioerot. Reaalinen valuuttakurssi muuttuu, kun nimellisen valuuttakurssin kehitys ja inflaatioero eivät vastaa toisiaan. Sellaisen maan, jonka inflaatio on systemaattisesti kilpailijamaata nopeampi, nimellisen valuuttakurssin täytyy systemaattisesti devalvoitua suhteessa toisen maan valuuttaan. Muuten nopean inflaation maa menettää kilpailukykinsä ajan myötä.

Valuuttakurssitutkimuksen kaksi keskeistä tulosta ovat seuraavat. Ensinnäkin, pitkällä aikavälillä (5-10 vuotta) nimellisten valuuttakurssien liikkeet tasoittavat ostovoimapariteetin. Tämä merkitsee, että reaaliset valuuttakurssit ovat yleisesti stationäärisiä eli trendittömiä. Toiseksi, lyhyen aikavälin liikkeille ei ole *yleistä* selitysmallia. Vaikka yksittäisten periodien valuuttakurssimuutokset voidaan selittää taloudellisilla muuttujilla, mallien selityskyky romahtaa tai niiden rakenne on epästabiili, kun estimointijakso vaihtuu tai mallien ennustekykyä testataan estimointijakson ulkopuolella. Lyhyen ajan selitysmallit onnistuvat ennusteissa huominkin kuin satunnais-

kulkuhypo-teesi (random walk), jossa sekä nousun että laskun todennäköisyys on 50:50. Vain 3 % valuutta-kurssien heilahteluista näyttää liittyvän korkotasoa koskeviin uutisiin, kun yleisimpien teorioiden mukaan juuri korkoeron ja sen muutosten pitäisi heijastua valuuttavirtoihin ja sitä kautta valuuttakursseihin. Lyhyellä tähtäimellä oppi ei päde.

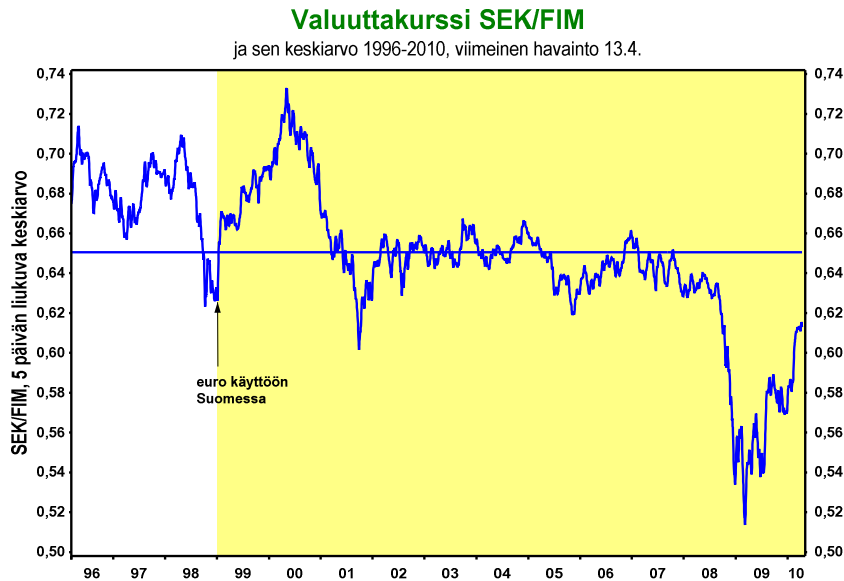
Tutkimusten mukaan reaalilla valuuttakurssilla on pitkän aikavälin taipumus heilahdella pitkän aikavälin keskiarvonsa kahden puolen. Dollarin ja euron osalta tämä näkyy kuvioissa 44 ja 45. "Liian hyvä" kilpailukyky lisää vientiä "liikaa" ja vahvistaa kotimaista aktiviteettia "liikaa" ja liikkaisinta vetää kotimaisia hintoja ylös. Liian hyvän kilpailukyvyn seurauksena inflaatio nousee verrattuna kilpailijamaihin. Kun kotimaisten hintojen nousu syö ylimääräisen kilpailukyvyn, reaalinen valuuttakurssi palaa tasapainoon. Jos rahapolitiikka estää inflaation kiihtymisen, epätasapaino korjautuu nimellisen valuuttakurssin vahvistumisen kautta. Näin kävi eurolle 2000 - 03 ja näin oli käymässä dollarille 2008, kunnes finanssikriisin kärjistyminen katkaisi prosessin.

Yllä esitetty perustuu tutkimuksiin, joissa muutujien pitkän aikavälin ominaisuuksia tarkastellaan ns. yhteisintegroituvuutta tutkivan talousteorian ja sen perustalle rakentuvien estimointimenetelmien avulla. Niitä kehittäneet Robert Engle ja Clive Granger jakoivat 2003 taloustieteen Nobel-palkinnon.

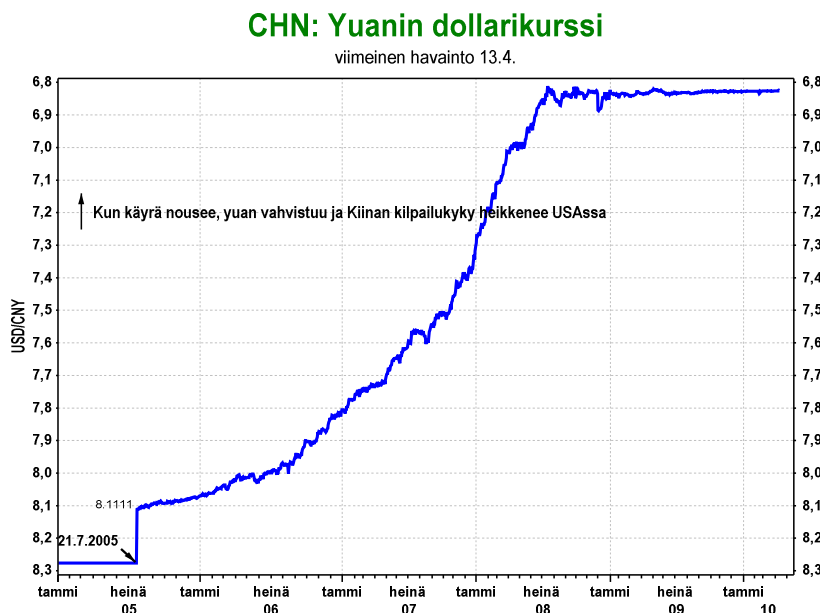
Euron reaalinen valuuttakurssi etääntyi pitkän ajan keskiarvostaan lokakuuhun 2000, jolloin tasapainopoikkeama oli suurempi kuin koskaan 35 vuoden aikana. Aliarvostus suhteessa "valuuttakoriin" oli yli 20 % ja suhteessa dollariin vielä suurempi. Dollarin yliarvostus heikensi amerikkalaisyritysten kilpailukykyä ja, kun USAn vaihtotasevaje syveni syvenemistään, tasapainottavat voimat alkoivat heikentää dollaria ja vahvistaa euroa. Reaalisten valuuttakurssien tasapainopoikkeamat sulivat vähittäin 2000-03. Sen jälkeen heiluri jatkoi matkaansa ja dollari päättyi (suureen) aliarvostukseen ja euro (lievään) yliarvostukseen.

USAn ulkomaankaupan epätasapainon korjaus alkoi 2006, kun kaksi edellytystä täyttyi. Ensinnäkin, "muun maailman" kysyntä vahvistui "tarpeeksi" suhteessa amerikkalaiseen kysyntään. Toiseksi, dollarin reaalinen valuuttakurssi oli hei-

Kuvio 47



Kuvio 48



kentynyt "tarpeeksi". Vuoden 2002 alusta kesään 2008 USD heikkeni liki 35% ja sen aliarvostus painui lähelle historiallista huippua (kuvio 46).

Ennen vanhaan pääomavirrat heijastelivat kauppavirtojen vaihteluita. Kun tuonti maksettiin, omaa valuuttaa tarjottiin ja viettäessä vastapuoli tarjosi omaansa. Epäsuhtaiset kauppavirrat aiheuttivat valuuttaan kohdistuvien kysyntä- ja tarjontavaikutusten kautta vaihtotasetta korjaavan valuuttakurssimuutoksen. Alijäämäisen (ylijämmäisen) maan valuutta devalvoitui (revalvoitui).

Nykyisillä valuuttamarkkinoilla esiintyy valtavia pääomanliikkeitä, joiden yhteys kauppavirtoihin on löyhä tai olematon. Kun ulkomaalaiset yritykset hankkivat uusia sillanpääasemia eri maista, ne

ostavat olemassa olevia yrityksiä tai perustavat uusia toimipisteitä ja siihen ostetaan valuuttaa. Näin *suorat sijoitukset* vahvistavat kohdemaan valuuttaa. Esimerkiksi dollariin vaikuttaa merkittävästi ulkomaalaisten sijoittajien halu ostaa amerikkalaisia osakkeita tai valtionvelkakirjoja eli tehdä *arvopaperisijoituksia*. Valuuttojen päivävaihteluissa näkyvät myös "spekulatiiviset" pääomanliikkeet, joilla haetaan lyhytaikaisia voittoja.

Kauppavirtoihin liittyvät maksuvirrat eivät käänny yhdessä yössä ja suorat sijoitukset heijastavat valtaosin strategisia pitkän aikavälin ratkaisuja globalisoituvassa taloudessa. Sen sijaan arvopaperisijoituksiin liittyvät virrat voivat käännyä nopeastikin. Suorat sijoitukset ja arvopaperisijoitukset ovat dominoineet pääomavirtojen

kokonaisuutta viime vuosina. Kun Aasian keskuspankkien operaatiot tukivat dollarin arvoa suhteessa aasialaisiin valuuttoihin, euro oli dollarin heikkenemisen tärkein vastapari.

Ulkomainen omistus on laajentunut 1990-luvun puolivälin jälkeen nopeasti USAn arvopaperimarkkinoilla ja ne ovat yhä suuremmassa määrin ulkoisesta rahoituksesta riippuvaisia. Ilman Aasian keskuspankkien sijoitusvirtoja paine dollarin heikkenemiseen olisi ollut vielä suurempi.

Heinäkuussa 2005 Kiina purki valuuttansa kiinteän dollarikytköksen. Yuan revalvoitiin 2.1% ja maa otti käyttöön valuuttakorin. Siitä alkoi yuanin trendinomainen vahvistuminen dollariin. Yuanin dollarikurssi oli vahvistunut 21% kesään 2008 mennessä. Silloin trendi pysäytettiin kuin seinään (kuvio 47). Kun euro vahvistui 2005-08 dollariin nähden vielä paljon enemmän kuin yuan, kiinalaistuotteiden kilpailukyky euromaissa vahvistui rajusti ja kesällä 2007 Kiinan vienti EUhun nousi suuremmaksi kuin USAhan.

Kiinan valuuttavarannosta lienee 70% dollari-määräistä, 20% euromääräistä ja 10% muissa valuutoissa. Dollarin painoa tultaneen vähentämään siten, että kauppataseen ylijäämästä suurempi osuus sijoitetaan euromääräisesti. Myös monet muut keskuspankit ovat vähentämässä dollarin painoa valuuttavarannossaan. Tämä heijastaa Martin Feldsteinin havaintoa (FT 10.12.2009), että kansalliset valuuttavarannot eivät ole enää ensisijaisesti ulkomaankaupan rahoituksen väline vaan osa (valtiojohtoista) sijoituspolitiikkaa. Dollarimääräisten velkapapereiden kysynnän väheneminen heikentäisi dollaria.

Historiassa valuuttakurssien liikkeet ovat olleet yleensä ylilyöviä: aliarvostusta on seurannut yliarvostus ja päinvastoin. Vuoteen 2008 tultaessa dollarin aliarvostus oli historiallisesti tarkastellen tasolla, jolla pitemmän horisontin valuuttakurssiriski muuttui yhdensuuntaiseksi -- dollarin vahvistumisen suuntaan. Tämän skenaarion mukainen kehitys eteni kesän ja syksyn 2008 aikana, mutta katkesi finanssikriisin kärjistyessä.

Euron ja yuanin kurssiheilahtelu on ollut viime vuodet melkoista vuoristorataa. Kun dollari vahvistui nopeasti suhteessa euroon 2008, yuanin vahvistuminen dollariin pysähtyi, ja 2005-2008 tapahtunut yuanin heikentyminen suhteessa euroon sulii pois muutamassa kuukaudessa. Syksyllä 2008 yuan jatkoi vahvistumistaan euroon nähden, mutta joulukuussa 2008 nähtiin taas rajua käänne. Kun euro vahvistui nopeasti dollariin, sa-

ma tapahtui suhteessa yuaniin. Huhtikuussa 2009 puolet tuosta heilahduksesta oli sulanut, mutta pian alkoi yuan jälleen nopeasti heiketä. Vuoden lopussa suunta kääntyi taas ja tätä kirjoitettaessa yuan on suhteessa euroon muutaman prosentin vahvempi (!) kuin syksyllä 2005. Japanin yen puolestaan vahvistui syksyllä 2008 nopeasti dollariin ja varsinkin euroon nähden. Iso osa tästä vahvistumisesta sulii nopeasti 2009 alussa, mutta 2010 on taas nähty yenin uusi vahvistuminen.

Finanssikriisin aikana valuuttojen kurssikäänneet ovat olleet silmiinpistävän suuria. Keväällä nähtiin eurooppalaisilla korko- ja valuuttamarkkinoilla hämmästyttävä episodi, kun kansainväliset rahoituspelurit ostivat Kreikan valtionvelkaan liittyviä valuuttasuojauksia ilman, että niillä on mitään liiketoimintaa suojattavana, ja myymällä suojaukset voitolla, kun häiriö oli saatu syntymään.

Elvytys kasvattaa kehittyneiden maiden valtionvelan ja sen rahoitustarpeen ennen näkemättömiin mittoihin. Velkaantuminen syvenee kaikkialla, mutta sen syvyys vaihtelee. Japanissa valtionvelka 2011 on yli 200 % BKT:stä, USAssa ja Ranskassa 100 %, Saksassa 85% ja Espanjassa 75 %. Yhteistä on tarve velan rahoittamiseen, mutta tarpeen suuruus vaihtelee. Vasta, kun tarvittavan pääoman suuruus selkenee, selkenevät ehdot, joilla maat pystyvät rahoitustarpeensa tyydyttämään. Markkinoiden vakiintuminen tapahtuu vasta, kun maittaiset yönkiristysstrategiat selkiävät. Ei siis olisi ihme, jos valuuttakurssien volatilitteetti pysyisi suurena koko ennustejakson ajan.

Rahoitustarpeet kasvavat jokseenkin kaikissa maissa. Rahoituksen kysyntä tulee siis kasvamaan rajusti, mutta vielä pitkään kuva siitä miten velka-asetat eri maissa eroavat ja miten se vaikuttaa tulevaisuuden rahoitusvirtoihin, on täynnä kysymysmerkkejä. Siksi myös valuuttakurssipaineiden arvioiminen on nyt poikkeuksellisen haastavaa. Toisaalta on muistettava, että lyhyen aikavälin valuuttakurssiennustetta ei muissakaan oloissa voi johtaa pitemmän aikavälin kurssinäkemyksistä, vaan myös uuden tutkimuksen mukaan paras lyhyen ajan valuuttakurssiennuste on nykykurssi.

Monet pitävät euron vahvuutta ja dollarin heikkoutta jotenkin poikkeuksellisenä. Se ei ole kuitenkaan totta. Dollarin kurssi vastaa tätä kirjoitettaessa 4.5 Suomen markan kurssitasoa. Se on 8 % heikompi kuin Suomen markan pitkän aikavälin keskimääräinen 5 markan dollarikurssi. Halvimmillaan dollarin sai 3.6 markalla sekä 80-luvun että 90-luvun alussa. Lähellä dollarin historiallisen heikkouden tasoja käytiin kesällä 2008.

Suomi: Nousu edessä, mutta kuoppa on syvä!

90-luvun laman jälkeen Suomen talouskasvu oli yli kymmenen vuoden ajan yleiseurooppalaista kasvua selvästi nopeampaa ja talouteen syntyi kestävä 2004 keväseen 2008 yli 200 000 uutta työpaikkaa. Kun maailmantalouden taantuma levisi, tuotanto ja työllisyys kääntyivät nopeaan laskuun myös meillä. Suomen BKT 2009 supistui 7.8 % eli enemmän kuin kertaakaan sitten kansalais sodan 1918. Työllisten määrä väheni kuitenkin "vain" 100 000 henkilöllä eli noin 4 %. Pudotus oli paljon pienempi kuin tuotantolukujen perusteella olisi voinut odottaa. (kuvio 55, s. 54).

Syksyllä 2008 taantumän tiheneminen tuntui iholla. Nähtiin "liinat-kiinni" -reaktio, *Great Panic*. Maailmankauppa romahti, kun finanssikriisi kiristi rahoitusta yleensä ja ulkomaankaupan rahoitusta erityisesti. Suomen vienti supistui vielä muita euromaita enemmän (kuvio 35). Yksi selitys on suuren venäjänvientimme muuta vientiä suurempi pudotus. Toinen syy liittyy kilpailukykyimme heikkenemiseen, joka korostui euron yliarvostuksesta. Kolmas syy on metsäteollisuuden rakennekriisi. Neljäs oli kännykkäviennin ja -tuotannon jättipudotus; sähkö- ja elektroniikkatuotteiden vienti oli 2009 39 % pienempi kuin vuotta aiemmin; lokakuussa miinus vuoden takaa oli 67 %!

Maailmankaupan elpyminen on meneillään ja Suomi tulee saamaan siitä osansa, vaikka toistaiseksi kehitys on ollut pettymys (kuviot 49 ja 53). Parempaa on lupa odottaa, kun aktiviteettia tukee varastojen vahvistuminen ja rahoituksen saatavuuden paraneminen. Toisaalta Suomen toipumista ja lähivuosien kasvumahdollisuuksia rasittaa kilpailukykyimme rapautuminen palkkojen kilpailijamaita nopeamman nousun vuoksi.

Miten tähän on tultu?

Kun eurojärjestelmään astuttiin 1999, vientikorilla painotettu hintakilpailukykyimme oli yli 30 % parempi kuin 1980-luvulla keskimäärin. Euron heikkeneminen 1999-2000 paransi kilpailukykyämme entisestään euroalueen ulkopuoliseen tuotantoon nähden. Syksyllä 2000 alkoi euron vuosia kestänyt vahvistuminen ja pian myös suomalaisten työvoimakustannusten kilpailijoita nopeampi nousu. Suomen Pankin laskelmien mukaan hintakilpailukykyimme on nyt euroalueen ulkopuolisiin maihin nähden 11 % heikompi kuin euron lähtöruudussa 1999. Kun euron yliarvotus lienee muutaman prosentin mittaluokkaa, kilpailukykyongel-

mista suuri osa on kotoperäistä. Euron heikkene minen, joka suhteessa dollariin on marraskuun lopun huipputasosta 10 prosentin luokkaa, helpottaa euroyritysten kilpailukykyongelmia.

"Nokiasektorin" vedossa viennin BKT-osuus nousi 90-luvun alun 20 prosentista yli 50 prosenttiin 2007-08. Kun maailmankauppa romahti 2008 lopussa, vientimme ja teollisuustuotantomme supistui ennen näkemättömällä tavalla ja viennin osuus BKT:stä oli keväällä 2009 enää 35%. Teollisuustuotannossa käänne parempaan on nähty, vaikka viennissä se antaa odottaa (kuviot 49 ja 50). Rakentamisen alamäki oli jyrkkä 2009 (kuvio 51).

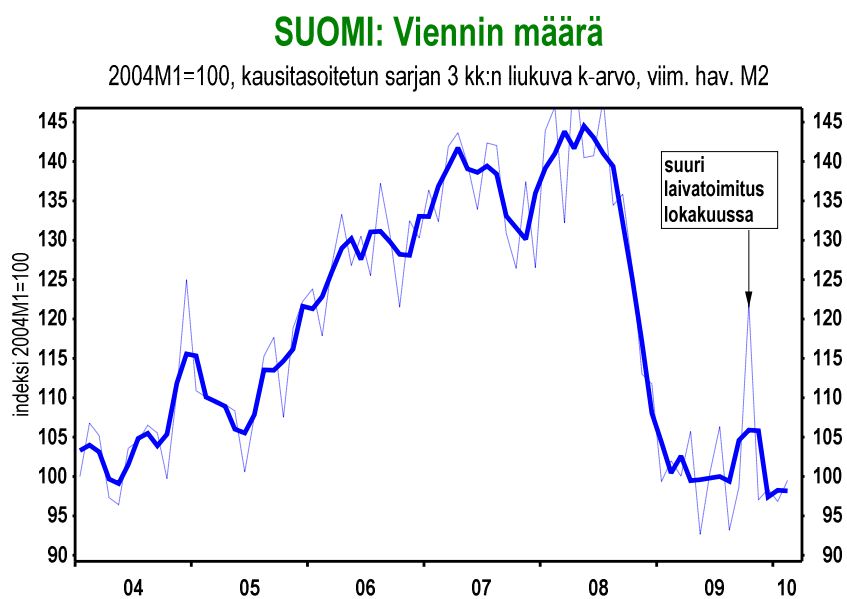
Jatkossakin kansantaloutemme käytettävissä olevan reaalitytulon kehitystä rasittaa vaihtosuhteen (=vientihinnat/tuontihinnat) krooninen heikkeneminen. Kun ongelma johtuu ulkomaankaup-
pamme rakenteesta, bruttokansantulo kasvaa pitkäkestoisesti hitaammin kuin bruttokansantuote.

Vientimme Venäjälle lisääntyi vauhdilla 2000-luvun alkuvuodet, mutta 2006 ja 2007 venäjänvientimme 8 prosentin kasvu jäi reilusti alle Venäjän kokonaistuonnin yli 30 prosentin kasvun. Markkinaosuutemme supistui, kun venäläiset kysyivät hyödykkeitä, joita meillä ei tuoteta. Kesällä 2008 alkoi Venäjän tuonti supistua nopeasti. Vuoden loppuun mennessä Suomen vienti Venäjälle oli puolittunut. Vielä tähän päivään mennessä kasvukäännettä ei ole nähty.

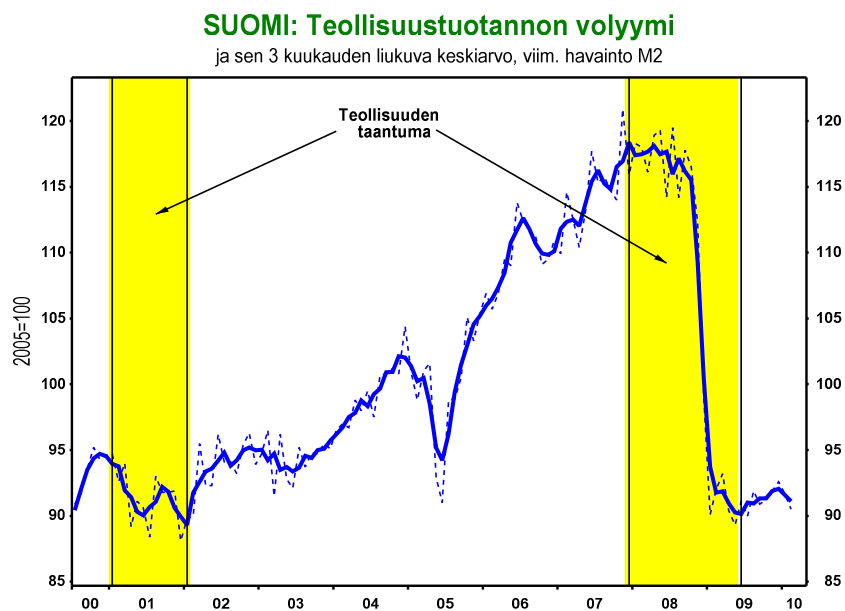
Öljyn hinnan nousun myötä Venäjän odotetaan palaavan nopeasti vahvan kasvun uralle. Samalla suomalaisille viejille tutut Pietari ja Moskova palaavat Venäjän keskikasvua nopeampaan kasvuun ennustejaksolla. Markkinaosuuksien säilyttäminen ja jopa valtaaminen on teollisuudellemme ja talouskasvullemme keskeistä pitemmässä juoksussa. Jos Venäjän talouskasvu painottuu taantumän jälkeen investointeihin, joita tuotantorakenteiden monipuolistaminen edellyttäisi, vientimme menestysmahdollisuudet paranisivat.

Suomen viennistä meni 2009 Venäjälle 9.0%, Saksaan 10.3% ja Ruotsiin 10.0%. Viennin arvo muuttui vastaavasti -47 %, -30 % ja -33 %. Vientimme Kiinaan supistui -10%. Tuonnistamme tuli Venäjältä 16.2 %, Saksasta 14.6 %, Ruotsista 10.0 % ja Kiinasta 7.9 %.

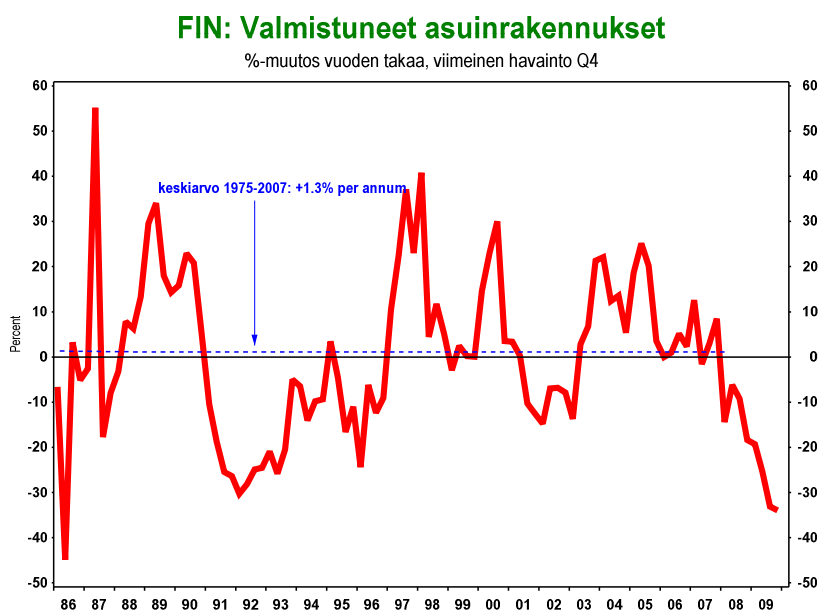
Kuvio 49



Kuvio 50



Kuvio 51



Hinnat, palkat ja kulutus

Vuonna 2008 Suomen inflaatio oli 4.0 %, kun polttonesteet ja elintarvikkeet kallistuivat rajusti. Inflaatiohuippu oli 4.7 % elokuussa 2008, mutta jo saman vuoden syksyllä raaka-ainehinnat romahtivat ja inflaatio hidastui nopeasti. Marraskuussa 2009 oltiin erikoisessa tilanteessa, kun kansallisen indeksin mukaan inflaatio oli -1.0 %, mutta euroalueen yhtenäistetyn indeksin mukaan Suomen inflaatio olikin +1.3 %. Yhtenäistetyssä laskentakehikossa marraskuun inflaatio oli Suomessa 2.3 %-yksikköä (!) korkeampi kuin kansallisessa indeksissä (kuviot 52). Ero on huima.

Kansainvälistä inflaatiovertailua hämärtää se, että Suomen kansallisessa kuluttajahintaindeksissä korkojen ja asuntohintojen lasku alentaa inflaatiota. Euroalueen yhtenäistetty kuluttajahintaindeksi ei niihin reagoi. Nyt myös Suomen kansallisesta indeksistä laskettu inflaatio on noussut plussalle. Trendi vahvistuu, kun asuntohintojen nähty kallistuminen siirtyä indeksiin ja asuntolainakorot alkavat nousta.

Kansallisesta indeksistä laskettuna Suomen inflaatio 2009 oli 0.0 % ja 2010 se on 1.1 %. Yhtenäistetyn kuluttajahintaindeksin mukaan Suomen inflaatio 2009 oli 1.6 % ja 2010 se on 1.4%. Euroalueen vastaavat luvut ovat 0.3% ja 1.3 %.

Palkat nousivat Suomessa 1999-2007 prosenttiyksikön yli eurokeskiarvon per vuosi. Vuonna 2008 nousu oli meillä 5.5% eli yli 2 prosenttiyksikköä yli eurokeskiarvon. Viime vuonna palkat nousivat Suomessa 3.9 %. Se oli prosenttiyksikön yli euromaiden keskiarvon, joka ylitetään myös 2010-11. Ennen kriisiä muita maita nopeampi tuottavuuden nousu kompensoi kumuloituvan palkkaeron. Jatkossa eron korjaaminen tuottavuutta parantamalla on vaikeaa, kun tuottavuuskasvu on pysyvästi hidastumassa Suomessa.

Vaikka kotitalouksien ostovoima parani 2006-07 reilusti, kotitalouksien säästämisaste painui noin prosenttiyksikön negatiiviseksi. Vuonna 2008 miinus pieneni ja epävarmuus käänsi säästämisen plussalle 2009. Säästämisikäytymiseen liittyvä epävarmuus on yksi tärkeä elpymisuraan vaikuttava kotimainen epävarmuustekijä.

Vuonna 2009 palkat nousivat 3.9 %. Inflaation hidastuminen, korkojen lasku ja veronkevennykset tukivat tulonmuodostusta ja työttömyyden noususta huolimatta kotitalouksien käytettävissä oleva tulo kasvoi liki prosentin. Kun säästämis-

aste kuitenkin nousi 2½ prosenttiyksikköä, yksityinen kulutus supistui 2.1 % 2009. Syksyllä 2009 alkanut kulutuksen maltillinen kasvu vahvistuu 2010, vaikka sitä hillitseekin kotitalouksien velka, joka jo ylittää niiden käytettävissä olevat vuositulot. Onneksi korkojen lasku on keventänyt kotitalouksien velanhoidomenoja.

Suomen BKT 2009 supistui 7.8 % vuositasolla. Vaikka sekä teollisuustuotanto että kulutus kääntyivät lievään nousuun vuoden aikana, vuositasolla ainoa plusmerkkinen kasvutekijä 2009 oli julkinen kysyntä. Taantuma päättyi syksyyn tultaessa, mutta edessä ei ole normaali, nopea elpyminen. Viime vuoden lopun kasvupysähdys, kova talvi sekä meillä että vientimaissamme ja ahtaajien lakko painavat kuluvaan vuoden BKT-muutoksen 1.2 prosenttiin. Vuonna 2011 BKT:n kasvaa 2.3 % (kuviot 54 ja 60).

Tulosopimukset ja verokiilan kaventaminen

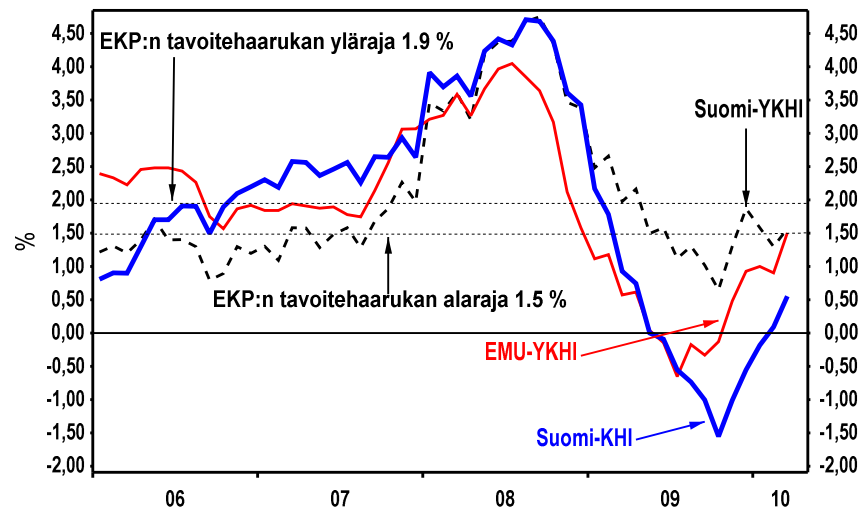
Matalan tuottavuuskasvun palvelualoilla maksettiin tupot-aikana samat palkankorotukset kuin korkean tuottavuuskasvun aloilla. – "Solidariisuuden" nimissä korotukset olivat matalapalkkaisille jopa suuremmat. Matalan tuottavuuden palveluyrityksissä työllistäminen väheni, kun palkat ylittivät tuottavuuden. Toisaalta keskivertopalkansaajan ostovoima kaventui, kun palvelujen suhteellinen hinta nousi. Se vähensi palvelujen kysyntää ja BKT:n kasvua. Työllisyys kärsi sekä palvelualoilla että niiden ulkopuolella keskivertopalkansaajan reaali-palkan pienentyessä. Sama toistui päättyvällä sopimuskaudella, kun suljettu sektori ja palvelualat ottivat palkkajohtajan roolin. Kunnallisverotuksen kiristymisen ja nousevat palvelumaksut söivät suomalaisen ostovoimaa.

Kohtuuden nimessä on myönnettävä, että tuloneuvotteluissa palkkojen ja työllisyyden välinen "kaupankäynti" on varjonyrkkeilyä. Kollektiivisopimuksissa tuhansia ihmisiä koskevat palkankorotukset päätetään yhdessä pöydässä, mutta tuhanta ihmistä koskevat työllisyyspäätökset tehdään tuhannen eri pöydän ääressä tuhansin eri perustein. Luottamus palkkamaltin positiivisiin työllisyysvaikutuksiin voi perustua vain tietoon, että palkkojen ja työllisyyden välillä vallitsee käänteinen korrelaatio. Asiaa koskevat tutkimustulokset ovat kiistattomat. On kuitenkin suuri joukko muitakin tekijöitä, jotka vaikuttavat työllistämispäätöksiin yksittäisissä yrityksissä ja yksittäisten henkilöiden kohdalla: talouskasvu, työvoiman saatavuus, työn verotus, työsuhteturva jne.

Kuvio 52

FIN & EMU: Inflaatio, %

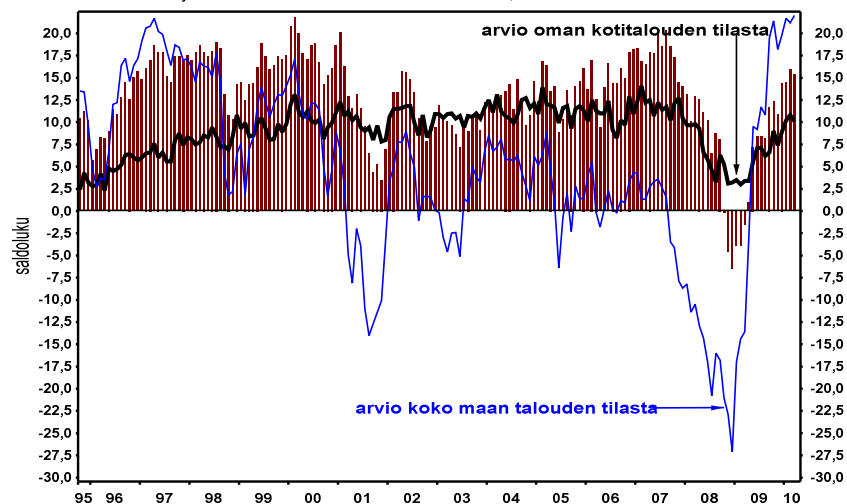
12 kuukauden muutos ja EKP:n "toleranssihaarukka", viim. hav. M3



Kuvio 53

SUOMI: Kuluttajien luottamusindikaattori

ja arvio tilanteesta 12 kuukauden kuluttua, viimeinen havainto M3



Ay-johdon on vaikea myydä jäsenistölle maltillinen sopimus, jonka positiivisista työllisyysvaikutuksista ei ole numeerisia takeita. Kun ammattijärjestöt ovat ensisijaisesti niiden etujärjestöjä, joilla työpaikka on ja palkkaa saavat, työttömien "outsiderien" ääni ei ehkä kauaa kuulu työllisten "insiderien" edunvalvonnassa.

Verokiila kertoo kuinka suuri osa työnantajan maksamista reaalisista työvoimakustannuksista on mennyt veroihin, kun palkansaaja on palkkansa kuluttanut. Laman jälkeen talouspolitiikan johdosta vähätteli työmarkkinarakenteiden (ml. verokiila) roolia työttömyyden taustatekijänä. Kun verokiilan kaventamista lykättiin, veronkevennysten työttömyysvaikutus pieneni, sillä työttömien ammattitaidon ja motivaation rapautuessa suhdanetyöttömyys muuttui rakenteelliseksi. Sitoutuminen korkeaan verokiilaan oli talouspolitiikan

suurin virhe lamaa seuranneina vuosina. Vaikka Suomen verokiila on vuosikymmenen aikana kaventunut, se on yhä kansainvälisesti korkea ja siis työllisyyttä vähentävä.

"Osa veronkevennyksistä voidaan rahoittaa työllisyyden parantumisen luoman verotulojen kasvun avulla. Pitemmällä aikavälillä merkittävimmän rahoituskeinojen muodostavat julkisen sektorin menojen kasvun rajoittaminen sekä tarvittaessa menosäästöt", kirjattiin Talousneuvoston raporttiin jo 2002. Toisaalta "veronalennusten myönteisten työllisyysvaikutusten suuruus riippuu keskeisesti siitä, missä määrin veronalennukset otetaan huomioon palkankorotuksia mitoitettaessa. Mitä parempi on palkkamallit, sitä suurempia myönteisiä työllisyysvaikutuksia veronalennuksilla voidaan saada aikaan". Valitettavasti ensimmäinen hallitus, joka synkronoi veron-

kevennykset ja palkkaneuvottelut oli Vanhasen I hallitus sopimuskaudella 2005-07.

Sixten Korkman kyseenalaisti pamfletissa *Onko tupolla tulevaisuutta?* (EVA, 2007) hokeman viime vuosien palkankorotusten "maltillisuudesta". Korotukset ovat 2000-luvulla säännönmukaisesti jopa ylittäneet jakovaran. Se heikentää työllisyyttä, ulkomaankaupan kilpailukykyä ja julkista taloutta.

Suomalainen työttömyys on keskittynyt pieni-palkkaisiin, kouluttamattomiin matalan tuottavuuden työntekijöihin. Siksi Talousneuvoston selvitys 2004 suositteli pienipalkkaisiin kohdistuvien työnantajamaksujen mittavaa alennusta. Suomessa tarvitaan sellaista palkkaerojen kasvua, että korkeapalkkaisilla on varaa ostaa matalapalkkaisten tuottamia palveluksia. Se lisää työllisyyttä. Työnantajamaksujen alentamista, jonka työllisyyttä vahvistava vaikutus on nopea, on suositellut myös Suomen Pankki. Tämä tulee muistaa, kun verotusta uudistetaan.

Taloukasvu ja työttömyys

Valtaosa työttömyydestämme on rakenteellista. Työmarkkinamekanismien uudistamistarve on kartoitettu useissa hallituksen raporteissa (työllisyysryhmä, 2003, globalisaatioraportit 2004 ja 2006). Eteneminen on ollut tuskallisen varovaista.

Monet ekonomistit argumentoivat jo 90-luvun puolivälissä, että matala työttömyys edellyttää työmarkkinoiden rakennemuutoksia. Rakennepoliitikasta ja työmarkkinajoustoista tuli kuitenkin kirosanoja. Kun uudistuksiin ei ollut poliittista rohkeutta, työttömyyden aleneminen pysähtyi kesästä 2000 kesään 2004 (kuvio 56). Kun työmarkkinoiden joustavoituminen lopulta nytkähti ja verokiila kapeni, palvelusektori pääsi kasvuun ja työllisyys kääntyi nousuun teollisuuden irtisanomisilmoitusten keskelläkin. Kesästä 2004 kevääseen 2008 työpaikat lisääntyivät yli 200 000 hengellä ja työttömyysaste laski 3 prosenttiyksikköä. Eniten lisäsivät työllisiä yksityiset palvelut, mutta myös julkiset palvelut ja rakentaminen työllistivät lisää. Teollisuuden työllisyys pysyi ennallaan, vaikka irtisanomisuutiset antoivat kuvan teollisuustyöpaikkojen romahduksesta.

Työttömyyskehitys oli suotuisa Suomen tavoin jokseenkin kaikissa kehittyneissä maissa luotto-markkinakriisin kärjistymiseen eli kesään 2007 asti. Globalisaatio ei siis ollut hyvän työllisyyskehityksen este kehittyneissä maissa. Kun USAsta alkanut maailmantalouden taantuma käänsi työt-

tömyyden nousuun ympäri maailman, Suomi ei ollut silloinkaan poikkeus.

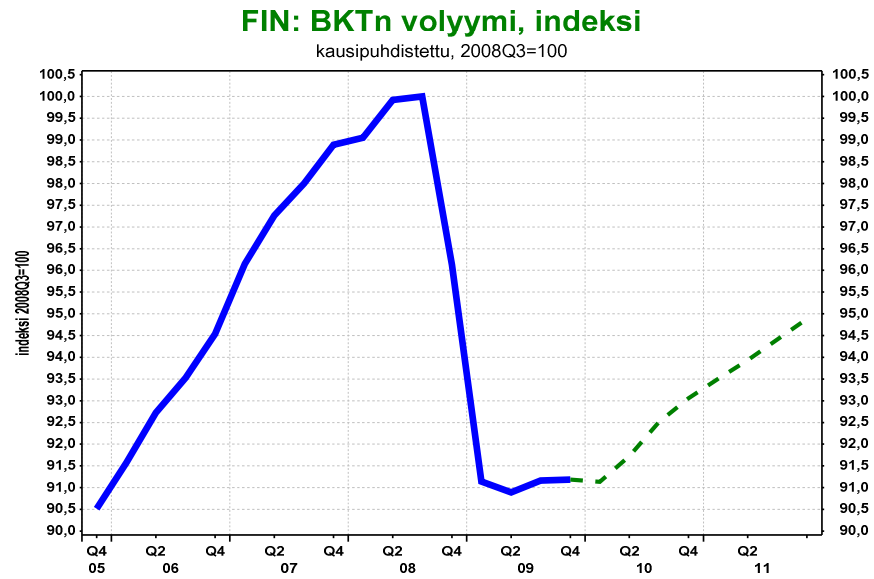
Vain korkeasti työllistyneenä kansakuntamme pystyy luomaan riittävästi lisäarvoa hyvinvointijärjestelmän turvaamiseen. Ikääntyvä, supistuvan työvoiman Suomi tarvitsee parempaa tuottavuutta, jotta harveneva veroja maksavien työllisten joukko pystyy elättämään laajenevan passiiviväestön. Työikäinen väestö supistuu 2010 alkaen ja pitkässä juoksussa tarvitsemme lisää työvoimaa eli maahanmuuton kasvua.

Vielä 2008 keväällä työttömyysaste oli 6 % ja monet yritykset ilmoittivat pulan ammattitaitoisesta työvoimasta rajoittavan tuotannon lisäämistä. Yrityksillä oli kysyntää koulutukseltaan ja kokemukseltaan sopivista työntekijöistä sellaisilla paikkakunnilla, joilla tällaisia työntekijöitä ei ollut tarjolla. Tämä korosti sitä kasvua heikentävää roolia, joka seuraa asuntohintojen ylilyönneistä kasvukeskuksissa. Työn perässä muuttaminen on mahdotonta, jos lähtö- ja tulopaikan asuntohintaero on liian suuri. Kun taantuma päättyy ja eläköityminen etenee, ongelma palaa agendalle yllättävänkin nopeasti. Kun talouden ja yritystoiminnan rakenteet ovat kriisin jälkeen erilaiset kuin sitä ennen, myöskään uudet työpaikat eivät välttämättä synny sinne mistä vanhat hävisivät.

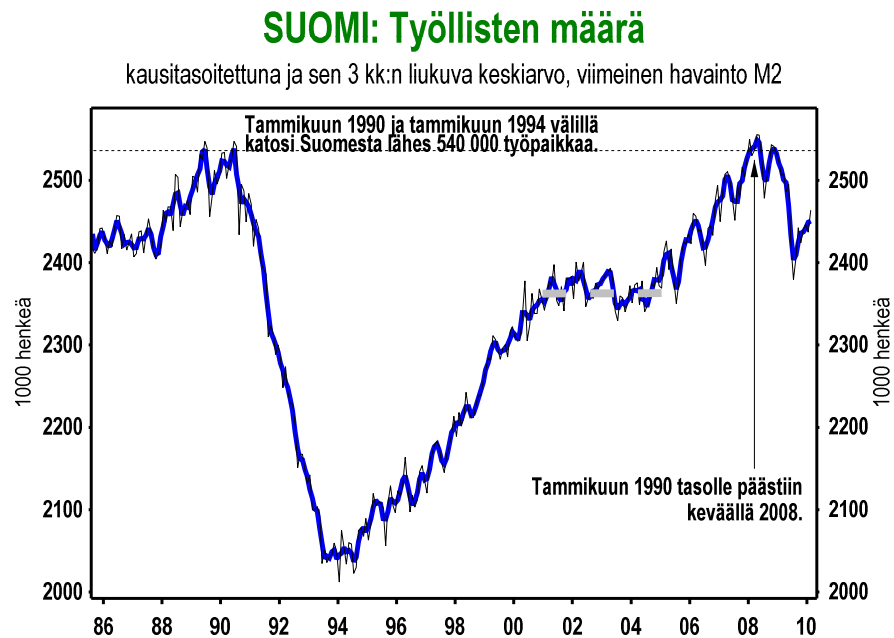
90-luvun lamaopetusten mukaan työttömyyden nousu on kansakunnan sosiaalinen ykkösongelma ja suurin syrjäytyneisyyttä aiheuttava tekijä. Siksi työttömyyden nousun rajoittamisen tulee olla talouspolitiikan ykkösasia. Tässä tarkoituksessa on nyt estettävä elinkelpoisten yritysten kaatuminen sellaisiin vaikeuksiin, jotka johtuvat rahoituksen hitaasta normalisoitumisesta.

Työttömyys on kansantalouden resurssien tuhlausta. Siitä johtuvat menot rasittavat hyvinvointipalvelujen rahoitusta. Työn tekemiseen ja työn teettämiseen kohdistuvan verokiilan kaventamista on pidetty keskeisenä osana työllisyyttä tukevaa rakennepoliittikkaa. Verokiilaan kuuluvat tuloverot (ml. kunnallisvero), työnantajamaksut ja kulutukseen kohdistuvat välilliset verot. Kun julkisen sektorin tasapaino on dramaattisesti heikentynyt, veronkorotuksia ei voi välttää. Työllisyyden näkökulmasta olisi suotavaa, että ne eivät kohdistuisi työn tekemiseen ja sen teettämiseen. Työllisyyttä tulisi vahvistaa laajalla työmarkkinoiden rakennemuutosohjelmalla, jonka osat tukevat toistensa vaikutuksia. Verokiilan kaventamisen pitkää linjaa vastassa on nyt valtionvelan kasvu, joka vaarantaa hyvinvointipalvelut ja sosiaalisen turvaverkon. On kuitenkin ymmärrettävä,

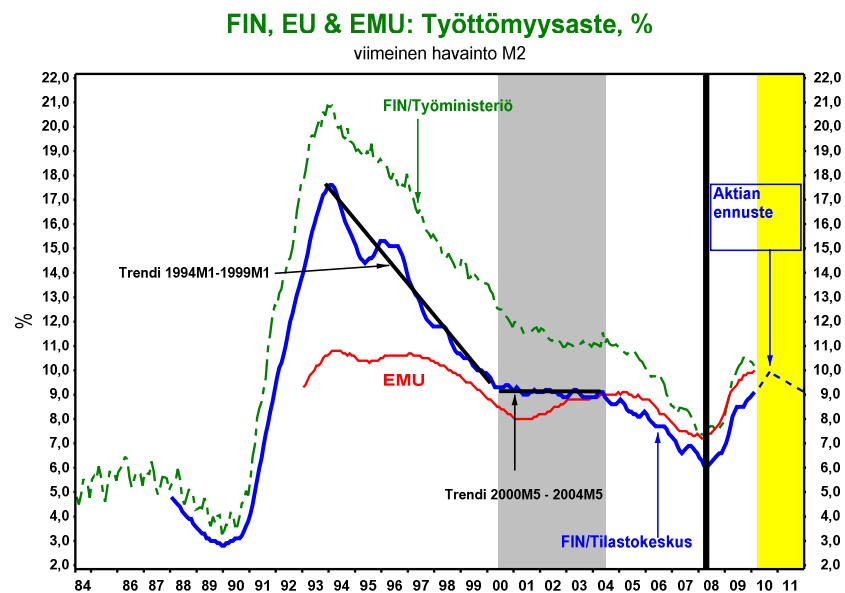
Kuvio 54



Kuvio 55



Kuvio 56



että vääränlaiset veronkiristykset ovat varmin tapa tappaa "hyvinvointiyhteiskunta". Kansakunnan kannalta olisi kauhistus, jos veronkorotuksilla suojattaisiin julkisen palvelutuotannon tehotuomuden jatkumista.

Työllisyyskehitys on ollut yksi harvoista ilonaiheista taantumun aikana. Se on heikentynyt paljon vähemmän kuin tuotantolukujen perusteella olisi voinut odottaa. Varsinkin työllisten määrän kääntymisen kasvuun jo viime syksynä oli positiivinen yllätys ja optimismia jatkoon osalta tukee Suomen yrittäjien barometri, jonka mukaan suurin osa pienistä ja keskisuurista yrityksistä suunnittelee joko pitävänsä työpaikat ennallaan tai lisäävänsä niitä 2010.

Yritykset ovat välttäneet irtisanomisia, koska ne ilmeisesti ovat pitäneet kriisiä ohimenevänä. Nyt on tärkeää välttää sellaiset talouspolitiikan signaalit, jotka heikentäisivät pienten ja keskisuurten yritysten tulevaisuudenuskoa. Monissa yrityksissä tuottavuus on pudonnut rajusti ja sen korjaaminen irtisanomisilla olisi myrkyä talouden tunnelmalle ja kuluttajien luottamukselle.

Ajatuksia suomalaisesta elvytyksestä

On ollut outoa seurata kuinka poliitikot ja media ovat arvioineet talouden elvyytystä ensisijaisesti julkisina menoina, jotka kasvattavat velkaa. Nykyelvytys on investointi tulevaisuuden velanhoitokäynnin.

Yritykset investoivat taloudelliseen tulevaisuuteensa eikä kukaan kyseenalaista sitä, vaikka investointi maksaa. On yritysjohtoon asia arvioida mikä investointi on yrityksen ja sen omistajien kannalta kannattava ja mikä ei. Ei se niin kauhean erilaista ole silloin, kun hallitus käyttää äänestäjien valtakirjalla veronmaksajien rahoja kansakunnan kannalta viisaisiin tai vähemmän viisaisiin hankkeisiin. Kun kysymys on ajoituksen aikaistamisesta, elvytys loppuu itsestään, kun hankkeet ovat valmiit.

Pahinta kansantalouden pitkän ajan velanhoitokäynnin kannalta on elinkelpoisten yritysten kaatuminen ohimenevien rahoitusongelmien takia. Pahinta julkisen talouden kestävyys kannalta on työttömyyden nousu, sillä suhdannetyöttömyys muuttuu yllättävän nopeasti rakennetyöttömyydeksi.

Suomessa elvytykseen lähdettiin liian hitaasti ja liian pienin panoksilla. Finanssikriisin vaikutus

tuksia maailmankauppaan ja vientiimme ei tajuttu ja liian pitkäksi ajaksi jäätettiin kiinni aikaisempiin linjauksiin. Tämä oli viestimme jo yli vuosi sitten tammikuun 2009 lisäbudjetin jälkeen. Kyseessä ei siis ole jälkiviisaus.

Seuraava talouspoliittisen keskustelun suuri virhe oli, että puhe elvytyksestä käännettiin liian aikaisin puheeksi elvytyksen purkamisesta. Verotusta kevennettiin vuosi sitten keväällä, mutta jo touko-kesäkuussa 2009 poliitikot alkoivat julistaa kansalle, että kohta kiristään. Veronkevennysten viesti liudentui, kun käytiin kilpalauluun siitä kuka kiristää eniten ja nopeimmin. Jos ja kun puheet heikensivät elvytysurojen tehoa, elvytysinvestoinnin tuottoaste heikkeni.

Suurin virhe, mitä elvytyksen osalta voidaan vielä tehdä, on sen lopettaminen liian aikaisin. Jos toimitaan tarpeeksi tyhmästi, osa elvytyspanostuksesta kääntyy tuhlaukseksi. Kuluvan vuoden kasvu on kuitenkin siinä määrin haurasta, että joskus aikaisemmin tehtyihin kiristysuunnitelmiin sitoutuminen on väärää johdonmukaisuutta. Näin poikkeuksellisessa tilanteessa se sisältää ajatuksen, että talouspolitiikan eliitillä on ollut lähes jumalallinen viisaus ja ennakkotieto talouden tulevaisuudesta. Kun sellaista ei ole kenelläkään, hallituksella täytyy olla nöyryys ja valmius arvioida jatkuvasti ja yhä uudelleen elpymisen edellytyksiä ja kiristuksen ajoitusta. Eliitin on hyväksyttävä, että kukaan ei tiedä tulevaisuutta. Sitä voi ennustaa, mutta sitä ei voi tietää. Siksi talouspolitiikan pitää joustaa, kun tosiasiat sitä vaativat. Globaalin talouspolitiikan joustavuus on ollut 2008-09 ennen näkemätön. Sen ansiosta 30-luvun laman globaali toisinto vältettiin. Meillä talouspolitiikan joustamattomuus tuntuu suuremmalta hyveeltä.

On väitetty, että taantumun tullessa ulkoa olimme aseettomia sen edessä. Tosiasiaa mahdollisuutemme selvitä uuden nousun lähtöviivalle olisivat olleet monia muita paremmat taloutemme paremman tasapainon ja valtiontalouden vähemmän velkaantuneisuuden ansiosta. Se olisi antanut enemmänkin tilaa kotoperäiselle elvytykselle.

Maailmantalous supistui 2009 ja yritykset saivat iskuja kaikilla mantereilla. Maailmankaupan romahdus syksyllä 2008 oli ylilyönti, jonka korjautuminen on käynnissä. Nyt on meneillään yritysten taistelu maailmankaupan elpymisen paalupaikoista. Ne yritykset, jotka

ovat selviytyneet uudelle lähtöviivalle pienimin vaurioin, voivat vahvistaa markkina-osuuksiaan selvästi. Valitettavasti meillä ovat palkat nousseet kilpailijamaita enemmän ja se heikentää kilpailukykyä monissa yrityksissä. Onkin turha syyttää kotoisen palkkainflaation seurauksista euroa.

Maailmantalouden elpyminen on meneillään ja yritysten odotukset vahvistuvat. Ennen pitkää tämä heijastuu meidänkin vientiimme ja syksyä kohti monet talousluvut tulevat yllättämään positiivisesti myös Suomessa. Tärkeintä on, että työttömyyden nousu jää selvästi pessimistisimpiä arvioita pienemmäksi.

Karu totuus on silti se, että kehittyneiden maiden suhdannenoususta tulee väisä. Suomen BKT ei ehkä palaa kesän 2008 tasolle edes 2012. Kuviossa 54 nähdään se aktiviteetin taso, joka on Suomen valtion ja kuntien verotulojen perusta. Julkisen talouden kestävyys pysyy isona ongelmana taantuman päätyttyäkin. Jos kotimainen elvytys olisi onnistunut parantamaan kuopasta nousun edellytyksiä, julkisen talouden kestävyysongelma olisi pienempi. Niin yrityksissä kuin myös valtiontaloudessa tulisi katseen kohdistua vuosien päähän tulevaisuuteen. Jatkuvassa vaaliruljanssissa se on poliitikoille yhtä vaikeaa kuin yritysjohtajille kvartaalikapitalismin oravanpyörässä.

Asuntohinnat valinkauhassa

Asuntohinnat nousivat 100% vuoden 1997 alusta kevääseen 2008 (kuvio 58). Rakennuskustannusten nousu oli 40% ja yleinen inflaatio 22%. Kotitalouksien käytettävissä olevat tulot lisääntyivät 70 %. Sekä tuloihin, rakennuskustannuksiin että yleiseen hintakehitykseen suhteutettuna asuntojen hintakehitys näytti ylilyönniltä. Samalla tultiin siihen, että pääkaupunkiseudun asunnot maksavat 2 kertaa muun maan keskiarvoa enemmän.

Keväällä 2005 alkoi asuntohintojen nousu vähitellen hidastua. Koko maan asunnot kallistuivat 8.4% vuonna 2006, 6.0% 2007 ja 1.2 % 2008. Kevästä 2008 vuoden 2009 alkuun asunnot halpenivat koko maassa 7% ja pääkaupunkiseudulla 9%. Keväällä 2009 korkojen lasku ja asuntosijoittajien aktivoituminen käänsivät hinnat nousuun (kuvio 57). Käänteeseen voimasta kertoo, että taantumavuoden 2009 aikana asuntohinnat nousivat koko maan tasolla 9 % ja pääkaupunkiseudulla 12½ %. Hinnat ylittivät 2009 lopussa finanssikiärsiä edeltäneen huipun. Uudisrakentamisen raju supistuminen teki tämän mahdolliseksi.

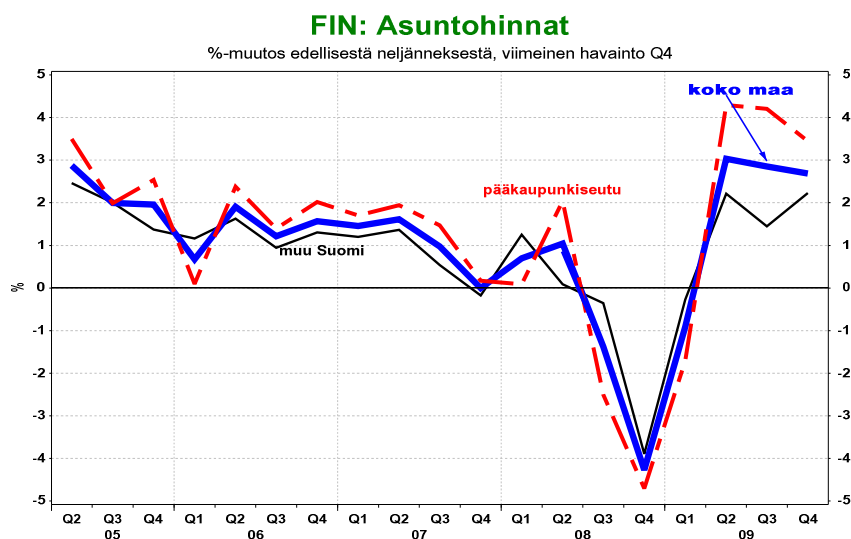
Syksystä 2005 syksyyn 2008 uusien asuntolainojen korko nousi yli 2½ prosenttiyksikköä (kuvio 59). Asuntolainakannan kasvu hidastui. Kun asuntolainakanta kasvoi 2006 alussa 18% vauhtia, heinäkuussa 2009 kasvua oli 6% vuoden takaa. Asuntokaupan vaimeneminen oli Suomessa silti paljon vähäisempää kuin euroalueella (vrt. kuvio 30, s.30) ja keväällä 2009 korkojen lasku alkoi vauhdittaa kauppaa.

Myös Suomessa on käyty keskustelua kotitalouksien velkatilanteesta. Suhteessa käytettävissä olevaan vuosituloon kokonaisvelkaa niillä oli 2009 lopussa 113.5 %. Nopeasta noususta huolimatta velkasuhde on matala verrattuna moniin Euroopan maihin. Viime vuosina on korostunut suurten asuntovelkojen keskittyminen melko pienelle osalle kotitalouksia samoin kuin hyvin korkeakorkoisten kulutusluottojen lisääntyminen. Yksittäiset, suurivelkaiset kotitaloudet saattavatkin joutua vaikeuksiin korkojen kääntyessä nousuun.

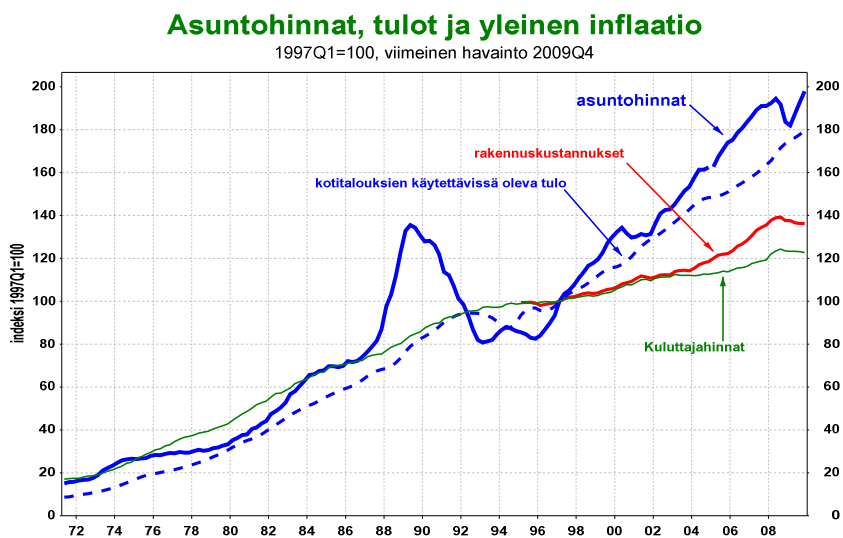
Kansainvälinen valuuttarahasto IMF analysoi (World Economic Outlook, 2004) asuntohintoja 18 teollisuusmaassa. Tulosten mukaan a) pitkän aikavälin kestävä hintataso riippuu talouden fundamenteista, b) muutostrendejä leimaa jatkuvuus ja c) pitkällä aikavälillä ylilyönnit korjautuvat. Eri maissa 2000-luvun alkuvuosina nähdystä asuntohintojen noususta 40 % oli yhteistä kaikille maille (kuvio 28, sivu 30). Matalat korot ja reaalityulojen suotuisa kehitys tukivat silloin asuntojen kallistumista kaikissa kehittyneissä maissa.

Muutostrendien jatkuvuus merkitsee, että jos hinnat lähtevät nousuun, trendillä on taipumus jatkua; puolet edellisen periodin muutoksesta siirtyy seuraavan periodin muutoksen "pesämunaksi". Taipumus itseään ylläpitävän kierteen muodostumiseen on selvä - sekä ylös että alas. "Hintapoikkeama" kertoo millainen on asuntohintojen taso suhteutettuna kotitalouksien tuloon; kyse on asunnonostajien "ostovoimasta". Jos reaaliset asuntohinnat suhteessa reaaliiseen käytettävissä olevaan tuloon ovat ajautuneet epänormaaleiksi, "virheenkorjausprosessi" alkaa korjata suhdetta kohti normaalitasoa. Talouden fundamenteja ovat mm. *per capita* reaalityulon kasvu (sen ja asuntohintojen välillä on positiivinen relaatio eli reaali tulotason nousu tukee asuntohintoja) ja korkotaso (sen ja asuntohintojen välillä on negatiivinen relaatio).

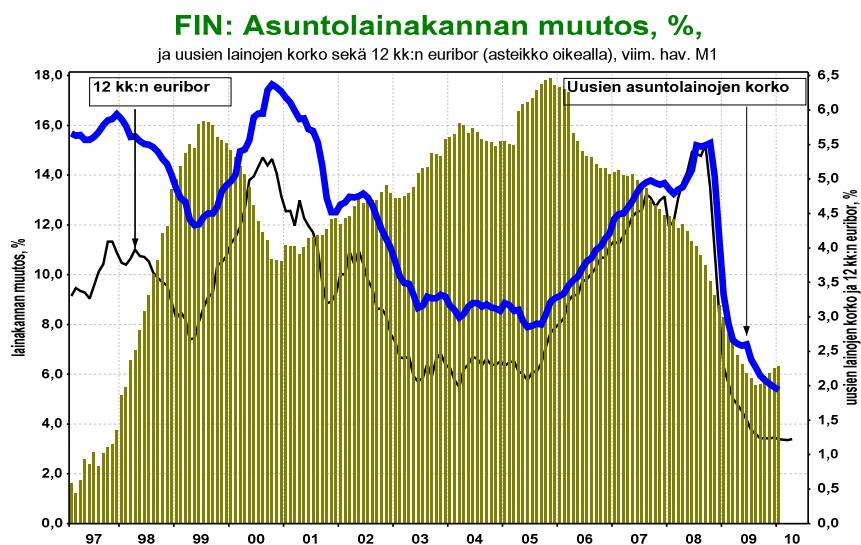
Kuvio 57



Kuvio 58



Kuvio 59



Asuntolainan hoitokulu on keskeinen muuttaja sekä lainanottajan että lainanantajan (=pankin) laskelmissa. Pankit välttävät lainoja, joiden häiriöttömään hoitamiseen ne eivät usko. Siksi niiden viesti asiakkaille on, ettei lainanhoitokulu saa olla kohtuuton asiakkaan tulovirtaan suhteutettuna. Myös lainanottajat joutuvat miettimään kuinka suuren kuukausimaksun he kestävät. Työttömyysriskien kasvaessa pankit tutkivat asiakkaiden luottokelpoisuutta aiempaa tarkemmin.

Vuoden 2009 aikana markkinakorkojen lasku painoi uusien asuntolainojen korot nopeaan laskuun, vaikka pankkien marginaalit kasvoivat. Asuntolainakorkojen laskun jatkumista on viime kuukausina tukenut, että marginaalit ovat uudelleen kaventuneet. Marginaalien muutokset heijastavat finanssikriisin etenemisen eri vaiheita ja viime kuukausien kehityksessä näkyy normalisoituminen. Tätä kirjoitettaessa suomalaiset saavat uudet asuntolainansa 0.7 prosenttiyksikköä edullisemmin kuin eurokansalaiset keskimäärin.

Asuntokauppaa ohjaavat ostajien ja myyjien sentimentit. Epävarmuus on kaupankäynnille myrkyä. Kun ostajat alkavat epäroidä, myyntiajat pitenevät. Ne, joiden on pakko myydä asuntonsa, joutuvat tinkimään hintapyyntöistään. Kun viidakkorumpu kertoo, että ollaan siirtymässä ostajan markkinoille, paine hintatasoa kohtaan kasvaa. Vuosi sitten tämä vaihe oli meneillään. Korkojen lasku käänsi ostohalukkuuden uuteen nousuun ja uudisrakentamisen pysähdys sinetöi ylikysyntätilanteen.

Kuvion 58 mukaan suomalaisten asuntohintojen taso ei näytä kestävältä, vaikka sitä toki tukee muuttoliike kasvukeskuksiin ja uusien asuntojen tarjonnan hidas lisääntyminen tarjontarajoitusten vuoksi. Pitäydymme kuitenkin näkemyksessä, että hintatason kalleus purkautuu vain osittain ja pitkän ajan kuluessa.

Jos asunnot ovat ylihinnoiteltuja, asuntolainat ovat ylisuuria ja ne rasittavat velallista pitkän juoksuaikansa. Kun asuntolainat ovat "ylisuuria", ylisuuri osuus kotitalouksien tuloista kuluu lainanhoitoon. Se on pois henkilökohtaisesta kulutuksesta. Järjestelmä, joka tuottaa liian kalliita asuntoja ja liian suuria asuntolainoja, hidastaa yksityistä kulutusta ja elintason nousua. Kallit asunnot ovat lähinnä ensiasuntoa ostavien ongelma. Ylihintojen kirouksen kantavat nuoret, työuransa alussa olevat lapsi-

perheet. Jos tulee asunnonostoikään "väärään aikaan", elintaso kärsii 20-30 vuotta.

Jos kunnat hillitsevät muuttovirtaa myötävaikuttamalla tarjontarajoituksiin -- esim. tonttipolitiikalla --, niiden verotulot kaventuvat pitkässä juoksussa. Jos kuntien (uudet) asukkaat maksavat ylisuuria asuntolainoja, lainanhoitokuluihin uppoava raha on pois siitä kulutuksesta, joka vahvistaisi paikallista taloudellista toimeliaisuutta ja työllisyyttä. Tonttimyynnin tuloja maksimoivan ja/tai rakentamista rajoittavan kunnallispolitiikan vaikutus aluetalouden elinvoimaan voi olla pitkäkestoisesti negatiivinen.

Pääkaupunkiseudun kireä asuntotilanne rajoitti hyvinä vuosina kansantalouden kasvua ja oli este olemassa olevien hyvinvointipalvelujen säilyttämiselle. Asuntomarkkinan huono toimivuus on siis kansallisen tason ongelma, josta maan hallitus ei voi pestä käsiään. Nykyhallituksen ohjelmaan asuntopolitiikka viimeinkin otettiin. Vaikka alan puheenvuorojen mukaan elvytys on lisännyt rakentamista, valmistuneiden asuntojen määrän perusteella sitä on vaikea uskoa (kuvio 51). Pääkaupunkiseudulle sijoittuvien kohtuuhintaisten (vuokra-asuntojen) rakentaminen on järkevää paitsi suhdanne- myös rakennepoliittisesti. Eläköitymisen edetessä tarvitsemme työvoimaan täydennystä. Ellei asuntojen tarjonta kasva, maahanmuuttajat eivät pysty asettumaan sinne missä heitä tarvitaan: kasvukeskuksiin.

Jos kohtuuhintaisia asuntoja rakennetaan merkittävässä määrin pääkaupunkiseudulle, se heijastuu olemassa olevan asuntokannan arvokehitykseen. Monen viime vuosina kalliilla ostetun asunnon arvo ei tule kehittymään niin kuin ostopäätöstä tehtäessä uskottiin.

Yllä kuvattujen asuntohintamallien perusteella asuntohintojen voi odottaa heilahtelevan jatkossakin. Hintojen vaihtelu on voimakkaampaa maissa, joissa asuntolainat ovat vaihtuvakorkoisia. Talous, joka antaa tilaa asuntohintojen *pitkäkestoiselle* ylihinnoittelulle, toimii kuitenkin epäoptimaalisesti. Silloin markkina (=kilpailu) ei toimi ja/tai paikallinen (tontti)politiikka toimii kansakunnan etua vastaan. Pitkässä juoksussa asuntojen kohtuullinen hintataso ja asuntomarkkinoiden vakaa kehitys ovat hyvin toimivan talouden tunnusmerkkejä. Kilpailu ei poista hintavaihtelua. Silti vain kilpailu takaa, että ylilyönnit jäävät ohimeneviksi.

Yhteenveto Suomen talouskehityksestä

Suomen BKT supistui -7.8 % 2009. Finanssikriisin edetessä yritysrahoitus kiristyi yleisesti ja ulkomaankauppaan kohdistuva aivan erityisesti. Epävarmuuden kasvu johti yritysjohtajien globaaliin, paniikkiin. Kun tilauksia peruttiin ja investointiprojekteja jäädytettiin, maailmankauppa romahti. Iskun ottivat kovimpana viennistä riippuvat maat -- kuten Suomi.

Suomen vienti, teollisuustuotanto ja yritysten investoinnit romahtivat 2008 lopussa ja 2009 alussa. Yleisen epävarmuuden lisääntyessä ja työllisyysnäkömien heikentyessä yksityinen kulutus supistui verotuksen kevenemisestä huolimatta.

Talouden tunnelma piristyi 2009 loppua kohti myös meillä. Maailmankauppa alkoi elpyä, luontonsaataavuus parantui. Kotimainen elvytys ja korkojen lasku tukivat aktiviteettia. Kokonaistuotannon pohjakosketus ohitettiin kesällä. Viime vuoden lopun kasvupysähdys, kova talvi ja ahtaajien lakko heikentävät kuluhan vuoden kasvulukua, joka jää 1.2 prosenttiin. Ensi vuonna BKT kasvaa 2.3 % (kuvio 60).

Työllisyys on yllättänyt positiivisesti ja työttömyyden nousu on jäänyt selvästi pienemmäksi kuin tuotantolukujen perusteella olisi voinut odottaa (kuvio 56). Taantuma on päättynyt, mutta vielä muutaman kuukauden ajan työttömyys nousee. Vaikka lähivuosien vaimea talouskasvu rasittaa työllisyysnäkömiä, eläköityminen alkaa kaunistaa työttömyyslukuja. Työttömyysaste 2009 oli 8.2%. Se on 9.7 % 2010 ja 9.3 % 2011. Pitemmän ajan ongelmana on kilpailuky-

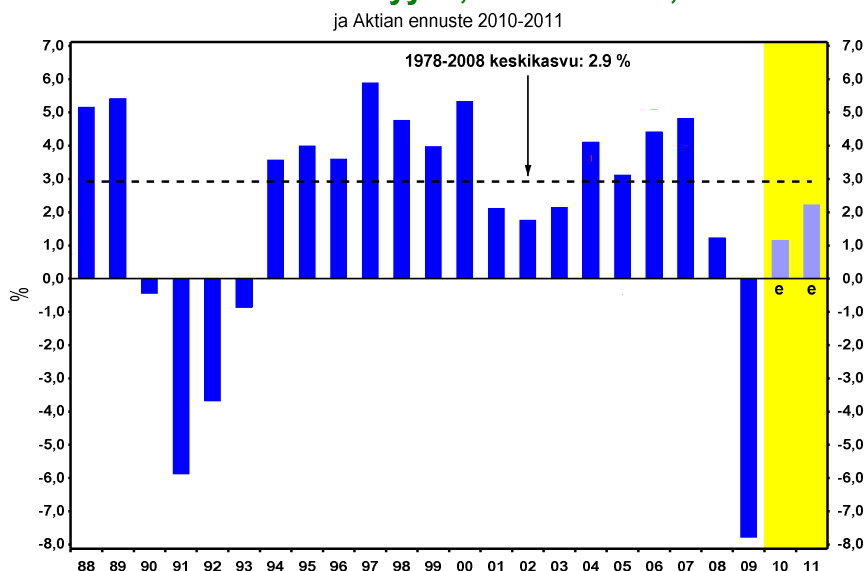
vyn rapautuminen, jota kilpailijamaita korkeammat palkankorotukset ovat ruokkineet. Kun samaan aikaan sähkötekninen teollisuus on kypsymässä matalan kasvun sektoriksi ja metsäteollisuuden rakenteelliset ongelmat rajoittavat kasvumahdollisuuksia, Suomen talouden trendikasvu hidastuu pysyvästi.

Inflaatio nousee viime vuoden 0.0 prosentista 1.1 prosenttiin 2010 ja 1.6 prosenttiin 2011.

Kansakunnan jaettavissa olevan kokonaistulon perusta on BKT. Sen kasvulla on kaksi tekijää: työpanoksen lisäys ja työn tuottavuuden paraneminen. Nykyisten hyvinvointijärjestelmien turvaaminen on erittäin haastavaa ikääntyvässä Suomessa varsinkin, kun julkisen talouden alijäämät ovat kasvaneet kriisin aikana. Vuodesta 2010 lähtien työmarkkinoilta poistuu vuodesta toiseen vanhasta päästä enemmän väkeä sinne tulee nuoresta päästä. Yli 65-vuotiaiden osuus väestöstä nousee 2030 mennessä 16 prosentista 26 prosenttiin, vaikka vuotuisiksi nettomaahanmuutoksi oletettaisiin 10 000 henkeä. Samaan aikaan tuottavuuskasvua vaikeuttaa, että tärkeimmät yrityksemme jo ovat globaalissa *avantgardessa* ja ladunavaajan vauhti poikkeuksetta hidastuu. Mahdollisuus hyvinvointijärjestelmien säilyttämiseen on talouden rakenteellisessa uudistumisessa. Toisaalta tarvitaan vuosi vuoden perään parantuvaa tuottavuutta. Toisaalta riittävä tulonmuodostus ja työllisyys edellyttävät laajenevaa palvelusektoria ja työvoimaan täydennystä maamme rajojen ulkopuolelta. Pääkaupunkiseudun asuntopula on sille yksi este.

Kuvio 60

FIN: BKTn volyymi, vuosimuutos, %



Taulukko 5 Ennustevertailu: Suomen BKT-kasvu, %

	Aktia "Uusi" 20.4.	Aktia "Edellinen" 14.1.	Suomen Pankki 19.3.	PTT 18.3.	VM 30.3.
2006	4.9 %				
2007	4.2 %				
2008	1.0 %				
2009	-7.8 %	-7.5 %			
2010e	1.2 %	2.0 %	1.6 %	3.2 %	1.1 %
2011e	2.3 %	2.0 %	1.8 %	2.5 %	2.1 %

Taulukko 6 Ennustevertailu: Suomen kuluttajahintainflaatio, %

	Aktia "Uusi" 20.4.	Aktia "Edellinen" 14.1.	Suomen Pankki 19.3.	PTT 18.3.	VM 30.3.
2006	1.5 %				
2007	2.5 %				
2008	4.0 %				
2009	0.0 %	0.3 %			
2010e	1.1 %	1.5 %	0.5 %	0.7 %	1.5 %
2011e	1.6 %	1.7 %	1.7 %	1.5 %	2.5 %

Taulukko 7 Ennustevertailu: Suomen työttömyysaste, %

	Aktia "Uusi" 20.4.	Aktia "Edellinen" 14.1.	Suomen Pankki 19.3.	PTT 18.3.	VM 30.3.
2006	7.7 %				
2007	6.9 %				
2008	6.4 %				
2009	8.2 %	8.4 %			
2010e	9.7 %	10.0 %	9.1 %	9.0 %	10.2 %
2011e	9.3 %	9.5 %	9.1 %	8.5 %	9.6 %

Taulukko 8 Suomen kokonaistuotannon määrä ja sen komponentit, muutos edellisestä vuodesta, %.

	mrd eur 2009	2008	2009	2010e	2011e
Bruttokansantuote	171	1.2	-7.8	1.2	2.3
Tuonti	57	6.6	-22.3	4.0	5.5
Vienti	62	6.5	-24.3	5.5	6.5
Kulutus	137	2.0	-1.3	1.2	1.4
- yksityinen	94	1.7	-2.1	1.5	1.9
- julkinen	43	2.7	0.7	0.5	0.0
Kiinteät investoinnit	34	-0.2	-13.4	-2.0	4.0

Kuvioiden lähde ellei toisin mainita: Reuters EcoWin

Taulukko 9

Eräiden maiden ja talousalueiden

- 1) osuudet maapallon kokonaistuotannosta käyvin valuuttakurssein 2008 (USD) ja ostovoimapariteettipainoin 2008 (PPP) sekä
 2) niiden osuudet maailman väestöstä, %, ja
 3) elintaso (= BKT/capita ~ tuottavuustaso) suhteessa Yhdysvaltoihin sekä USD- että PPP-painoin (USA = 100)

	Osuus maailman BKT:stä		Osuus väestöstä	BKT/capita, USA=100	
	USD	PPP		USD	PPP
USA	23,4	20,6	4,6	100	100
Euroalue	22,4	15,7	4,9	90	70
siitä Saksa	6,0	4,2	1,2	98	78
Ranska	4,7	3,1	0,9	103	77
Italia	3,8	2,6	0,9	83	65
Espanja	2,7	2,0	0,7	76	64
Japani	8,1	6,3	1,9	84	74
Kehittyvä Aasia yhteensä	11,8	21,0	52,6	4	9
siitä Kiina	7,1	11,4	19,9	7	13
Intia	2,0	4,8	17,8	2	6
Venäjä	2,7	3,3	2,1	25	35
Latinalainen Amerikka	7,0	8,6	8,4	16	23
Afrikka	1,6	3,1	13,0	2	5

Lähteet:

IMF: World Economic Outlook, October 2009

World Development Indicators database, World Bank October 7 2009

