

Talouspoliittinen foorumi

Katsaus viimeaikaiseen talouskehitykseen¹

MICHAEL MUSSA

Economic counsellor

IMF

Maailmantalouden kehitys viimeisen puolen-toista vuoden aikana on ollut pääpiirteissään valoisaa. Arvioidessamme maailmantalouden näkymiä syyskuussa 1998, Aasian kriisin jälkimainingeissa ja juuri Venäjän romahduksen jälkeen, ajattelimme, että jo 2,25 prosentin talouskasvuun vuosina 1998 ja 1999 voisi olla tyytyväinen. Samoin toivoimme, että vuonna 2000 maailman talouskasvu saattaisi nousta jo 3,5 prosenttiin.

Asiat kääntyivät kuitenkin huomattavasti paremmalle tolalle. Käsittääkseni tähän vaikutti osittain se, että talouspolitiikassa kyettiin ottamaan huomioon maailmantalouden muutokset. Syyskuussa 1998 suosittelimme, että rahapoli-

tiikkaa olisi löysättävä. Suosituksen kohteena olleiden maiden yhteenlaskettu osuus maailman bruttokansantuotteesta oli peräti 90 prosenttia. Rahapolitiikka myös keveni. Federal Reserve laski korkotasoa 0,75 prosenttia. Euroalueella korot laskivat yhteiselle kolmen prosentin tasolle Saksan keskuspankin 3,3 prosentista ja edelleen vuoden 1999 alussa 2,5 prosenttiin. Rahapolitiikka löysättiin samaan aikaan myös Isossa-Britanniassa ja Kiinassa sekä Japanissa, jossa lyhyet korot lähestyivät nollarajaa.

Maailman talouskasvu vuonna 1999 ylitti prosentilla syksyllä 1998 laaditut ennusteet nousten 3,3 prosenttiin. Tämän vuoden maaliskuussa arvioitiin kasvun kuluvana vuonna nousevan jo yli neljän prosentin ja olevan siis voimakkainta sitten 1980-luvun lopun.

Alkuvuoden vaikutelmien perusteella Yhdysvaltojen talouskasvu näyttää tänä vuonna olevan lähes viisi prosenttia. Euroalueella saavutetaan todennäköisesti 3,5 prosentin kasvu, mikä on puoli prosenttiyksikköä enemmän kuin vain kaksi – kolme kuukautta sitten arvioitiin. Kesäkuussa julkaistut Japanin bruttokansantuoteluvut osoittavat, että tuotannon kasvun elpyminen

Kansantaloudellinen Yhdistys ja SITRA järjestivät 9.6. 2000 Talouspoliittisen paneelin. Pääpuhujana tilaisuudessa oli Kansainvälisen valuuttarahaston *Michael Mussa*. Kansantaloudellinen aikakauskirja julkaisee Mussan puheen, sekä toimituksen kokooman yhteenvedon tilaisuudessa käydystä keskustelusta.

¹ Kääntänyt *Manu Heikkonen*, toimittanut *Roope Uusitalo*.

siellä on ollut nopeaa, kasvu ensimmäisellä neljänneksellä on ollut 2,5 prosenttia. Aasian talousihme, Kiina mukaan lukien, näyttää selviytyvän hiukan paremmin kuin kolme kuukautta sitten näytti. Latinalaisessa Amerikassa tilanne on jossain määrin kirjavampi; Argentiina on kokenut vaikeuksia, kun taas Meksikon talous on kasvanut oletettua nopeammin. Myös Afrikka näyttää pärjäävän melko hyvin. Siirtymätaloudetkin, erityisesti Venäjä on suoriutunut paremmin kuin ennusteet antoivat luvan odottaa.

Maailmantalouden voimakkaasta kasvusta huolimatta inflaatiopaineet ovat pysyneet huomattavan vähäisinä. Inflaatio on ollut aivan viime päiviin asti hyvin hidasta myös Yhdysvalloissa, vaikka talouskasvu on jatkunut pidemmän aikaa kuin koskaan aiemmin, ja työttömyys on laskenut jo alle neljän prosentin. IMF:llä onkin hyvin suotuisa kuva maailmantalouden kehityksestä vuonna 2000. Kuitenkin huoli siitä, mitä saattaisi tapahtua vuonna 2001, sai meidät kirjoittamaan keväällä ilmestyneessä World Economic Outlookissa perusennusteen ohella myös vaihtoehtoisen skenaarion. Tässä vaihtoehtoisessa skenaariossa kuvailemme riskejä, jotka maailmantalous saattaisi kohdata.

Vaikka maailmantaloudella menee hyvin, on taloudessa kasvavia epätasapainottomuuksia, jotka ovat mahdollisten riskien lähde. Tämä ei koske niinkään vuotta 2000, vaan vuotta 2001 ja sen jälkeistä aikaa. Kyseiset epätasapainotomuudet liittyvät erityisesti Yhdysvaltojen talouteen. Yhdysvaltojen talouskasvu viimeisten kolmen vuoden aikana on ollut hyvin voimakasta. USA:n kotimaisen kysynnän kasvu vastasi lähes 50 prosenttia maailmantalouden kysynnän kasvusta vuosina 1998 ja 1999, vaikka USA:n bruttokansantuote kattoi vain suunnilleen neljäsosan maailman yhteenlasketusta bruttokansantuotteesta. Kun Yhdysvaltojen taloudessa kysyntä kasvoi merkittävästi nopeammin kuin

tuotanto, niin osa kysynnän lisäyksestä siirtyi ulkomaille. Tämä auttoi muuta maailmaa nopeampaan kasvuun kuin ilman Yhdysvaltojen vaikutusta olisi ollut mahdollista.

Eräs seuraus hyvin nopeasta kysynnän kasvusta on ollut Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämän huomattava kasvu. Vuosina 1996–97 vaje oli noin kaksi prosenttia USA:n bruttokansantuotteesta, ja arvioimme, että vuonna 2000 vaihtotaseen vaje on jo yli neljä prosenttia. Toistaiseksi vaihtotaseen alijäämä on rahoitettu ilman vaikeuksia suurella Yhdysvaltoihin suuntautuneella pääomavirralla, erityisesti sijoituksilla amerikkalaisyhtiöiden osakkeisiin.

IMF:n riskiskenaariossa inflaatiopaineet kasvavat Yhdysvalloissa. Keskuspankki reagoi tähän perinteisellä tavalla eli nostamalla korkotasoa ja hidastamalla kysynnän kasvua. Tämä vaikuttaa voimakkaasti osakemarkkinoihin. Yhdysvaltojen osakemarkkinat ovat hyvin korkealla tasolla. Erityisesti tämä koskee Nasdaq-indeksiä, joka lähes kaksinkertaisti arvonsa viime vuoden kesästä tämän vuoden keväällä. Osakkeiden arvot ovat nousseet jatkuvasti, ei ainoastaan Yhdysvalloissa, vaan koko läntisessä maailmassa. Itse asiassa nousu prosentteissa mitattuna oli vuonna 1999 jyrkempää Euroopan kuin Yhdysvaltojen markkinoilla. Riskiskenaariossa olemme huolestuneita siitä, mitä tapahtuu tilanteessa, jossa osakemarkkinat maailmanlaajuisesti ovat merkittävästi yliarvostettuja suhteessa fundamentteihin, jos Yhdysvaltojen rahoitusta kiristetään, talouden vauhti hiljenee ja osakekurssit tekevät suuren korjausliikkeen.

Kuten mainitsin, kasvava vaihtotaseen vaje on rahoitettu mittavalla Yhdysvaltoihin suuntautuneella yksityisen pääoman virralla. Pääoman tulovirtaus on edesauttanut vaihtotaseen vajeen kasvua tukemalla hyvin vahvaa dollaria. Mutta jos Yhdysvaltojen talous lähtee alamäkeen ja osakehinnat alkavat korjautua tilantees-

sa, jossa rahapolitiikan kiristäminen on jo nostanut korkotasoa, niin Yhdysvaltojen rahapolitiikkaa puolestaan löysätään. Tällöin dollari heikkenee nopeasti ja mahdollisesti huomattavasti. Tämä aiheuttaisi eräänlaisen käänteisen tilanteen viime vuosien kehitykselle. Sen sijaan, että osa Yhdysvaltojen kysynnän kasvusta siirtyisi ulkomaille tukemaan muun maailman talouskehitystä, kysynnän supistuminen ja samanaikainen dollarin heikkeneminen pienentäisi muun maailman tuotteiden kysyntää voimakkaasti.

Tämä oli siis merkittävin riskiskenaario, jonka kehitimme internetissä huhtikuussa julkistetussa World Economic Outlook -teoksessa. Sanoin lehdistötilaisuudessa huhtikuussa, että käsittääkseni perusskenaario oli kaksi tai kolme kertaa todennäköisempi kuin vaihtoehtoinen skenaario. Olisin nyt taipuvainen pitämään skenaarioiden suhdetta fifty-fifty -tilanteena. Yhdysvaltojen talous on kasvanut ennusteita voimakkaammin. Tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä on myös nähty ensimmäiset todisteet Yhdysvaltojen talouden inflaatiopaineista. Työvoimakustannukset ovat nousseet ja BKT-deflaattorin neljännesvuositiedot osoittavat inflaation kiihtyneen viime vuosien luvuista. Federal Reserve on vastannut tähän tilanteeseen nostamalla keskuspankkikorkoa puolella prosenttiyksiköllä. Rahoitusmarkkinoilla odotetaan, että suunta on enenevässä määrin kohti korkojen nousua.

Tämä ei vielä tarkoita, että olemme vaihtoehtoisen skenaarion tiellä. On yhä mahdollista, että keskuspankin tekemät rahapolitiikan kiristykset saavat USA:n talouden hiljentämään vauhtiaan pehmeään laskuun. Ensimmäisen vuosineljänneksen tiedot Yhdysvaltojen bruttokansantuotteen kasvusta indikoivat hidastumista. On kuitenkin huomattava, että tavallisesti kestää ainakin yhdeksän kuukautta ennen kuin

rahapolitiikan kiristäminen alkaa vaikuttaa talouden kysynnän ja tuotannon kasvuun. Siten ensimmäisen vuosineljänneksen tietoihin vaikuttava keskuspankkikorko oli vain noin 5 prosenttia ja sittemmin tehdyt 150 pisteen rahapolitiikan kiristykset vaikuttavat Yhdysvaltojen talouskasvuun vasta myöhemmin. Oma käsitykseni on, että tehty rahapolitiikan kiristys on todennäköisesti riittävä tai jopa hiukan tarpeellista suurempi hidastaakseen kysynnän kasvun potentiaaliselle tasolle.

Todellinen kysymys kuuluu: Onko Yhdysvaltojen talous ylikuumenemassa siten, että kysyntä kasvaa tuotantoon ja tasapainoiseen kasvuun nähden liian nopeasti. Seuraavien parin kuukauden aikana vallitsee hermostunut epävarmuus siitä, mitä data tulee paljastamaan Yhdysvaltojen kasvuvauhdista ja inflaatiopaineista sekä siitä, miten maan keskuspankki toimii tämän informaation valossa. Sanoisin, että World Economic Outlook-teoksen vaihtoehtoisen skenaarion riski on selvästi kasvanut muuttaman kuukauden takaisesta.

Seuraavaksi muun maailman talous. Euroalueen talouskasvu on voimistunut tämän vuoden ensimmäisellä puoliskolla. Luvut tietenkin eroavat jonkin verran maasta toiseen. Näkyvisä ei ole esteitä, etteikö suhteellisen vahva kasvu voisi jatkua. Ei ole oletettavaa, että tähänastinen rahapolitiikan kiristys hidastaisi merkittävästi euroalueen kysynnän ja tuotannon kasvua lyhyellä aikavälillä. Sen sijaan merkittävä kysymys on euron vaihtokurssi. Olemme jo nähneet euron arvon nousevan suhteessa dollariin, 0,89:stä 0,95:een. Tämä kurssitaso antaa yhä erittäin hyvän kilpailuaseman useimmille eurooppalaisille tuottajille suhteessa Yhdysvaltoihin ja moniin muihin maihin. Mutta ei ole sannottua, etteikö euron arvo voisi palata tasolle, jolta se aloitti tammikuussa 1999 ja jopa korkeammallekin. On hyvä muistaa, että huhti-

kuussa 1995 dollariin tarvittiin 1,34 Saksan markkaa, mikä euroiksi muutettuna merkitsi, että yhdellä eurolla sai 1,4 dollaria. Euroopan rahapolitiikassa onkin kiinnitettävä merkittävää huomiota siihen, mitä tapahtuu vaihtokurssille. Tällä hetkellä ei mielestäni ole vakavia huolia, mutta kuten aiemmin mainitsin, korkean riskin skenaario sisältää yhtenä mahdollisena elementtinä merkittävän muutoksen euron ja dollarin välisessä vaihtokurssissa.

Mitkä ovat näkymät muualla? Japanin talous pysyy edelleen merkittävänä kysymysmerkkinä. Kesäkuussa raportoidut tiedot ensimmäisen vuosineljänneksen voimakkaasta kasvusta korjaavat osittain viime vuoden jälkimmäisen puoliskon ehkä liiallista kasvun hidastumista. Kasvu on merkittävässä määrin yritysten investointien elpymisen ansiota. Kuitenkin yksityinen kulutus pysyy edelleen hyvin heikkona ja kotitalouksien luottamus on melko alhaisella tasolla. Japanin talouden elpyminen ei olekaan vielä vahvalla pohjalla ja meidän on katsottava eteen-

päin nähdäksemme, elpyykö Japanin talous kestäväällä tavalla.

Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden kehitys heijastuu myös Japanin ja muun Aasian osakemarkkinoille. Näiden maiden arvopaperimarkkinoiden elpyminen on paljolti stimuloinut niiden talouksien elpymistä ja arvopaperimarkkinoiden elpymiseen vaikuttaa nyt teknologia-osakkeiden jyrkkä lasku maaliskuun alun jälkeen. Joten sekä Japanin että muun Aasian suhteen on joitakin huolia: Japanissa erityisesti talouden sisäisen dynamiikan ja kulutuskysynnän johdosta, sekä Aasiassa yleisesti osakemarkkinoiden maailmanlaajuisen epävarmuuden takia.

Latinalaisessa Amerikassa elpyminen näyttää olevan pääasiassa urallaan. Taloudet ovat myös vähemmän herkkiä kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden vaikutukselle, mutta joitakin huolia saattaa aiheuttaa Yhdysvaltojen korkotason nousu tietyille maille. Esimerkiksi Argentiina on erityisen herkkä sille valuuttansa vaihtokurssinsa luonteen johdosta.