

Taloudellinen katsaus

Toukokuu 2011

Kansainvälisen talouden kehitys ja Suomen kasvunäkymät 2011–12	1
Ennusteilmapiirin muutokset	2
Tärkeimmät erot konsensusennusteisiin	2
Keskeiset epävarmuudet ja uhkat	4
USA: "Trends that can't continue, won't"	7
Kiina: Kasvu kontrollissa!	15
Intia: Elefantti ravaa!	20
Japani: Maanjäristys, tsunami, ydinkatastrofi	21
Venäjä: Öljyn siivittämässä nousussa!	24
Euroalue: Elpyminen etenee!	26
Korot: Rahapolitiikan totuuden hetki!!	36
Valuutat: ???Kysymysmerkkejä kasapäin???	46
Suomi: Nousu jatkuu, mutta kuoppa on syvä!	49
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.....	60
Taulukko 9 Maiden ja talousalueiden osuudet maapallon kokonaistuotannosta ja väestöstä, %, sekä tuottavuustaso suhteessa Yhdysvaltoihin.....	61

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 2011 - 12

Kansainvälinen kehitys

- **Maailmantalous kasvoi 5.0 % 2010. Kasvu hidastuu 4.7 prosenttiin 2011 ja 4.4 prosenttiin 2012.** Japanin maanjäristyksen, tsunamin ja ydinkatastrofin yhteisvaikutus maailmantalouden kasvuun jää vähäiseksi. Sama koskee arabimaiden kansannousuja.
- **Inflaatio on noussut globaaliksi ongelmaksi.** Taustalla on keskeisten keskuspankkien samanaikaisesti harjoittama **hyperkevyt rahapolitiikka, joka on luonut tilan kuplakahitykselle raaka-aine-, valuutta- ja korkomarkkinoilla.** Kehittyvissä maissa, joissa rahapolitiikka on reagoinut nopeasti, inflaatiopiikki saattaa jäädä ohimeneväksi varsinkin, jos ruoan viimeaikainen halpeneminen jatkuu.
- **Yhdysvalloissa vakava taantuma päättyi hurjapäisen elvytyksen ansiosta kesäkuuhun 2009 ja BKT 2010 kasvoi 2.8 %. Vuonna 2011 kasvu on 2.5 %, josta se hidastuu 2.3 prosenttiin 2012.** Rahapoliittisen hyperelvytyksen purkaminen ajoissa olisi ollut välttämätöntä, jotta inflaation pysyvä kiihtyminen vältettäisiin ja uusien kuplien kasvu estyisi. **Kun ohjauksen nousukäännöksi nähdään vasta syksyn lopulla, inflaatio ei painu takaisin keskuspankin tavoitetasolle eli 2 prosentin tuntumaan. Hinnat nousevat 3.3 % 2011 ja 3.1 % 2012. Inflaatio pysyy yli 3 prosentin tasolla ennustejakson jälkeenkin. Julkisen talouden velkaantumisen ei ole pitimmässä juoksussa kestävä. Siihen liittyvä akuutti kriisi heijastuisi talous- ja rahamarkkinakehitykseen maailman mitassa.**
- Kiinan BKT lisääntyi 10.3 % vuonna 2010. Kasvu on 9.5 % vuonna 2011 ja 8.5 % vuonna 2012.
- **Eurotalous irtosi taantumasta kesällä 2009. Euro-BKT lisääntyi 1.8 % 2010. Kasvu 2011 on 2.0 %. Se hidastuu 1.8 prosenttiin vuonna 2012. Inflaatio on 2.7 % 2011 ja 2.2 % 2012.**
- Eurovaltioiden velkaantumiseen liittyvät epävarmuudet nousivat uudelleen pintaan Portugalissa. Vaikka dominoefekti on pysähtymässä Espanjan porteille, velkakriisien aiheuttamat markkinareaktiot ovat merkittävä kasvuriski jatkossakin. Euroopan keskuspankki **EKP jatkaa ohjauksen korotuksia siten, että 2011 lopussa ohjauksen korko on 1.75 % ja 2012 lopussa 2.75 %.**
- Euroalueen rahapolitiikan kiristyminen on ehdollinen sille, että talouden nousu jatkuu ja valtiollisten velkakriisien leviäminen pysähtyy. **Jos merkit eurooppalaisen rahoitussektorin kriisiytymisestä leviävät ja täysimittainen talouskriisi iskee Espanjaan, rahapolitiikan normalisoituminen keskeytyy. Jos Kreikan velkoja järjestellään uudelleen, se tapahtuu aikaisintaan 2012. Järjestelyn ennakkoehto on, että dominoefektin riski on kaventunut. Ennustejaksolla toteutuvan täysimittaisen eurooppalaisen talous- ja pankkikriisin todennäköisyys on supistunut viime aikoina selvästi. Arvioimme tällä hetkellä sen todennäköisyydeksi 20 %.**
- Kansainvälinen taantuma on takana, mutta aktiiviteetin taso pysyy vaisuna monissa maissa. **Finanssi- ja rahapolitiikan edessä oleva, väistämätön kiristyminen ja valtionvelan kasvu rajoittavat kehittyneiden maiden talouskasvua.** Se jää totuttua hitaammaksi vuosikymmenen jälkipuoliskolle asti.

Suomen talous

- Suomen talouden elpyminen alkoi syksyllä 2009. Vuonna 2010 BKT lisääntyi 3.1 %. **Kasvu 2011 on 3.8 % ja 2012 2.4 %. Kokonaistuotannon trendikasvu vakiintuu ensi vuoden aikana lähemmäs 2 prosentin tasoa. Suomen BKT tavoittaa kevään 2008 huipputasoa vasta 2012 lopussa.**
- Vaikka Suomen talouskasvu hidastuu, se jatkuu euroalueen keskikasvua vahvempana. Kasvuetua antaa mm. finanssipolitiikan pienempi kiristystarve, vientimme Aasia-painotteisuus ja pankkisektorimme parempi kunto ja luotonantokyky. Kasvuetua kaventaa 10 vuotta jatkunut tärkeimpiä kilpailijamaita nopeampi palkkojen nousu, joka on rapauttanut hintakilpailukykyämme varsinkin Saksaan nähden. Heikentynyt kilpailukyky rasittaa viennin kasvumahdollisuuksia ennustejakson jälkeenkin.
- Työttömyyskehitys on ollut paljon suotuisampaa kuin tuotantolukujen perusteella olisi voinut odottaa. **Työttömyysaste, joka oli 8.3 % 2010, alenee 7.7 prosenttiin 2011 ja edelleen 7.2 prosenttiin 2012. Inflaatio, joka oli 1.2 % vuonna 2010, on 3.4 % vuonna 2011 ja 2.7 % vuonna 2012.**

Tämä Aktian ennuste on laadittu 26.5.2011 käytössä olleen informaation perusteella.

Ennusteilmapiirin muutokset

Kun tammikuun ennustetta kirjoitettiin, kuuma kysymys koski Euroopan valtioiden velkakriisin etenemistä ja Yhdysvalloissa loppusyksyllä toteutetun lisäelvytyksen vaikutusta pitemmän ajan inflaatoriskeihin. Keväällä ennustajien työpöydille tuli arabimaiden yhteiskunnallinen uudistusmyrsky ja vähän myöhemmin Japanin luonnoskatastrofi ydinvoimalaonnettomuuksilla ryyditettynä. Näiden tapahtumien vaikutus globaaliin kasvuun on jäämässä vähäiseksi. Nyt näyttää siltä, että eurooppalainen kriisikehitys saadaan pysäytettyä Portugaliin. Euroopan keskuspankin koronnosto huhtikuun alussa kertoo EKP:n vahvasta luottamuksesta talouden kasvuvoimaan.

- USAssa huoli valtion velkakehityksestä ja inflaation kiihtymisestä on lisääntynyt kuukausi kuukaudelta.
- Syksyllä pelättiin Kiinan ylikuumenemistä, nyt alijäähtymistä, kun keskuspankki kiristää rahapolitiikkaa kiihtyneen inflaation suitsimiseksi.
- Kreikan velkojen uudelleenjärjestelyä koskeva spekulatio on lisääntynyt. Toisaalta markkinoilla on vahvistunut odotus, että valtiollisten velkakriisin ketju katkeaa Portugaliin. Euroalueen vakaiden maiden ja erityisesti Saksan kasvu on ylittänyt odotukset.
- EKP on aloittanut koronnostojen sarjan. Inflaation kiihtyminen on lisännyt keskustelua FEDin ensimmäisen koronnoston ajankohdasta. Yhä useammat odottavat sen tapahtuvan jo syksyn aikana.
- Eri valtioiden eritahtinen velkaantuminen, jonka lopullisia saldoja on vielä vaikea arvioida, tekee valuuttakursseihin kohdistuvien paineiden ennakoimisen poikkeuksellisen hankalaksi.
- Rahapolitiikka pysyy korkojen noustessakin pitkään keveänä. Se kasvattaa huolta raaka-aineiden hintakuplan kasvusta (kuvio 1), joka on jo luonut inflaatio-ongelman sekä kehittyneisiin että köyhiin maihin.
- Suomessa julkisen talouden kestävyys ja vientimme hidas elpyminen on saanut kasvavaa huomiota.

Tärkeimmät erot konsensusennusteisiin

- Arvioimme USAn kasvun hieman konsensusennusteita hitaammaksi ja inflaation nopeammaksi.
- Euroalueen talouskasvun arvioimme hieman konsensusennusteita vahvemiksi. Olemme markkinoita optimisempia, kun ennakoidaan euroalueen velkakriisin kestoa ja sen kasvuvaiikutuksia.
- Odotamme EKP:n jatkavan koronnostoja 2013 kevääseen. FEDin ennustamme kääntävän ohjaukorkonsa nousuun jonkin verran vallitsevaa markkinaodotusta aikaisemmin.
- Pidämme pitkien korkojen merkittävän nousun riskiä vallitsevia markkinanäkemyksiä suurempina.
- Suomen talouskasvu jää 2012 alkaen matalammaksi kuin yleisesti arvioidaan.

Kuvio 1

Öljyn ja raaka-aineiden dollarihinnot

5 päivän liukuva keskiarvo, viimeinen havainto 25.5.



Taulukko 1 Kansainvälisen talouden ennuste ostovoimapariteettipainoin: BKT:n kasvu, %

	Osuus 2010, %	2008	2009	2010	2011e	2012e
Maailma	100.0	3.0	-1.3	5.0	4.7	4.4
Euroalue	14.6	0.7	-4.0	1.8	2.0	1.8
Saksa	4.0	1.0	-5.0	3.6	3.3	2.2
Ranska	2.9	0.7	-2.2	1.5	2.0	1.9
USA	19.7	0.0	-2.4	2.8	2.5	2.3
Japani	5.8	-0.7	-5.2	3.2	-0.4	2.0
Kiina	13.6	9.6	9.1	10.3	9.5	8.8
Intia	5.4	7.4	6.7	8.8	9.0	8.6
Venäjä	3.0	7.0	-8.0	4.0	4.5	4.3

Taulukko 2 Kansainvälisen talouden ennuste: Kuluttajahintainflaatio, %

	Osuus 2010, %	2008	2009	2010	2011e	2012e
Euroalue	14.6	3.3	0.3	1.6	2.7	2.2
USA	19.7	3.8	-0.3	1.6	3.3	3.1
Japani	5.8	1.4	-1.4	-0.8	0.3	0.3

Taulukko 3 Aktian ennusteet: Korot ja valuuttakurssit

	31.12.2009	31.12.2010	25.5.2011	31.12.2011e	30.6.2012e	31.12.2012e
Euroalue						
EKP:n ohjauuskorko	1.00	1.00	1.25	1.75	2.25	2.75
3 kk. euribor	0.70	1.01	1.44	2.00	2.50	3.00
10 v. korko:						
Ger (= benchmark)	3.40	2.96	3.03	3.50	3.75	4.10
USA						
Ohjauuskorko	0.0-0.25	0.0-0.25	0.0-0.25	0.50	1.25	2.50
3 kk. libor	0.25	0.30	0.25	0.75	1.50	2.75
10 v. korko	3.84	3.29	3.11	4.00	4.25	4.60
Japani						
Ohjauuskorko	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
3 kk. tibor	0.46	0.34	0.34	0.35	0.35	0.45
10 v. korko	1.33	1.12	1.13	1.30	1.40	1.50
Valuuttakurssit						
EUR/USD	1.43	1.34	1.41	1.35	1.30	1.25
EUR/YEN	133	109	115	115	117	118
USD/YEN	92	81	82	85	90	95

Taulukko 4 Aktian ennuste: Suomen keskeiset ennusteluvut, %

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
BKT:n kasvu	4.2	1.0	-8.0	3.1	3.8	2.4
KHI-inflaatio	2.5	4.0	0.0	1.1	3.3	2.6
Työttömyysaste	6.9	6.4	8.2	8.3	7.7	7.2

Keskeiset epävarmuudet ja uhkat

Maailmantalouden kasvu hidastuu vain vähän 2011-12, sillä kehittyvien maiden vahva veto kompensoi kehittyneiden maiden vaisua aktiviteettia. Uhkaskenaariossa elpyminen katkeaa uusiin rahoitusmarkkinahäiriöihin, raaka-aineiden kallistumiseen tai elvytyksen liian aggressiiviseen purkamiseen.

Suuri riski liittyy velkamaiden kriisiketjun etenemiseen. Leviääkö kriisi yleiseurooppalaiseksi? Joutuuko USAn liittovaltion velkatrendi tulilinjalle? Vahvistuuko yksityinen kulutus vai rapauttaako korkea työttömyys kotitalouksien luottamuksen? Investoivatko yritykset? Onnistuuko talouspolitiikan *exit*? Kestävätkö asuntomarkkinat lainakorkojen kohoamisen? Paljonko inflaatio kiihtyy? Paljonko pitkät korot nousevat?

Mitä tapahtuu, jos FEDin *exit* viivästyy ennustetusta ja USAn inflaatio nousee kohti 4 prosentin tasoa 2012-14. USAn julkisen talouden velkaantuminen saattaa jo ennustejakson aikana ajaa maan velkakriisiin. Jos niin kävisi, se vaikuttaisi ravistavasti koko maailmantalouteen.

Kiina-riskit liittyvät inflaation pysyvämpään kiihtymiseen. Jos talouspolitiikkaa kiristetään liian kovalta kädellä, kasvu voi hidastua liikaa. Silloin Kiinan tuonti vähenisi ja se heijastuisi laajasti paitsi Aasiaan myös raaka-ainetuottajiin Afrikassa ja Etelä-Amerikassa. Eikä Kiina ole vähämerkityksellinen markkina myöskään Euroopalle ja Yhdysvalloille. Tällä hetkellä pidämme Kiina-riskejä vähäisinä. Pitkässä juoksussa ympäristöongelmat ja yhteiskunnallisen vakauden vaarantuminen ovat Kiinan menestystarinan merkittävimmät uhkat.

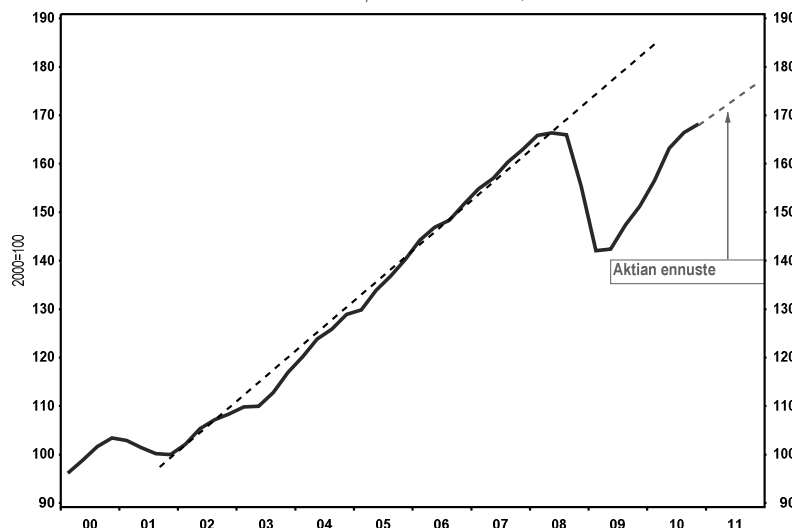
Euroopan suurimmat lyhyen välin riskit liittyvät velkakriisin etenemiseen. Suomen kotoperäinen kysyntäepävarmuus 2011-12 ei ole kovin suuri työttömyyden alenemisen ansiosta, mutta vientiä rasittaa kilpailukyvyyn rapautuminen, joka johtuu suomalaisten palkkojen noususta 2000-10. Kun sähkötekninen teollisuus on kypsytynyt matalan kasvun sektoriksi ja väestö ikääntyy, 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?

Globaalitalouden suurimmat lyhyen aikavälin riskit liittyvät rahoitussektorin vakauteen ja maailmankaupan tasapainottomuuksien ruokkimiin valuuttakurssijännitteisiin. Pitkän aikavälin suurin uhka liittyy ilmastonmuutokseen ja kasvihuonekaasujen hillitsemiseen. Toinen -- paitsi kaikkia kehittyneitä myös monia kehittyviä maita (mm. Venäjä, Kiina) koskettava -- megahaaste liittyy väestön ikääntymiseen ja siihen sopeutumiseen.

Kuvio 2

Maailmankaupan arvo

2000=100, viimeinen havainto Q4



Ilmastonmuutos ja maailmantalous

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

Vuosikymmenten eipäs-juupas-väittelyn jälkeen politiikantekijöiden suhtautuminen ilmastonmuutokseen muuttui nopeasti muutama vuosi sitten. Tärkeä katalysaattori oli syksyllä 2006 julkaistu Englannin hallituksen tilaama, riippumaton "Sternin raportti", joka raportoi todennäköisyysperustaiset hintalaput ilmastonmuutoksen 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.

Maailman päättäjät ovat yksimielisiä siitä, että ilmastonmuutos on totta, vaarallista ja ihmisen aiheuttamaa. Ilmastonmuutos johtuu sadan vuoden aikana ilmakehään kumuloituneesta hiilidioksidista ja muista kasvihuonekaasupäästöistä. Siitä, että seuraukset ovat vakavat, on tieteellinen varmuus. Ilmastonmuutos 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 OECDn 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 keskikasvun hidastumista 0,13 prosentilla ei kukaan huomaa jokapäiväisessä elämässään. Siksi ilmastomuutoksen estämisestä koituva kustannus on vaikea tulkita suureksi. On myös huomattava, että OECDn 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 nykyinen 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 lisää 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 -- paransivat.

Kansainvälistä yhteistoimintaa tarvitaan, sillä ilmastonmuutos on globaali ongelma. Maailman kasvihuonepäästöt ovat kaksinkertaistuneet 70-luvun alun jälkeen. Nykyinen 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 syyllisiä. 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 vaativa, 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
vähentämisen ja metsien rappeutumisen päästöosuus on 17 % eli suurempi kuin koko liikennesektorin.

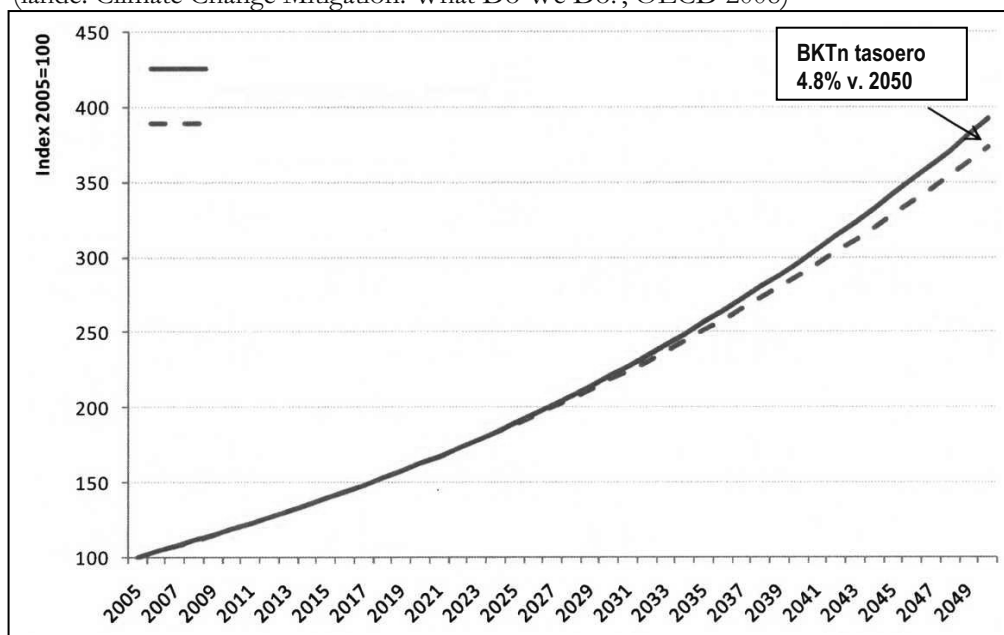
Ilmastonmuutosta hillitään sekä vähentämällä kokonaistuotannon energjaintensiivisyyttä että vähentä-
mällä käytettävän energian hiilipitoisuutta. OECD ehdottaa politiikkaohjelmaa, joka yhdenmukaistaa
päästövähennyksen kustannuksen eri päästölähteiden välillä kunakin tietynä hetkenä. Implisiittinen hinta
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. Kööpenhaminan kokouksen epäonnistumi-
nen lisäsi teknologiainvestointeihin liittyviä huolia, mutta Cancunissa optimismi on varovasti vahvistu-
nut. 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: "Trends that can't continue, won't"

Otsikon toteamusta siteerataan USAssa yhä useammin. Se kertoo, että matalien korkojen, matalan inflaation ja nyt vallitsevan dollarikurssin yhdistelmä ei ole kestävä, jos liittovaltion velka kasvaa odotetulla uralla (kuvio 4). Menojen kontrolloimaton kasvu johtaa yhdistelmään, jonka osasia ovat nopeampi inflaatio, korkeamat korot, heikompi dollari, hitaampi talouskasvu ja USAn elintason *subteellinen* heikkeneminen.

Suuri Lama vältettiin lainaamalla kasvua tulevaisuudesta. Kun kumuloitunutta velkaa on pakko sulattaa ja elvytys vetää pois, paluu ennen kriisiä koettuun trendikasvuun on toiveajattelua.

Kasvu tökkii, vaikka sekä raha- että finanssipoliitiikan elvytystä on lisätty. Pitemmässä juoksussa liittovaltion velkaantuminen rasittaa talouskasvua sekä budjettivajeen kaventamisen kautta että velanhoitomenojen kasvun kautta. Erityisen riskin muodostaa se, että velkakehitys alkaa ruokkia velanhoitokykyä koskevaa epäluottamusta. Silloin olisi edessä pitkien lainakorkojen nousu, joka tuskin rajoittuisi vain Yhdysvaltoihin vaan heijastuisi kaikkialle maailmaan.

Keskeisten keskuspankkien superkeveä rahapolitiikka on ruokkinut energian, ruoan ja muiden raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen nousua. Näin kehittyneet maat ovat olleet luomassa inflaatio-ongelmaa, joka kohdistuu niin Yhdysvaltoihin, Saksaan, Suomeen kuin myös Kiinaan, Intiaan jne. Mitä kauemmin keskuspankki FED jatkaa nykyistä politiikkaansa, sitä varmemmin maailman ekonomistit sanovat *Bernanken* ajan koroista saman kuin he sanovat *Greenspanin* viimeisten vuosien koroista: "*too low, too long*" (kuvio 5). Näyttää yhä todennäköisemmältä, että inflaatio pysyy USAssa yli 3 prosentin tasolla 2011-14.

Miten tähän on tultu?

USAn taantuma alkoi joulukuussa 2007. Syksyllä 2008 investointipankki *Lehman Brothers*'in konkurssi johti finanssikriisin globaaliin kärjistymiseen. Päätäjät eivät osanneet arvioida Lehmanille johdannaisen kautta muodostuneen vastapuolijoukon laajuutta. Investointipankkinahan *Lehman Brothers* oli ollut jokseenkin kaiken raportointivelvoituksen ja valvonnan ulkopuolella.

*Lehman Brothers*in konkurssista käynnistyi *The Great Panic*, globalisoituneen raha- ja reaali-

Taloudellinen katsaus: Toukokuu 2011

den ensimmäinen globaali kriisi. Kun heikkous levisi kaikille mantereille samaan aikaan, negatiiviset kerrannaisvaikutukset olivat ainutkertaiset. Kun pankkien ulkoinen rahoitus kallistui, kaikki luottoehdot kiristyivät ja eniten ne kiristyivät ulkomaankaupassa. Sitä ei estänyt edes hallitusten *de facto* lupaus lokakuussa 2008, että yhtään merkittävää pankkia ei päästetä kaatumaan missään kehittyneessä maassa.

Maailmankauppa supistui rajusti (kuvio 2). Se oli ulkomaankaupan rahoituksen kiristymisestä ja yritysjohtajien paniikista johtuva ylilyönti, jonka korjausliike alkoi keväällä 2009. Silloin alkoi myös maailmantalouden elpyminen.

Ennusmerkit 30-luvun laman globaalille toisinnolle nähtiin syksyllä 2008. Se vältettiin talouspolitiikan globaalin, ennen näkemättömän voimakkaan ja nopean reaktion ansiosta. USAssa taantuma päättyi kesäkuussa 2009.

Talouspolitiikka pahensi 30-luvun lamaa. Nyt asemoi oli päinvastainen. FED ei ole koskaan ollut yhtä aggressiivinen kuin finanssikriisin aikana. Alan Blinderin ja Mark Zandin tutkimuksen mukaan USAn BKT olisi ilman politiikkareaktiota supistunut 12 %, kun toteutunut pudotus oli 4 %. Työttömyyshiippu olisi noussut 16.5 prosenttiin, kun toteutuma on 10 %.

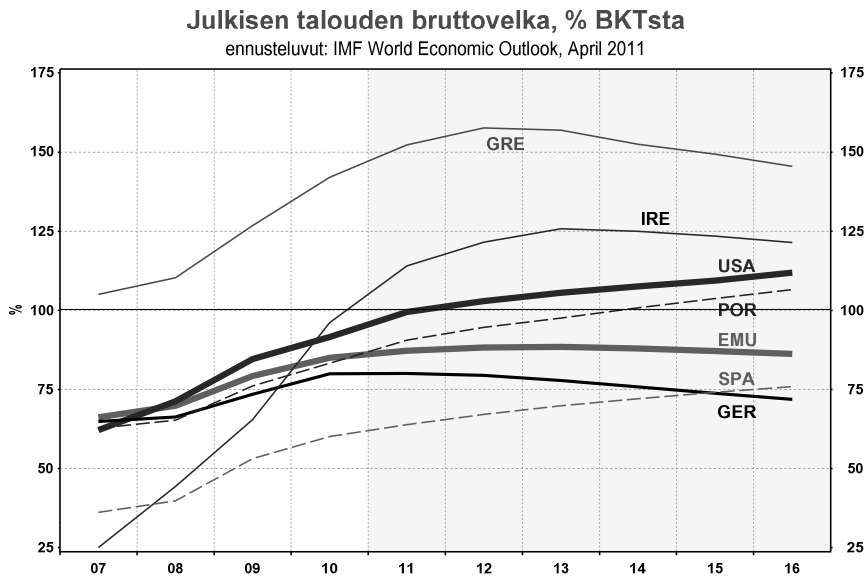
Aika näyttää mitä tapahtuneesta opitaan. Onko finanssimarkkinoiden globalisoituminen pysyvästi lisännyt globaalien finanssikriisien todennäköisyyttä? On vaikea uskoa, että lisääntyvä sääntely voisi estää uusien kuplien syntymisen. Mitä enemmän sääntelyyn uskotaan, sitä todennäköisemmin riskit aliarvioidaan ja kuplien todennäköisyys kasvaa. Riskien tiedostaminen ja niihin varautuminen on ainoa vastalääke finanssikuplien kehittymiselle.

Finanssikriisin taustaa

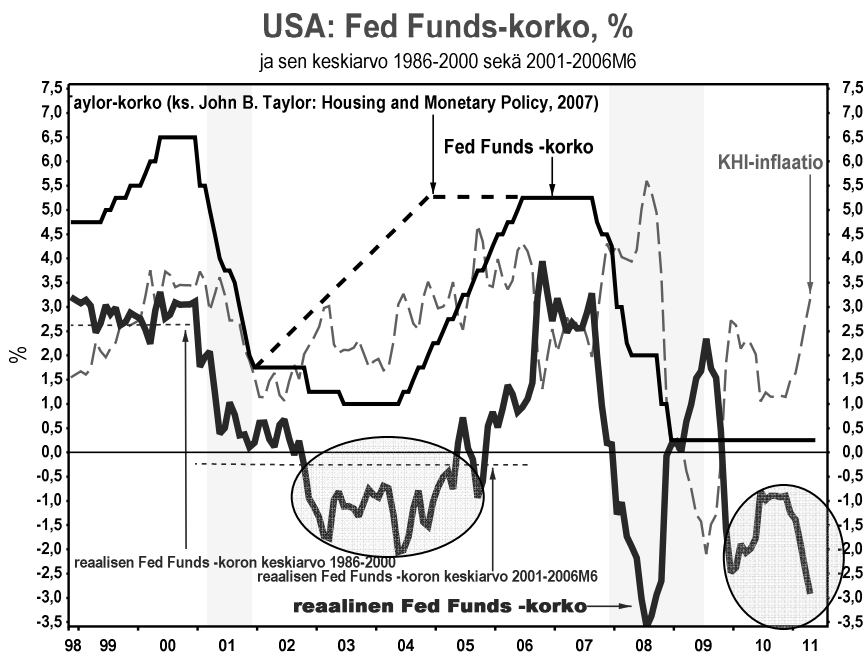
Nousukausi 1991-2000 oli pisin USAn tilastoidussa historiassa. Sen aikana kasvava osa kotimaisesta kysynnästä purkautui tuontiin ja vaihtotase heikkeni vauhdilla (kuvio 6). Keveä rahapolitiikka tuki kuluttajien velkaantumista ja antoi kasvualustan it-pörssikuplalle, joka puhkesi 2000.

Taantumavuonna 2001 FED pudotti ohjauksen 6.5 prosentista 1.75 prosenttiin. Kuviossa 5 paksu musta katkoviiva on John B. Taylorin arvio opti-

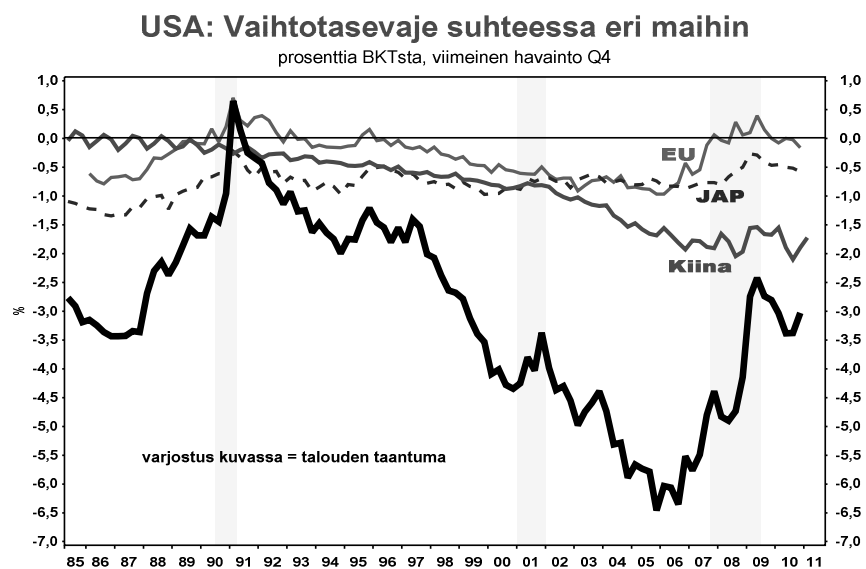
Kuvio 4



Kuvio 5



Kuvio 6



maailisen ohjauksen tasosta. Ero toteutuneeseen ohjaukseen oli suurimmillaan 4 %-yksikköä 2004. Stimulanssista kertoo myös budjettitasaamisen heikkeneminen 6½ prosentilla BKT:stä 2001-03 (kuvio 11). Samalla asuntomarkkinakuplaa ruokki *subprime* -lainakulttuurin laajeneminen.

Finanssikriisin taustalla oli pitkä sarja talouspolitiikan virheitä: 1) Greenspanin FEDin ylikeveä rahapolitiikka; korot olivat "too low, too long", 2) hallituksen tuki *subprime*-markkinalle, 3) keho rahoitusvalvonta, 4) luottoluokituslaitosten toiminta ja 5) huonot pankkikäytännöt (bad banking), joihin kuuluvat ylettömään riskinottoon kannustaneet palkitsemisjärjestelmät. Myrkkyykän kuorrutti Kiinasta ja muista ylijäämämaista virrannut, pysäköintipaikkaa etsinyt raha.

Laajassa kuvassa politiikan päättäjien 10-15 vuoden aikana tekemät päätökset ovat jokaisen yllä mainitun finanssikriisin osatekijän taustalla. Kyse on (talous)politiikan virheiden kohtalokkaasta kumuloidumisesta. Yksittäiset virheet eivät olisi suistaneet juna raiteiltaan, mutta yhdessä ne ajoivat maailmantalouden jyrkänteeltä alas.

Asuntomarkkinakupla

Aktian Taloudellinen katsaus nimesi toukokuussa 2006 asuntomarkkinakuplan suurimmaksi USA:n talouskasvun uhkaksi. Kupla puhkesi 2007-2008. Maksuhäiriöt ja pakkolunastukset lisäsivät myymättömiä asuntoja ja luottomarkkinoiden kireys syvensi sekä velallisten että rakentajien ahdinkoa.

Asuntosektoriin kohdentui 2000-luvun alkuvuosina niin suuri osuus kansantalouden kokonaisresursseista, että sen romahdus höyläsi taloudesta ja työllisyydestä ison siivun. Kun asuntohinnat laskivat, yhä useamman asunnon arvo painui asuntolainaa pienemmäksi. Loukusta pääsi pistämällä avaimet "kilisevään kirjekuoreen". Pudottamalla se pankin postiluukkuun meni asunto, mutta katosi myös asuntovelka.

Vaikka asuntohintojen lasku on tasaantunut (kuvio 8) ja asuntorakentajien NAHB -luottamusindeksi noussut pohjalukemista, asuntomarkkina ei ole aidosti vahvistunut. Aloitettujen rakennushankkeiden taso on erittäin matala. Pakkolunastusten virta pitää yllä ylitarjontaa, jonka vuoksi asuntohinnat eivät pääse elpymään. Kilisevät kirjekuoretkaan eivät katoa, kun yhden perheen taloista liki 30% on arvoltaan alle asuntolainan. arvoltaan alle lainan. Kun korot nousevat, uudet velalliset joutu-

vat vaikeuksiin. Paras mitä voi toivoa on, että asuntomarkkinan uskottava stabiloituminen etenee.

Kuluttajien luottamus painui 2009 alussa heikommaksi kuin kertaakaan kyselyn historiassa (kuvio 10). Pahin pessimismi jäi taakse, mutta luottamuksen nousua rajoittaa korkea työttömyys, keho luotonsaataavuus ja yleinen epävarmuus.

Taantuma, joka päättyi kesäkuussa 2009, kesti 18 kk ja oli pisin sitten 42 kuukautta kestäneen 30-luvun laman. Vuositasolla BKT kasvoi 2.8 % 2010. Kuluvan vuoden kasvu jää 2.5 prosenttiin elvytystoimista huolimatta ja ensi vuoden alkupuolella se vakiintuu vähän yli 2 prosentin tasolle. Budjettialijäämien supistaminen, velanhoidomenojen kasvu ja rahapolitiikan normalisoiminen rajoittavat kasvua vuosien ajan. Niinpä paluu ennen kriisiä koettuun trendikasvuun on toiveajattelua. Kun talouden elvytysvetoinen kasvupurtti hiipui 2010 aikana, FED ja hallitus reagoivat lisäämällä elvytyspanostusta. Tulevaisuudesta lainattiin vielä lisää.

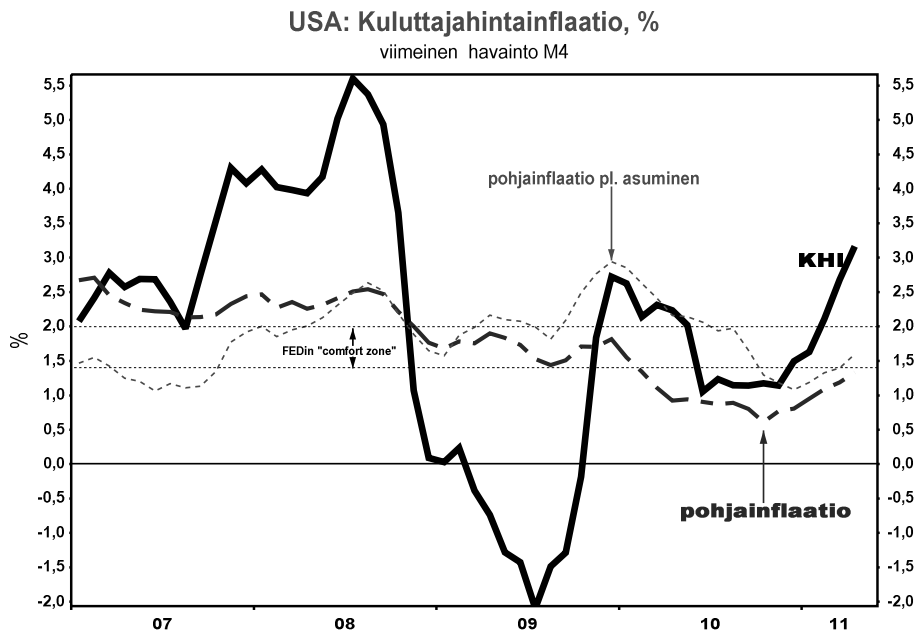
Budjettialijäämä (kuvio 11) 2009 oli 12.7 % ja 2010 10.6% BKT:stä. Alijäämä ei supistu 2011 ja se pysyy suurena myös ennustejakson jälkeen. IMF arvioi, että liittovaltion bruttovelka on 2016 lähes 112 % BKT:stä, kun se vielä 2007 oli 62%. Julkisen velan korkomeno nousee noin 1 prosentista 3½ prosenttiin BKT:stä 2010-luvun aikana.

Kulutus ja kotitalouksien varallisuus

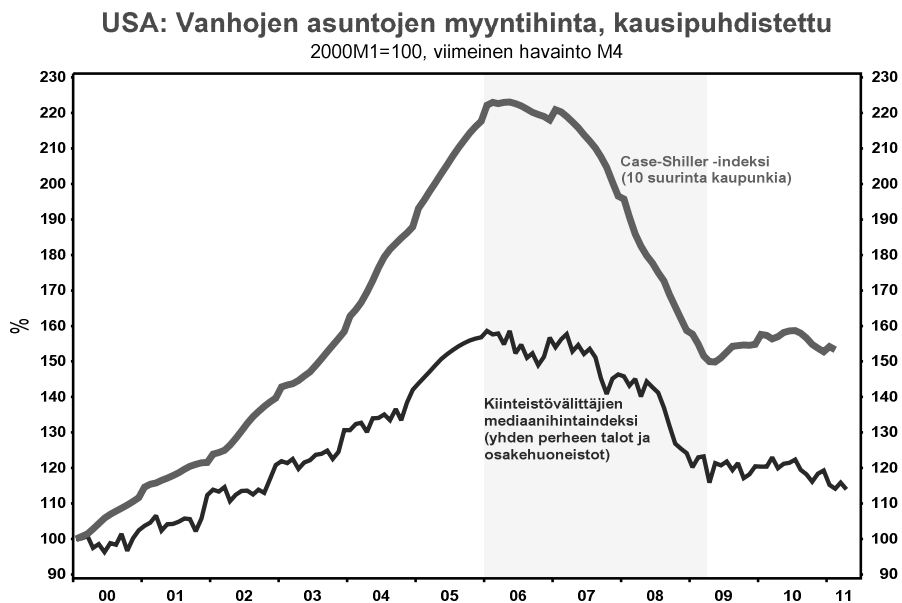
Kulutuksen keskeiset taustatekijät ovat kotitalouksien *tulovirta* ja *varallisuusvaranto*. *Tulovirtaan* liittyvä "on/off" -muuttuja on työllisyys. Työpaikkoja menetettiin taantumana aikana 8½ miljoonaa. Työttömyysaste nousi maaliskuun 2007 4.4 prosentista lakipisteeseensä eli 10.1 prosenttiin syyskuussa 2009 (kuvio 13). Huhtikuussa 2011 se oli 9.0 %. Vaikka talous kasvaa, työllisyys vahvistuu tuskallisen hitaasti ja 8-9 prosentin työttömyysaste rasittaa kuluttajien luottamusta 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 USA:ssa kulutuskysyntään 1-2 vuoden aikana.

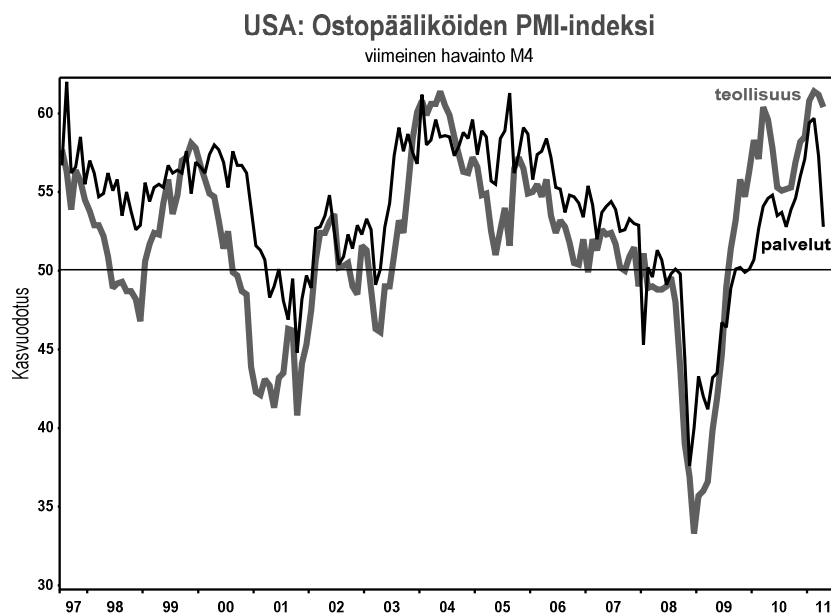
Kuvio 7



Kuvio 8



Kuvio 9



1990-luvun nousukaudella olivat "varallisuusvaikutuksen" polttopisteessä osakekurssit ja 2000-luvulla asuntohinnat. FEDin ex-puheenjohtajan Alan Greenspanin mielestä tulevaisuuden keskuspankkipolitiikan tulee antaa suurempi paino omaisuusarvojen kehitykselle. Tätä koskeva uudelleenarvio tulee olemaan yksi keskuspankkikeskustelun keskeisiä teemoja.

Osakemarkkinakehitys oli syksystä 2008 seuraavaan kevääseen surkea. Käänteeseen nähtiin kuitenkin jo maaliskuussa 2009. Nousu jatkui huhtikuuhun 2010, jolloin sen katkaisi Kreikan kriisi. Kesällä 2010 osakemarkkinoita rasittivat huolet USAn *double-dip*istä ja/tai deflaatiosta. Syksystä lähtien olemme taas saaneet seurata kurssien nousua. 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 noin 15 % plussalla. Siitä syntyy pieni positiivinen varallisuusvaikutus.

Asuntohintojen nopea nousu 2000-05 tuki kulutusta, sillä lähes 70% amerikkalaisista kotitalouksista omistaa asunnon ja asuntojen arvonnousua vastaan nostettiin lisää luottoa, joka käytettiin kulutukseen. Kun asuntohinnat kääntyivät laskuun 2007 (kuvio 8), tämä rahoituskanava sulkeutui.

Työttömyyden noustessa myös kotitalouksien säästäminen kääntyi nousuun. Säästämisaste on noussut 1-2 prosentista 2005-2007 5-6 prosenttiin 2010-11. Kulutuksen kasvu on siis ollut tulokehitystä heikompaa. Se on heikentänyt talouskasvua lyhyellä tähtämellä, mutta pitämällä tähtämellä säästämisasteen nousu on terve ilmiö, joka luo edellytyksiä kulutuksen ja investointien kestäväälle kasvulle tulevaisuudessa.

Ulkomaankaupan epätasapaino

Vuosina 1992-2005 kasvava siivu USAn kotimaisesta kysynnästä purkautui tuontiin. Vaihtotasevaje oli suurimmillaan 6½% BKTsta. Kesästä 2006 kevääseen 2009 vaje supistui. Tasapainottomuuden vastaparina oli ensin EU ja sitten Japani ja lopulta myös Kiinan suuntaan vajeen kasvu näytti pysähtyvän (kuvio 6). Huolestuttavaa on, että vaje kääntyi uuteen nousuun heti,

kun taantuma päättyi Yhdysvalloissa.

Kun ulkomaanvelka lisääntyy, velanhoitomenot kasvavat ja BKT:n kasvuun perustuvasta jakovarasta jää pienempi osa kotimaisten toimijoiden käyttöön. Kotitalouksien mahdollisuus kuluttaa ja/tai yritysten mahdollisuus investoida heikkenee. Yleisesti ottaen ulkomaanvelan kumuloituminen siis kaventaa velkamaan kasvumahdollisuuksia. Toisaalta USAn asema poikkeaa muista. Kun ulkomaanvelka ja velanhoitokulut määritellään sen omassa valuutassa, dollarin heikkeneminen pienentää velkaa muissa valuutoissa. Lainanantaja menettää omassa valuutassaan osan antamastaan lainasummasta, vaikka laina dollarimääräisenä ei muutu. Lisäksi dollarin heikkeneminen parantaa amerikkalaisten yritysten kilpailukykyä lainoittajamaiden yrityksiin nähden.

Vaihtotasevaje on seuraus makrotalouden jännitteistä ja riittämättömästä kansallisesta säästämisestä. USAn vaihtotasevaje on nyt 3 % BKTsta. Kun USAn osuus maailman BKTsta on yli 20% (taulukko 9, s. 61), vaihtotasevajeen rahoittamisen edellyttämä jatkuva *nettopääomavirta* Yhdysvaltoihin on liki 3/4 % maailman BKTsta. Kun ulkomaista pääomaa pitää virrata maahan yli miljardi dollaria nettomääräisesti jokaisena työpäivänä vuoden ympäri, USA lainaa ison osan koko muun maailman yhteenlasketuista nettosäästöistä.

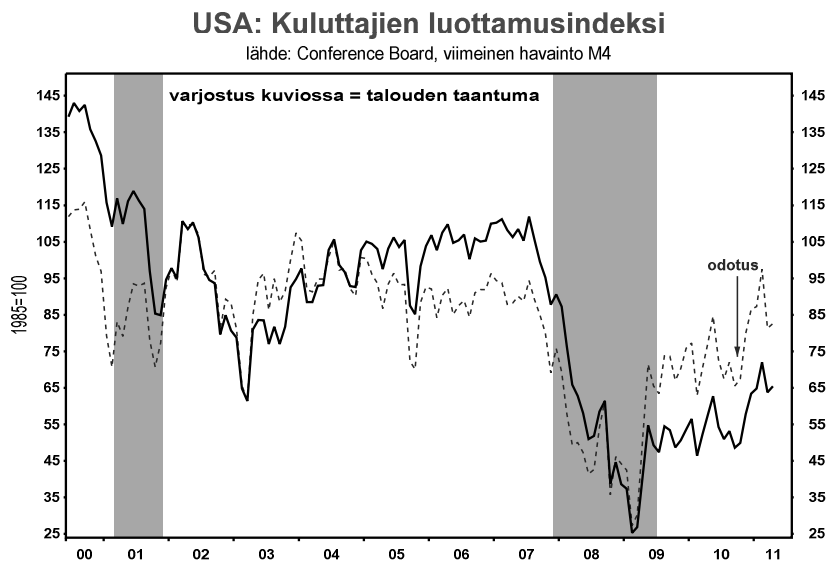
USAn velkaantumisen keskeisiä rahoittajia ovat Kiinan, Japanin, Korean, Indonesian ja Taiwanin keskuspankit. Kiina ja Japani kilpailevat asemasta USAn valtionvelkakirjojen suurimpana yksittäisenä omistajana.

Heikkenevän dollarin tukemana USAn vienti alkoi vahvistua kesällä 2009. Se on saavuttanut kriisiä edeltäneen tason, kun taas tuonti on edelleen liki 10 % alle kesän 2008 huipun. Teollisuustuotanto on 10 % pienempi kuin taantuman alkaessa.

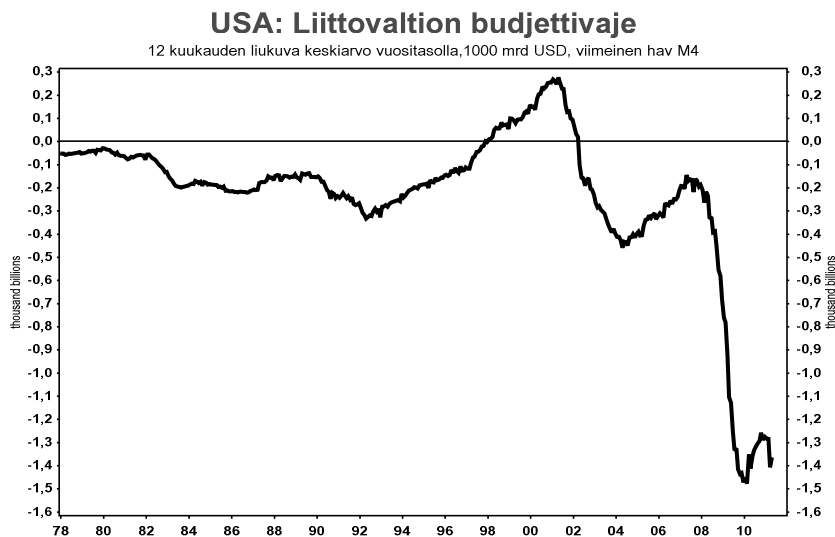
Maailmankaupan tasapainottomuudet ovat jättimäisiä ja niihin liittyy merkittäviä valuutta- ja korkoriskejä. Maailmantalouden kannalta olisi suotuisaa, että USAn vaihtotasevaje tasapainottuisi ja se tapahtuisi ilman dramatiikkaa.

Kiinaan kohdistuvat protektionistiset toimet tuskin parantaisivat ulkomaankaupan tasapainoa, sillä USAssa ei enää juurikaan ole kiinalaisuutonnin kanssa kilpailevaa tuotantoa. Protektionismi vain siirtäisi tuontia Kiinasta muihin kehittyviin maihin. Ja miten reagoisi keskusjohtoinen Kiina? Jos se suuntaisi sijoitusvirtansa uudelleen,

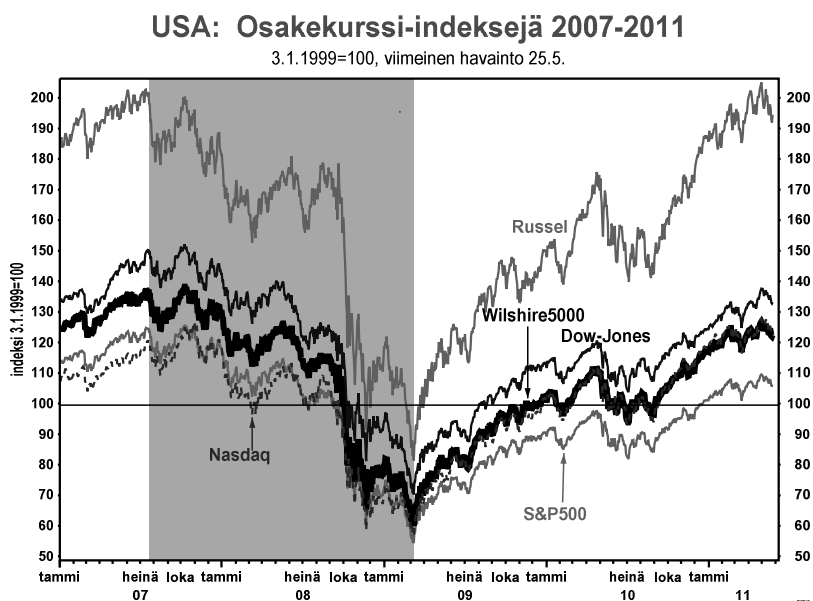
Kuvio 10



Kuvio 11



Kuvio 12



riski dollarin romahduksesta ja USAn pitkien korkojen noususta kasvaisi.

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 jenimääräisesti. Suuri kauppaylijäämä antaa Kiinalle siihen hyvän mahdollisuuden. Juanin dollarikytkös purettiin kesällä 2005 ja heinäkuuhun 2008 juan revalvoitui suhteessa dollariin yhteensä 21%. Sen jälkeen Kiina katkaisi vahvistumistrendin. Viime kesäkuussa juanin vähäinen vahvistuminen sallittiin, mutta muutos oli kosmeettinen. Syyskuussa prosessi vauhdittui ja sen jälkeen juanin on vahvistunut noin 3½ %.

Mitkä ovat USAn talouskehityksen uhkat?

Uhkaskenaariossa elvytyksen purkaminen, korkea työttömyys, kuluttajien epäluottamus, uusi rahoitusmarkkinahäiriö tai öljyn hintapiikki painaisi talouden uuteen taantumaan. Emme pidä mitään näistä riskeistä kovin suurena erikseen. Yhdessä niiden vaikutus olisi kuitenkin merkittävä.

Työttömyys on -- vaikka hitaallakin -- alenevalla uralla, joten kotitalouksien luottamus tuskin romahtaa. Merkit rahoitussektorin tervehtymisestä ovat selvät. Öljyn kallistuminen on mahdollista jatkossakin, mutta emme uskon hintapaineiden jäävän pitkäkestoisiksi. Myös elvytyksen hätköity poistaminen on pois laskuista. *Double-dip*, jossa talous painuu uudelleen taantumaan lähineljännesten aikana, on mahdollinen skenaario, mutta kovin epätodennäköinen.

Suurimmat uhkat USAn kasvulle ovat inflaation kiihtyminen ja liittovaltion velkaantumisen käynnistämä pitkien korkojen nousu. Jos inflaation kiihtyminen muuttuu hallitsemattomaksi, se lisää entisestään painetta pitkien korkojen nousuun ja dollarin heikkenemiseen.

Jos uuden taantumun riskit alkavat kasvaa, rahapolitiikan normalisoituminen viivästyy entisestään ja matalat korot auttavat välttämään uusiutuvan taantumun.

Yhteenveto USAn talouskehityksestä

USA vajosi joulukuussa 2007 taantumaan, joka päättyi kesäkuuhun 2009. Taantuma kesti 18 kuukautta ja USAn pisin taantuma sitten Suuren Laman. Kun elvytyksellä tuotettu spurtti jäi taakse ja kasvu hidastui 2010 aikana, hallitus ja FED ryhtyivät uuteen elvytykseen viime syksynä. Se tukee kasvua 2011, mutta 2012 alkaen keskikasvu jää vähän yli 2 prosentin tasolle monen vuoden ajaksi.

BKT, joka supistui -2.6% 2009, kasvoi 2.8 % 2010. Vuonna 2011 kasvu on 2.5 % ja 2.3 % 2012 (kuvio 14). Kuluttajahinnat nousivat 1.6 % 2010. Inflaatio kiihtyy 3.3 prosenttiin 2011 ja on 3.1 % 2012.

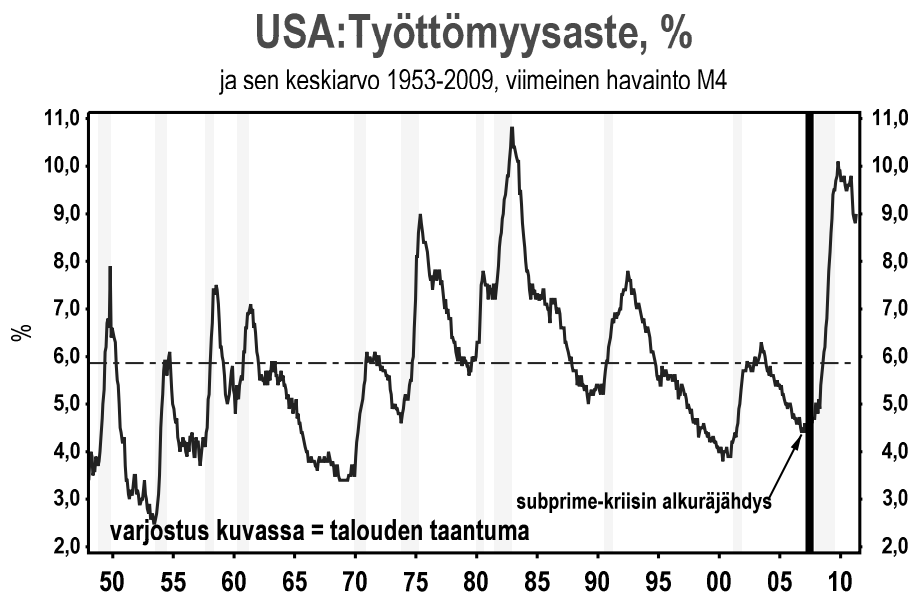
Yhdysvaltain talouskasvua rasittaa ennustejaksolla 1) korkea työttömyys (kuvio 13), 2) heikko asuntomarkkina ja 3) huono luotonsaatuus.

Taantuma vei 8½ miljoonaa työpaikkaa. Nousun aikana niistä on saatu takaisin alle 2 miljoonaa. Vaikka yksityisen sektorin työpaikat ovat lisääntyneet, työttömyyden lasku tulee olemaan hidasta ja työttömyysaste pysyy pitkään 8-9 prosentin tasolla. Se pitää yllä kuluttajien epävarmuutta, joka lisää kotitalouksien säästämistä ja hillitsee kulutusta. Pitemmässä juoksussa säästämisasteen nousu on hyvä uutinen, mutta lyhyellä aikavälillä se rasittaa talouden kasvua.

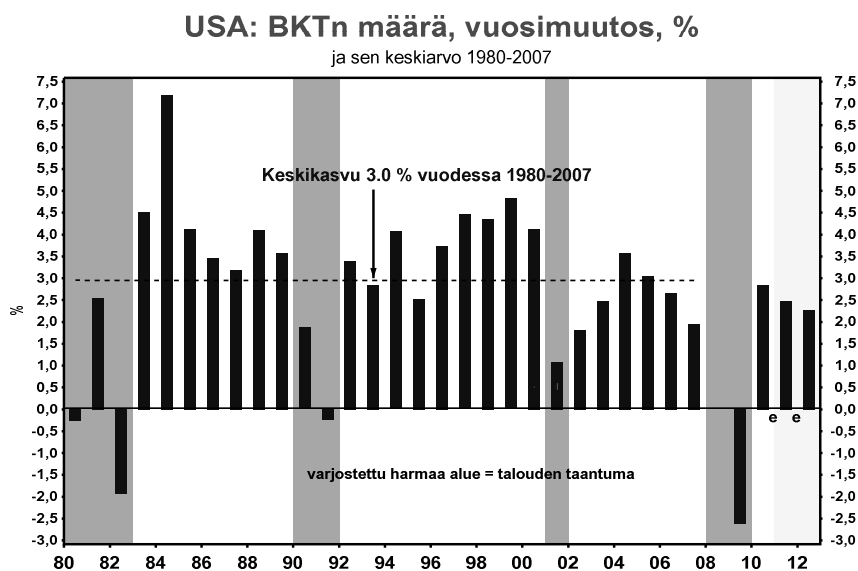
FEDin ohjauskorko on 0.0-0.25 % eli sama kuin paniikkivaiheessa, kun hälytys sireenit soivat (kuvio 5). Vaikka taantuma päättyi kesällä 2009, FED aloitti marraskuussa 2010 uuden elvytysoperaation lisäämällä valtionvelkakirjojen ostoja. FEDin *exit*-strategian uskottavuus on koetuksella. Vain, jos hyperelvytys olisi purettu ajoissa, inflaation irtipääsy ja inflaatio-odotusten nousu olisi vältetty. Nyt näyttää selvältä, että FEDin *exit* ei toteudu ajoissa ja USAn inflaatio pysyy yli 3 prosentin tasolla 2012-14.

Yhdysvallat on lainannut kasvua tulevaisuudesta ja lainaa koko ajan lisää. Siksi uskomme talouskasvun 2012-15 jäävän 0.7-0.8 prosenttiksikköä matalammaksi kuin se 3 %, johon totuttiin ennen finanssikriisiä.

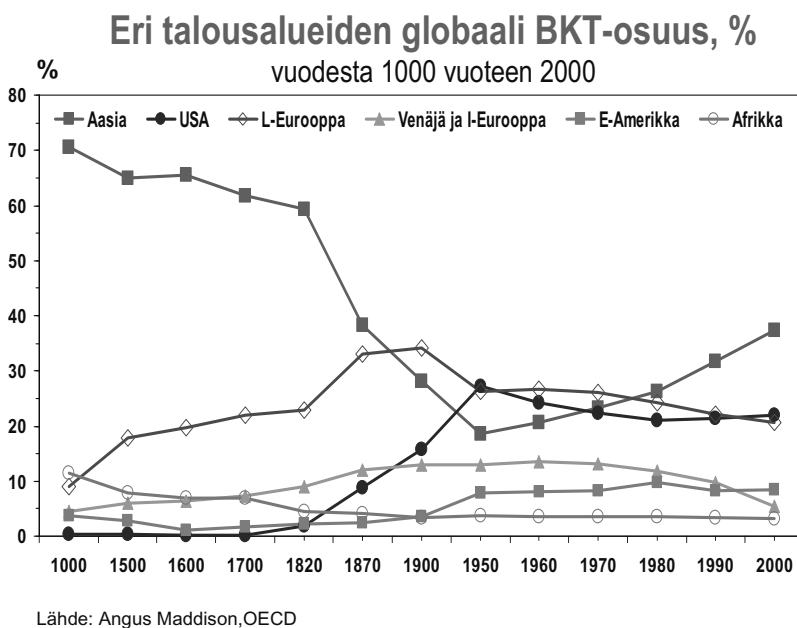
Kuvio 13



Kuvio 14



Kuvio 15



Kiina: Kasvua kontrollissa!

Kiinan BKT:n keskipitkäkasvu 1990-2009 oli 10.5 % (kuvio 16). Finanssikriisissä kasvu ehti hidastua 6½ prosenttiin 2009 alussa ennen kuin kotimainen elvytys käänsi kasvun nopeaan nousuun. Kiinassa hallituksen päätökset vaikuttivat ripeämmin kuin muualla ja elvytykseen oli myös varaa. Julkinen velka on alle 20 % BKT:stä -- eli kansainvälisessä vertailussa pieni -- ja pääomavarannot valtavat. Tätä ei muuta se, että Kiinan julkinen velka lienee paljon tilastoitua suurempi. Alue- ja paikallishallinnolla ei ole lain mukaan oikeutta ottaa velkaa. Kun elvytys oli kuitenkin paljon paikallistason varassa, paikallistason viranomaiset perustivat yhtiöitä, jotka lainasivat rahaa pankeilta infrastruktuuri-investointien rahoittamiseksi. Vaikka paikallistason vastuiden huomioon ottaminen nostaa velka-arviot kaksinkertaiseksi, ongelma ei muutu vakavaksi. Vakavampaa olisi, jos elvytykselliset alkaisivat generoida luottotappioita pankeille.

Maailmantalouden taantumavuonna 2009 BKT kasvoi 9.1 % ja sen jälkeen 10.3 % vuonna 2010. Viime kesän jälkeen nähty kasvun rauhoittuminen alle 10 prosenttiin vähentää huolta talouden ylikuumentumisesta. Se on erityisen tärkeää, kun ruoan ja energian maailmanmarkkinahintojen kallistuminen on nostanut kuluttajahintainflaation jo 5½ prosenttiin. Kun rahapolitiikkaa kiristetään, talouden kasvu hidastuu 9.5 prosenttiin 2011 ja 8.8 prosenttiin 2012.

Kiinan kansankongressin äskettäin hyväksymässä viisivuotisosuohjelmassa tavoitellaan 7 prosentin keskipitkäkasvua 2011-15. Edellisen viisivuotiskauden tavoite oli 7.5 % ja toteuma 11.2 %.

"Kehittyvä Aasia" (= Aasia pl. Japani, Hongkong, Korea, Singapore ja Taiwan) asuttaa 52% maailman väestöstä. Kiinan osuus maailman väestöstä on 20%. Vallitsevin valuuttakurssein sen BKT on jo toiseksi suurin, edellä on vain USA. Kun hyvin erilaisella kehitystasolla olevia maita verrataan, on syytä tehdä ns. *ostovoimapariteettikorjaus*. Niin laskien Kiina on ollut maailman toiseksi suurin talous 2001 lähtien. Sen osuus globaalista BKT:stä oli 13½% vuonna 2010 (taulukko 9, s. 61). USAn osuus BKT:stä oli 20% ja väestöstä 4½ %. Aineellinen elintaso (=BKT/*per capita*) oli USAssa 6.3 -kertainen Kiinaan verrattuna.

Vuodesta 1990 Kiinan tuottavuus on kasvanut keskimäärin 9.4 prosentin vuosivauhtia (kuvio

16). Vaikka tuottavuuskasvu hidastuu vähitellen, Kiinan ostovoimapariteettikorjattu BKT on jo kuluvan vuosikymmenen keskivaiheilla yhtä suuri kuin USAn. *Economist* -lehti arvioi, että *vallitsevin valuuttakurssein* Kiina ohittaa USAn 2022.

Kiinan johdolla Aasia on palaamassa asemaan, joka sillä on ollut suurin osa viimeisestä 1000 vuodesta (kuvio 15). Kiinan vaurastumisen valtava potentiaali tekee maasta maailman kiistattomasti tärkeimmän markkinan.

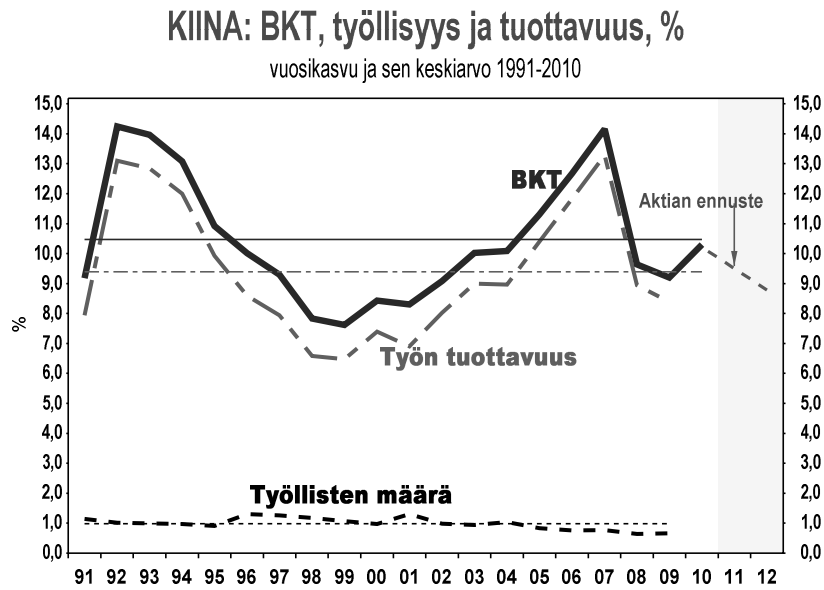
Vuonna 2010 Kiinan osuus maailman viennistä oli 9.4 %. Edellä oli USA (9.8 %), mutta takana Saksa (8.0 %) ja Japani (4.6 %). Tuoreimpien arvioiden mukaan Kiinan vienti on jo noussut maailman suurimmaksi. EU on Kiinan suurin kauppakumppani ennen USA:ta ja Japania. Kiinan ulkomaankaupan ylijäämä oli yli 9% BKT:stä 2008, 6 % 2009 ja 5.2 % 2010 (kuvio 18). Vaikka ylijäämä on supistunut, valuuttavarannon kasvu jatkuu.

Talouspolitiikan kuuma kysymys koskee kasvustrategiaa. On aika luopua vientivetoisesta kasvustrategiasta ja siirtää päähuomio kotimaisen kysynnän vahvistamiseen. Muutos on jo alkanut ja ennustejaksolla kasvu nojaa kotimaiseen kysyntään. Silloin vähenee talouden vientiriippuvuus ja altistuminen muun maailman suhdannevaihteluihin. Toisaalta muutos merkitsee uusien provinssien vaurastumista, toisaalta tulevien vuosien vaihtotaseyliijämien supistumista.

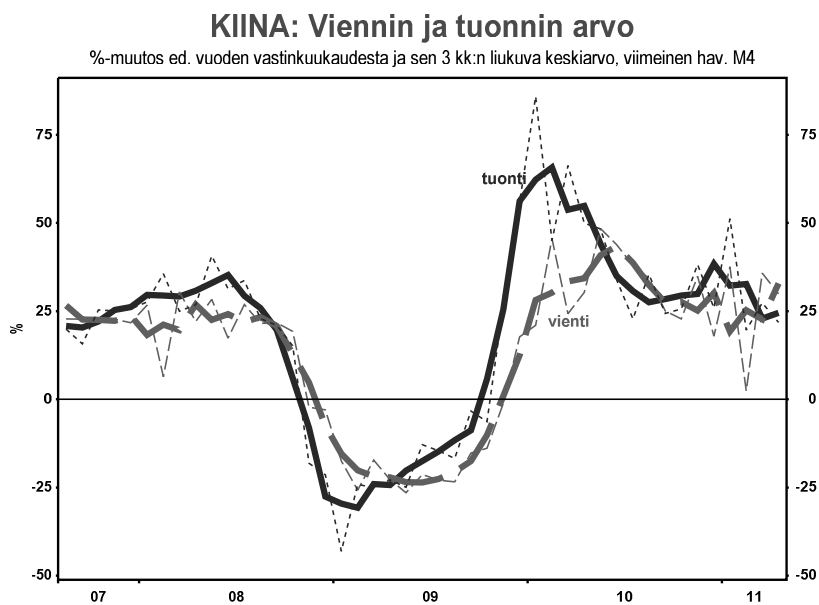
Kiinan 3045 mrd dollarin valuuttavaranto on maailman suurin, noin puolet maan BKT:stä. Sitä hallinnoi *State Administration of Foreign Exchange* eli Safe. Ulkomaisista sijoituksista vastaa pienempi *China Investment Corporation* (CIC). Viranomaisten mukaan CIC ei tavoittele määräysvaltaa sijoituskohteina olevissa yrityksissä. Silti sen sijoitustoiminta on suuren huomion kohteena. Kun myös Venäjän ja öljymaiden valtiolliset sijoitusrahastot (sovereign wealth funds) ovat kasvaneet, IMF ja EU ovat pyrkineet saamaan lisää läpinäkyvyyttä niiden sijoitustoimintaan, sillä sen puute ruokkii kaikille vahingollista protektionismia ja tarpeetonta säätelyä. Valtiollisten rahastojen sijoituksia strategisille aloille rajoitetaan monissa maissa. Finanssikriisi ja pankkien rahoitusongelmat avasivat kuitenkin ovet Kiinan ja öljyntuottajamaiden sijoituksille sekä USAn että Euroopan pankkisektoriin.

Kiina on Aasian veturi ja suurin hyötyjä Japani. Myös Saksan ja USAn viennin kasvusta merkittävä osa on

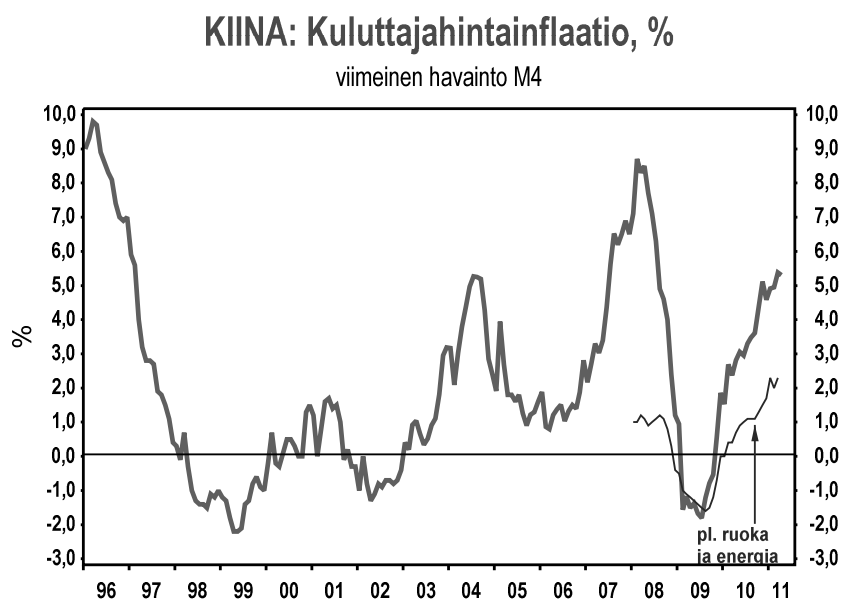
Kuvio 16



Kuvio 17



Kuvio 18



mennyt Kiinaan. Heinäkuun 2008 tammikuun 2009 välillä sekä Kiinan vienti että tuonti romahtivat 40%. Elvytys käänsi Kiinan tuonnin huimaan kasvuun (kuvio 17), joka oli tärkeä maailmankaupan vauhdittaja. Kiinan tuonti on keskeinen kasvun lähde toisaalta naapurimaille ja toisaalta raaka-ainetuottajille Afrikassa ja Etelä-Amerikassa. Kiinanimussa Afrikka ja Latinalainen Amerikka kasvoivat ennen finanssikriisiä nopeammin kuin koskaan. Tilanne on sama nyt, kun Kiina ja sen kysyntä kasvaa vauhdilla.

Afrikka ja Etelä-Amerikka ovat kiinavaikutuksen uusi pelikenttä, jolla amerikkalaiset ja eurooppalaiset pelkäävät jäävänsä sivustakatsojiksi. Kiina on tarjonnut Afrikan maille valtavia uusia lainoja. Se on antanut anteeksi köyhimpien ja velkaantuneimpien maiden vanhoja lainoja ja se poistaa köyhimpien maiden tuontitulleja. Se antaa teknistä apua mm. maatalouteen ja rakentamiseen. Se tiivistää suhteitaan Afrikkaan turvataksien energia- ja raaka-ainetarpeensa ja se avittaa hankkeitaan suurilla lainoilla ja avustuksilla. Sitä onkin syytetty kelvottomien hallitusten tukemisesta, työolosuhte- ja ympäristöstandardien polkemisesta sekä korruption edistämisestä.

Kiinassa on harjoitettu keveää rahapolitiikkaa. Finanssikriisin aikana keskuspankki laski ohjauksorkoa viidesti, kesän 2008 7.5 prosentista 5.3 prosenttiin joulukuussa 2008. Vuoden 2009 aikana pankkien varantovelvoitteita kevennettiin ja luottokiintiöistä luovuttiin. Elvytyksessä liikepankit myönsivät lainoja avokätisesti. Vuoden 2009 lopussa lavean rahan määrä oli 28% suurempi kuin vuotta aiemmin. Huhtikuuhun 2011 mennessä rahamäärän kasvu oli hidastunut 15 prosenttiin.

Inflaatio, joka oli 1.9% 2009, oli 5.3% huhtikuussa 2011 (kuvio 18). Suurin osa hintojen noususta johtuu ravinnon ja energian kallistumisesta. Niistä puhdistettu inflaatiovauhti oli 2.3 %. Huoli inflaation kiihtymisestä on kasvanut. Siksi keskuspankki on korottanut ohjauksorkoa lokakuun 2010 jälkeen neljä kertaa. Varantovelvoitetta on nostettu yhteensä 5 %-yksiköllä. Korotusten jälkeen ohjauksorko on 6.3% ja pankkien varantovelvoite 20.5%. Rahapolitiikan kiristyminen tulee jatkumaan siitä huolimatta, että asuntohintojen mahdollinen lasku saattaisi lisätä hoitamattomien luottojen määrää ja vähentää rakennusinvestointeja. Se olisi isku kaupungistumiselle, mutta samalla myös siirtotyöläisten tulonmuodostukselle ja heidän perheidensä elinehdoille.

Kiina haluaa olla 2020 yksi maailman johtavista

teknologian kehittäjistä. Tieteen ja teknologian kehittämismäärärahat kasvavat nopeasti. Kun Japani jää pian taakse, tulee Kiinasta 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 keskimäärin 14½ % *per annum*. Tilastot kuitenkin liioittelevat nousua, sillä niissä eivät näy täysimääräisesti kasvukeskuksiin (usein luvatta) muuttavat työläiset, joiden palkkavaateet ovat pienet. Rannikkomaakunnissa, joissa palkkataso on ollut pitkään muuta maata selvästi korkeampi, palkkojen nopea nousu on kuitenkin tosiasia.

Vuonna 2008 voimaan tullut työsopimuslaki ei puuttunut maaseudulta kaupunkiin muuttaneiden siirtotyöläisten, joiden osuus kaupunkien työvoimasta saattaa olla jopa 40 %, asemaan. Radikaali muutos on kuitenkin edessä, kun Kiina alkaa asteittain vapauttaa 1950-luvulla käyttöön otettua asuinpaikkalupajärjestelmää, joka rajoittaa ihmisten muutttoa kaupunkeihin ja heidän oikeuksiaan siellä.

Palkkojen nousu on johtanut lukuisten matalan jalostusasteen tuotantolaitosten sulkemiseen tai siirtämiseen rannikkomaakunnista sisämaahan. Viranomaistoimet ovat vahvistaneet trendiä leikatessaan vientituotteiden verohelpotuksia rannikkoseudulla. Quangdongin maakunnan tehtaita on suljettu massoittain viime vuosina ja hallitus painostaa matalan tuottavuuden (ja palkkatason) yrityksiä siirtymään rannikolta sisämaahan, jonne teollistumisen vauhdittama vaurastuminen ei vielä ole yltänyt. Poistuvien yritysten sijalle halutaan korkean jalostusasteen yrityksiä, jotka saastuttavat ja käyttävät vähemmän energiaa. Quandongiin ja Suzhouhun avataan uusia ja taas uusia teollisuuspuistoja, jonne hyväksytään vain kehittyneitä elektronikka- ja terveydenhoitoalan teollisuutta.

Maaseudun hyvinvoinnin parantaminen on hallinnon tavoitelistan kärjessä, sillä maan kaksijakoisuus uhkaa yhteiskuntarauhaa. Kiinan hallitus on korjannut suhtautumistaan kaupungistumiseen. Kun tuloerot maaseudun ja kaupunkien välillä ovat maailman suurimpia, kaupungistuminen ja sen tarjoamat tuottavammat työmahdollisuudet nähdään nyt myönteisenä ilmi-

önä, joka tukee pitkässä juoksussa yhteiskunnan vakautta. Jotta pako maalta kaupunkeihin ei muuttuisi hallitsemattomaksi, hallitus lisää suoraan tukea maaseudulle. Maanviljelijöiden tulotasoja 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.

Palkkojen noususta huolimatta työvoima on yhä edullista. Kiina on kuitenkin menettänyt kilpailuetuaan Aasian matalapalkkamaihin nähden. Suuri joukko yrityksiä on jo siirtynyt halvemmän työvoiman maihin. Tällä on suuri merkitys mm. Vietnamille. Toisaalta Kiinan sisämaassa on laajoja alueita, joissa palkat ovat pienet, joten osa rannikon korkeita työvoimakustannuksia kavahtavista tehtaista tulee epäilemättä siirtymään uudelle alueelle Kiinan sisällä. Kun kysytään "mikä on seuraava Kiina", oikea vastaus saattaakin olla "se on sisämaan Kiina".

Maailmanpankin *Doing Business 2011* -raportissa Kiinan liiketoimintaympäristö arvostettiin 183 maan joukossa sijalle 79 (vuosi sitten 78). Venäjä on sijalla 123 (116) ja Intia 134 (135). Teollisuusyritysten voitot ovat kaksinkertaistuneet vuoden takaa. Tammi-kesäkuun tilastojen mukaan Kiinaan suuntautuneiden ulkomaisten suorien sijoitusten arvo kaksinkertaistui alkuvuodesta 2009.

Kun kehittyneiden maiden kysyntä ei nouse entiseen kiitoonsa vuosiin, Kiinan menestystarinan jatko lepää tulevaisuudessa aiempaa enemmän kotimaisen kysynnän ja yksityisen kulutuksen varassa. Jos elintason nousu jatkuu, paineet yksipuoluejärjestelmää kohtaan pysyvät pieninä. Luultavimmin ne alkavat muuttaa hallintomallia vasta vuosien kuluttua. Jos elintason nousu taittuu, paineet kasvavat nopeammin. Pitemmässä juoksussa Kiinan kasvun voi vakavasti vaarantaa lähinnä sosiaalisen tasapainon järkkäminen. Siitä ei ole tähän asti nähty ennusmerkkejä, mutta tilanne muuttuisi, jos hyvä työllisyyskehitys katkeaisi ja/tai elinkustannukset nousisivat dramaattisesti.

Raju elvytys saattoi oli hallituksen elinehto 2009 alussa, kun 23 miljoonaa siirtotyöläistä joutui palaamaan kotiseudulle jäätyään vaille työtä vientiteollisuudessa. Siirtotyöläisten rooli maaseudun elättäjänä on keskeinen, sillä 130 miljoonan siirtotyöläisen koteihinsa lähettämän

rahan arvioidaan kattavan 40 % maalaisväestön kokonaistulosta. Nyt viranomaiset ovat puuttuneet raaka-ainehinnoilla keinotteluun. Valtion varantoja on käytetty elintarvikkeiden tarjonnan turvaamiseen. Ruokatukea on maksettu köyhimmille väestöryhmille. Opiskelijoiden ruokakuluja pidetään kurissa ylimääräisin avustuksin. Suomen Pankin BOFIT-yksikön mukaan tämä saattaa kertoa todellisen tarpeen rinnalla myös levottomuuksien pelosta. Etenkin alkuvuonna 2010 rannikkomaakunnissa ja -kaupungeissa raportoitiin lukuisista lakoista ja palkkakiistoista, kun ruoan ja asuntojen kallistuminen nosti elinkustannuksia. Palkkapaineita lisää se, että rannikkoalueiden yritykset eivät enää saa yhtä helposti halpaa työvoimaa maaseudulta.

Kun ulkoinen vientikysyntä heikkeni, elvytys käänsi investoinnit rajuun kasvuun. Se nosti jälleen kerran huolen ylikapasiteetista. Suomen Pankin BOFIT-yksikössä arvioidaan, että ylikapasiteetti rajoittuu muutamalle tuotannonalalle eikä sen odoteta vaikuttavan merkittävästi yritysten investointeihin. Jatkuvasti toistuva ylikapasiteettikeskustelu kertoo kuinka hankalaa on hyvin nopeasti kasvavassa taloudessa kysynnän tyydyttämiseen tarvittavan kapasiteetin ennakoiminen. Kiinan ylikapasiteettiriskejä on yliarvioitu lännessä toistuvasti ja systemaattisesti ainakin vuosikymmenen ajan.

Investointien hurjan kasvun ja sen tuottaman vientimenestyksen on tehnyt mahdolliseksi kotitalouksien korkea säästämisaste. Jotta yksityinen kulutus nousisi kasvun moottoriksi, säästämisen pitää laskea jatkossa. Se puolestaan vaatisi parempaa sosiaaliturvaa. Kasvustrategian muutos ei siis ole nopea käänne, vaan usean vuoden määrätietoisia ja moniulotteisia päätöksiä vaativa prosessi, jonka lopullinen onnistuminen selviää vasta vuosikymmenen lopulla. Uskomme kuitenkin, että valinta on tehty ja prosessi on jo lähtenyt liikkeelle.

Kulutuskysynnän kasvu ja kaupungistuminen ovat tulevan kasvustrategian avaintemoja. Paheinevan 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 vielä kasvussa. Virallisten tilastojen mukaan kotitalouksista rikkain 10 % ansaitsee 21 kertaa enemmän kuin köyhin 10 %. Aasian Kehityspankin mukaan Kiinassa tuloerot ovat aavistuksen suuremmat kuin Yhdysvalloissa.

Joidenkin tutkimusten mukaan Kiinan tuloerot ylittäisivät jopa 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.

Kiinan rooli globaaleilla energiamarkkinoilla kasvaa jatkuvasti. IEAn mukaan Kiina on ohittanut USAn maailman suurimpana energiankuluttajana. Suurin osa energiantarpeesta katetaan yhä hiilivoimalla, jonka osuus kokonaisenergiasta on 70 %. Öljyn kysyntä kasvaa nopeasti ja suuri osa maailman öljykysynnän kasvusta on 2000-luvulla tullut Kiinasta. Tärkeimmällä öljy-yhtiöllä (CNPC) onkin kymmeniä öljy- ja kaasuprojekteja Lähi-idässä, Afrikassa, Keski-Aasiassa, Venäjällä ja Etelä-Amerikassa. *Sinopec* puolestaan on brasilialaisen öljyn suurostaja ja se hankki viime syksynä espanjalaisen *Repsol*n oikeudet Brasilian öljyesiintymiin. Brasililainen valtiollinen öljy-yhtiö rahoittaa merenalaisten esiintymien hyödyntämistä kiinalaisella lainapääomalla. Kiina on myös sijoittanut Brasilian malmi- ja elintarviketuotantoon sekä rahoittanut infrastruktuurihankkeita, jotka helpottavat raaka-aineiden kuljetusta Kiinaan.

Heinäkuussa 2005 Kiina päästi juanin vahvistumaan suhteessa dollariin ja otti käyttöön valuuttakorin (kuvio 46). Valuuttavarannosta lienee 70% sijoitettu dollarimääräisesti, 20% euromääräisesti ja 10% muissa valuutoissa. Juanin dollarikurssi vahvistui 21% ennen kuin trendi katkaistiin kesällä 2008 finanssikriisin kärjistyessä. Kesäkuussa 2010 Kiina muutti jälleen valuuttakurssipolitiikkaa ja salli juanin kosmeettisen vahvistumisen. Syyskuussa vahvistuminen vauhdittui ja sen jälkeen nähty kokonaisvahvistuminen on 3½ prosentin luokkaa.

Kiina on tukenut vuosien ajan juanin aliarvostusta ostamalla massamääräisesti dollarimääräisiä velkاپapereita. Asetelma on kärjistänyt maailmankaupan tasapainottomuuksia. Niiden korjautuminen edellyttää, että Kiina käyttää viennistä keräämiään pääomia tähänastista enemmän kotimaan vaurastamiseen ja vähemmän Yhdysvaltain valtionvelan

rahoittamiseen. Jos Kiina alkaisi vähentää sijoituksiaan USAssa nopeasti, paine dollarin heikkenemiseen ja amerikkalaisten pitkien korkojen nousuun kasvaisi. Siksi muutoksen tulee toteutua vähittäisesti. Emme pidä äkkikäännettä todennäköisenä. Kiina tuskin politisoi sijoituksiaan Yhdysvaltoihin.

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

Päätöksenteon hajautus on ajanut provinssit "monopolistiseen" kilpailuun tuotannon sijoitumisesta. Vastoin yleistä käsitystä paikallishallitukset dominoivat Kiinan makrokehitystä eivätkä ne sopeudu keskitettyyn ohjaukseen, jos se merkitsisi oman alueen kasvumahdollisuuden heikentymistä. Provinssit hyötyvät investointien ylikuumenemisestä, 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 konkurssiin ja työttömyyteen.

Kun finanssikriisi kärjistyi syksyllä 2008, taantuma levisi kaikille mantereille ja maailmankaupan romahdus painoi Kiinan viennin nopeaan laskuun. Työttömyyden nousu ja sosiaaliset jännitteet olisivat muodostuneet uhkaksi yksipuoluejärjestelmälle ja kommunistisen puoleen roolille. Elvytyksellä nämä riskit vältettiin ja kriisivuonna 2009 BKT kasvoi 9.1%. Maailmankaupan vauhdittamana talous kasvoi 10.3 % 2010. Jatkossa kasvu hidastuu hieman ja on 9.2 % vuonna 2011 ja 8.5 % vuonna 2012.

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

Juanin hallittu vahvistuminen jatkuu. Se on talouspolitiikan looginen valinta, joka hillitsee inflaatiota ja vahvistaa kuluttajien ostovoimaa.

Intia: Elefanti ravaa!

Miljardin asukkaan Intia on Aasian toinen nouseva talousmahti. Kun sen osuus maailman väestöstä on 17.8% ja kokonaistuotannosta 5.4%, tuottavuus on vain puolet Kiinan tasosta (taulukko 9, s. 61). Intian osuus maailman viennistä 2009 oli 1.7%, kun Kiinan osuus oli 9.4%. Intian tärkein kauppakumppani on ollut USA 10 prosentin osuudella, mutta Kiinan ja Hongkongin yhteensä osuus on jo noussut rinnalle.

Maailmankaupan heikkeneminen (kuvio 2, s. 4) iski Intiaan vaimeammin kuin Kiinaan, sillä viennin osuus BKT:stä on Intiassa alle 20%, kun se Kiinassa on liki 40%. Finanssikriisin vaikutusta rajoitti myös se, että Intian valtion hallitsema pankkisektori pysyi syrjässä 2000-luvun alkuvuosien sijoitusseikkailuista. Maailmantalouden taantumavuonna 2009 Intian BKT kasvoi 7 % ja 2010 8.6 %. Vuonna 2011 talous kasvaa 9.0 % ja 2012 8.6 %. Vaikka Intia on kasvanut 5-9 % *per annum* 90-luvun puolivälistä lähtien, Kiinan kasvu etumatka on kasvanut koko ajan.

Intian vahvuutena on pidetty palvelusektoria, jonka osuus kokonaistuotannosta on liki 55 % eli selvästi korkeampi kuin Kiinan 40 %, mutta myös teollisuus on kasvanut vauhdilla. Talouden painolasti on kehittymätön maanviljelys. Se tuottaa alle 20% BKT:stä, mutta työllistää yli puolet väestöstä. Kiinassa maatalouden BKT-osuus on alle 10 %. 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 %. Kansalaisten hyvinvoinnin nousu on siis ollut Intiassa selvästi heikompaa kuin Kiinassa. Vertailun vuoksi todettakoon, että Venäjällä, jossa väestö supistuu, *per capita* BKT on noussut samaan aikaan 7.2 % *per annum*.

Sekasortoisen menneisyyden vuoksi moni oli jo menettänyt toivon, että Intia koskaan nousee köyhyysloukusta. Viime vuodet suunta on ollut vahvasti ylös, mutta tie vaurauteen on hyvin pitkä ja entistä kivisempi, kun kehittyneiden maiden kysyntä hidastuu vuosiksi. Kuten Kiinassa, alueelliset kehitys- ja tuloerot ovat

valtavat. Köyhyys vähenee tuskastuttavan hitaasti. Maassa on yhä 60 milj kroonisesti aliravittua lasta. Se on 40 % maailman kokonaismäärästä.

Korruptoituneen hallinnon vuoksi talouskasvun hedelmät eivät ole tavoittaneet köyhiä. Suuri osa maan kehittämiseen suunnatuista varoista ei saavuta kohdettaan. Suomen Pankin BOFIT-yksikössä arvioidaan suurimmiksi reformitarpeiksi seuraavat neljä. Ensinnäkin, julkiseen talouteen, infrastruktuuriin ja koulutukseen vaaditaan merkittäviä parannuksia. Toiseksi, suorat sijoitukset pitäisi sallia myös rahoitukseen, vakuutukseen ja vähittäiskauppaan. Kolmanneksi, lakien toimeenpanon kohdalla alueellisia eroja pitää supistaa. Neljänneksi, työmarkkinoita ja maanhankintaa koskevaa lainsäädäntöä tulee kehittää.

Budjettivaje 2010 oli noin 9.5 % BKT:stä. Se supistuu 2011 vähän ja on IMF:n arvion mukaan -8% 2012. Liki puolet vajeesta johtuu lannoite- ja polttoainesubventioista. Julkinen velka on 70 % BKT:stä ja se supistuu jatkossa kokonaistuotannon nopean nimelliskasvun ansiosta. Vaihtotasevaje 2010 oli 3.2 % BKT:stä. Kun kasvu vahvistui ja inflaatio kiihtyi, rahapolitiikan kiristyminen alkoi keväällä 2010. Inflaatio 2010 oli 14 %, mutta huhtikuussa 2011 enää 9%.

Globalissa työnjaossa it- ja palvelupainotteisen Intian ja teollisuuspainotteisen Kiinan rooli on ollut tähän asti pikemminkin toisiaan täydentävä kuin kilpaileva. Intian kehityskuvassa pääosaa on näytellyt palvelusektori, jota kansainvälisten yritysten ulkoistamistoimet ovat edistäneet. Jatkossa Intian rooli teollisessa kilpailussa voimistuu ja se haastaa myös Kiinan teollisen mahdin. Suomessa teknologiatyölläisen keskimääräinen tuntikustannus on 25 euroa, kun se Kiinassa ja Intiassa on 0.5-1 euroa.

Valtiojohtoisen Kiinan vastakohtana Intia on maailman väkirikkein *demokratia*. Maailmanpankin *Doing Business 2011* -raportissa Intian sijoitus 183 maan joukossa oli 134. Kiina oli sijalla 79 ja Venäjä 123. Monissa vastaavissa vertailuissa Kiina on saanut hyvät pisteet tasaisesta talouskasvusta ja julkisen talouden kestävydestä, kun taas instituutioiden ja rahamarkkinoiden kehittymättömyys sekä alhainen korkean teknologian käyttöaste painavat sijoitusta. Intia puolestaan saa yleensä erinomaiset pisteet innovaatiokyvystä ja korkean teknologian käytöstä, mutta infrastruktuurin puute ja köyhyys sekä sen ruokkima syrjäytyminen ovat iso miinus.

Japani: Maanjäristys, tsunami, ydinkatastrofi

Japaniin iski maaliskuun puolivälissä kolme kriisiä, joista yksikin olisi ollut raju isku taloudelle. Vakava maanjäristys, tsunami ja ydinkatastrofi. Ne aiheuttivat syvän kuopan tuotantolokuihin. Kuopan täyttäminen tulee näkymään vahvana kasvuna vuoden loppua kohti.

Monet ovat pitäneet Japania seisahtaneena surkimuksena ja siksi sen selviytymiskykyä on epäilty. Kuvio 19 osoittaa, että kriisiä edeltäneiden 5 vuoden aikana Japanin BKT todellakin kasvoi selvästi USAn kokonaistuotantoa vähemmän. Kuva muuttuu, kun otetaan huomioon, että USAn väestö kasvaa kun taas Japanin supistuu. Per capita Japanin BKT kasvoi enemmän kuin USAn (kuvio 20). Keskivertokansalaisen hyvinvoinnin kehitys oli siis Japanissa suotuisampaa.

Työttömyys oli ennen katastrofia ehtinyt painua 4½ prosentin tasolle ja OECD ennakoivat indikaattorit antoivat odottaa kasvun vahvistuvan.

Japanin kykyä selvitä jälleenrakentamisen kustannuksista on epäilty, kun valtiolla on velkaa 230% BKT:stä. Kun velasta on kuitenkin 95% kotimaista, maa ei ole velkaantunut, vaikka valtio on. Päinvastoin, Japanilla on valtavat saamiset sijoituksistaan ulkomaille. Näitä pääomia kotiuttamalla jälleenrakennuksen kustannukset on helppo kattaa. Nyt kyse on johtajuudesta.

Kuviosta 21 selviää kuinka ennustenäkemys on muuttunut katastrofin jälkeen. Maaliskuussa konsensusodotus oli, että Japanin BKT 2011 kasvaa 1.7 %. Huhtikuussa odotuksesta oli höylätty prosenttiyksikkö. Sen sijaan konsensusennuste 2012 oli nostettu 2.0 prosentista 2.3 prosenttiin, joka on supistuvan väestön Japanissa erinomaisen optimistinen luku.

Kuinka tähän on tultu?

Finanssikriisi iski Japaniin rajusti. Tammi-maaliskuussa 2009 BKT oli 8½ % pienempi kuin vuotta aiemmin. Viennin pudotus oli suurin koskaan tilastoitua. Teollisuustuotanto putosi 80-luvun alun tasolle. Lyhyt, mutta raju taantuma söi viiden vuoden aikana saavutetun kokonaistuotannon kasvun.

Japani irtosi taantumasta ensimmäisten joukossa, kun kokonaistuotanto kääntyi vahvaan kasvuun jo huhti-kesäkuussa 2009. Elpymisen takana oli

kotoperäinen elvytys yhtäällä ja maailmankaupan vahvistuminen toisaalla. Kiinan elvytyksellä käynnistetystä kysynnästä tuli vahva vetoapu. Talouden elpymisedellytyksiä paransi se, että luottomarkkinakriisi oli ohittanut Japanin eikä maassa nähty erityisempää asuntomarkkinakuplaa.

Japanin talousihmeeksi kutsuttiin sodan jälkeen alkanutta superkasvua. Ihme sai ensimmäisen kolhunsa 1973 öljykriisistä. Vaikka kasvu hidastui energiantensiivisen teollisuuden öljylaskun nousua pilviin, se jatkui muihin teollisuusmaihin verrattuna nopeana. Japani otti kiinni teollistuneiden maiden elintason.

Menneen menestyksen näkökulmasta kasvun pysähtyminen 1990-luvun alussa oli yllätys. Talouspolki paikallaan ja teknologiakehityksen edelläkävijä taantui kilpailijamaihin verrattuna. Muutoksen syistä ja sen opetuksista väitellään edelleen.

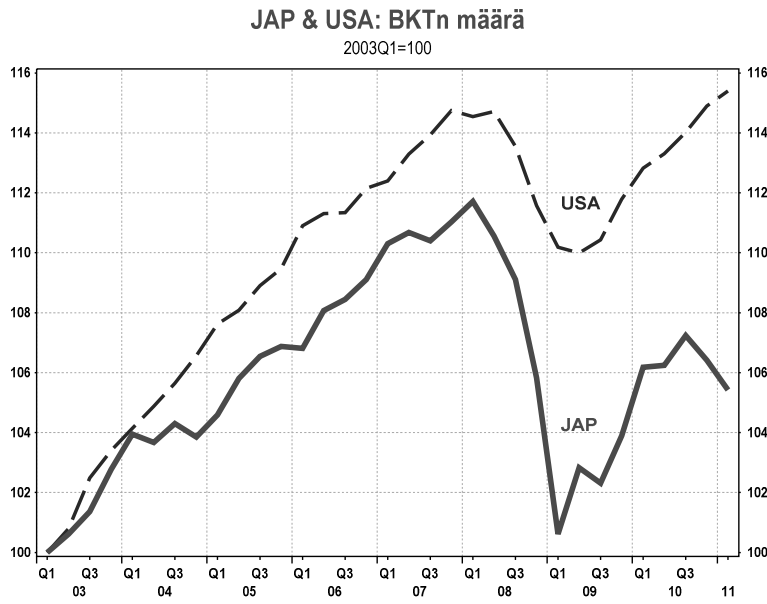
Vaikka vienti lisääntyi 90-luvullakin, tuonti kasvoi niin paljon, että 2001 päättyneen kymmenvuotiskauden aikana nettovienti ei lisännyt lainkaan kokonaistuotantoa. Vienti pääsi Kiina-imussa sivulle vastaan 2002. Investoinnit seurasivat nopeasti ja sitten kulutus. Jos vientiyritysten investoinnit otetaan lukuun, nettovienti loi 2003-07 liki puolet BKT:n kasvusta, joka oli yli 2% *per annum*.

Kiina ohitti USAn Japanin tärkeimpänä kauppakumppanina 2004. Japanilaiset suuryritykset ovat siirtäneet tuotantoaan matalampien työvoimakustannusten Kiinaan. Maiden symbioottinen työnjako on syvä ja juuri siksi Kiinan investointiaktiiviteetti jähkyminen 2008 lopussa iski Japaniin niin rajusti. Kun Kiina elpyi, Japanin tuotanto lähti liikkeelle nopeasti.

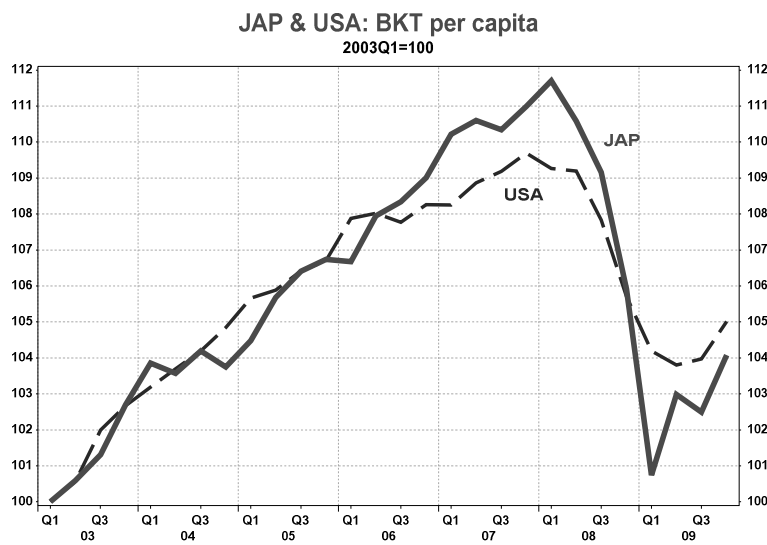
Rakennemuutos tärkein pitkän ajan haaste

Finanssikriisin jälkimainingeissa monet muistelevat 90-lukua, joka oli Japanin talouden menetetty vuosikymmen. 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 parantamaan talouden dynamiikkaa. 2000-luvun alussa tunnettu ekonomisti, professori Noriko Hama lausahti, että "Japani on kuin Titanic; sellainen, joka ansaitsee tulla upotetuksi. Talouspolitiikan tavoitteena näyttää olevan hallittu 'soft sinking'."

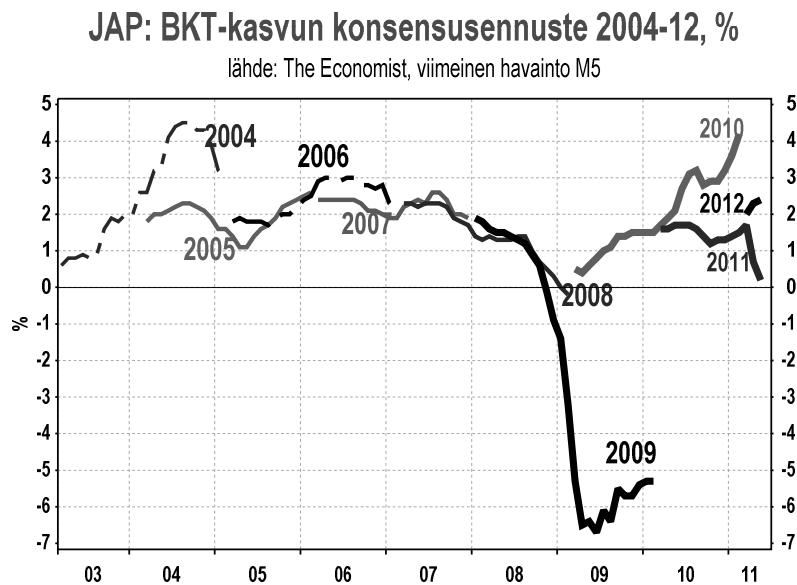
Kuvio 19



Kuvio 20



Kuvio 21



Talouspolitiikan tunnelma muuttui, kun pääministeri Junichiro Koizumi sai vallan 2001. Pankikriisi estettiin ja postin, joka on maailman suurin rahoituslaitos, yksityistäminen alkoi. Talouden sääntelyä vähennettiin ja yrityslainsäädäntöä uudistettiin. Julkisen sektorin tehotuuteen kiinnitettiin huomiota. Paljosta puheesta huolimatta vasta Koizumin hallintokauden 2001-06 loppumetreillä uudistukset todella vauhdittuivat.

Syksyn 2005 parlamenttivaaleissa silloinen pääministeri Koizumi sai maanvyörymävoiton, joka tulkittiin vahvaksi mandaatiksi maan uudistamiseen. Tunnelmanmuutos tapahtui nopeasti ja yllättäen Koizumin siirrettyä 2006 vallan seuraajalleen Shinzo Abelle. Abe oli suuri pettymys ja hänen lyhyen kautensa päätti hallitsevan Liberaalidemokraattisen puolueen (LDP) nöyryyttävä tappio ylähuoneen vaaleissa 2007. Nyt pääministeriksi valittiin Yasuo Fukuda. Hänen vajaan vuoden mittaisella hallituskaudellaan uudistusaktiivisuus oli nolla, kun ylähuonetta hallinnut Demokraattinen puolue (DPJ) lamautti poliittisen päätöksenteon. Syksyllä 2008 pääministeri vaihtui taas. Ruoriin astui Taro Aso, jonka laski heti kuin lehmän häntä.

Vaaleissa 2009 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. Hatoyama väistyi johtamisongelmien ja skandaalien vuoksi jo kesäkuussa 2010.

Nyt maata johtaa Naoto Kan. Uusi hallitus on kiinnittänyt suuren huomion tuottavuuskehityksen vahvistamiseen. Se on välttämätöntä, jotta supistuvan työvoiman maa pystyy säilyttämään hyvinvointijärjestelmänsä. Hallituksen 10 vuoden tavoitteella on kolme jalkaa: vahva talous, vahva valtiontalous ja vahva hyvinvointijärjestelmä. Teemat ovat tuttuja myös meillä Suomessa. Japanin verojärjestelmän arvioidaan rasittavan yritysten kilpailukykyä ja asian korjaamiseksi suunnitellaan yritysveron alentamista.

Jenin nimelliskurssi on vahvistunut. *Reaalisesti* se ei kuitenkaan ole erityisen vahva. Sen selitys on Japanin hintatason vuosia jatkunut lasku.

Japanin budjettivaje 2010-12 on varsin vakaa ja keskimäärin -10 % BKT:stä. Vaje supistuu IMF:n arvion mukaan -7½ prosenttiin 2014. Valtion velka suhteessa BKT:hen on 230 % eli suurempi kuin missään kehittyneessä maassa. Kun vaje supistuu vain vähän, velkasuhde on 250 % vuonna 2016.

Valtionvelan korko on pysynyt matalana siksi, että vain 4 % velasta rahoitetaan ulkomailta. Japanilaiset sijoittajat ovat riskiä kaihtavia ja konservatiivisia ja suosivat kotimaisia velkapapereita. Pankit istuvat kotitalouksien ja yritysten suurten säästöjen kasvattamien rahakasojen päällä ja sijoittavat ne ultraturvalliisiin Japanin valtion velkakirjoihin. Matalista koroista huolimatta valtion tuloista menee 35 % velanhoitokuluihin. Jos korko nousisi -- kotitalouksien ja eläkesäätiöiden ostohalukkuuden heikentyessä -- isku valtionalouteen olisi dramaattinen.

Kotitalouksien säästämisaste on jo laskenut merkittävästi ja lasku jatkuu, kun väestön ikääntyessä eläkeläiset alkavat käyttää säästöjään. Samasta syystä eläkesäätiöiden eläkemaksut alkavat kasvaa. Myös yritysten säästäminen on kääntynyt laskuun. Paineet velka-aseman kestävyteen tulevatkin kasvamaan selvästi. Toisaalta asetelmaa komplisoi se, että Japani on myös maailman suurimpia velkojia, USAn valtionpapereiden suurin omistaja.

Japanin väestö ikääntyy maailmanennätysvauhtia. Työikäisiä (15-64 vuotiaita) oli 87 miljoonaa 1995. Heitä arvioidaan olevan 52 miljoonaa 2050. Ellei työssä olevien tuottavuus nouse samaa vauhtia, BKT:n supistuminen on väistämätön. Kohtalokkaaksi tilanne muuttuu, jos tuotanto *per capita* alkaa supistua. Silloin suuren julkisen velan ja hyvinvointijärjestelmien ylläpito vaatii jatkuvasti nousevia veroja. Vielä 10 vuotta sitten yhtä eläkeläistä kohti oli neljä veroa maksavaa työsäkävää, mutta 10 vuoden päästä enää kaksi. Umpikuja on lähellä, sillä jatkuvat veronkiristykset tappavat talouskasvun liki varmasti.

Keskuspankki harjoitti kymmenisen vuotta nollakoron politiikkaa ja rahapolitiikan normalisoitumisen ensimmäinen askel otettiin 2006, kun 1998 alkanut deflaatio näytti väistyvän. Ohjauskorko oli lakipisteessään 0.5 % 2007, mutta finanssikriisin kärjistyttyä keskuspankki laski ohjauskoron 0.1 prosenttiin joulukuussa 2008 ja lähti epätavanomaisen keskuspankkipolitiikan vesille. Pankkien lainananto jatkui finanssikriisin aikana lähes ilman häiriöitä.

Tätä kirjoitettaessa lyhyt markkinakorko 0.3% ja 10 vuoden korko 1.1%. Ohjauskorko pysyy nykytasolaan 0.10 prosentissa vielä pitkään (taulukko 3, s. 3).

Yhteenveto Japanin talousnäkymistä

Japanin BKT, joka kasvoi 3.2 % 2010, supistuu -0.4 % 2011. Kasvu 2012 on 2.0% (taulukko 1, s.3). Inflaatio 2010 oli -0.8 %. Se on lievästi plussalla eli 0.3 % sekä 2011 että 2012.

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 länsimaissa leviävästä taantumasta kohtuullisin vaurioin. Kriisi kuitenkin iski ja öljyn halpeneminen, maailmankaupan romahdus ja pankkisektorin sekasorto veivät maan syvään taantumiaan. Vuonna 2009 BKT supistui 7.8%.

2000-luvun alussa ex-neuvostoliitosta tuli suurin osa maailman öljy- ja kaasutarjonnan lisäyksestä. Tilanne heikkeni, kun valtio kiristi otetaan energiasektorista ja ankara verotus yhdessä epävarman toimintaympäristön kanssa hidasti energia-alan investointeja. Kriisin huipussa, huhtikuussa 2009 kääntyi öljyn tuotanto kasvuun ja pian alkoi lisääntyä myös maakaasun tuotanto. Viennin ja teollisuustuotannon notkahduksen syy kesällä 2010 (kuviot 23 ja 24) oli öljyn ja maakaasun tuotantomäärien uusi pudotus. Vaikka kokonaistuotantoa rasittivat 2010 myös kuivuus, heikko sato ja laajat metsäpalot, BKT kasvoi 4 %.

Tavaraviennin arvo oli tammi-kesäkuussa 2009 lähes 50 % pienempi kuin vuotta aiemmin, kun vastaava muutos oli 50% plussalla vielä syyskuussa 2008. Vienti kääntyi nopeaan nousuun keväällä 2009 ja se vuosikasvu 2010 oli 41% (kuvio 23). Venäjän tuonti kasvoi 2010 35 %.

Putinin perustama vakautusrahasto jaettiin kahtia 2008. Varoista 125 mrd USD siirrettiin reservirahastoon käytettäväksi budjettimenoihin öljyn hinnan laskiessa. Runsaat 30 mrd USD siirrettiin kansalliseen hyvinvointirahastoon, jolla rahoitetaan merkittäviä reformeja (eläkeuudistus). Kriisin aikana rahastot olivat kovassa käytössä, mutta nyt niitä on jo kasvatettu uudelleen.

Federaatiobudjetin alijäämä 2010 oli ennakoitua pienempi ja sen odotetaan painuvan alle 3 prosenttiin BKT:sta 2011. Tulopuolta tukee talouden vahva kasvu ja öljyn korkea hinta. Venäjä palaa 3-vuotiseen liukuvaan budjettisuunniteluun, josta luovuttiin finanssikriisin iskiessä.

Keskuspankki *nosti* ohjaukorkoa koko vuoden 2008. Vasta huhtikuussa 2009 rahapolitiikka kääntyi ja edessä oli 14(!) koronlaskupäätöstä. Niiden jälkeen ohjaukorko oli 7.75 %. Kuluvan vuoden

helmikuun lopun ja toukokuun alun päätöksillä ohjaukorko on noussut yhteensä 0.5 %-yksikköä.

Työttömyysaste nousi kesän 2008 5½ prosentista 9 prosenttiin maaliskuussa 2009. Nyt työttömiä on 6.7 % työvoimasta. Inflaatio hidastui kesän 2008 15 prosentista 5.5 prosenttiin heinäkuussa 2010. Nyt yleismaailmallinen inflaation kiihtyminen näkyy myös Venäjällä, jossa hintataso on 9.5 % korkeampi kuin vuosi sitten. Hintojen nousu on nakertanut kotitalouksien reaalitylöjä, jotka olivat kuluvan vuoden alkukuukausina 3% alle viime vuoden tason.

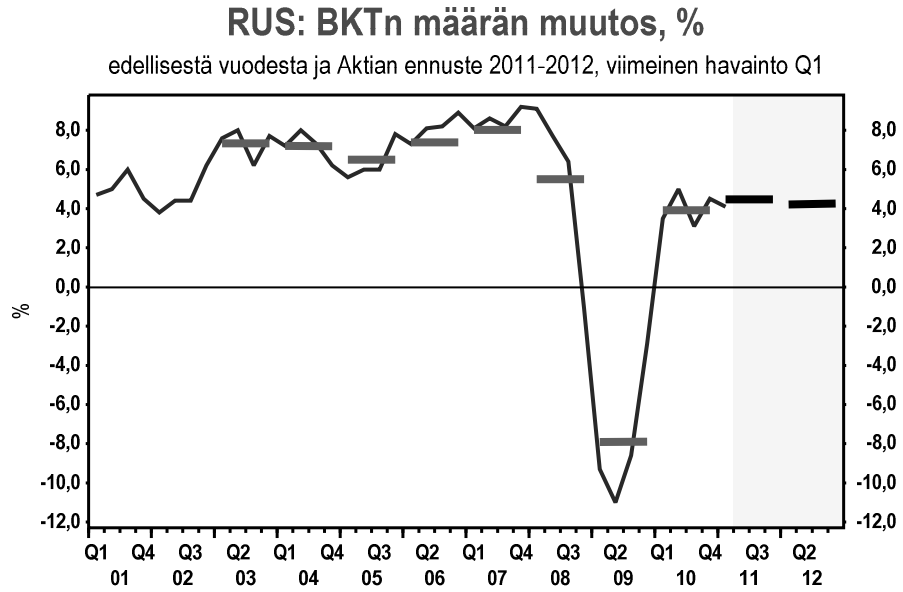
Venäläisiä oli 148 miljoonaa 1997 ja nyt 143 miljoonaa. YK:n mukaan venäläisiä on nykyään 122-125 miljoonaa 2025. Viinan vuoksi miesten keskimääräinen eliniänodote on vain 63 vuotta. Venäjä otti 2007-10 vastaan 2-6 miljoonaa ulkomaista työntekijää per vuosi.

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 ikeroudan 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 energiansiirtoverkoille. Venäjän kaupunkiväestöstä 58 % eli yli 58 milj. henkeä asuu paikkakunnilla, joilla ilman saastuminen on korkea tai erittäin korkea.

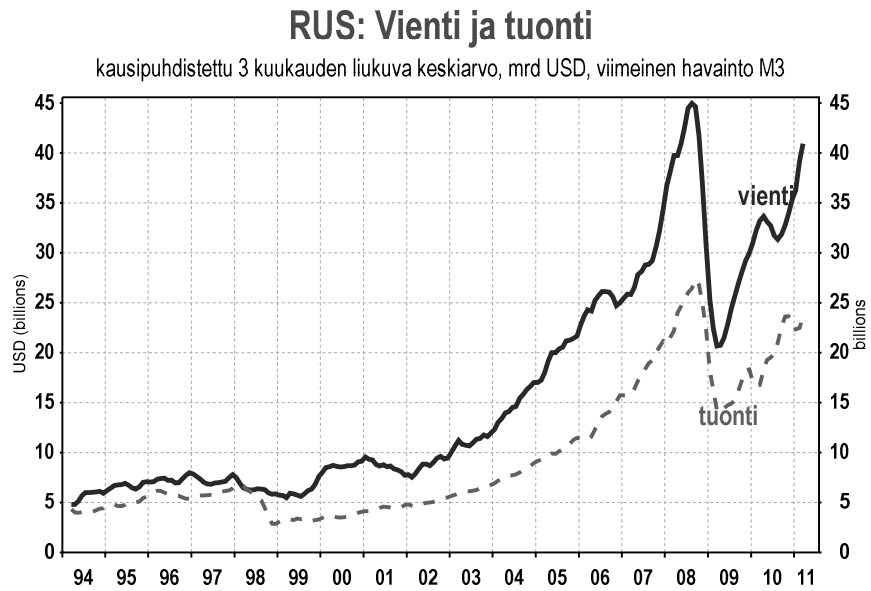
Maailmanpankin *Doing Business 2011* -raportin 183 maan vertailussa Venäjä putosi sijalle 123 edellisvuoden sijalta 113. *Transparency internationalin* 180 maan korruptiorankingissa Venäjä on sijalla 146. Kaikesta tästä huolimatta UNCTAD arvioi Venäjän sijoittuvan 2010-12 maailman viiden eniten suoria sijoituksia saavan maan joukkoon yhdessä Kiinan, Intian, Brasilian ja USAn kanssa. Venäjän sijoitus tässä joukossa oli 15. vuosina 2005-09.

Venäjän BKT kasvoi 4% 2010. Se kasvaa 4.5 % 2011 ja 4.3 % 2012. Optimisminkin oloissa on kuitenkin muistettava Winston Churchillin tokaisu Neuvosto-Venäjältä: "Se on arvoitukseen kääritty mysteeri, jonka sisällä on salaisuus". Se tarkoittaa: makromahdollisuus, mutta mikroriski.

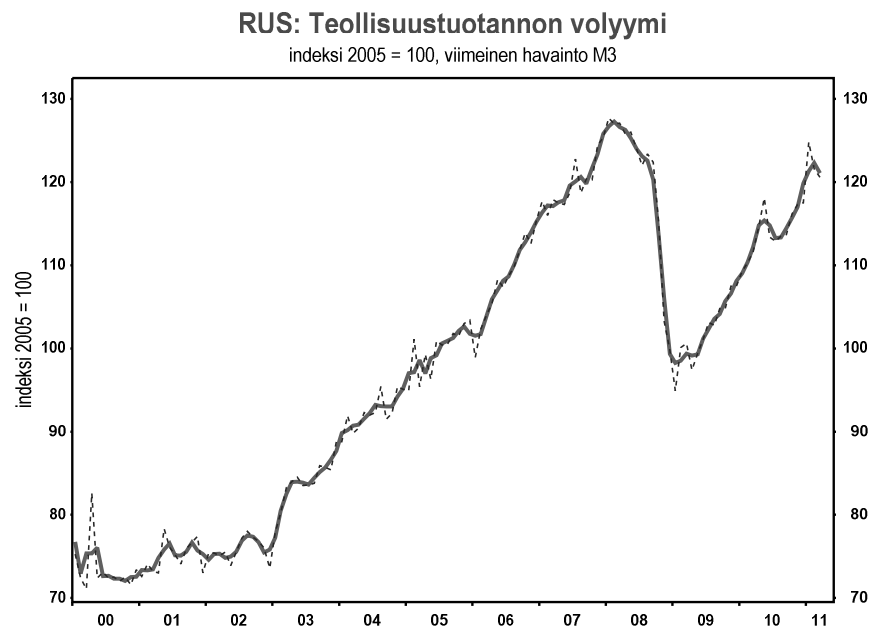
Kuvio 22



Kuvio 23



Kuvio 24



Euroalue: Elpyminen etenee!

Euroalueen taantuma alkoi keväällä 2008. Korkojen lasku, rahoituksen saatavuuden paraneminen, maailmankaupan elpyminen ja kansallinen elvytys käänsivät talouden kasvuun Saksassa ja Ranskassa jo keväällä 2009. Yleiseurooppalainen suhdannekäännös ajoittui heinä-syyskuuhun 2009 (kuvio 34).

Kreikan velkakriisi, joka kärjistyi keväällä 2010, ei pysäyttänyt eurotalouden elpymistä. Epävarmuuden keskellä eurooppalainen talouskasvu ylitti kaikki odotukset. Sama toistui Irlannin kriisin aikana ja myös kuluvan vuoden 1. neljänneksen BKT-luvut olivat odotettua vahvemmat. OECD:n ennakoivan indikaattorin perusteella vahvan alueellisen talouskasvun voi odottaa jatkuvan velkamaiden ongelmista huolimatta (kuvio 27).

Markkinat iskivät Irlantiin sen jälkeen, kun liittokansleri *Angela Merkel* kertoi Saksan ja Ranskan haluavan, että ongelmamaihin sijoittaneet sijoittajat tulee saattaa maksumiehiksi. Sijoittajat säikähtivät ja paniikki levisi (kuvio 40). Tilannetta ei rauhoittanut *Merkehn* myöhempi täsmennys, jonka mukaan hänen lausumansa ei koskenut nykyisiä sijoittajia, vaan vuoden 2013 jälkeen tapahtuvia sijoituksia.

Yllä kuvattu episodi alleviivaa finanssikriisin jälkitilan herkkyyttä ja ajoittaista arvaamattomuutta. Hyvät ja järkevätkin aloitteet saattavat generoida tahattomia haittavaikutuksia.

Kuinka tähän on tultu?

Eurotalous astui uudelle vuosituhannelle vahvassa nousussa. Sitä seurasi kasvupettymysten sarja ja keväällä 2005 EUn perustuslaki haaksirikkoutui Ranskan ja Hollannin kansanäänestyksissä. Kun budjettikuria ylläpitävä Vakaus- ja kasvusopimus vesitettiin jäsenmaiden yhteisellä päätöksellä, legitimoitiin budjettivajeita vähättelevä euroalueen "maan tapa". Aikapommi räjähti euromaiden velkakriiseissä.

Eurotalouden vahva kasvu 2006-07 tuli yllätyksenä. Se lepäsi maailmankaupan vetoavun varassa. Suurista maista eniten hyötyi Saksa (kuvio 25), joka oli ainut kehittyneet talous, joka ei menettänyt osuutensa maailmankaupassa Aasian maille. 2000-luvun alkuvuosina se paransi sisäisellä sopeutuksella kilpailukykyään muihin euromaihin yli 20%. Kun vienti ja teollisuustuotanto kulkevat käsi kädessä, Saksan teollisuustuotanto kasvoi 21% vuodesta 2001 vuoden 2008 alkuun (kuvio 28). Rans-

kassa vastaava muutos oli 5 %. Italian teollisuustuotanto oli 2008 alussa 1 % pienempi kuin 2001.

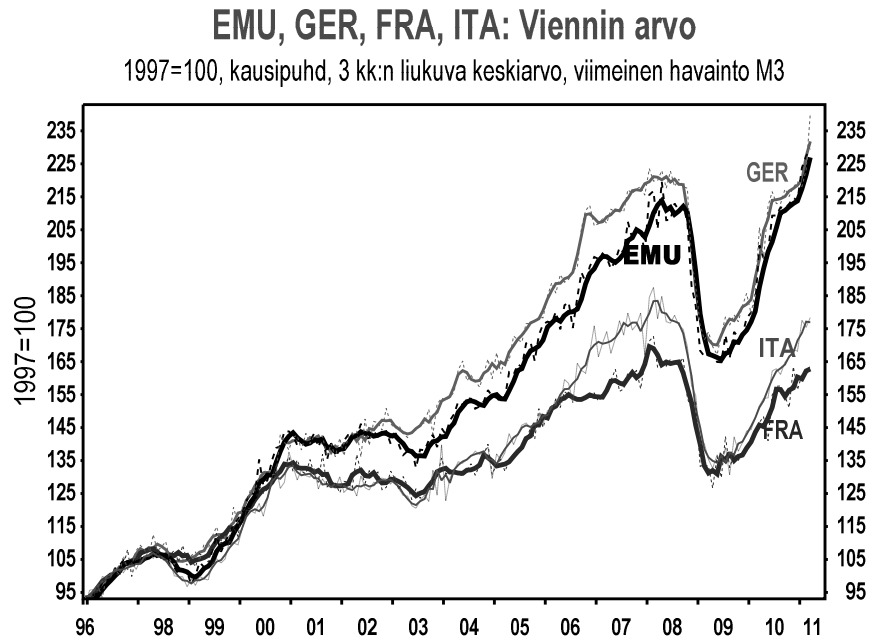
Saksan parantunut kilpailukyky ja lisääntynyt joustavuus sekä Espanjan rakennusboomi painoivat euroalueen työttömyyden merkittävään laskuun (kuvio 32). Vahvistunut luottamus ei kuitenkaan ehtinyt heijastua kulutuskysyntään ennen epävarmuuden uutta aaltoa, työttömyyden nousua ja luottoehtoisten kiristymistä 2008.

Kun maailmankauppa romahti 2008 lopussa (kuvio 2), 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 teollisuustuotanto kääntyivät pian nousuun, Saksan teollisuus tuotti vielä maaliskuussa 2011 yli 3 % vähemmän volyymia kuin ennen kriisiä. Italiassa miinusta oli 17% ja Ranskassa 10%. Koko euroalueen teollisuustuotanto on tätä kirjoitettaessa vaivaiset 5 % suurempi kuin vuonna 2001 (!).

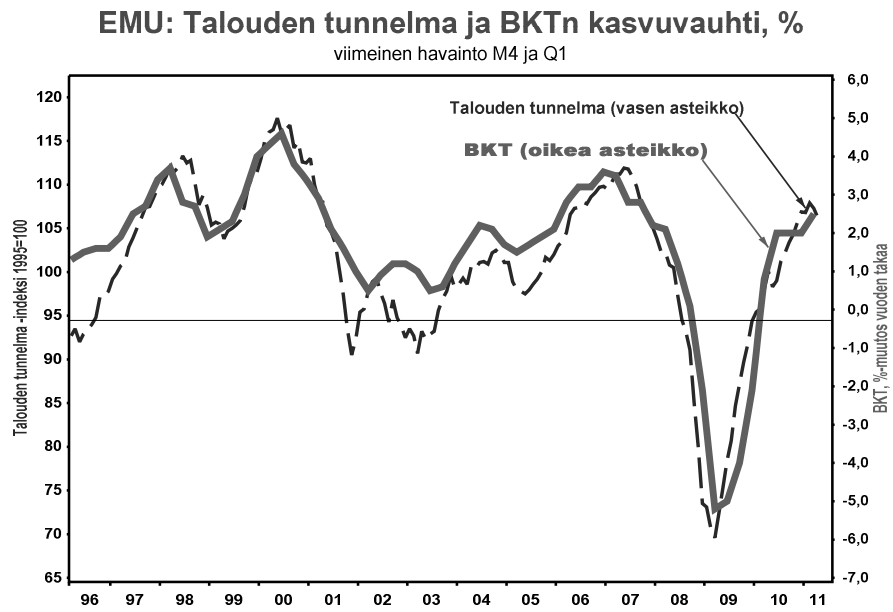
Finanssikriisi kiristi yritysten rahoitusta ja kaikkein voimakkaimmin kohdistui isku ulkomaankaupassa toimiviin yrityksiin. Kun huoli rahoitusjärjestelmän kestävydestä levisi, koettiin yritysjohtajien kollektiivinen paniikki, joka johti investointiprojektien jäädytyksiin ja tilauksien peruutuksiin. Monet yritykset ajoivat varastoja alas vähentämällä tuotantoa kysynnän supistumista enemmän. Kun rahoituksen saatavuus alkoi normalisoitua ja paniikki helpotti, maailmankauppa kääntyi nopeaan nousuun jo kesällä 2009. Se näkyi euroalueen -- ja varsinkin Saksan -- vientiluvuissa euron yliarvostuksesta huolimatta. Saksan vienti on jo ohittanut ennen kriisiä vallinneen tason. Sama koskee koko euroaluetta (kuvio 25).

Vaikka EKP nosti ohjauskorkoa 2005-07, rahapolitiikka pysyi keveähkönä ja rahamäärän (M3) kasvu ylitti reilusti EKP:n 4.5 prosentin referenssiarvon. Kun globalisaatio patosi "perinteisen" hinta- ja palkkainflaation, likviditeetin kasvu purkautui asuntohintoihin. Kriisissä rahamäärän kasvu hidastui nopeasti ja painui lokakuussa 2009 nolnaan. Sen jälkeen nähty piristymisen on vaatimaton. Asuntolainakannan kasvu hidastui 12 prosentista keväällä 2006 miinukselle 2009 aikana (kuvio 30, s. 31). Asuntohintojen alamäki oli 2008 yleiseurooppalainen trendi (kuvio 29), joka katkesi korkotason alenemiseen 2009. Nyt, kun lainakorot ovat nousussa, edessä voi olla asuntohintojen uusi lasku.

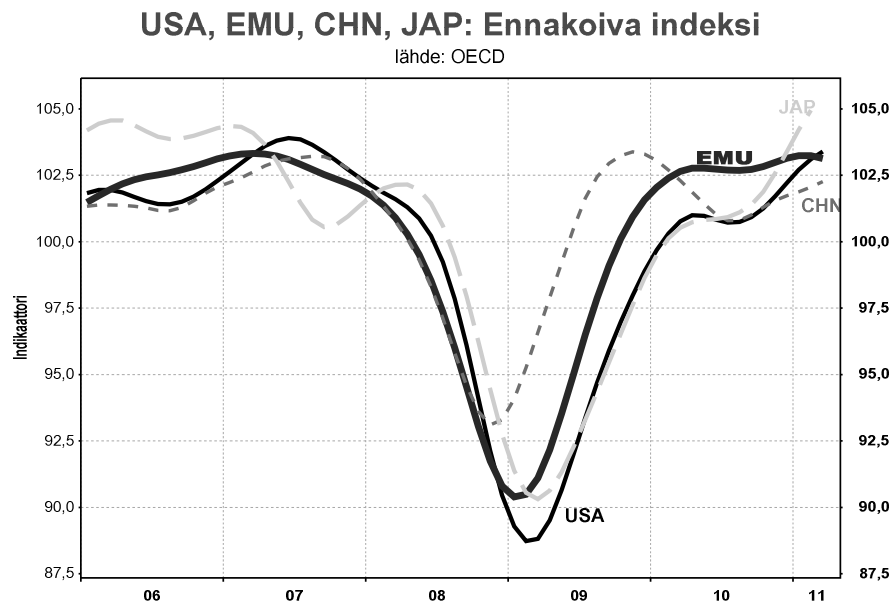
Kuvio 25



Kuvio 26



Kuvio 27



Euromaiden velkakiiri ja euron tulevaisuus

Syksyllä 2008 markkinat alkoivat uudelleenhinnoitella maakohtaisia velkariskejä. Kevätalvella 2009 maat, joissa budjettivaje oli suuri (Kreikka, Portugali, Italia, Espanja), maksoivatkin reilusti korkeampaa korkoa kuin Saksa. Tilanne kuitenkin rauhoittui ja vasta syksyllä 2009 taivas putosi, kun Kreikan valtiontalouden tila ja sen peittämiseksi tehdyt tilastovääristelyt paljastuivat (kuvio 40, s. 38). Samalla kävi ilmi, että maa oli päässyt EMUn jäseneksi vääristettyjen tilastojen perusteella. Maaliskuuhuhtikuussa 2010 epävarmuus lisääntyi ja häiriöt jatkuivat itse itseään vahvistaen.

Toukokuun 2010 alkaessa nähtiin merkit samankaltaisen pankkipaniikin leviämisestä kuin Lehman Brothersin konkurssin jälkeen. Pankkien ulkoisen rahoituksen hinta kääntyi nopeaan nousuun. Vaarana oli yritysrahoitus samankaltainen kiristys kuin se, joka johti maailmakaupan romahdukseen syksyllä 2008.

Pelko aiemmin koetun painajaisen uusiutumisesta oli niin vahva, että EU-maat rakensivat toukokuussa 2010 IMF:n kanssa pelastuspaketin, joka antaa Kreikalle 3 vuotta aikaa tasapainottaa taloutensa EU-mailta ja IMF:ltä saadun luoton turvin. Pelastusoperaatio oli tarpeellinen, järkevä ja Suomen edun mukainen.

Julkisuudessa valtioiden velkaantumista on käsitelty euroalueen erityisongelmana, vaikka ongelma on sama Yhdysvalloissa, Japanissa ja Englannissa. Velkaongelmista ei siis tule syyttää euroa. Siitä tulee syyttää euromaiden poliittisesti valittuja hallituksia, jotka eivät noudattaneet euron turvaksi yhteisesti hyväksyttyä Vakaus- ja kasvusopimusta.

Myöskään pankkien heikko kunto ei ole euroalueen erityisongelma, vaan samaa nähdään Yhdysvalloissa ja Englannissa. Pankkien riskinotosta ei siis tule syyttää euroa. Syytettyjen penkille kuuluvat keho finanssivalvonta, riskinottoon kannustavat palkitsemisjärjestelmät ja luottoluokitustilastojen kyvyttömyys/haluttomuus arvioida realistisesti erilaisiin arvopapereihin liittyviä riskejä. Jos USAn, Englannin ja euroalueen hallitukset ja keskuspankit olisivat halunneet, ne olisivat pystyneet puuttumaan kehityskulkuun vuosia ennen kriisin kärjistymistä.

Se, että sijoittajat ovat ostaneet läpi vuosikymmenten valtionvelkakirjoja, ei ole ongelma. Se on pitkäjänteisen talouspolitiikan toteuttamisen keskeinen edellytys. Kun sijoittajat ovat pitäneet valtion

velkakirjoja riskittömimpänä sijoituskohteena, valtiot ovat saaneet markkinoilta rahaa halvalla korolla.

Kun eurooppalaisen pankkisektorin vakaus vaarantui Lehman Brothersin konkurssin jälkeen, pankkien ja institutionaalisten sijoittajien odotettiin lisäävän valtionvelkakirjojen osuutta sijoitussalkuissaan. Keskuspankkien ja finanssivalvonnan mukaan riskittömien sijoitusten lisääminen vähentäisi rahoitussektorin vakausriskejä ja samalla rahoittaisi valtiontalouden alijäämiä. Poliitikkojen ei pidä syyllistää pankkeja siitä, että ne toimivat toivotulla tavalla.

On oikein ja kohtuullista, että sijoittajan tulee kantaa vastuu sijoitusriskien realisoituessa. Laskua ei saa siirtää veronmaksajien maksettavaksi. Kun nykyiset sijoittajat ovat rahoittaneet valtioita ole-massa olevien pelisääntöjen mukaisessa maailmassa, pelisääntöjä ei saa muuttaa jälkikäteen.

Jos ja kun valtionvelkakirjoja aletaan 2013 lähtien pitää riskisijoituksina, valtiot eivät enää saa rahoitusta yhtä matalalla korolla kuin ennen. Silloin verotuloista menee suurempi osa valtionvelan hoitokuluihin ja vähemmän jää julkiseen kulutukseen ja hyvinvointiprojekteihin. Budjettien tasapainottaminen ja velkaantuneisuuden vähentäminen vaikeutuu.

Jos tulevat pelisäännöt olisivat astuneet voimaan kriisin keskellä, Kreikka, Irlanti ja Portugali olisivat joutuneet selvitystilaan jo kauan sitten. Eurooppalainen pankkikriisi olisi tosiasia. Maanosa olisi tuskin päässyt elpymisen tielle, vaan lama ja ennätystyöttömyys olisi ollut todennäköinen.

Uusi järjestelmä astuu voimaan 2013 kesällä. Siksi kaikilla euromailla on hurja kiire korjata budjettitasapainoaan 2011-2013. Kaikenlainen epäily valtiontalouden kestävydestä menee maan maksamaan korkoon. Lyhyellä aikavälillä budjettialijäämien samanaikainen supistaminen hidastaa elpymistä, mutta pitemmällä aikavälillä se tukee kestävästä talouskasvua.

Kreikan pelastaminen osoitti, että Lehman Brothersin konkurssista oli otettu opiksi. Eurooppalaisen pankkisektorin vakauteen kohdistuvaa luottamusta ei haluttu päästää kuralle eikä maailmantaloutta uuteen taantumaan. Irlanti-operaatio osoitti, että Kreikasta oli otettu opiksi. Toimeen tartuttiin nopeammin ja päättäväisemmin. Portugaliin ratsuväki on tulossa vielä ripeämmin.

Voi olla, että Portugalin jälkeen vuorossa on vielä Espanja. Järkisyys eivät tätä tue. Keskusteluissa

amerikkalaisten markkinaekonomistien kanssa pinnan alta nousee kuitenkin toistuvasti "mitäs-minäsanoin" -asenne. Angloamerikkalaisen ajattelun, joka dominoi markkinoilla, valtavirtahan todisti alusta pitäen eurohankkeen tuomitukseksi. Mikäpä olisi markkinoille huumaavampi riemuvoitto ja oman kaikkivoimaisuuden todiste kuin euron kaataminen?

Espanjan pankkisektori on tämän hetken tietojen mukaan kohtalaisen hyvässä kunnossa lukuun ottamatta eräitä pienehköjä säästöpankkeja, joiden asuntoluototus ei kestä päivänvaloa. Tilanne pyritään tervehdyttämään pankkijärjestelyillä, joiden ansiosta espanjalaisen pankkisektorin kriisiytyminen on hyvin epätodennäköinen. Tilanne on radikaalisti erilainen kuin Irlannissa, jossa hallitus 2008 kriisin keskellä lupasi pelastaa pankit hinnalla millä hyvänsä. Se teki ongelmapankeista valtiontalouden ongelman. Espanjan pankkisektori on niin paljon paremmassa kunnossa, että Irlannin tie tuskin toistuu.

Espanjan valtiontalous oli kriisin iskiessä hyvin hoidettu (kuvio 41). Budjetti oli Kreikasta ja Portugalista poiketen ylijäämäinen ja valtion velka suhteessa BKThen alle 40% eli reilusti matalampi kuin Saksan 65 % ja Ranskan 64 % (kuvio 4, s.8).

Kun finanssikriisi puhkaisi asuntokuplan, Espanjan BKT supistui 3.7 % 2009 ja työttömyys kohosi 18 prosenttiin. Budjettivaje, joka 2009 nousi 11.2 prosenttiin, oli 2010 9.2 % BKTsta. Espanjan rinnastaminen Portugaliin tai Irlantiin on perusteetonta.

Suomalaisessa tukikeskusteluissa näkee väitteitä, että pankeille suunnattuja tukirahoja ei koskaan saada takaisin. Väite on perusteeton. Sen todistaa viimeisimpänä kokemus USAssa, jossa finanssikriisin yhteydessä pankeille suunnattu USD250 mrd. TARP-tuki on jo melkein kokonaan maksettu takaisin. Bloombergin tietojen mukaan Bank of America (USD45 mrd), Citigroup (45 mrd), Wells Fargo (USD25 mrd), JPMorgan Chase (USD25 mrd), Goldman Sachs (10 mrd), Morgan Stanley (10 mrd) ja PNC (7.6 mrd) ovat maksaneet takaisin koko tuen. Pankkien kannattavuuden palautuminen olikin hämmästyttävän nopeaa. Vaikka tämä ei todista, että sama toteutuisi muualla, se todistaa, ettei pankkien tukeminen ole kaivo, josta rahaa ei koskaan takaisin saa.

Valtion velkaa ei tule demonisoida. "Hyvä velka" on se, jolla rahoitetaan investointeja tulevaisuuden talouskasvuun ja samalla velanhoitokykyyn. "Huono velka" on kyseessä, jos sen avulla ei vahvisteta kasvupotentiaalia, vaan velka jää rasittamaan ta-

louden pitkän ajan kasvumahdollisuuksia ja samalla velanhoitokykyä. Talouspolitiikan päättäjien vastuulla on se, että maa ottaa vain "hyvää velkaa". "Hyvä velka" on siunaus, "huono velka" on synti.

Onko euron tulevaisuus vaakalaudalla? Tuskin. Jonkin maan erottaminen vaatisi, että menettelytapoja koskevien säädösten muuttaminen hyväksytään kaikissa EU-maissa mukaan luettuna erottamisuhkan alla oleva maa. Skenaario ei ole realistinen.

Heikot maat eivät voi erota, koska ero olisi niille hyppy kuiluun. Esimerkiksi Kreikan ja Irlannin rahoitus saattaisi katketa kokonaan euron ulkopuolella. Ne voivat selviytyä vain eurotuen varassa.

Vahvat maat tuskin nostavat euroasiaa keskusteluun, jos oppia otetaan Angela Merkelin varomattomasta aloitteellisuudesta, joka vauhditti Irlannin kriisiytymistä ja bodikorkojen nousua. Prosessin katkaiseminen oli massiivinen operaatio.

Vahvat maat tietävät, että yritys erottaa esimerkiksi Kreikka, Irlanti ja Portugali ajaisi nämä maat maksukyvyttömyyteen. Jos niin kävisi, jo maksetuille tukieuroille voisi sanoa hyvästit. Mediassa esitetyt luvut siitä kuinka paljon eri maiden pankeilla on saatavia ongelmamaiden pankeista, ovat vain osatuuksia vakaiden maiden kytkennöistä kriisipesäkkeisiin. Esimerkiksi suomalaisilla pankeilla on saatavia myös saksalaisilta, ranskalaisilta, englantilaisilta ja ruotsalaisilta pankeilta, joilla on omat kytkentänsä ongelmamaihin, mutta myös toisiinsa. Jos piru pääsisi irti, kerrannaisvaikutusten voima saattaisi vertautua siihen, joka koettiin Lehman Brothersin konkurssin jälkeen. Siihen ei vastuullisilla poliitikoilla ole varaa yhdessäkään maassa. Poliittinen vaara on populististen liikkeiden nousu, jonka polttoaineena käytetään finanssikriisin jälkijärjestyksen monimutkaista ja logiikaltaan vaikeasti hahmotettavaa jälkihoitoa.

Eroja tai erottamisia koskevat aloitteet ovat luultavasti jäissä vuosien ajan. Toisaalta muutaman vuoden kuluttua euroalue on erilainen kuin tänään. Kriisimaat ovat sopeuttaneet talouttaan. Euroalueen pankkisektoria koskevat säädökset ja finanssivalvonta yleensä ovat selkiytyneet merkittävästi. Uudessa järjestelmässä markkinat ovat valtiontalouden vahtikoira. Jäsenmaissa harjoitettavaa budjettipolitiikkaa ja sen vastuullisuutta seuraavat myös muiden maiden hallitukset, jotka eivät halua joutua toistensa virheiden maksumiehiksi. Tänään relevantit perustelut eroille tai erottamisille eivät siis ehkä ole enää ajankohtaisia 2013, kun euron valuvikoja on paikattu.

Ensin Kreikan ja sitten Irlannin kriisi siirsivät EKP:n ensimmäistä koronnostopäätöstä myöhäisemmäksi. Maaliskuussa keskuspankki päätteli, että vaara Portugalin täysimittaisesta kriisistä on hallinnassa ja euroalueen talouskasvu vakaalla pohjalla. Kun inflaatio oli jo kuukausia ylittänyt kahden prosentin tason, korkojen nousukäänne nähtiin huhtikuussa ja edessä on ohjauskoron pari vuotta kestävä nousujakso (kuvio 39).

Millainen on euroalueen kasvunäkymä?

Kotoisen ja ulkoisen elvytyksen kokonaisvaikutus Euroopassa oli 2010 keväällä maksimissaan. Nyt elvytyksen kasvuvaikutus alkaa olla loppuun kulutettu. Tämä lisää talouskasvun hidastumisen todennäköisyyttä siitäkkin huolimatta, että rahoituksen saatavuuden vähittäinen paraneminen jatkuu koko vuoden 2011 ajan. Toisaalta sekä OECD:n ennakoiva indikaattori (kuvio 27) että eurotalouden tunnelmaa kuvaava indikaattori (kuvio 26) antavat aiheen odottaa, että kasvun hidastuminen jää vähäiseksi. Kuluvan vuoden alun vahvat BKT-luvut tukevat arviota, että kasvu on vakaisissa maissa päässyt itse itseään ylläpitävälle uralle.

Vaikka yleinen optimismi on lisääntynyt, euromaiden kasvunäkymät ovat hyvin erilaiset. Kriisimaissa työttömyyden nousu hillitsee kulutuksen kasvua pitkään. Kun se yhdistyy ongelmamaiden heikkoon kilpailukykyyn ja kireään finanssipolitiikkaan, euroalueen kasvukuva on epäytäinen. Toisaalta kasvun eritahtisuus oli tyypillistä myös ennen kriisiä. 2000-luvun alkuvuosina Saksa oli euroalueen jarruvaunu, kun taas Espanja ja Irlanti olivat kasvutähdet. Nyt osat ovat vaihtuneet.

EKP käänsi ohjauskoron laskuun syksyllä 2008. Se tapahtui suhdanteiden heikkenemisen näkökulmasta myöhässä, mutta siitä eteenpäin korot laskivat vauhdilla.

Luottomarkkinakriisin levitessä ero valtion (vakuudellisen) ja pankkien (vakuudettoman) 3 kk:n rahan välillä kasvoi poikkeuksellisen suureksi. Lyhyiden (=3 kk:n) korkojen osalta normalisoituminen on tapahtunut. Pankkien tarvitseman pitemmän (3-4 vuoden) ulkoisen rahoituksen osalta tilanne ei ole yhtä hyvä. Kreikan kriisi heitti pankkien ulkoisen rahoituksen hinnan uudelleen ylös ja sama tapahtui Irlannin kriisin aikana. Premio suhteessa valtio on nyt Lehman Brothersin konkurssia edeltäneellä tasolla eli edelleen hyvin korkea. Usko siihen, että Portugali pelastetaan, on siinä määrin vahva, että pankkeihin kohdistuva epäluottamus ei noussut

edes sen jälkeen, kun Portugali ilmoitti tarvitsevänsä ulkoista apua.

Euroalueen BKT supistui -4.0% 2009. Elpyminen alkoi kesällä 2009 ja BKT kasvoi 1.8 % 2010. Kasvu 2011 on 2.0 % ja 1.8 % 2012 (kuvio 37, s. 35). Kun budjettivajeita sulatetaan, finanssipolitiikka on vuosien ajan kasvua rajoittavaa. Kun myös korkojen nousu rasittaa talouksia, euroalueen trendikasvu vakiintuu lähivuosiksi vähän yli 1½ prosentin tasolle.

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. Heinäkuussa 2009 inflaatio oli -0.7 %.

EKP:n jokaisena toimivuotena 1999-2008 inflaatio toteutui *ex ante* odotuksia korkeampana. Taantumavuosi 2009 oli ensimmäinen kymmeneen vuoteen, kun EKP saavutti tavoitteensa alle 2 prosentin inflaatiosta. Vuositasolla inflaatio oli +0.3 %.

Huhtikuussa 2011 kuluttajahintainflaatio oli 2.8% eli selvästi tavoitehaarukan yläpuolella (kuvio 33). Hintojen nousua on vauhdittanut energian ja muiden raaka-aineiden kallistuminen. Riskinä on, että ulkoisesta hintashokista alkaa sisäinen hintojen nousuprosessi. Riskiä lisää se, että rahapolitiikka pysyy koronnostoista huolimatta historiallisesti katsoen keveänä pitkälle vuoteen 2012.

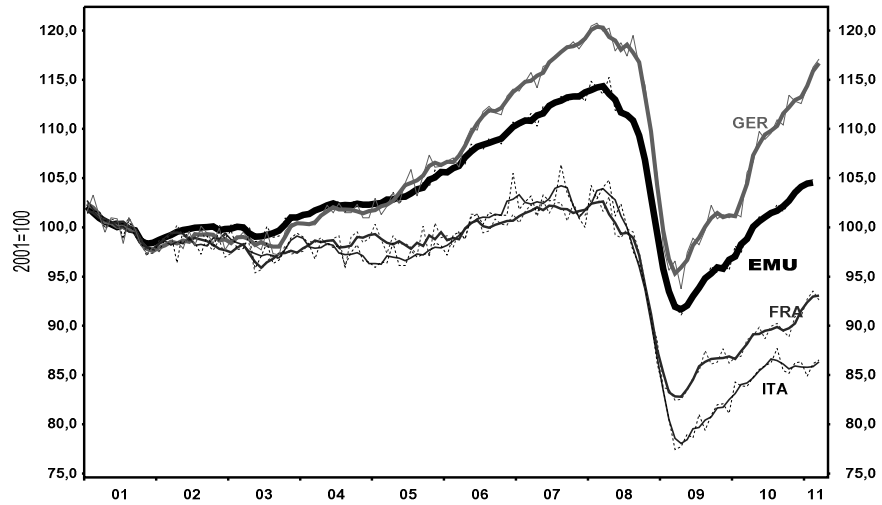
Euroalueen rahapolitiikka 1999-2006 oli elvyttävää, vaikka hintojen nousu ylitti EKP:n tavoiteinflaation. Inflaatio-ongelman kroonisuus todisti ohjauskoron olleen kiistattomasti "too low, too long". Koronnostot alkoivat 2 prosentin tasolta joulukuussa 2005. Heinäkuussa 2008 päätetty korotus 4.25 prosenttiin oli virhe ja jo lokakuussa 2008 EKP käänsi ohjauskoron nopeaan laskuun, jonka tuloksena se päätyi 1.0 prosentin tasolle toukokuussa 2009.

Budjettivajeet ovat olleet suurten euromaiden krooninen ongelma ja ekonomistien päänsärky vuosien ajan. Vuosina 2006-07 kasvu paransi tasapainoa, mutta finanssikriisi katkaisi muutoksen. Saksan budjettivaje 2010 oli -3.3 % BKT:stä, Ranskan -7% ja Italian -4.6%. Espanjassa vastaava luku oli -9.2% ja Kreikassa -9.5%, Irlannissa -31.8% ja Portugalissa -8.6%. Vajeiden supistaminen on raskas urakka.

Kuvio 28

EMU: Teollisuustuotannon volyymi

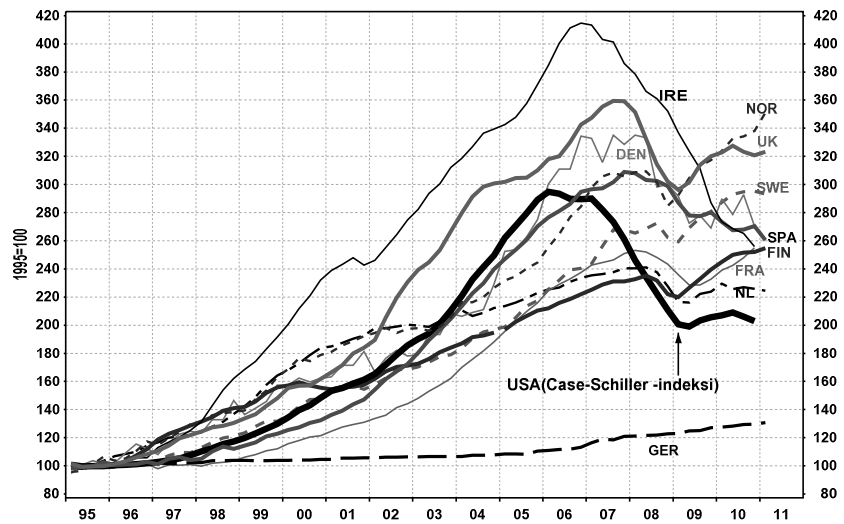
ja sen 3 kk:n liukuva keskiarvo, viim. hav. M3



Kuvio 29

Asuntohintakehitys eri maissa

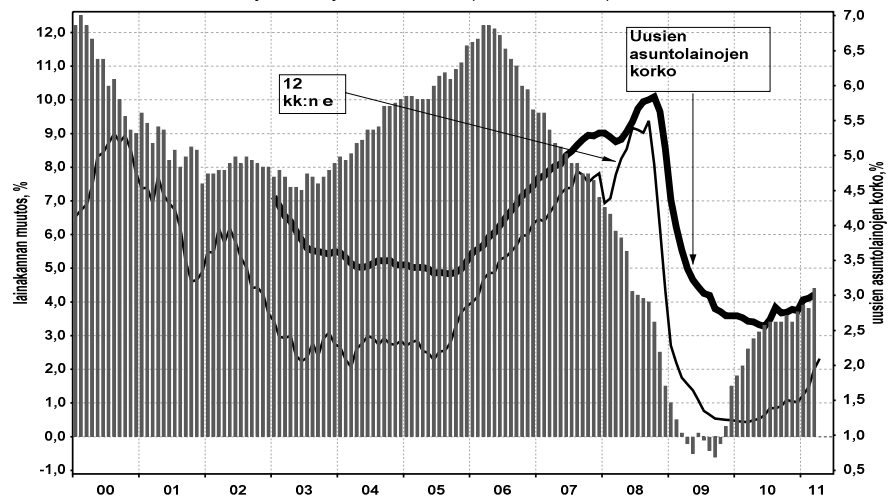
kausitasoitettu, 1995=100



Kuvio 30

EMU: Asuntolainakannan muutos, %

uusien asuntolainojen korko ja 12kk:n euribor (asteikko oikealla), viimeinen havainto M3



Saksa nousi kuin Fenix-lintu tuhkasta

Saksa, Ranska ja Italia tuottavat yhdessä 3/4 euroalueen BKT:stä. Vuoden 1995 alusta 2005 alkuun Saksan BKT lisääntyi 13% ja Italian prosenttiyksikön enemmän. Ranska pärjasi paljon paremmin ja kasvua oli 24%. Samaan aikaan "muu euroalue" (=pienet maat + Espanja) kasvoi liki 35 % eli lähes yhtä paljon kuin USA. Vuosina 1995-2005 euromaiden kasvuongelma oli isojen maiden ongelmakasvu.

Saksan suuri ongelma oli se, että kotimainen kysyntä kasvoi 10 vuoden aikana vain 5%. Vaisu talouskasvu oli siis perustaltaan kotoperäistä, sillä samaan aikaan Saksan viennin volyyymi kasvoi 101 %.

Italian heikkoudessa yhdistyi vaisu kotimaan-talous keskinkertaiseen vientimenestykseen. Vuoden 1995 alusta 2005 alkuun Italian viennin volyyymi kasvoi 24 % eli alle neljänneksen vastavasta muutoksesta Saksassa.

Saksa jylläsi vientimarkkinoilla, kun taas Italia, Ranska ja Espanja menettivät asemiaan vuosien ajan jo ennen finanssikriisiä. Kun 2000-luvun alkuvuosien Saksassa palkat nousivat 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.

Kun finanssikriisi romautti maailmankaupan, isku kohdistui vientivetoiseen Saksaan erityisen pahasti. Olikin paradoksaalista, että keskinkertaiset vientimaat selvisivät pienemmin vaurioin kuin isku-kykyinen Saksa, jota vahva kilpailukykyään ei suojannut maailmankaupan romahtaessa. OECD:n mukaan nettovienti heikensi Saksan BKT-kasvua 3 %-yksikköä 2009. Vaikutus oli Italiassa 1 %-yksikön luokkaa ja Ranskassa lähellä nollaa. Kriisin jälkeen Saksa on hyötynyt maailmankaupan kasvusta monia muita enemmän.

Italian ongelma on heikon kilpailukyvyn rinnalla vientiteollisuuden keskittyminen globaalin kilpailun oloissa taantuville aloille. Ranskaa vaivaa itseriit-toisuus, jonka varassa se on kuvitellut voivansa ohittaa globalisaation haasteet ilman sisäistä sopeutu-mista. Sama koskee kahta pienempää euromaata, Portugalia ja Kreikkaa. Espanja kasvoi kriisiin asti vahvaa vauhtia immigraation varassa ja maan 40 mil-

joonaa asukasta otti vastaan 4 miljoonaa maahan-muuttajaa 10 vuoden aikana. Kun heille rakennettiin halvan rahan avulla asunnot, syntyi asuntomarkkina-kupla, jonka puhkeaminen romautti talouden. Espanjassa taantuma jatkui 2010 muun Euroopan jo elpessä. Vuosina 2011-12 Espanjan kasvu pääsee jo plussalle.

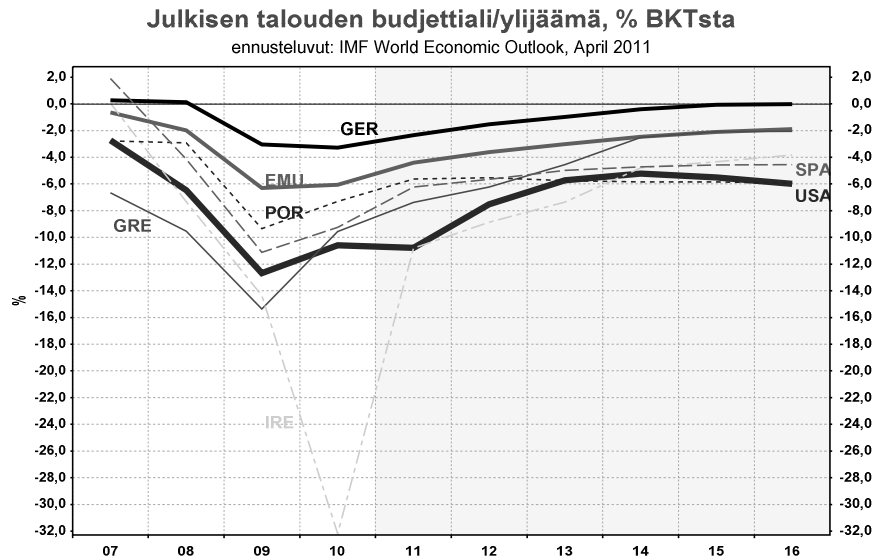
Huonosti hoidettu yhdistyminen on rasittanut Saksa-a pitkästi. Länsi-Saksan sosiaaliturva ulotettiin itään, kun väen pelättiin muuten muuttavan länteen. Itäi-nen Saksa muuttui työttömyysmaaksi, jonka elinkus-tannukset maksettiin lännestä. Saksan dynaamisuutta söi ristiinomistusten verkko, jossa valtio oli mer-kittävä omistaja suurissa pörssiyrityksissä. Tässä ver-kostossa pulaan joutuneelle suuryritykselle löytyi aina auttaja, koska tämän päivän auttaja voi olla huomis-päivän autettava. Saksalaisen hyvä-veli-järjestelmän vertaista ei löytynyt edes Kekkonen ajan Suomesta. Pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä ja keskittynyt omistus suosivat perinteisiä, matalan riskin inves-tointeja. Suuryrityksille turvallinen toimintaympäristö rajoitti innovatiivisen aluskasvillisuuden syntyä yritys-elämään ja hidasti saksalaisen yritystoiminnan uu-delleenjärjestelyjä. Kun työmarkkinoita säätelivät ay-liike ja sitovien säädösten kattava verkko, dynaamiset (pien)yritykset loistivat poissaolollaan. Jäykän pääomajärjestelmän suhteellinen etu oli oloissa, joissa suuryritykset dominoivat ja toimintaympäristö muut-tui hitaasti. Se aika on kaukana takana.

Saksassa painetta talouden uudistumiseen kas-vatti se, että EMU vei siltä monia suhteellisia etuja. Ennen korot olivat Saksassa Euroopan matalimmat, nyt ne ovat samat läpi euroalueen. Ennen Saksan *reaal*korot olivat Euroopan mata-limmat, nyt eivät. Ennen saksalaisyritysten suh-teellinen etu olivat suuret kotimarkkinat, joiden mahdollistamat pitkät tuotantosarjat olivat hyvä ponnahduslauta maailmanmarkkinoille. Nyt kotimarkkina on sama kaikille euromaille.

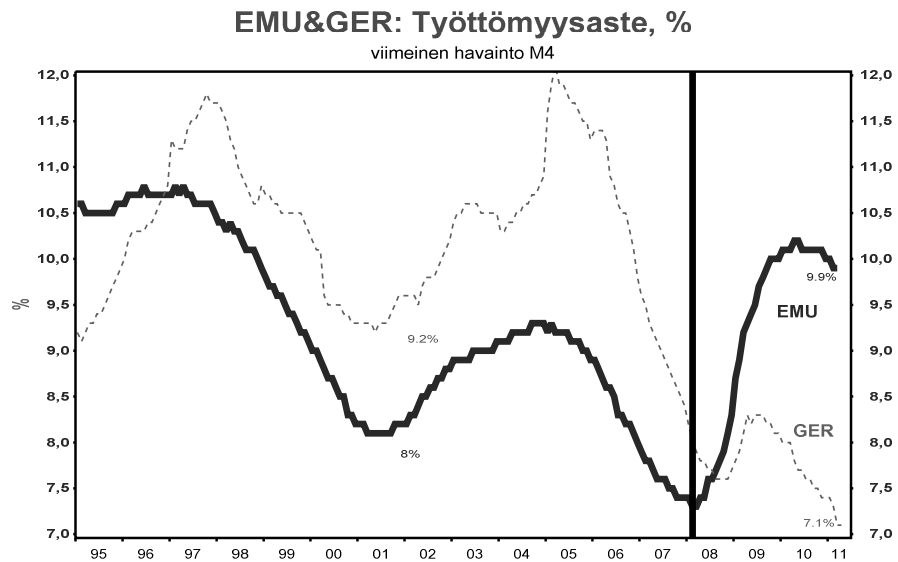
Saksa on koko ajan ollut Euroopan yhdentymisen poliittinen veturi, mutta talouselämä reagoi muuttu-neeseen kilpailutilanteeseen tilanteeseen vasta 2000-luvun alussa. Rakennemuutos alkoi yrityselämän ve-tämänä. Joustavuus ja dynaamisuus lisääntyivät ja hal-litukset antoivat tilan yritystasolla etenevälle muu-tokselle. Varsinkin vientiyrityksissä muutos on ollut suuri, mutta palvelualoilla prosessi on pahasti kesken.

Samaan aikaan, kun Saksa uudistui, Kreikka ja Portugali näkivät eurossa mahdollisuuden jatkaa vanhaa menoa nauttien euron tuomista matalista koroista. Kansakunnan tulotaso nostettiin sellaiseksi, jota talouden suorituskyky ei kestänyt. Tämän hintaa maksetaan nyt Kreikassa ja Portugalissa.

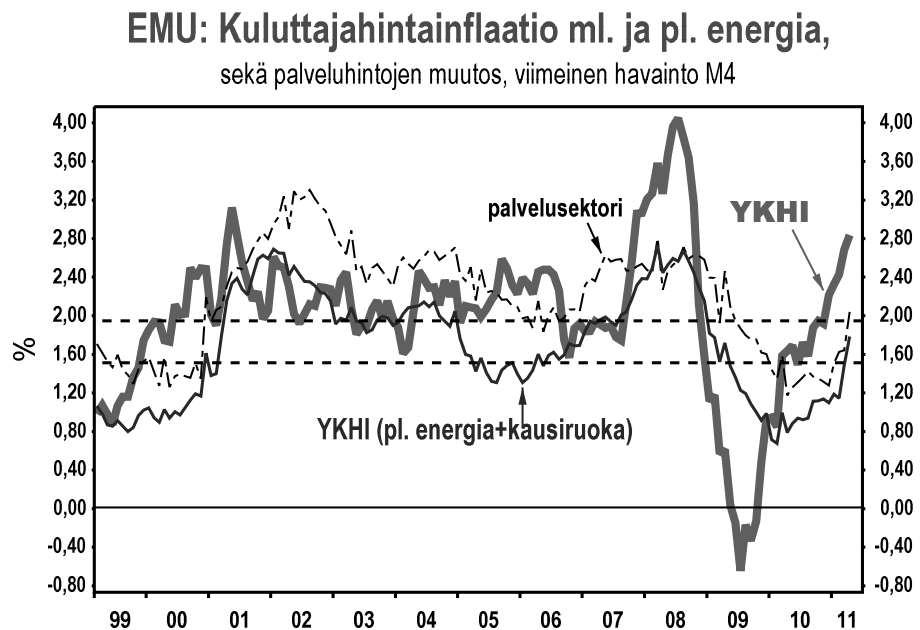
Kuvio 31



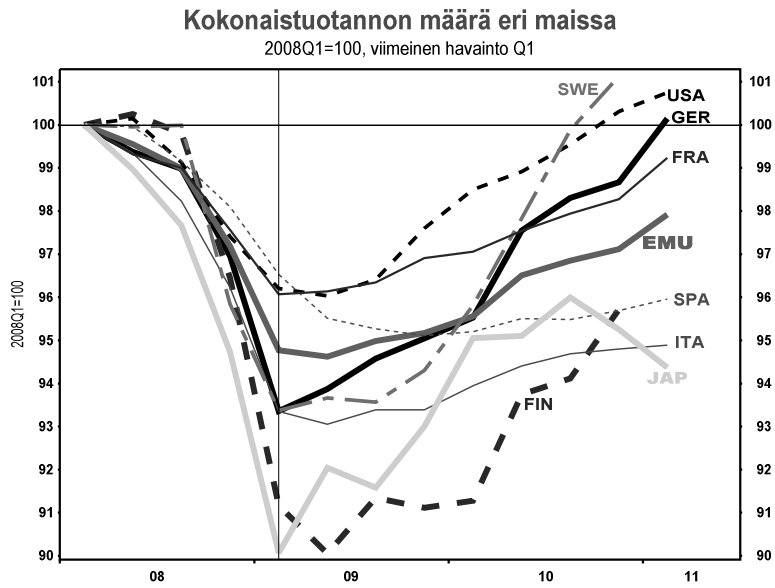
Kuvio 32



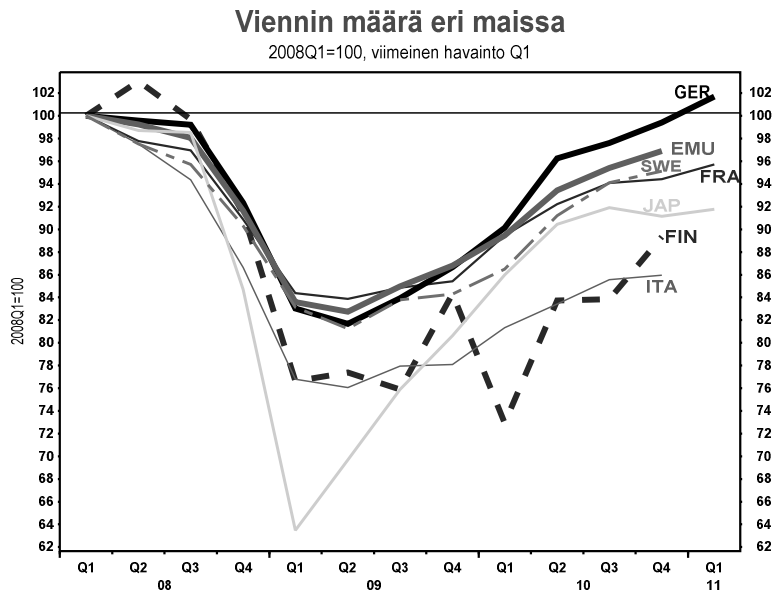
Kuvio 33



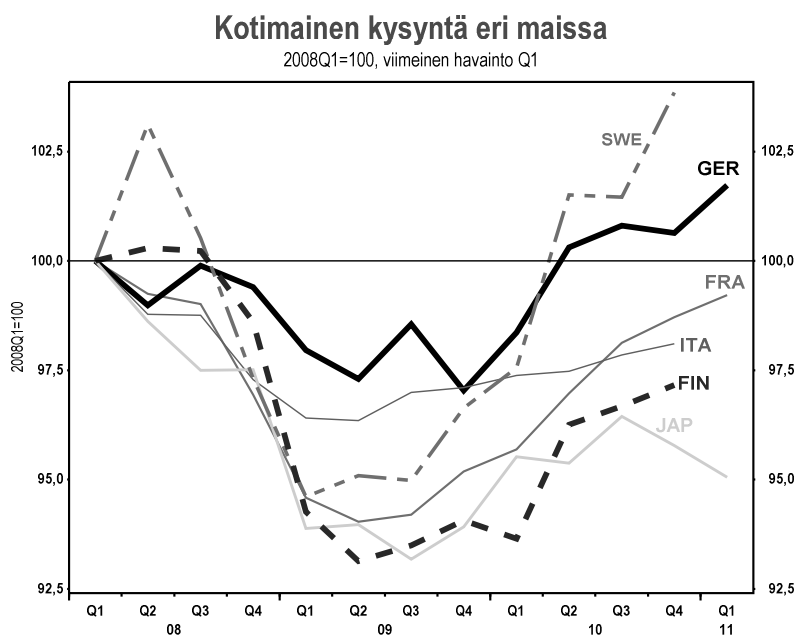
Kuvio 34



Kuvio 35



Kuvio 36



Yhteenvedo euroalueen talousnäkymistä

Euroalueen BKT supistui -4.0 % vuonna 2009. Talous pääsi kuitenkin kasvuun jo kesällä 2009 ja kasvun lakipiste ajoittui kevääseen 2010, jolloin raha- ja finanssipoliittisen elvytyksen vaikutus oli vahvimmillaan. Euro-BKT kasvoi 1.8 % 2010. Kasvu 2011 on 2.0 % ja 1.8 % 2012 (kuvio 37). Sen jälkeen euroalueen trendikasvu tasaantuu vähän yli 1½ prosentin tasolle. Inflaatio, joka oli 1.6% 2010, on 2.7 % 2011 ja 2.2% 2012.

Saksan viime vuosien uudistukset ovat parantaneet maan pitkän aikavälin kasvuedellytyksiä. Maa, joka ei menettänyt lainkaan osuuttaan maailmankaupassa Aasian nousun aikana, osoitti että globalisaatio ei tapa talouskasvua kehittyneistä maista. Saksa on Euroopan veturi, joka haastaa muut eurotaloudet entistä tiukemmin sekä keskinäisessä kaupassa että kolmansilla markkinoilla.

Vaikka Sarkozyn Ranskassa on saatu vähän villoja talouden uudistuksissa, paikallaan pöhöttyvä Italia on Euroopan suurista se heikko mies.

Akuutit ongelmat ovat suurimmat Kreikassa, Irlannissa ja Portugalissa. Espanja joutuu taistelemaan pitääkseen itsensä irti tartuntataudin lailla leviävistä velkakriiseistä. EU-tukipaketti, jolla yhdessä IMF:n kanssa haluttiin turvata Kreikan velkaongelmien hallittu korjaaminen, rauhoitti tilanteen muutamaksi kuukaudeksi. Syksyllä oli kuitenkin vuo-

rossa Irlanti ja nyt Portugali.

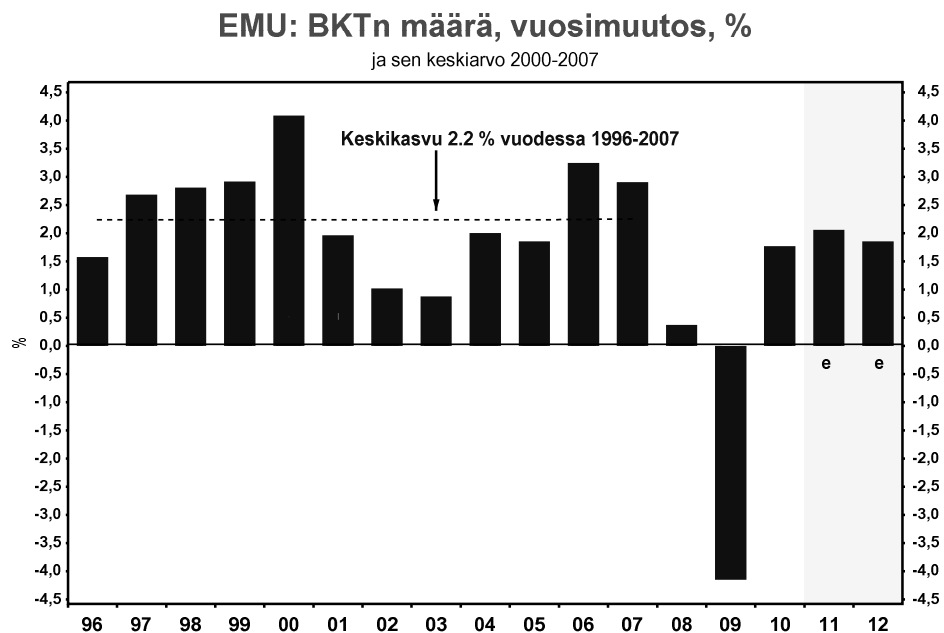
Hallitusten tärkein tehtävä 2008-09 oli estää taantumän syveneminen lamaksi. Se onnistui. Nyt euromaiden suurin haaste on maasta toiseen levinneen velkakriisin ketjuttumisen uskottava katkaiseminen.

Elpymisspurtin jälkeen euroalueen kasvu vakiintuu vaisuksi, sillä elvytyksen kasvattama velka- taakka ja budjettivajeiden sulattaminen rasittavat kasvupotentiaalia. Kun myös rahapolitiikkaa normalisoidaan (lue: korkoja nostetaan), talouspolitiikan kokonaisuus rajoittaa kasvua vuosien ajan. Ennustejakson lopusta lähtien trendikasvu vakiintuu vähän yli 1½ prosentin tasolle.

Kun akuutit kriisit on selvitetty, politiikkakeskustelun agendalle palaa kysymys eurotalouden dynamiikan rakenteellisesta parantamisesta.

Rakennemuudistuksia 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 kasvuosuuksista kilpaillaan, uhkana on piiloprotektionismin nousu.

Kuvio 37



Korot: Rahapolitiikan totuuden hetki!

FED: "Too low, too long" ja inflaatio on pian irti!

USAssa korkoelvytys alkoi syyskuussa 2007 ja se vei ohjauskoron nollan tuntumaan joulukuussa 2008. Tutkimusten mukaan kestää 12 - 18 kuukautta siihen, kun rahapoliittisten koronmuutosten vaikutukset ovat välittyneet täysimääräisesti talouteen. Vuosina 2007-2008 toimeen pannun korkoelvytyksen kasvua vauhdittava vaikutus oli siis kulutettu loppuun marraskuussa 2010, kun FED otti uuden askeleen kvantitatiiviseen elvytykseen. Askeleen koodinimi oli QE2.

USAn inflaatio on noussut yli 3 prosenttiin ulkoisista syistä johtuen. Tähän tilanteeseen FED ei enää pysty vaikuttamaan. Kriittinen kysymys koskeekin inflaatiota 2012-14. Rahapolitiikan ja inflaation välistä kohtalonyhteyttä koskeva tutkimus osoittaa, että liian kevyt rahapolitiikka löytää aina purkautumistien hintoihin. Kun globalisaatio hillitsi 2000-luvun alkuvuosina palkkojen ja kullattajahintojen nousua, keveys purkautui asuntointoihin. Purkautuuko keveys nyt öljyn ja muiden raaka-aineiden hintoihin? Onko kupla jo kehittynyt pitkien korkojen markkinoilla? Jos kupla syntyy, se puhkeaa aikanaan ja käsissä on uusi kriisi. Greenspanin mukaan keskuspankin ei pidä estää kuplien syntymistä, koska keskuspankki ei tiedä *etukäteen* mikä on kupla. Bernancken viimeaikaiset puheet ja päätökset lisäävät huolta, että Greenspanin henki elää vahvana FEDissä.

Finanssikriisin ja sen globaalien vaikutusten takaa löytyy kasapäin rahapolitiikan virheitä ajalta, jolloin Alan Greenspan johti FEDiä Ben Bernanke tukenaan. 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 heikentyä ja 11 koronlaskua 2001 vei ohjauskoron 6.5 prosentista 1.75 prosenttiin. Irakin sodan loppuvaiheessa FED laski ohjauskoron 1 prosenttiin kesällä 2003. Taso oli matalin neljään vuosikymmeneen. Noina vuosina FED taisteli eturintamassa kuluttajien psykologiasta ja tuki velkavetoista kulutusta ylimatalilla koroilla 2002-2005. Poliitiikka raunioitti säästämisen ja ruokki

asuntomarkkinakuplaa. Korot olivat "too low, too long" (kuvio 5, s. 8). FED minimoi ohjauskoron ja maksimoi luotonkasvun vaikka kansakunnan velkaantuminen syveni jatkuvasti. Greenspanin ajan tilastohistoriaan kirjattiin 15 kasvavan vaihtotasevajeen vuotta.

Hämmentävä vaihe rahapolitiikkakeskustelussa oli, kun syksyllä 2008 öljyn ja ruoan hinnan nopea halventuminen nosti esiin deflaatiopelon. Pidimme pelkoa liioiteltuna. Juuri deflaatoriskillään perusteltiin myös ylielvyttävyyttä 2002-03. Kesällä 2010 deflaatiopelkoja viriteltiin uudelleen. Inflaatio oli hidas ja varsin vakaa, mutta deflaatiopelko jälleen kerran liioiteltu.

Kokonaistuotanto kasvoi 2001 lopusta 2005 loppuun 3 prosentin keskivauhtia eli potentiaalisen tuotannon uralla. Silti FED elvytti, vaikka likviditeettiä lisäsi Kiinan ja muiden Aasian maiden sekä öljyntuottajamaiden sijoituspolitiikka. Kun ne ostivat massamääräisesti Yhdysvaltain valtion velkapapereita, pitkät korot painuivat sille matalalle tasolle, jolle Greenspan antoi nimen "*conundrum*". Se oli syytysnestettä velkaantumisen ja asuntokaupan liekkeihin. FED ei kantanut huolta eikä pyrkinyt neutraloimaan ulkoa virtaavan likviditeetin vaikutuksia. FED toimi *de facto* päinvastoin harjoittaessaan negatiivisen reaalikoron politiikkaa (kuvio 5, s. 8). Ylikevä rahapolitiikka tuki asuntomarkkinakuplan kasvua, velkavetoista kulutusta ja *subprime* -markkinan syntyä. Vasta kesällä 2004 FED käänsi ohjauskoron nousuun. Tarvittiin 17 (!) korotusta viemään ohjauskorko 1 prosentista 5.25 prosenttiin kesällä 2006. Vasta tuolloin (eli Bernancken jo istuessa FEDin johdossa) ohjauskorkoa saattoi pitää normaalina inflaatio ja talouskasvu huomioon ottaen.

Ennustimme jo vuosia sitten, että Alan Greenspanin sädekehä himmenee, kun aikaa kuluu hänen eläköitymisestään helmikuussa 2006. Nyt sädekehä on säpäleinä. Greenspania on kuulusteltu kongressissa yhtenä syyllisenä *subprime* -kriisiin ja siitä seuranneeseen rahoitusmarkkinakaaokseen. Hän myönsi virheeksi arvion, että rahoituslaitosten omaehtoinen halu välttää kriisit tuottaisi itsekontrollin, joka estää mätäpäiseiden 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. Tilanne vaati rajua korkeelvyytystä. Kahdeksan koronlaskua syyskuun 2007 ja joulukuun 2008 välillä vei ohjaukskoron nollatasolle. Tuolla tasolla se on yhä vieläkin, vaikka takana on kaksi normaalikasvun vuotta.

Finanssikriisin aikana FED lähti epätavanomaisen keskuspankkipolitiikan tielle. Se jakoi markkinoille massiivisesti likviditeettiä; järjesti ylimääräisiä pitkäaikaisia rahoitusoperaatioita ja pidensi maturiteetteja; laajensi keskuspankkirahoituksessa hyväksytyjen vakuuksien kirjoa; laajensi keskuspankkiopeeraatioiden vastapuolien määrää; osti riskillisiä sijoituspapereita paitsi pankeilta myös yrityksiltä; järjesti dollarimääräisiä operaatioita Yhdysvaltojen ulkopuolella yhteistyössä muiden keskuspankkien kanssa. Taustalla olivat opetukset, joita Bernanke keräsi tutkiessaan 30-luvun lamaa. Kriisin ollessa pahimmillaan, Bernanke ilmoitti FEDin tekevän laman estämiseksi "*what-ever-it-takes*".

Bernanken ja FEDin politiikka onnistui päätavoitteessaan, kun USA vältti laman. Pidämme perusvalintaa edelleen oikeana valintaa. Se tehtiin hälytys sireenien soidessa. Silloin pelastettiin hukkuva laivaa. Nyt taantumän päättymisestä on 2 vuotta. Sinä aikana moni asia on muuttunut. Siksi marraskuun 2010 uusi kvantitatiivisen elvytyksen operaatio (=QE2) tuntui seikkailupolitiikalta.

FED ei saa unohtaa traumaattista muistoa hyvinvointikustannuksesta, joka seurasi irti päässeen inflaation taltuttamista 80-luvulla. FED ei saisi unohtaa myöskään sitä, että finanssikriisin osasyllinen oli FEDin politiikka, joka piti korot 2001 taantumän jälkeen liian matalina liian pitkään. Onko mahdollista, että sama virhe toistetaan näin pian? Uskoimme vuosi sitten, että FED pyrkii irtautumaan ylielvytyksestä niin pian kuin mahdollista. Nyt emme enää usko. Nyt näyttää vahvasti siltä, että FED hyväksyy sen, että inflaatio 2012-14 pysyy yli 3 prosentissa päinvastaisista puheista huolimatta.

Taantuma päättyi kesäkuuhun 2009. Talous kasvoi 2010 2.8 % ja konsensusennusteen mukaan kasvu 2011 on yli 3 %. Häätätilakoron ajan voisi siis ajatella jääneen taakse. Korkea työttömyys on kuitenkin niin paha piikki lihassa, että FED istuu käsiensä päällä. Syyinä lienee Bernanken tutkimustulos, jonka mukaan 30-luvun lama pitkittyi, kun keskuspankki nosti korkojaan liian aikaisin.

Kesäkuun lopussa FED on toteuttanut loppuun QE2 -ohjelman. Silloin FED on kolminkertaistanut talouden rahaperustan kriisin alkuun verrattuna. Inflaation siemen on kylvetty. Toisaalta talouskasvu on sen verran vaimeaa, että käyttämätöntä kapasiteettia on tarjolla ja työttömyys pysyy korkeana. Toisaalta matka nykyisestä hyperelvytyksestä "normaaliin" korkopolitiikkaan on hurjan pitkä. Jos kiulu suljetaan liian nopeasti, edessä on uusi taantuma. Luultavampaa on, että Bernanken FED nostaa korkoa 2012-2013 vähitellen ja näin toimiessaan uhraa Volkerin FEDin 30 vuotta sitten tekemän työn inflaation suitsimiseksi.

Laman torjuminen ei poista FEDin kilvestä sitä tahraa, joka johtuu Greenspanin FEDin roolista finanssikriisin keskeisenä kättilönä. Se ei myöskään poista kysymysmerkkiä FEDin roolista Lehman Brothersin konkurssiin johtaneessa prosessissa, joka kärjisti finanssikriisin ja vei maailmantalouden taantumahan.

Keskuspankkipolitiikan toinen suuri haaste koskee rahoitusmarkkinavalvonnan parantamista. Ajatus finanssi-innovaatioiden siunauksellisuudesta on osoittautunut valheelliseksi. Siksi emme pidä kovin keskeisenä pelkoa, että uudistettu finanssivalvonta vaikeuttaisi "innovaatiotuotantoa".

Mitä "Taylorin sääntö" sanoo USAn rahapolitiikasta ennen finanssikriisiä ja sen jälkeen?

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

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

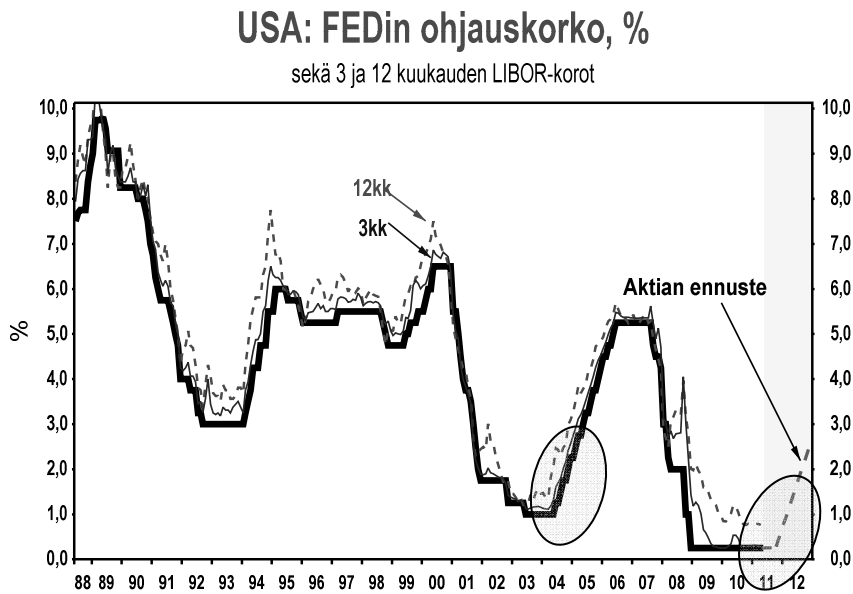
missä i_t on nimellinen ohjaukorko korko hetkellä t ; Ω on vakiotermi, joka vastaa pitkän ajan odotettua reaalista keskikorkoa; π_t on 12 kuukauden inflaatiovauhti ja π^* on FEDin inflaatio tavoite; $(Q_t^* - Q_t)$ kertoo tuotannon tason suhteessa trendiin, joka osoittaa potentiaalisen tuotannon tason.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

Paras selitysvoima saatiin, kun mallin (i) kertoimet olivat

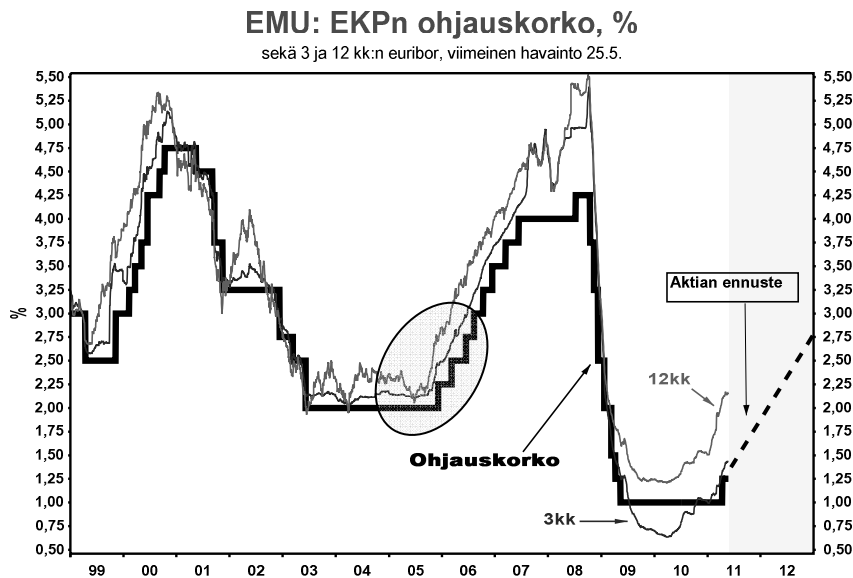
$$I_t = 4 + 1.5(\pi_t - 2) + 0.5(Q_t - Q_t^*) \quad (ii)$$

Yhtälön mukaan FED Funds korko on 4% silloin, kun inflaatio on 2 % ja tuotanto trenditasolla. Tästä voitiin päätellä, että vaikka FEDillä ei ole eksplisiittistä inflaatiotavoitetta, se *de facto*

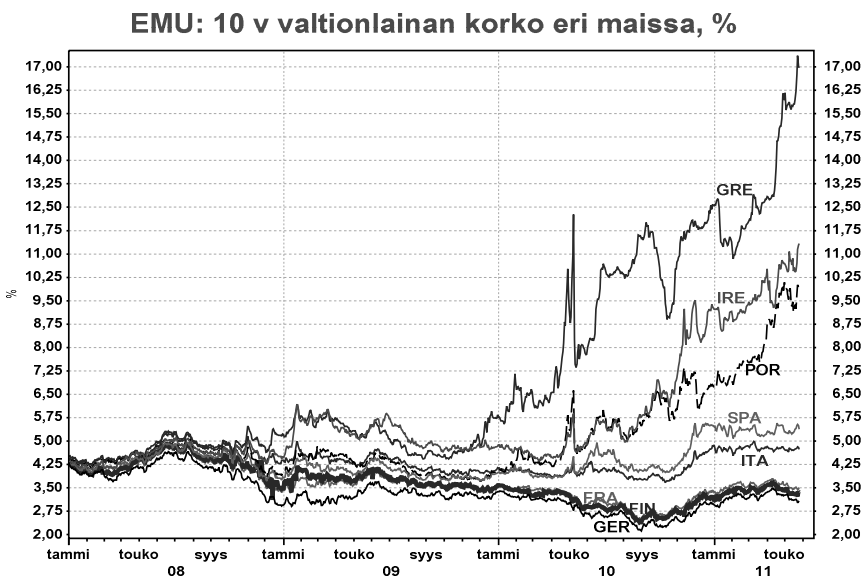
Kuvio 38



Kuvio 39



Kuvio 40



tavoittelee 2 prosentin inflaatiota tilanteessa, jossa tuotannon taso on normaali.

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

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

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

Output-gap on vaikea määritellä tarkasti, sillä potentiaalisen tuotannon mittaaminen on hankalaa. Kun OECD arvioi tuotantokuilun olleen nollassa ja FEDissä pääteltiin talouden kapasiteetin olevan täyskäytössä, *output-gap* oli kesällä 2007 lähellä nollassa. Silloin yhtälössä (iii) vain inflaatiotermin $(\pi_t - 2)$ vaikutti korkoarvioon.

Kun haetaan ennen rahoitusmarkkinaongelmien kärjistymistä vallinneen tasapainokoron alarajaa ja lähtökohdaksi on pohjainflaatio, Taylorin sääntö antoi kesällä 2007 FED Funds tasapainokorolle tason

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

Kun otettiin lähtökohdaksi kokonaisinflaatiosta laskettu inflaatiopoikkeama (+0.4 %-yks), tasapainokoroksi saatiin 5.35 % ja PCE-deflaattoriin perustuen 5.2 %. *Pre-crises* Taylor-korko oli siis 5 - 5½ %. Kesän 2007 toteutunut ohjauskorko 5.25 % vastasi tuon hetken "Taylor-korkoa".

FED painoi ohjauskoron nollassalle joulukuussa 2008. Se oli perusteltua, kun inflaatio oli miinuksella ja output-gap suuri. Nyt yli kolmen prosentin inflaatio ylittää 2 prosentin tavoitetason ja output-gap

on supistunut selvästi. Talous on siis muuttunut, mutta ohjauskorko ei.

Uskomme, että USAn potentiaalisen tuotannon kasvu on jatkossa matalampi kuin ennen kriisiä. Kun arvioimme sen olevan 2.2 % *per annum*, palaamme lähelle alkuperäistä Taylor -yhtälöä (ii). Kun siihen sijoitetaan 2012 lopun output-gap, joka lienee enintään -1 %, ja ensi vuodelle odotettu 3 prosentin inflaatio, eteenpäin katsova Taylor-korko voisi olla jopa 5 %. Ero nykyiseen nollakorkoon on suuri. Vuosina 2012-14 selviää kuinka vakavia seurauksia uusimmasta "too low, too long"-episodista seuraa.

On selvää, että tavanomaisesta rahapolitiikasta oli pakko poiketa epätavanomaisessa kriisissä. Jos ja kun liian pitkään jatkuvan epätavanomaisen elvytyksen sivuvaikutuksena inflaatio-odotukset saavat tilaa nousta, arvio elvytyksen onnistuneesta toteutuksesta muuttuu vähemmän kiittäväksi. Pitkien korkojen nousu rasittaisi talouden kasvua, kasvattaisi valtion velanhoitokuluja ja lisäisi asuntovelallisten ahdinkoa. Kun elvytystä on ollut liikaa, sen korjaamisella on kiire. Hyvin nopea kiristys tappaisi kuitenkin talouskasvun ja olisi myrkyä työttömyydelle.

Lyhyen ajan korkomuutokset ovat osa pitempiä korkosyklejä. Meneillään olevan syklin pohja on poikkeuksellisen matala. Korkojen nousukäänte on edessä, mutta ei vielä moneen kuukauteen. FED haluaa lisää merkkejä työttömyyden alenemisestä ennen kuin koronnostot alkavat. Ensimmäinen koronnosto nähdään 2011 lopulla (kuviot 38). Vuoden 2012 lopussa ohjauskorko on 2.50%.

Ben Bernanke on puhunut monissa yhteyksissä keskuspankin avoimuuden lisäämisestä. Ensimmäinen askel avoimuuden suuntaan oli tiedotustilaisuus, jonka Bernanke järjesti toukokuun korkokokouksen jälkeen. Toinen osa hänen pitemmän ajan ohjelmaansa on ollut eksplisiittisen inflaatiotavoitteen vahvistaminen FEDille. Silloin FEDin tavoitefunktio lähenisi EKP:n tavoitefunktia.

EKP: Exit alkanut

Vuonna 2009 inflaatio oli miinuksella ja eurotalous kanveesissa. Silloin EKP:n koronnosto tuntui etäiseltä. Nyt inflaatio on noussut 2.8 prosenttiin ja talous kasvaa vahvasti. Tilanne on muuttunut ja oli loogista nähdä EKP:n ensimmäinen koronnosto huhtikuussa.

Euroopan keskuspankin ainut eksplisiittinen tavoite on hintavakaus. EKP:n mukaan se toteutuu, kun yhtenäistetyin kuluttajahintaindeksin (YKHI) keskipitkän aikavälin nousuvauhti on alle, mutta *lähes*, 2%. Inflaatiotavoitteen *de facto* haarukka lienee 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 yli tai vähintään 2 %.

Öljystä tai valuuttakursseista johtuva inflaatio tai disinflaatio muuttuu rahapolitiikan ongelmaksi vasta, kun nämä ulkoiset tekijät alkavat vaikuttaa sisäisiin inflaatioprosesseihin. 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. Keveän rahapolitiikan vauhdittamana M3-rahamäärä lisääntyi hurjaa vauhtia. Syksyllä 2007 se kasvoi jopa 12½ % vuoden takaa, kun EKP:n referenssitaso on 4.5%. Kun globalisaatio hillitsi kokonaisinflaatiota, likviditeetti purkautui asuntohintoihin (kuvio 29, s. 31). Kriisin aikana tilanne muuttui nopeasti ja M3-rahamäärän kasvu hidastui nollaan 2010 alkuun mennessä.

Euroalueen reaalisin ohjauskoron 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 ohjauskorko oli 2002-2006 systemaattisesti 1-1½ %-yksikköä alle optimaalisen. Euroalueen YKHI-inflaatio ylitti systemaattisesti EKP:n tavoitteen. Paitsi FED myös EKP harjoitti 2002-06 ylikkeveää rahapolitiikkaa. Se lannoitti asuntomarkkinakuplaa, jonka puhkeaminen teki kipeää.

Ohjauskorko laskettiin 2 prosenttiin kesäkuussa 2003, Irakin sodan jälkimainingeissa. Aivan liian myöhään, vasta joulukuussa 2005 EKP käänsi ohjauskoron nousuun. Kun se kohosi 4 prosenttiin

kesällä 2007, EKP näytti päässeen "mukavuusalueelle". Se viesti vielä yhtä 0.25 prosenttiyksikön korotusta, mutta suunnitelma kariutui syksyn 2007 luottomarkkinahäiriöihin. Tekemättä jäänyt korotus toteutettiin jälkijättöisesti heinäkuussa 2008. Pidimme silloin ja pidämme yhä tuota koronnostoa virheenä ja ennustimme EKP:n purkavan sen pian. Kansainvälisten keskuspankkien yhteinen koronlaskupäätös lokakuussa 2008 avasi EKP:lle kunniakkaan ulospääsyn nurkasta, johon se oli itsensä maalannut.

On väärinkäsitys, että EKP:n rahapolitiikalle euro maiden inflaatiiovauhtien eroavaisuus olisi yllättävä ongelma. Inflaatioerot ovat ennakoitava ja normaali sivutuote prosessissa, jossa matalamman elintason maat ottavat kiinni kehittyneempien maiden elintasoja. Matala reaalkorko *catching-up* -maissa tukee reaalista konvergenssia. Esimerkiksi vauraat Saksa ja Ranska ovat rakenteellisesti hitaamman inflaation maita.

Kun konvergoitumisprosessi tuottaa kiinniottavissa maissa systemaattisesti korkeampaa inflaatiota, euroalueen hintavakaus edellyttää, että Saksan inflaatio pysyy 1 - 1.5 prosentin haarukassa. Teoriassa yhteinen rahapolitiikka rajoittaa maan hintakehitystä tiukemmin kuin Bundesbank itsenäisen rahapolitiikan aikana. Kun uudet jäsenmaat astuvat aikanaan EMUun, maittaisten inflaatiiovauhtien haitari kasvaa nykyisestä. Se kiristää entisestään Saksan inflaatiopakkoaitaa, ellei EKP muokkaa hintavakaustavoitettaan.

Toinen inflaatiokeskusteluun pesiytynyt väärinkäsitys koskee ns. *pohjaininflaation* käsitettä. Monien mielestä EKP:n keveä rahapolitiikka ei ollut ongelma, kun *pohjaininflaatio* (inflaatio pl. energia ja kausiruoka) pysyi tavoitehaarukassa. Kun keskuspankit alkoivat 15-20 vuotta sitten kiinnittää huomiota siihen kokonaisinflaation alaerään, jota kutsutaan pohjaininflaatioksi, ne halusivat korostaa, että esimerkiksi öljyn tai kausiruokien hintojen heilahdellessa, yleisen inflaation suhteen ei pidä tehdä hätäisiä johtopäätöksiä. *Pohjaininflaatiota* seuraamalla keskuspankit halusivat erottaa ohimenevät inflaatiotrendit, sillä kokonaisinflaation voi odottaa palaavan ohimenevän häiriön jälkeen pohjaininflaation tasolle. Jos rahapolitiikka sen sallii, pohjaininflaatio voi kuitenkin alkaa konvergoitua kohti kokonaisinflaatiota.

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, se on se taso, jota vastaan onnistumista täytyy arvioida. Ko-

konaisinflaatio määrää kansalaisten ostovoiman, joten pohjainflaatio ei voi olla pensas, johon epäönistunut keskuspankki piilottaa päänsä.

Yllä esitetty EKP-kritiikki koskee aikaa ennen *Lehman Brothersin* konkurssia. Syksyn 2008 jälkeen EKP:n politiikka ansaitsee kiittävän arvosanan. Kriisissä korkoja laskettiin nopeasti ja likviditeettiä tuettiin. Kun keskuspankki on puheillaan onnistunut pitämään inflaatio-odotukset kurissa, pitkien korkojen taso on pysynyt matalana ja niiden vaihtelu suhteellisen pienenä. Jopa Kreikka-, Irlanti-, ja Portugalin -episodien vaikutus vakaiden maiden korkoihin on jäänyt vähäiseksi.

Mikä on euroalueen neutraali korkotaso pitkällä aikavälillä?

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). Kaksiportaisen tavoitefunktion mukaan Taylor-sääntö on:

$$i_t = 1.5 + \pi_t + \gamma_\pi(\pi_t^e - \pi^*) + \gamma_Q(Q_t - Q_t^*) \quad (iv)$$

missä

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

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

Yhtälö (iv) määrittää neutraalin rahapolitiikan. Keskuspankin pitkän aikavälin rahapolitiikassa keskimääräisen *reaalikoron* tasapainotaso on vähän yli 1½ %. Se on arviomme euroalueen potentiaalisen tuotannon kasvuvauhdista kriisin jälkeen. Oletamme, että EKP:n tavoittelema keski-inflaatio on $\pi^* = 1.8\%$. Kun inflaatio on tavoitetasolla ja tuotanto trendillään, ohjauuskorko on $1.6\% + 1.8\% \approx 3\frac{1}{2}\%$. Ero USAn 4 1/4 prosentin tasapainokorkoon johtuu eroista potentiaalisen tuotannon kasvuvauhdissa.

Euroinflaatio on 2.7% 2011. Ensi vuonna vuonna se on 2.2 %. *Output-gap* lienee 2012 lopussa 1½ prosentin luokkaa. Tilanteeseen sopiva, eteenpäin katsova ohjauuskorko voisi siis olla koko ennustejakson neutraalia tasapainokorkoa matalampi. Uskomme, että nostaessaan korkoa huhtikuussa EKP aloitti kaksi vuotta kestävästä koronnostoperiodin. Ohjauuskorko on kuluvan vuoden lopussa 1.75 % ja 2012 lopussa 2.75 %. Lakipisteessään ohjauuskorko on 3-3½ % vuonna 2013.

Paljonko pitkät korot nousevat?

Yleisesti vallitsevan ajattelun mukaan pitkät korot heijastavat talouden kasvu- ja inflaatio-odotuksia, joten maiden väliset korkoerot kertovat erilaisista odotuksista. Näin ollen korkoerojen muutoksien tulisi johtua muutoksista näissä odotuksissa.

"Fundamenttien" ja korkoliikkeiden väliset yhteydet näyttävät kuitenkin hämärtyneen 2000-luvulla. Välillä USAn korot ovat olleet saksalaisten *yläpuolella*, pian sen jälkeen *alapuolella* ja sitten näiden kahden maan korot ovat kulkeneet oman aikansa käsi kädessä. Yleisesti ottaen näille korkorelaation perustavaa laatua oleville muutoksille ei ole ollut selkeästi erottuvaa selitystä. Paitsi, että pitkien korkojen vaihtelu on tuntunut usein irrationaliselta, niiden taso näytti monen vuoden ajan kovin matalalta fundamentteihin suhteutettuna. Alan Greenspan antoi tälle ilmiölle käsittämättömän nimen: "*conundrum*".

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

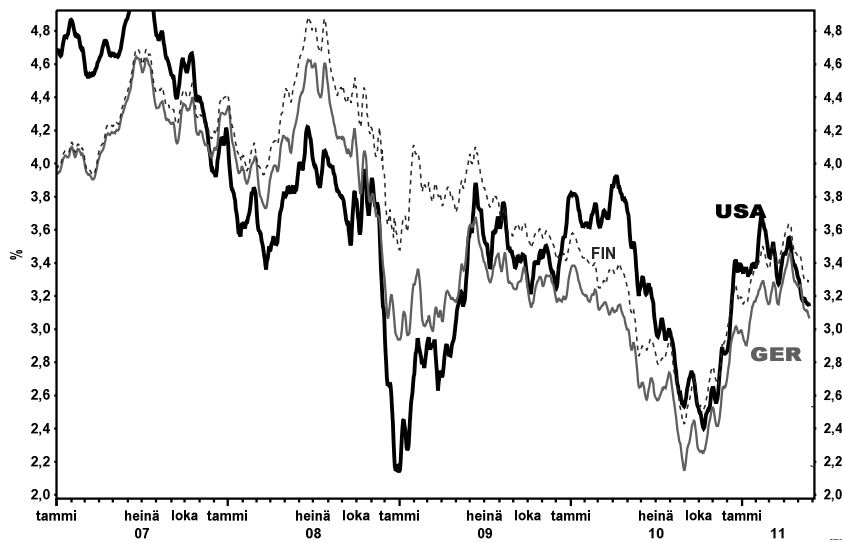
Luottomarkkinakriisi painoi pitkät korot entistään matalammiksi (kuvio 41). Lehman Brothersin konkurssin jälkeen 2008 amerikkalaiset pitkät korot painuivat reilusti alle eurooppalaisten. Keväällä 2009 pitkät korot nousivat Atlantin molemmin puolin. USAssa muutos oli suurempi ja maan pitkät korot nousivat taas yli saksalaisten. Korkojen ja korkoerojen kehitykseen on vaikuttanut myös se, että keskuspankit ovat manipuloineet pitkien korkojen liikkeitä ostamalla valtionpapereita. Tällä on estetty pitkien korkojen nousua. FED on pelannut suurin panoksin. Se on kasvattanut talouden rahaperustan kriisin aikana kolminkertaiseksi, kun kokonaistuotanto puolestaan on vasta palannut kriisiä edeltävälle tasolle. QE2 päättyy kesäkuun lopussa ja nähtäväksi jää kuinka FED purkaa tilanteen.

Myös EKP on ostanut ja ostaa valtionvelkakirjoja, mutta FEDistä poiketen se pyrkii estämään talouden rahaperustan kasvun. Näiden kahden politiikkalinjan ero on suuri ja potentiaalinen vaikutus inflaatoriskeihin merkittävä.

Kuvio 41

USA, GER, FIN: 10 vuoden valtionvelan korko, %

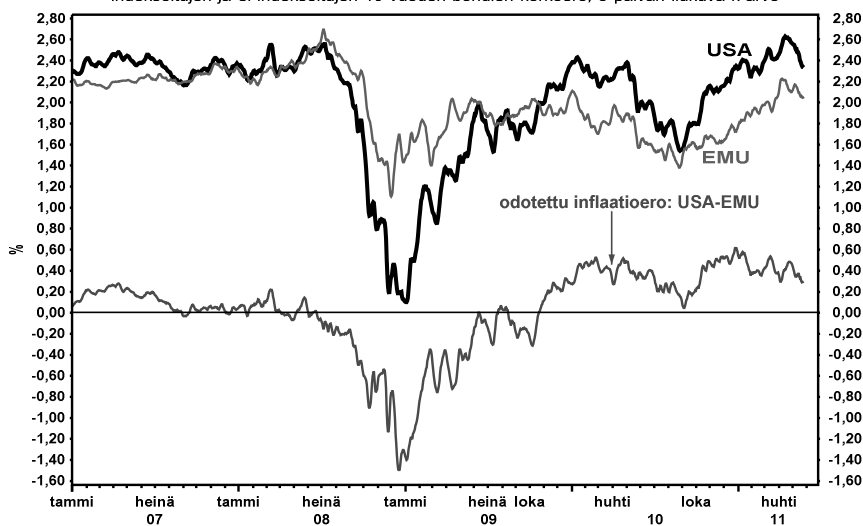
5 päivän liukuva keskiarvo, viimeinen havainto 25.5.



Kuvio 42

USA & EMU: Odotettu inflaatio, %

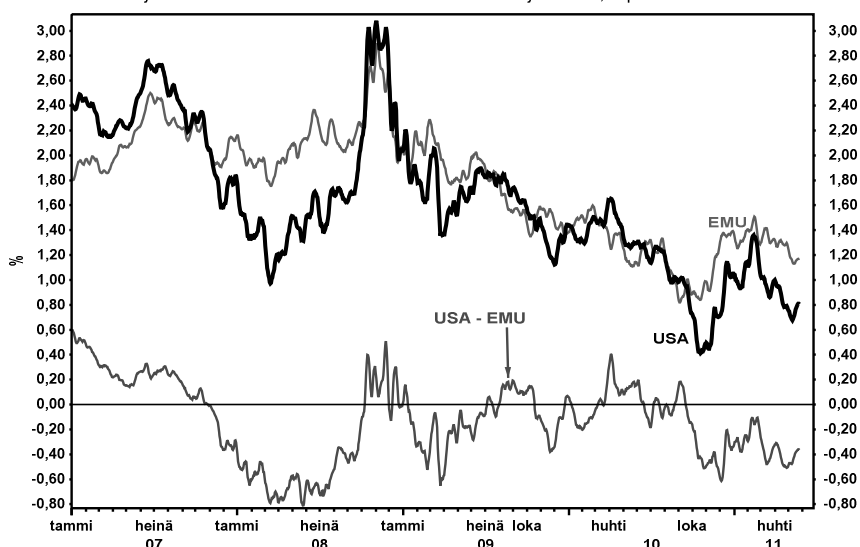
indeksoitujen ja ei-indeksoitujen 10 vuoden bondien korkoero, 5 päivän liukuva k-arvo



Kuvio 43

USA & FRA: Reaalikorkovaade, %

kuluttajahintaindeksiin sidotun 10 vuoden valtionvelkakirjan korko, 5 päivän liukuva k-arvo



Pitkien korkojen kestävä tason arviointi

Nyrkkisäännön mukaan *nimellisen* BKT:n kasvu on kiinnekohta pitkien *nimelliskorkojen* kestävyden 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 %. Relatio seuraa siitä, 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 velkaantumiseen, pitkät korot yleensä nousevat. Jos korko on *liian korkea*, kulutus ja investoinnit taantuvat. Se syö kasvua paitsi lyhyellä myös pitkällä aikavälillä.

Yhdysvaltain 10 vuoden korko on tätä kirjoitettaessa 3.1 %. Reaalikasvua ja inflaatiota koskevien konsensusennusteiden mukaan nimellinen BKT kasvaa noin 4½ % *per annum* 2011-12. Todennäköisemmin kasvu kuitenkin nousee 5½ prosenttiin. Tuolla tasolla oleva pitkä korko olisi linjassa suhdannetilanteen kanssa. Odotusta pitkien korkojen noususta vahvistaa liittovaltion massiivinen velkaantuminen, joka lisää bondien tarjontaa. Kun FED alkaa aikanaan myydä valtionvelkakirjoja, korkojen nousupaineet saattavat hyvinkin alkaa realisoitua (Taulukko 3, s. 3).

Euroalueen (=Saksan) 10 vuoden bondikorko, joka on noussut syyskuun alusta prosenttiyksikön, on tätä kirjoitettaessa 3.0 %. Euroalueen nimellisen BKT:n odotetaan kasvavan 2011-12 noin 4 %, joten nykykorot näyttävät matalilta varsinkin, kun euromaiden budjettivajeiden ja valtionvelan ennen näkemättömän rahoitustarpeen voi odottaa kasvattavan riskipremioita (Taulukko 3, s. 3). Jos valtionvelan korot nousevat, se heijastuu myös yritysten pitkän markkinarahoituksen hintaan.

Epävarmuuden oloissa valtionlainat ovat yleensä sijoittajan turvasatama. Eurooppalainen velkakriisi osoittaa, että riskittömyys ei ole tätä päivää. Halvan rahan ja runsaan likviditeetin oloissa silmiemme edessä on ehkä jo kasvanut korkopapereiden hintakupla. Jos kupla on totta ja se puhkeaa, pitkät korot saattavat nousta ennustettua selvästi enemmän.

Pitkien korkojen kestävä taso voi arvioida myös toisesta näkökulmasta; nimelliskorko muodostuu kahdesta komponentista, odotetusta inflaatiosta ja

reaalikorkovaateesta. Kuluttajahinta-indeksiin sidotuista (=indeksoiduista) ja tavanomaisista (=indeksoimattomista) 10 vuoden valtionlainoista ja niiden koroista on tietoa käytössä sekä USAn että euroalueen osalta. Indeksoimattomien ja indeksoitujen bondien korkoero kertoo markkinoiden hinnoitteleman inflaatio-odotuksen (kuvio 42).

Tätä kirjoitettaessa pitkiin korkoihin hinnoiteltu reaalikorkovaade on USAssa 0.8% ja euroalueella 1.2 % (kuvio 43). Euroopan osalta luku on liki ½ prosenttiyksikköä alle maanosan potentiaalisen tuotannon kasvun. USAn reaalikorkovaade sen sijaan on liki 1½ prosenttiyksikköä alle potentiaalisen tuotannon odotetun kasvun. Kun valtionvelkakirjojen tarjonta kasvaa nopeasti, sijoittajat luultavimmin alkavat vaatia parempaa reaalityttöä. Uskomme tämän nostavan pitkiä korkoja ennustejakson aikana.

Kansallisten valuuttavarantojen rooli on muuttunut viime vuosina eivätkä ne ole enää ensisijaisesti ulkomaankaupan rahoituksen väline vaan pikemminkin (valtiojohtoisen) sijoituspolitiikan väline. Jatkossa Kiinan (ja muiden aasialaisten keskuspankkien) valuuttavarannossa dollarin paino pienenee ja euron suurenee. Dollarimääräisten velkapapereiden kysynnän suhteellinen väheneminen saattaisi kasvattaa painetta USAn pitkien korkojen nousuun.

Ovatko pitkiin nykykorkoihin leivotut inflaatio-odotukset kestäviä? Tätä kirjoitettaessa seuraaville 10 vuodelle hinnoiteltu keski-inflaatio on Yhdysvalloissa 2.4 % ja euroalueella 2.0 % (kuvio 42). Sekä USA että euroalue kärsivät edelleen taantumien jälkikrapulaa (paljon käyttämätöntä kapasiteettia, korkea työttömyys). Euroalueella nyt nähty inflaation kiihtymisen rauhoittuu EKP:n koronnostojen kautta. Yhdysvalloissa tilanne on toinen. FED on kasvattanut talouden rahaperustan kolminkertaiseksi ja sen korkopolitiikka on "behind-the-curve". Jos markkinoilla vahvistuu käsitys, että FED ei vedä ajoissa pois hyperelvytystä, inflaatio-odotusten nousu ajaa pitkiä korkoja ylös. Tähän asti markkinat ovat uskoneet FEDin hallitsevan tilanteen, mutta tilanne voi muuttua nopeasti.

USAn korkokäyrä oli laskeva heinäkuusta 2006 helmikuuhun 2008. Se ennusti edessä olevaa taantumaa. Kun ohjauuskorko on nyt nollassa, USAn korkokäyrä nousee jyrkästi, vaikka myös pitkät korot ovat epänormaalin matalat -- osin FEDin politiikkatoimien ansiosta.

Euroalueen pitkiin korkoihin hinnoitellaan 10 vuoden aikana toteutuva 2.0 prosentin keskimääräinen euroinflaatio (kuvio 42). Odotus tuntuu

järkevältä. Vaisun kasvun ja korkean työttömyyden oloissa inflaation riistäytyminen on epätoiminnaköistä edellyttäen, että EKPn *exit* etenee ryhdikkäästi. Kreikan, Irlannin ja Portugalin ongelmat ovat rahapolitiikan normalisoinnille rajoite -- mutta ei este.

Euromaiden väliset 10 vuoden korkojen erot kasvoivat dramaattisesti finanssikriisin kärjistyessä, kun eri maiden erilaisia velkatrendejä alettiin tutkia suurenuslasilla (kuvio 40, s. 38). Ensimmäinen räjähdys nähtiin syksyllä 2009, kun Kreikan uusi hallitus julkisti maansa valtiontalouden tilaa koskevat tilastoväärästelyt. Tilanne paheni, kun Kreikan pelastuspaketista ei päästy sopuun. Samalla paineet alkoivat levitä Irlantiin, Portugaliin ja siinä vaiheessa myös Espanjaan. Kreikan säästöohjelma ja EUn pelastusoperaatio toukokuussa 2010 rauhoittivat tilanteen muutamaksi kuukaudeksi. Lokakuussa kriisi valtasi Irlannin ja sen myötä koko euroalueen taloustunnelma panikoitui uudestaan. Onneksi pelastuspaketti Irlannille saatiin nopeammin kuin Kreikalle.

Kuviossa 40 näkyvät valtionlainoihin kohdistuvat riskipreemiot ovat Kreikan ja Irlannin valtiontalouden kannalta toissijaisia, sillä maat turvaavat rahoitustarpeensa EU-paketista. Kyseiset preemiot kertovat lähinnä niistä ehdoista, joilla luottoluokituslaitosten reittauspäätösten vuoksi myymään joutuvat eläkesäätiöt tekevät kauppaa. Portugali on nyt samassa ryhmässä Kreikan ja Irlannin kanssa. Espanjaan kohdistuva spekulatio on perustellusti rauhoittunut. Vaikka pidämme Euroopan reunamaiden valtionvelan kasvusta aiheutuvan kriisin leviämistä epätoiminnaköisenä, se on silti ennustekuvamme suuri uhka.

Euroalueen korkokäyrä on ollut pitkään selvästi nouseva. Jatkossa se loiventuu, kun ohjauskorko nousee.

Korkoennusteen yhteenveto

Suuren Laman pelko ohjasi USAn rahapolitiikkaa kesästä 2007 lähtien. Joulukuussa 2008 oli *alert*-tila ja FED painoi ohjauskoron 0.0 - 0.25 prosenttiin (kuvio 38). Häätätilakorko on voimassa edelleen.

Kesän 2010 huonot talousluvut loivat tilan ylilyöville *double-dip* -huolille. FED ruokki huolia korostamalla deflaatoriskejä. Elokuussa 2010 Bernanke "lupasi" laajentaa kvantitatiivista elvytystä, jotta talouskasvu vahvistuisi ja työttömyys laskisi. QE2 nimellä tunnettu osto-ohjelma päättyi kesäkuussa 2010. Ohjauskorko kääntyy nousuun loppusyksystä. Kun korkokäänne on tapahtunut, ohjauskorko nousee toistuvien pienien askelin. FED toimii kuitenkin niin

hitaasti, että yli 3 prosenttiin kiihtynyt inflaatio pysyy yli 3 prosentin tasolla 2011-14. Vuoden 2012 lopussa FEDin ohjauskorko on 2.5 %. Reaalisesti se on siis edelleen negatiivinen.

Euroalue oli ollut jo kuukausia taantumassa, kun EKP lokakuussa 2008 käänsi korot nopeaan laskuun. Ohjauskorko, joka on tätä kirjoitettaessa 1.25 %, kääntyi nousuun huhtikuussa ja pienet korotukset seuraavat toisiaan noin 2 vuoden ajan. Aktiiviteetti on sen verran vaimea, että inflaatio pysyy kurissa, ja lakipisteessään 2013 ohjauskorko on 3-3½% eli selvästi matalampi kuin edellisissä korkosykleissä. Jos velkakriisi kärjistyy uudelleen, koronousu hidastuu.

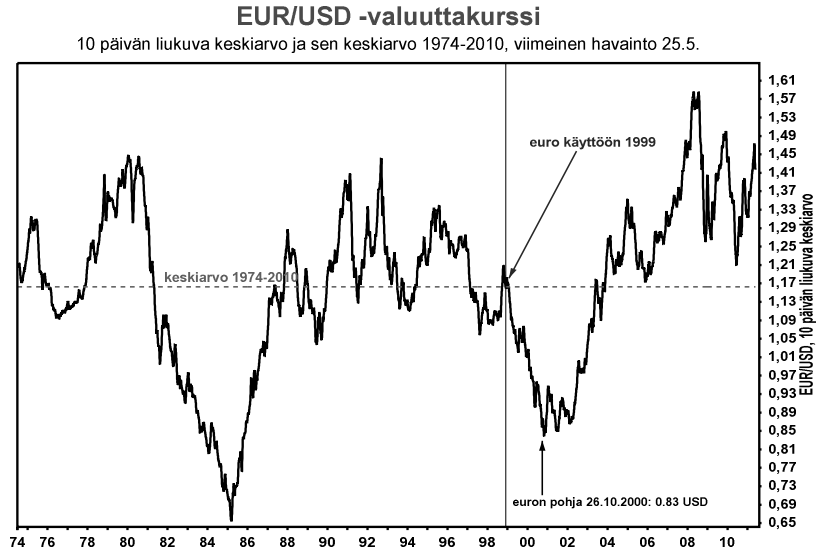
Euroalueen korkokäyrä on tasoittunut selvästi viime kuukausina. Euroalueen pitkien korkojen vaihtelu seuraa amerikkalaisia korkoliikkeitä, mutta ne pysyvät niitä matalampina. EKPn epätavanomaiset rahapolitiikkatoimet ovat vaikuttaneet korkokäyrän molempiin päihin. Ne ovat sekä painaneet alas markkinakorkoja että hillinneet pitkän koron nousua. Nyt lyhyt pää on alkanut käyttäytyä normaalin, kun epätavanomaisesta keskuspankkipolitiikasta on vähitellen vetäydytty. Euroalueen korkokäyrä loivenee edelleen, kun ohjauskorko nousee.

Pitkien korkojen kehitykseen liittyy suurta epävarmuutta. Suurimpien kehittyneiden maiden yhteenlaskettu budjettivaje 2009 oli 10 % ja 2010 9 % BKT:stä ja vaje supistuu hitaasti. Julkinen velka nousee vähän yli 70 prosentista 2008 105 prosenttiin BKT:stä 2016. IMF arvioi tämän aiheuttavan pitkiin korkoihin 2 %-yksikön nousupaineen. OECD puolestaan on arvioinut, että pelkästään riskipreemioiden normalisointumisen nostaa pitkiä korkoja 1½ %-yksikköä. Miten prosessi ajoittuu ja voisiko edessä olla valtionvelan riskipreemioiden suuri ja yleinen kasvu, se jää nähtäväksi. On kuitenkin täysin mahdollista, että pitkät korot nousevat ennustejaksolla selvästi yleisiä odotuksia enemmän.

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

Suomessa 3 kuukauden *reaali*korko oli 1990-luvulla keskimäärin 5 %. Tällä hetkellä 3 kuukauden reaalkorko on -2 % ja 12 kuukauden liki -1½%. Vaikka markkinakorot tulevat nousemaan, *reaali*korot pysyvät miinuksella ja siis historiallisesti katsoen matalina pitkään.

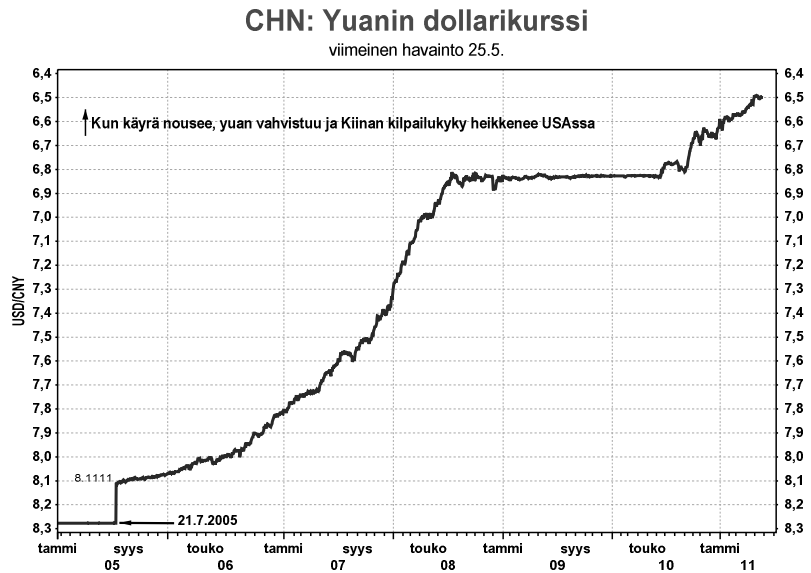
Kuvio 44



Kuvio 45



Kuvio 46



Valuutat: ¿¿¿Kysymysmerkkejä kasapäin???

Finanssikriisin aikana valuuttojen kurssikäänneet ovat olleet silmiinpistävästi suuria. Uusia paineita luo se, että elvytys on kasvattanut kehittyneiden maiden valtionvelan ja sen rahoitustarpeen ennen näkemättömiin mittoihin. Velka kasvaa kaikkialla, mutta kulmakerroin vaihtelee. Japanissa valtionvelka 2011 on liki 230% BKT:stä, USAssa 100%, Ranskassa liki 90%, Saksassa 80% ja Espanjassa 65%.

Valtiovelan pyörykseen liittyvät pääomavirratt ovat suuret ja ne kasvavat edelleen. Yksityiskohdissaan kuva on kuitenkin vielä hahmottomaton. Eri tavoin velkaantuneiden maiden eri aikoina erääntyvien velkojen uudelleenrahoittamiseen liittyvien rahoitustoimien matriisi tulee olemaan moniulotteinen.

Jokaiseen maailmanvaluuttaan (USD, euro, jen, juan) liittyy omat ongelmansa, joiden perusteella niiden vältteleminen olisi perusteltua. Kysymysmerkkejä ovat talouden suorituskyky yleisesti sekä vientiteollisuuden kilpailukyky ja innovatiivisuus erityisesti. Kysymysmerkkejä liittyy julkisen talouden tasapainoon ja velkaportfolion rahoittamiseen. Kysymysmerkkejä ovat talouspolitiikan valinnat niin USAssa, euroalueella, Japanissa kuin myös Kiinassa. Nähdäänkö ennustejaksolla protektionismin esiinmarssi? Yhdenkään valuutan edessä ei voi nostaa peukua ylös. Syyt epäilyksiin ovat kuitenkin hyvin erilaiset. Kun vielä ottaa huomioon lukuisiin ristikursseihin -- mukaan lukien kehittyneiden maiden tärkeät valuutat -- kohdistuvat jännitteet, valuuttojen liikkeet saattavat tuottaa suuriakin yllätyksiä ennustejaksolla. Volatiliteetti tulee ennustejaksolla varmasti jatkumaan.

Valuuttamarkkinoiden vakiintuminen voi tapahtua vasta, kun a) maittaiset velat ja b) tasapainotusstrategiat selkiävät. Siksi valuuttakurssipaineiden arviointi 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.

Miten tähän on tultu?

Euroalueen yhteisvaluutta joutui heti kapaloista kääriytyttyään heikkenemiskiarteeseen. Prosessi oli jatkoa vuonna 1995 alkaneelle D-markan heikkenemiselle. Kuvio 44 kertoo, että euron *nimellinen* valuuttakurssi heikentyi dollariin nähden

30 % vuoden 1999 alusta lokakuuhun 2000. Pohjakoetoksessa 26.10.2000 eurolla sai alle 0.83 dollaria. Marraskuusta 2000 heinäkuuhun 2008 euron vahvistuminen dollarin suhteen oli portaitaista, mutta trendinomaista. Finanssikriisin aikana trendi kääntyi kesällä 2008 ja euro alkoi heikentyä nopeasti. Siitä lähtien euron dollarikurssi on muistuttanut vuoristorataa. Tätä kirjoitettaessa euro on dollariin nähden 20 % vahvempi kuin sen käyttöön oton aikoina tammikuussa 1999 ja liki 75 % vahvempi kuin lokakuussa 2000. Euro lienee tätä kirjoitettaessa jonkin verran yliarvostettu. Dollari puolestaan on historiallisen heikko (kuvio 45).

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 ulkomaan kauppapainoilla 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 toiseen maan valuuttaan. Muuten nopean inflaation maa menettää kilpailukykyänsä ajan myötä.

Valuuttakurssitutkimuksen kaksi keskeistä tulosta ovat seuraavat. Ensinnäkin, *pitkällä aikavälillä* (5-10 vuotta) nimellisten valuuttakurssien ja/tai inflaation liikkeet tasoittavat ostovoimapariteetin. Reaaliset valuuttakurssit ovat siis 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 huomommin kuin satunnais-kulkuhypoteesi (random walk), jossa sekä nousun että laskun todennäköisyys on 50:50. Vain hyvin pieni osa valuuttakurssien heilahteluista näyttää liittyvän korkotaso koskeviin uutisiin, kun yleisimpien teorioiden mukaan juuri korkoeron ja sen muutosten pitäisi heijastua valuuttavirtoihin ja sitä kautta valuuttakurssihin. Viime kuukausina oppi on toiminut, mutta yleisesti ei.

Tutkimusten mukaan reaalisella valuuttakurssilla on pitkän aikavälin taipumus heilahdella pitkän aikavälin keskiarvonsa kahden puolen. "Liian hyvä" kilpailukyky lisää vientiä "liikaa" ja vahvistaa kotimaista aktiiviteettiä "liikaa". Liikakäytös vetää kotimaisia hintoja ylös. Liian hyvän kilpailukykyyn seurauksena inflaatio nousee verrattuna kilpailijamaihin. Kun kotimaisten hintojen nousu syö ylimääräisen kilpailukykyyn, reaalin valuuttakurssi palaa tasapainoon. Jos rahapolitiikka estää inflaation kiihtymisen, epätasapaino korjautuu nimellisen valuuttakurssin vahvistumisen kautta. Näin kävi eurolle 2000 - 03.

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

Lokakuussa 2000 euron reaalisena valuuttakurssin poikkeama pitkän ajan keskiarvostaan oli suurimmillaan 35 vuoteen. Aliarvostus suhteessa "valuuttakoriin" oli yli 20 % ja suhteessa dollariin vielä suurempi. Tämän peilikuvana dollari oli vahvasti yliarvostettu. Se heikensi amerikkalaisyritysten kilpailukykyä. Kun USAn vaihtotasevaje oli syventynyt syvenemistään, tasapainottavat voimat alkoivat heikentää dollaria ja vahvistaa euroa. Reaalisten valuuttakurssien tasapainopoikkeamat sulivat 2000-03. Heiluri kuitenkin jatkoi matkaansa ja tänä päivänä dollari on (selvästi) aliarvostettu ja euro (jonkin verran) yliarvostettu.

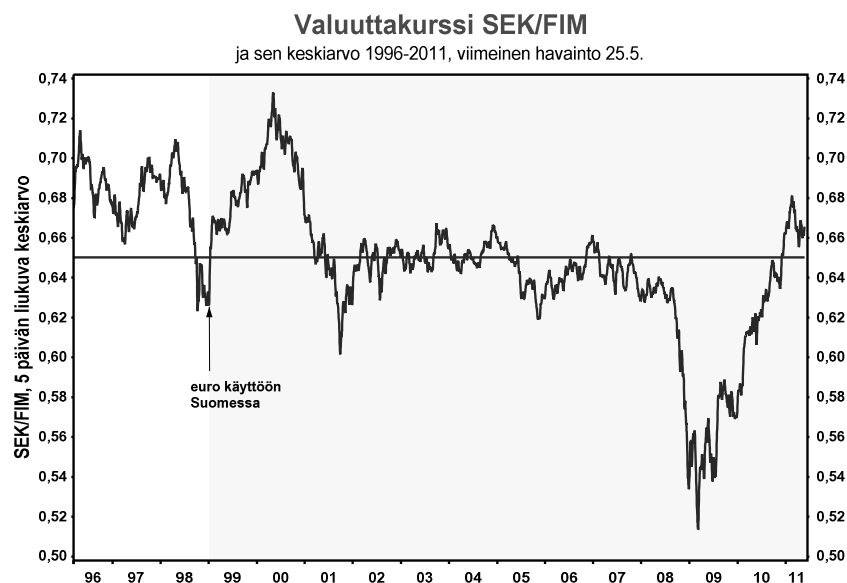
USAn ulkomaankaupan epätasapainon korjaus

alkoi 2006. Syitä oli kaksi. Ensinnäkin, "muun maailman" kysyntä vahvistui suhteessa amerikkalaiseen. Toiseksi, dollarin reaalin valuuttakurssi oli heikentynyt rajusti. Vuoden 2002 alusta kesään 2008 USD heikkeni liki 35% ja sen aliarvostus painui lähelle historiallista huippua (kuvio 44). Dollarin heikkoudesta huolimatta ulkomaankaupan vaje kääntyi kasvuun heti, kun USA irtosi taantumasta.

"Ennen vanhaan" pääomavirrat heijastelivat kauppavirtojen vaihteluita. Kun tuonti maksettiin, omaa valuuttaa tarjottiin ja vietäessä vastapuoli tarjosi omaansa. Epäsuhtaiset kauppavirrat aiheuttivat valuuttaan kohdistuvien kysyntä- ja tarjontavaihtelujen kautta vaihtotasetta korjaavan valuuttakurssimuutoksen. Alijäämäisen (yli jäämäisen) 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. *Suorat sijoitukset* vahvistavat kohdemaan valuuttaa. Esimerkiksi dollariin vaikuttaa merkittävästi ulkomaalaisten sijoittajien halu ostaa amerikkalaisia osakkeita tai valtionvelkakirjoja eli tehdä *arvopapereisijoituksia*. Valuuttojen päivävaihteluissa näkyvät myös "spekulatiiviset" pääomanliikkeet, joilla haetaan lyhytaikaisia voittoja. Keväällä 2010 nähtiin eurooppalaisilla korko- ja valuuttamarkkinoilla hämmäntävä episodi, kun kansainväliset rahoituspelurit ostivat Kreikan valtionvelkaan liittyviä valuuttasuojauksia ilman, että niillä oli mitään liiketoimintaa suojattavana. Kun häiriö oli saatu syntymään, suojaukset myytiin voitolla.

Kuvio 47



Kaupparivortoihin liittyvät maksuvirrat eivät käännä yhdessä yössä ja suorat sijoitukset heijastavat valtaosin strategisia pitkän aikavälin ratkaisuja. Sen sijaan arvopaperisijoituksiin liittyvät virrat voivat kääntyä nopeasti. Suorat sijoitukset ja arvopaperisijoitukset ovat dominoineet pääomavirtojen kokonaisuutta viime vuosina.

USAn arvopaperimarkkinoilla ulkomainen omistus on laajentunut 1990-luvun puolivälin jälkeen nopeasti ja ne ovat yhä suuremmassa määrin ulkoisesta rahoituksesta riippuvaisia. Aasian keskuspankkien tukiessa dollarin arvoa suhteessa aasialaisiin valuuttoihin, euro on ollut dollarin heikkenemisen tärkein vastapari. Ilman Aasian keskuspankkien sijoitusvirtoja paine dollarin heikkenemiseen ja pitkien korkojen nousuun olisi ollut nähtyä suurempi.

Heinäkuussa 2005 Kiina purki valuuttansa kiinteän dollarikytköksen. Juan revalvoitiin 2.1% ja käyttöön otettiin valuuttakorjaus. Juanin dollarikurssi vahvistui 21 % kesästä 2005 kesään 2008. Finanssikriisin kärjistyessä trendi pysäytettiin kuin seinään (kuvio 46). Kesäkuussa 2010 vahvistuminen alkoi uudestaan. Se on kuitenkin ollut niin hidasta, että USAssa puhutaan taas vastatoimista. Juanin nimelliskurssi on tätä kirjoitettaessa noin 5 prosenttia vahvempi suhteessa dollariin kuin vuosi sitten. *Nimelliskurssin* vahvistumisen rinnalla se, että inflaatio on Kiinassa selvästi nopeampaa kuin USAssa, vahvistaa juanin *reaaliskurssia*.

Kiinan valuuttavarannosta lienee 70% dollarimääräistä, 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. Kansalliset valuuttavarannot eivät ole enää ensisijaisesti ulkomaankaupan rahoituksen väline vaan (valtiojohtoisen) sijoituspolitiikan väline. Dollarimääräisten velkapapereiden kysynnän väheneminen heikentäisi dollaria.

Historiassa maailmanvaluuttojen kurssiliikkeet ovat olleet ylilyöviä: aliarvostusta seuraa 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 alkoi nopeana, mutta katkesi jo syksyllä 2008 finanssikriisiin.

Tätä kirjoitettaessa dollari on historiallisen heikko. Olisi siis luontevaa odottaa, että tasapainoa korjaava prosessi lähtee liikkeelle. Kun katsoo Yhdysvaltain talouden loputonta velkaantumista, vahvistuvan dollarin skenaario tuntuu kuitenkin epäuskottavalta. Jotakin kautta nykyinen tasapainoikeama kuitenkin korjautuu 5-10 vuoden kuluessa. Tapahtuuko se nimelliskurssin vahvistumisen vai kilpailijoita nopeamman inflaation kautta? Luultavasti tulemme näkemään molemmat.

Euron ja juanin välinen kurssiheilahtelu on ollut vielä hurjempaa vuoristorataa. Kun euro vahvistui 2005-08 dollariin nähden enemmän kuin juan, kiinalaistuotteiden kilpailukyky euromaissa vahvistui rajusti. Kesällä 2007 Kiinan vienti EUhun nousikin suuremmaksi kuin USAhan.

Pian suunta muuttui ja samaan aikaan, kun dollari vahvistui suhteessa euroon 2008, juanin vahvistuminen dollariin pysähtyi. Suhteessa euroon juanin 2005-2008 tapahtunut heikentyminen suli pois muutamassa kuukaudessa kevään 2008 jälkeen. Keväällä 2009 alkoi juan jälleen nopeasti heiketä, mutta vuoden lopussa suunta kääntyi taas. Tätä kirjoitettaessa juan on suhteessa euroon 2-3 prosenttia vahvempi (!) kuin syksyllä 2005.

Japanin jeni puolestaan vahvistui syksyllä 2008 nopeasti dollariin ja vielä enemmän euroon nähden. Iso osa tästä vahvistumisesta suli 2009 alussa, mutta 2010 nähtiin jenin uusi vahvistuminen, joka johti Japanin hallituksen yllättävään valuuttainterventioon viime syyskuussa. Tarkoitus oli heikentää jeniä. Vaikka jenin nimelliskurssi oli vahvistunut, *reaalisesti* jeni ei kuitenkaan ollut tai ole erityisen vahva. *Nimelliskurssin* vahvistuminen on näet seurannut Japanin hintatason jatkuvaa alenemista. Japanin interventio jäi yksittäiseksi. Se ei ole yllätys, sillä kokemuksen mukaan yksittäisen hallituksen kyky vaikuttaa pysyvästi valuutan ulkoiseen arvoon on rajoitettu.

Monet pitävät euron vahvuutta ja dollarin heikkoutta poikkeuksellisena. Dollarin kurssi vastaa tätä kirjoitettaessa 4.2 Suomen markan kurssitasoa. Se on noin 15 % alle Suomen markan pitkän aikavälin keskimääräisen 5 markan dollarikurssin. Halvimmillaan dollarin sai 3.6 markalla sekä 80-luvun että 90-luvun alussa. Lähellä dollarin historiallisen heikkouden tasoja käytiin kesällä 2008.

Suomi: Nousu jatkuu, mutta kuoppa on syvä!

90-luvun laman jälkeen Suomen talouskasvu oli yli kymmenen vuoden ajan yleiseurooppalaista kasvua selvästi nopeampaa. Kesästä 2004 kevääseen 2008 se synnytti yli 200 000 uutta työpaikkaa. Kun finanssikriisi iski ja maailmankauppa romahti, tuotanto ja työllisyys kääntyivät nopeaan laskuun. Suomen BKT 2009 supistui 8,0 % eli enemmän kuin kertaakaan sitten kansalaissodan 1918. Työllisten määrä väheni kriisin alusta keväällä 2008 kevääseen 2010 kuitenkin "vain" 3½ %. Pudotus oli paljon pienempi kuin tuotantolukujen perusteella olisi voinut odottaa.

Syksyllä 2008, *Lehman Brothersin* konkurssin jälkeen nähtiin globaali "liinat-kiinni" -reaktio, *Great Panic*. Maailmankauppa romahti. Finanssikriisissä kiristyi rahoitus yleensä ja ulkomaankaupan rahoitus erityisesti. Suomen vienti supistui muita euromaita enemmän (kuvio 35). Syitä oli monta. Yksi oli suuren venäjänvientimme muuta vientiä suurempi pudotus. Toinen syy oli kilpailukykyämme heikkeneminen, jota euron yliarvostus korosti. Kolmas oli met-säteollisuuden rakennekriisi. Neljäs oli kännykkäviennin ja -tuotannon jättipudotus; sähkö- ja elektroniikkatuotteiden vienti supistui 39 % vuonna 2009.

Maailmankaupan elpyminen alkoi keväällä 2009, kun taas omassa viennissämme käänne alkoi vasta vuotta myöhemmin (kuvio 49). Myös sen jälkeen viennin vahvistuminen on ollut vaisua. Vientimme rakenne selittää tästä osan. Yhtä merkittäviä kuitenkin ne samat yllä luetellut syyt, jotka pahensivat kuoppaa finanssikriisin aikana.

Olemme menettäneet asemiamme sekä maailmankaupan kehitykseen että esimerkiksi Venäjän tuontiin suhteutettuna. Saksan ja myös koko euroalueen vienti on jo ylittänyt kriisiä edeltäneen tason. Me olemme kaventaneet välimatkan vasta puoleen. Vientimme palautuminen onkin ollut vaisumpaa kuin vaikkapa Ranskan ja Italian. Vientivetoiselle taloudelle tämä on vakava hälytysmerkki.

Kun kansainvälinen elvytys on takana, maailmankaupan vahvin kasvuvaihe on jo ohitettu. Kansainvälisen kysynnän kiihtymisestä ei apua tule varsinkään, kun vientimahdollisuuksia rasittaa kilpailukykyämme rapautuminen kilpailijamaita nopeamman yksikkötyökustannusten nousun vuoksi (kuvio 53).

Miten tähän on tultu?

Kun eurojärjestelmään astuttiin 1999, vientikorilla painotettu hintakilpailukykyämme oli yli 30 % parem-

pi 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 (kuvio 52). Saksaan nähden hintakilpailukykyämme on heikentynyt 15% vuoden 2000 jälkeen. Se vaikeuttaa asemiamme sekä kotimaan että Saksan markkinoilla, mutta myös kolmansilla markkinoilla (Kiina, Venäjä), joilla kilpailemme saksalaisten yritysten kanssa.

"Nokiasektorin" vedossa viennin BKT-osuus nousi 90-luvun alun 20 prosentista yli 50 prosenttiin 2007-08. Finanssikriisin aikana vientimme ja teollisuustuotantomme supistui ennen näkemättömällä tavalla. Viennin osuus BKT:stä oli keväällä 2009 enää 35%. Kun vienti takkuaa, teollisuustuotannon nousu on jäänyt vaisuksi (kuvio 49). Sen sijaan asuinrakentaminen, jonka pudotus oli jyrkkä 2009, kasvoi 2010 lopussa 45 prosentin vuosivauhtia.

Kansantaloutemme käytettävissä olevan reaalitylon kehitystä rasittaa vaihtosuhteen (=vientihinnot/tuontihinnot) krooninen heikkeneminen, joka johtuu ulkomaankaupamme rakenteesta.

Vientimme Venäjälle lisääntyi vauhdilla 2000-luvun alkuvuodet. Sen jälkeen vientimme on jäänyt reilusti alle Venäjän kokonaistuonnin kasvun. Markkinaosuutemme supistui, kun venäläiset kysyivät hyödykkeitä, joita meillä ei tuoteta. Vuoden 2008 jälkipuoliskolla Suomen vienti Venäjälle puolittui. Kun Venäjän tuonti kääntyi kasvuun keväällä 2009, se näkyi heti Saksan venäjänviennissä. Suomen venäjänvienti ei ole päässyt siivilleen vieläkään.

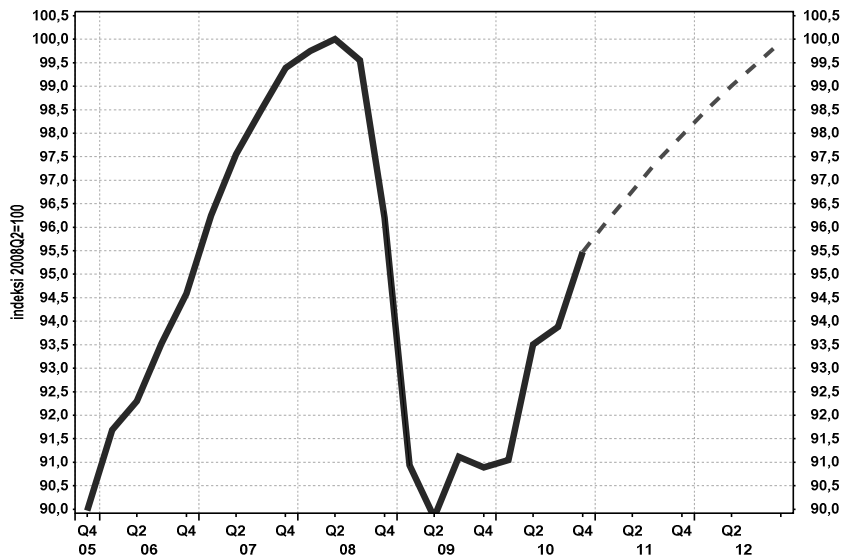
Öljyn hinnan nousun myötä Venäjä on päässyt vahvaan kasvuun. Samalla suomalaisille tutut Pietari ja Moskova ovat palaamassa keskikasvua nopeammalle uralle. Markkinaosuuksien säilyttäminen ja jopa valtaaminen olisi teollisuudellemme tärkeää. Jos ja kun Venäjän talouskasvu alkaa painottua investointeihin, joita tuotantorakenteiden monipuolistaminen edellyttäisi, vientimme menestysmahdollisuuksien pitäisi parantua.

Suomen viennistä meni tammi-helmikuussa 2011 Venäjälle 7,6 %, Saksaan 10,7% ja Ruotsiin 11,6%. Viennin arvo muuttui vastaavasti +33%, +20 % ja +32 %. Vientimme Kiinaan kasvoi +45%. Tuonnistamme tuli Venäjältä 18,0 %, Saksasta 13,1 %, Ruotsista 10,3 % ja Kiinasta 7,1 %.

Kuvio 48

FIN: BKTn volyymi, indeksi

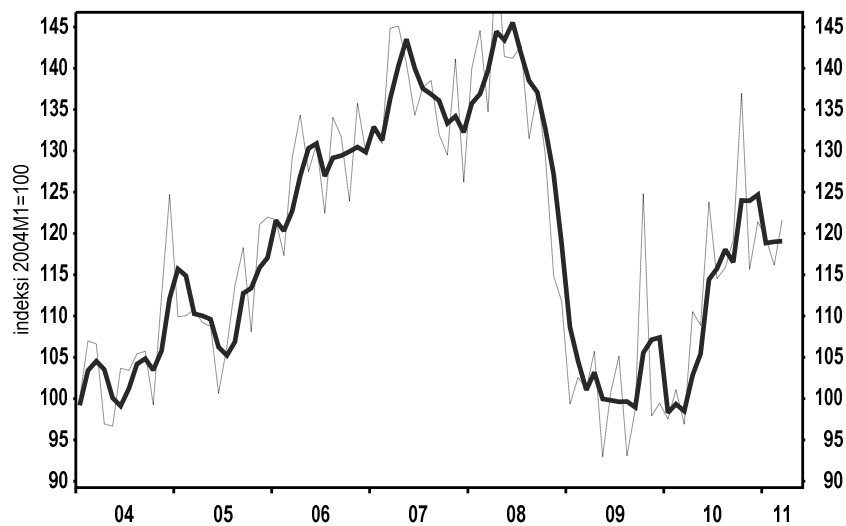
kausipuhdistettu, 2008Q2=100



Kuvio 49

SUOMI: Viennin määrä

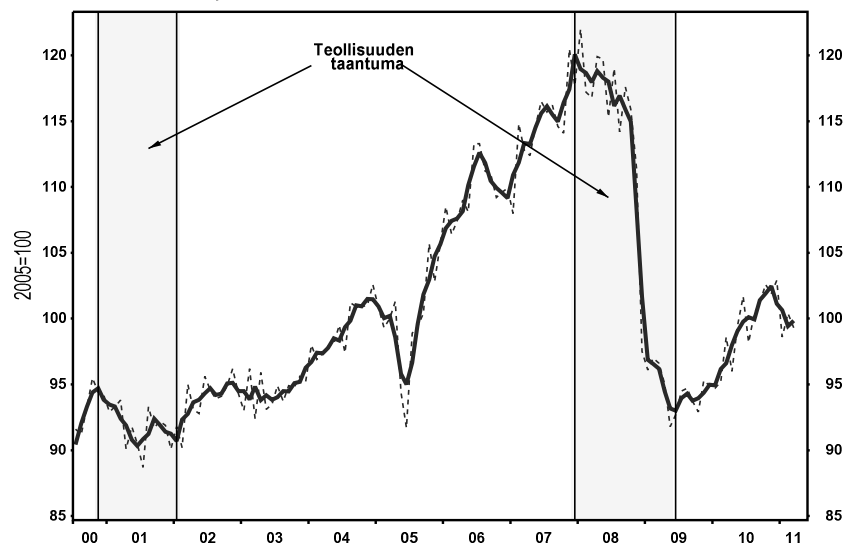
2004M1=100, ja kausitasoitettun sarjan 3 kuukauden liukuva keskiarvo, viim. hav. M3



Kuvio 50

SUOMI: Teollisuustuotannon volyymi

ja sen 3 kuukauden liukuva keskiarvo, viim. havainto M3



Hinnat, palkat ja kulutus

Vuonna 2008 polttonesteiden ja elintarvikkeiden kallistuminen nosti Suomen inflaation 4.0 prosenttiin. Jo saman vuoden syksyllä raaka-ainehinnat kuitenkin romahtivat ja inflaatio hidastui nopeasti. Marraskuussa 2009 kansallisen indeksin mukaan Suomen inflaatio oli -1.0%, mutta euroalueen yhtenäistetyssä indeksissä +1.3 %. Yhtenäistetyssä laskeutumisessa inflaatio oli Suomessa 2.3 %-yksikköä (!) korkeampi kuin kansallisessa indeksissä. Ero oli huima.

Kansainvälistä inflaatiovertailua hämärtää se, että Suomen kansallisessa kuluttajahintaindeksissä korkojen ja asuntohintojen muuttuminen vaikuttaa inflaatioon. Euroalueen yhtenäistetty kuluttajahintaindeksi ei niihin reagoi. Tällä hetkellä indeksien ero on mitätön. Asuntolainakorkojen nousu kasvattaa eroa. Niin tekisi myös asuntohintojen lasku - joskin vaikutus on eri suuntaan kuin koroilla.

Kansallisen indeksin mukaan Suomen inflaatio 2009 oli 0.0 % ja 2010 1.2 %. Vuositasolla se on 3.3 % 2011 ja hidastuu 2.6 prosenttiin 2012.

Palkat nousivat Suomessa 1999-2007 prosenttiyksikön yli eurokeskiarvon per vuosi. Vuonna 2008 ansiotasoa nousi meillä 5.5% eli yli 2 prosenttiyksikköä yli eurokeskiarvon. Vuonna 2009 palkat nousivat Suomessa 3.9 % eli prosenttiyksikön yli euromaiden keskiarvon. Vuonna 2010 palkat nousivat Suomessa 2.5 %, kun vastaava muutos oli euroalueella 1.4 %. Nopeampi tuottavuuden nousu on neutraloinut kumuloituvan palkkaeron vaikutusta, kun vertailukohtana on koko euroalue. Suhteessa Saksaan tilanne näyttää dramaattisesti huonommalta. Lisäksi rakenteellisista syistä johtuen tuottavuuskasvu on hidastumassa Suomessa pysyvästi. Siksi on toiveajatteltava, että tuottavuus korjaisi kilpailukykyongelman.

Vaikka kotitalouksien ostovoima parani 2006-07 reilusti, kotitalouksien säästämisaste painui negatiiviseksi. Vuonna 2008 miinus pieneni ja epävarmuus käänsi 2009 säästämisen 4% plussalle, josta se vielä nousi aavistuksen 2010. Kotitalouksien säästämisikäyttyymiseen liittyvä epävarmuus on keskeisimpiä kotimaisen kysynnän elpymisuraan vaikuttavia epävarmuustekijöitä.

Vuonna 2010 palkat nousivat 2.5 %. Kun hidas inflaatio ja matalat korot tukivat ostovoimaa, syksyllä 2009 alkanut kulutuksen elpyminen vauhdittui 2010. Vuositasolla yksityinen kulutus kasvoi 2.6 %. Tänä vuonna reaali-palkat laskevat hintainflaation

kihtymisen seurauksena. Lainakorkojen nousun kasvua hidastavaa vaikutusta vahvistaa, että kotitalouksien velka ylittää ennustejakson lopulla jo 20 prosentilla niiden käytettävissä olevat vuositulot. Siksi yksityisen kulutuksen kasvu hidastuu 2.4 prosenttiin 2011 ja 2 prosenttiin 2012.

Taantuma päättyi syksyyn 2009 tultaessa ja sen jälkeen elpyminen eteni ensin pienin ja keväällä 2010 isommin askelin. BKT lisääntyi 3.1 % 2010. Kasvu 2011 on 3.8 %. Ensi vuoden alkupuolella kokonaistuotannon kasvuvauhti kuitenkin tasaantuu pitkän ajan trenditasolle eli vähän yli 2 prosenttiin. BKT kasvaa 2.4 % vuonna 2012 ja saavuttaa 2008 kevään huipputasoa ennustejakson lopussa (kuviot 48).

Tulosopimukset ja verokiila

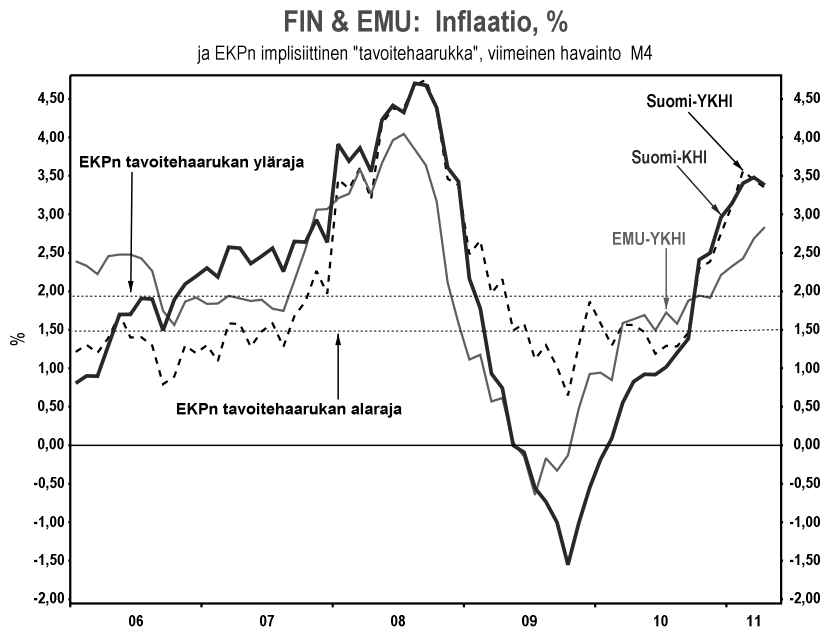
Suomalaisen tasavertaisuusajattelun mukaista on korottaa kaikkien työntekijäryhmien palkkoja samalla prosenttikorotuksella. Matalan tuottavuuskasvun aloilla onkin yleisesti maksettu sama palkankorotus kuin korkean tuottavuuskasvun aloilla. "Solidarisuuden" nimissä korotukset matalapalkkaisille ovat monina vuosina olleet jopa suurimmat. Silloin on "unohdettu", että työpaikat vähenevät, kun palkat ylittävät tuottavuuden. Tämä riski on suurin matalan tuottavuuden palveluyrityksissä.

Toinen "solidaarisen" palkkapolitiikan unohdettu seuraus on, että keskivertopalkansaaajan ostovoima kaventuu, kun palvelujen suhteellinen hinta nousee. Se vähentää palvelujen kysyntää. Kun BKT:n kasvu heikkenee, kokonaistyöllisyys heikkenee. Työllisyys kärsii siis ylisuurista palkankorotuksista sekä palvelu-aloilla että niiden ulkopuolella.

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. Talouden suuressa kokonaisuudessa palkkojen ja työllisyyden välillä vallitsee silti käänteinen korrelaatio. Sitä koskevat tutkimustulokset ovat kiistattomat eikä tätä tee tyhjäksi se, että monet muutkin tekijät vaikuttavat työllistämispäätöksiin yksittäisissä yrityksissä ja yksittäisten henkilöiden kohdalla: talouskasvu, työvoiman saatavuus, työn verotus, työsuhteturva jne.

Ay-johdon ei ole helppo myydä jäsenistölle maltillista sopimusta, kun sen positiivisista työllisyysvaihteluksista ei ole numeerisia takeita. Kun ammattijärjestöt ovat ensisijaisesti niiden etujärjestöjä,

Kuvio 51



joilla työpaikka on ja jotka palkkaa saavat, työttömien "outsiderien" ääni ei ehkä kauaa kuulu työllisten "insiderien" edunvalvonnassa.

90-luvun alun laman jälkeen talouspolitiikan johto vähätteli työmarkkinarakenteiden (ml. verokiila) roolia työttömyyden taustatekijänä. Kun verokiilan kaventamista lykättiin, veronkevennysten työttömyysvaikutus pieni. Työttömien ammattitaidon ja motivaation rapautuessa suhdannetyöttömyys muuttui rakenteelliseksi. Sitoutuminen korkeaan verokiilaan oli talouspolitiikan suurin virhe 90-luvun lamaa seuranneina vuosina.

Verokiila kertoo kuinka suuri osa työnantajan maksamista reaalisista työvoimakustannuksista on mennyt veroihin, kun palkansaaja on palkkansa kuluttanut. Vaikka Suomen verokiila on vuosikymmenen ajan 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 2002. Toisaalta "veronalennusten myönteisten työllisyysvaikutusten suuruus riippuu keskeisesti siitä, missä määrin veronalennukset otetaan huomioon palkankorotuksia mitoitettaessa. Mitä parempi on palkkamalti, sitä suurempia myönteisiä työllisyysvaikutuksia veronalennuksilla voidaan saada aikaan". Valitettavasti ensimmäinen hallitus, joka synkronoi veronkevennykset ja palkkaneuvottelut oli Vanhasen I hallitus sopimuskaudella 2005-07.

Sixten Korkman kyseenalaisti pamfletissa *Onko tupolla tulevaisuutta?* (EVA, 2007) mantran 2000-luvun palkankorotusten "maltillisuudesta". Korotukset ovat säännönmukaisesti ylittäneet jakovaran. Tulos, joka näkyy kuviossa 52, on heikentänyt työllisyyttä, ulkomaankaupan kilpailukykyä ja julkista taloutta.

Suomalainen työttömyys on keskittynyt pienipalkkaisiin, kouluttamattomiin matalan tuottavuuden työntekijöihin. Talousneuvoston selvitys 2004 suositteli pienipalkkaisiin kohdistuvien työnantajamaksujen mittavaa alennusta. Raportin mukaan Suomeen tarvitaan sellaista palkkaerojen kasvua, että korkeapalkkaisilla on varaa ostaa matalapalkkaisten tuottamia palveluksia. Se lisää työllisyyttä. Myös Suomen Pankki on suositellut työnantajamaksun alentamista, sillä sen työllisyyttä vahvistava vaikutus on nopea. Tämä on tärkeä näkökohta Suomen verouudistuskeskustelussa.

Taloukasvu ja työttömyys

Ennen 90-luvun alun lamaa Suomessa vallitsi käytännöllisesti katsoen täystyöllisyys. Lama jätti meille massatyöttömyyden. Elpymisen edetessä työttömyys laski nopeasti, mutta sen kovaan ytimeen talouskasvu ei purrut. Tästä tulee nyt ottaa opiksi nyt, kun nuorisotyöttömyys on lisääntynyt rajusti.

Valtaosa 2000-luvun alkuvuosien työttömyydestä oli rakenteellista. Vinot kannustinjärjestelmät myötävaikuttivat suhdannetyöttömyyden muuttumiseen rakennetyöttömyydeksi. Työmarkkinamekanismien uudistamistarve todettiin monissa raporteissa (työllisyystyöryhmä, 2003, globalisaatioreportit 2004 ja 2006), mutta eteneminen on ollut kovin varovaista.

Monet ekonomistit argumentoivat jo 90-luvun puolivälissä, että matala työttömyys edellyttää työmarkkinoiden rakennemuutoksia. *Rakennepolitiikka* ja *työmarkkinajoukot* muuttuivat kuitenkin kirosoanoiksi. Kun uudistuksiin ei ollut poliittista rohkeutta, työttömyyden aleneminen oli pysähdyksissä kesästä 2000 kesään 2004 (kuvio 55). Kun joustavoituminen lopulta nytkähti ja verokiila kapeni, palvelusektori pääsi kasvuun ja työllisyys lisääntyi vauhdilla. Kesästä 2004 kevääseen 2008 työpaikkojen määrä lisääntyi yli 200 000 hengellä ja työttömyysaste laski 3 prosenttiyksikköä. Eriten 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 finanssikriisiin asti. Globalisaatio ei siis estänyt hyvää työllisyyskehitystä kehittyneissä maissa. Finanssikriisi käänsi työttömyyden nousuun maailmalla. Kun kriisi alkoi helpottaa, työttömyys kääntyi laskuun. Suomi ei ollut silloinkaan poikkeus.

Vain korkeasti työllistyneenä kansakuntamme pystyy luomaan riittävästi lisäarvoa hyvinvointijärjestelmän turvaamiseen. Ikääntyvä, supistuvan työvoiman Suomi tarvitsee parempaa tuottavuutta, jotta veroja maksavien työllisten harveneva joukko pystyy elättämään laajenevan passiiviväestön. Työikäinen väestö alkoi supistua 2010. Sekä ikääntyviltä tyhjiksi jääviä työpaikkoja täyttämään että heitä hoitamaan tarvitsemme työvoimaa muualta eli maahanmuuton kasvua.

Keväällä 2008 Suomen työttömyysaste oli 6 % ja puola ammattitaitoisesta työvoimasta rajoitti tuotannon lisäämistä. Yrityksillä oli kysyntää koulutukseltaan ja kokemukseltaan sopivista työntekijöistä sellaisilla paikkakunnilla, joilla tällaisia työntekijöitä ei ollut tarjolla. Kasvukeskuksissa ongelmaa kärjisti asunten nopea kallistuminen. Työn perässä muuttaminen on mahdotonta, jos lähtö- ja tulopaikan asuntohintaero on suuri. Kun talous vahvistuu ja eläköityminen etenee, tämä ongelma palaa agendalle. Kun talouden ja yritystoiminnan rakenteet ovat kriisin jälkeen erilaiset kuin sitä ennen, uudet työpaikat eivät synny sinne mistä vanhat hävisivät. Paitsi *maahanmuutos* myös *maassamuuton* tarve on ilmeinen.

Työttömyys on kansakunnan sosiaalinen ykkösongelma ja suurin syrjäytyneisyyttä aiheuttava tekijä. Siksi nuoriso- ja pitkäaikaistyöttömyyden rajoittaminen on niin tärkeää. Onneksi 2009-10 onnistuttiin rajoittamaan elinkelpoisten yritysten konkurssreja ja sellaisia irtisanomisia, jotka olisivat johtuneet

rahoitusmarkkinoiden ohimenevistä toimintahäiriöistä.

Työttömyys on kansantalouden resurssien tuhlausta. Siitä johtuvat menot rasittavat hyvinvointipalvelujen rahoitusta. Työn tekemiseen ja työn teettämiseen kohdistuvan verokiilan kaventaminen on ollut keskeinen osa työllisyyttä tukevaa rakennepolitiikkaa 2000-luvulla. Sitä se olisi järkevää jatkaa, mutta julkisen sektorin kestäväydestä huolehtiminen näyttää estävän sen. Veronkorotuksia tuskin vältetään, mutta työllisyyden näkökulmasta olisi suotavaa, että ne eivät kohdistuisi työn tekemiseen ja sen teettämiseen.

Valtionvelan kasvu vaarantaa hyvinvointipalvelut ja sosiaalisen turvaverkon, mutta vääränlaiset veronkiristykset olisivat varmin tapa tappaava hyvinvointiyhteiskunta. Työllisyyttä tulisi vahvistaa laajalla työmarkkinoiden rakennemuutosohjelmalla, jonka osat tukevat toistensa vaikutuksia. Kansakunnan kannalta erittäin huono lopputulos olisi, että veronkorotukset suojaisivat julkisen palvelutuotannon tehottomuuden jatkumista.

Mikä on paras tapa velkakierteen katkaisemiseen? Sitä kysyvät *Bart Van Ark* ja *Stephen Sexauer* tutkimuksessa *Productivity and Growth versus Debt-to-GDP*, joka ilmestyi joulukuussa *Conference Boardin* julkaisemana. Tutkimuksen mukaan velkaongelman hallitseminen on suhteellisen yksinkertaista, kun tietyt parametrit ovat kohdallaan ja niille annetaan aikaa vaikuttaa.

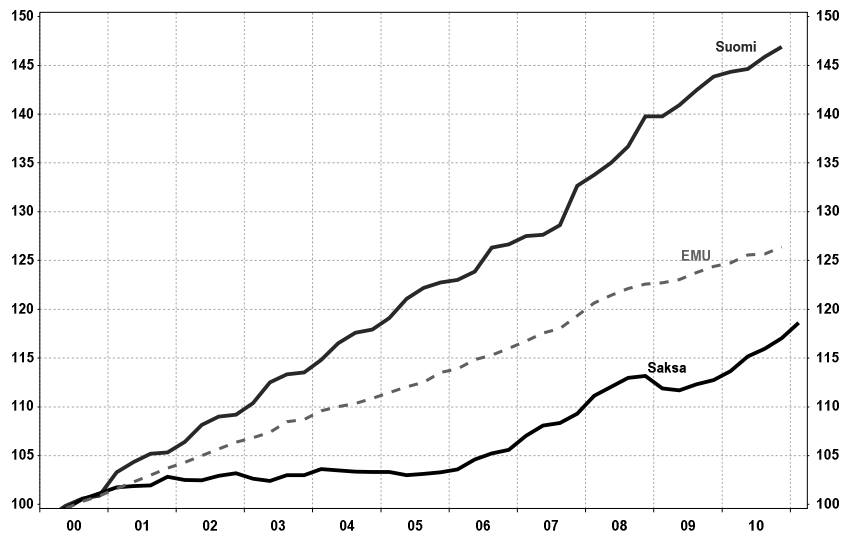
Van Arkin ja *Sexauerin* perusmallissa julkiset menot *per capita* kasvavat yleisen inflaation (~ BKT-deflaattori) verran, jolloin yhdenkään kansalaisen aseman ei tarvitse heikentyä. Kun tuottavuus (=BKT per capita) paranee, *nimellinen* BKT kasvaa tuottavuuskasvun verran nopeammin kuin *per capita* vakioidut *reaaliset* julkiset menot. Tuottavuuskasvu alkaa alentaa vajeen BKT-osuutta ja muutaman vuoden aikana vaikutus kumuloituu merkittäväksi.

Tuottavuuskasvua parantavat rakenneuudistukset vauhdittavat velkasuhteen alenemista eikä valtiontalouden tasapainottuminen vaadi verojen korottamista. Jos veroasteet pysyvät ennallaan, verotulot lisääntyvät samaa vauhtia kuin nimellinen BKT eli tuottavuuskasvun verran enemmän kuin julkiset menot ja vaje siis supistuu. Jos verotusta kiristetään tavalla, joka hidastaa tuottavuuskasvua, tasapainottuminen hidastuu. Jos julkisia *reaalimenoja per capita* supistetaan, se nopeuttaa tasapainottumista sillä edellytyksellä, että tuottavuuskasvu ei hidastu tai sen hidastuminen ei ole suuri. Menoleikkausten, jotka vahvistavat tuottavuutta, vaikutus vajeeseen on kestävämpi kuin verojen korottamisen, joka yleensä hidastaa kasvua.

Kuvio 52

FIN, GER & EMU: Työkustannukset

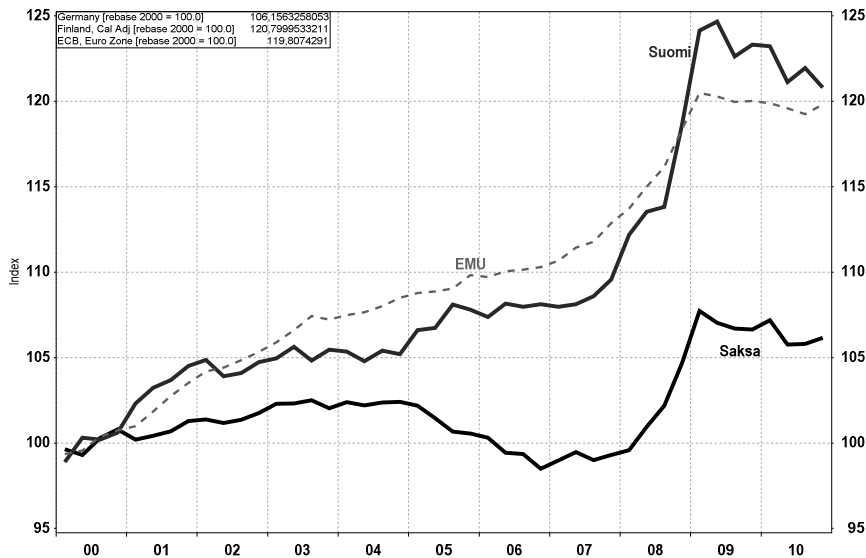
indeksi 2000=100



Kuvio 53

FIN, GER & EMU: Yksikkötyökustannukset

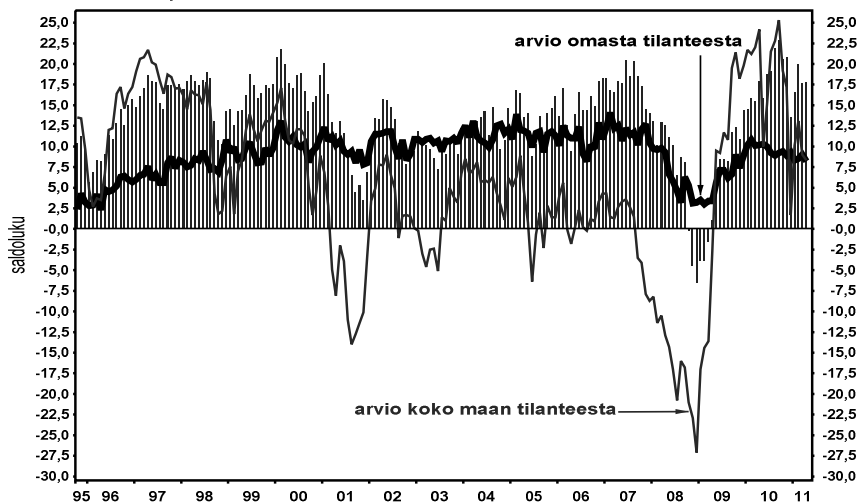
indeksi 2000=100



Kuvio 54

FIN: Kuluttajien luottamus

ja heidän arvionsa omasta tilanteesta 12 kk:n kuluttua, viim. hav. M4



Onnistumisen ehto on, että 1) laaditaan monen vuoden tasapainottamisohjelma ja 2) huolehditaan sen ohjelman uskottavuudesta. Uskottavuuden vuoksi ensimmäisten askelten pitää olla lähellä ja ne pitää toteuttaa piirun tarkkuudella. Näin vältetään ajautuminen ylilyöviin paniikkiratkaisuihin, jotka heikentäisivät tarpeettomasti kansalaisten elinehtoja.

Työmarkkinakehitys oli taakse jääneen taantuman suuri ilonaihe. Työttömyys lisääntyi paljon vähemmän kuin tuotantolukujen perusteella olisi voinut odottaa. Selitys lienee siinä, että pienet ja keskusuret yritykset välttivät irtisanomisia, koska ne ilmeisesti ymmärsivät kriisin ohimeneväksi. Nyt on tärkeää välttää sellaiset talouspolitiikan signaalit, jotka heikentäisivät pienten ja keskusurten yritysten tulevaisuudenuskoa. Monissa yrityksissä tuotavuus putosi taantumassa rajusti. Kun sitä korjataan, kasvun työllisyysvaikutus jää totuttua pienemmäksi.

Haja-ajatuksia elvytyksestä

On ollut outoa seurata tapaa, jolla monet poliitikot ja media puhuivat talouden elvytyksestä ensisijaisesti julkisena menona, joka kasvattaa velkaa. Ekonomistin silmin elvytys oli investointi tulevaisuuden velanhoitokykyyn.

Yritykset investoivat taloudelliseen tulevaisuuteensa eikä kukaan kyseenalaista sitä, vaikka investointi maksaa. On yritysjohton 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. Siltä osin kuin elvytys oli hankkeiden aikaistamista, tarpeettomien projektien vaara oli pieni, kun elvytys loppui itsestään hankkeiden valmistuessa.

Pahinta kansantalouden pitkän ajan velanhoitokyvyn kannalta olisi ollut elinkelpoisten yritysten kaatuminen (ohimenevien) rahoitusongelmien takia. Pahinta julkisen talouden kestävyuden kannalta olisi ollut työttömyyden massiivinen nousu, sillä suhdannetyöttömyys muuttuu yllättävän nopeasti rakennetyöttömyydeksi. Tämä uhka vältettiin.

Kummallinen oli myös se väite, että taantuman tullessa ulkoa olisimme olleet jotenkin aseettomia sen edessä. Tosiasiassa valtiontalouden paremman tasapainon ja vähemmän velkaantuneisuuden ansiosta meillä olisi ollut enemmän elvytysvaraa kuin useimmilla muilla Euroopan mailla.

Talouspoliittisessa keskustelussa puhe käännettiin aivan liian kiireellä elvytyksen purkamiseen ja valtion velkaantumiseen. Kun verotusta kevennettiin keväällä 2009, jo touko-kesäkuussa 2009 poliitikot julistivat kansalle, että kohta kiristetään. Veronkevennysten voimaa liudensi kilpalaulu siitä kuka kiristää eniten ja nopeimmin. Oliko tässä osasy säästämisasteen rajuun nousuun? Jos ja kun puheet heikensivät elvytysurojen tehoa, elvytysinvestoinnin tuottoaste heikkeni.

Nyt on aika purkaa elvytystä. Kestävyysvajeen hallitsemiseksi tarvitaan monen vuoden uskottava tasapaino-ohjelma, joka pitää valtionvelan rahoituskulut kurissa. Toisaalta härkähäisen ja jäykän konsolidointiohjelman riskinä on sen vaikutus talouskasvuun. Jos kasvu tapetaan, valtiontalouden tasapainottuminen tulee mahdottomaksi. "Politiikka on mahdollisuuksien taidetta", on joskus sanottu. Juuri nyt tämä kiteytys on harvinaisen osuva.

Hallituksella täytyy olla nöyryys ja valmius arvioida jatkuvasti ja yhä uudelleen elpymisen etenemistä ja kiristyksen ajoitusta. Kiinalaista sanontaa seuraten "virta pitää ylittää kiviä kosketellen". Eliitin on hyväksyttävä, että tulevaisuutta voi ennustaa, mutta sitä ei voi tietää. Siksi talouspolitiikan pitää joustaa, kun tosiasiat sitä vaativat. Globaalin talouspolitiikan joustavuus oli 2008-09 ennen näkemätön. Sen ansiosta 30-luvun laman globaali toisinto vältettiin. Meillä joustamattomuus tuntuu suuremmalta hyveeltä.

Maailmantalous supistui 2009 ja yritykset saivat iskuja kaikilla mantereilla. Maailmankaupan romahdus oli ylilyönti, jonka korjautuminen on edennyt vauhdilla. Ne yritykset, jotka selviytyivät uudelle lähtöviivalle pienimmin vaurioin, saivat mahdollisuuden vahvistaa markkinaosuuksiaan selvästi. Valitettavasti meillä työkustannukset ovat nousseet kilpailijamaita enemmän ja se heikentää kilpailukykyä monissa yrityksissä (kuvio 52-53).

Elpymisen etenee

Maailmankaupan elpymisen on edennyt ja yritysten odotukset vahvistuneet. Se on heijastunut meidänkin vieniimme -- joskin liki vuoden maailmankaupan käännettä myöhemmin. Jatkon osalta tärkeimmät positiiviset kasvuväät ovat, että 1) työttömyyden nousu jäi paljon odotettua pienemmäksi ja 2) kuluttajien luottamus omaan talouteensa on pysynyt vahvana (kuvio 54). Kun 90-luvun laman jälkeen kulutuksen käynnistymistä viivytettiin "laman pitkä

varjo", nyt ei kuluttajien tuntemuksissa vastaavaa varjoa näy.

Suomen talous kasvaa. Karu totuus on kuitenkin se, että BKT saavuttaa kevään 2008 tason vasta 2012 lopulla. Kuviossa 48 nähdään se aktiviteetin taso, jonka varassa kasvavat Suomen valtion ja kuntien verotulot. Julkisen talouden kestävyys on iso haaste pitkään.

Kriisin jälkeen globaalien kokonaiskysynnän rakenne on erilainen kuin ennen kriisiä. Siksi myös tarjonnan rakenne tulee olemaan erilainen. Osa ennen kriisiä rakennetusta tuotantokapasiteetista ei siis ole enää relevanttia ja osa pääomakannasta vanhenee totuttua nopeammin. Siksi investointien tarve on lähempänä kuin taaksepäin katsovat mallit antaisivat odottaa.

Niin yrityksissä kuin myös valtiontaloudessa katseen tulee kohdistua vuosien päähän tulevaisuuteen. Jatkuva vaaliruljanssissa se on poliitikoille yhtä vaikeaa kuin yritysjohtajille kvartaalikapitalismin oravanpyörässä.

Asuntohinnat valinkauhassa

Asuntohinnat nousivat 100% vuoden 1997 alusta kevääseen 2008 (kuvio 57). Samana aikana rakennuskustannusten nousu oli 40% ja yleinen inflaatio 22%. Kotitalouksien käytettävissä olevat tulot lisääntyivät 70 %. Sekä tuloihin, rakennuskustannuksiin että yleiseen hintakehitykseen suhteutettuna asuntojen hintakehitys oli ylilyönti. Sekä maassamuuttoa että maahanmuuttoa rajoittaa pääkaupunkiseudun asuntojen kalleus. Pääkaupunkiseudulla asuntojen keskihinta on 2 kertaa muun maan keskiarvoa korkeampi.

Kun uusien asuntolainojen korot kääntyivät nousuun, alkoi asuntohintojen nousu hidastua keväällä 2005. Keväästä 2008 vuoden 2009 alkuun asunnot halpenivat koko maassa 7% ja pääkaupunkiseudulla 9%. Asuntolainakanta kasvoi 2006 alussa 18% vauhtia, mutta heinäkuussa 2009 kasvu oli 6% vuoden takaa. Vaikka asuntokauppa vaimeni myös Suomessa, muutos oli paljon vähäisempi kuin euroalueella keskimäärin.

EKP painoi ohjauskoron nopeaan laskuun syksyn 2008 jälkeen ja asuntosijoittajat aktivoituivat saman tien. Se laukaisi hintatason nousukiittoa ja taantumavuoden (!!!) 2009 aikana asuntohinnat nousivat koko maan tasolla 9 % ja pääkaupunkiseudulla 12½ %. Hinnat ylittivät

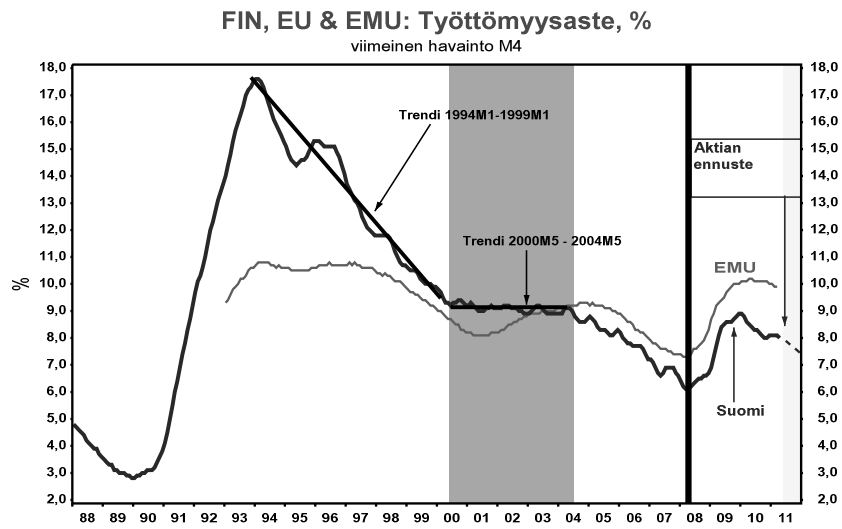
jo 2009 lopussa finanssikriisiä edeltäneen huipun ja ovat nousseet siitä vielä 6½ % (kuvio 29, s. 31). Ennätysmatalat korot ja rajusti supistuva uudisrakentaminen olivat asuntohintojen sytytysneste. Tätä kirjoitettaessa suomalaiset saavat uudet asuntolainansa 1½ prosenttiyksikköä matalammalla korolla kuin eurokansalaiset keskimäärin. Edessä oleva korkojen nousu kasvattaa silti painetta hintojen laskuun.

Kotitalouksien kokonaisvelka suhteessa käytettävissä olevaan vuosituloon oli 115 prosentin tuntumassa 2010. Nopeasta noususta huolimatta velkasuhde on matala verrattuna moniin Euroopan maihin. Viime vuosina on korostunut a) suurten asuntovelkojen keskittyminen melko pienelle osalle kotitalouksia ja b) hyvin korkeakorkoisten kulutusluottojen lisääntyminen. Voimakkaasti velkaantuneita kotitalouksia ovat ne, joilla on yli kolme kertaa vuosituloja enemmän velkaa. Tällaisten kotitalouksien osuus on noussut 17 prosenttiin kaikista. Monet näistä suurivelkaisista kotitalouksista saattavat joutua vaikeuksiin korkojen noustessa.

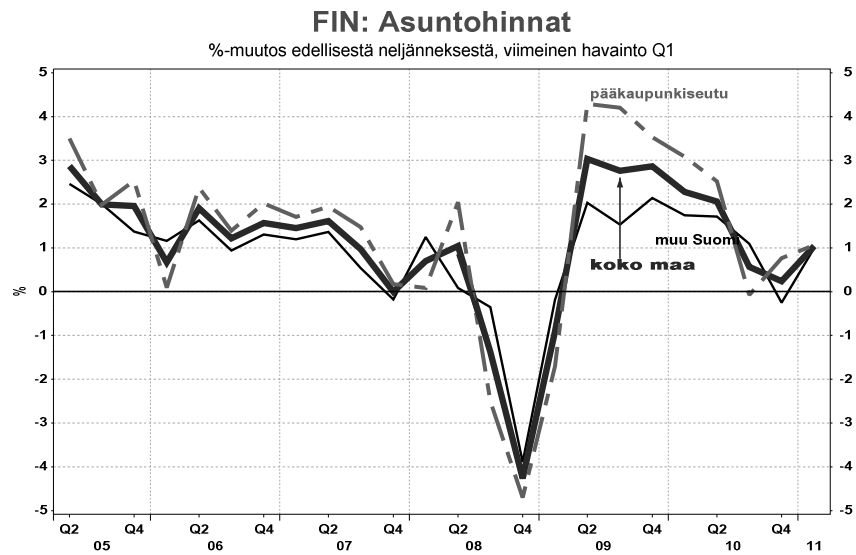
Kansainvälinen valuuttarahasto IMF analysoi (World Economic Outlook, 2004) asuntohintoja 18 teollisuusmaassa. Tulosten mukaan a) pitkän aikavälin kestävä hintataso riippuu talouden fundamenteista, b) hintojen muutostrendejä leimaa jatkuvuus ja c) pitkällä aikavälillä ylilyönnit korjautuvat. Eri maissa 2000-luvun alkuvuosina nähdystä asuntohintojen noususta 40 % oli yhteistä kaikille maille (kuvio 29, sivu 31). Matalat korot ja reaalityulojen suotuisa kehitys tukivat asuntojen kallistumista kaikissa kehittyneissä maissa.

Muutostrendien jatkuvuus merkitsee, että jos hinnat lähtevät nousuun tai laskuun, 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, -korjausprosessi alkaa painaa suhdetta kohti normaalia. 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).

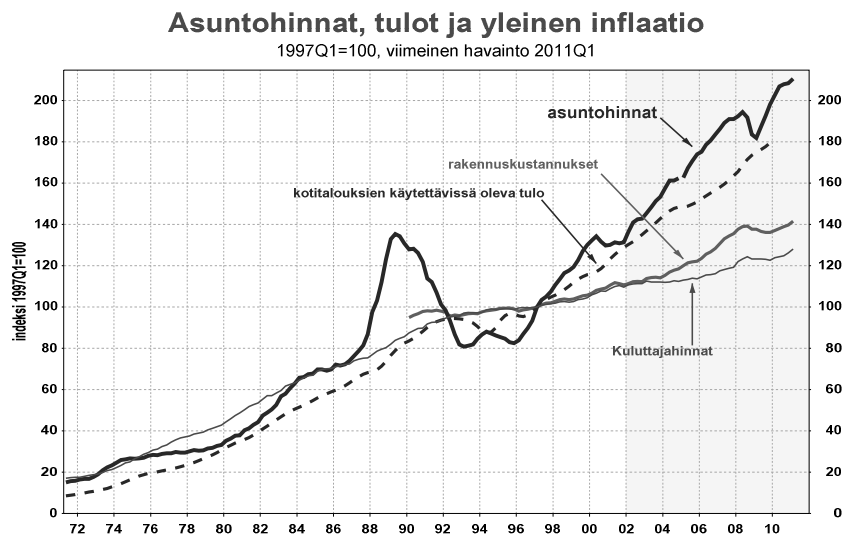
Kuvio 55



Kuvio 56



Kuvio 57



Asuntolainan hoitokulu on keskeinen muuttuja sekä lainanottajan että lainanantajan (=pankin) laskelmissa. Pankit välttävät lainoja, joiden häiriöttömään hoitamiseen ne eivät usko. Siksi ne viestivät asiakkaille, ettei lainanhoitokulu saa olla kohtuuton asiakkaan tulovirtaan suhteutettuna. Samalla lainanottajat joutuvat arvioimaan kuinka suuren kuukausimaksun he kestävät.

Asuntokauppaa ohjaavat ostajien ja myyjien sentimentit. Epävarmuus on kaupankäynnille myrkyä. Kun ostajat alkavat epäröidä, myyntiajat pitenevät. Ne, joiden on pakko myydä asuntonsa, joutuvat tinkimään hintapyynnöistään. Kun viidakkorumpu kertoo, että ollaan ostajan markkinoilla, paine hintatasoa kohtaan kasvaa. Finanssikriisin alkuvaiheessa oltiin tässä tilanteessa, mutta korkojen lasku sytytti ostohalut uuteen roihuun ja uudisrakentamisen pysähdys sinetöi ylikysyntätilanteen. Syksyllä 2008 alkanut korkojen lasku on vauhdittanut asuntokauppaa paitsi meillä myös monissa muissa Euroopan maissa.

Kuvion 57 mukaan suomalaisten asuntohintojen taso ei näytä kestävältä. Toisaalta sitä tukee muuttoliike kasvukeskuksiin ja asuntotarjonnan rajoitettu lisääntyminen. Siksi hintatason kalleus purkautuu vain osittain ja ehkä pitkänkin 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. Kalliit asunnot ovat lähinnä ensiasuntoa ostavien ongelma. Ylihintojen kirouksen kantavat nuoret, työuransa alussa olevat lapsiperheet. 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. Nykyhallituksen ohjelmaan asuntopolitiikka viimein otettiin. Elvytyspanostuksesta huolimatta asuinrakennuksia valmistui vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä yli 30 % *vähemmän* kuin vuotta aikaisemmin. Vuoden 2010 4. vuosineljänneksellä vastaava muutos oli yli 45% *plussalla*. Tähän käänteeseen on varmasti vaikuttanut se, että rakennusliikkeiden huoli hintatason kestäväyydestä väistyi. Tarinan kielteinen sivuvire on se, että tällä logiikalla rakentaminen alkaa supistua heti, kun korkojen nousu alkaa luoda paineita hintatason laskuun.

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 eli kasvukeskuksiin. Kaiken tämän vuoksi asuntoministerin postin ounasteltu lakkauttaminen epäilyttää.

Jos kohtuuhintaisia asuntoja rakennetaan merkittävässä määrin pääkaupunkiseudulle, se heijastuu olemassa olevan asuntokannan hintakehitykseen. 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* ylihinnoittelemalle, toimii 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 asuntojen hintavaihtelua. Silti vain kilpailu takaa, että ylilyönnit jäävät ohimeneviksi.

Yhteenvedo Suomen talouskehityksestä

Suomen BKT, joka supistui -8.0 % 2009, kasvoi 3.1 % vuonna 2010.

Finanssikriisiin edetessä 2007-2009 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 2009 verotuksen kevenemisestä huolimatta.

Maailmankauppa alkoi elpyä ja luotonsaataavuus parantua vuoden 2009 edetessä. Kotimainen elvytys ja korkojen lasku tukivat aktiviteettia. Kokonaistuotannon pohjakosketus ohitettiin kesällä 2009. Elpyminen on jatkunut kohta 2 vuotta. BKT lisääntyi 3.1 % 2010. Kasvu 2011 on 3.8% ja 2012 2.4 %. Talouden trendikasvu vakiintuu ensi vuoden aikana runsaan 2 prosentin tasolle (kuvio 58).

Työttömyyden nousu jäi selvästi pienemmäksi kuin tuotantolukujen perusteella olisi voinut odottaa (kuvio 55). Työttömyysaste 2009 oli 8.2% ja 8.3 % 2010. Se on 7.7 % 2011 ja 7.2 % 2012. Vaikka talouskasvu on 2012 alkaen toivottua vaimempaa, eläköityminen kaunistaa työttömyyslukuja. Inflaatio nousee viime vuoden 1.1 prosentista 3.3 prosenttiin 2011 ja on 2.6 % 2012.

Pitemmän ajan ongelma on kilpailukyvyyn rapautuminen, jota kilpailijamaita korkeammat palkan korotukset ovat ruokkineet. Kun samaan aikaan sähkötekninen teollisuus on kypsynyt matalan kasvun sektoriksi ja metsäteollisuuden rakenteelliset ongelmat rajoittavat kasvumahdollisuuksia, Suomen talouden trendikasvu hidastuu pysyvästi.

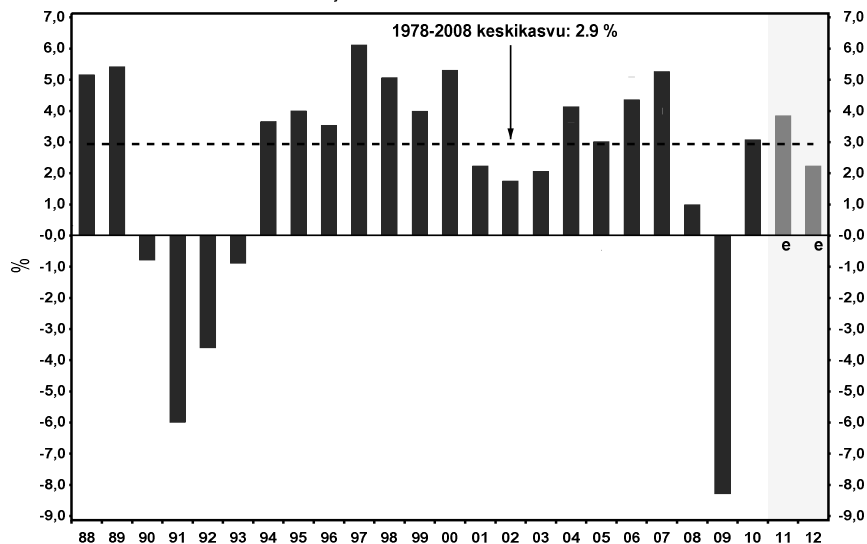
Kansakunnan jaettavissa olevan kokonaistulon perusta on BKT. Sen kasvulla on kaksi tekijää: työpanoksen lisäys ja työn tuottavuuden paraneminen. Nykyisten hyvinvointijärjestelmien turvaaminen on erittäin haastavaa ikääntyvässä Suomessa varsinkin, kun julkisen talouden alijäämät ovat kasvaneet kriisin aikana. Vuoden 2010 jälkeen työmarkkinoilta poistuu vuodesta toiseen vanhasta päästä enemmän väkeä kuin 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 tuottavuuskasvu vaikeuttaa, että tärkeimmät yrityksemme jo ovat globaalissa *avantgardessa* ja ladunavaajan vauhti poikkeuksetta hidastuu.

Mahdollisuus hyvinvointijärjestelmien säilyttämiseen on talouden rakenteellisessa uudistumisessa. Tarvitaan vuosi vuoden perään parantuvaa tuottavuutta. Toisaalta riittävä tulonmuodostus ja työllisyys edellyttävät laajenevaa palvelusektoria ja se puolestaan edellyttää työvoimaan täydennystä maamme rajojen ulkopuolelta. Pääkaupunkiseudun asuntopula on sille yksi este. Ja se este nousee koko ajan korkeammaksi asuntohintojen noustessa.

Kuvio 58

FIN: BKT:n volyymi, vuosimuutos, %

ja Aktian ennuste 2011-2012



Taulukko 5 Ennustevertailu: Suomen BKT-kasvu, %

	Aktia "Uusi" 31.5.	Aktia "Edellinen" 19.1.	Nordic Barometer konsensusennuste 9.5.	ETLA 24.3.	VM 23.3.
2007	4.2 %				
2008	1.0 %				
2009	-8.0 %				
2010e	3.1 %				
2011e	3.8 %	2.9 %	3.4 %	4.0 %	3.6 %
2012e	2.4 %	2.0 %	2.6 %	3.0 %	2.7 %

Taulukko 6 Ennustevertailu: Suomen kuluttajahintainflaatio, %

	Aktia "Uusi" 31.5.	Aktia "Edellinen" 19.1.	Nordic Barometer konsensusennuste 9.5.	ETLA 24.3.	VM 23.3.
2007	2.5 %				
2008	4.0 %				
2009	0.0 %				
2010e	1.1 %				
2011e	3.3 %	2.2 %	3.0 %	3.5 %	3.3 %
2012e	2.6 %	2.0 %	2.3 %	2.9 %	2.7 %

Taulukko 7 Ennustevertailu: Suomen työttömyysaste, %

	Aktia "Uusi" 31.5.	Aktia "Edellinen" 19.1.	Nordic Barometer konsensusennuste 9.5.	ETLA 24.3.	VM 23.3.
2007	6.9 %				
2008	6.4 %				
2009	8.2 %				
2010e	8.3 %				
2011e	7.7 %	7.5 %	7.7 %	7.5 %	7.6 %
2012e	7.2 %	7.2 %	7.2 %	6.5 %	7.2 %

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

	mrd eur 2010	2009	2010	2011e	2012e
Bruttokansantuote	180	-8.0	3.1	3.8	2.4
Tuonti	65	-18.1	2.6	5.0	4.0
Vienti	70	-20.3	5.1	7.0	5.0
Kulutus	141	- 1.0	1.9	1.8	1.5
- yksityinen	97	-1.9	2.6	2.4	2.0
- julkinen	44	1.2	0.4	0.5	0.5
Kiinteät investoinnit	33	-14.7	0.8	6.0	5.0

Kuvioiden lähde ellei toisin mainita: Reuters EcoWin

Taulukko 9 Eräiden maiden ja talousalueiden

- 1) osuudet maapallon kokonaistuotannosta käyvin valuuttakurssein 2009 (USD) ja ostovoimapariteettipainoin 2010 (PPP) sekä
- 2) niiden osuudet maailman väestöstä, %, ja
- 3) elintaso (= BKT/capita ~ tuottavuustaso) suhteessa Yhdysvaltoihin sekä USD- että PPP-painoin (USA = 100)

	Osuus maailman BKTsta		Osuus väestöstä	BKT/capita, USA=100	
	USD	PPP		USD	PPP
USA	24,5	19,7	4,5	100	100
Euroalue	21,4	14,6	4,8	82	69
siitä Saksa	5,7	4,0	1,2	89	76
Ranska	4,5	2,9	0,9	94	74
Italia	3,6	2,4	0,9	75	61
Espanja	2,5	1,8	0,7	67	59
Japani	8,7	5,8	1,9	86	70
Kehittyvä Aasia yhteensä	13,7	24,0	52,3	5	11
siitä Kiina	8,5	13,6	19,7	8	16
Intia	2,2	5,4	17,8	3	7
Venäjä	2,1	3,0	2,1	19	32
Latinalainen Amerikka	5,8	8,6	8,3	13	24
Afrikka	1,6	2,4	11,7	3	5

Lähteet:

IMF: World Economic Outlook, April 2011

World Bank: World Development Indicators database, September 2010

