

# Skenaarioita maailmantalouden tasapainottomuuksien korjaantumisesta

2.2.2010



*Mika Kortelainen  
ekonomisti  
rahapolitiikka- ja  
tutkimusosasto*



*Marko Melolima  
ekonomisti  
rahapolitiikka- ja  
tutkimusosasto*

**Maailmantalouden tasapainottomuuksien eli globaalien vaihtotaseepätasapainojen kasvusta on viime vuosikymmenen aikana tullut merkittävä maailmantaloutta leimaava ilmiö. Näiden epätasapainojen korjaantuminen tulee todennäköisesti vaatimaan sekä rakenteiden muutoksia että valuuttakurssien sopeutumista maailman suurimmissa talouksissa. Vaihtotaseiden epätasapainot nivoutuvat kulutuksen, säästämisen ja investointien epätasaiseen jakautumiseen maailmantaloudessa. On ilmeistä, että epätasapainojen sopeutuminen vaatii sekä säästämisasteen nousua Yhdysvalloissa että sen laskua ja kulutuskysynnän lisääntymistä Kiinassa. Valuuttakursseilla on potentiaalisesti tärkeä rooli vaihtotaseiden epätasapainojen pienentämisessä.**

Tässä artikkelissa tarkastellaan Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän ja sen korjautumisen makrotaloudellisia vaikutuksia Yhdysvalloissa ja muualla maailmantaloudessa. Aluksi esitellään aihepiiri ja käydään läpi alan tutkimusta. Sen jälkeen esitetään yksinkertainen Yhdysvaltain huoltotasekehikkoon pohjautuva skenaariolaskelma vaihtotaseen alijäämän umpeutumisen vaikutuksista maan yksityiseen kulutukseen ja vastaava ”peilikuvallaskelma” Kiinan osalta. Lopuksi esitellään makrotaloudelliseen malliin perustuva laskelma Yhdysvaltain ja euroalueen välisestä vaihtotaseen sopeutuksesta ja sen vaikutuksista.

## Tarve Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän korjaantumiseen nähty tutkimuksissa jo pitkään

Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämä kasvoi 2000-luvulla aiempaan verrattuna poikkeuksellisen suureksi (kuvio 1). Suurimmillaan alijäämä oli n. 6 % BKT:stä vuonna 2006. Sittemmin alijäämä on supistunut siten, että vuonna 2009 se oli arviolta vajaat 3 % BKT:stä.

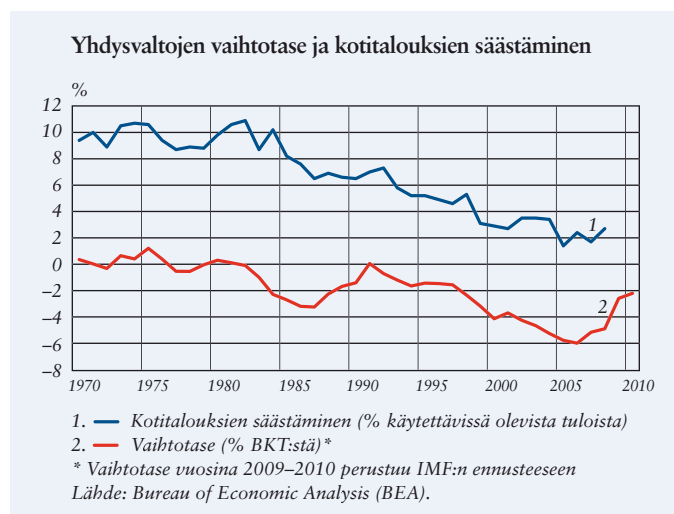
Periaatteessa vaihtotaseen poikkeama nollassa ei välttämättä ole epätasapainotila. Jos maan pääoman tuotavuus on pitkällä aikavälillä keskimäärin parempi kuin muun maailman, tämä houkuttelee korkeammalla tuototasolla ulkomaisia sijoittajia rahoittamaan maan rahoitusaliijäämää (eli vaihtotaseen alijäämää) mahdollisesti pitkäänkin. Vaikka tämäntyyppistä perustelua Yhdysvaltain vaihtotaseen ongelmattomuudesta on jonkin verran käytetty, tutkimuksen valtavirta näkee Yhdysvaltain vaihtotaseen kasvavan alijäämän kuitenkin epätasapainotilaksi (esim. Eichengreen 2006). Tilanteen kestävämmyyttä perustellaan yleensä sillä, että Yhdysvaltain vaihtotaseen pitkäaikainen alijäämä kerryttää vähitellen maan ulkomaisen nettovelan niin suureksi, että jossain vaiheessa suurin osa maan pääomakanasta on ulkomaisessa omistuksessa. Tällaista tilannetta voidaan pitää epärealistisena sekä kotimaisista poliittisista että ulkomaisista taloudellisista syistä. Tämän vuoksi jossain vaiheessa täytyy käynnistyä korjausliike, jossa ulkomaiset sijoittajat alkavat myydä

yhdysvaltalaisia arvopapereita, niiden arvo laskee ja dollari heikkenee. Kotimainen kysyntä supistuu ja Yhdysvaltain tuotanto alkaa suuntautua aiempaa enemmän vientiin kotimaisen kysynnän sijaan. Tämä johtaa Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän pienemiseen.

Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän korjaantumisen voidaan nähdä alkaneen vuoden 2009 aikana sen jälkeen, kun maan rahoitusmarkkinoilta käynnistynyt häiriö levisi maailmanlaajuisesti finanssikriisiksi ja taloustaantumaksi. Alan tutkimuksessa olennaiseksi kysymykseksi oli jo aiemmin noussut se, missä määrin Yhdysvaltain dollarin heikkeneminen voisi pehmentää vaihtotaseen alijäämän pienemisen aiheuttamia reaali-taloudellisia vaikutuksia. Toisin kuin monissa tutkimuksissa oli ennakoitu, dollari ei heikentynytkaan voimakkaasti finanssikriisin alkuvaiheessa. Pikemminkin vaikutti siltä, että Yhdysvaltain dollari pysyi sijoittajien turvalliseksi kokemana sijoituskohteenä, eikä Yhdysvalloilla missään vaiheessa ollut ongelmia rahoittaa alijäämäänsä. Yhdysvaltain vaihtotaseen pieneminen aiheutui kotimaisen kysynnän voimakkaasta heikentymisestä, säästämisasteen noususta ja raaka-aineiden hintojen laskusta.

Nykytilanteen valossa varsin realistisia makrotaloudelliseen malliin perustuvia laskelmia Yhdysvaltain vaihtotaseen korjauksesta ovat esittäneet Engler, Fidosra ja Thimann (2009) sekä Engler (2009). Ensin mai-

Kuio 1.



nitun tutkimuksen mukaan Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän supistuminen vaatii kotimaisen kysynnän siirtymistä aiempaa enemmän suljetun sektorin tuotteisiin (kuten palveluihin), joiden suhteellisen hinnan täytyy laskea verrattuna kotimaassa tuotettuihin avoimen sektorin tuotteisiin. Tällöin Yhdysvaltain kotimainen tuotanto siirtyy suhteessa enemmän avoimen sektorin tuotteisiin. Tämä vahvistaa viennin kasvamisen kautta vaihtotaseen alijäämän sopeutumista, eikä tarvittava valuutan reaalin heikentyminen ole yhtä suuri kuin joissakin aiemmissa tutkimuksissa on arvioitu.

Engler (2009) puolestaan laajentaa Englerin, Fidoran ja Thimannin mallia siten, että se ottaa huomioon kaksi Yhdysvaltain ulkopuolista talousaluetta, Euroopan ja Aasian. Yhdysvaltain tuotanto siirtyy jälleen merkittävästi enemmän avoimen sektorin tuotteisiin, mutta reaktio Euroo-

passa ja Aasiassa riippuu ratkaisevasti noudatetusta valuuttakurssipolitiikasta. Mikäli Aasian maat jatkavat valuuttojensa (joko eksplisiittistä tai implisiittistä) sitomista Yhdysvaltain dollariin, jatkuu Aasian maiden avoimen sektorin tuotteiden tuotanto vahvana ja niiden vaihtotaseen ylijäämä kasvaa edelleen. Tällöin Euroopan osaksi jäävä sopeutustarve on erittäin suuri. Alueelle kehittyä valtaisa vaihtotaseen alijäämä, ja valuutta vahvistuu reaalisesti selvästi.

Vaikka keskustelussa globaaleista epätasapainoista Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämän vastinpariksi nousevat Saksan, Aasian maiden ja öljyntuottajien ylijäämät, kiinnostavin ja kiivain keskustelu koskee Kiinan roolia. Alhaisesta tulotasosta ja voimakkaasta kasvusta huolimatta Kiinan vaihtotaseen ylijäämä on viimeisimmän 10 vuoden aikana revennyt suureksi. Vuonna 2008 ylijäämä kasvoi ennätykselliseen 426 mrd. dollariin (9 % BKT:stä), kun vuonna 2009 ylijäämä oli selvästi alle 300 mrd. dollaria (5 % BKT:stä). Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) ennustaa Kiinan vaihtotaseen lähtevän uudestaan kasvuun, kun maailmantalous alkaa elpyä.

Keskustelu Kiinan vaihtotaseen ylijäämän (ja valuuttavarannon kasvun) syistä keskittyy yhtäältä Kiinan korkeaan säästämisasteeseen ja toisaalta valuuttakurssipolitiikkaan. Säästämisasteen alentamistarve liittyy laajempaan pohdintaan siitä, miten Kiinan kotimaista kulutuskysyntää voitaisiin tukea, jotta maa voisi irtau-

tua kestävämmäksi käyvästä vienti- ja investointivetoisesta kasvustrategiasta. Tällaisen muutoksen aikaansaaminen edellyttäisi uudistuksia sosiaaliturvassa (eläkeuudistus), terveydenhuollossa, koulutuksessa sekä yritysten rahoitus- ja osingonjakopolitiikassa (IMF 2009 sekä Guo – N'Diaye 2009). Makrotaloudelliseen malliin perustuvan arvion mukaan Kiinan vaihtotaseen suuresta ylijäämästä uhkaa ilman syvällisiä sosiaaliturvaa ja yritystoimintaa koskevia uudistuksia muodostua pysyvä piirre Kiinan taloudessa (Hofman – Kuijs 2008). Toisaalta samassa tutkimuksessa viitataan siihen, että reformien toteutuessa vaihtotase voi sopeutua ilman suuria valuuttakurssimuutoksia.

Samalla kun Kiinan kasvumallin uudistamisesta ja siihen liittyvistä reformeista näyttää vallitsevan laaja yksimielisyys, valuuttakurssipolitiikka on kiihkeän väittelyn aihe kaikilla tasoilla – ei vähiten kiinalaispäättäjien keskuudessa. Kiina luopui juanin kiinteästä dollarisidonnaisuudesta heinäkuussa 2005, minkä jälkeen juan vahvistui nimellisesti suhteessa dollariin 20 % ja sen reaalin kauppapainotettu kurssi 10 % kesään 2008 mennessä. Tämän jälkeen rahoituskriisin syvennyessä Kiina on palannut kiinteän dollarikurssin politiikkaan. Dollarin heikkenemisen myötä juanin reaalin kauppapainotettu valuuttakurssi oli marraskuun 2009 lopussa 6 % heikompi kuin vuoden 2008 lopussa.

Kauppapoliittisesti kysymys juanin kurssista on kuuma. Suuri enem-

mistö juanin ulkoista arvoa koskevista tutkimuksista viittaa juanin selkeään aliarvostukseen, vaikka arviot revalvaatiotarpeen suuruudesta vaihtelevat (Korhonen – Ritola 2009) ja eriäviäkin näkemyksiä valuuttakurssin merkityksestä on esitetty (ks. esim. McKinnon – Schnabl 2008). Juanin reaalisena valuuttakurssin on todettu vaikuttavan Kiinan kauppataaseen ylijäämään, joskin ylijäämän tasapainottuminen yksin juanin vahvistumisen kautta on tuskin realistista. Tämä johtuu pitkälti siitä, että juanin vahvistuminen vähentää myös laajaan kokoonpanotuotantoon liittyvää tuontia (Garcia-Herrero – Koivu 2007). Juanin revalvoituminen ei yksin voi myöskään ratkaista Yhdysvaltojen vajeongelmaa, sillä Kiinan hintakilpailuvyyn heiketessä vientituotanto siirtyy muihin halvan kustannustason maihin, ei Yhdysvaltoihin.

Kauppapoliittisten tekijöiden ohella kysymys juanin valuuttakurssista on syytä nähdä osana edellä mainittua laajempaa reformipolitiikkaa. Valuuttakurssin joustavuus olisi tärkeä osa Kiinan rahoitussektorin reformeja, ja samalla kun se auttaisi Kiinaa muuttamaan kasvumalliaan enemmän kulutusvetoiseksi. Joustava valuuttakurssi edistäisi globaalien epätasapainojen korjaantumista (Rajan 2006).

### Vaihtotaseen alijäämän korjautuminen Yhdysvalloissa: huoltotaseiden sopeutuminen

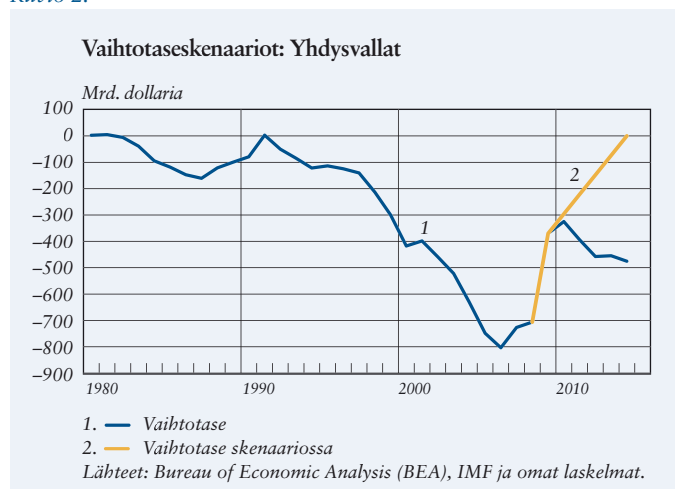
Tässä osiossa esitetään yksinkertainen skenaariolaskelma siitä, minkälaisia

muutoksia Yhdysvaltain ja Aasian (erityisesti Kiinan) huoltotaseen rakenteessa Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän korjaantuminen tulisi vaatimaan. Laskelmissa oletetaan, että vaihtotase korjautuu vuoden 2014 loppuun mennessä siten, että ajanjakson lopussa Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämä olisi nolla. Pohjana laskelmille on maailmantalouden kehitystä ennustava Kansainvälisen valuuttarahaston syksyn 2009 raportti World Economic Outlook (WEO), jonka ennusteura toimii laskelman perusskenaariona.

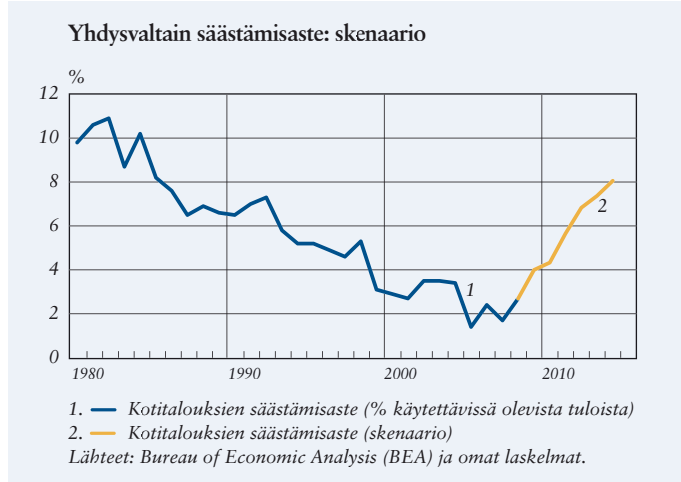
Yhdysvaltain osalta tutkitaan skenaarion poikkeamia perusskenaariosta seuraavien viiden vuoden aikana (kuvio 2).<sup>1</sup> Vaihtotaseen alijäämän oletetaan tässä skenaariossa korjautu-

<sup>1</sup> Skenaariossa oletetaan, että Yhdysvaltain inflatio on WEO-raportin BKT:n deflaattoriennusteen mukainen. Lisäksi oletetaan kulutuksen deflaattorin olevan sama kuin BKT:n deflaattori, ja perusskenaariossa kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen ja yksityisen kulutuksen kasvu on WEO-raportin BKT-ennusteen mukainen. Historiakehityksen perusteella nämä oletukset ovat suhteellisen realistisia.

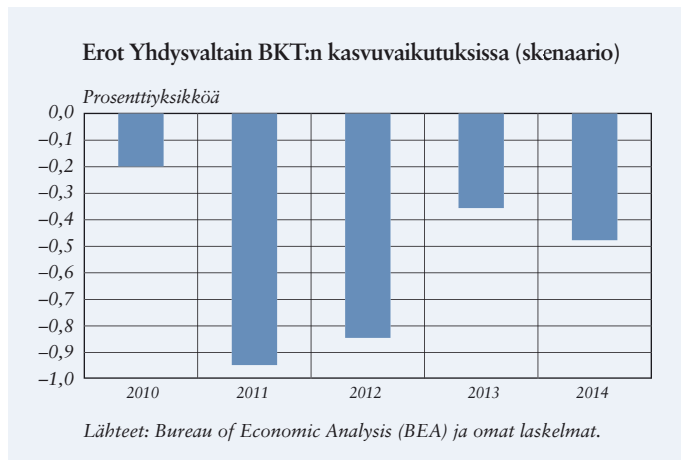
Kuvio 2.



Kuvio 3.



Kuvio 4.



van täysin Yhdysvaltain yksityisen kulutuksen supistumisen kautta. Yksinkertaisessa skenaariolaskelmassa tämä on varsin järkevä oletus, koska Yhdysvaltain kotitalouksien velkaantumisen purkaminen ja säästämissen lisääntyminen on yleensä analyysissa liitetty vaihtotaseen alijäämän umpeutumiseen. Kotitalouksien säästämisastehan on viime vuosina pudonnut poikkeuksellisen alhaiselle tasolle (kuvio 1).

Skenaariolaskelman mukaan kotitalouksien säästämisaste nousisi vuoteen 2014 mennessä n. 8 prosenttiin (kuvio 3). Sopeutuminen leikkaisi – muiden oletusten pysyessä ennallaan – Yhdysvaltain BKT:n määrän kasvua perusskenaarioon verrattuna vuosina 2011–2012 vajaan prosenttiyksikön vuodessa ja muina vuosina tätä vähemmän (kuvio 4). Kaiken kaikkiaan tällainen staattinen laskelma osoittaa, että vaihtotaseen sopeutuksen vaikutus BKT:n kasvuun olisi merkittävä, joskaan ei dramaattinen. Tämä suhteellisen vaimea vaikutus johtuu osin siitä, että Yhdysvaltain vaihtotaseen vaje on korjaantunut huomattavasti viime vuoden aikana.

### Vaihtotaseen ylijäämän supistuminen Kiinassa: huoltotaseiden sopeutuminen

Tässä osiossa arvioidaan Kiinan kulutuskysynnän kasvun kykyä kompensoida Yhdysvaltojen kulutuskysynnän vähenemistä ja vaihtotaseen tasapainottumista niin, että kokonaiskysyntä ei vähene globaalisti. Kuten Yhdysvaltoja koskevassa laskelmassa, tässäkin vertailukohtana ovat IMF:n syksyllä 2009 esittämät ennusteet Kiinan BKT:n kasvusta ja vaihtotaseen kehityksestä (perusura). Vaihtoehtolaskelmassa Kiinan tuontia suhteessa perusuraan lisätään vähitellen niin, että tarkasteluperiodin lopussa (vuonna 2014) Kiinan tuonnin määrä on 400 mrd. dollaria suurempi kuin perusurassa, mikä vastaa Yhdysvaltojen

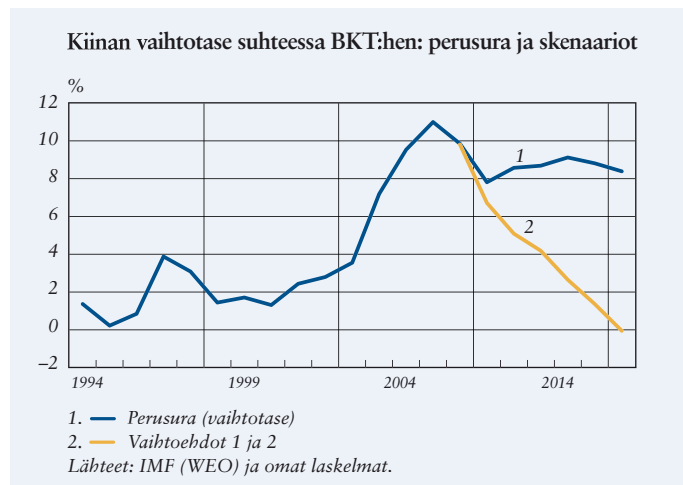
vaihtotaseen tasapainottumista. Laskelmassa on otettu huomioon Kiinan Yhdysvaltojen-viennin väheneminen Kiinan markkinaosuutta (19 %) vastaavasti, joten vaihtotase vuonna 2014 on 480 mrd. dollaria pienempi kuin perusuran mukaan (kuvio 5). Laskelma perustuu vuosien 2008 ja 2009 hintoihin ja kiinteään juanin ja dollarin väliseen valuuttakurssiin (1 dollari = 6,8 juania).

Kiinan talouden sopeutumista tarkastellaan mekaanisesti huoltotasekehikossa kahden ääri vaihtoehdon avulla. Molemmassa vaihtoehdoissa investointien kasvuvauhti on perusuran mukaisesti noin 9 % vuodessa, joten vaihtoehdot laskelmassa nettoviennin supistuminen joko kompensoidaan kulutusta kasvattamalla tai sen annetaan täysimääräisesti vähentää kokonaistuotantoa.

Ensimmäisessä vaihtoehdossa Kiinan talouskasvu pidetään perusuran mukaisena, jolloin maan kulutuskysynnän kasvun ajatellaan korvaavan täysin nettoviennin vähentymisen aiheuttaman negatiivisen kasvukontribuution. Tämä edellyttää edellä mainittuja uudistuksia ja finanssipoliittisia panostuksia, jotka tukevat kotitalouksien kulutushalukkuutta. Tässä skenaariosa kulutuksen voimakas kasvu muuttaisi Kiinan talouden rakennetta niin, että kulutuskysynnän osuus BKT:stä kasvaisi nykyisestä 49 prosentista 57 prosenttiin vuonna 2014.

Tämän laskelman tuloksia arvioitaessa on hyvä muistaa, että kulutuksen ja erityisesti kotitalouksien kulu-

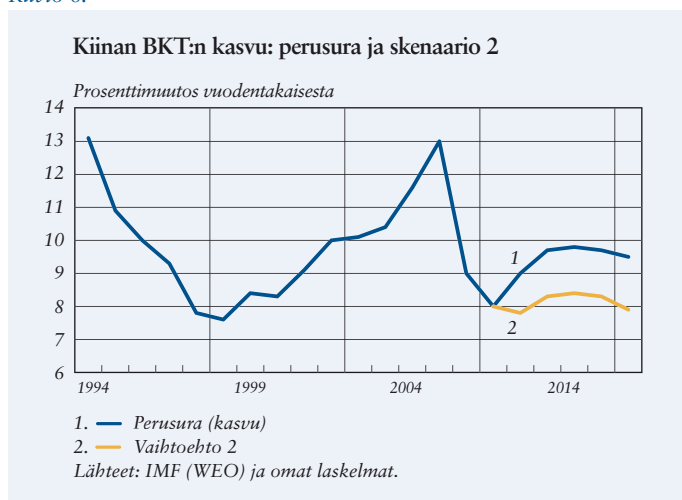
Kuvio 5.



tuskysynnän osuus BKT:stä on Kiinassa pieni verrattuna muihin saman tulotason maihin, joskaan se ei ole aivan poikkeuksellinen verrattuna muihin nopeasti kasvaviin Aasian talouksiin. Merkille pantavaa on lisäksi se, että kulutuksen osuus pieneni 10 prosenttiyksikköä tämän vuosikymmenen alkupuolella, joten ensimmäisessä vaihtoehdot laskelmassa saatu tulos kulutuksen BKT-osuuden kasvusta tarkoittaisi lähinnä paluuta vuosikymmenen alun tilanteeseen. Tästä huolimatta skenaarion mukainen kulutuksen kasvuvauhti Kiinassa olisi erittäin poikkeuksellista, sillä 1990-luvun puolivälin jälkeen kulutuskysynnän kasvu on ylittänyt 10 % ainoastaan vuosina 1996 ja 2007.

Toisessa vaihtoehdot laskelmassa tuonnin kasvun ja viennin vähenemisen (480 mrd. dollaria) annetaan vaikuttaa täysimääräisesti kokonaistuotantoon eli lisätuonti syrjäyttää kotimaista tuotantoa, eikä kotimainen

Kuvio 6.



kysyntä kompensoi viennin vähentymistä. Tässä laskelmassa BKT:n vuosikasvu jää noin 8 prosenttiin, kun se perusurassa on puolitoista prosenttiyksikköä suurempi (kuvio 6). Koska kulutuksen ja investointien määrä on tässä vaihtoehdossa sama kuin perusurassa, nettoviennin vähenemisen seurauksena kulutuksen osuus BKT:stä kasvaa 54 prosenttiin (perusurassa 51 %) ja investointiaste 48 prosenttiin (45 %).

Asukasta kohden laskettuna tulotaso on tässä vaihtohtolaskelmassa 350 dollaria (6 %) pienempi kuin vuoden 2014 perusuran tulotaso (noin 5 600 dollari/asukas). Tästä huolimatta asukaskohtainen reaalin tulotaso kasvaa tässäkin vaihtoehdossa 7–8 % vuodessa, kun perusurassa kasvu on 9 prosentin luokkaa. Kiinalaisten kotitalouksien kannalta kysymys ei siis ole mahdollisista skenaariosta, ja tulemaa pehmentäisi entisestään valuuttakurssin vahvistuminen.

Näitä tuloksia arvioitaessa on hyvä pitää mielessä, että Kiinan perusuran mukainen talouskasvu ei ehkä ole kestävällä pohjalla, vaan kysynnän rakenteen pitää muuttua vähemmän vienti- ja investointivetoiseksi. Muutos voi myös edellyttää, että viime vuosien talouden hurjasta kasvuvauhdista joudutaan hieman tinkimään. Tätä taustaa vasten vaikuttaa siltä, että Kiina pystyisi niin halutessaan näyttämään erittäin suurta roolia nykyisten maailmantalouden epätasapainojen saattamisessa hallintaan.

### Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämän supistuminen vain euroalueeseen nähden

Lopuksi tarkastellaan Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämän supistumista tilanteessa, jossa vain euroalueen vaihtotase kasvaa vastaavasti. Jäsen-telemme tätä kysymystä Suomen Pan-kissa kehitetyllä dynaamisella yleisen tasapainon EDGE-mallilla (Kortelainen 2007).<sup>2</sup>

Laskelmassa käytetään EDGE-mallin kahden maan versiota, joka on sovitettu Yhdysvaltojen ja euroalueen aineistoon. Malli on suljettu kahden maan malli, josta ei ole linkkejä muihin maihin. Tämän mallin käyttö on luontevaa, kun oletetaan, että yksinomaan Yhdysvaltojen ja euroalueen välinen vaihtotase sopeutuu.

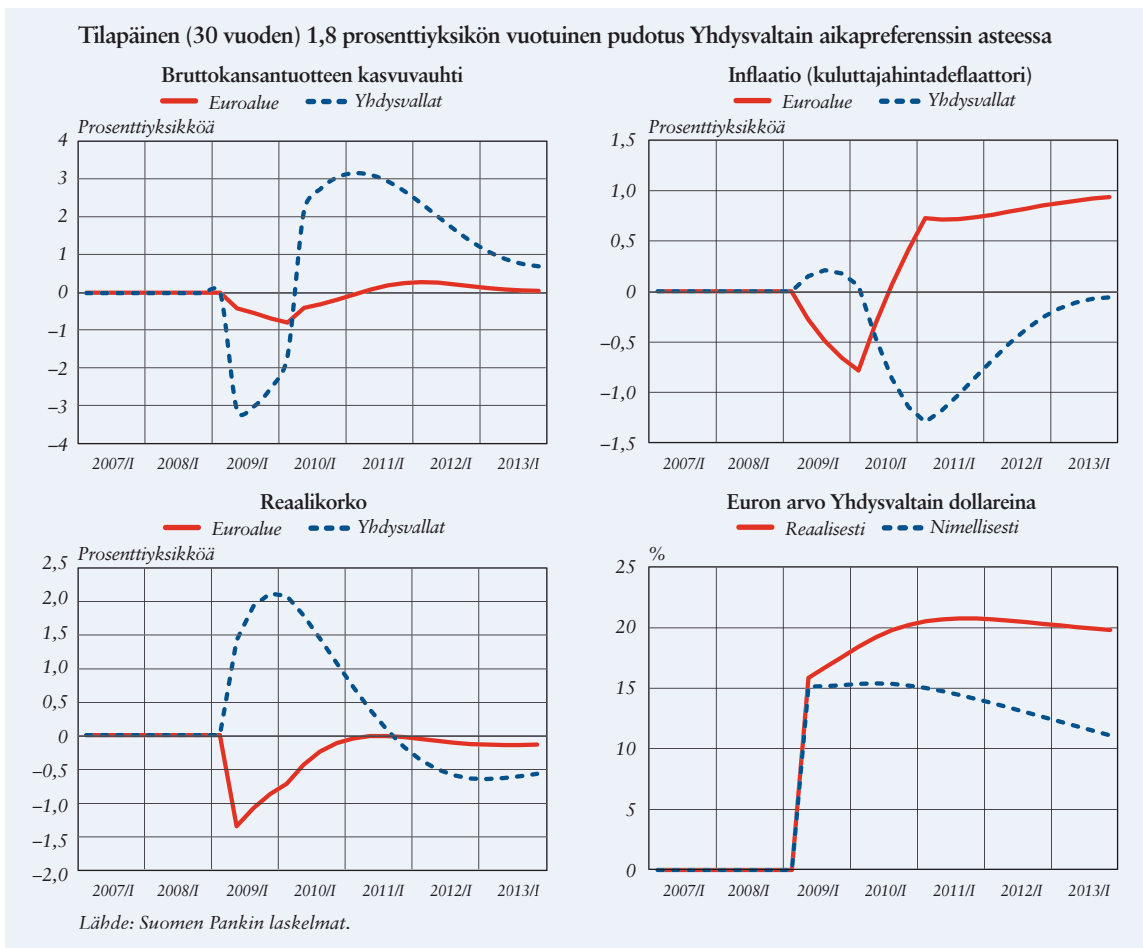
<sup>2</sup> Mallin tärkeimpiin ominaisuuksiin kuuluvat Blanchardin stokastisen eliniän kulutus- ja säästämisspätökset, yksityisen pääomavarallisuuden arvostaminen pääomatulojen nykyarvona, työmarkkinoiden limittävät ns. Calvo-sopimukset ja neoklassinen tarjonta Cobb–Douglas-hyötyfunktioilla.

Laskelmissa oletetaan, että yhdysvaltalaiset kotitaloudet huolestuvat tulevaisuudesta ja nostavat siksi säästämisastettaan. Mallilaskelmissa tämä on otettu huomioon siten, että kotitalouksien aikapreferenssin aste laskee keskimäärin 1,8 prosenttiyksikköä vuodessa seuraavan 30 vuoden aikana. Aikapreferenssin asteen lasku merkitsee sitä, että kotitalouden lisäävät säästämistä ja lykkäävät kulutustaan tulevaisuuteen. Tällä on

suora vaikutus kotitalouksien tulevien tulojen ja kulutuksen nykyarvoon. Laskelman keskeisiä tuloksia on esitetty kuviossa 7 ja taulukossa.

Aikapreferenssin alentuminen nostaa Yhdysvaltojen kotitalouksien säästämisastetta lähes 10 prosenttiyksikköä, mikä käytännössä tasapainottaa Yhdysvaltojen vaihtotaseen vajeen. Yhdysvaltain BKT kasvaa, kun sekä investoinnit että vienti kasvavat, mikä kompensoi yksityisen kulutuksen

Kuvio 7.





vähentymistä. Kotimaisen kysynnän supistuminen vähentää inflaatiopainetta, mikä pitää Yhdysvaltain nimelliskorot matalina (lähellä nykyistä nollakorkotasoa) keskipitkällä aikavälillä.

Laskelmassa Yhdysvaltain vaihtotaseen tasapainottuminen säästämisasteen nousun kautta hidastaa euroalueen kasvua vain hieman. Vaikka euroalueen vienti Yhdysvaltoihin vähennee merkittävästi, reaalkorkojen aleneminen vauhdittaa euroalueen kotimaista kysyntää, sekä kulutusta että investointeja. Vaihtosuhteen heikkeneminen nopeuttaa euroalueen kulutta-

jahintainflaatiota keskipitkällä aikavälillä. Euroalueen vaihtotaseen vaje kasvaa samaa vauhtia kuin Yhdysvaltain vaihtotaseen vaje supistuu. Tässä skenaariossa dollarin reaalin valuutaturssi heikkenee noin 20 % seuraavien viiden vuoden aikana.

Laskelman realismisuutta puna-roitaessa on syytä huomata, että siinä oletettu säästämisasteen nousu Yhdysvalloissa on erittäin suuri. Sen toteutuminen edellyttäisi, että kotitalouksien säästämisaste, joka finanssikriisin seurauksena on jo noussut selvästi, kohoaisi edelleen.

Taulukko.

Tilapäinen (30 vuoden) 1,8 prosenttiyksikön vuotuinen pudotus Yhdysvaltain aikapreferenssin asteessa						
Vuosi	Euroalue			Yhdysvallat		
	V1	V2	V5	V1	V2	V5
<b>Inflaatio</b>						
Inflaatio, BKT:n deflaattori, pros.yks.	0,4	1,0	0,9	-0,4	-1,4	0,0
Inflaatio, kulutuksen deflaattori, pros.yks.	-0,6	0,2	0,9	0,1	-0,9	-0,1
<b>BKT ja alaerä</b>						
BKT:n vuosikasvu, pros.yks.	-0,6	-0,2	0,1	-2,6	2,8	0,8
BKT, %	-0,5	-0,8	-0,3	-2,1	0,7	6,1
Yksityinen kulutus, %	6,8	6,2	6,2	-13,0	-11,0	-7,6
Yksityiset kiinteät investoinnit, %	13,1	15,3	14,9	3,0	15,5	29,2
Tuonti, %	18,1	21,7	23,6	-15,7	-13,5	-9,0
Vienti, %	-15,7	-13,5	-9,0	18,1	21,7	23,6
<b>Työmarkkinat</b>						
Työllisyys, %	-0,8	-1,7	-2,4	-0,7	0,7	5,5
Työttömyysaste, pros.yks.	-1,4	-0,3	0,1	3,6	1,9	0,0
<b>Muita tunnuslukuja</b>						
Vaihtotase/BKT, pros.yks.	-4,6	-4,3	-4,0	2,8	2,6	2,6
Vaihtosuhte, %	10,5	12,1	12,0	-9,5	-10,8	-10,7
Nimelliskorko, pros.yks.	0,2	0,7	0,8	0,4	0,1	-0,6
Kotitalouksien säästämisaste, pros.yks.	-4,7	-3,8	-4,1	7,3	7,3	9,2
<b>Valuuttakurssit</b>						
Euron arvo dollareina, nimellisesti, %	15,2	15,3	11,3			
Euron arvo dollareina, reaalisesti, %	17,2	19,9	19,9			

Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

## Yhdysvaltain ja Kiinan reaali- talouden sopeutumisen jatkuttava

Gloaalien epätasapainojen aiheuttamat ongelmat ja niiden mahdollinen korjautuminen kiteytyvät Yhdysvaltojen ja Kiinan kehityksessä. Vaihtotaseiden epätasapainot nivoutuvat kulutuksen, säästämisen ja investointien epätasaiseen jakautumiseen maailmantaloudessa. On ilmeistä, että epätasapainojen sopeutuminen vaatii sekä säästämistason nousua Yhdysvalloissa että sen laskua ja kulutuskysynnän lisääntymistä Kiinassa. Valuuttakursseilla on potentiaalisesti tärkeä rooli vaihtotaseiden epätasapainojen pienentämisessä.

Tämän artikkelin skenaariolaskelmissa on tarkasteltu, millaisia sopeutuksia Yhdysvaltojen vaihtotaseen tasapainottuminen edellyttäisi Yhdysvalloissa ja Kiinassa. Laskelmien oletuksena on, että Kiinan tuontikysyntä kasvaa yhtä paljon kuin Yhdysvaltojen kysyntä vähenee, jotta kokonaiskysyntä maailmantaloudessa ei vähenisi. Kyseessä on siis lähtökohtaisesti myönteisen ratkaisumallin löytäminen nykyisiin vaihtotaseongelmiin.

Yhdysvalloissa vaihtotaseen vajeen sulaminen vaatisi yksinkertaisen skenaariolaskelman perusteella merkittäviä muutoksia kotitalouksien säästämis- ja kulutuskäyttäytymisessä. Jos oletetaan, että sopeutuminen tapahtuisi yksinomaan kotitalouksien kulutuksen kautta, olisi BKT:n kasvua vähentävä vaikutus lähivuosina enimmillään n. 1 prosenttiyksikköä vuodessa. Samalla kotitalouksien säästämisaste nousisi

nykyisestä n. 4 prosentista n. 8 prosenttiin. Tällainen sopeutuminen ei ole mahdotonta, mutta todennäköisesti se tulisi vaatimaan myös dollarin heikentymisen juaniin nähden.

Kiinassa säästämistason alentuminen ja kulutuskysynnän kasvattaminen kuvatulla tavalla edellyttävät merkittäviä yhteiskunnallisia reformeja. Vaikka reformeja on jo pantu alulle, prosessi tulee kestämaan pitkään. Laskelmien mukaan kulutuksen kasvuvauhdin pitäisi nopeutua parilla prosenttiyksiköllä jo nykyisin suurista lukemista tai vaihtoehtoisesti talouden kasvuvauhdista pitäisi hieman tinkiä. Samalla laskelmat kuitenkin viittaavat siihen, että lisäkysynnän myötä kulutuskysynnän osuus BKT:stä kasvaisi nykyiseltä kiinalaisittainkin alhaiselta tasolta lähemmäs 2000-luvun alun normaalimpaa tasoa. Sopeutumiselle on siis tilaa. Aikaisemmin nähdyn kaltainen juanin hallittu vahvistuminen korvaisi helposti kotitalouksille kasvun mahdollisesta hidastumisesta koituneet tulojen menetykset. Kiinalla on joka tapauksessa suuri tarve muuttaa taloutensa rakennetta niin, että palveluiden ja kotimaisen kulutuskysynnän merkitys kasvaa teollisuustuotannon sekä vienti- ja investointikysynnän kustannuksella.

Jos Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämä korjautuu kokonaisuudessaan vain Yhdysvaltojen ja euroalueen välisen vaihtotaseen sopeutumisen kautta, vaadittava reaali-  
talouden sopeutus on varsin mittava. Yhdysvaltain vaihtotaseen tasapainottumisen

vaikutukset euroalueeseen heijastuvat erityisesti suhteellisten hintojen (kuten valuuttakurssi, vaihtosuhte) muutosten kautta. Yhdysvaltojen rahapolitiikka olisi tässä vaihtoehdossa huomattavan keveää keskipitkällä aikavälillä.

Vaikka Yhdysvaltain ja Kiinan välisen vaihtotase-epätasapainon korjautuminen on kuluvana vuonna edennyt finanssikriisin kärjistymisen jälkeen jo varsin vauhdikkaasti, on epäselvää, miten tämä sopeutuminen jatkuu lähivuosien aikana. Kaiken kaikkiaan sekä tämän artikkelin skenaariolaskelmat että alan tutkimus viittaavat siihen, että vaihtotasesopeutuksen eteneminen tulee vaatimaan reaali-talouden sopeutumisen jatkumista sekä Yhdysvalloissa että Kiinassa. Samaan aikaan sopeutuminen saattaa vaatia selviä valuuttakurssimuutoksia sekä

keveän rahapolitiikan jatkumista pitkään Yhdysvalloissa. Vaihtotaseen sopeutuksen jatkuminen voisi kuitenkin olla viime vuoden aikana nähtyyn kehitykseen verrattuna suhteellisen kivutonta, jos se ajoittuisi useamman vuoden aikajänteelle.

*Asiasanat: Kiina, globaalit epätasapainot, vaihtotasesopeutus*

## Lähteet

- Blanchard, O (2009) Sustaining a global recovery. Finance & Development. Syyskuu.
- Eichengreen, B. (2006) Global Imbalances: The new economy, the dark matter, the savvy investor, and the standard analysis. Journal of Policy Modeling, 28.
- Engler, P. (2009) Global Rebalancing in a Three-Country Model. Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin 2009/1.
- Engler, P.– Fidora, M. – Thimann, C. (2009) External Imbalances and the US Current Account: How Supply-Side Changes Affect an Exchange Rate Adjustment. Review of International Economics, 17 (5).
- Garcia-Herrero, A. – Koivu, T. (2007) Can the Chinese trade surplus be reduced through exchange rate policy? BOFIT Discussion Papers 6/2007.
- Guo, K. – N'Diaye, P. (2009) Is China's Export-Oriented Growth Sustainable? IMF Working Paper 09/172.
- Hofman, B. – Kuijs, L. (2008) Rebalancing China's Growth. Teoksessa Goldstein & Lardy (2008) Debating China's Exchange Rate Policy.
- IMF (2009) Article IV Report, China. Kesäkuu.
- Korhonen, I. – Ritola, M. (2009) Renminbi misaligned – Results from meta-regressions. BOFIT Discussion Papers 13/2009.
- Kortelainen, M. (2007) Adjustment of the US current account deficit. Bank of Finland Discussion Papers 9/2007.
- McKinnon, R. – Schnabl, G. (2008) China's financial conundrum and global imbalances. BIS Working Papers No 277.
- Rajan, R. G. (2006) Global Imbalances and Financial Reform with Examples from China. Cato Journal, Vol. 26, No. 2.