

**KATSAUS GLOBAALIIN JA SUOMEN TALOUTEEN INSTITUTIONAALISEN
SIOITTAJAN NÄKÖKULMASTA**

Maailmantalous

- Maailmantalouden kasvu on hidastunut 5 prosentin vauhdista noin 4 prosenttiin. Kasvu- vaihe on ollut tosiasiasa eräs viime vuosikymmenien vahvimista. Maailmantalouden kehitys on ollut myönteistä myös sikäli, että nousu on ollut varsin laaja-alainen kattaen yleisesti myös kehittyvät taloudet.
 - Kasvu on yhä voimakasta Yhdysvalloissa ja varsinkin Aasiassa, erityisesti Kiinassa ja Intiassa. Suomen kannalta on tärkeää, että myös Venäjän kasvu näyttää jatkuvan voimakkaana. Maailmantalouden kasvu jatkunee tasaisen vahvana myös lähivuosina. Sen arvioidaan ta- soittuvan myös sikäli, että eri maiden ja suuralueiden kasvuerot kapenevat.
 - Kiina on ilmeisesti ottamassa hiljalleen Japanin paikan Aasian merkittävimpänä taloutena. Se on vielä nimellisesti vain puolet Japanin taloudesta, mutta ostovoimakorjattuna jo kak- sinkertainen. Se on jo ohittanut Japanin maailman kolmanneksi suurimpana viejänä Yhdys- valtain ja Saksan jälkeen.
 - Kasvu on yhä heikkoa Japanissa ja mm. eräissä euroalueen suurissa maissa.
 - Maailman inflaatiokehityksessä on vastakkaisia paineita. Öljyn ja raaka-aineiden hinnat ovat laajasti nousseet, samoin useissa länsimaissa asuntojen hinnat, mutta toisaalta kehitty- vien ja siirtymätalouksien kilpailu painaa alas monien teollisuustuotteiden hintoja.
-
- Yhdysvaltain keveä raha- ja finanssipolitiikka on taustatekijänä maan viimeaikaiselle ripe- älle kasvulle mutta myös sen monille epätasapainoilmiöille. Yhdysvalloissa sekä julkinen talous että yksityinen sektori velkaantuvat, mikä näkyy maan suuressa vaihtotaseen alijää- mässä.
 - Energian saatavuus ja hinta ovat epävarmuustekijöitä, samoin Yhdysvaltain jo lähes 6 prosenttiin BKT:stä noussut vaihtotaseen alijäämä. Se on suurempi kuin maailman muiden alijäämämaiden alijäämät yhteensä.
 - Merkittäviä ylijäämiä on monilla Aasian ja Euroopan mailla sekä öljyntuottajilla. Kan- sainväliset rahoitusmarkkinat ovat bruttomääräisesti hyvin laajat, eikä välitön Yhdysvaltain vajeen rahoitus tule välttämättä rahoitusylijäämämaista. Esimerkiksi Kiinassa vaihtotaseen ylijäämän tuoma rahoitus on vain pieni osa niistä varoista, jotka Kiinan keskuspankki sijoit- taa valuuttavarantoina Yhdysvaltoihin. Pääosa varoista on lähtöisin Kiinaan tulleista ulko- maisista sijoituksista.
 - Yhdysvaltain alijäämät lisäävät valuuttakurssi- ja korkokehityksen riskejä. Dollarin kurs- silla on laajat vaikutukset maailmantalouteen, ja Yhdysvaltain korkokehitys vaikuttaa suu- resti myös muun maailman korkoihin, jopa suomalaistenkin korkoihin.

Euroalueen talous

- Euroalueen suurista maista Saksa ja Italia ovat olleet talousvaikeuksissa, kun taas useimmissa pienissä maissa kasvuvauhti on säilynyt kohtuullisena. Erityisen ongelmallinen on Saksan tilanne. Sitä rasittavat entisen Itä-Saksan ongelmat, selvästi heikentynyt väestörakenne ja kalliit kustannusrasitteet, jotka ovat myötävaikuttaneet tuotannon siirtymiseen ulkomaille.
- Epävarmuus on aikaansaanut Saksassa varovaisuussäästämistä. Kun investoinnit ovat painuneet alas, on Saksan vaihtotaseen ylijäämä noussut takaisin menneiden vuosikymmenten korkeisiin lukemiin.
- Hitaan kasvun maita leimaavat myös vaikeudet vakaus- ja kasvusopimuksen noudattamisessa. Euroalueen talouspolitiikkaa leimaa hidasliikkeisyys. Sisäiset paineet ovat osin vastakkaisia, jolloin ei saada aikaan nopeita ratkaisuja.
- Euroalueen vaihtotase on hiukan ylijäämäinen, alue ei ole merkittävästi velkaa ulkopuolelle ja hintavakaus on lähimain tavoitteiden mukainen. Rahoitusmarkkinatilanne on kevyt. Korkotaso on matala ja likviditeettiä on runsaasti, jopa epäilyttävän runsaasti.

Suomen talous

- Suomen talouskasvun kannalta viime vuosi on osoittautunut odotettua myönteisemmäksi, kasvu nousi lähes 4 prosenttiin. Vienti elpyi hitaasti, ja kasvua tukivat kotitalouksien kulu- tus ja asuntoinvestoinnit. Aivan vuoden lopulla tapahtui reipas viennin pyrähdys, mutta se saattaa jäädä hetkelliseksi.
- Suomen taloudessa hintavakaus ja ulkomainen vaihtotase ovat varsin hyvässä kunnossa, mutta työllisyyskehitys ei. Kotitalouksien velkaantumismvauhti vaatii tehostunutta seurantaa, mutta asuntovelka on yhä kansainvälisessä vertailussa varsin kohtuullinen. Velkojen lisäys johtuu myös asuntolainojen laina-aikojen pitenemisestä.
- Pitkän aikavälin ongelma on yritysten investointien vähäisyyteen. Investointitoiminta elpyi hiukan viime vuonna, ja se näyttää vahvistuvan myös tänä vuonna. Suomen talouden investointiaste on kuitenkin yhä alhainen, vaikka ylittää hiukan Ruotsin, Saksan ja Ison-Britannian investointiasteen.
- Tuotannollisten investointien vähäisyys on laajasti yhteinen ongelma länsimaille. Investoinnit riippuvat tuottonäkymistä. Yhdysvalloissa investoidaan yhä vahvan kotimaisen kysynnän turvin; muualla investoijat ovat varovaisia.

-
- Suomessa ja ehkä vielä enemmän Ruotsissa on yritysten käyttäytymistä leimannut poikkeuksellisen suuri osinkojen jako. Jos yrityksen varoille ei ole omia investointimahdollisuuksia, on tietenkin perusteltua jakaa yritykseen kertynyttä likviditeettiä omistajille, jotta nämä voisivat sijoittaa sen tuottavampiin kohteisiin. Kun runsaiden ja ylimääräistenkin osinkojen jako on yrityskentässä hyvin laajaa, jää ihmettelemään, mistä omistajat sitten löytävät parempia investointikohteita löysille varoilleen.

- Suuri osa jaetuista osingoista on mennyt suoraan ulkomaisille omistajille. Muilta osin varat ovat tulleet paljolti muille yrityksille ja vain pieneltä osin suoraan kotitalouksille. Mahdollisuus kanavoida varoja takaisin suomalaisiin yrityksiin on ollut rajallinen, ja mm. osake-emissiot ovat olleet vähäisiä viime vuosina.

Uutta osakerahoitusta eivät yritykset ole tarvinneet yritystoiminnan rahoitukseen, ja lisäksi luottorahoitus on halpaa. Ilmeinen vastaus jaettujen osinkovarojen käytölle on sijoitusrahastojen ulkomaisten sijoitusten vahva kasvu viime vuosina ja aivan viime aikoinakin. Jo noin 2/3 niiden sijoituksista on ulkomailla.

- Rahoituksen saatavuuden vähäinen merkitys investointien kannalta on ilmeinen, kun keskustellaan ulkomaille sijoitettujen työeläkevarojen käytöstä kotimaisten investointien vauhdittamiseen. Rahoituksen säännöstelyn oloissa tällaista pääomavirtojen ohjausta voitiin tehdä, mutta tuskin enää nykymaailmassa.

- Suomalaisten yritysten investoinnit eivät riipu siitä, missä eläkevarat ovat sijoitettuina. Eläkerahastojen sijoittaminen tehokkaisiin reaali-investointeihin sekä varmoihin ja tuottaviin ulkomaisiin rahoitusvaateisiin on välttämätöntä. Näiden varojen laaja sijoittaminen ulkomaille ja erilaisiin vaateisiin on perusteltua myös riskien hajauttamisen kannalta.

- On tietenkin ymmärrettävää, että kysymys lisäsijoituksista kotimaahan herää, kun näistä rahastoista jo melkein 2/3 on ulkomaisissa sijoituksissa, lähinnä euroalueen valtioiden obligatioissa. Ulkomailla oleva summa on jo Suomen talouteen nähden erittäin suuri, noin 40 prosenttia BKT:stä. Olisi ehkä hyvä, jos suurempi osa näistä käytettäisiin kotimaassa, mutta se riippuu yritysten tehokkaista investoinneista ja niiden rahoitusjärjestelyistä.

- Merkittävää on, että maksutuloa ei voida korvata ulkomaisten investointien tuotolla.

Alhaisten markkinakorkojen arvoitus

- Lähes kaikkialla kehittyneissä maissa ovat korot olleet viime vuosina matalat. Tämä koskee sekä rahapoliittisia korkoja että pitkäaikaisia markkinakorkoja. Erityisen rohkeaa alhaisen koron politiikkaa on toteuttanut Yhdysvaltain keskuspankki.

- Koska dollari on maailman tärkein reservivaluutta, Yhdysvaltain kevyt rahapolitiikka on levinnyt laajasti maailmantalouteen. Monissa maissa on omista tavoitteistakin käsin pyritty alhaisiin korkoihin.

- Keskuspankit eivät aseta pitkäaikaisia markkinakorkoja, eivätkä ne pysty niihin kovin paljon välittömästi vaikuttamaan. Markkinakorot liikkuvat hyvin monien tekijöiden seurauksena, ja vain osatekijänä näiden joukossa on - ainakin lyhyellä aikavälillä - keskuspankin rahapolitiikka.

- Obligaatioiden ja osakkeiden hinnat riippuvat tuottoja koskevista odotuksista. Myös rahapolitiikan valmistelussa on tarpeen selvittää huolellisesti markkinoiden näkemyksiä korkojen, osakekurssien ja valuuttakurssien kehitykseen vaikuttavista tekijöistä.

- Erityistä huomiota herätti, kun Alan Greenspan ihmetteli pitkäaikaisten korkojen pysymistä matalana, jopa niiden laskua aikana, jolloin Fed on tehnyt koron nostopäätöksiä. Greenspan piti tätä arvoituksena, conundrum. Yleensä pitkä korko on Yhdysvaltain rahapolitiikkaa kiristettäessä hypähtänyt ylöspäin.
- Pitkäaikaisessa nimelliskorossa näkyvät pääpiirteissään (1) talouden (tuottavuuden) kasvuo-dotukset, (2) inflaatio-odotukset sekä (3) erilaiset velallisesta riippuvat riski-, likvidiysym. tekijät. Nimelliskoron muodostuksessa inflaation merkitys on ilmeinen. Reaalikoron asettuminen reaalikasvun tasolle taas tulee periaatteessa siitä, että koron tulee tasapainotilas-sa vastata vaihtoehdoisen reaali-investoinnin tuottoa.

- Kun tarkastellaan tämän hetken riskittömiä korkoja, voidaan todeta, että pitkän aikavälin kasvu- ja inflaatioennusteet yhdessä ovat selvästi korkeammat kuin pitkä korko. Talouksien reaalikasvuodotus näyttää aivan liian matalalta.

- Ranskan valtion 10 vuoden indeksilainan perusteella euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotus on viime kuukausina ollut vähän yli kaksi prosenttia, mutta reaalityttö-odotus on vajaat 1½ prosenttia. Yhdysvaltain osalta vastaavan reaalityttö-odotus on suunnilleen sama, mikä on vielä oudompaa, sillä yleisesti Yhdysvaltain odotetaan kasvavan Eurooppaa nopeammin. Kun euroalueen rahapolitiikassa pyritään inflaation pitämiseen hiukan alle 2 prosentissa ja kasvumahdollisuuksien katsotaan yleensä ylittävän 2 prosenttia, pitkäaikaisen koron tulisi siten pysyä yli 4 prosentin tasoilla eikä 3.5 %. Koroissa on siten todella jotakin erikoista.

- Viime vuosien alhaiset inflaatiopaineet ovat painaneet osaltaan nimelliskorkoja. Matalaan inflaatioon on vaikuttanut hintakilpailun kiristyminen.

- Länsimaiden maltillinen inflaatiokehitys ei ole vaatinut kireää rahapolitiikkaa. Löysällä rahapolitiikalla on torjuttu yleisiä deflaatiopelkoja. Yleinen elvyttävä talouspolitiikka on taustalla energian ja muiden raaka-aineiden hintojen nousupaineille. Se on näkynyt myös asuntomarkkinoilla.

- Poikkeuksellisen alhaiseen markkinakorkoon voi vaikuttaa (1) maailmanlaajuinen ylisäästäminen ja samanaikainen vähäinen luottojen kysyntä investointeihin, (2) Aasian keskuspankkien runsaat sijoitukset Yhdysvaltain valtion papereihin ja (3) Yhdysvaltain keskuspankin tapa informoida pitkälle etukäteen alhaisen koron politiikkansa.

- Voimakas kansainvälinen säästäminen näkyy mm. vaihtotaseiden ylijääminä. Erityisesti Aasian maat rahoittavat suuret investointinsa säästämisellään. Myös Euroopassa säästäminen taso on säilynyt tyydyttävänä. Euroopassa vakaus- ja kasvusopimus rajaa myös valtioiden velan liikkeeseenlaskua. Osatekijänä on lisääntyvä varautuminen eläkeongelmaan. Yhdysvalloissa säästäminen on tunnetusti painunut historiallisesti katsoen poikkeuksellisen vähäiseksi.

- Eurooppaa leimaa varovaisuus reaali-investoinneissa. Pitkäaikaisille sijoituspääomille ei tahdo löytyä hyviä sijoituskohteita, mikä painaa korkotasoa. Investointien vähäisyys liittyy mm. väestön vanhenemiseen ja epävarmuuteen, joka koskee maailmantalouden rakenteen muutosta.

- Keskuspankkien valuuttavarantojen sijoituspolitiikassa ei ensisijaisena kriteerinä ole sijoituksen tuotto. Monet Aasia keskuspankit pyrkivät pitämään suhteellisen vakaata dollari-kurssia. Valuuttavarantoja sijoitetaan tyypillisesti valtion velkapapereihin, tosin pääosin lyhytaikaisiin. Aasian keskuspankit ovat ajoittain rahoittaneet pääosan Yhdysvaltain vajauksista, jolloin ne ovat samalla painaneet alas dollarin markkinakorkoja.

- Dollarin riskinä on ollut keskuspankkien ja muidenkin sijoittajien siirtyminen dollarista muihin valuuttoihin. Keskuspankkien varantosijoitusten siirtymät eivät ole markkinoiden koko volyymiin nähden suuria, mutta niillä näyttää olevan suuri psykologinen merkitys.

- Keskuspankkien johdonmukainen korkopolitiikka saattaa myös olla osasyynä pitkäaikaisen koron käyttäytymiseen. Hintavakaas- ja inflaatiotavoitteiden yleistymisen ja uskottavuuden lisääntyminen on voinut aiheuttaa liiankin vahvaa uskoa matalan koron säilymiseen. Jos keskuspankki ilmoittaa pitkäksi aikaa tulevaisuuteen korkopolitiikkansa, pitkäaikainen korko varsin todennäköisesti reagoi tähän. Alan Greenspanin johdonmukainen alhaisten korkojen politiikka on osaltaan painanut Yhdysvaltain korkotasoa.

- Keskuspankit eivät pyri vaikuttamaan suoraan pitkäaikaiseen korkoon, eivätkä voikaan vaikuttaa siihen muuta kuin välillisesti. Lyhyen koron ohjaus vaikuttaa periaatteessa myös pitkään korkoon – pitkä korkohan on odotettujen lyhyiden (termiini)korkojen keskiarvo. Tämä yksinkertainen matematiikka ei kuitenkaan yleensä päde. Korkokäyrä liikkuu pikemminkin odotusten ohjaamana siten, että uskottava kiristävä korkoratkaisu nostaa tuotto-käyrää lähitulevaisuuden osalta mutta alentaa sitä muutamien vuosien päästä. Näin käy, kun politiikan uskotaan pitävän inflaatiovahdin keskipitkän aikavälin tavoitteessa.

- Korot reagoivat voimakkaasti poliittisiin kriiseihin ym. yleisiin ongelmiin, joskin vaikutukset jäävät yleensä lyhytaikaisiksi. Obligaatioiden hintaa ja korkoja heiluttavat usein myös häiriöt muilla markkinoilla, erityisesti osakemarkkinoilla. Voimakkaat pyrkimykset pois osakkeista pudottavat niiden hintoja ja nostavat usein juuri obligaatioiden hintoja ja päinvastoin.

- Myös säädösten muutokset, sijoittajien suojausstrategiat ym. vastaavat tekijät aikaansaavat ajoittain tarvetta lisätä tai vähentää pitkäaikaisia korkosijoituksia. Esimerkiksi joissakin Euroopan maissa on viime aikoina ollut esillä eläkevakuutustoiminnan uusista säädöksistä syntyneitä tarpeita sijoittaa lisääntyvästi pitkäaikaisiin vaateisiin.

- Reaalikorkotason kansainvälistyminen vaikeuttaa osaltaan yksittäisen maan korkokehityksen arviointia. Vapaiden pääomanliikkeiden ja vapaasti kelluvien valuuttakurssien maailmassa eivät eri maiden riskittömät odotetut reaalikorot voi poiketa kovin paljon toisistaan. Yhdenmukaistuminen tuo ongelmia maille, joissa reaali-investointien tuotto on heikko. Pääomat pakenevat tuottavampiin kohteisiin ulkomaille.