

Yhdysvaltain talous vaatimattomassa kasvussa

Yhdysvallat on toiminut pitkään maailmantalouden veturina, mutta nyt siltä ei enää ole odotettavissa merkittävää vetoapua. Irakin sota on vain yksi maan taloutta rasittavista tekijöistä.

Tarja Heinonen
Pääekonomisti
Sampo Pankki Oyj

Artikkeli perustuu
28.3.2003 käytettävissä
olleisiin tietoihin.

Viime vuosikymmenen aikana saavutetun poikkeuksellisen pitkän ja vakaan yhtäjaksoisen kasvuvaiheen jälkeen vuoden 2001 taantuma jäi Yhdysvalloissa lieväksi huolimatta osakekurssien alamäestä ja terrori-iskusta.¹ Vaikka ongelmia oli, vuosi 2001 ei kirjautunut taloushistoriaan supistuvan ko-

konaistuotannon jaksoksi, sillä bruttokansantuote kasvoi 0,3 %. Viime vuonna bruttokansantuote lisääntyi ennakkotietojen mukaan 2,4 prosenttia, mikä oli kansainvälisessä vertailussa melko ripeä tahti.

Potentiaalinen kasvuvauhti, jossa taloutta ei tuotannon noususta huoli-



Pääekonomistina toimiessaan Tarja Heinonen on vastannut mm. Sampo Pankin suhdannekatsauksista vuodesta 1997 alkaen.

matta vielä uhkaa inflaation merkittävä kiihtyminen, arvioidaan kuitenkin mm. Yhdysvaltain keskuspankissa viime aikoina toteutunutta selvästi nopeammaksi, 3–3,5 prosentiksi. Edellytykset kasvun palautumiselle potentiaaliseen vauhtiinsa näyttävät heikoilta kuluvana vuonna. Irakin sota ja öljyn pitkään korkeana pysytellyt hinta ovat olleet ylimääräisiä rasitteita hauraassa taloustilanteessa. Sota jättää jälkeensä aiempaa suuremman budjettialijäämän, joka voi osaltaan rajoittaa finanssipolitiikan liikkumavaraa tulevina vuosina. Talouden velkaantuneisuuden ja teollisuuden kapasiteetin matalan käyttöasteen vuoksi kokonaistuotannon kasvu saattaa jäädä melko vaatimattomaksi lähivuosina.

¹ Kansallisen taloustutkimuslaitoksen (NBER:n) suhdannekiertoa määrittelevä komitea Business Cycle Dating Committee ei tosin edelleenkään ole ilmoittanut maaliskuussa 2001 alkaneen taantumän päättyneen. Komitea haluaa vähintään puolen vuoden talousaineiston suhdannekäänteiden jälkeiseltä ajalta, ennen kuin se päättää taantumän alkaneen tai päättyneen. Komitea määrittelee taantumän merkittäväksi aktiviteetin vähenemiseksi koko taloudessa. Hiljentyminen on kestet-

Investoinnit pysyvät vaimeina

Rahapolitiikka on myötävaikuttanut viime vuosien suhdannekuvaan sekä hyvässä että pahassa. Inflaatiopaineet pysyivät 1990-luvun lopulla aisoissa, joten keskuspankin ohjauksorkojen taso säilyi verraten matalana aina vuoteen 2000 saakka. Maltillinen korkotaso yhdistettynä investointien korkeisiin tuotto-odotuksiin houkutteli yrityksiä lisäämään tuotantokapasiteettiaan. Investointien myötä yritysten velkaisuus lisääntyi nopeasti. Yritysten velkojen suhde bruttokansantuotteeseen oli suurim-

*Rahoituksen saata-
vuus tai hinta eivät
ole investointien
käynnistymisen
ensisijainen este.*

tävä pidempään kuin muutaman kuukauden ajan, ja sen tulee olla havaittavissa teollisuustuotannossa, työllisyydessä, reaalituloissa sekä kaupan alalla. Helmikuussa 2003 NBER ilmoitti, että tarvitaan lisää aikaa, ennen kuin voidaan luottavaisin mielin tulkita talouden liikkeitä, sillä työllisyyden kasvu on ollut niukkaa. Ks. "The NBER's Recession Dating Procedure", National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/cycles/recessions.html>.

millaan vuoden 2001 lopussa, noin 48 prosenttia. Lisäksi taseita haurastutti 1990-luvun loppuvuosina yritysten pyrkimys nostaa oman pääoman tuottoa ostamalla markkinoilta pois omia osakkeita velkarahalla.

Sittemmin investointien tuotto-odotuksista on kadonnut ylimääräinen toiveisuus. Toimintaympäristö ei ole antanut liiemmästi aihetta optimismiin, ja lisäksi yritysten tilinpäätöskandaalien jälkeen rahoitusmarkkinoilla tuskin uskottaisiin kovin toiveikkaiksi viiritettyihin tuottolaskelmiin. Monet yritykset ovat pitäneet tarpeellisena kohentaa rahoitusasemaansa. Tämä on saattanut jarrutella investointeja. Myös Irakin sodan lähestyminen ja alkaminen ovat ylläpitäneet epävarmuutta, joka on voinut lykätä osaa investointipäätöksistä.

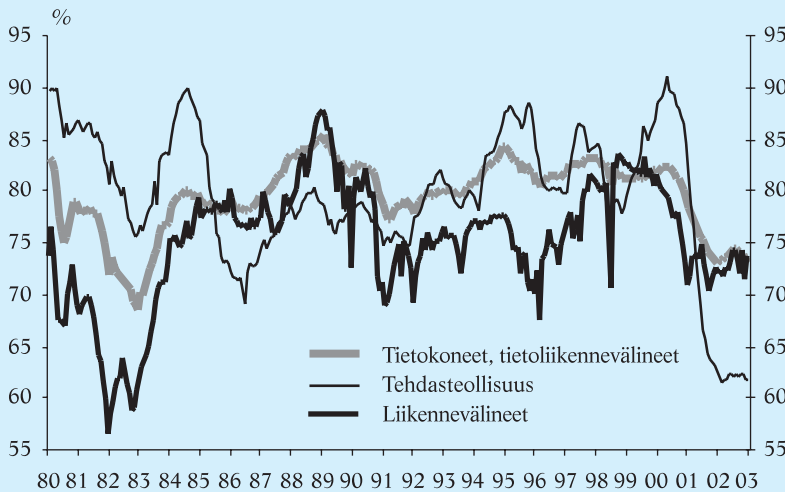
Päätöksiin taseiden kohentamisista on voinut vaikuttaa myös rahoittajien lisääntynyt varovaisuus. Lainarahoituksen hankkiminen on ollut vaikeampaa tai ainakin kalliimpaa lukuisten yritysten luottokelpoisuuden huononnettua.

Osakemarkkinoiden heikennyttä ei ole ollut juuri mahdollisuutta hakea uutta rahoitusta myöskään osakeanneilla. Silti ei ole vahvaa näyttöä siitä, että rahoittajien tiukentuneet kriteerit olisivat suorastaan estäneet investointihankkeita toteutumasta.

Esimerkiksi keskuspankin tekemässä tammikuuisessa pankkien lainanantoa koskevassa kyselyssä (The Federal Reserve Board 2003) korostuivat pikemmin lainojen kysyntään kuin tarjontaan liittyvät tekijät. Yrityslainojen kysyntää luonnehdittiin melko vaimeaksi. Syiksi laimeuteen mainittiin mm. vähentyneet fuusiot ja yritysostot sekä supistuneet investoinnit rakennuksiin ja laitteisiin.

Suurin syy investointitoiminnan vähäisyyteen on matala kapasiteetin käyttöaste (kuvio 1). Tavanomaiseen taantumän jälkeiseen ajanjaksoon verrattuna tehdasteollisuuden toipumisvauhti on jäänyt aneemiseksi. Viime vuonna

Kuvio 1. USA: kapasiteetin käyntiaste teollisuudessa.



Lähde: EcoWin, Federal Reserve Board.

tuotannon määrä supistui kesäkuuhun saakka, ja vuoden jälkimmäiselläkin puoliskolla kasvu oli verkkaista. Maaliskuussa julkistettu Tehdasteollisuuden kansallisen yhdistyksen vuosittainen jäsenkysely (The National Association of Manufacturers 2003) oli sävyltään melko lohduton, joskin siihen vaikutti osaltaan sotaa edeltänyt epävarmuus. Kuukausittaiset teollisuuden ostopäällykkeitä ovat sen sijaan olleet varovaisen myönteisiä.

Keskuspankin nopea ja päättäväinen reagointi talouden taantumaa sekä markkinakorkojen aleneminen ovat olleet merkittäviä taloudellista toimeliaisuutta ylläpitäviä tekijöitä. Verraten matalien pääomakustannusten vuoksi yritykset ovat kestäneet keskimäärin melko hyvin vajaakäyttöisen kapasiteetin ongelman, vaikka joitakin näyttäviä konkurssseja kuten Worldcomin, K-Martin ja US Airwaysin tapauksissa onkin esiintynyt. Luottoriskit ovat Yhdysvaltain kehittyneillä rahoitusmarkkinoilla jakaantuneet laajalle, joten pankkisektorin ongelmat eivät ole kääntyneet samaan tapaan kuin aiemmissa taantumissa.

Kapasiteetin vajaakäyttö kertoo, ettei laajennusinvestointeihin ole tarvet-

ta. Sen sijaan rationalisointi-investointeja tehdään, sillä ankara hintakilpailu sekä kotimaisten että ulkomaisten tuottajien kanssa tekee niistä mielekkäitä, ellei suorastaan välttämättömiä. Viime vuoden viimeisen neljänneksen aikana kiinteät investoinnit muuhun kuin asuinrakentamiseen lisääntyivät vuositasolle muunnettuna 2,5 prosenttia. Tehdasteollisuuden kansallisen yhdistyksen kyselyn mukaan kolme neljässtä vastaajasta odotti investointien kasvun jäävän alle viiteen prosenttiin tänä vuonna (The National Association of Manufacturers 2003). Kokonaisuutena yritysten investointien kasvu siis näyttää jäävän toistaiseksi laimeaksi, mutta kansantalouden kannalta edes lievä lisäys on merkittävä.

Asuinrakennusinvestointeja kasvattaa toistaiseksi hyvänä pysynyt asuntojen kysyntä. Matala korkotaso ja vähäinen kiinnostus muihin sijoituskohteisiin ovat vilkastuttaneet asuntokauppaa. Omakotitalojen myynti lisääntyi viime vuonna uuteen ennätykseen. Myös ensimmäisen polven maahanmuuttajista, joita tuli Yhdysvaltoihin runsaasti 1990-luvulla, aiempaa useammat ovat kyenneet hankkimaan oman asunnon. Kaikista kotitalouksista jo yli 68 prosenttia

asuu omistusasunnossa. Kuitenkin kotitalouksien velat suhteessa tuloihin ovat nousseet jo tuntuvasti yli 100 prosentin, mikä hillitsee asuntojen kysynnän kasvua jatkossa. Myös epävarmuus työllisyyden kehityksestä hillitsee velanottovalmiutta. Perheistä kolmella neljästä oli vuonna 2001 velkaa.

Kun talouskasvua koskeva pessimismi häviää Irakin tilanteen tavalla tai toisella rauhoittuessa, joukkolainojen nykyisin hyvin matalat tuotot kuitenkin luultavasti nousevat hieman. Joukkolainojen tuottojen tasolla on merkitystä asuntolainaa nostaneille tai lainan ottamista suunnitteleville kotitalouksille. Asuntolainakorot ovat pääsääntöisesti kiinteitä, ja lainat on mahdollista maksaa pois ja ottaa uutta vanhan tilalle. Korkojen myöhemmin alkava nousu voi hillitä asuntokauppaa ja samalla -investointeja.

Kuluttajat sinnittelevät

Yksityisen kulutuksen kasvun kannalta tärkeitä seikkoja ovat reaalisten käytettävissä olevien tulojen ja varallisuuden muutokset sekä kuluttajien odotukset taloustilanteestaan. Vuonna 2002 reaalitulot lisääntyivät peräti 4,5 % verotuksen keventymisen, lisääntyneiden tulonsiirtojen ja palkkojen nousun myötä. Kuluvuodelle ei ole odotettavissa vastaavaa kasvua, vaikka verotuksen keventämisestä keskustellaan budjettiesityksen pohjalta.

Korkea energian hinta vie yrityksiltä palkanmaksuvaraa, ja nousseet kustannukset voivat johtaa lisärationalisointeihin. Paineet lomautuksiin ja irtisanomisiin saattavat siten kasvaa kuluvana vuonna. Lehti-ilmoitukset uusista työpaikoista puolestaan ovat vähäisiä. Monien osavaltioiden heikentynyt rahoitusasema voi johtaa myös julkisen sektorin työllisyyden supistumiseen.

Työttömyysaste on lisäksi luonteeltaan suhdanteiden jälkijunassa liikkuva muuttuja. Kun talouden elpyminen kiihtyy, yritykset tyypillisesti ensin lisäävät työtunteja pikemmin kuin työ-

paikkoja. Seuraavassa vaiheessa yritykset lisäävät määrä- tai osa-aikaisten työntekijöiden määrää, ja vasta positiivisen suhdannekuvan vahvistuessa on jatkuvan täysaikaisen työllistämisen vuoro. Esimerkiksi 1990-luvun alun taantumassa työttömyysaste nousi huippuunsa kesällä 1992, kun talous oli jo tuntuvassa kasvussa. Siten huolestuneisuus työllisyystilanteesta saattaa olla perusteltua vielä pitkään tänä vuonna (kuvio 2).

Huoli työllisyydestä on yksi selittäjä kuluttajien luottamuksen heikentymiselle. Pitkään jatkuessaan se voi lisätä ihmisten halukkuutta säästää pahan päivän varalle. Silloin kulutukseen jäisi pienempi osuus käytettävissä olevien tulojen lisäyksestä, ja kollektiivisen käyttäytymisen muuttuessa varovaisemmaksi pahan päivän koittaminen tulisi aiempaa todennäköisemmäksi.

Asuntojen hintojen nousu on kompensoinut osakemarkkinoiden alamäen vaikutuksia kotitalouksien kokonaisvarallisuusasemaan. Vuoden 2001 kotitalouksien varallisuus selvityksen (Aizcorbe & Kennickell & Moore 2003) mukaan perheistä vajaat 52 prosenttia omisti osakkeita joko suoraan tai epäsuorasti, rahastojen tai vakuutusten kautta. Kuitenkin omistusten jakauma oli epätasainen, eli suuria osakeomistuksia oli verraten harvoilla.

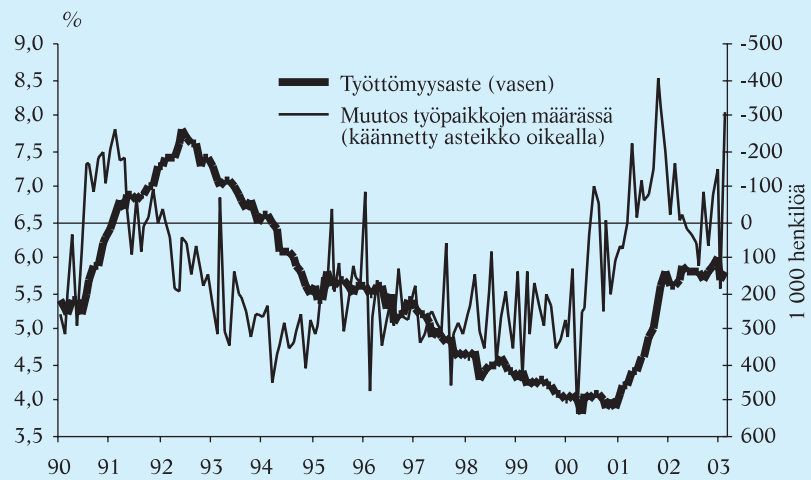
Kun sijoittajia on houkutelut joukkolainojen turvasatamaluonne, lainatuotot ovat madaltuneet, ja kotitaloudet ovat kenneet vaihtamaan vanhoja, korkeakorkoisia asuntolainojaan hoitokustannuksiltaan edullisempiin lainoihin. Uudelleenhinnoiteltujen lainojen osuus uusista asuntolainoista on viime aikoina ollut yli 70 %. Vuoden 2001 alusta lähtien yli viidennes kotitalouksista, joilla on asuntolainaa, on käyttänyt hyväkseen mahdollisuutta laina-ehdojen muutokseen. Erotuksena kuluttajat ovat saaneet rahaa käytettäväksi muihin kohteisiin. Erityisen suosittua on ollut erilaisten kodinparannustöiden rahoittaminen, mutta runsaasti rahaa on käytetty myös esimerkiksi autojen ja lomamatkojen ostoi-

hin (Canner & Dynan & Passmore 2002).

Presidentti Bushin tammikuussa esittämä uusi veronkevennysohjelma "työllisyyden ja kasvun paketti" on yhdistelmä rakenne- ja suhdannepolitiikkaa. Elvytysnäkökulma tulee esille mm. aikomuksissa lisätä verotuksen lapsivähennystä aiempaa nopeammin sekä pienten yritysten mahdollisuu-

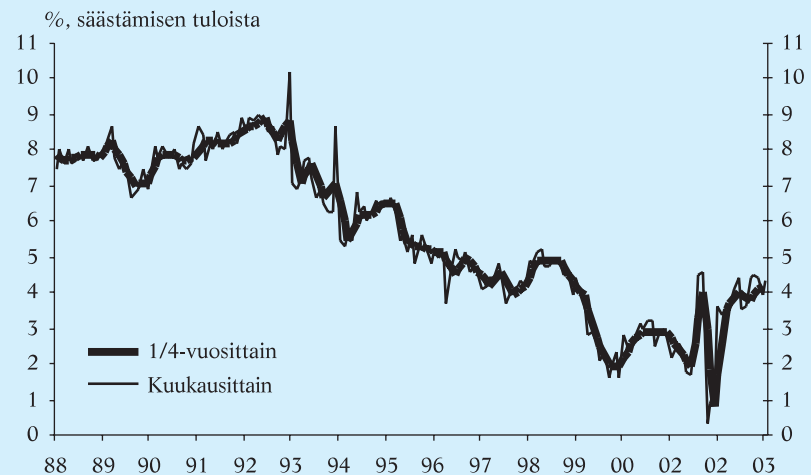
dedessa nopeuttaa investointien poistoa. Osinkojen kaksinkertaisen verotuksen muuttaminen yksinkertaiseksi puolestaan on luonteeltaan enemmän pitkän aikavälin kasvuun vaikuttava hanke, joka voi ajan myötä johtaa yritysten vahvempaan rahoitusrakenteeseen, kun lisätuottoa ei tarvitse aiemmassa määrin hakea yrityksen omien osakkeiden oston kautta.

Kuvio 2. USA: työttömyysaste ja työpaikkojen määrä (kuukausimuutos työpaikoissa poislukien maatalous).



Lähde: EcoWin, Bureau of Labor Statistics.

Kuvio 3. USA: kotitalouksien säästämisaste.



Lähde: EcoWin, U.S. Department of Commerce.

Budjettiesityksessä on herättänyt eniten vastustusta sen hinta suhteessa odotettuihin elpymishyötyihin. Budjetin arvostelijat halusivat välittömästi elvyttävien toimien korostamista rakenneuudistusten sijaan.² Irakin sodasta koituvien kustannusten pelossa Senaatti on jo leikannut puolet pois Bushin esittämistä verohelpotuksista, mikä merkinnee osinkoverotusta koskevan muutoksen peruuttamista.

Kuluvan vuoden aikana kotitalouksien mahdollisuudet ja halukkuus lisätä kulutusta näyttävät siis kaiken kaikkiaan suhteellisen vähäisiltä. Tästä oli merkkejä jo alkuvuonna, jolloin yksityinen kulutus polki käytännöllisesti katsoen paikoillaan, eivätkä edes tarjoukset houkuttelleet asiakkaita auto-kauppoihin samalla innokkuudella kuin vuoden 2002 tarjouskuukausina. Mikäli työllisyys kuitenkin alkaa varovasti antaa merkkejä kohentumisesta loppuvuonna eikä uusia luottamusta horjuttavia tekijöitä ilmaannu, ei ole syytä odottaa kotitalouksien säästämisasteen merkittävää lisänousua.

Kotitalouksien säästämisaste kävi matalimmillaan alle prosentissa vuoden 2001 lopulla, mutta säästäminen suhteessa tuloihin on sittemmin kohonnut yli neljän prosentin. Kulutus lisääntyy jatkossa kutakuinkin tulojen nousua vastaavasti. Yksityisen kulutuksen runsaan kahden prosentin kasvu näyttää siten todennäköiseltä. Tuottavuuden kohoaminen luo palkoille nousuvaraa lähivuosina. Niinpä reaalitytulot lisääntyvät noin kolmen prosentin tahtia.

Kasvuodotukset laimentuneet

Julkisen kulutuksen kasvumahdollisuudet ovat vähäisiä etenkin osavaltioissa, joissa budjettirajoitteet ovat jo tulleet

² American Research Groupin tekemät kyselyt kertovat, että kansalaismielipide on muuttunut kielteiseksi presidentti Bushin harjoittamaa talouspolitiikkaa kohtaan vuoden 2005 alussa. Osa tyytymättömyydestä kohdistunee budjettiesitykseen.

vastaan ja menoja joudutaan karsimaan. Nykyisen finanssivuoden ensimmäisten kuukausien aikana verotulot ovat supistuneet rajusti myös liittovaltion tasolla. Virallisen arvion mukaan liittovaltion budjettialijäämä nousee ennätysmalliseen 304 miljardiin dollariin tänä vuonna (ilman Irakin sotaan liittyviä kustannuksia). Suhteessa BKT:hen tämä on noin 3 %. Budjetit ovat nykykehityksen valossa alijäämäisiä ainakin seuraavien kymmenen vuoden ajan.

Mikäli kotitalouksien kuluttamista hyödykkeistä aiempaa suurempi osuus olisi kotimaista alkuperää, yksityisen kulutuksen kasvun elvytysvaikutus Yhdysvaltain taloudelle olisi luonnollisesti voimakkaampi. Kilpailu tuonnin kanssa on kuitenkin ankaraa, erityisesti kun kilpakumppaneina ovat yritykset matalien tuotantokustannusten maissa kuten Kiinassa. Vuosien 1997–1998 kehittyvien talouksien kriisi johti useiden aasialaisten valuuttojen arvon tuntuvaan heikentymiseen, mikä paransi näiden maiden kilpailukykyä suhteessa mm. Yhdysvaltoihin. Vaikuttaakin siltä, että verrattaessa eri talousalueita keskenään monet Aasian taloudet ovat suhteellisia menestyjiä. Japani ja useat EU:n jäsenmaat ovat puolestaan kasvaneet pitkälti viennin varassa samalla kun niiden kotimainen kysyntä on vaihdellut, mutta kasvu on ollut keskimäärin heikkoa. Yhdysval-



Tarja Heinonen näkee Yhdysvaltain talouspolitiikan liikku-
mavaran pienenevän. Julkisen sektorin rahoitusaliäämä kas-
vaa nopeasti sodan myötä.

lat ei siis saa kasvulleen tukea muilta mailta vaan on itse kasvualustana muille.

Tuonnin vientiä voimakkaampi kasvu ja investointeihin verrattuna vähäinen

*Yksityinen kulutus
pysyy kasvun ensi-
sijaisena lähteenä
ja välttämättömänä
edellytyksellä
talouden toipumi-
sen jatkumiselle.*

kotimainen säästäminen ovat johtaneet Yhdysvaltain kansantalouden nopeaan velkaantumiseen. Vaihtotaseen alijäämä on leventynyt viime vuosikymmenen alun vajaaseen neljään prosenttiin suhteessa kokonaistuotantoon. Alijäämän rahoittaminen on aiempaa haasteellisempaa, sillä

vielä 1990-luvun loppuvuosina rahoitustarvetta kattoivat mittavat portfolio- ja suorat sijoitukset yhdysvaltalaisiin yrityksiin. Nyt kyse on enenevästi siitä, mil-

lä koroilla ulkomaalaiset ovat valmiit ostamaan valtion obligaatioita. Obligaatiot puolestaan ovat yrityslainojen hinnoittelun pohjana. Joukkolainatuottojen nousupaineissa kyse on siis myös yhdysvaltaisten yritysten kustannuskehityksestä ja samalla kilpailukyvyistä.

Kilpailu pitää hinnat kurissa

Amerikkalaiset yritykset kilpailevat ankarasti sekä tuojien kanssa että keskenään. Kun kilpailu on kovaa, yritysten hinnoitteluvoima on heikko. Tämä on nostattanut keskustelua jopa yleisen hintatason pitkäaikaisesta laskusta eli deflaatiosta. Deflaatoriskin huomioon ottaminen näkyy esimerkiksi siinä, että sijoittajat ovat tyytyneet kovin mataliin tuottoihin joukkolainamarkkinoilla.

Keskuspankkikin on reagoinut deflaatiokeskusteluun tuomalla esiin ajatuksen siitä, että se alkaisi tarvittaessa ostaa valtion obligaatioita ja lisätä sitäkin kautta talouden likviditeettiä. Japanin kokemukset ovat osoittaneet, että deflaatoriskin ollessa suuri on aihetta keventää sekä raha- että finanssipolitiikkaa tuntuvasti. (Ahearne & Gagnon & Haltmaier & Kamin 2002).

Tarvetta äärimmäisiin keinoihin ei ole juuri nyt. Palveluiden hinnat ovat kohonneet edelleen, ja monien raaka-aineidenkin hinnoissa on ollut nousupaineita. Kyseessä on ollut siis suhteellisten hintojen muutos eikä hintatason lasku. On perustellumpaa puhua hintavakaudesta kuin deflatorisesta kehityksestä.

Keskuspankin ohjauskorkojen matala taso on suhdannekuvaan ja hintapaineisiin nähden hyvin perusteltu. Vielä alempiin ohjauskorkoihin olisi tarvetta vain, jos Yhdysvaltain taloutta koettelisi jokin uusi shokki. Tällainen voisi olla esimerkiksi Irakin sodan pitkittyminen tai rahoitusjärjestelmän mittava häiriö, jos jokin suuri rahoituslaitos ajautuisi pahoihin vaikeuksiin.

Mikäli Yhdysvaltain talouteen kohdistuisi vielä uusia luottamusta horjuttavia häiriöitä, ongelmat leviäisivät helposti muihin maihin. EU:ssa vientimahdollisuuksien tyrehtyminen kohdistaisi entistä suurempia paineita kotimaisen kysynnän elvyttämiselle tilanteessa, jossa budjettivajetavoitteet ovat monessa maassa jääneet toteutumatta. Jo tällaisenaan maailmantalouden ainoa todellinen veturi, Yhdysvallat ajaa melko pienellä vaihteella.

KIRJALLISUUS

Ahearne, A. & Gagnon, J. & Haltmaier, J. & Kamin, S. (2002), Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers 729, June 2002.

Aizcorbe, A.M. & Kennickell, A.B. & Moore, K.B (2003), Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence from the 1998 and 2001 Survey of Consumer Finances, The Federal Reserve Bulletin, January 2003.

Canner, G. & Dynan, K. & Passmore, W. (2002), Mortgage Refinancing in 2001 and Early 2002, Federal Reserve Bulletin, December 2002.

The Federal Reserve Board (2003), Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices, January 2003.

The National Association of Manufacturers (2003), Annual Survey 3.3.2003, Three-Fourths of NAM Membership Says U.S. Manufacturing is "In Crisis" in Annual Survey. <http://www.nam.org/tertiary.asp?TrackID=&DocumentID=25986>.