



Pääjohtaja Erkki Liikanen

Muutosvarauksin

MAAILMANTALouden TASAPAINOTTOMUudet JA HAASTEET – EUROOPPA, AASIA, AMERIikka

Talousvaliokunnan seminaari 20.4.2005, Eduskunta

Kuva 1.

Johdanto

Maailmantalouden kehityksessä vajaan kymmenen viime vuoden aikana on ollut joukko keskeisiä piirteitä:

Kuva 2. Tekstiruutu, jossa lueteltu alla olevat asiat.

- ensin teknologiavetoinen osakkeiden hintojen globaali voimakas nousu viime vuosikymmenen lopussa ja dollarin jyrkkä vahvistuminen ja sen peilikuvana vastasyntyneen euron merkittävä ja odottamaton heikkeneminen
- vuonna 2000 alkanut osakekurssien globaali jyrkkä lasku sekä vuoden 2002 alussa alkanut dollarin heikkeneminen ja sen peilikuvana euron vahvistuminen
- kasvava vaihtotaseen alijäämä Yhdysvalloissa jonka rinnalle myöhemmin tuli nopeasti paisuva valtiontalouden alijäämä
- rahapolitiikan globaali keventäminen ja poikkeuksellisen pitkään jatkunut rahataloudellinen keveys
- globaaliksi muuttunut matala inflaatio
- tuottavuuden kasvun voimistuminen Yhdysvalloissa: otettuaan pitkään kiinni Eurooppa alkoi uudelleen jäädä Yhdysvalloista jälkeen
- Kiinan nousu maailmantalouden kannalta merkittäväksi tekijäksi

Yritän muodostaa tulkintaa tästä kehityksestä ja arvioida, mitä riskejä vallitsevaan tilanteeseen liittyy, miten vakavia havaitut tasapainottomuudet ovat ja millaisia mahdollisuuksia meillä on päästä niistä hallitulla tavalla eroon.

Faktat ja niiden tulkinta

Valuuttakurssit

Euron heikentyminen euron alkuvuosina oli monille yllätys, monille myös pettymys.

Kuva 3. Dollarin ja euron efektiivinen valuuttakurssi 1998-2005. Demonstroi viimeisimmät vuodet, yhden kokemuksen/syklin.

Oheinen kuva osoittaa euron ja dollarin efektiivisen eli kauppapainoisen kurssin. Siinä näkyy euron heikkeneminen ja myöhempi vahvistuminen.

Kuvio esittää kuitenkin vain yhden kokemuksen. Kauppapainoisesti kurssit ovat ennenkin vaihdelleet suuresti, bilateraaliset kurssit vielä enemmän. Tämä näkyy selvästi toisesta kuvasta. Edellisen kuvan sisältö näkyy siinä pienessä ruudussa.

Kuva 4. Dollarin ja euron efektiivinen valuuttakurssi 1980-2005, jossa edellisen kuvan sisältö on erotettu laatikolla.

Historiallisessa tarkastelussa dollarin heikkous tai euron vahvuus tänä päivänä eivät ole ennennäkemättömiä. Ei olla kaukana pitkän aikavälin keskiarvoista. Se mikä kuviossa pistää silmään on dollarin vahvuus 1980-luvun alkupuoliskolla, mille tasolle se ei teknologiabuumin aikana kauppapainotettuna yltänyt vaikka kävikin poikkeuksellisen vahvana.

Miten tätä on tulkittava?

1980-luvun alussa dollaria työnsi vahvaan suuntaan aluksi hyvin kireäksi viritetty rahapolitiikka, jota seurasi hyvin keveäksi vedetty finanssipolitiikka Reaganin kauden alussa. Korkeat korot houkuttelivat sijoituksia dollariin ja keveä finanssipolitiikka nosti kotimaista kysyntää syrjäyttäen vientiä.

Vuosituhanen vaihteessa teknologiabuumi ja optimistiset käsitykset investointien tuotoista ja pitkän aikavälin kasvusta houkuttelivat ulkomailta sijoituksia. Dollari vahvistui tässä aallossa, eikä vahvistumista kovin paljon edes USA:ssa valitettu.

Kaikki loppuu aikanaan.

1980-luvun puolivälissä dollari kääntyi jyrkkään laskuun, ja laskua jatkui usean vuoden ajan.

Samoin kävi pari-kolme vuotta sitten. Teknologiaoptimismin haihduttua kasvuodotukset maltillistuivat, osakekurssit laskivat, osakesijoitukset ja suorat sijoitukset Yhdysvaltoihin vaimenivat. Dollari aloitti pitkään veikatun alamäkensä, joka olisi todennäköisesti ollut vielä koettuakin jyrkempi ilman Aasian keskuspankkien dollaria tukevia sijoituksia. Nämä sijoitukset ovat vaikuttaneet myös siihen, että pitkät korot eivät ole nousseet odotetusti. Yhdysvaltain rahapolitiikka ajettiin poikkeuksellisen keveäksi, ja budjettialijäämän annettiin kasvaa. Näin päädyttiin monia huolestuttavaan kaksoisvajeeseen.

Yhdysvaltain kaksoisvaje

Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämä alkoi uudelleen paisua teknologiaboomin alussa vuonna 1998. Liittovaltion budjettialijäämä sitä vastoin oli ollut supistuvalla uralla jo vuodesta 1993. Vuonna 2000 oli päästy jo noin kahden prosentin ylijäämään.

Kuva 5. Vaihtotaseen alijäämä ja budjettialijäämä USA:ssa 1990-2004.

Vaihtotaseen alijäämä paisui teknologiabuumin aikana, koska resurssit olivat täyskäytössä ja kotimainen kysyntä kasvoi niin nopeasti.

Vaihtotaseen alijäämä on kuitenkin jatkanut kasvuaan teknologiabuumin jälkeenkin. Sen vastaeränä kotitalouksien ja erityisesti valtion velkaantuminen ovat jatkuneet. Yrityssektorin velkaantuminen ei sitä vastoin ole USA:ssa ongelma, kun yritysten rahoitusjäämä (cash flow to capital spending) on vahvistunut viime vuosina voimakkaasti.

Keskustelua on käyty siitä, muodostaako kaksoisvaje uhan USA:n vakaalle kehitykselle ja sitä kautta maailmantaloudelle vai ei. Tämä asia oli vahvasti esillä Kansainvälisen valuuttarahaston kokouksessa viikonvaihteessa Washingtonissa.

Optimistit viittaavat USA:n joustaviin markkinoihin, kasvupotentiaaliin, sinne suuntautuvien sijoitusten korkeaan tuottoon ja alhaiseen riskiin sekä dollarin ylittämättömään merkitykseen varanto- ja sijoitusvaluuttana ja kansainvälisenä maksuvälineenä. Vaikka vajeet eivät voikaan loputtomiin paisua, USA:n talous tulee aikanaan kasvamaan näistä ongelmista ulos, sanovat optimistit.

USA:n sopeutumistarvetta helpottaa myös se, että valtaosa amerikkalaisten veloista on kotimaan valuutassa, kun taas saatavat ovat merkittävältä osin ulkomaan valuutassa. (Näin valuutan heikentyminen ei nosta velkojen arvoa – toisin kuin esimerkiksi Suomen kohdalla 1990-luvun alussa, jolloin markan heikentyminen nosti ulkomaanvaluuttamääräisen velan arvoa tuntuvasti.)

Pessimistit taas huomauttavat, että sijoittajien pääomavirrat ovat jo alkaneet kääntyä pois päin dollarisijoituksista, mikä vaikeuttaa alijäämien rahoitusta. Tämä kehitys osoittaa, että jo nykyiset sekä budjettialijäämä että vaihtotaseen alijäämä ovat kestäättömiä. Jos vajeet jatkuvat nykyisen suuruusina tai kasvavat, USA:n ulkomainen velka ja liittovaltion velka ylittävät sen rajan, jolla dollarisijoitukset lakkaavat kiinnostamasta. Edessä on dollarin kurssin romahdus ja dollarimääräisten velkakirjojen kurssien lasku. Jälkimmäinen merkitsee samaa kuin pitkien korkojen nousu.

Rahapolitiikka

Historiallisessa vertailussa rahapolitiikan keveneminen vuosina 2001-2003 oli poikkeuksellisen suurta erityisesti Yhdysvalloissa, missä tosin rahapolitiikkaa oli edeltävinä vuosina kiristetty reippaammin kuin muualla.

Kuva 6. Keskuspankkikorot. Fed ja EKP

Yhdysvalloissa lyhyet reaalkorot ovat parin viime vuoden ajan olleet lievästi negatiiviset ja euroalueellakin nollan tuntumassa.

Kuva 7. 3 kk reaalkorko USA:ssa ja euroalueella 1995-2005.

Kevyt rahapolitiikka ei ole toistaiseksi näkynyt inflaatiossa. Inflaatio-odotukset ovat tosin jonkin verran nousseet vuoden 2003 jälkeen sekä Yhdysvalloissa että euroalueella, mutta nousu ei ole kovin suuri.

Tämä ei merkitse sitä, ettei kevyellä rahapolitiikalla olisi ollut vaikutuksia myös hintoihin.

Kevyt rahapolitiikka on osaltaan ollut vauhdittamassa omaisuushintojen nousua Yhdysvalloissa ja myös muualla maailmassa. Osakekurssit nousivat melko vahvasti vuonna 2004. Joukkovelkakirjojen hinnat ovat pysyneet varsin korkeina, mikä näkyy pitkien korkojen alhaisuutena.

Likvidi raha on hakenut parempia tuottoja riskipitoisemmista vaateista, mistä syystä korkoerot ovat pysyneet pieninä (BBB- ja AAA-reitattujen yritysobligatioiden välinen tuottoero, kehitysmaalainojen riskipremio).

Myös asuntojen hintojen nousu näyttää globaalilta ilmiöltä. Asuntojen hinnat ovat olleet melko nopeassa nousussa miltei kaikissa muissa OECD-maissa paitsi Saksassa ja Japanissa. Suomessa tapahtunut asuntojen hintojen nousu näyttää kansainvälisessä vertailussa vain keskimääräiseltä.

Asuntojen hintojen nousu on selvästi kevyen rahapolitiikan tukemaa. Tämän kanavan kautta rahapolitiikka on myös tukenut kotimaista kysyntää erityisesti Yhdysvalloissa, mutta myös muutamissa euroalueen maissa, kuten Suomessa.

Kevyt rahapolitiikka on epäsuorasti nostanut myös raaka-aineiden hintoja. Vaikutus tulee sitä kautta, että USA:n kevyt rahapolitiikka on siirtynyt Aasian maihin näiden maiden harjoittaman valuuttakurssipolitiikan seurauksena. Valuuttakurssi on pidetty valuuttainterventioin vakaana suhteessa dollariin tai valuutan vahvistumista on torjuttu. Näin saadulla likviditeetillä on voitu rahoittaa nopeaa kasvua varsinkin Kiinassa. Nopea kasvu Aasiassa on nostanut raaka-aineiden hintoja.

Suorakin kanava on ollut olemassa. Rahaa on ollut halvalla tarjolla erilaisten spekulatiivisten positioiden ottoon raaka-ainemarkkinoilla.

Kaikki nämä tekijät merkitsevät yhteenlaskettuna sitä, että pitkään jatkuneella kevyellä rahapolitiikalla on globalisaation ja nopean tuottavuuden kasvun aikana inflaatiota kiihdyttäviä vaikutuksia. Niiden näkyminen yleisen hintatason nousuvauhdissa vain vie enemmän aikaa kuin aikaisemmin.

Osaltaan syynä hintojen vakautteen saattaa olla keskuspankkien uskottavuuden parantuminen ja sen seurauksena inflaatio-odotusten pysyminen alhaisena. Kynnys hintojen nostamiseen nousee, kun keskuspankkien uskotaan pitävän inflaation alhaisena.

Matala inflaatio

Hintavakaus eli matala inflaatio alkaa nyt jo olla odotettu ja yleisesti hyväksytty kaikissa OECD-maissa.

Kuva 8, joka demonstroi inflaation konvergoitumisen matalalle tasolle.

Siirtymistä matalaan inflaatioon ovat helpottaneet kilpailun lisääntyminen kansantalouksien avautumisen myötä ja nopea tuottavuuden kasvu monilla aloilla. Useiden teollisuustuotteiden hinnat ovat olleet laskussa, kun tuotantoa on siirtynyt halvempien kustannusten maihin. Keskeisin syy alhaiselle inflaatiolle on kuitenkin ollut muuttunut rahapolitiikka. Keskuspankeista on tehty itsenäisiä, ja alhaisesta inflaatiosta on tullut niiden keskeisin tavoite.

Tuottavuus

Tuottavuuden kasvu oli Euroopassa pitkään nopeampaa kuin Yhdysvalloissa. Siihen oli kaksi syytä. Eurooppa kuroi umpeen toisen maailmansodan aikana syntynyttä tuottavuuskuilua. Toinen syy oli työvoimakustannusten nopea nousu Euroopassa 1970-luvulla ja 1980-luvun alussa, mikä sai aikaan työvoiman korvaamisen pääomalla.

Viime vuosikymmenen puolivälin jälkeen tilanne on ollut päinvastainen. Yhdysvalloissa tuottavuuden kasvu nopeutui ja hidastui Euroopassa. Yhdysvalloissa vähittäis- ja tukkukauppa sekä rahoituspalvelusektori liitännäisineen selittää 95 % tuottavuuden kasvun kiihtymisestä runsaalla prosenttiyksiköllä periodien 1990-1995 ja 1995-2001 välillä.

Kuva 9. Tuottavuuden kasvun kiihtyminen USA:ssa jaettuna tärkeimpiin toimialakontribuutioihin.

Euroopassa tuottavuuden kasvu hidastui vastaavana aikana useimmissa maissa. Toki Euroopastakin löytyy toimialoja, kuten telekommunikaatioala, joissa tuottavuuden kasvu on ollut ripeää. Näytöt tuottavuuden kasvupyrähdyksestä palvelusektorilla ja yleensäkin tieto- ja viestintäteknikkaa käyttäviltä toimialoilta kuitenkin puuttuvat.

Kiina

Kiina on noussut maailmantalouden kannalta merkittäväksi tekijäksi. Kiinan kasvu on ollut hyvin nopeaa jo pitkään, eikä mikään viittaa siihen, etteikö se voisi jatkua vielä vuosikymmenen tai pari.

Kiinan maailmantaloudellisen painoarvon noususta kertoo se, että se on tätä nykyä maailman kolmanneksi merkittävin maa ulkomaankaupalla mitattuna.

Kuva 10. Kiinan osuus maailman tuonnista

Kiinan osuus maailman öljyn kulutuksesta lähenee kymmenesosaa: maa vastasi vuosina 1999-2003 noin 40 prosentista koko maailman öljyn kulutuksen kasvusta. Teräksen käyttäjänä Kiina on maailman suurin.

Kuva 11. Teräksen kulutus v. 2002.

Lisäksi sen odotetaan nousevan vuoden 2005 aikana Yhdysvaltain ohi maailman suurimmaksi alumiinin kuluttajaksi.

Kuva 12. Alumiinin kulutus v. 2003.

Kiinan ja muidenkin kehittyvien talouksien nopea kasvu on maailmantaloudelle hyväksi. Löytyy veturi kasvulle. Samalla se merkitsee sitä, että monet niistä tavaroista ja palveluksista, jotka ennen tuotettiin kehittyneissä maissa, tuotetaan nyt näissä halvempien kustannusten maissa.

Kehittyneiden maiden tuotantorakenteiden on sopeuduttava uuteen työnjakoon. Sopeutuminen tuottaa joillekin maille tai alueille enemmän pulmia kuin joillekin toisille. Mahdollisuuksia silti jää, merkitseehän Kiinan (ja muiden maiden) nopea kasvu sitä, että myös niiden tuonti kasvaa nopeasti. Se taas merkitsee toisille mahdollisuuksia viennin nopeaan kasvattamiseen.

Kiinan erikoisuus on se, että vaikka maa on köyhä, se rahoittaa omat suuret investointinsa pääosin itse. Sen säästämisaste on hyvin korkea, ja vaihtotase on ylijäämäinen.

Nopean kasvun ja kiinnostavien tuotto-odotusten vuoksi maahan virtaa pääomia. Estääkseen valuutan vahvistumisen, Kiinan viranomaiset joutuvat ostamaan jatkuvasti ulkomaanvaluuttaa. Valuuttavarannon paisuminen ruokkii luottoekspansiota, mistä osa menee tehokkaiden ja osa tehottomien investointien rahoittamiseen.

Myös tämä on osa globaalista epätasapainoa, kun sillä ymmärretään tilannetta, joka ei samankaltaisena voi jatkua kovin pitkään.

Yhdysvaltain kaksoisvajeen korjautuminen

Edellä olen kuvannut ja tulkinnut joukon hyvin tunnettuja tosiasioita.

Yritän nyt koota näitä paloja yhteen lähtemällä liikkeelle Yhdysvaltain kaksoisvajeesta. Pidän sitä epätasapainoisena samassa mielessä kuin yllä: budjettivajeen ja vaihtotaseen alijäämän paisuminen eivät voi jatkua kovin pitkään. Nykyinenkin taso on kestämaton, mutta se voi säilyä jonkin aikaa.

Tällaiset epätasapainot yleensä ratkeavat jollakin tavalla, hallitsemattomasti tai hallitusti.

Hallitsematon ratkaisu

Hallitsemattomaan ratkaisuun USA:n osalta liittyy dollarin jyrkkä, mahdollisesti yliampuva heikkeneminen, kun ulkomaiset sijoittajat irtautuvat dollarista. Tällaisessa tilanteessa dollarimääräisten joukkovelkakirjojen korot nousevat.

Tilanne voisi pahentua entisestään, jos pitkien korkojen nousu painaisi asuntohinnat laskuun, jolloin amerikkalaisten kotitalouksien säästämisaste nousisi jyrkästi. Myös osakkeiden hinnat kääntyisivät tällaisessa tilanteessa laskuun vetäen kurssuja alaspäin maailmanlaajuisesti. Yhdysvaltain talous ajautuisi vakavaan taantumaa ja vetäisi maailmantalouden mukanaan.

Dollarin heikkenemisen vastapainona euro vahvistuisi jyrkästi varsinkin, jos Aasian rahaviranomaiset pitäisivät valuuttansa yhä kiinteässä suhteessa dollariin. Euron vahvistuminen ja maailmantalouden taantuminen vetäisisivät euroalueen kohti deflaatiota.

Vaikka hallitsemattoman ratkaisun toteutuminen on estettävissä, siihen ei päästä yksinomaan oikeansuuntaisella talouspolitiikalla. Myös talouksien rakenteiden on sopeuduttava uuteen maailmantalouden ympäristöön. Yhden alueen tai maan toimenpiteet eivät kuitenkaan ole riittäviä, vaan toimenpiteitä ja sopeutumista tarvitaan niin Yhdysvalloissa, Kiinassa kuin Euroopassakin.

Hallittu ratkaisu

Millainen olisi hallittu ratkaisu?

Millaisia elementtejä siihen kuuluu? Ainakin seuraavia on tarjottu:

Yhdysvalloissa

- rahapolitiikan asteittaista kiristämistä jatketaan
- liittovaltion budjettialijäämä saatetaan asteittain supistuvalla uralle
- kotitalouksien säästämisaste nousee

Kiinassa

- ylikuumenemisen hallinta, johon liittyy aikanaan myös valuutan revaluointi

Euroalueella

- rahapolitiikka jatkuu kasvua tukevana
- euroalue vahvistuu ja erityisesti sen palvelusektorin tuottavuus nousee

Kuva 13 . Tekstiruutu, jossa on lueteltu em. asiat.

Suomen Pankissa tehtiin vuosi sitten mallilaskelmia USA:n vaihtotaseen vaihtoehtoisista sopeutumisurista. Lähtökohtana oli vaihtotaseen supistuminen 2 prosenttiyksiköllä suhteessa bruttokansantuotteeseen.

Tällainen tulos saatiin aikaan kahdella eri tavalla. Ensimmäisessä vaihtoehdossa tähän päästiin alentamalla kuluttajien pysyväistuloa ja sitä kautta nostamalla kotitalouksien säästämisastetta. Toisessa vaihtoehdossa vastaavan suuruiseen vajeeseen supistumiseen päästiin nostamalla dollarisijoitusten riskipreemiota.

Vaihtoehdoista jälkimmäinen vastaa hallitsematonta ratkaisua. Siinä dollari heikkenee nimellisesti yli 20 prosenttia, inflaatio kiihtyy Yhdysvalloissa, mikä seurauksena rahapolitiikka kiristyy ja korot nousevat. Kulutus ja investoinnit molemmat supistuvat. Vaihtotaseen vaje pienenee viennin kasvun ja tuonnin supistumisen seurauksena. Muussa maailmassa (euroalueella) kotimainen kysyntä vilkastuu, mutta pienenevä nettovienti pudottaa kokonaistuotannon kasvun nolliille. Hinnat kääntyvät laskuun, ja rahapolitiikka törmää nollakorkorajoitukseen.

Edellinen vaihtoehto, amerikkalaisten kotitalouksien säästämisen nousu, on paljon suopeampi vastaten hallittua ratkaisua. Siinäkin dollari heikentyy reaalisesti, mutta ei nimellisesti. Inflaatiopaineet pysyvät poissa ja rahapolitiikka voidaan keventää sekä Yhdysvalloissa että muussa maailmassa (euroalueella).

Tällaista ratkaisua tukisi se, että Yhdysvaltain liittovaltion budjettialijäämää supistetaan, mikä vähentäisi myös kotitalouksien säästämistason nousun tarvetta. Säästämistaseeseen ei kuitenkaan ole kovin helppo vaikuttaa suorien talouspoliittisin toimin.

OECD:n sihteeristö on tehnyt vastaavia laskelmia. Niiden tuloksia esitettiin viime kesänä julkaistussa katsauksessa. Myös näiden laskelmien mukaan hallittu sopeutuminen on vaikeaa, jos se tapahtuu vain yhden kanavan kautta.

Kiinan valuuttakurssipolitiikka

Kiinalle on kohdistettu toivomuksia sekä eurooppalaisten että amerikkalaisten suunnalta valuutan revalvoimiseksi tai kelluttamiseksi. Eurooppalaiset perustelevat tätä taakan jaolla: kun dollarin heikkenemisen taustatekijät ovat lähtöisin Yhdysvalloista, euroalue joutuu kärsimään sopeutumistaakasta kohtuuttoman suuren osan sen takia, että Kiina ja eräät muut maat haluavat seurata dollaria. Amerikkalaiset puolestaan näkisivät renminbin vahvempana sen vuoksi, että Kiinasta tuleva kilpailu Yhdysvaltain markkinoilla vähän hellittäisi.

Kiinan valuutan, Renminbin revalvoiminen 10 prosentilla heikentäisi USA:n efektiivistä (kauppapainoista) valuuttakurssia vain 1 prosentilla. Se tuntuu vähäiseltä kun takana on jo 20 prosentin efektiivinen heikkeneminen. Mikään kuviteltavissa oleva renminbin revalvointi ei muuta sitä tosiasiaa, että kustannustaso Kiinassa pysyy alhaisena verrattuna Yhdysvaltoihin tai muihin kehittyneisiin maihin.

Valuutan kelluttaminen todennäköisesti johtaisi renminbin vahvistumiseen, mutta kysyä sopii, ovatko Kiinan rahoitusjärjestelmä ja rahamarkkinamekanismit kypsiä toimimaan kelluvan kurssin oloissa. Toimiakseen hyvin pääomanliikkeiden tulisi olla vapaita ja kotimaisten rahamarkkinoiden tulisi toimia hyvin siten, että markkinoilla muodostuvat hinnat tehokkaasti heijastavat kaikkea saatavilla olevaa informaatiota, ml. rahapolitiikkaa koskevia odotuksia. Kiina ei ole tässä kehitysvaiheessa vielä.

Kiinan valuutan revalvointi voisi osaltaan helpottaa sopeutumista. Paras perustelu revalvaatiolle syntyy siitä, että Kiinan viranomaiset itse näkevät sen tarpeelliseksi luottoekspansion hillitsemiseksi tai nousevien inflaatiopaineiden katkaisemiseksi. Kiina tekee ratkaisunsa itse päättämässään aikataulussa, kun se aika tulee.

Euroopan haasteet

Eurooppalaisilla on perinteisesti ollut tapana suhtautua valuuttakurssimuutoksiin voimakkaammin kuin amerikkalaisilla. Tämä on sikäli ymmärrettävää, että ennen Euroopan talous- ja rahaliittoa, jokainen eurooppalainen valuutta-alue oli Yhdysvaltoihin verrattuna pieni. Pienissä ja avoimissa talouksissa valuuttakurssimuutosten vaikutukset ovat suuria, kun taas suurissa ja suljetuissa talouksissa nämä vaikutukset ovat pieniä.

Tilanteen pitäisi olla toinen nyt, kun euroaluekin on suuri ja suhteellisen suljettu valuutta-alue. Alueen ulkopuolelle suuntautuvan kaupan osuus on 17-18 prosenttia bruttokansantuotteesta. Yhdysvalloissa vastaava luku on vielä pienempi. Juuri siitä syystä, että ulkomaankaupan osuus on kovin pieni, tarvitaan suuri kurssimuutos, jotta sillä olisi merkittävä vaikutus ulkoiseen tasapainoon.

Eurooppalaisilla on ollut taipumus syyttää muita euron vahvistumisen aiheuttamista ongelmista ja odottaa muilta korjaavia toimenpiteitä. Esimerkkinä voi mainita vaatimukset budjettialijäämien supistamisesta Yhdysvalloissa ja valuutan revalvoimisesta Kiinassa. Kuten edellä on todettu, näille toiveille löytyy hyviä perusteluja. Mutta pitää kysyä myös sitä, mitä Euroopassa voitaisiin tehdä vahvan euron aiheuttamien kipujen lievittämiseksi ja globaalisten tasapainottomuuksien hallitun purkamisen edistämiseksi.

Elvyttävä raha- ja finanssipolitiikka

Monet kommentaattorit ovat ehdottaneet euroalueelle kotimaisen kysynnän lisäämistä elvyttävällä raha- ja finanssipolitiikalla. Näiden ehdotusten toteuttaminen merkitsisi nykyistä suurempien budjettialijäämien hyväksymistä vakaus- ja kasvusopimuksen rajoitteista riippumatta sekä entistäkin kevyempää rahapolitiikkaa. On jopa esitetty, että Euroopan keskuspankin tulisi tehdä vasta-hyökkäys ja määrätietoisesti heikentää euroa alentamalla korkoja ja käyttämällä valuuttainterventioita.

On vaikea nähdä, miten merkittävä finanssipoliittinen elvytys euroalueen maissa auttaisi Yhdysvaltain vaihtotaseen vajeen supistumista.

Rahapolitiikka on tällä hetkellä kasvua tukevaa. Se voi pysyä sellaisena niin kauan kun inflaatio ja inflaatio-odotukset pysyvät matalina. Tämä ei merkitse, etteikö lyhyet korot euroalueellakin aikanaan nousisi kohti neutraalia tasoa.

Nimenomainen pyrkiminen euron heikentämiseen rahapolitiikkaa keventämällä tai valuuttainterventioilla olisi tuhon tie. Se muistuttaisi ns. kilpailevien devalvaatioiden tietä ja veisi entistä kauemmaksi globaalisten tasapainottomuuden hallitusta ratkaisusta.

Palvelusektorin tuottavuus euroalueella

Amerikkalaiset tutkijat Maurice Obstfeldt ja Kenneth Rogoff ovat pohtineet sitä, voisiko euroalueen palvelusektorin tuottavuuden nousu tehdä USA:n vaihtotaseen sopeutumisprosessista kivuttomamman kaikille osapuolille. Vaihtotaseen sopeutumiseen väistämättä liittyvä dollarin reaalin heikkeneminen merkitsee, että amerikkalaiset tuotteet halpenevat ja niiden kysyntä Euroopassa kasvaa. Vastaavasti euroalueen maiden vienti supistuu tai kasvaa hitaammin.

Jos kuitenkin tuottavuus nousisi euroalueen maiden palvelusektorissa, se muodostaisi vastavoiman valuutan vahvistumiselle. Palveluiden hintojen alentuessa kansalaisten reaalitytulot kasvavat, mikä näkyy paitsi palveluiden myös tavaroiden kysynnän lisääntymisenä. Tästä hyötyisivät sekä Yhdysvaltojen vienti että euroalueen kotimainen kysyntä.

Nopein tapa vaikuttaa tuottavuuden nousuun palvelusektorissa on kilpailun lisääminen. Näin palataan samoihin kysymyksiin, joista Euroopan tasolla on keskusteltu pitkään, nimittäin rakennereformeihin. Tässä mielessä esimerkiksi EU:n neuvostossa käsitellyssä olevan palveludirektiivin hyväksyminen on tärkeää. Se avaisi suljetun sektorin nykyistä laajemmin kilpailulle. Tämä omalta osaltaan helpottaisi globaalien tasapainottomuuksien purkamista hallitulla tavalla. Rakennemuutokset ovat kuitenkin tarpeellisia ilman tasapainottomuuksiakin: ne ovat avainasemassa, kun pyritään elintason ja hyvinvoinnin kohottamiseen. Tähän asiaan on viime aikoina kiinnitetty huomiota mm. IMF:n ja Suomen Pankin laskelmissa.

Kuva 14: Kilpailun kiristymisen hyödykemarkkinoilla

Kilpailun lisääntymisen ja hyvinvoinnin välinen yhteys on karkeasti kuvailtuna seuraavanlainen.

Puhtaasti talousteorian näkökulmasta katsoen kilpailun puute on synonyymi epätäydelliselle kilpailulle. Epätäydellinen kilpailu esimerkiksi hyödykemarkkinoilla näkyy siinä, että yritykset tuottavat vähemmän, mutta korkeammalla hinnalla. Tämä vähentää kuluttajien hyvinvointia.

Samoin kilpailun puute työmarkkinoilla merkitsee sitä, että palkkataso on korkeampi ja työllisyys vastaavasti alhaisempi. Korkeampi palkkataso merkitsee yrityksille korkeampia kustannuksia, jotka ne siirtävät tuotteidensa hintoihin. Siten myös työmarkkinoiden puutteellinen kilpailu merkitsee korkeampaa hintatasoa taloudessa.

Kilpailun kiristyminen puolestaan voidaan tulkita tällaisissa tarkasteluissa hinta/palkkamarginaalien pienenemiseksi: voitot pienenevät, taloudellinen toiminta tehostuu ja tarjonta reagoi herkemmin markkinoiden muutoksiin.

Kilpailun kiristymisen hyödyke- ja työmarkkinoilla voi siis odottaa merkitsevän pitkällä aikavälillä talouden tuotantotason nousua ja alhaisempaa hintatasoa. Jos lisääntynyt tuotanto toteutetaan kotimaassa, kysynnän lisääntyminen kannustaa yritykset lopulta lisäämään investointejaan.

Hyödykemarkkinakilpailun lisääntymisestä johtuva yritysten voittojen supistuminen voi alkuvaiheessa alentaa ns. varallisuusvaikutusten kautta yksityistä kulutusta. Tämä on kuitenkin väliaikaista.

Korkeampi tuotannon taso edellyttää yleensä työpanoksen kasvattamista. Tämä johtaa yhdessä hintatason laskun kanssa ennen pitkää reaali-palkkojen ja kotitalouksien reaalitytulotason nousuun, kulutuksen elpymiseen ja siten hyvinvoinnin lisääntymiseen.

Kuinka suuria sitten kokonaistaloudelliset vaikutukset voisivat olla?

Kuvio 15. Kilpailun kiristyminen Euroopassa: pitkän aikavälin vaikutusten arviointia IMF:n GEM-mallilla

Kansainvälisen valuuttarahaston laskelmat osoittavat, että jos hyödyke- ja työmarkkinoiden kilpailu lisääntyisi euroalueella samalle tasolle kuin se on Yhdysvalloissa, olisivat reaalitytaloudelliset vaikutukset huomattavat. Laskelmissa arvioidaan, että euroalueen tuotanto voisi kohota reilut 10 prosenttia. Tämä ka-ventaisi huomattavasti elintasokuilua Yhdysvaltojen ja Euroopan välillä.

IMF:n laskelmat osoittavat myös, että euroalueen kilpailun lisääntymisellä olisi heijastusvaikutuksia muualle maailmaan. Tuotanto ja kulutus voisi kohota noin prosentin verran suhteessa perustilanteeseen. Hyvinvointi lisääntyisi siis sekä euroalueella että ympäröivässä maailmantaloudessa.

Myös Suomen Pankki on arvioinut kilpailun lisääntymisen vaikutuksia. Euro & Talous -lehdessä syksyllä 2004 Suomen Pankin Aino-mallilla tehtiin alustavia laskelmia hyödykemarkkinoiden kilpailun lisääntymisen vaikutuksista. Näissä laskelmissa päädyttiin samansuuntaisiin tuloksiin kuin IMF:n laskelmissakin: pitkällä aikavälillä hyödykemarkkinakilpailun lisääntyminen johtaisi kulutuksen ja investointien lisääntymiseen.

Maaliskuussa 2005 ilmestyneessä Euro & Talous -lehdessä puolestaan tarkas-teltiin IMF:n laskelmien mukaisesti tilannetta, jossa kilpailullisuus lisääntyisi samanaikaisesti sekä hyödyke- että työmarkkinoilla. Keskeiset tulokset esite-tään seuraavassa taulukossa.

Kuva 16. Hyödyke- ja työmarkki-nakilpailun kiristyminen Suomes-sa – Aino-mallin tuloksia

Talouden sopeuduttua uuteen tasapainoon yksityinen tuotanto kasvaa yksityi-sen kulutuksen ruokkimana. Tämä heijastuu pitkällä aikavälillä työllisyyden nousuun sekä investointien vilkastumiseen. Reaali-palkkataso kohoaa ja myös reaalin valuuttakurssi devalvoituu kotimaisen hintatason laskun seurauksena. Huomattavaa on myös viennin lisääntyminen suhteessa tuontiin. Tämä johtuu talouden kilpailukyvyin lisääntymisestä.

Tällaiset mallilaskelmat ovat tietenkin vain suuntaa-antavia ja niihin liittyvä epävarmuus on varsin suuri. Ne kuitenkin osaltaan tukevat sitä yleisesti hyväksyttyä näkemystä, että hyödykemarkkinoiden kilpailun vapauttamisella on suuria myönteisiä vaikutuksia tuottavuuteen ja kuluttajien hyvinvointiin. Kilpailun lisääminen pakottaa hyödyttämään tieto- ja viestintätekniikkaa, hakemaan uusia liiketoimintamalleja ja –prosesseja. Työmarkkinoiden osalta tilanne on ongelmallisempi. Tämä on nähty hyvin palvelujen vapauttamista koskevan direktiivin yhteydessä. Mutta tälläkin alueella eteneminen siten, että opitaan parhaista eurooppalaisista käytännöistä ja sovelletaan niitä kansallisiin olosuhteisiin, on ensiarvoisen tärkeää.

Yhteenveto

Globaalisen epätasapainon ilmentymäksi on määritelty USA:n kaksoisvaje. Epätasapainosta voidaan puhua siinä mielessä, että nykyinen tilanne on selvästi kestämaton: budjettialijäämä ja vaihtotaseen alijäämä eivät voi alati pysyä nykyisen suuruisina. Molempien vajeiden supistuminen on jossain vaiheessa edessä. Vaihtotaseen alijäämästä ei edes tarvitse päästä kokonaan eroon, koska USA:lla on vielä toistaiseksi suotuisa demografia ja maahanmuuton seurauksena työvoiman määrä kasvaa. Liittovaltion velkaantuminen ei sekään vielä ole eurooppalaisessa mittakaavassa hälyttävän korkea. Aikaa siis on sille, että sopeutuminen voi tapahtua hallitusti.

Vaikka kaksoisvaje on Yhdysvaltain ongelma, se on myös globaalinen huolen aihe. Aasian maiden kasvu ja vientiä korostava talouspoliittinen strategia ovat osaltaan olleet tekemässä tilaa USA:n vaihtotaseen vajeen paisumiselle. Euroopan tarjontaolosuhteet ovat sellaiset, että se tuntuu kärsivän euron vahvistumisesta enemmän kuin Yhdysvallat kärsi dollarin vahvistumisesta muutama vuosi sitten.

Koska kuitenkin kaksoisvaje on ennen muuta Yhdysvaltain ongelma, hallittu sopeutuminen edellyttää kotimaisen kysynnän kasvun hidastumista Yhdysvalloissa. Sitä tukevat rahapolitiikan asteittainen kiristymisen ja budjettialijäämän asteittainen supistaminen. Hallittuun ratkaisuun tulisi liittyä myös kotitalouksiin säästämisasteen asteittainen nousu.

On kuitenkin syytä pitää koko ajan mielessä, että kaikkiin ratkaisuihin, myös hallittuun ratkaisuun, liittyy dollarin reaalin heikkeneminen. Siitä merkittävä osa on jo tapahtunut. Riittääkö tämä vai heikkeneekö dollari lisää, ei tässä kannata ryhtyä arvailemaan.

Euroopan haasteena on vahvistaa sopeutumiskykyään. Samalla sietokyky valuuttakurssivaihteluiden varalta vahvistuu. Sopeutumiskykyinen talous pystyy paremmin vastaamaan muuttuvaan ympäristöön. Se luo myös kannusteita tuottavuuden kohottamiseksi kaikilla toimialoilla.

Nopea tuottavuuden nousu palvelusektorissa 10 viime vuoden aikana erottaa Yhdysvallat Euroopasta. Euroopalla on näin ollen kiinni otettavaa. Kilpailun lisääminen lisää automaattisesti painetta tuottavuuden nostamiseen palvelusektorilla. Tällainen kehitys tässä tilanteessa helpottaisi omalta osaltaan myös globaalisten tasapainottomuuksien hallittua purkamista.