



ANALYYSI

Mikä Yhdysvaltojen teollisuudessa mättää?

5.4.2016 – Analyysi – Kansainvälinen talous



Henna Karhapää



Seija Parviainen
Vanhempi ekonomisti

Yhdysvaltojen teollisuudesta on kantautunut viime kuukausina huonoja uutisia. Tuotanto ja investoinnit kehittyvät heikosti, mikä on herättänyt huolta, onko maan talouskasvu sittenkään niin vakaalla pohjalla kuin on luultu. Vientiteollisuus on kärsinyt, kun vahva dollari on heikentänyt kilpailukykyä ja Kiinan kysyntä on vaimentunut. Merkittävin syy heikkoihin teollisuuden lukuihin löytyy kuitenkin energiateollisuudesta, joka on kärsinyt alhaisesta öljyn hinnasta. Energiateollisuuden kannattavuus- ja rahoitusongelmat heijastuvat muihinkin toimialoihin ja voivat pahimmillaan muodostaa uuden uhan Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoille.



Tässä artikkelissa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajien omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin näkemystä.

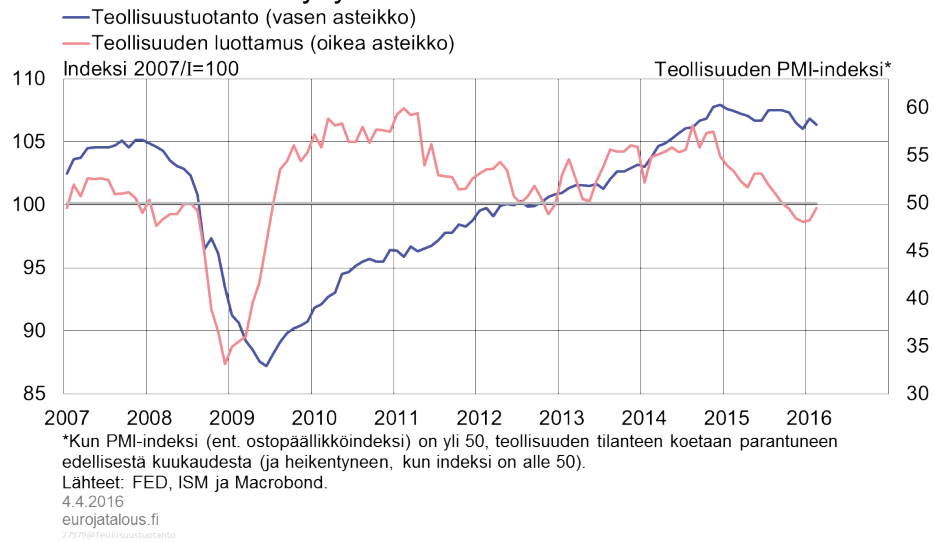
Talouskasvu Yhdysvalloissa on jo pitkään perustunut yksityiseen kulutukseen ja palvelualojen hyvään työllisyyskehitykseen. Tehdasteollisuus kattaa vain 12 % ja koko teollisuus (ml. kaivannaisteollisuus) noin 20 % Yhdysvaltojen taloudesta. Teollisuudella on kuitenkin heijastusvaikutuksia palvelualoihin ja laajemmin talouteen etenkin alueilla,

joilla teollisuus on yhä tärkeä työllistäjä. Lisäksi teollisuuden merkitys osake- ja velkakirjalainamarkkinoilla on suhteellisen suuri. Siten teollisuussektorin taloudellinen tila heijastuu vahvasti rahoitusmarkkinoiden kehitykseen.

Yhdysvaltojen teollisuustuotanto saavutti finanssikriisiä edeltäneen tasonsa alkuvuonna 2014 ja kasvoi vielä vuoden jälkipuoliskolla 4–5 prosentin vuosivauhtia. Samaan aikaan luottamus maailmantalouden kasvunäkymiin alkoi kuitenkin heikentyä, mikä näkyi öljyn hinnan alenemisena ja hitaampana teollisuustuotannon kasvuna. Öljy- ja kaivostoiminta kääntyi laskuun, ja myös tehdasteollisuuden kehitys heikkeni. Koko teollisuustuotannon vuosikasvu kääntyi negatiiviseksi vuoden 2015 loppupuolella, ja tuotannon taso on nyt prosentin verran vuoden takaista alempana. Kapasiteetin käyttöaste on edelleen alemmalla tasolla kuin finanssikriisiä edeltävänä aikana.

Kuvio 1

Yhdysvaltojen teollisuustuotannon kasvu pysähtynyt ja luottamus heikentynyt kesästä 2014



Vientiteollisuus kärsinyt kysynnän vaimeudesta

Maailmankaupan kasvun hidastuminen ja nousevien talouksien – varsinkin Kiinan – kysynnän heikkeneminen ovat heijastuneet myös Yhdysvaltojen vientiin. Nousevat taloudet ovat lähes puolet maan vientimarkkinoista. Lisäksi dollarin vahvistuminen on huonontanut Yhdysvaltojen hintakilpailukykyä.

Vaikka palvelujen merkitys Yhdysvaltojen taloudessa on kasvanut, on vienti säilynyt muuta taloutta tavarapainotteisempana: peräti kaksi kolmasosaa viennistä muodostuu tavarakaupasta ja vain kolmannes palveluiden kaupasta. Tavaraviennin kehitys oli viime vuoden lopulla selvästi negatiivinen, kun taas palveluvienti kasvoi. Viennin ongelmat kohdistuvatkin vahvemmin teollisuuteen ja etenkin tehdasteollisuuteen, jonka osuus koko teollisuudesta on kolme neljäsosaa.

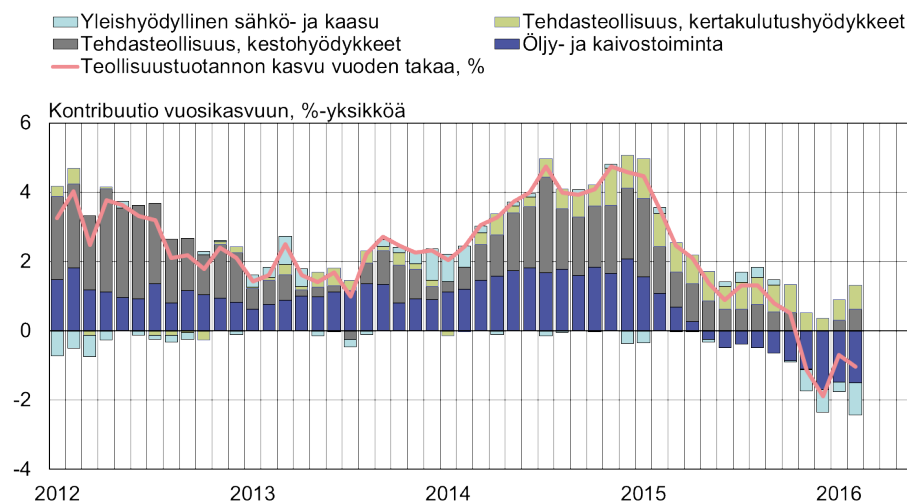
Tavaraviennin tahmeus selittää parhaiten tehdasteollisuuden ongelmia mutta koko teollisuuden tilaa vain osittain. Merkittävin syy koko teollisuustuotannon viimeaikaiseen

supistumiseen on energia-alan ajautuminen ongelmiin öljyn ja maakaasun hintojen laskun seurauksena. Vuoden 2016 alkupuolella energiasektorin tuotantoindeksin vuosikasvu putosi -8 prosenttiin.

Se, että energiasektorin ongelmat paisuisivat koko talouden taantumaksi, on kuitenkin hyvin epätodennäköistä, sillä Yhdysvallat kuluttaa edelleen energiaa enemmän kuin se itse tuottaa sitä. Vaikka Yhdysvallat on maailman suurin öljyn tuottaja^[1], se tuo edelleen runsaasti raakaöljyä ulkomailta. Tämän vuoksi se myös hyöttyy alhaisesta öljyn hinnasta eikä ole läheskään niin haavoittuvainen öljyn hinnan muutoksille kuin öljyn vientituloista riippuvaiset tuottajamaat. Lisäksi Yhdysvaltojen energiasektorin ongelmat vievät huomion monen muun alan hyvästä kehityksestä. Erityisen vahvaa kasvu on ollut autoteollisuudessa, mutta myös elektroniikkateollisuus on menestynyt hyvin. Kulutustavaratuotanto on hyötynyt kuluttajien korkeasta luottamuksesta ja yksityisen kulutuksen hyvästä kasvusta ja vaikuttanut positiivisesti teollisuustuotannon kehitykseen.

Kuvio 2

Teollisuustuotannon negatiivinen kasvu tulee energia-alalta



Lähde: St. Louis Federal Reserve FRED database.

4.4.2016
eurojalous.fi
3/5-300/Chart1

Öljyn hinnan romahdus heikensi energiateollisuutta

Finanssikriisin jälkeinen öljyn hinnan nousu siivitti myös Yhdysvaltojen öljyntuotannon huimaan kasvuun. Etenkin särötystekniikkaan perustuva liuskeöljyn tuotanto lisääntyi tuolloin merkittävästi alan teknologian läpimurron siivittämänä. Öljyteollisuuden investoinnit lisääntyivät ja kapasiteetti kasvoi, sillä rahoitusta oli saatavilla runsaasti suotuisin kustannuksin ja ehdoin. Energiamateriaalien osuus teollisuustuotannosta nousi vuosituhaten vaihteen 10 prosentista 17 prosenttiin. Huomioiden kuluttajien ja yritysten energiatuotteet osuus nousi alle 15 prosentista 25 prosenttiin. Vuosina 2012–2014 energia-ala vastasi lähes puolta teollisuustuotannon kasvusta.

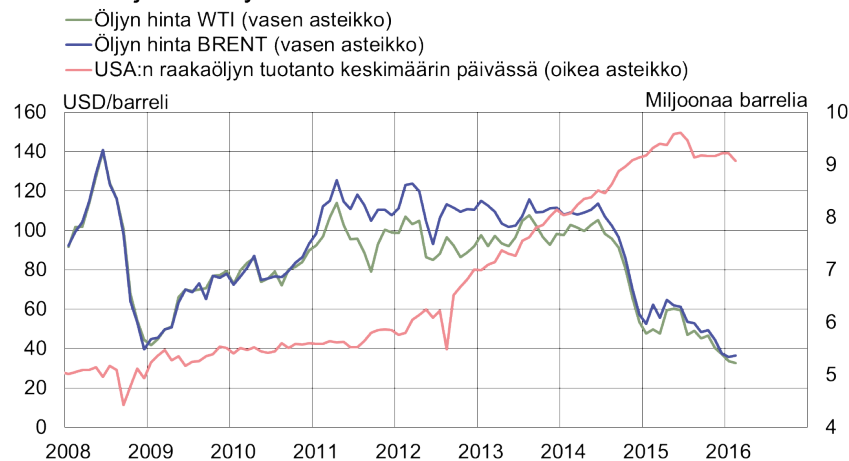
1. USA ohitti Saudi-Arabian öljyn tuotannossa vuonna 2013 (lähde www.eia.gov).

Kasvu kuitenkin hiipui vähitellen ja vuoden 2015 toukokuusta lähtien Yhdysvaltojen energiateollisuus on supistunut. Viime marraskuusta lähtien se on vetänyt koko teollisuustuotannon vuosikasvun negatiiviseksi. Helmikuussa 2016 öljy- ja kaasusektorin tuotanto oli 4 % alempana kuin mitä se oli vuoden 2015 alun korkeimmalla tasolla.

Öljy- ja kaasukaivojen poraus on romahtanut vielä voimakkaammin. Poraus oli vuoden 2016 alkupuolella enää 30 % vuoden 2014 loppupuolen korkeimmasta tasosta. Jos uusien kaivosten määrä romahtaa, tuotantokin voi periaatteessa vähentyä tulevinä vuosina aiempaa herkemmin, sillä liuskeöljyn tuotantoprosessi on selvästi lyhempi kuin perinteisessä öljyntuotannossa. Yhdysvaltojen energiajärjestö EIA odottaa kuitenkin maan raakaöljyntuotannon laskevan seuraavina vuosina melko maltillisesti: vuoden 2015 noin 9,4 miljoonan tynnyrin päivätuotannosta 8,7 miljoonaan tynnyriin vuonna 2016 ja 8,5 miljoonaan tynnyriin vuonna 2017.

Kuvio 3

Yhdysvaltojen energiatuotanto nousi voimakkaasti vuonna 2011 ja kääntyi laskuun vuonna 2015



Lähteet: EIA ja Macrobond.

4.4.2016
eurojatalous.fi
27975311 eollaud_aloittan

Öllyteollisuuden ongelmat saivat alkunsa, kun öljyn hinta kääntyi voimakkaaseen laskuun vuoden 2014 puolivälin tienoilla. Hinnasta katosi lähes 70 % kesäkuun 2014 ja maaliskuun 2016 välillä. Hintaromahdus käynnistyi lähinnä tarjontatekijöistä, kun Yhdysvaltojen liuskeöljytuotanto kasvoi merkittävästi.

Merkittävä muutos tapahtui myös öljynviejämaiden järjestön, OPECin, käyttäytymisessä: puolustaakseen markkina-asemiaan se päätti marraskuussa 2014 olla supistamatta tuotantoaan, vaikka öljyn barrelihinta oli jo laskenut 70 dollariin tynnyriltä. OPEC ylläpiti tuotantotasoaan koko vuoden 2015 asettaen painetta korkeamman kustannustason tuottajamaille. Samaan aikaan myös kysyntätekijät – etenkin Kiinan teollisuuden ja investointien heikentynyt kehitys – aiheuttivat laskupaineita öljyn hintaan.

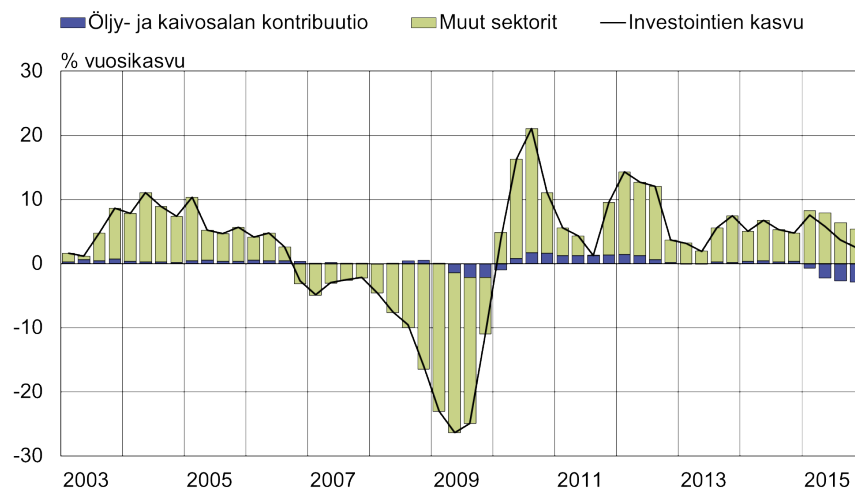
Vuoden 2016 alkupuolella öljyn hinnan lasku jatkui ja tynnyrihintana painui alle 30 dollariin. Nyt kehitys on kuitenkin rauhoittunut ja hinta on jopa hieman noussut alimmilta tasoiltaan. Öljyn tarjonta maailmalla ei ole reagoinut hinnan laskuun vaan se

on jopa jatkanut kasvuaan – joskin aiempaa hitaammin.

Yhdysvalloissa energiasektorin ongelmista ovat kärsineet etenkin investoinnit. Vuoden 2015 viimeisellä neljänneksellä kiinteiden investointien kasvu hidastui merkittävästi ja tuotannolliset rakennusinvestoinnit supistuivat. Taustalla on mm. uusien öljy- ja kaasukaivosten määrän romahdus. Energiajärjestö IEA arvioi, että kokonaisuudessaan Yhdysvaltojen energiasektorin investoinnit jäävät tänä vuonna vain puoleen vuoden 2014 tasosta. Alan investointihalukkuuteen vaikuttaa oletus öljyn hinnan laskun pysyvyydestä. Öljyfutuuriin hintakehityksen perusteella markkinat odottavat öljyn hinnan pysyvän suhteellisen matalana vielä pitkään. Huolta investointien kehityksestä Yhdysvalloissa lähivuosina lieventää kuitenkin se, että investoinnit energiasektorin ulkopuolella – varsinkin kiinteistömarkkinoilla – ovat kehittyneet suotuisasti.

Kuvio 4

Energia-ala hidastaa myös tuotannollisten investointien kasvua



Lähde: US BEA.

4.4.2016
eurojatalous.fi
32530@Chart12

Energia-alan ongelmilla heijastusvaikutuksia rahoitusalalle

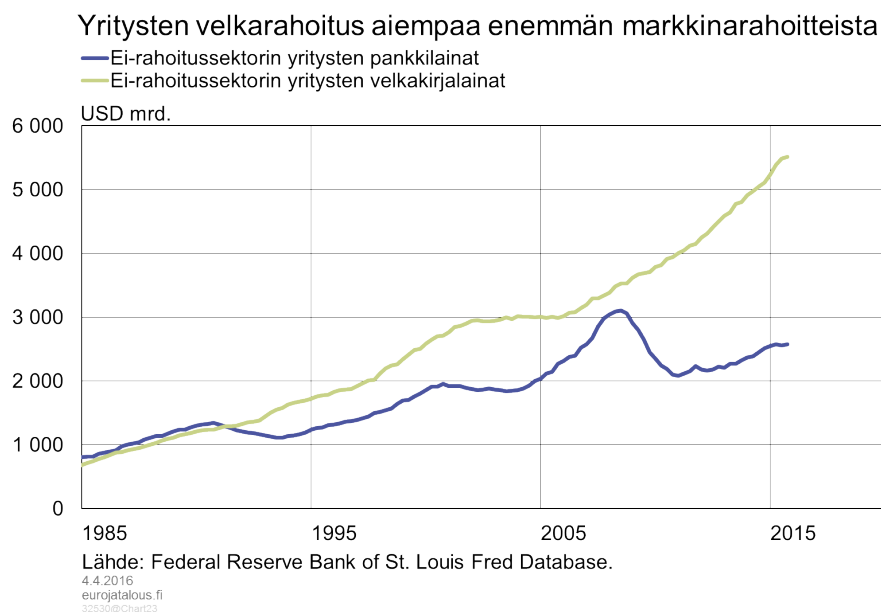
Tämän hetken suurimpana riskinä voi nähdä, että energiasektorin rahoitusongelmat heijastuisivat laajemmin Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoihin. Monet energiateollisuuden yritykset ovat velkaantuneet ja ajautuneet rahoitusvaikeuksiin. Kun alan yrityksillä on vaikeuksia rahoituksen saannissa ja rahoituksen hinta nousee, voivat vaikutukset välittyä myös muiden sektorien rahoitukseen.

Yhdysvalloissa yritykset keräävät rahoitusta markkinoilta velkakirjoilla merkittävästi yleisemmin kuin Euroopassa. Velkakirjojen osuus yritysten rahoituksesta on Yhdysvalloissa kaksinkertainen pankkilainoihin verrattuna. Finanssikriisin jälkeen velkakirjalainarahoituksen merkitys on edelleen kasvanut. Osin kehitys johtuu pankkien kiristyneestä lainanannosta. Kiristyneen säätelyn vuoksi lainananto on siirtynyt entistä markkinaehtoisemmaksi. Yritysten pankkilainojen määrä on yhä – rahoitusmarkkinoiden elpymisestä huolimatta – lähes 20 % alempana ennen

finanssikriisiä vallinnutta tasoa.

Velkakirjalainarahoituksen kasvanut merkitys tarkoittaa, että Yhdysvalloissa yritykset ovat toimintansa rahoituksessa riippuvaisempia markkinaolosuhteista. Markkinahäiriöt voivat johtaa rahoitushanojen sulkeutumiseen ja rahoituksen kustannuksen nopeaan nousuun. Koska velkakirjalainakanta on kuitenkin maturiteetiltaan pitkä, keskimäärin yli 7 vuotta, lyhytaikaisesta markkinaturbulenssista aiheutuvat rahoitusriskit ovat vähäisiä.

Kuvio 5



Myös Yhdysvaltojen energiasektorin rahoitus on muuttunut aiempaa markkinaperusteisemmaksi. Kaksi kolmasosaa energiayhtiöiden rahoituksesta tulee nykyisin rahoitusmarkkinoilta, kun se aiemmin oli enemmän pankkilainoituksesta riippuvaista. Yhdysvaltojen suurilla pankeilla on kuitenkin edelleen merkittävä rooli energiasektorilla, kun kuuden suurimman pankin myöntämät lainat öljy- ja kaasusektorille ovat arvioiden mukaan yhteensä noin 88 miljardia dollaria. Suurten pankkien luottotappiovaraukset kasvoivat vuonna 2015, mikä osin heijastaa juuri energiasektorin lainojen kasvaneita luottoriskejä. Nousu oli kuitenkin vielä hyvin maltillinen.

Öljyn hinnan lähdettyä laskuun vuoden 2014 puolivälin tienoilla energiasectori on joutunut rahoitusmarkkinoiden riepoteltavaksi. Yhdysvalloissa energiasektorin osakehinnoista on kadonnut 40 % vuoden 2014 puolivälin jälkeen. Syöksy on lähes yhtä syvä kuin finanssikriisin aikana, jolloin energiayhtiöiden osakehinnat romahtivat 50 %.

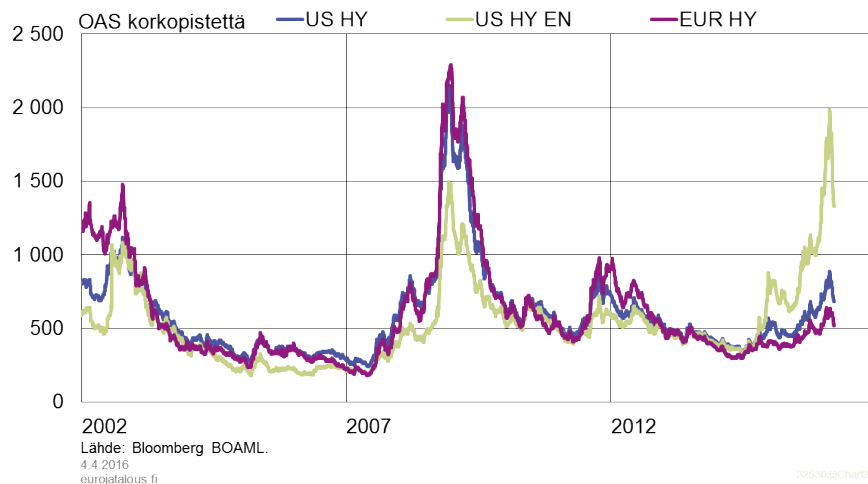
Energiayhtiöiden ongelmat ovat näkyneet selvästi myös yritysten velkakirjalainamarkkinoilla. Energiasektorin hyvälaatuisempien velkakirjalainojen (IG) riskihinnoittelu nousi alkuvuonna yli 400 korkopisteeseen – korkeimmalle tasolle sitten finanssikriisin. Myös energiasektorin ulkopuolisessa teollisuudessa velkakirjalainojen riskilisät olivat noususuuntaisia. Taustalla voi olla monia tekijöitä kuten heijastusvaikutukset energiasektorilta, talouskasvuhuolien heijastuminen odotuksiin

yritysten tulevasta taloudellisesta tilasta, yleisesti matalalle painuneen riskihinnoittelun normalisoituminen, heikentyneen markkinalikviditeetin takia noussut likviditeettipreemio tai velkakirjalainojen kasvanut liikkeeseenlasku.

Kuvio 6

Energia-alan korkean riskin yritysvelkakirjojen riskilisät nousseet erittäin korkealle

Korkean riskin yritysvelkakirjojen riskilisät USA:ssa (US HY) ja euroalueella (EUR HY) sekä USA:n energiasektorilla (US HY EN)



Suurinta huolta ovat aiheuttaneet korkeamman riskin HY-velkakirjalainamarkkinan energiayhtiöt, jotka muodostavat noin 15 prosenttia Yhdysvaltojen koko HY-markkinasta. Kokonaisuudessaan korkean riskin velkakirjalainamarkkinoilla konkurssien osuus on noussut yli 3 prosenttiin vuoden 2015 viimeisellä vuosineljänneksellä – nousun kohdistuessa erityisesti öljy- ja kaasusektorille. Luottoluokittaja Moody's arvioi konkurssien osuuden nousevan vielä lähemmäksi 4,5 prosenttia ennen tämän vuoden loppua.

Markkinatilanne on jo palautunut jonkin verran, mutta uusiutuvat ja pidempiaikaiset vaikeudet uudelleenrahoituksessa voivat johtaa kasvaviin ongelmiin. Energiayhtiöiden riskilisät nousivat vuoden 2016 alkupuolella pahimmillaan 2 000 korkopisteeseen eli finanssikriisin aikaiselle tasolle.

Energia-alan vaikeudet osake- ja velkakirjamarkkinoilla johtuvat yritysten nopeasti heikentyneestä tulos- ja tasekehityksestä. Yhdysvaltojen öljy- ja kaasuyhtiöiden bruttotuotot ovat laskeneet yli 40 % vuoden 2014 puolivälistä vuoden 2015 loppuun tultaessa, ja nettotuotot ovat sukeltaneet negatiivisiksi. Energiasektorilla on aiempina vuosina ollut suuri positiivinen panos yhdysvaltalaisen suuryritysten osakkeita kuvaavaan S&P 500 -indeksiin kuuluvien yhtiöiden kokonaistuottoihin, mutta tilanne on muuttunut. Samalla velkaantuneisuus on kasvanut ja siihen liittyvät tunnusluvut^[2] heikentyneet laajalti.

Energiasektorin ongelmien vaikutuksia ei vielä

2. Esimerkiksi velka-per-EBITDA ja velka per oma pääoma -suhdeluku.

tiedetä

Yhdysvaltojen teollisuus on kaksijakoisessa tilassa. Monet kotimaisen kulutuksen kasvuun nojaavat teollisuudenalat menestyvät hyvin. Kuitenkin vientiteollisuuden ohella ongelmia on etenkin energiasektorilla.

Vaikka öljyntuotannon supistuminen on ollut odotettua vähäisempää, on alhainen öljyn hinta vaikuttanut selkeästi alan investointeihin, jotka ovat supistuneet tuotantoa voimakkaammin. Uusia öljynporauskaivoja ei kannata perustaa, koska tuotanto ei kata kustannuksia. Energia-alan asema rahoitusmarkkinoilla on heikentynyt. Samalla sen riskit ovat kasvaneet ja konkurssit lisääntyneet.

Yhdysvalloissa teollisuuden osuus taloudesta on supistunut melko pieneksi, ja energiasektorin osuus on vain muutamia prosentteja. Niinpä ongelmien välittyminen suoraan muuhun reaalitalouteen on suhteellisen vähäistä, sillä palvelualat ja kulutus ylläpitävät kasvua. Sen sijaan rahoitusmarkkinoiden kautta tulevat vaikutukset voivat olla arvaamattomia.

Avainsanat

[yritysrahoitus](#), [energia-ala](#), [Yhdysvallat](#), [investoinnit](#), [teollisuus](#)