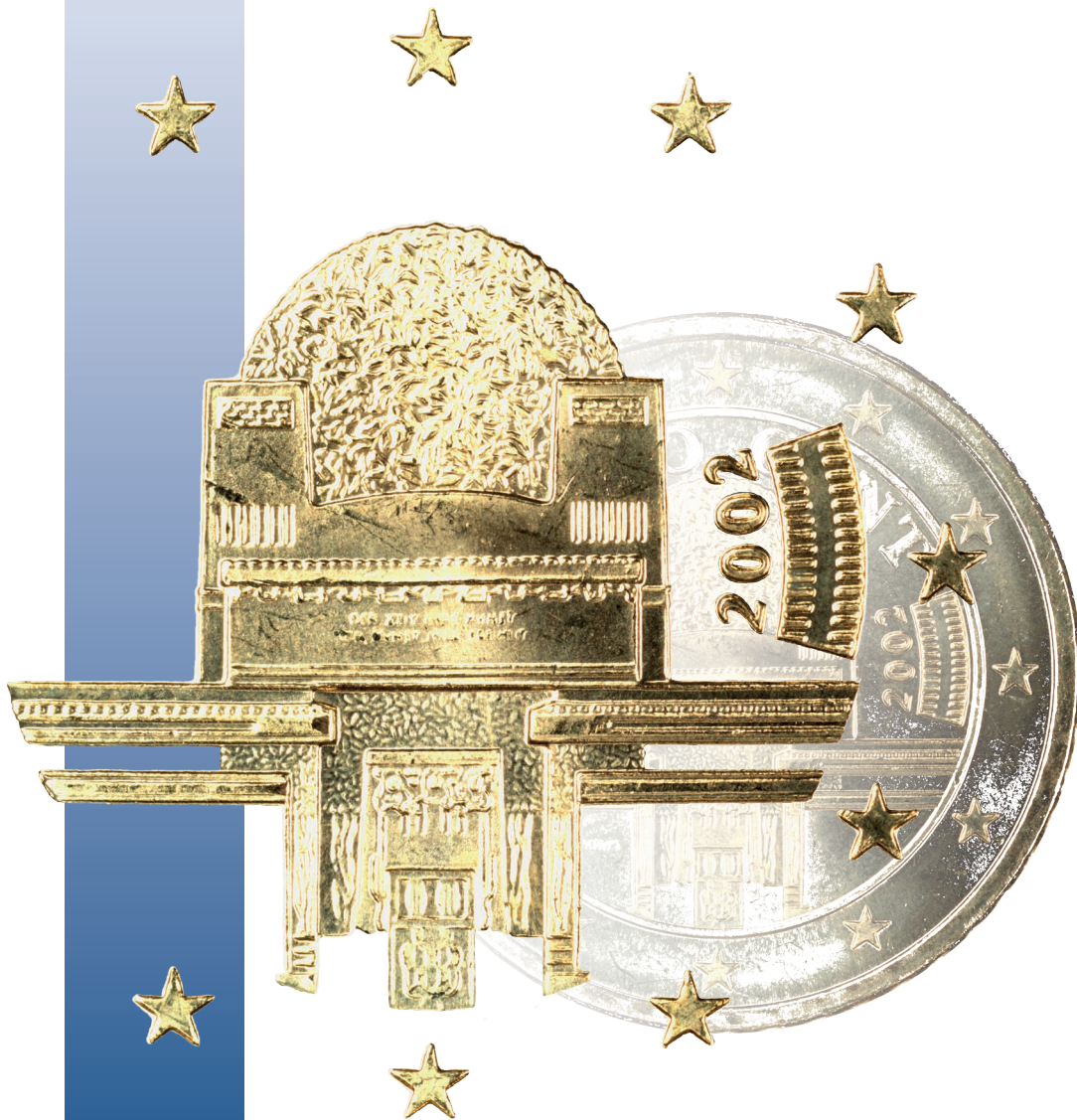


EURO&TALOUS

4 • 2014

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous



Sisällys

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous.....	3
<i>Marko Melolinna</i> Rakennepoliitiikan tarve ja vaikutukset euroalueella.....	39
<i>Eeva Kerola</i> Miksi euroalueen pankkien luottoehdot ovat edelleen kireät?	53
<i>Minna Kuusisto – Elisa Newby</i> Rahapolitiikan toteuttaminen nollakorkorajalla – ja sen alapuolella.....	67

Euro & talous 4 • 2014

Julkaisupäivä 16.9.2014

22. vuosikerta

(aiemmin Markka & talous)

Lehti ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

Päätoimittaja

Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto

Jenni Hellström, puheenjohtaja

Samu Kurri

Elisa Newby

Katja Taipalus

Jouko Vilminen

Petri Uusitalo, sihteeri

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous
-artikkeli on laadittu Suomen Pankin
rahapolitiikka- ja tutkimusosastolla
toimistopäällikkö Samu Kurrin johdolla.

Kirjoittajat

Hanna Freystätter

Juhana Hukkinen

Pasi Ikonen

Juuso Kaaresvirta

Vesa Korhonen

Tomi Kortela

Kimmo Koskinen

Helinä Laakkonen

Petri Mäki-Fränti

Sami Oinonen

Seija Parviainen

Jouko Rautava

Assistentit

Heli Honkaharju

Sami Oinonen

Toimitus

Suomen Pankin kielipalvelutoimisto ja
viestintäyksikkö

Tilaukset

sähköposti: SPjulkaisut@edita.fi

Painopaikka

Edita Prima Oy, Helsinki 2014

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata,
mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-4718 (painettu julkaisu)

ISSN 1456-5862 (verkkójulkaisu)

Suomen Pankki

PL 160

00101 HELSINKI

Puhelin: 010 8311

Faksi: (09) 174 872

www.suomenpankki.fi

Kannen kuvassa Itävallan 50 sentin kolikon kansallinen
kuva-aihe: wieniläinen Secession-taidemuseo.

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous

5.9.2014

Tiivistelmä

Päättäväisten toimien aika

Finanssikriisi kärjistyi maailmanlaajuisesti talouskriisiksi syyskuussa kuusi vuotta sitten. Näiden vuosien aikana kehittyneiden maiden talouskehitys on ollut heikkoa ja maailmantalouden kasvu on ollut pitkälti nousvien talouksien varassa. Haurasta elpymistä kuvastaen rahapolitiikka on ollut vahvasti kasvua tukevaa. Korkeiden nollarajan saavuttamisen jälkeen keskuspankit ovat jatkaneet rahoitusolojen keventämistä epätavanomaisten toimien avulla.

Viimeisen 1½ vuoden aikana luottamus kehittyneiden talouksien kasvuun on vahvistunut. Myös euroalue pääsi kasvun syrjään kiinni. Kesän 2014 aikana optimismi koki kuitenkin jälleen kerran kolauksen. Euroalueen kasvu pysähtyi toisella neljänneksellä, ja viimeaikaisten indikaattoritietojen perusteella kehitys on ollut odotettua heikompaa.

Suomen Pankin syyskuun 2014 kansainvälisen talouden ennusteessa maailmantalouden kasvun arvioidaan kuluvana vuonna jäävän aiemmin ennustettua hitaammaksi. Kasvun odotetaan kuitenkin vauhdittuvan ennustejakson aikana, ja vuosia 2015 ja 2016 koskeva koko maailmantalouden kasvuennuste on pidetty ennallaan. Yhdysvalloissa talous kasvaa ennustejakson aikana noin 3 prosentin vuosivauhtia. Kiinassa kasvun ennustetaan säilyvän ripeänä, joskin hitaampana kuin aiempina vuosina. Sen sijaan EU21-alueen kasvulukuja on jouduttu pienentämään kuluvaan vuoden osalta. Myös Venäjää koskevaa ennustetta on tarkistettu aiemmin arvioitua heikommaksi. Lähi aikojen heikkoja kasvunäkymiä heijastellen maailmankaupan kasvu piristyy vasta vuoden 2015 aikana.

Kasvunäkymien erot näkyvät myös Suomen Pankin inflaatioennusteissa. Yhdysvalloissa inflaation ennustetaan pysyvän lähellä keskuspankin 2 prosentin hintavakaustavoitetta koko ennustejakson ajan. EU21-alueella inflaatio on ollut ½ prosentin tuntumassa. Suomen Pankin ennusteessa alueen inflaatio nopeutuu vuoden 2015 aikana yli 1 prosentin ja päättyy ennustejakson loppupuolella 1½ prosenttiin tuntuun. Ennuste perustuu inflaatio-odotusten säilymiseen ankkuroituneina ja koti-

maisen kysynnän asteittaiseen elpymiseen sekä siihen, että euron vahvistumisesta vuosina 2012–2014 seurannut inflaatiota hidastava vaikutus poistuu.

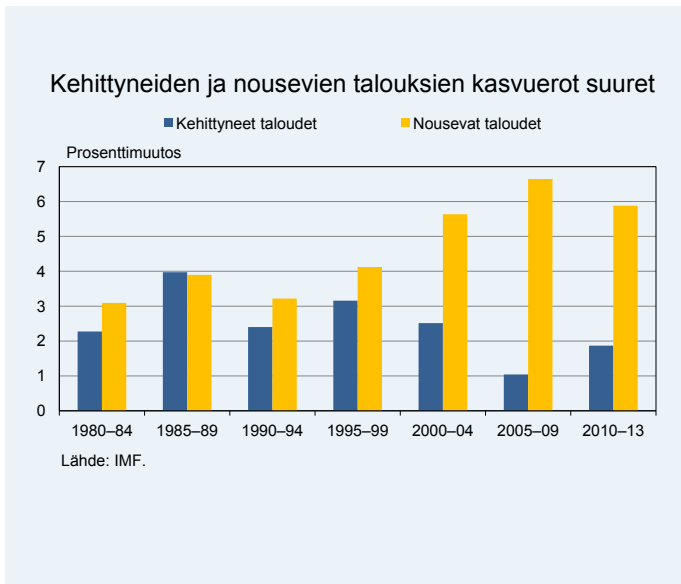
Erittäin vaimeiden inflaationäkymien ja heikon talouskehityksen vuoksi EKP:n neuvosto päätti kesäkuussa mittavasta rahapoliittisten toimien yhdistelmästä, jota vielä täydennettiin ja vahvistettiin syyskuussa. Paketti sisältää mm. ohjaukorkojen laskuja, kohdennettuja pitempiäaikaisia rahoitusoperaatioita sekä omaisuusvakuudellisten ja katettujen arvopapereiden osto-ohjelmat. Korkeiden laskun ja talletuskoron negatiiviseksi painamisen myötä lyhyet markkinakorot ovat alentuneet aivan nol-lan tuntumaan. Syyskuussa käynnistyvien pitkien rahoitusoperaatioiden ja lokakuussa aloitettavien osto-ohjelmien avulla tuetaan erityisesti luotonantoa yrityksille.

Välittömien vaikutusten lisäksi osto-ohjelmat voivat toimia katalyyttinä eurooppalaisten pääomamarkkinoiden syventymiselle. Pankkien kyky luotottaa PK-yrityksiä voi kohentua, jos pankit voivat muuttaa taseissaan varallisuuseriä likvideiksi arvopapereiksi. Tämä tehostaa luottojen välittymistä PK-yrityksille sekä kotitalouksille ja syventää osaltaan euroalueen yhteis-markkinoita.

Lokakuussa valmistuva euroalueen pankkien kattava arviointi tehostaa rahapoliittisten toimenpiteiden vaikutusta. Pankkien tulee korjata mahdollinen pääomavajeensa 6–9 kuukauden kuluessa arvion tulosten julkistamisesta. Kunnossa oleva pankki-järjestelmä on välttämätön edellytys, jotta EKP:n neuvoston toimet välittyvät rahoitusta tarvitseville kotitalouksille ja yrityksille.

Kokonaisuudessaan maailmantalous on suurien kysymysten äärellä. Missä määrin hidas kasvu on edelleen seurausta velkakriisin syiden sulattelusta? Entä missä määrin kasvun hiipuminen on pitempi-aikainen ilmiö, johon vaikuttaa väestönkasvun ja jopa tuottavuuden hidastuminen? Onko reaalikorko, jonka vallitessa säästäminen ja investoinnit tasapainottuvat, aiempaa alempi? Vaikka kriisin akuutein vaihe on jäänyt taakse, talouspolitiikan haasteet säilyvät mittavina.

Kuvio 1.



Kuvio 2.



I Suhdannetilanne ja maailmantalouden näkymät

Talouskehitys kirjavaa

Finanssikriisin jälkeisen kuuden vuoden aikana maailmantalouden kasvu on pitkälti ollut nousevien talouksien varassa, kun kehittyneiden talouksien elpyminen on ollut takkuista (kuvio 1). Vuoden 2013 puolivälistä lähtien erot näiden maaryhmien suhteellisessa kehityksessä alkoivat kuitenkin kaventua. Kehittyneistä talouksista erityisesti Yhdysvaltojen talous on osoittanut vahvistumisen merkkejä, kun taas nousevissa talouksissa kasvunäkymät ovat yleisesti heikentyneet. Myös euroalue pääsi kasvun syrjään kiinni, vaikka erot euromaiden välillä säilyivät suurina.

Viime kuukausien aikana erot kehittyneiden maiden taloustilanteiden välillä ovat kuitenkin kasvaneet uudelleen. Tilapäistekijöiden heikentämästä vuoden alusta huolimatta Yhdysvaltojen talous on jatkanut vahvistumistaan, kun taas euroalueella kasvu seisahtui vuoden 2014 toisella neljänneksellä.

Kiinassa kasvu on hidastunut odotetusti, mutta taloustilanne on heikentynyt alkuvuoteen nähden myös muissa nousevissa talouksissa kuten Etelä-Amerikan maissa. Kasvun heikkenemiseen on vaikuttanut se, että jähmeä maailmankaupan kasvu ei ole tukenut nousevia talouksia yhtä paljon kuin aiempina vuosina. Lisäksi odotukset Yhdysvaltain rahapolitiikan linjamuutoksesta käänsivät vuonna 2013 pääomavirtoja pois nousevista talouksista, mikä heikensi etenkin haavoittuvimpien talouksien valuuttakursseja ja kiristi

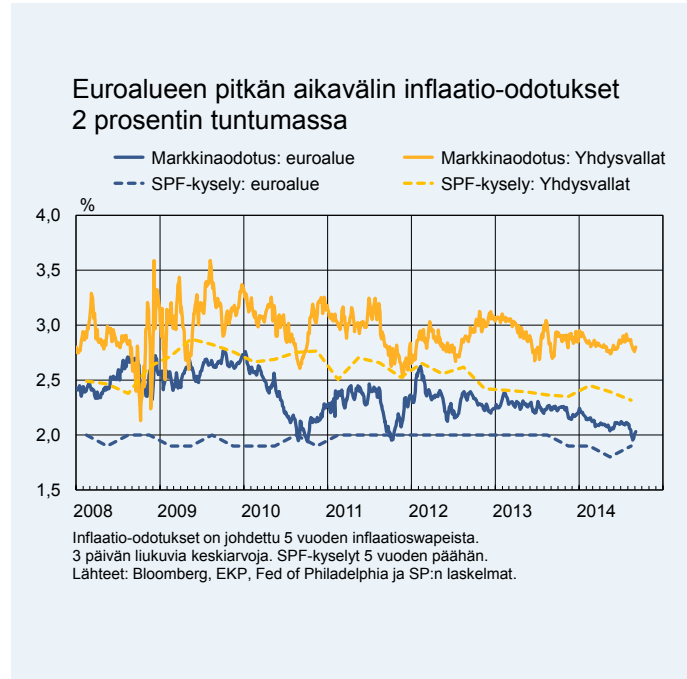
niiden rahoitusoloja. Geopoliittiset jännitteet ovat lisääntyneet etenkin Euroopassa ja sen lähialueilla. Kesän aikana Venäjän ja Ukrainan kriisi on syventynyt ja useiden Lähi-idän ja Pohjois-Afrikan maiden tilanne on muuttunut epävakaaaksi. Toistaiseksi näiden tapahtumien vaikutus koko maailmantalouteen on kuitenkin ollut rajallinen, ja mm. epävarmuutta mittaavat indikaattorit ovat säilyneet/pysyneet erittäin alhaisilla tasoilla (kuvio 2).

Hidas inflaatio vaivaa etenkin euroaluetta

Talousoikeuden tavoit myöskin inflaatiovauhti on eriytyneissä kehittyneiden maiden välillä. Euroalueen inflaatio on jatkanut hidastumistaan, kun taas Yhdysvalloissa ja etenkin Japanissa inflaatio on kiihtynyt Suomen Pankin maaliskuun 2014 ennusteen julkistamisen jälkeen. Kuluttajahintainflaatio oli elokuussa euroalueella ennakkotiedon mukaan 0,3 %. Yhdysvalloissa inflaatio on ollut kesäkuukausina 2 prosentin tuntumassa, ja Japanissa huhtikuinen kulutusveron korotus on vauhdittanut inflaation selvästi yli 3 prosenttiin.

Euroalueen hidastunut inflaatio on välittynyt lyhyen aikavälin inflaatio-odotuksiin markkinoilla. Odotukset ovat hiipuneet jo jonkin aikaa. Myöskin markkinainformaatiosta johdetut pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset heikentyivät elokuun aikana, mutta pysyivät edelleen 2 prosentin tuntumassa (kuvio 3). Yhdysvalloissa lyhyen ajan odotukset ovat puolestaan kevään jälkeen kääntyneet hienoiseen kasvuun ja pitkän aikavälin odotukset ovat pysyneet kutakuinkin ennallaan.

Kuvio 3.



Japanissa inflaatio-odotukset ovat veronkorotuksen jälkeen tasaantuneet.

Kuluvan vuoden kasvu jää aiemmin odotettua hitaammaksi, vuosien 2015–2016 näkymät ennallaan

Maailmantalouden kasvu on viime kuukausien aikana hieman heikentynyt, mikä näkyy Suomen Pankin nyt julkistettavassa kansainvälisen talouden ennusteessa. Kasvun odotetaan kuitenkin vauhdittuvan, ja vuosia 2015 ja 2016 koskeva koko maailmantalouden ennuste on pidetty ennallaan. Maailmantalouden kasvuvauhti jää kuitenkin selvästi hitaammaksi kuin finanssikriisiä edeltäneinä vuosina. Ennusteen perusurassa oletetaan, etteivät geopoliittisten jännitteet syvene (ks. ennusteen riskiarvio) ja että talouksien sopeuttaminen jatkuu kehittyneissä

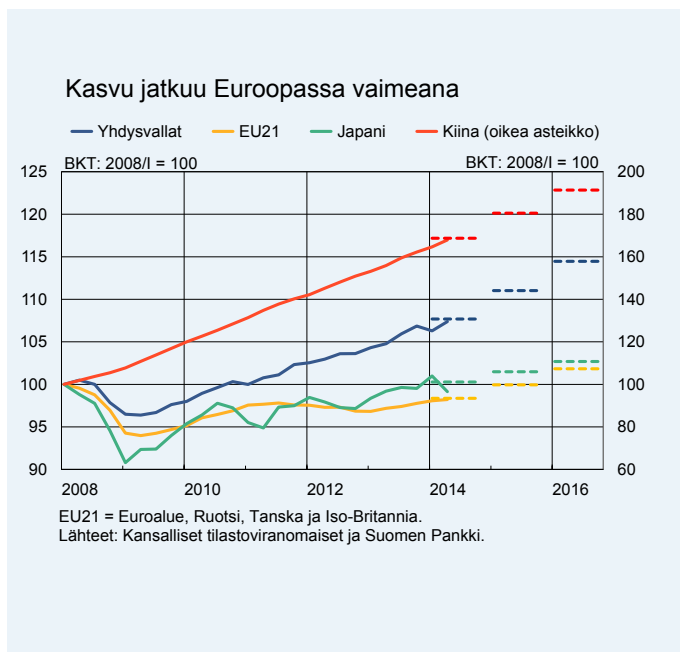
Kuvio 4.



maissa. Oletukset raaka-aineiden hintojen kehityksestä perustuvat markkinafutuureihin, ja nimellisten valuuttakurssien odotetaan pysyvän vakaina (kuvio 4).

Talustilanteet erkanevat ennustejakson aikana entisestään kehittyneissä talouksissa. Yhdysvaltojen talouden odotetaan kasvavan vahvasti, kun taas euroalueella kasvu kiihtyy vain hyvin hitaasti (kuvio 5). Ennusteen mukaan EU21-alueen talous saavuttaa finanssi-kriisiä edeltäneen kokonsa vasta vuonna 2015. Vaimean talouskasvun aika on Euroopassa ollut selvästi odotettua pidempi ja toipuminen on edennyt huomattavasti hitaammin kuin muilla päätalousalueilla. Myös Euroopan sisällä maiden väliset erot kasvavat, kun Ison-Britannian talouden kehitys jatkuu selvästi vahvempaan kuin euroalueen.

Kuvio 5.



Tuotannollisten investointien kasvun odotetaan ennustejakson aikana vauhdittuvan etenkin kehittyneissä talouksissa. Yritykset ovat finanssi-kriisin jälkeen investoineet hyvin maltillisesti, mikä on luonut patoutuneita investointitarpeita. Kapasiteetin käyttöasteet ovat olleet nousussa, ja yritysten rahoitusasema vaikuttaa parantuneen. Lisäksi rahapolitiikan odotetaan kehittyneissä talouksissa jatkuvan kasvua tukevana, ja korkotaso etenkin euroalueella ja Japanissa pysyy markkinatodusten perusteella hyvin matalana ennustejaksolla.

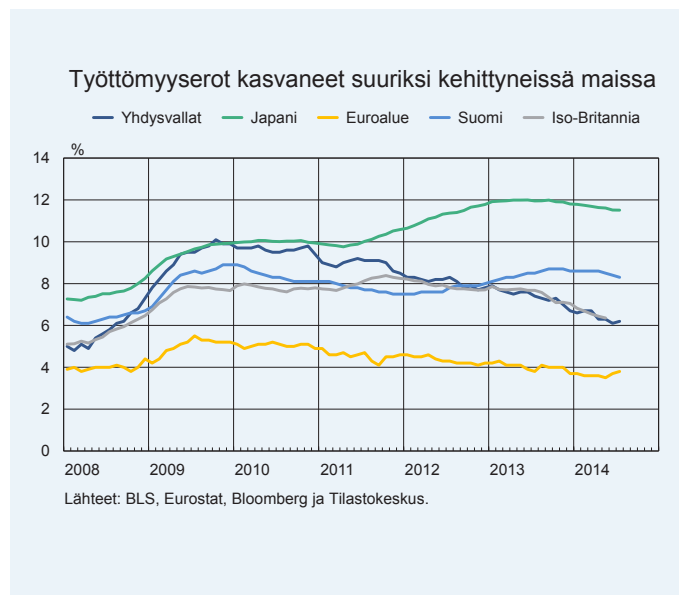
Kehittyneissä maissa työmarkkinoihin liittyy ennustejaksolla monia ongelmia. Euroalueella työttömyys pysyy suurena (kuvio 6). Yhdysvalloissa puolestaan työhönsallistumisaste on jäänyt alhaiseksi työttömyyden ripeästä vähe-

nemisestä huolimatta. Lisäksi kehittyneiden talouksien (pl. Yhdysvallat) ja joidenkin nousevien talouksien, kuten Kiinan, talouskasvua hidastaa työikäisen väestön määrän supistuminen (kuvio 7). Myös työn tuottavuuden kasvu on etenkin kehittyneissä maissa hiipunut viime vuosina. Vaikka tuottavuuden kasvun odotetaan ennusteissa hieman nopeutuvan, se on jäämässä historiaansa nähden varsin hitaaksi. Työmarkkinoiden tilanteessa korostuu rakennemuutosten tarve monissa kehittyneissä talouksissa. Rakennemuutosten läpivienti on kuitenkin osoittautunut useissa maissa varsin hitaaksi.

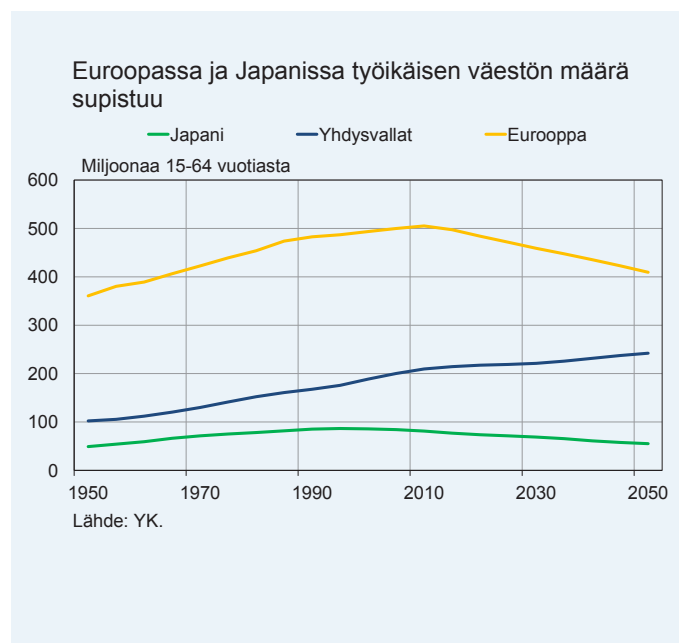
Euroopassa talouden toipuminen viivästyy jälleen

Vaikka velkakriisin vaikein vaihe näyttäisi toteutuneen markkinakehityksen perusteella olevan pitkälti selätetty, EU21-alueen kasvu jäi aiemmin ennustettua hitaammaksi vuoden 2014 ensimmäisellä puoliskolla. Kasvun odotetaan kuitenkin hieman vauhdittuvan vuoden 2015 aikana. Euron kurssin heikentyminen parantaa hienoisesti euroalueen yritysten hintakilpailukykyä ja samalla lisää vientiä. Yritysten investointitarpeiden odotetaan myös lisääntyvän. Kyselytutkimukset viittaavat yrityslainojen kysynnän alkaneen jo voimistua. Lisäksi ennustejakson aikana euroalueella investointien kasvua vahvistavat pankkien taseiden kattava arviointi ja edelleen keventynyt rahapolitiikka. Kesä- ja syyskuisten koronlaskujen lisäksi EKP:n kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot sekä omaisuusvakuudellisten arvopapereiden ja pankkien liikkeelle laskemien katet-

Kuvio 6.



Kuvio 7.

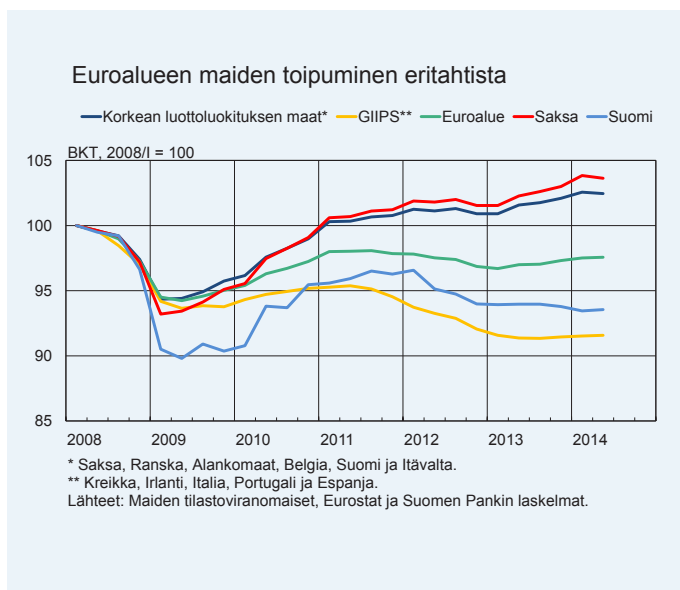


tujen joukkolainojen osto-ohjelmat tulevat tehostamaan kevyen rahapolitiikan välittymistä ja laskemaan siten yrityslainojen korkoja.

Ennustejaksolla BKT:n kehityksessä on suuria eroja Euroopan maiden välillä (kuvio 8). Monissa maissa yksityistä kulutusta ja kasvua vaimentavat edelleen suuri työttömyys ja kotitalouksien velkaantumisen purkaminen. Myös finanssipolitiikan sääntöjen edellyttämät julkisen talouden sopeutustoimet hidastavat kasvua lyhyellä aikavälillä useissa maissa. Kasvu näyttää olevan paremmissa kantimissa siellä, missä teollisuuden kilpailukykyä ja työmarkkinoiden toimintaa parantavat rakenneuudistukset ovat edenneet pisimmälle, kuten esimerkiksi Saksassa ja Espanjassa.¹ Myös Ranskassa ja Italiassakin on tehty uudistuksia, mutta niissä on tällä saralla enemmän työtä jäljellä. Tämä

¹ Ks. tarkemmin Marko Melolinnan artikkeli tässä lehdessä.

Kuvio 8.



arvio pätee myös Suomeen. Vaimea talouskehitys monissa maissa merkitsee sitä, että työllisyystilanne paranee edelleen vain hitaasti.

Vahvan ensimmäisen neljänneksen jälkeen Saksan talous supistui lievästi vuoden 2014 toisella neljänneksellä, kun sekä nettovienti että investoinnit kehittyivät odotettua heikommin. Luotatuksen heikentyminen kesän aikana näkyi Saksan taloudessa, ja kuluvan vuoden kasvu jää jonkin verran aiemmin ennustettua hitaammaksi. Saksan talouden perustekijät ovat kuitenkin hyvässä kunnossa: rakenteelliset uudistukset ovat edenneet nopeammin kuin muissa euromaissa, viennin kilpailukyky on hyvä, kotitalouksien velkaantuneisuus suhteellisen maltillista ja työttömyys euroalueen vähäisimpiä. Lisäksi finanssipolitiikan ja valtion velkaantuneisuuden sopeutustarpeet ovat lievemmät kuin monissa muissa euromaissa.

Ranskassa talouskasvu pysähtyi vuoden 2014 ensimmäisellä puoliskolla, kun kotimainen kysyntä jäi vaimeaksi eikä vientikään vetänyt. Kasvu kuitenkin piristyy tulevina vuosina. Yritysverotusta kevennetään ennustejakson aikana tuntuvasti (2 % BKT:stä vuosina 2014–2017), ja etenkin PK-yritysten sääntelyä puretaan. Yhdessä maailmankaupan asteittaisen vahvistumisen kanssa nämä toimet lisäävät yritysten investointimahdollisuuksia ja -tarpeita sekä kohentavat työllisyyttä. Työttömyys vähenee kuitenkin vain hitaasti, ja yhä jatkuvat julkisen talouden sopeutustoimet hillitsevät yksityisen kulutuksen kasvua lähivuosina.

Italian talous on vuonna 2014 vajonnut jälleen taantumaan. Yritysten

sekä kotitalouksien luottamus kuitenkin parani kevään aikana, ja työttömyys väheni kesällä. Talouden supistumisen odotetaan päättyvän vuoden loppuun mennessä ja maan ennustetaan pääsevän vuoden 2015 aikana maltilliseen kasvuun. Talouspolitiikassa Italian odotetaan vievän eteenpäin talouden rakennuudistuksia, jotka vahvistaisivat kasvu-edellytyksiä ja parantaisivat julkisen talouden tilaa. Vaikka valtionobligatioiden tuotot ovat supistuneet ja lainanhoitokulut siltä osin pienentyneet, velkaasteiden alentamista vaikeuttavat hidas talouskasvu ja vaimea hintakehitys.

Espanjan toipuminen syvästä kriisistä on vauhdittunut kuluvana vuonna, kun kotimainen kulutuskysyntä on hieman voimistunut. Talouden toipumista ovat tukeneet onnistunut pankkisektorin tervehdyttämisohjelma ja työmarkkinoiden joustoa lisänneet rakenteelliset uudistukset. Vaikka käänne parempaan on jo nähty, monet syvät ongelmat vaivaavat edelleen Espanjaa lähivuosina. Julkisen talouden sopeutusta täytyy jatkaa, ja sekä yritysten että kotitalouksien pitää pienentää raskasta velkataakkaansa. Kotitalouksien tilannetta pitävät tulevaisuudessakin tukalana korkea työttömyysaste sekä se, että asuntojen hinnat ovat noin 40 % alemmat kuin vuoden 2007 huipussaan. Kuten Italiasakin, hidas ja viime aikoina ajoittain negatiivinen inflaatio vaikeuttaa velkaasteiden sulattelua.

Ison-Britannian talouden kasvuvauhti on säilynyt melko ripeänä vuoden 2014 alkupuoliskolla. Talous kasvaa myös lähivuosina selvästi ripeämmin kuin euroalueella yksityisten investointien ja kulutuksen vetämänä. Heik-

ko tuottavuuskehitys, vaatimaton reaali-palkkojen nousu ja julkisen sektorin taseiden sopeutus kuitenkin rajoittavat hieman talouden kasvuvauhtia. Huolta herättää myös asuntosektori, jolla hinnat ovat nousseet hyvin nopeasti.

Ruotsissa ja Tanskassa talouskasvu on jäänyt vuonna 2014 odotettua hieman hitaammaksi, mutta luottamusilmapiiri on kuitenkin säilynyt molemmissa maissa suhteellisen hyvänä. Vaikka maiden kasvunäkymät ovat hieman heikentyneet maaliskuulta, kasvu pysyttelee silti vähän euroalueen kasvuvauhtia nopeampana ja piristyy ennustejakson loppua kohti samalla kun kysyntä maiden tärkeimmillä vientimarkkinoilla vahvistuu. Maiden kasvunäkymiä painaa kuitenkin kotitalouksien suurehko velkataakka.

Taulukko 1.

BKT:n ja maailmankaupan kasvu				
BKT	2013	2014 ^e	2015 ^e	2016 ^e
<i>Yhdysvallat</i>	2,2 (1,9)	2,1 (2,8)	3,1 (3,1)	3,1 (3,1)
<i>EU21</i>	0,0 (0,0)	1,1 (1,4)	1,6 (1,6)	1,9 (1,7)
<i>Japani</i>	1,5 (1,5)	1,1 (1,3)	1,2 (1,2)	1,2 (1,1)
<i>Kiina</i>	7,7 (7,7)	7,0 (7,0)	7,0 (7,0)	6,0 (6,0)
<i>Venäjä</i>	1,3 (1,3)	0,0 (0,5)	0,5 (1,0)	1,5 (2,0)
<i>Maailma</i>	3,1 (3,0)	3,2 (3,5)	3,7 (3,7)	3,7 (3,7)
<i>Maailmankauppa</i>	3,2 (3,2)	3,9 (4,8)	5,1 (5,4)	5,4 (5,5)

^e = ennuste.
 EU21 = euroalue, Ruotsi, Tanska ja Iso-Britannia.
 Prosenttimuutos edellisvuotisesta (suluissa edellinen ennuste).
 Lähde: Suomen Pankki.

*Kasvu vahvistuu Yhdysvalloissa,
Japanissa talouspolitiikka keskiössä*

Ensimmäisen neljänneksen poikkeustekijöiden vuoksi Yhdysvaltojen kulu-
van vuoden kasvu jää odotettua
hitaammaksi. Kasvu on kuitenkin sel-
keästi piristynyt kevään ja kesän aikana
ja on parina seuraavana vuonna selvästi
nopeampaa kuin potentiaalinen kasvu-
vauhti. Useimpiin muihin kehittyneisiin
maihiin verrattuna talouden perustekijät
ovat kunnossa. Kasvua pitää yllä koti-
maisen kulutuksen vakaa koheneminen,
johon viittaavat luottamuksen lujittu-
minen, vähittäiskaupan vahva kehitys ja
kulutusluottojen lisääntyminen.

Myös tuotannolliset investoinnit
kasvavat ennustejaksolla, kun teollisuus-
luottamus on kohentunut, teolli-
suustuotannon kasvu kiihtynyt, kapasi-
teetin käyttöaste noussut ja yritysluotot
lisääntyvät ripeästi. Yrityksillä on myös
patoutunutta investointitarvetta. Sen
sijaan asuntoinvestointien elpymistä
hidastavat yhä runsas vanhojen asunto-
jen tarjonta ja edelleen tiukahkot
rahoitusolot. Rakennusalan luottamus
on kuitenkin vahvistunut kesän aikana.

Yhdysvaltojen talous on suhteelli-
sen hyvin suojassa maailmankaupan
vaihteluilta, koska ulkomaankauppa on
melko vähäistä suhteutettuna talouden
kokoon. Myös öljyomavaraisuuden
kasvu suojaa maata jonkin verran glo-
baalin talouden heilahteluilta. Yksi
Yhdysvaltojen huolenaiheista on
työhönosallistumisasteen aleneminen,
jonka pelätään muodostuneen jo raken-
teelliseksi ongelmaksi. Julkinen talous
on käynyt läpi tiukan sopeutuksen,
mutta tulevina vuosina finanssipoliti-
kan odotetaan olevan vähemmän kiris-

tävää tai jopa neutraalia. Julkinen
talous ei kuitenkaan ole vielääkään kes-
tävällä pohjalla. Sopeutustoimia on jat-
kettava, tai muuten julkisen sektorin
velkaantuminen alkaa uudelleen kasvaa
vuoden 2018 jälkeen, kun väestön
ikäntyminen alkaa lisätä julkisia
menoja aiempaa enemmän.

Japanin talouden suuntaa viitoittaa
pääministeri Aben joulukuussa 2012
lanseeraama abenomics. Kolmiosaisen
talouspoliittisen ohjelman päämäärä on
parantaa japanilaisyriyten kilpailu-
kykyä, vauhdittaa talouskasvua ja hin-
tojen nousua sekä vähentää julkista vel-
kaa. Ohjelman avulla talouskasvua on
saatu nopeutettua, mutta pitkän aika-
välin kasvunäkymät ovat edelleen vai-
meahkot. Talousohjelman tärkeimmäs-
sä ja samalla vaikeimmassa osassa eli
rakenneuudistuksissa maa on edennyt
hitaasti, ja näiden uudistusten odote-
taan alkavan hieman tukea kasvua vas-
ta ennustejakson lopulla. Vaikka Japani
on sopeuttamassa julkista talouttaan,
julkisen velan kasvu ei pysähdy ennus-
tejakson aikana.

*Kiina pärjää hitaammankin
kasvun turvin, epävarmuus
nakertaa Venäjän kasvua*

Vuonna 2013 Kiinan BKT kasvoi
7,7 %, ja tämän vuoden ensipuoliskolla
kasvu hidastui 7,5 prosentin paikkeille.
Kasvun hidastumisen odotetaan jatku-
van aikaisempaan tapaan niin, että tänä
ja ensi vuonna tuotanto kohenee suun-
nilleen 7 %, minkä jälkeen kasvu hidas-
tuu vähitellen 6 prosenttiin ennuste-
jakson lopulla vuonna 2016. Kasvun
hidastumisesta huolimatta työttömyy-
den lisääntymisestä ei ole merkkejä,

eikä hintakehitys uhkaa talouden näky-
miä nähtävissä olevassa tulevaisuudes-
sa. Kiina nähtävästi pärjäisi hyvin
ennustettua hitaammankin kasvun
oloissa.

Kasvun hidastuminen johtuu Kii-
nan talouden suuren koon, sen resurssi-
tarpeiden ja kehitystason nousun lisäksi
monista muistakin tekijöistä. Vuosi-
kymmenen rajun investointibuumin jäl-
keen uudet investoinnit eivät enää tuota
talouskasvua yhtä tehokkaasti kuin
aikaisemmin, väestön ikääntyminen
vähentää työpanoksen määrää ja suun-
nattomat ympäristöongelmat kasvatta-
vat kustannuksia ja syövät talous-
kasvua jo nyt. Kasvun hidastuminen
merkitsee talouden rakenteen vähittäis-
tä muutosta, kun yksityisen kulutuksen
36 prosentin BKT-osuus kasvaa ja
investointien 47 prosentin osuus piene-
nee nykyistä normaalimmaksi. Elin-
tason nousu ja rakennemuutos näkyvät
myös ulkomaan sektorilla, jossa mm.
kiinalaisten matkailun lisääntyminen on
yksi osatekijä siinä, että vaihtotaseen
ylijäämä on painunut alle 2 prosenttiin
suhteessa BKT:hen.

Kiinan kasvun hallittu hidastumi-
nen ja rakennemuutos eivät ole itses-
tänselvyyksiä, vaan myönteisen kehi-
tyksen jatkuminen edellyttää vahvaa
talous- ja uudistuspolitiikkaa. Kiinan
päällimmäinen talouspoliittinen ongel-
ma on edelleen yritysten ja paikallis-
hallinnon kasvava velkataakka, joka
yhdessä mm. kiinteistösektorin ongel-
mien kanssa uhkaa jatkuessaan rahoi-
tussektorin vakautta. Riskien vähentä-
minen ja uusien kasvumoottoreiden
vahvistaminen edellyttävät syvällisten
talousreformien toimeenpanoa rahoi-

tusmarkkinoilla, valtionyrityksissä sekä
julkisessa taloudessa ja sosiaaliturva-
järjestelmissä. Toistaiseksi reformeja on
viety eteenpäin. Kiinan talouspoliittis-
ten ongelmien luonteen vuoksi koko-
naisuuden hallitseminen on kuitenkin
entistä vaikeampaa, joten tässä ennus-
tettua huonomman kehityksen riskit
ovat suuret. Parhaassakaan tapauksessa
Kiina ei voi välttää ajoittaisia häiriöitä,
joista jo koetut ongelmatilanteet rahoi-
tusmarkkinoilla ovat antaneet esima-
kua.

Venäjän talouskehitys on heikenty-
nyt edelleen vuonna 2014. Kausivaihte-
luista puhdistettu BKT kasvoi vain hie-
man vuoden alkupuoliskolla ja oli pro-
sentin suurempi kuin vuotta aiemmin.
Alkuvuodesta 2014 eräät tilapäisluon-
teiset tekijät ovat tukeneet kulutusta ja
tuotantoa, mutta Venäjän talouden ei
odoteta kasvavan tänä vuonna Ukrai-
nan tapahtumien entisestään lisäämän
epävarmuuden painaessa etenkin inves-
tointeja. Ruplan heikennyttyä vuonna
2013 Venäjän tuonti on vähentynyt
tuntuvasti, ja tuonti supistuu myös tänä
vuonna.

Vuosina 2015–2016 talouden
kasvu elpyy hyvin hitaasti, jos epä-
vakauden lisääntymisen aiheuttamat
rahoitusmarkkinareaktiot säilyvät rajal-
lisina ja pakotteet pysyvät nykyisellään.
Yksityinen kulutus ja vienti lisääntyvät
hitaasti. Investoinnit voivat elpyä.
Tuonnin pudotus tasaantuu, ja tuonti
virkoaa hieman ennustejakson loppua
kohden.

Venäjä-ennusteen riskit ovat hyvin
merkittäviä ja laaja-alaisia etenkin
investointien kehityksen osalta. Yksi-
tyisten investointien lykkääntyessä

*Kiina nähtävästi
pärjäisi hyvin
ennustettua
hitaammankin
kasvun oloissa.*

talouden kasvun ja kehityksen edellytykset heikkenevät ja murenevat entisestään siinä määrin kuin Venäjällä ryhdytään toteuttamaan esitettyjä pyrkimyksiä siirtymisestä omavaraiseen tuotantoon markkinauudistusten ja avoimen kilpailun kustannuksella. Uudet rajoitteet tai epävakautta lisäävät tapahtumat voivat johtaa pääoman ulosvirtauksen kasvuun ja ruplan heikentymiseen. Kasvu voi ennustejaksolla vilkastua arvioitua enemmän, mikäli Venäjän johto päättää ryhtyä elvyttämään taloutta valtiontalouden tai pankkijärjestelmän avulla.

Maailmankaupan kasvu kiihtyy, mutta jää aiemmin ennustettua hitaammaksi

Maailmankaupan piristyminen on edelleen antanut odottaa. Kun ennen finanssikriisiä kauppa kasvoi noin kaksi kertaa maailmantaloutta nopeammin,

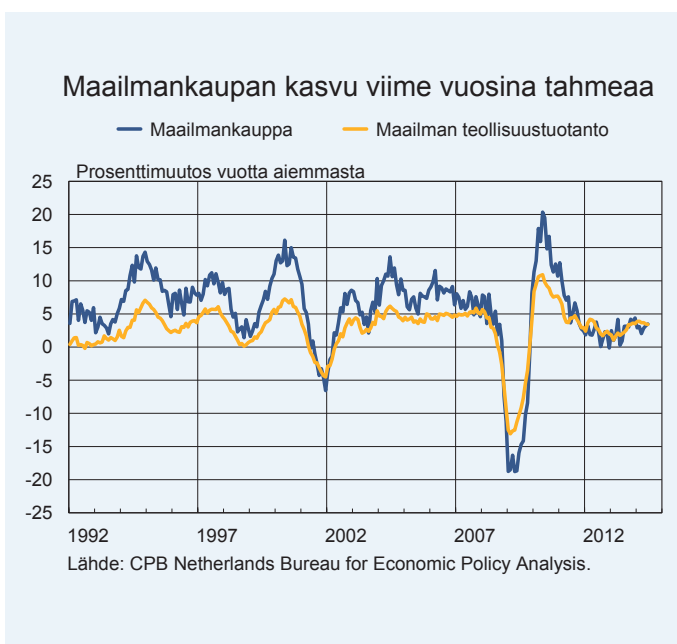
kriisin jälkeen kaupan ja talouden kasvu on ollut suurin piirtein yhtä nopeaa (kuvio 9). Kauppajoukon pieneneminen on johtunut sekä rakenteellisista että syklisistä tekijöistä. Rakenteelliset tekijät liittyvät mm. siihen, että yritykset eivät ole enää pirstoneet tuotantoketjujaan siinä määrin kuin aiemmin. Tähän viittaa se, että maailmanlaajuiset suorat sijoitukset ovat supistuneet edelleen. Aiemmin tuotantoketjujen pirstoutumista vauhdittaneet kuljetuskustannusten pieneneminen, viestinnän helpottuminen, kaupan esteiden purku ja siihen liittynyt Kiinan integroituminen maailman tuotantoketjuihin eivät enää tue kaupan kasvua entisessä määrin. Syklisistä tekijöistä tyypillisesti maailmankauppaa vauhdittanut investointihyödykkeiden kysyntä on pysynyt vaihehkonana.

Maailmankaupan kasvu jää vuonna 2014 selvästi keväällä ennustettua hitaammaksi. Ennustejakson aikana sen odotetaan kuitenkin vauhdittuvan, kun maailmantalouden kasvu voimistuu ja kauppajoukko hieman kasvaa kehittyneiden talouksien tuotannollisten investointien vilkastuessa. Maailmankaupan kasvu jää silti hieman aiemmin ennustettua hitaammaksi ja selvästi vaiheammaksi kuin ennen finanssikriisiä.

Inflaatio kiihtyy hitaasti EU21-alueella

Suomen Pankin ennusteen mukaan EU21-alueen inflaatio kiihtyy hieman ennustejakson loppupuolella, mutta pysyy kuitenkin vaiheana koko ennustejakson ajan. Inflaation hidastuminen jatkuu vuoden 2014 lopulle saakka, minkä jälkeen inflaatio alkaa

Kuvio 9.

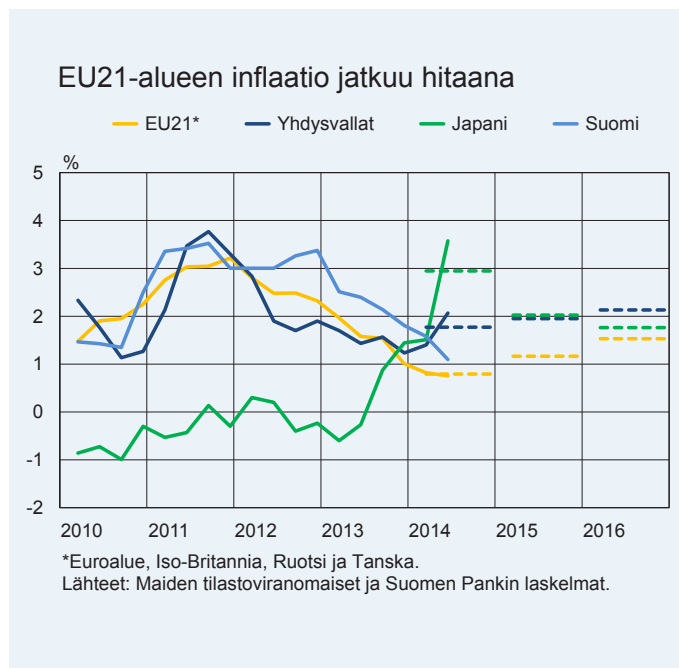


kiihtyä hitaasti (kuvio 10). Vuoden 2016 lopussa inflaatio on ennusteen mukaan 1,6 %.

EU21-alueen sisällä Ison-Britannian ja euroalueen talustilanteen erot näkyvät myös inflaatioissa. Isossa-Britanniassa talouskasvu on hyvässä vauhdissa ja inflaation ennustetaan pysyttelevän ennustejakson aikana lähellä keskuspankin hintatavoitetta. Inflaatiota pitävät yllä kotimaisen kysynnän kasvu ja kasvua tukeva rahapolitiikka. Hintapaineita hillitsevät punnan noin 1½ vuotta jatkunut vahvistuminen ja maltillisena säilynyt palkkakehitys.

Useat tekijät selittävät euroalueen viimeaikaista hidasta inflaatiota. Ulkoisista tekijöistä heikohko globaali kysyntä on pitänyt öljyn ja monien muiden raaka-aineiden hintapaineet vähäisinä maailmanmarkkinoilla (kuvio 11). Myös euron kesästä 2012 toukokuuhun 2014 jatkunut vahvistuminen on vähentänyt hintapaineita (kuvio 4). Alueen sisäisistä tekijöistä inflaatiota on hidastanut heikko kotimainen kysyntä. Työtömyys on edelleen huomattava ja lainakannan kasvu hidasta. Lisäksi useassa maassa on toteutettu laajoja talouden sopeutustoimia, joilla on pyritty saavuttamaan ulkoinen tasapaino ja parantamaan kilpailukykyä. Sopeutustoimet edesauttavat talouskasvua pidemmällä aikavälillä, mutta supistavat kotimaista kysyntää ja vähentävät samalla hintojen nousupaineita lyhyellä aikavälillä. Tämä on näkynyt heikkona hintakehityksenä etenkin GIIPS-maiden palvelusektorilla, millä on ollut merkittävä vaikutus

Kuvio 10.



Kuvio 11.



*EKP:n kasvua
tukevan
rahapolitiikan
odotetaan
nopeuttavan
inflaatiota
ennustejakson
aikana.*

inflaation hidastumiseen euroalueella. EKP:n kasvua tukeva, kesä ja syyskuussa edelleen keventynyt, rahapolitiikka tulee osaltaan nopeuttamaan inflaatiota ennustehorisontin aikana, vaikkei inflaation odotetakaan vauhdittuvan keskipitkän aikavälin tavoitteeseen vielä 2016 loppuun mennessä.

Yhdysvalloissa hintojen nousu pysyttelee noin 2 prosentissa ennustejakson loppuun saakka. Maan talous on elpymässä ja tuotantokuilu hitaasti umpeutumassa, mikä vauhdittaa inflaatiota hieman enemmän kuin euroalueella. Inflaation kiihtymistä hillitsevät kuitenkin raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen lasku ja Yhdysvaltojen lisääntyvä energiaomavaraisuus sekä maan keskuspankin Fedin asteittainen luopuminen elvytystoimena käyttöön otetusta joukkovelkakirjojen ostohjelmasta. Lisäksi taloudessa on edelleen merkittävästi käyttämätöntä kapasiteettia, jonka purkaminen kestää vielä jonkin aikaa.

Japanissa inflaationäkymät ovat kaksijakoiset. Huhtikuussa 2014 toteutettu kulutusveron 3 prosenttiyksikön korotus kiihdyttää inflaatiota reiluun 3 prosenttiin vuoden 2015 alkupuolelle saakka, minkä jälkeen hintatason nousun odotetaan hidastuvan asteittain noin 1,5 prosenttiin. Inflaatio kiihtyy kuitenkin uudelleen vuoden 2015 loppupuolella, jolloin suunnitelmien mukaan tulee voimaan uusi 2 prosenttiyksikön kulutusveron korotus. Tämä kiihdyttää inflaatiota noin 2 prosenttiin, mutta veronkorotuksen vaikutuksen haihduttua inflaatio hidastuu vuoden 2016 lopussa 1,3 prosentin tuntumaan. Japanin hintojen nousu johtuu edelleen pääosin veronkorotuksista ja keskuspankin kevyestä rahapolitiikasta sekä valuutan matalasta arvostustasosta aiheutuvista kalliista tuontihinnoista. Kotimainen kysyntä pysyttelee edelleen vaimeana, mikä on seurausta hitaasta ansiotason kehityksestä. Tämä pienentää reaali-palkkoja ja heikentää näin kuluttajien ostovoimaa.

Euroalueen inflaatio-odotusten herkkyyks toteutuneen inflaation suhteen

Inflaatio-odotuksilla on suuri merkitys rahapolitiikassa. Pitkän ja keskipitkän aikavälin inflaatio-odotusten säilyminen ankkuroituneina keskuspankin asettaman hintavakaustavoitteen tuntumassa osoittaa rahapolitiikan olevan uskottavaa. Euroalueen inflaatio on jo jonkin aikaa ollut ½ prosentin paikkeilla. Tässä tilanteessa on keskeistä arvioida, miten inflaation hitaus on välittynyt pidemmän aikavälin inflaatio-odotuksiin.

Inflaatio-odotusten merkitys toteutuneen inflaation muodostumisessa on keskeinen. Tästä syystä inflaatio-odotusten kontrollointi on tärkeä osa keskuspankin rahapolitiikkaa. Keskuspankin on kyettävä viestimään talouden toimijoille uskottavasti rahapolitiikkansa tavoitteet ja periaatteet. Uskottavalla rahapolitiikalla keskuspankki voi ankkuroida talouden toimijoiden inflaatio-odotukset lähelle asettamaansa hintatavoitetta.

Odotusten ankkuroituneisuutta voidaan tarkastella pitkän ja keskipitkän aikavälin inflaatio-odotusten avulla. Mikäli keskuspankin inflaatiotavoite ja sen saavuttamiseksi harjoitettu rahapolitiikka ovat uskottavia, inflaatio-odotusten pitäisi pysytellä lähellä keskuspankin hintavakaustavoitetta eikä reagoida mahdollisiin toteutuneen inflaation lyhyen aikavälin heilahteluihin.

Euroalueella on jo jonkin aikaa vallinnut hitaan inflaation kausi. Inflaatio on pysytellyt toista vuotta alle keskuspankin hintavakaustavoitteen. Lokakuusta 2013 lähtien vuotuinen hintojen nousuvauhti on ollut alle 1 prosentin. Myös pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat viime aikoina liukuneet alaspäin. Tämä on herättänyt kysymyksen, onko rahapolitiikan uskottavuus heikentynyt ja ovatko pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset kiinnittyneet enenevässä määrin toteutuneeseen inflaatioon.

Inflaation ja inflaatio-odotusten välinen yhteys

Tässä kehikkotekstissä tarkastellaan inflaatio-odotusten ja toteutuneen inflaation välistä yhteyttä kahden muuttujan VAR-mallin avulla.¹ Tarkasteltava ajanjakso on vuodesta 2005 eteenpäin. Tulosten perusteella voidaan arvioida, missä määrin sokki inflaatio-odotuksissa vaikuttaa toteutuneeseen inflaatioon ja päinvastoin. Analyysissä käytetään inflaationvaihtosopimuksista (*inflaatioswap*)² johdettuja

¹ Tarkastelu perustuu VAR-malleista johdettuun impulssivastenteläisiin tammi-kuusta 2005 heinäkuuhun 2014. VAR-mallien viivepituudet on määritelty informaatiokriteerien, 0-rajoitetestin ja residuaalien autokorrelaatioanalyysin perusteella. Malleissa on mahdollisuuksien mukaan pyritty mahdollisimman pieneen viiverakenteeseen. Mallien viivepituudet vaihtelevat kolmesta kuuteen kuukauteen.

² Inflaationvaihtosopimuksessa toinen markkinaosapuoli maksaa kiinteää hintaa ja toinen osapuoli toteutunutta inflaatiota.

lyhyen, keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatio-odotusten mitareita.³

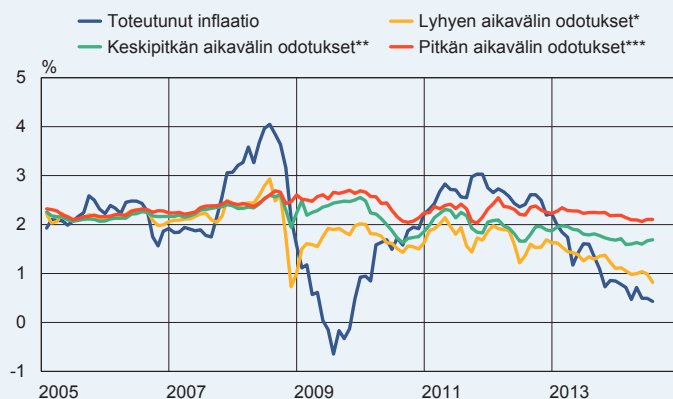
Eri aikavälin inflaatio-odotukset poikkeavat merkittävästi toisistaan. Lyhyen ajan odotukset korreloivat selvästi toteutuneen inflaation kanssa ja heijastelevat voimakkaasti myös vallitsevaa reaalityn tilaa. Pidemmän ajan odotusten aikaväli ulottuu puolestaan yli suhdannesyklin ja ne pohjautuvat pitkälti rahapolitiikan uskottavuuteen. Pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet koko tarkastelujakson ajan hintavakaustavoitteen tuntumassa (kuvio A). Pitkän ajan odotusten ankkuroituneisuutta kuvaa hyvin se, että ne pysyttelivät melko vakaina vuoden 2007 jälkeisen suhdannepiikin aiheuttaman nopeahkon inflaation aikana sekä myös tätä seuranneessa finanssikriisissä. Inflaatio-odotukset ovat kuitenkin olleet laskussa kaikilla eri aikaväleillä mitattuina vuodesta 2012 lähtien, mutta ovat edelleen toteutuneen inflaation yläpuolella.

Kun tarkastellaan inflaatio-sokin vaikutusta inflaatio-odotuksiin (kuvio B), havaitaan, että sokki heijastuu lyhyen ajan odotuksiin ja että impulssi on tilastollisesti merkitsevä viiden kuu-

³ Lyhyt aikaväli viittaa yhden vuoden kuluttua vallitseviin yhden vuoden inflaatiota koskeviin odotuksiin, keskipitkä aikaväli kolmen vuoden päästä vallitseviin kolmen vuoden inflaatio-odotuksiin ja pitkä aikaväli viiden vuoden päästä vallitseviin viiden vuoden inflaatio-odotuksiin.

Kuvio A.

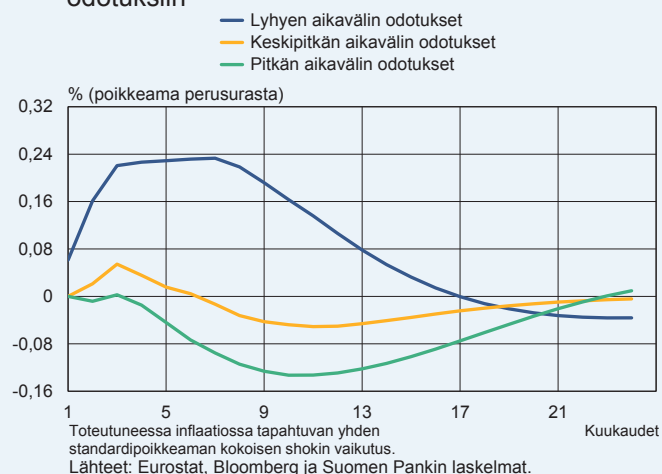
Euroalueen toteutunut inflaatio ja inflaatio-odotukset



* Johdettu inflaationvaihtosopimuksista, 1 v:n inflaatiota koskevat odotukset 1 v:n kuluttua.
 ** Johdettu inflaationvaihtosopimuksista, 3 v:n inflaatiota koskevat odotukset 3 v:n kuluttua.
 *** Johdettu inflaationvaihtosopimuksista, 5 v:n inflaatiota koskevat odotukset 5 v:n kuluttua.
 Lähteet: Eurostat ja Bloomberg.

Kuvio B.

Sokin vaikutus: toteutuneesta inflaatiosta inflaatio-odotuksiin



Toteutuneessa inflaatiossa tapahtuvan yhden standardipoikkeaman kokoinen shokin vaikutus.
 Lähteet: Eurostat, Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat.

kauden ajan.⁴ Toteutunut inflaatio ei kuitenkaan näy keskipitkän ja pitkän aikavälin odotuksissa, joiden reaktio inflaatio-osokkiin on vähäinen ja lisäksi tilastollisesti merkityksetön. Sama vaikutus saadaan myös toisinpäin. Lyhyen aikavälin odotukset välittyvät inflaatioon, kun taas pidemmän aikavälin odotusten impulsseilla ei ole merkitystä. Näin ollen tulokset vahvistavat näkemystä, että pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet ankkuroituna huolimatta toteutuneen inflaation ajoittain suuristakin vaihteluista.

Lopuksi tarkastellaan vielä, kuinka muutokset eri aikavälin odotuksissa reagoivat toisiinsa (kuvio C). Havaitaan, että lyhyen aikavälin odotusten sokki ei heijastu pitkän aikavälin odotuksiin saakka. Lyhyen aikavälin odotuksilla on kuitenkin tilastollisesti merkitsevä vaikutus keskipitkän ajan odotuksiin ja keskipitkillä puolestaan pitkän ajan odotuksiin. Vaikutusten kokoluokka on tarkasteluajanjaksolla ollut kuitenkin erittäin marginaalinen, joten voidaan todeta, ettei inflaatio-osokki välity pidemmän ajan odotuksiin myöskään epäsuorasti. Lisäksi havaittiin myös, että sokki pitkän tai keskipitkän ajan odotuksissa ei näy lyhyen aikavälin odotuksissa. Pitkän ajan odotukset välittyvät kuitenkin keskipitkän ajan odotuksiin,

⁴ Tulokset osoittavat, kuinka paljon yhden standardipoikkeaman suurin sokki vaikuttaa toiseen muuttajaan. Tulosten tilastollinen merkitsevyys määrittyy impulssivasteiden keskivirheiden perusteella.

joten näiden kahden välillä on kahdensuuntainen relaatio.

Inflaatio-odotuksia seurattava tarkoin

Tässä esitetyn tilastollisen analyysin perusteella euroalueen inflaatio-odotusten voidaan tähän saakka todeta pysyneen ankkuroitunena. Pitkän aikavälin odotukset pohjautuvat uskottavaan rahapolitiikkaan, eikä toteutuneen inflaation heilahtelu ole välittänyt niihin. Tulokset perustuvat kuitenkin tarkastelujakson keskimääräisiin vaikutuksiin. Kuten edellä todettiin, vaikutuskanava toteutuneesta inflaatiosta lyhyen ajan odotusten kautta myös pitkän aikavälin inflaatio-odotuksiin on kuitenkin tulosten mukaan olemassa. Pitkittyessään nyt vallitseva hitaan inflaation kausi voi lopulta johtaa myös pitkän aikavälin odotusten laskuun. Tällöin vaarana on alenevien odotusten ja edelleen hidastuvan inflaation kierre. EKP:n neuvoston kesä- ja syyskuun päätösten tavoitteena onkin tukea keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatio-odotusten tiukkaa ankkuroitumista hintavakaustavoitteen mukaisesti. Neuvosto myös painotti, että se on yksimielinen sitoumuksessaan käyttää muitakin epätavanomaisia välineitä, jos on tarpeen puuttua liiallisesta hitaan inflaation kaudesta aiheutuviin riskeihin.

Kuvio C.

Sokin vaikutus: lyhyemmistä odotuksista pidempiin



II Rahapolitiikka ja sen välittyminen

EKP tehostaa kasvua tukevan rahapolitiikan välittymistä reaalityönteeseen

Euroopan keskuspankin (EKP) ensisijaisena tavoitteena on hintavakauden ylläpitäminen. EKP:n neuvosto on määritellyt hintavakauden toteutuvan, kun vuotuinen yhdenmukaistettu kuluttajahintainflaatio on keskipitkällä aikavälillä alle, mutta lähellä 2:ta prosenttia. Kun tämä tavoite ei ole vaarantuneena, rahapolitiikka voi tukea myös muita talouspoliittisia tavoitteita, kuten tasapainoista talouskasvua ja täystyöllisyyttä.

Inflaatio on ollut jo jonkin aikaa erittäin hidasta, ja myös lähivuosien ennusteita on yleisesti tarkistettu viimeisemmän inflaation suuntaan. Rahapolitiittisten toimien keskeinen tavoite onkin tällä hetkellä turvata keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatio-odotusten säilyminen ankkuroituneina hintavakaustavoitteen mukaisesti ja palauttaa vallitseva inflaatio lähelle 2:ta prosenttia. Käytännössä tämä tarkoittaa voimakkaasti kasvua tukevaa rahapolitiikkaa.

Tätä taustaa vasten EKP:n neuvosto päätti kesäkuussa 2014 mittavasta rahapolitiittisten toimien yhdistelmästä, jota vielä täydennettiin ja vahvistettiin syyskuussa. Toimista muodostuu kokonaisuus, joka sisältää EKP:n ohjauskorkojen laskuja, kohdennettuja pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita sekä omaisuusvakuudellisten arvopape-

rien ja katettujen joukkolainojen ostohjelman.²

Rahapolitiittinen toimenpidepaketti keventää rahapolitiikkaa yleisesti alentamalla korkotasoa ja pidentämällä matalan korkotason ajanjaksoa. Lisäksi pitkien rahoitusoperaatioiden ja yksityisten arvopaperien ostohjelmien kautta tuetaan pankkien yritysluotonantoa euroalueelle, kevennetään yritysten rahoitusoloja ja edistetään pääomamarkkinoiden toimintaa euroalueella.

EKP:n neuvosto laski ohjauskorkoja kahdessa vaiheessa kesä- ja syyskuun kokouksissaan. Syyskuun kokouksen jälkeen eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden korko on 0,05 %. Se on alempana kuin koskaan aiemmin ja 0,20 prosenttiyksikköä alempana kuin ennen kesäkuuta. Maksuvalmiusluoton korkoa on laskettu 0,45 prosenttiyksikköä 0,30 prosenttiin. Talletuskorkoa on laskettu 0,20 prosenttiyksikön verran -0,20 prosenttiin. Talletuskorko on ollut negatiivinen kesäkuusta alkaen. Se merkitsee, että pankit joutuvat hieman maksamaan talletuksistaan keskuspankissa.

Rahapolitiittiset korot on nyt käytännössä laskettu niin alhaalle kuin mahdollista. EKP:n neuvosto on korostanut rahapolitiikan ennakoivassa viestinnässään kesä-syyskuussa, että rahapolitiittiset korot pysyvät nykytasollaan pidemmän aikaa.

Koronlaskut sekä ennakoiva viestintä ovat alentaneet rahamarkkinakorot poikkeuksellisen mataliksi. Myös

² Neuvosto päätti myös jatkaa kiinteäkorkoisia täyden jaon huutokauppoja ja lopettaa toistaiseksi viikoittaiset hienosäätöoperaatiot, joilla on neutraloitu arvopaperimarkkinoita koskevan ohjelman (Securities Markets Programme, SMP) likviditeettivaikutukset.

Rahapolitiittisten toimien keskeinen tavoite on tällä hetkellä turvata keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatio-odotusten säilyminen ankkuroituneina hintavakaustavoitteen mukaisena.

likviditeettiä lisäävät toimet – kuten arvopaperimarkkinoita koskevan ohjelman (SMP) mukaisten ostojen neutroinnin lopettaminen – ovat kesällä osaltaan alentaneet lyhyimpiä rahamarkkinakorkoja. Euriborkorkojen aleneminen hyödyttää nopeasti velallisia yrityksiä ja kotitalouksia koko euroalueella (kuvio 12).

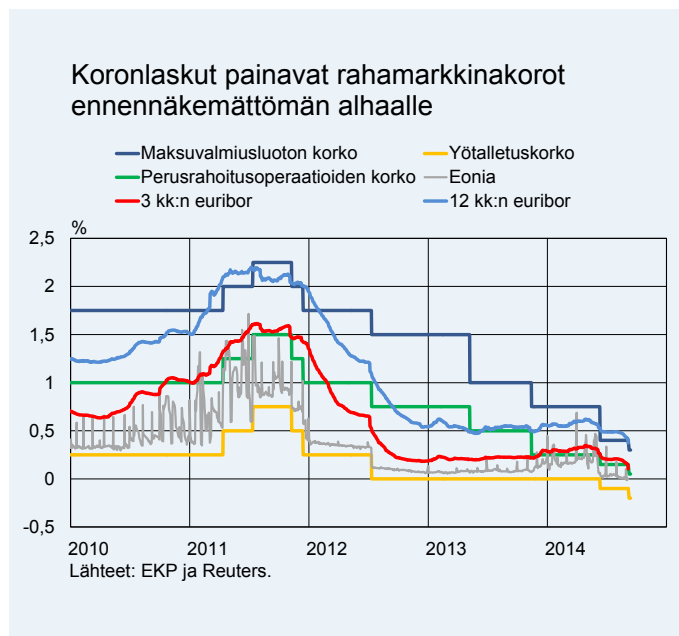
Ohjauksorkojen alentamisen lisäksi keskeistä toimenpidepaketissa ovat pankeille erittäin matalalla kiinteällä korolla tarjottavat poikkeuksellisen pitkäaikaiset luotot (maksimissaan 4 vuotta). Ne toteutetaan kohdennettuina, jotta pankkien luotonanto suuntautuisi viimeaikaista enemmän reaali-talouden, erityisesti yritysten, luototukseen.

Kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (targeted longer-term refinancing operations, TLTRO) kiinteänä korkona käytetään lainanottohetkellä vallitsevaa perusrahoitusoperaatioiden korkoa, johon lisätään kiinteä 0,10 prosenttiyksikön marginaali. Kaikki kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot erääntyvät syyskuussa 2018 eli noin 4 vuoden kuluttua.

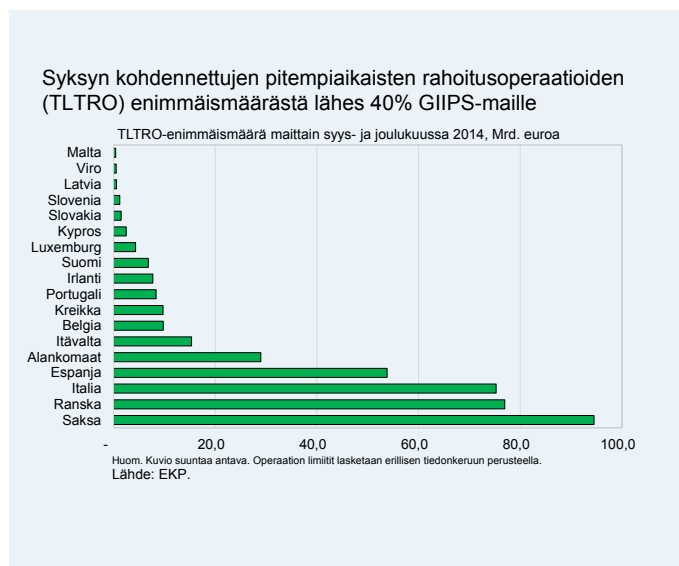
Ensimmäiset kaksi kohdennettua pitempiaikaista rahoitusoperaatiota toteutetaan peräkkäin, syyskuussa ja joulukuussa 2014. Syys- ja joulukuussa tarjottavien edullisten luottojen määrä on rajoitettu 7 prosenttiin yritysluottokannasta,³ mikä on koko euroalueen tasolla noin 400 mrd. euroa. Saksalaiset pankit kattavat tästä sum-

³ Pankkien euroalueen yksityiselle sektorille myöntämien lainojen (pois lukien kotitalouksille myönnetty asuntolainat) kannasta.

Kuvio 12.



Kuvio 13.



masta noin neljänneksen. Sekä ranskalaisista että italialaisten pankkien osuus on noin viidennes (kuvio 13).

Mikäli pankit lisäävät luototustaan lähivuosina, pankeille on tarjolla lisää

Kuvio 14.



pitkäaikaista rahoitusta. Rahoitusoperaatioissa on otettu huomioon, että eräiden pankkien on välttämätöntä jatkaa yhä taseensa supistamista. Tämänkaltaisilla pankeilla on oikeus saada lisää pitkäkestoista keskuspankki-luottoa, mikäli niiden luotonanto yrityksille ylittää vertailutason, joka sallii ensimmäisenä vuotena yritysluotonannon supistumisen. Tämän jälkeen kaikki pankit ovat samassa tilanteessa, eli yritysluotonannon pitää kasvaa, jotta pankilla olisi oikeus hakea ohjelman perusteella lisää keskuspankki-luottoa. Pitkät kiinteäkorkoiset luottooperaatiot kannustavat näin pankkeja lisäämään luotonantoa yrityksille (kuvio 14).

Jos vastapuolet eivät täytä vaatimuksia nettoluotonannon määräästä

reaalitaloudelle, niiden on maksettava lainansa takaisin syyskuussa 2016. Jotta näistä mahdollisista takaisinmaksuista ei aiheutuisi rahoitusmarkkinahäiriön uhkaa, EKP:n neuvosto päätti osana toimenpidepakettia lainata viikoittaisissa huutokaupoissaan pankeille rahaa vakuuksia vastaan niin paljon kuin nämä haluavat aina vuoden 2016 loppuun saakka. Helpottaakseen pankkien osallistumista pitkiin rahoitusoperaatioihin EKP:n neuvosto päätti lisäksi pidentää nykyisen laajennetun omaisuuseräjoukon vakuuskelpoisuutta ainakin syyskuuhun 2018.

Kohdennetut operaatiot alentavat pankkien pitempiaikaisia rahoituskustannuksia. Tämä mahdollistaa yritysten pankkilainoistaan maksamien korkojen laskun erityisesti kriisimaissa. EKP:n neuvoston toimenpidepaketti purettuun näin erityisesti siihen ongelmaan, että poikkeuksellisen matala ohjauskorko ei ole täysimääräisesti välittynyt pankkien antolainauskorkoihin ja pankkien lainananto yrityksille on ollut vaikeaa (kuvio 15). Yritysluottokannan supistuminen ja investointien heikko kehitys vaarantavat euroalueen talouden elpymisen. Vaarana ovat talouden jähmettyminen ja hitaan inflaation vaiheen pitkittyminen euroalueella.

EKP:n neuvosto päätti syyskuussa, että se aloittaa lokakuussa 2014 omaisuusvakuudellisten arvopapereiden ja katettujen joukkolainojen suorat ostot rahapolitiikan välittymismekanismin tehostamiseksi. Omaisuusvakuudellisten arvopapereiden ohjelman (asset-backed securities purchase programme, ABSPP) kautta eurojärjestelmä voi ostaa sellaisia yksinkertaisia ja selkeitä

omaisuusvakuudellisia arvopapereita, joiden vakuutena on saamia euroalueen yksityiseltä sektorilta (pl. rahoitussektori). Katettujen joukkolainojen osto-ohjelmassa (covered bonds purchase programme, CBPP) arvopapereiden liikkeeseenlaskijoina ovat euroalueen rahoituslaitokset. Molemmat ohjelmat käynnistyvät lokakuun aikana.

Välittömien vaikutusten lisäksi omaisuusvakuudellisten arvopapereiden ohjelma voi toimia katalyyttinä eurooppalaisten pääomamarkkinoiden syventymiselle. Tätä taustaa vasten EKP on mukana tukemassa pääomamarkkinoiden kehittymistä euroalueella.⁴ Euroalueen omaisuusvakuudellisten arvopapereiden markkinoiden (ABS-markkinat) toimivuuden parantamiseksi tarvitaan kuitenkin useiden tahojen toimia. Yksi tarvittava toimi olisivat sääntelymuutokset, joissa yksinkertaisilla johdannaistuotteilla olisi erilainen kohtelu kuin monimutkaisilla johdannaisilla pankkien ja vakuutusyhtiöiden vakavaraisuuden arvioinnissa.

Euroalueen ABS-markkinoiden toimivuuden parantaminen voi helpottaa pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusta. Pankkien kyky luotottaa PK-yrityksiä voi kohentua, jos pankit voivat helpommin muuttaa taseissaan olevia epälikvidejä varallisuuseriä, kuten yritysluottoja, likvideiksi arvopapereiksi.

Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot ja yksityisten arvopapereiden ostot ovat merkittävä tuki euro-

⁴ Ks. esim. ”The case for a better functioning securitization market in the European Union”. Discussion Paper, Prepared by Bank of England and European Central Bank staff. Toukokuu 2014.

Kuvio 15.

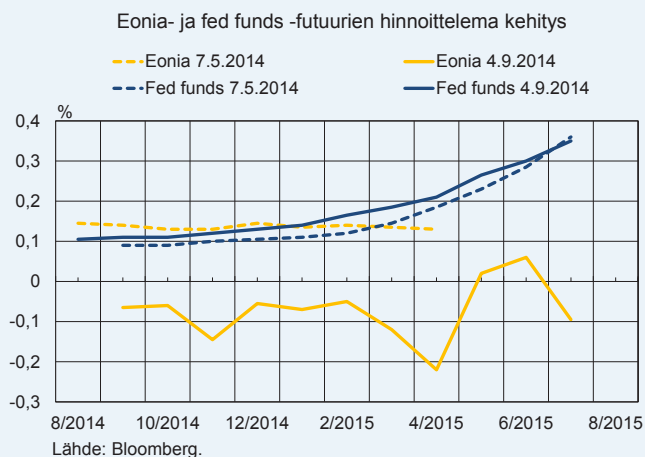


alueen reaalityalouden elpymiselle, vaikka niiden vaikutukset näkyvät vasta ajan myötä. Kohdennetut operaatiot vahvistavat kiinteän matalan koron sekä operaatioiden pitkän juoksuajan ansioista neuvoston ennakoivaa viestintää: EKP:n ohjauskorot pysyvät nykyisellä tasollaan pitemmän aikaa, kun otetaan huomioon tämänhetkiset inflaationäkymät. Korkotasaosa koskevat odotukset ovat heikentyneet selvästi, ja ohjauskoron odotetaan pysyvän matalana ainakin vielä vuonna 2015 (kuvio 16).

Mittavasta paketista huolimatta neuvosto voi tarvittaessa toimia nopeasti keventääkseen rahapolitiikkaa edelleen. Neuvosto on yksimielinen sitoumuksessaan käyttää myös epätavanomaisia välineitä toimivaltansa rajoissa, jos on tarpeen puuttua liian

Kuvio 16.

Rahoitusmarkkinoilla odotetaan EKP:n ohjauksen pysyvän matalana vielä pitkään



pitkällisestä hitaan inflaation kaudesta aiheutuviin riskeihin.

Rahapolitiikan mitoitus eriytyessä: Ison-Britannian ja Yhdysvaltain koronnostot hämmöttävät

Globaalin finanssikriisin ja sitä seuranneen suuren taantumien jälkeen talous on sekä Yhdysvalloissa että Ison-Britanniassa elpynyt tasaisesti, joskin hitaasti. Sen sijaan euroalueen talous painui kaksoistaantumaa, kun valtioiden velkakriisi kärjistyi vuosina 2010–2011. Vaikka kaksoistaantumaa päättyi jo vuonna 2013, euroalueen taloussykli on selvästi jäljessä Yhdysvalloista ja Ison-Britanniasta. Tämä pitää myös keskuspankkien rahapolitiikan eritahtisena.

Yhdysvalloissa ja Ison-Britanniassa ohjauksen korot ovat pysyneet muuttumattomina ns. nollakorkorajalla ja noin viisi ja puoli vuotta. Yhdysvaltain keskuspankki Fed laski ohjauksen korkonsa lähes nolnaan joulukuussa 2008 ja

Englannin pankki 0,5 prosenttiin maaliskuussa 2009. Korkojen nolларajan saavuttamisen jälkeen molemmat keskuspankit ovat tehneet laajoja arvopaperiostoja keventääkseen rahapolitiikkaansa. Englannin pankki ei ole vuoden 2012 jälkeen enää tehnyt uusia arvopaperiostoja.⁵ Yhdysvalloissa arvopaperien osto-ohjelma on vielä käynnissä, mutta Fed on tammikuusta 2014 alkaen vähentänyt kuukausittaisen ostojen määrää alkuperäisestä 85 mrd. dollarista asteittain tämän hetken 25 mrd. dollariin.⁶ Vaikka arvopaperiostot näillä näkymin loppuvat kokonaan syksyllä, Fed odottaa pitävänsä ohjauksen nykytasollaan vielä huomattavan ajan (considerable time) sen jälkeen, kun osto-ohjelma päättyy.

Sekä Yhdysvalloissa että Ison-Britanniassa keskuspankki on kuitenkin viime aikoina ottanut viestinnässään merkittäviä askelia kohti epätavanomaisten rahapolitiikkatoimien purkua ja korkotason normalisointia. Rahoitusmarkkinoiden odotukset koronnostoista ovat aikaistuneet, ja sekä Yhdysvaltain että Ison-Britannian keskuspankin viestijä ensimmäisen koronnoston mahdollisuudesta ajankohdasta seurataan tarkasti (kuvio 17).

Koronnostojen aloitus riippuu erityisesti työmarkkinoiden kehityksestä näissä maissa. Alun perin kummankin maan keskuspankki ilmoitti rahapolitiikan ennakoivassa viestinnässään työttömyysasteen kynnysarvon, jonka pitää

⁵ Englannin pankki on ilmoittanut, että se pitää hallussaan olevan arvopaperikannan ennallaan vähintään ensimmäiseen koronnostoon saakka.

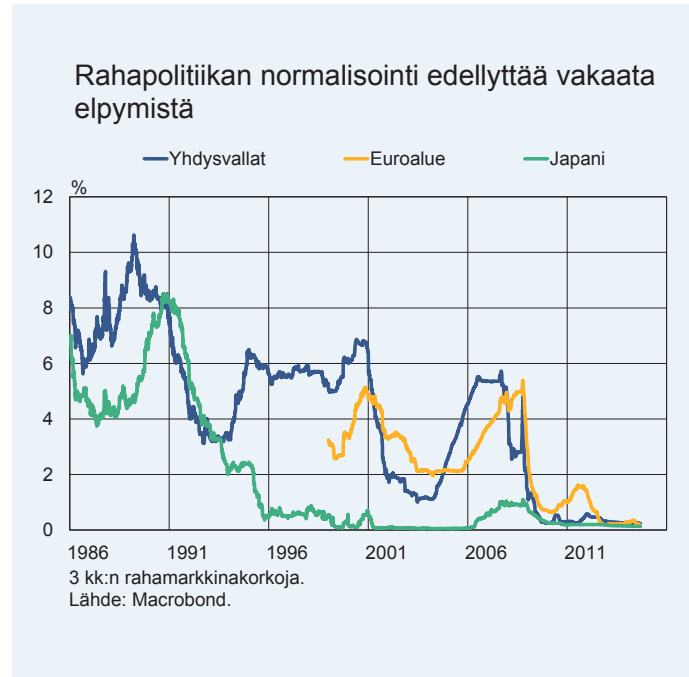
⁶ Fed osti ohjelman kautta alun perin kuukausittain 40 mrd. dollarilla kiinteistövakuudellisia arvopapereita syyskuusta 2012 alkaen ja lisäksi 45 mrd. dollarilla valtion velkapapereita tammikuusta 2013 alkaen.

alittua ennen kuin pankki harkitsee koronnostoa. Sekä Fed että Englannin pankki luopuivat ennakoivassa viestinnässään talven 2014 aikana työttömyysasteen kynnsarvosta ja ilmoittivat arvioivansa työmarkkinoiden kehitystä usean mittarin avulla sekä talouden resurssien vajaakäyttöä laajemmin. Keskuspankit arvioivat tällä hetkellä tarkasti, kuinka merkittävää inflaatiopaineet pieninä pitävä resurssien (kuten työvoima ja pääoma) vajaakäyttö tällä hetkellä on. Työttömyysaste on kummassakin maassa jatkanut alenemistaan ja on nyt noin 6 % Yhdysvalloissa ja noin 6,5 % Isossa-Britanniassa.

Fed ja Englannin pankki ovat viestineet, että koronnostot toteutetaan vähittäin ja että korkotaso jää aiempaa matalammaksi. Fed odottaa, että ohjaukorko jää alle historiallisen normaalitason, vaikka työllisyys ja inflaatio olisivat lähellä Fedin tavoitetasoja.

Vaikka rahapolitiikan normalisoinnin määränpää siintää vasta kaukana horisontissa, seurausten ennakointi vaikuttaa rahoitusmarkkinoihin jo nyt. Samaan aikaan kun Yhdysvaltain ja Ison-Britannian keskuspankin odotetaan aloittavan koronnostot mahdollisesti vuoden 2015 alkupuolella, EKP on kesä- ja syyskuun päätösten myötä sitoutunut pidemmäksi aikaa erittäin kevyeen ja kasvua tukevaan rahapolitiikkaan. Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa esimerkiksi 10 vuoden valtionlainakorot ovat jo nousseet pohjalukemistaan ja korkoero muun muassa Saksan vastaavaan valtionlainakorkoon on poikkeuksellisen suuri (kuvio 18). Keskeisten keskuspankkien rahapolitiikan eritahtisuuden odotetaan

Kuvio 17.



Kuvio 18.



vaikuttavan myös valuuttakursseihin. Erityisesti tilanteen odotetaan heikentävän euron valuuttakurssia.

Japanin esimerkki valaisee deflaatiokierteestä poispääsyyn tarvittavien toimien mittaluokkaa ja kestoa

Japanin keskuspankki aloitti maaliskuussa 2013 määrätietoiset rahapoliittiset toimet katkaistakseen maan pitkäaikaisen deflaatiokierteen. Tärkeimpinä keinoina ovat inflaatiotavoitteen nostaminen 2 prosenttiin sekä päättymisajankohdaltaan avoin ja kooltaan mittava arvopapereiden osto-ohjelma, jota jatketaan, kunnes kestävä 2 prosentin inflaatiövauhti saavutetaan. Tavoitteena oli alun perin, että 2 prosentin inflaatiövauhti saavutetaan 2 vuodessa eli

kevääseen 2015 mennessä. Kuluttajahintainflaatio on kiihtynyt selvästi vuoden 2013 alun jälkeen. Huhtikuussa 2014 kulutusveron korotus kiihdytti inflaation noin 1,5 prosentista peräti noin 3,5 prosenttiin, mutta ilman veronkorotuksen vaikutusta inflaatiövauhti on edelleen alle tavoitellun 2 prosentin.

Japanin esimerkki osoittaa, että tarvittavien toimien mittaluokka ja kesto ovat poikkeuksellisia siinä tilanteessa, kun talous on jo usean vuoden ajan ollut deflaatiossa. Japanissa deflaatiokierte alkoi jo 1990-luvulla voimakkaan talouskriisin seurauksena. Tämänkaltaisessa pitkittyneessä tilanteessa haasteena on saada inflaatio-odotukset kasvuun.

Arvopaperiostojen voimakas lisääminen vuodesta 2013 alkaen on kiihdyttänyt Japanin keskuspankin taseen kasvua. Myös valuuttakurssi heikentyi nopeasti reilut 20 % (nimellinen kauppapainoinen kurssi). Vuoden 2014 aikana valuuttakurssin heikentyminen on kuitenkin pysähtynyt.

Finanssikriisin jälkeen myös muiden keskeisten keskuspankkien taseet ovat kasvaneet. Merkittävä ero syntyi, kun eurojärjestelmän tase alkoi supistua vuoden 2013 alusta lähtien pankkien maksaessa vapaaehtoisesti ja ennenaikaisesti takaisin vuoden 2011 lopussa ja vuoden 2012 alussa ottamiaan 3 vuoden LTRO-luottoja. Eurojärjestelmän taseen supistuminen on johtunut vastapuolina toimivien rahoituslaitosten päätöksistä ja operaatioiden korkeintaan kolmen vuoden maturiteetista. Vuoden 2014 loppupuolelta alkaen uudet kohdennetut pitempi-

Kuvio 19.



aikaiset rahoitusoperaatiot (TLTRO) ja arvopapereiden osto-ohjelmat kasvattavat tasetta merkittävästi (kuvio 19).

Nollakorkoraja vaikeuttaa reaalikoron pitämistä matalana

Euroalueella korot on laskettu mataliksi siksi, että vallitsevassa tilanteessa kasvua tukeva rahapolitiikka pitää yllä hintavakautta. Pitkittyneessä taantumassa pääsee helposti vallalle liiallinen riskien karttaminen, joka johtaa pankkien lainanantohalukkuuden vähenemiseen sekä vaimentaa yritysten investointihalua, jolloin talouden negatiivinen kierre voimistuu entisestään. Alhaisten korkojen toivotaan kannustavan uusiin investointeihin, jotka lisäisivät talouden tuotanto-potentiaalia ja toisivat työpaikkoja.

Japanissa korkotaso on pysynyt poikkeuksellisen matalana jo 1990-luvun puolivälistä lähtien (ks. kuvio 17). Voidaan kysyä, miksi pitkään jatkunut matala korkotaso ei ole Japanissa riittänyt kiihdyttämään talouskasvua ja inflaatiota. Aihetta on tutkittu paljon, ja yksi keskeinen tulema on, että kasvua tukeva rahapolitiikka tarvitsee tuekseen myös muita talouspoliittisia toimia.

Euroalueella ollaankin tästä syystä toteuttamassa pankkien taseiden kattavaa arviointia sekä rakenneuudistuksia, jotka molemmat ovat keskeisiä keskipitkän aikavälin kasvuedellytysten luoja.

Viime aikoina on keskusteltu myös mahdollisuudesta, että kehittyneiden maiden pitkän aikavälin kasvunäkymät olisivat heikentyneet pysyvästi.⁷ Tämän

⁷ Larry Summers (2013) "IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fisher" ja VoxEU:n eKirja "Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures", ks. <http://www.voxeu.org/content/secular-stagnation-facts-causes-and-cures>.

talouden pitkittyneeksi hidastumiseksi (secular stagnation) kutsutun ilmiön taustalla olisi useita tekijöitä, kuten työikäisen väestön määrän väheneminen, tuottavuuden kasvun mahdollinen hidastuminen, investointien heikkous, taloudellisen epätasa-arvon lisääntyminen, velkaongelmat jne. Kasvun pitkäaikaisen hidastumisen kanssa linjassa on havainto, jonka mukaan reaalikorkojen taso on hiljalleen alentunut. Voi siis olla, että investoinnit ja säästämisen tasapainottava ns. tasapainoreaalikorko on vuosien mittaan alentunut, jopa negatiiviseksi. Jos näin on, tilanne tuo uusia haasteita myös rahapolitiikalle. Koska ohjauskorot ovat tällä hetkellä useassa maassa nollakorkorajalla, reaalikorko voidaan pitää matalana vain inflaatiota kiihdyttämällä (kuvio 20).

Koska ohjauskorot ovat tällä hetkellä useassa maassa nollakorkorajalla, reaalikorko voidaan pitää matalana vain inflaatiota kiihdyttämällä.

Kuvio 20.



Talouden pitkittyneen hidastumisen oloissa rahapolitiikalla olisi vain rajalliset vaikutukset, ja kasvupotentiaalia lisäävät talouspoliittiset toimet ja niiden onnistuminen määräisivät kehityksen suunnan. Jos arviot pysyvästi aiempaa hitaammasta kasvusta pitävät paikkansa, talouspolitiikan painopisteissä on merkittävä uudelleenarvioinnin paikka.⁸

Euroalueen pankkisektori edelleen kahtiajakautunut

Hiljalleen kohentunut reaali talous ja sijoittajien riskinoton lisääntyminen ovat tukeneet euroalueen pankkisektorin tervehtymistä. Markkinoiden hyvä riskinottohalukkuus on helpottanut pankkien varainhankintaa lisäämällä sen saatavuutta ja pienentämällä kus-

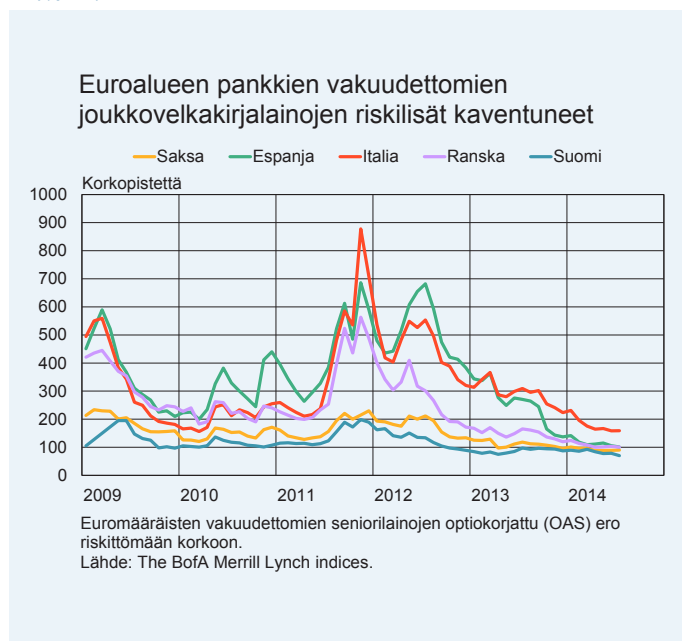
⁸ Ks. Jimenon – Smets – Yiangou (2014) Secular stagnation: a view from the Eurozone.

tannuksia. Pankit ovat myös pystyneet vähentämään riippuvuuttaan etenkin lyhytaikaisesta markkinarahoituksesta ja kasvattamaan vähittäistalletusten osuutta varainhankinnassaan. Rahoitusmarkkinoiden vakaantumisesta kertovat osaltaan myös suhteellisen maltilliset reaktiot viimeaikaiseen geopoliittiseen epävarmuuteen ja heinä-elokuussa 2014 kärjistyneisiin portugalilaisen Banco Espirito Santon ongelmiin (kuvio 21).

Positiivisesta kehityksestä huolimatta euroalueen pankkien tila on edelleen kahtiajakautunut. Matala korkotaso ja epätasainen reaali talouden kehitys ovat ylläpitäneet pankkien heikkoa kannattavuutta, mikä on näkynyt esimerkiksi alhaisena korkokatteena ja pienenä oman pääoman tuottosuhteena. Järjestämättömien saamisten osuus on edelleen huomattavan suuri etenkin kriisimaiden pankeissa, eivätkä suuryöttömyys ja yksityisen sektorin korkeat velkaantumistasot näissä maissa anna viitteitä tilanteen nopeasta purkautumisesta. Pankkien kannattavuutta on painanut myös oikeudenkäynti- ja sakkomaksujen kasvu; näistä maksuista ovat kärsineet erilaisten markkinoiden manipulaatio- ja väärinkäytösepäilyjen myötä yhä useammat suuret euroalueen pankit.

Euroalueen pankkien tila on myös herkkä markkinoiden riskimielialan muutoksille. Etenkin kriisimaiden pankeilla on taseissaan huomattavia määriä oman maansa valtionvelkakirjalainoja, joten valtiolainojen korkojen nousu voisi aiheuttaa niille suuria arvostustappioita. Monilla euroalueen pankeilla on myös merkittävää toimintaa useissa

Kuvio 21.



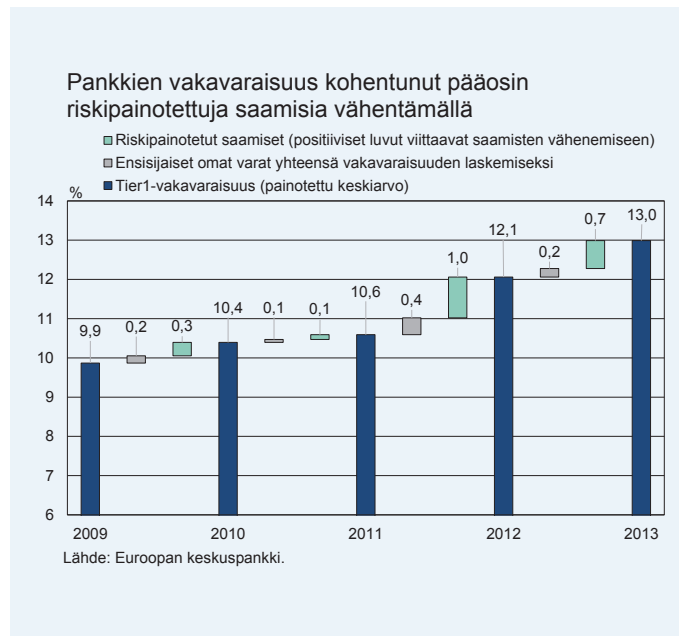
Itä-Euroopan maissa, mikä lisää niiden haavoittuvuutta geopoliittisen epävarmuuden lisääntymisen ja sen reaali-taloudellisten vaikutusten suhteen niin Venäjällä kuin muuallakin Euroopassa.

Tasearvio vahvistaa pankkien toimintakykyä

Euroalueen pankkien vakavaraisuus on kehittynyt viime vuosina parempaan suuntaan. Alueen pankkien ensisijaisten omien varojen suhde riskipainotettujen erien yhteismäärään (Tier 1) oli vuonna 2013 noin 13,0 %, kun se vuotta aikaisemmin oli 12,1 %. Vuoden 2014 alkupuoliskon aggregaattiluvut eivät vielä ole saatavilla, mutta pienempään pankkiotokseen perustuvien neljännesvuositilinpäätösten mukaan pankkien vakavaraisuussuhde ei ole paljon muuttanut alkuvuoden 2014 aikana.

Pankkien vakavaraisuuden parantumisen taustalla ovat ennen kaikkea riskipainotettujen saamisten väheneminen ja vähemmässä määrin uuden pääoman hankkiminen. Kehitys näkyy selvästi myös pankkien taseiden supistumisena. Vuoden 2013 aikana euroalueen pankkisektorin tase supistui peräti 2 500 mrd. euroa (-7,6 %) ja riskipainotetut saamiset vähenivät noin 530 mrd. euroa (-5,5 %). Alkuvuoden 2014 aikana pankkien taseiden sopeuttaminen on pysähtynyt ja euroalueen yhteenlaskettu tase on alkanut jopa hienoisesti kasvaa. Tämä saattaa viitata siihen, että pankit ovat sopeuttaneet taseitaan runsaasti jo vuoden 2013 aikana, koska EKP:n tasearvio perustuu vuoden 2013 lopun taseisiin. Näin ollen osa taseiden arvioinnin tavoitteista on saa-

Kuvio 22.



vutettu pankkien ennakoivan toiminnan ansiosta (kuvio 22).

Vuonna 2013 euroalueen pankit laskivat liikkeeseen uutta osakepääomaa noin 30 mrd. euron edestä. Vaikka yksittäisten pankkien tapauksessa on nähty merkittäviäkin osake-emissioita, on kokonaismäärä suhteellisen maltillinen sijoittajien hyvään riskitunnelmaan ja taseiden pienentymiseen nähden. Osakepääoman varovaista kehittymistä saattavat ainakin osittain selittää pankkien heikko kannattavuus ja taseisiin edelleen liittyvä epävarmuus. Pankkisektoria ei ehkä edelleenkään nähdä houkuttelevaksi sijoituskohteeksi, mitä heijastelee myös pankkiosakkeiden vaatimaton kehitys suhteessa kokonaisindeksiin. Uusi osakepääoma huonontaisi lisäksi vanhojen osakkeenomistajien asemaa, mihin pankit eivät välttämättä ole valmiita heikon kannattavuus-

Pankkien tilan kattavassa arvioinnissa EKP tarkastaa suurimpien pankkien taseet ennen kuin se marraskuussa 2014 ryhtyy hoitamaan pankkivalvontatehtäväänsä.

den aikoina. Pankkien osake-emissioita saattaa myös vähentää pelko kriisipankiksi leimautumisesta. Vuonna 2014 liikkeeseenlaskut näyttäisivät kuitenkin olevan vilkastumassa, mikä saattaa kuvastaa pankkisektorin kannattavuuden paranemista.

EKP:n toimet tehostavat pankkien rahoituksenvälitystä euroalueella. Parhaillaan käynnissä olevassa pankkien tilan kattavassa arvioinnissa EKP tarkastaa suurimpien pankkien taseet ennen kuin se marraskuussa 2014 ryhtyy hoitamaan pankkivalvontatehtäväänsä. Kattava arviointi sisältää riskiarvion ja taseiden saamisen laadun arvioinnin sekä häiriönsietokykyä mittaavat stressitestit. Tulokset julkistetaan lokakuun jälkipuoliskolla. Pankkien tulee korjata tasearviossa ja stressitestien perusskenaariossa havaitut mahdolliset pääomavajeet 6 kuukauden kuluessa, kun taas stressiskenaariossa havaittujen pääomavajeiden korjaamiseen pankeilla on 9 kuukautta aikaa kattavan arvioinnin tulosten julkistamisesta.

Kattava arviointi ja pääomamarkkinoiden merkityksen asteittainen vahvistuminen tukevat euroalueen rahoituksen välittymistä sekä lyhyellä että pidemmällä aikavälillä. Yksi talouskriisien merkittävimpiä opetuksia on, että hyväkuntoinen ja asianmukaisesti pääomitettu pankkijärjestelmä on välttämätön ehto kriisistä toipumiselle. Yksi syy Japanin pitkään hitaan kasvun vaiheeseen oli hidas reagointi pankkikriisiin 1990-luvulla. Toinen eurojärjestelmän politiikkatoimista seuraava rakenteellinen muutos on, että pääomamarkkinoiden merkitys todennäköisesti

kasvaa pitkällä aikavälillä mm. omaisuusvakuudellisten arvopapereiden ja katettujen joukkolainojen osto-ohjelmien myötä. Rahoitusmarkkinoiden monipuolistuminen tehostaa rahoituksen välitystä, kun pankit voivat keventää taseitaan arvopaperistamalla hyvälaatuisia luottoja. Tämä tehostaa luottojen välittymistä pienille ja keskiuurille yrityksille sekä kotitalouksille ja syventää osaltaan euroalueen yhteismarkkinoita.

Eurojärjestelmän toimet tukevat yritysten luotonsaantia ja investointeja

Matalasta ohjauskorosta huolimatta yritysten pankkilainoistaan maksamat korot ovat edelleen pysytelleet korkeina varsinkin kriisimaissa, yritysluottokanta on jatkanut supistumistaan ja investointien kehitys on erittäin vaimeaa. Varsinkin kriisimaissa hidas inflaatio, inflaatio-odotusten vaimeneminen ja kireät rahoitusolot voivat johtaa epäsuotuisaan kierteseen, jossa deflaatoriski kasvaa. EKP:n luotto-operaatioiden sarja tarjoaa syyskuusta alkaen pankeille mahdollisuuden lisätä tämän pitkäaikaisen edullisen luoton turvin lainanantoon yrityksille aiempaa matalammalla korolla. Tätä kehitystä tukevat osaltaan myös omaisuusvakuudellisten arvopapereiden ja katettujen joukkolainojen osto-ohjelmat. Näiden toimien avulla kasvua tukeva rahapolitiikka voi välittyä aiempaa tehokkaammin erityisesti kriisimaiden yrityksille, mikä pienentää vaaraa, että hitaan inflaation vaihe pitkittyisi.

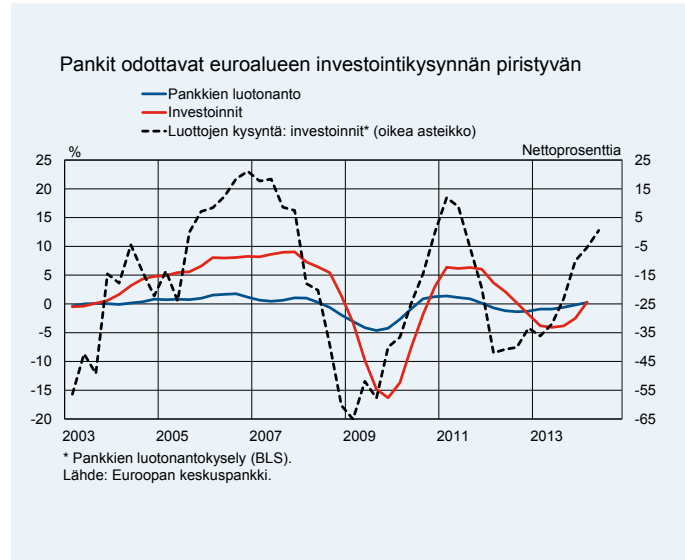
Viime kuukausina yrityslainakannan kehityksessä on ollut merkkejä vakaantumisesta, ja samaan suuntaan

viittaavat pankkien uusimmat luotonantokyselyn tulokset. Vaikka luotonantokriteerit pysyivät historiallisesti katsoen tiukkoina, ensiaskeleet lieventymisen suuntaan ovat myönteinen merkki. Toinen myönteinen merkki on yrityslainojen kysynnän lievä vilkastuminen (kuvio 23).

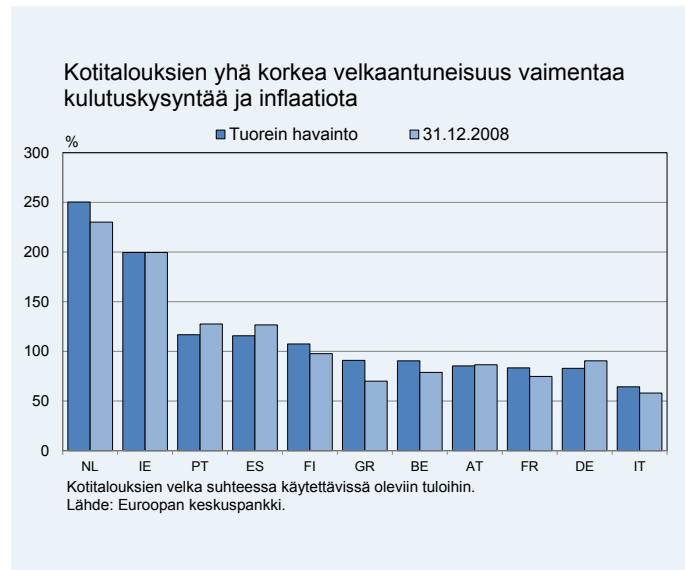
Yhä korkea yksityisen sektorin velkaantuneisuus syventää ja pidentää euroalueen ongelmia

Kotitalouksien velkaantuneisuus vaikuttaa keskeisellä tavalla talouskriisiin syvyyteen ja kestoan.⁹ Euroalueen kotitalouksien tilanne on yhä vaikea. Kotitalouksien velka suhteessa bruttokansantuotteeseen on kasvanut useassa euroalueen maassa verrattuna vuoden 2008 lopun tilanteeseen. Velkasuhteen kasvussa keskeinen tekijä on ollut nimellisen bruttokansantuotteen eli nimittäjän supistuminen. Kun talouden tulotaso on alentunut ja sekä inflaatio että kasvunäkymät ovat vaikeat, velkasuhteiden supistaminen on hidasta. Varsinkin kriisimaissa nimellisen BKT:n kasvun heikkous, asuntojen hintojen voimakas aleneminen huipustaan ja suuri työttömyys tekevät asuntolainataakasta entistä painavamman. Velkaasteiden osalta tilanne ei muutu nopeasti; se pitää yllä vaikeaa kulutuskysyntää, mikä taas vähentää hintapaineita (kuvio 24).

Kuvio 23.



Kuvio 24.



⁹ Ks. esim. Mian – Sufi (2014) House of debt.

Yksityisen sektorin velkaantuneisuus ja sen purkaminen heikentävät rahapolitiikan tehoa

Pankkien taseiden vahvistaminen kattavan arvioinnin yhteydessä on edellytys euroalueen yksityisen sektorin velkaongelmien ratkaisulle. Pankit tarvitsevat riittävästi pääomaa, jotta ne voivat kirjata järjestämättömistä saamisistaan tappioita ja sopia tarvittaessa velkaongelmiin joutuneiden yritysten tai kotitalouksien kanssa maksujärjestelyistä, jotka auttavat näitä selviytymään veloistaan. Tämä lisää pitkällä aikavälillä talouden aktiiviteettia.

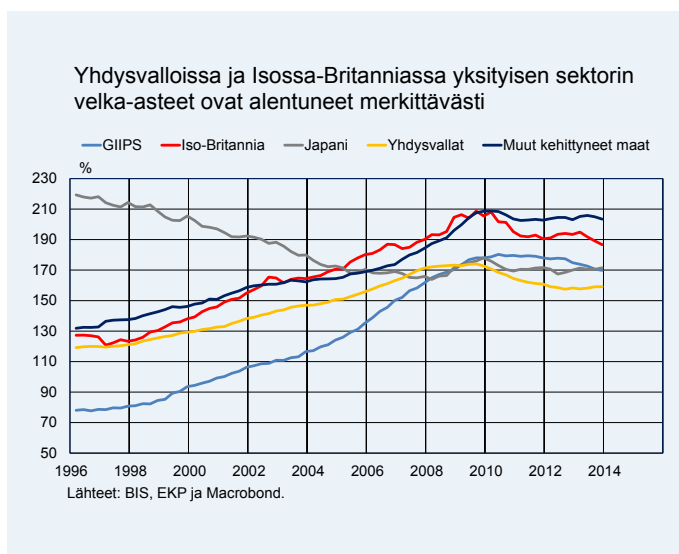
Euroalueen velkaongelmien ratkaisemisen vauhdittaminen on tärkeää, jotta euroalue ei vajoa pitkäaikaiseen tasetaanumaan. Tasetaanumassa on kyse tilanteesta, jossa erittäin alhainen korkotasokaan ei voimista talouden toimeliaisuutta, koska voimakkaasti velkaantuneet kotitaloudet tai yritykset sulattelevat velkataakkaansa kuluttami-

Tasetaanumassa raskaasti velkaantuneet kotitaloudet tai yritykset sulattelevat velkataakkaansa kuluttamisen ja investoimisen sijaan.

sen ja investoimisen sijaan. Rahapolitiikan ja matalien korkojen teho on heikompi tilanteessa, jossa ylivelkaantuneisuus on merkittävää ja kattavaa.

Euroalueen yksityisen sektorin velka ei kuitenkaan ole jakautunut tasaisesti maittain eikä sektoreittain. Lähtökohtana EKP:n neuvoston kesäkuun päätöksissä olikin, että euro-alueella on maita, sektoreita ja tuntuvasti velkaantuneiden sektoreiden sisällä toimijoita, joilla on mahdollisuus ottaa lisävelkaa ja investoida se järkevästi, mikä lisäisi talouden toimeliaisuutta. Euroalueella on kuitenkin maita, kuten Espanja, Portugali ja Irlanti, joissa kotitaloudet, yritykset ja julkinen sektori ovat voimakkaasti velkaantuneita. Esimerkiksi Yhdysvalloissa kotitaloussektorin melko nopeaa ja merkittävää velkaantuneisuuden vähentämistä pidetään keskeisenä tekijänä talouden tämän hetken myönteisten kasvuodotusten takana (kuvio 25).

Kuvio 25.



Euromaiden valtionlainakorot ovat poikkeuksellisen matalalla

Euroalueen valtionlainojen tuotot pienivät merkittävästi alkuvuonna 2014, eivätkä geopoliittiset jännitteet ole toistaiseksi näkyneet valtionlainojen korkojen nousuna.¹⁰ Sekä GIIPS-maiden että Saksan valtionlainojen korot ovat alentuneet. Saksan 10 vuoden valtionlainan korko painui elokuussa jo poikkeuksellisen alas, alle 1 prosenttiin (kuvio 26). Euromaiden valtionlainojen väliset korkoerot ovat pysyneet suunnilleen ennallaan.

¹⁰ EU:n ja IMF:n ohjelmamaita ovat kesäkuusta 2014 alkaen enää Kreikka ja Kypros sen jälkeen, kun Portugali irtautui toukokuussa ohjelmastaan.

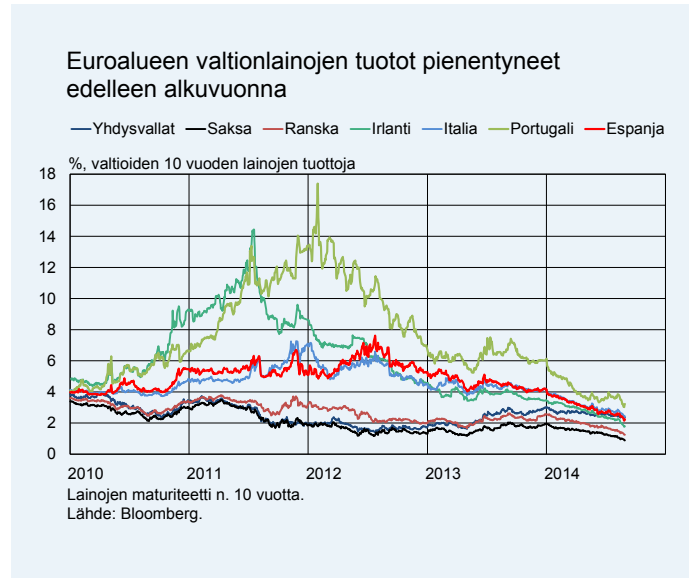
Euroalueen valtionlainojen tuotot ovat laskeneet huomattavan paljon. Esimerkiksi Italiassa ja Espanjassa valtionlainojen nimellistuotot ovat olleet elokuussa pienemmät kuin koskaan aikaisemmin euroaikana. Näiden maiden valtionlainojen korot ovat alentuneet merkittävästi, vaikka esimerkiksi luottoluokittajat eivät vielä juuri ole nostaneet luokituksiaan.

Valtionlainojen nimellisiin tuottoihin vaikuttavat tekijät voidaan jakaa riskittömään reaalkorkoon, riskilisiin ja inflaatioon. Euroalueen julkisten talouksien sopeutus, uudet finanssipoliittikan säännöt sekä EKP:n rahapoliittisten suorien kauppojen (Outright Monetary Transactions, OMT) ohjelma ovat pienentäneet riskilisiä, jotka tosin joissain maissa ovat yhä huomattavat. Viime aikoina on erityisesti korostettu pidemmän aikavälin tekijöitä, kuten mm. ikääntyminen, jotka vaikuttavat reaalkorkoja alentavasti.¹¹ Tältä kanalta katsottuna euroalueen matalat reaalkorot voivat kuvastaa kasvupotentiaalin vähäisyyttä. Samaan aikaan inflaationäkymät ovat vaikeat, mikä myös alentaa pitkiä nimelliskorkoja.

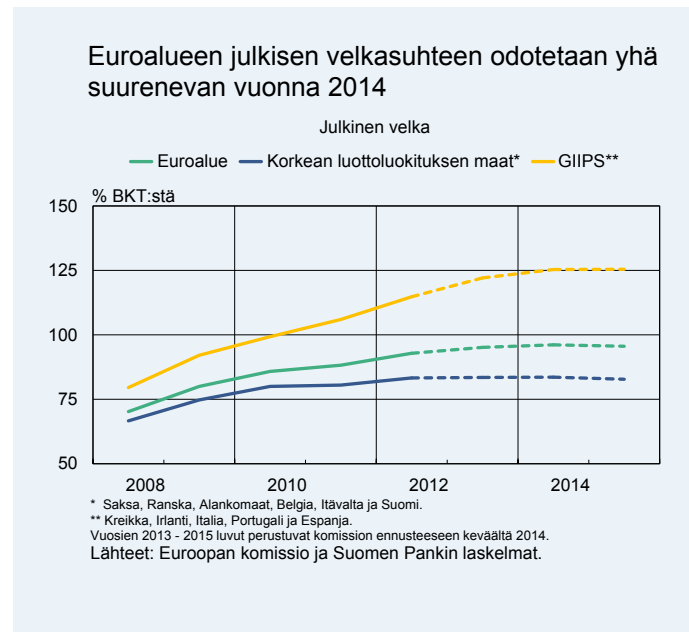
Valtionlainakorkoja alensivat vielä vuoden alkupuoliskolla euroalueelle ulkomailta suuntautuneet pääomavirrat. Etenkin joidenkin GIIPS-maiden valtionlainat ovat tarjonneet houkuttavan suuren tuoton verrattuna monien muiden kehittyneiden talouksien valtionlainojen tuottoihin. Geopoliittiset jännitteet ovat toistaiseksi pikemminkin laskeneet kuin nostaneet euroalueen

¹¹ Ks. kohta ”Nollakorkoraja vaikeuttaa reaalkoron pitämistä matalana” tässä artikkelissa.

Kuvio 26.



Kuvio 27.



valtionlainojen korkoja. Yhdysvaltojen korkoja alemmat pitkät korot Saksassa kertovat suhdanne- ja rahapolitiikkasyklin vaiheen erosta. EKP:n neuvoston

rahapolitiikan ennakoivalla viestinnällä, jonka mukaan ohjaukset pysyvät nykytasollaan pidemmän aikaa, sekä mahdollisesti myös uusia rahapoliittisia toimia koskevilla odotuksilla on valtionlainojen korkoja alentava vaikutus.

Euroalueen lievästi heikentynyt tilanne lisää finanssipoliittisia haasteita

Julkisen velan BKT-suhteen ennustetaan saavuttavan huippunsa tänä vuonna euroalueen tasolla (kuvio 27). Korkean luottoluokituksen maissa velka-asteen odotetaan alkavan vuonna 2015 laskea, ja GIIPS-maissa julkisen velan ennustetaan stabiloituvan samalle tasolle kuin tänä vuonna.¹² Euroopan komissio on pitänyt jo noin vuoden ennallaan arvion, jonka mukaan vuosi 2014 on euroalueen julkisen velan huippuvuosi. Kokonaisvelka kävisi siis vuonna 2014 noin 96 prosentissa bruttokansantuotteesta ja alkaisi sitten hiljalleen pienentyä.

Euroalueen BKT:n kasvun hidastuminen alkuvuonna ja mm. Venäjän kriisiin liittyvä epävarmuuden lisääntyminen saattavat kuitenkin muuttaa tätä arviota. Tilannetta vaikeuttaa myös se, että hyvin hitaan inflaation oloissa

¹² GIIPS-maista Espanjan julkisen talouden velka-aste nousee hieman vielä lähivuosina mm. Euroopan komission kevään 2014 ennusteen mukaan.

nimellisen bruttokansantuotteen kasvu on poikkeuksellisen vaimeaa, mikä hidastaa velkatasojen alenemista. Eräiltä euromailta vaaditaan vielä lisää julkisen talouden sopeutustoimia vuosina 2014–2015. Euroopan komissio patisti esimerkiksi Ranskaa ja Italiaa lisätoimiin alkukesästä julkistetussa arviotilanteesta maiden vakausohjelmista. Nykytilanteessa lisätoimet näyttävät yhä välttämättömämmiltä, jotta euroalueen julkinen velka-aste ei ala uudelleen kasvaa.

Toisaalta samaan aikaan pienentyneet valtionlainojen korkomenot auttavat ennusteen toteutumista. Matalat valtionlainojen korot ovat kuitenkin myös herättäneet huolta siitä, onko markkinakuri löystymässä liikaa ja riittävätkö uudet finanssipoliittikan säännöt pitämään huolen vastuullisesta julkisen talouden pidosta euroalueella. Lipsuminen uusista finanssipoliittikan säännöistä tai rakenneuudistusten hidastuminen voisivat horjuttaa luottamusta euroalueen maiden julkiseen talouteen ja sysätä valtionlainojen korot uudelleen nousuun. EKP:n neuvoston rahapoliittiset toimet tarvitsevat edelleen tuekseen talouden kasvupotentiaalia lisäävien rakenneuudistusten jatkumista sekä vastuullista julkisen talouden pitoa heikosta suhdannetilanteesta huolimatta.

III Rahapolitiikan toimintaympäristöön liittyvät riskit

Kansainvälisen talouden merkittävimmät lyhyen aikavälin riskit liittyvät geopolittiseen tilanteeseen. Ukrainan, Pohjois-Afrikan tai Lähi-idän alueen kriisin kärjistyminen voi johtaa merkittävästi ennustettua heikompaan talouskehitykseen. Geopolittisiin riskeihin liittyvä skenaario ei kuitenkaan ole yksiselitteinen, sillä kriisien kärjistymistä, voimakkuutta ja välittymiskanavia on lähes mahdoton ennustaa.

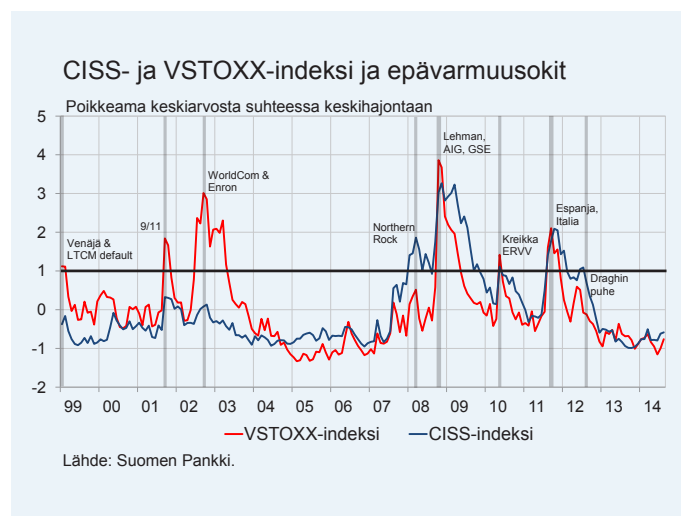
Tässä riskilaskelmassa oletetaan, että kriisin kärjistymisen vaikutukset välittyvät talouteen epävarmuuden kasvun kautta. Epävarmuuden lisääntyminen voi vaikuttaa talouteen haitallisesti ainakin kolmella eri tavalla: 1) Investointipäätösten lykkääminen: jos investoinnin koon muuttamiseen liittyy sopeutuskustannuksia, rationaalinen strategia voi suuren epävarmuuden tilanteissa olla se, että investointipäätöstä siirretään ja epävarmuuden poistumista odotetaan (wait and see -strategia). 2) Varautumissäästäminen: epävarmuus kasvattaa kotitalouksien säästämistä varautumissäästämismotivin kautta, eli kotitaloudet säästävät niin sanotusti pahan päivän varalle. Säästämisen kasvu vähentää kulutusta, ja tällöin kokonaiskysyntä lyhyellä aikavälillä pienenee. 3) Riskipremioiden kasvu: suurempi epävarmuus lisää sijoitusten riskillisyyttä, jolloin sijoittajat vaativat tuntuvampaa tuottoa korvaukseksi kantamastaan lisäriskistä. Suurempi tuottovaatimus – tai pääomakustannusten kasvu – vähentää taas investointeja.

Tässä riskilaskelmassa epävarmuutta kuvataan kahden tunnetun mittarin eli VSTOXX-indeksin ja CISS-indeksin avulla. Näistä VSTOXX-indeksi mittaa Euro STOXX-osakeindeksin volatilitteettia ja CISS-indeksi puolestaan laajempaa euroalueen finanssimarkkinoiden epästabiilisuutta tai ”stressitilaa”. Kriiseihin liittyvän poikkeuksellisen huomattavan epävarmuusajan huippupistettä kutsutaan epävarmuussokiksi (kuvio 28). Sokki muuttujaa käyttämällä aikasarjamallissa pyritään varmistumaan siitä, että taloudellisen aktiivisuuden väheneminen johtuu nimenomaan epävarmuuden kasvusta.

Epävarmuuden vaikutusta euroalueen reaali-talouteen arvioidaan aluksi aikasarjamallilla (VAR-malli), jossa on epävarmuusmuuttuja ja kiinteähintainen teollisen tuotannon logaritmi.¹³ Geopolittisen tilanteen kiristymisen

¹³ BKT-tietoa ei ole saatavana kuukausitasolla, joten teollisuustuotantoa käytetään sen korvikkeena.

Kuvio 28.



oletetaan johtavan tyypilliseen epävarmuussokkiin. Sokin koko on noin kolmasosa finanssi- ja velkakriisin suurimmista sokeista.

Eri epävarmuusindikaattorit antavat hyvin samankaltaisen tuloksen. Tulos voidaan tiivistää kolmeen havaintoon (kuvio 29): 1) epävarmuussokki supistaa teollista tuotantoa (BKT:tä) 0,7–1 % (keskiarvo 0,8), 2) sokin vahvin vaikutus tulee huomattavan viiveen kuluttua eli noin vuoden päästä sokin ilmenemisestä ja 3) sokin vaikutus on pitkäkestoinen (noin 3 vuotta).

Edellä aikasarjatarkastelussa on oletettu, että raha- finanssipolitiikka toimisi kuten se on keskimäärin toiminut vuosina 1999–2014. Tällä hetkellä rahapolitiikkaa rajoittaa nollakorkoraja ja finanssipolitiikan liikkumavara on pieni. Raha- ja finanssipolitiikan rajoitteiden vaikutuksia voidaan tarkastella

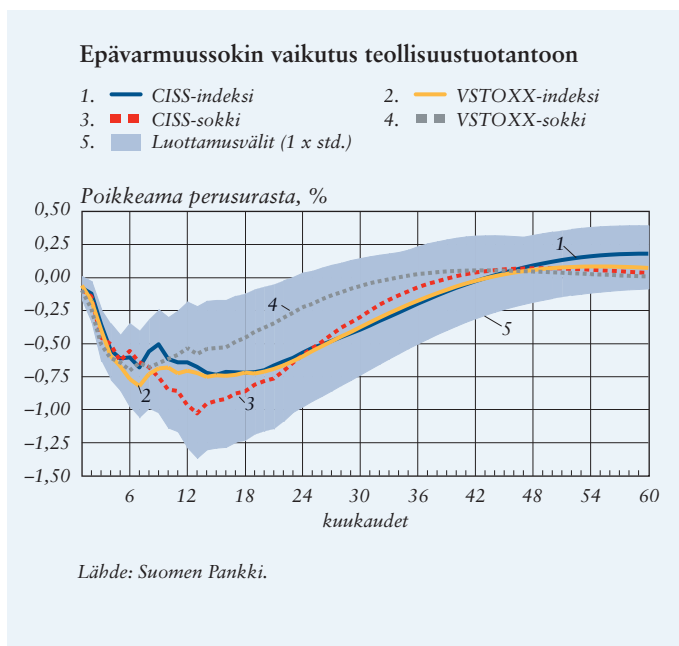
IMF:n GIMF-mallilla, joka on viiden talousalueen¹⁴ yleisen tasapainon ns. DSGE-malli.¹⁵

Epävarmuuden kasvu viedään GIMF-malliin yritysten ja kotitalouksien aikapreferenssejä muuttamalla sekä yritys- ja valtiolainojen riskipremioita kasvattamalla. Näin simuloidaan edellä esitettyä wait and see -tilannetta, varautumissäästämistä sekä sitä, että rahoitusmarkkinoilla vaaditaan parempaa tuottoa korvaukseksi suuremmasta riskistä. Ensimmäisessä GIMF-simulaatiossa raha- ja finanssipolitiikan annetaan toimia vapaasti ilman rajoitteita ja sokista euroalueen reaalitaloudelle koituvat vaikutukset sovitetaan samankaltaisiksi kuin aikasarjamallissa.

Jos raha- ja finanssipolitiikka toimisivat kuten ne ovat keskimäärin toimineet vuosina 1999–2014, niin epävarmuussokki, jonka koko on noin kolmasosa finanssi- ja velkakriisin suurimmista sokeista, pienentäisi BKT:tä noin ¾ % seuraavan vuoden aikana ja sokin vaikutus loppuisi noin 3 vuoden jälkeen. Inflaatio olisi noin prosenttiyksikön kymmenyksen hitaampi kuin perusuran mukaisessa kehityksessä.

Kun simulaatioissa rahapolitiikka sidotaan nollakorkorajaan, sokin vaikutukset tulevat huomattavasti suuremmiksi. BKT:n kasvu hidastuu lähimmän vuoden aikana noin 1,4 prosenttiyksikköä vähäisemmäksi kuin perusurassa ja BKT:n taso jää useaksi vuodeksi keskimäärin noin 1 prosenttiyksikön perusuran mukaista kehitystä pienemmäksi.

Kuvio 29.



¹⁴ Yhdysvallat, euroalue, Japani, Aasia ja muu maailma.

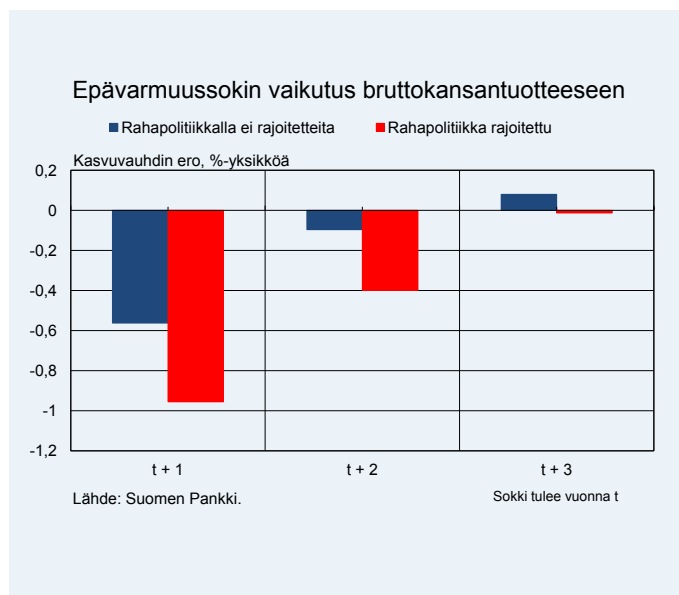
¹⁵ GIMF-mallin käytöstä talouspolitiikan arvioinnissa, ks. ”Talouspolitiikan vaihtoehdot heikon kasvun ja hitaan inflaation oloissa”. Euro & talous 1/2014.

Inflaatio hidastuu enimmillään lähes 0,4 prosenttiyksikköä verkkaisemmaksi kuin perusuran mukaan.

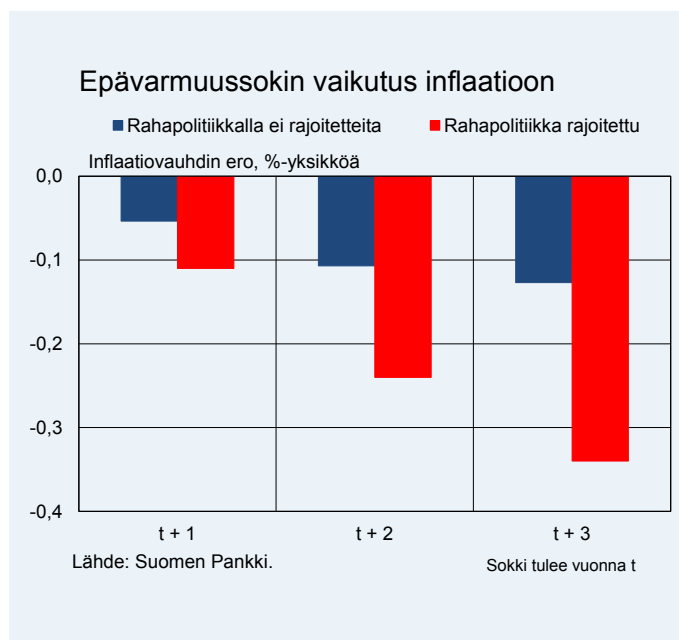
Tässä esitettyjen laskelmien mukaan epävarmuussokki heikentäisi talouskehitystä merkittävästi. Laskelmat ovat kuitenkin parhaimmillaankin vain suuntaa antavia, ja historiassa toteutuneiden sokkien talousvaikutukset ovat vaihdelleet suuresti. Laskelmasa käytetyssä mallissa inflaatio-odotukset säilyvät vahvasti ankkuroituneina, minkä takia inflaatiovauhti hidastuu vain hieman. Vaikka talous ei laskelmien mukaan ajaudu deflaatioon, hidastuva inflaatio johtaa rahapolitiikan nollakorkorajalla reaalikorkojen nousuun, mikä jarruttaa merkittävästi tulevaa kasvua. Mallissa ei myöskään täysin pystytä ottamaan huomioon kaikkia niitä hintapaineita vähentäviä tekijöitä, jotka tällä hetkellä vaimentavat euroalueen inflaatiota. Nykytilanteessa on siten mahdollista, että epävarmuussokkin myötä hintapaineet vaimenisivat enemmän kuin tässä laskelmassa.

Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne

Kuvio 30.



Kuvio 31.



Epävarmuuden kasvun vaikutukset Suomen talouskehitykseen

Tämän artikkelin riskilaskelmasa arvioidaan geopolittisten riskien välittymistä kansainväliseen talouskehitykseen. Välittymiskanavana on yleisen epävarmuuden lisääntyminen. Epävarmuuden kasvun arvioidaan vähentävän investointikysyntää suoraan ja sijoittajien vaatiman suuremman riskipreemion vuoksi. Lisäksi se kasvattaa kuluttajien varautumisäästämistä. Seuraavassa tarkastelua täydennetään arviomalla, miten vastaava epävarmuuden lisääntyminen vaikuttaisi Suomen talouskehitykseen.

Epävarmuuden lisääntyminen välittyy Suomen talouteen sekä Euroopan rahoitusmarkkinoiden että Suomen vientimarkkinoiden supistumisen kautta. Analyysi perustuu estimoituun pienen avoimen talouden rakenteelliseen vektoriautoregressiiviseen malliin (eli ns. SVAR-malliin).¹ Mallin 8 muuttujaa voidaan jakaa kolmeen pääryhmään. Ulkomainen ryhmä koostuu kahdesta muuttujasta eli kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden häiriöitä kuvaavasta mittarista sekä Suomen viennin ulkomaisesta kysynnästä. Toinen ryhmä koostuu tavanomaisista makrotaloudellisista muuttujista eli reaalisesta tuotannosta, inflaatiosta ja korkomargi-

naalista. Viimeisessä ryhmässä on kolme rahoitusmuuttujaa: varalisuushinnat, yksityisen sektorin uudet pankkilainat ja pankkien luottotappiot.

Ulkomaiset muuttujat määntyvät riippumattomasti suhteessa mallin kotimaisiin muuttujiin. Epävarmuuden kasvua mallinnetaan SVAR-mallissa rahoitusmarkkinoiden yleistä vakautta kuvaavan muuttujan avulla. Epävarmuuden kasvu vastaa riskilaskelmassa käytettyä CISS-indeksin (composite index of systemic stress) sokkia. Tämä indeksi kuvaa laajasti Euroopan finanssimarkkinoiden stressitilaa, ja siihen kohdistuvan sokin oletetaan olevan suuruudeltaan noin kolmasosa suurimmista sokeista, joita koettiin finanssi- ja velkakriisin pahimpina aikoina. Vienti-

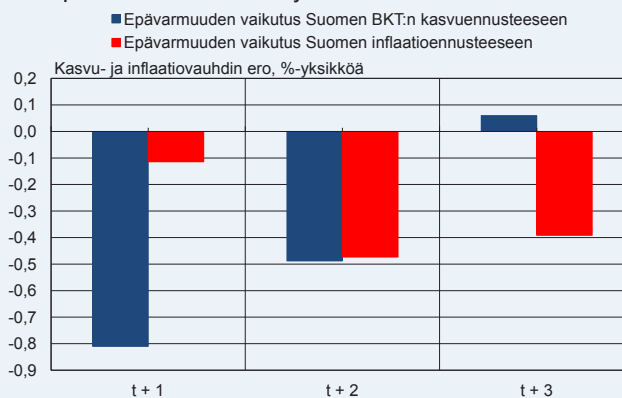
kysynnän väheneminen vastaa kansainvälisen talouden riskilaskelman avulla (eli ns. GIMF-mallilla) tehtyä arviota epävarmuuden lisääntymisen vaikutuksista euroalueen BKT:n kasvuun vuoden 2014 kolmanesta neljänneksestä lähtien.

Mallin muuttujille laskettiin perusura, jossa epävarmuus ei lisäänty. Vaihtoehtoisessa skenaariossa rahoitusmarkkinoiden vakauteen kohdistuu sokki, joka kestää 2½ vuotta. Lisäksi vientikysyntä supistuu väliaikaisesti. Kotimaasta tulevat talouden sokit oletettiin samansuuruisiksi kuin perusuraa laskettaessa.

Epävarmuuden lisääntymisen hidastaisi talouskasvua Suomessa jonkin verran voimakkaammin kuin euroalueen BKT aikasarjatarkastelun perusteella

Kuvio.

Epävarmuuden lisääntymisen vaikutukset Suomessa



Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

¹ Malli on esitelty Adam Gulanin, Markus Haavion ja Juha Kilposen Euro & talous-lehden (3/2014) artikkelissa ”Rahoitusmarkkinahäiriöt voimistavat Suomen talouden subdanteita”.

supistuisi. Vaikutukset olisivat myös pitempikestoisia. Vuoteen 2016 mennessä Suomen BKT jäisi perusurasta noin 1,4 % (kuvio). Tämän jälkeen sokin vaikutukset vähitellen vaimenevat niin, että takaisin perusuralla ollaan vuosikymmenen loppuun mennessä. Epävarmuuden kasvu hidastaisi myös Suomen inflaatiota. Kumulatiivinen vaikutus hintatasoon (BKT:n deflaattoriin) olisi vuonna 2017 runsaan prosentin.

Euroalueella BKT:n pudotus jäisi aikasarjatarkastelun perusteella enimmilläänkin runsaaseen prosenttiin sen mukaan, mitä

epävarmuusindikaattoria laskelmissa käytetään. Kestoltaan sokin vaikutukset jäisivät runsaaseen kolmeen vuoteen, minkä jälkeen BKT olisi palannut perusuran tuntumaan. BKT:n reaktio olisi Suomessa suurempi kuin euroalueella, mitä osaltaan selittää Suomen asema pienenä avotalousena. Vientimarkkinoiden supistumisella on Suomelle enemmän merkitystä kuin suhteellisen suljetulle euroalueelle.

Suomen SVAR-mallissa otetaan huomioon myös välilliset vaikutukset kotimaisiin rahoitusmarkkinoihin, jolloin epävarmuuden vaikutuskanavat mm.

korkomarginaalien, lainantarjonnan ja varallisuushintojen kautta tulevat voimakkaammin esiin. Samaan aikaan rahapolitiikan reaktiot epävarmuuden kasvuun otetaan Suomi-tarkastelussa annettuina.

Euroalueen aikasarjatarkasteluissa raha- ja finanssipolitiikan oletettiin toimineen samoin kuin vuosina 1999–2014. GIMF-mallisimuloinnissa euroalueen rahapolitiikka oli sen sijaan sidottu nollakorkorajoitteeseen, jolloin epävarmuuden vaikutus euroalueen BKT:hen oli jopa suurempi kuin sen tässä arvioitiin olevan Suomen BKT:hen.

Rakennepolitiikan tarve ja vaikutukset euroalueella

26.8.2014

Rakennepoliittiset uudistukset parantavat pitkällä aikavälillä euroalueen taloudellista hyvinvointia. Lyhyellä aikavälillä uudistukset voivat myös heikentää talouden kehitystä. Kokonaisuudessaan euroalueen rakennepolitiikan sekä empiirinen että teoreettinen tarkastelu viittaa kuitenkin vahvasti siihen, että rakennepoliittisiin uudistuksiin on kipeästi tarvetta. Rakennepoliittiset uudistukset ovat ainoa tie talouden tuotantopotentiaalin kasvattamiseen tilanteessa, jossa useiden euroalueen talouksien tuleva pitkän aikavälin kehitys ja julkisen talouden kestävyys näytävät synkiltä.

Mitä ovat rakennepoliittiset toimet?

Rakennepoliittisten toimien ja niiden vaikutusten tarkastelu on erityisen tärkeää ja ajankohtaista nykyisen kaltaisessa pitkittyneessä talouden kriisissä, joka on kohdistunut euroalueen eri maihin hyvin eri tavalla. Globaali talouspoliittinen keskustelu on viime aikoina keskittynyt pitkälti suhdannepolitiikan – eli raha- ja finanssipolitiikan – mitoitukseen ja niihin keinoihin, joilla suhdannetilannetta pitäisi pyrkiä elvyttämään. Tässä keskustelussa rakennepoliittisten toimien merkitys talouksien pitkän aikavälin kasvupotentiaalin elvyttäjänä jää usein taka-alalle. Tässä artikkelissa pyritään vastaamaan joihinkin keskeisiin euroalueen rakennepoliittisten toimien kirjoa ja niiden makrotaloudellisia vaikutuksia koskeviin kysymyksiin.

Rakennepolitiikan määrittely ei ole yksiselitteistä. Tyypillisesti moderneissa makrotaloudellisissa malleissa rakennepolitiikka määritellään kuitenkin kaikkiseksi sellaisiksi työ- ja hyödykemarkki-

noiden politiikkatoimiksi, joilla voidaan edistää kilpailua ja sitä kautta kaventaa epätäydellisen kilpailun aiheuttamasta yritysten hinnoitteluvoimasta johtuvia palkka- ja hintamarginaaleja.¹ Myös tässä artikkelissa lähdetään liikkeelle vastaavasta teoreettisesta ajattelutavasta.

Käytännössä rakennepoliittisiksi toimiksi voidaan lukea hyvin laaja kirjo erilaisia valtionhallinnon toimenpiteitä. Tässä artikkelissa käytetty rakennepoliittisten toimien käsite mukailee OECD:n ja World Economic Forumin määritelmiä.² Rakennepolitiikan toimet voidaan jaotella karkeasti hyödyke-, työ- sekä muiden markkinoiden toimiksi (taulukko). Erityisesti on olemassa laaja joukko työ- ja hyödykemarkkinointa koskevia rakenteellisia toimia, joilla pyritään parantamaan hinnoittelumekanismien toimivuutta, vähentämään kilpailun esteitä sekä lisäämään kannustimia talouden toimeliaisuuden lisäämiseksi. Näin tavoitellaan talouden pitkän aikavälin potentiaalisten kasvumahdollisuuksien parantamista. Rakennepoliittisten toimien talousvaikutusten laskeminen ei kuitenkaan ole yksioikoista, ja erityisesti lyhyen aikavälin arvioihin liittyy monia epävarmuuksia.

Rakennepolitiikan vaikutukset euroalueen talouteen – teoreettisia näkökulmia

Rakennepoliittisten uudistusten vaikutuksia euroalueen talouteen on käsitelty teoreettisilla makrotaloudellisilla malleilla viime vuosina suhteellisen vähän. Joitakin tällaisia tutkimuksia on

¹ Ks. esim. Eggertsson – Ferrero – Raffo (2014).

² Ks. lähemmin OECD (2014) ja World Economic Forum (2013).



Marko Melolima
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

Taulukko.

Rakennepoliittiset toimenpiteet

<i>Alue</i>	<i>Esimerkkejä toimista</i>
<i>Työmarkkinat</i>	<i>Aktiiviset työmarkkinatoimet (esim. työnhaun tukeminen) Epäsäännöllistä työtä tekevien sosiaaliturvan parantaminen Ikääntyvän väestönosan työnteon kannustimien lisääminen ja eläkeiän nostaminen Naisten osallistumisasteen nostaminen (esim. julkista lastenhoito-palvelua laajentamalla) Palkkajärjestelmien joustavuuden lisääminen Työllisyyttä turvaavien lakien uudistaminen duaalisten työmarkkinoiden estämiseksi Työn välillisten kustannusten alentaminen Työntekijän palkkaamiseen ja irtisanomiseen liittyvän lainsäädännön selkiyttäminen Työnteon kannustimien lisääminen työkyvyttömyyskorvauksien ehtoja tiukentamalla Työnteon kannustimien lisääminen työttömyyskorvauksien ehtoja tiukentamalla Verotuksen painopisteen siirtäminen työn verotuksesta välilliseen verotukseen</i>
<i>Hyödykemarkkinat</i>	<i>Kilpailua vääristävien verohelpotusten ja tukien vähentäminen Kotimaisten markkinatoimijoiden suosimisen lopettaminen Lainsäädännön uskottavuuden lisääminen Lakiperusteisten markkinoillepääsyn esteiden poistaminen Suorien sijoitusten esteiden poistaminen Tullirajoitteiden poistaminen Valtion yritysomistusten vähentäminen Valtion sääntelemän hinnoittelun vähentäminen Verkostosektoreiden (energia, telekommunikaatio) kilpailun esteiden vähentäminen Yritysten perustamislupien saannin helpottaminen Yritysten toimintaa koskevan sääntelyn vähentäminen Yritystoimintaan liittyvien lupien ja hallinnollisten vaatimusten yksinkertaistaminen</i>
<i>Rahoitusmarkkinat</i>	<i>Lainsäädännön selkiyttäminen Toiminnan ja läpinäkyvyyden tehostaminen</i>
<i>Infrastrukturi</i>	<i>Julkisten investointien lisääminen Yksityisen sektorin investointien kannustimien lisääminen</i>
<i>Koulutusjärjestelmä</i>	<i>Ensi asteen koulutuksen tehokkuuden ja laajuuden parantaminen Jatkokoulutuksen tehokkuuden ja laadun parantaminen</i>
<i>Innovaatio</i>	<i>Julkisen ja yksityisen sektorin yhteisprojektien tukeminen Patenttioikeuslainsäädännön tehostaminen Tehokkuuden ja laadun tukeminen</i>
<i>Lähteet: OECD ja World Economic Forum.</i>	

kuitenkin julkaistu. Esimerkiksi Gomes ym.³ ovat analysoineet rakennepoliittisten toimien vaikutuksia laajan modernin makromallin⁴ avulla. Mallissa rakennepoliittiset uudistukset tehdään vähitellen viiden vuoden kuluessa ja politiikantekijä toteuttaa ne vaikuttamalla voittomarginaaleihin sekä kilpailuun työ- ja hyödykemarkkinoilla. Tutkimuksessa tarkastellaan erikseen tilanteita, joissa uudistuksia tehdään euroalueen eri maaryhmissä (eli käytännössä kriisimaissa ja ei-kriisimaissa) ja eri markkinoilla (eli työ- ja hyödykemarkkinoilla). Tutkimustulosten mukaan rakenneuudistukset ovat talouskasvun kannalta pitkällä aikavälillä positiivisia, koska kilpailun lisääntyminen markkinoilla johtaa työllisyyden ja kokonaistuotannon kasvuun. Eri maaryhmien kesken koordinoitujen rakenneuudistukset olisivat mallin mukaan vielä hyödyllisempiä, koska maakohtaisten uudistusten aiheuttama vientiä heikentävä suhteellisten hintojen muutos maaryhmien välillä olisi tässä tapauksessa pienempi. Myös talouskehitys maaryhmien kesken olisi yhtenäisempää koordinoitujen uudistusten tapauksessa. Tutkimuksen mukaan on lisäksi hyödyllistä tehdä hyödykemarkkinoiden rakenteellisia uudistuksia ennen työmarkkinoiden vastaavia uudistuksia, koska lyhyellä aikavälillä ensin mainitun toimen

³ Gomes – Jacquinet – Mohr – Pisani (2011).

⁴ Tällaisilla malleilla tarkoitetaan ns. uuskeynesiläisiä dynaamisia stokastisia yleisen tasapainon (DSGE)-malleja, joissa yritysten, kotitalouksien ja talouspoliittisten toimijoiden rationaalinen voittoa maksimoiva käyttäytyminen ottaa huomioon työ- ja hyödykemarkkinoiden kokonaistaloudellisen tasapainon tiettyjen hintajäykkyyksien vallitessa. Malleissa simuloidaan tyyppisesti erilaisia makrotaloudellisia sokkeja ja tutkitaan, miten sokit vaikuttavat talouden dynamiikkaan muuttujien sopeutuessa kohti uutta tasapainotilaa.

positiiviset reaali-palkkoja nostavat vaikutukset kompensoivat jälkimmäisen toimen negatiivisia vaikutuksia. Näin lievennetään rakennepoliittisten uudistuksen negatiivisia lyhyen aikavälin vaikutuksia, mikä on olennaista euroalueen kriisimaissa viime vuosina nähdystä tilanteesta.

Rakennepoliitiikan vaikutuksia euroalueen aggregaattitasolla ovat puolestaan tutkineet Eggertsson ym. modernilla makromallilla, jossa politiikantekijä voi vaikuttaa voittomarginaaleihin ja kilpailuun työ- ja hyödykemarkkinoilla säätelemällä veroastetta.⁵ Tämänkin tutkimuksen mukaan rakennepoliittisillä toimilla on aina pitkällä aikavälillä positiivisia vaikutuksia euroalueen talouskasvuun, koska mallissa alhaisempi veroaste lisää kilpailua ja kokonaistuotantoa. Lyhyen aikavälin vaikutukset ovat kuitenkin epäselvemmät silloin, kun rahapolitiikassa ollaan nollakorkorajalla – kuten euroalueella tällä hetkellä. Tämä johtuu siitä, että rakenneuudistuksilla on inflaatiota hidastava vaikutus lyhyellä aikavälillä, koska uudistukset lisäävät tuottavuutta ja siten alentavat yksikkökohtaisia lopputuotteiden hintoja. Normaalisti keskuspankki reagoi mallissa tähän muutokseen laskemalla ohjauskorkoaan, jolloin reaalikorko (ja sitä kautta taloustoimijoiden kimmoke lykätään kulutustaan ja investointejaan tulevaisuuteen) ei nouse. Nollakorkorajan tullessa vastaan keskuspankki ei kuitenkaan kykene laskemaan ohjauskorkoaan, mikä johtaa tutkimuksen mukaan väliaikaisesti reaalikoron nou-

⁵ Eggertsson – Ferrero – Raffo (2014).

Tutkimusten mukaan rakennepoliittisilla toimilla on pitkällä aikavälillä positiivisia vaikutuksia.

suun ja kokonaiskysynnän supistumiseen. Negatiivinen vaikutus kokonaiskysyntään on vielä suurempi, mikäli rakennepoliittisten uudistusten ei uskota olevan pysyviä. Tällöin taloustoimijat eivät usko tulojensa kasvavan pidemmälläkään aikavälillä, ja tämä heikentää entisestään uudistusten kokonaiskysyntää ja talouskasvua piristäviä vaikutuksia. Eggertsonin ym. tuloksien on kuitenkin todettu muuttuvan lyhyen aikavälin talouskehityksenkin osalta positiivisemmiksi, jos rakenneuudistukset (ja sitä kautta tuottavuuden kasvu) toteutetaan vähitellen.⁶

Esimerkkinä erilaisesta tavasta lähestyä euroalueen rakennepoliittikkaa voidaan puolestaan pitää De Grauwen tuoretta tutkimusta.⁷ Tässä selvityksessä painotetaan sokin luonteen merkitystä rakennepoliittikan onnistumisen kannalta. Analyysin mukaan puhtaan lyhyen aikavälin kysyntäsokkiin tulisi reagoida vain suhdannepoliittikalla (eli raha- ja finanssipoliittikalla), kun taas pitkän aikavälin potentiaalista tuotantoa rapauttavaan tarjontasokkiin tulisi reagoida myös rakennepoliittikalla. De Grauwen näkemyksen mukaan euroalueen viimeaikaisessa kriisissä on kyse nimenomaan kysyntäsokista, jossa rakennepoliittiset toimet ovat omiaan alentamaan palkkoja sekä heikentämään työllisyyttä ja kokonaiskysyntää ja syventävät siten taantumaa. Näin ollen De Grauwen näkemys ei – edellä selostetuista tutkimuksista poiketen – ole yhteneväinen modernien makromallien kanssa.

⁶ Fernandez-Villaverde (2014).

⁷ De Grauwe (2014).

Näissä moderneissa malleissa myös rakennepoliittikan aiheuttamat talouden reaktiot kysyntäsokkiin voivat mahdollisesti olla lyhyelläkin aikavälillä positiivisia.

Kaiken kaikkiaan viimeaikainen teoreettinen kirjallisuus viittaa siihen, että rakenteellisilla uudistuksilla on positiivisia vaikutuksia talouskasvuun euroalueella. Nämä positiiviset vaikutukset voivat realisoitua suhteellisen nopeasti, mikäli uudistukset ovat taloustoimijoiden mielestä uskottavia ja mikäli ne toteutetaan vähittäin. Lisäksi on viitteitä siitä, että euroalueella uudistusten toteuttaminen koordinoitusti eri maissa olisi talouskasvun kannalta hyödyllistä.

Enemmän erimielisyyttä esiintyy kirjallisuudessa ja talouspoliittisessa keskustelussa yleisemminkin sen sijaan siitä, mitkä ovat rakennepoliittikan vaikutukset lyhyellä aikavälillä ja mikä yhteys rakennepoliittikalla tulisi olla suhdannepoliittikkaan viime vuosina koetun kaltaisessa talouskriisissä. Yhtäältä voidaan nähdä, että rakennepoliittiset toimet saattavat heikentää ratkaisevasti talouskriisissä olevan maan vallitsevaa taloustilannetta ja siten syventää taantumaa. Toisaalta voidaan argumentoida, että kestävä rakennepoliittiset uudistukset ovat välttämätön edellytys sille, että maan talous kykenee nousemaan jaloilleen, ja taloustoimijat myös ymmärtävät tämän ratkaisuisaan. Näin ollen kysymykseen rakenteellisten uudistusten lyhyen aikavälin vaikutuksista ei ole talousteorian pohjalta olemassa yksiselitteistä vastausta.

Rakennepolitiikan vaikutukset euroalueen talouteen – empiirisiä näkökulmia

Useat eri maita koskeneet empiiriset tutkimukset ovat osoittaneet rakennepoliittisten toimien positiiviset vaikutukset talouskasvuun, työllisyyteen ja tuottavuuteen pitkällä aikavälillä.⁸ Näin ollen empiirinen kirjallisuus tukee teoreettisen kirjallisuuden sanomaa rakennemuutosten hyödyllisyydestä. Seuraavaksi käydään läpi euroalueen rakennepolitiikan vaikutuksia valikoidun empiiristen mittareiden sekä Saksan työmarkkinareformeista saatujen kokemusten perusteella.

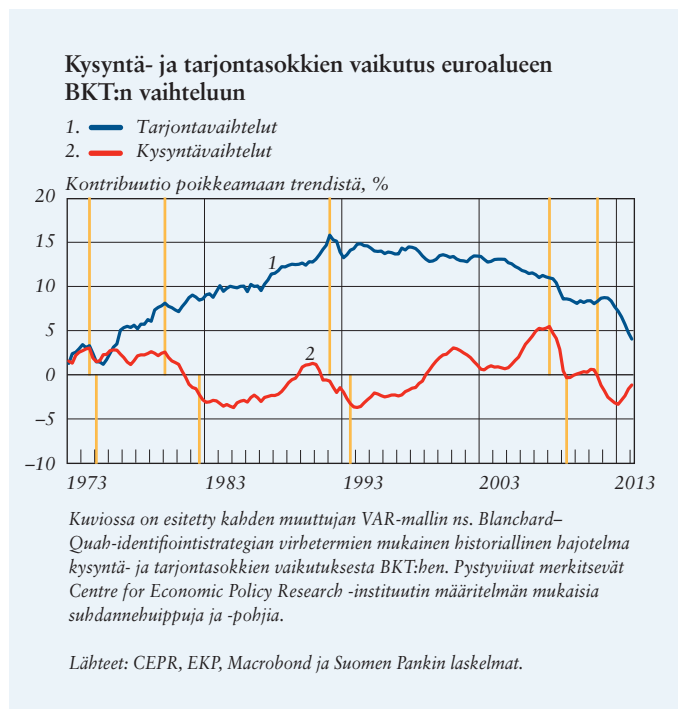
Euroalueen rakennepolitiikan mittareita

Teoreettisen keskustelun perusteella yksi avainkysymyksistä euroalueen rakennepoliittisten uudistusten tarpeessa on se, missä määrin viime vuosina nähty taantuma on kysyntälähtöistä (eli taloussuhdanteen vaihtelua) ja missä määrin tarjontalähtöistä (eli talouden rakenteiden muutoksista johtuvaa vaihtelua). Yksi yksinkertainen tapa tutkia asiaa on käyttää niin sanottua rakenteellista vektoriautoregressiivista (VAR) mallia. Tällaisen VAR-mallin tuleman perusteella voidaan tarkastella, missä määrin vaihtelut euroalueen BKT:n määrässä ovat johtuneet kysyntä- ja tarjontatekijöistä (kuvio 1).⁹ Nähdään,

⁸ Ks. esim. Bouis – Duval (2011).

⁹ Kyseessä on kahden muuttujan (työttömyysaste ja BKT) VAR-malli, joka on estimoitu ajanjaksoksi 1970/1–2014/1. Rakenteelliset kysyntä- ja tarjontasokit on mallissa identifioitu ns. Blanchard–Quah-menetelmää käyttäen rajoittamalla kysyntäsokkeiksi sellaiset sokit, joilla on vain lyhyen aikavälin vaikutus BKT:hen, ja tarjontasokkeiksi sellaiset, joilla on sekä lyhyen että pitkän aikavälin vaikutus BKT:hen.

Kuvin 1.



että vaikka viimeaikaisessa euroalueen taantumassa oli aluksi – eli vuonna 2008 – kyse lähinnä kysyntäsokista, on tarjontasokin merkitys taantumien selittäjänä sittemmin selvästi kasvanut. On myös merkille pantavaa, että tarjontasokkeilla on ollut negatiivinen vaikutus jo 1990-luvun alusta lähtien. Nämä seikat viittaavat siihen, että talouden tarjontapuolen ongelmat ovat olleet kroonisia, ja ne ovat pahentuneet viime aikoina. Näin ollen – toisin kuin esimerkiksi De Grauwe (2014) väittää – rakennepoliittisten toimien tarve on euroalueella suuri, ja niillä voitaisiin merkittävästi parantaa talouden pitkän aikavälin kasvupotentiaalia.

Rakennepoliittisten toimien tilaa ja edistymistä eri maissa voidaan tarkastella myös erilaisten talouden

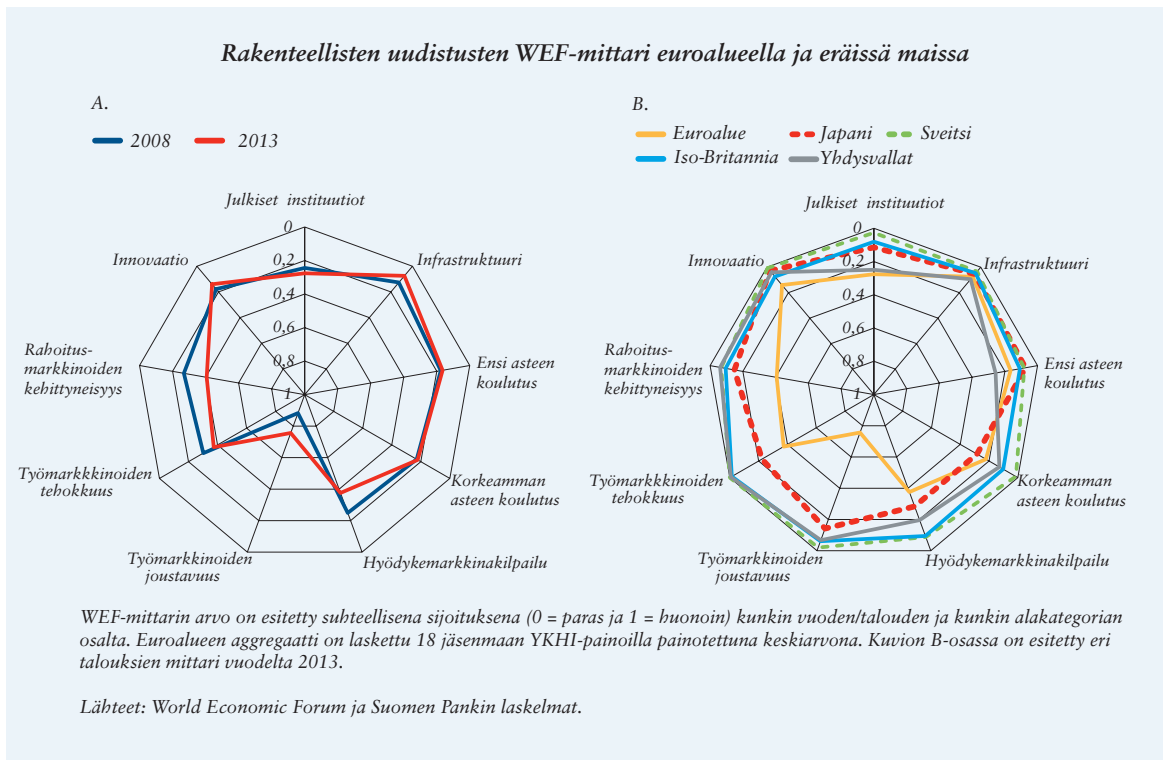
rakenteita kuvaavien mittareiden avulla. Vertailtavuutensa ja ajantasaisuutensa vuoksi näistä parhaiten tähän tarkasteluun sopivat World Economic Forumin (WEF) vuonna 2013 julkaiseman kilpailukykyindikaattorin valikoidut aluerät.¹⁰ Kun tarkastellaan näiden aluerien perusteella euroalueen sekä eräiden muiden keskeisten talouksien suhteellisia sijoituksia (kuvio 2),

¹⁰ World Economic Forum (2013). World Economic Forum laskee laajaa maajoukkoa koskevia erilaisia maiden kilpailukykyyn liittyviä mittareita, jotka julkaistaan vuosittain. Mittareista on tässä tarkastelussa valikoitu rakennepoliittisesti merkittävimmät (vrt. taulukossa esitetty jaottelu). Sen mukaan, mikä on suhteellinen sijoitus tarkasteltavassa aluerässä (tai koko aggregaatissa), ensimmäiseksi sijoittunut maa saa arvon 0 ja viimeiseksi sijoittunut arvon 1. Vertailukohtina on käytetty ennen talouskriisiä vallinnutta tilannetta (2008) ja viimeisintä käytettävissä olevaa tilannetta (2013). Vuoden 2008 tutkimuksessa oli mukana 134 maata ja vuoden 2013 tutkimuksessa 148 maata.

euroalueen voisi olettaa kehittyneenä taloutena sijoittuvan lähelle kärkeä WEF-mittareilla mitattuna, koska suurin osa tutkimuksen maista on kehittyviä talouksia. Suurimmaksi osaksi näin onkin, mutta erityisesti työmarkkinoiden joustavuuden¹¹ osalta euroalueen sijoitus on hyvin heikko. Samoin rakennemuutosten edistys on WEF-mittarin mukaan ollut kriisin aikana varsin vähäistä, joskaan mittarissa eivät vuonna 2014 ole mukana erityisesti kriisimaissa toimeenpannut uudistukset. Myöskään kansainvälisessä ver-

¹¹ Työmarkkinoiden joustavuus sisältää palkkojen joustavuuden, palkkaus- ja erottamiskäytäntöjen joustavuuden, työmarkkinaosapuolten yhteistyön ja verotuksen vaikutuksen työn kannustimiin. Työn tehokkuuden määrittelyssä sisältävän alueriä, jotka liittyvät mm. tuottavuuteen, maan kykyyn houkutella koulutettua työvoimaa sekä naisten osallistumisasteeseen.

Kuvio 2.



tailussa euroalue ei esiinny edukseen. Työ- ja hyödykemarkkinoiden, rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyyden, innovaation ja instituutioiden suhteen euroalueella on parantamisen varaa, kun taas infrastruktuuri ja koulutus ovat kansainvälisessä vertailussa kilpailukyisiä.

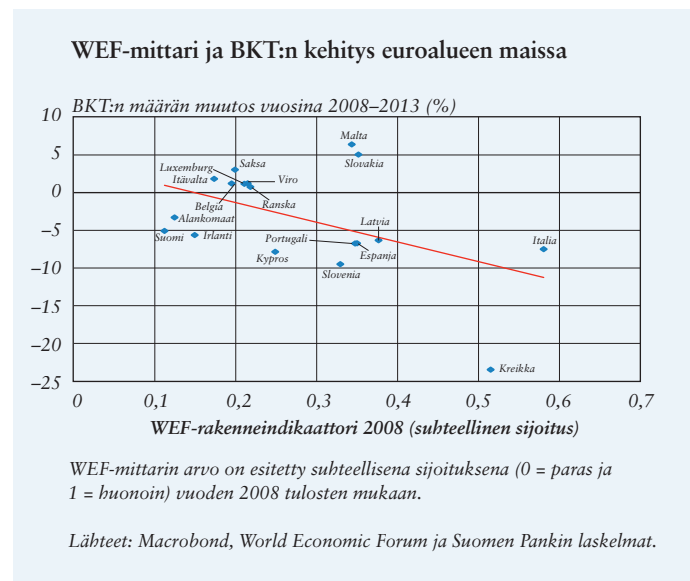
Euroalueen tarve rakenneuudistuksiin ilmenee myös esimerkiksi viimeaikaisesta Euroopan komission analyysistä.¹² Kesäkuussa 2014 julkaistussa rakenteellisia epätasapainoja käsittelevässä raportissa todetaan, että euroalueella on tehty suuri määrä rakenteellisia uudistuksia esimerkiksi talouden instituutioiden ja rahoitusmarkkinoiden valvonnan tehostamisen saralla. Silti uudistustarve on edelleen merkittävä. Komissio katsoo mm., että koko euroalueella on tarvetta työ- ja hyödykemarkkinoiden toimivuuden parantamiseen sekä kehitys- ja tutkimustyön tehostamiseen kasvupotentiaalin kohentamiseksi. Työmarkkinoilla kannustimien lisääminen siirtämällä verotuksen painopistettä työmarkkinoilta kohti kulutusta, energiaa ja asuntovarallisuutta samoin kuin toimenpiteet työurien pidentämiseksi nähdään keskeisiksi uudistustarpeiksi. Hyödykemarkkinoilla puolestaan reformien eteneminen on ollut vaivalloista, ja huomattavia kilpailun esteitä erityisesti palvelusektorilla on syytä edelleen karsia.

¹² Komissio tuottaa analyysia EU-maiden talouksien rakenteellisten uudistusten tilasta vuosittaista ns. EU-ohjausjakson (European Semester) prosessia varten. Tässä prosessissa arvioidaan mm. rakenteellisen epätasapainon korjaantumista ja kansallisten politiikka-suunnitelmien toteutumista. Ks. esim. Euroopan komissio (2014).

Euroalueen rakenneuudistusten hyödyistä talouskasvun kannalta on myös selvää empiiristä näyttöä. Viime vuosien talouskriisin aikana koettu maakohtainen kehitys korostaa rakennepolitiikan merkitystä siinä, miten hyvin eri maat ovat selvinneet kriisistä (kuvio 3). Vuoden 2008 WEF-mittarin sijoituksella ja vuosien 2008–2013 talouskasvulla on selvä korrelaatio¹³. Parempi WEF-mittarin mukainen sijoitus on keskimäärin ollut yhteydessä maan parempaan talouskehitykseen. Näin ollen on perusteltua väittää, että rakenteelliset uudistukset auttavat taloutta selviämään siihen kohdistuvista sokeista. Tämä päätelmä pätee myös, mikäli Kreikan poikkeuksellinen sijainti kuviossa 3 jätetään ottamatta huomioon. Huomionarvoista on myös Suomen talouskasvun suhteellinen

¹³ Tämä korrelaatio on 95 prosentin luottamusvälillä tilastollisesti merkitsevä.

Kuvio 3.



heikkous rakenneindikaattorin suotuisaan sijoitukseen nähden.

Saksan 2000-luvun työmarkkina-reformien opetukset

Ehkä merkittävimpiä viimeisen vuosikymmenen aikana euroalueella toteutettuja rakenteellisia uudistuksia olivat Saksan 2000-luvun puolivälin työmarkkinareformit (ns. Hartz-reformit).¹⁴ Näiden reformien vaikutusten perusteella voidaan mahdollisesti tehdä päätelmiä myös muualla euroalueella viime vuosina toteutettujen uudistusten tulevasta vaikutuksista. Hartz-reformeista tärkein oli tammikuussa 2005 toimeenpantu ns. Hartz IV, jossa muutettiin merkittävästi maan työttömyysturvajärjestelmää lisäämällä työnteon kannustimia työttömyysturvan kestoa ja kattavuutta leikkaamalla. Tutkimusten mukaan reformeilla oli pitkällä aikavälillä työttömyyden vähenemisenä ja vahvempana talouskasvuna näkyneitä positiivisia vaikutuksia, joskin arviot vaikutusten suuruudesta vaihtelevat. Esimerkiksi Krebs ja Scheffel ovat todenneet Hartz-reformien aikaansaaman työn tarjonnan kasvun aiheuttaneen rakenteellisen työttömyysasteen laskua 1,5 prosenttiyksikön verran, kun taas Krausen ja Uhligin mukaan varsinainen työttömyysaste laski vajaat 3 prosenttiyksikköä.¹⁵ Sen sijaan Launovin ja Wälden tutkimuksen mukaan vaikutus työttömyysasteeseen olisi ollut vain 0,1 prosenttiyksikköä.¹⁶ Kahden ensin mainitun tutkimuksen mukaan

¹⁴ Tarkemmin Saksan työmarkkinareformeja on käsitellyt esimerkiksi Schmöllner (2013).

¹⁵ Krebs – Scheffel (2013), Krause – Uhlig (2012).

¹⁶ Launov – Wäldner (2013).

työttömyysasteen muutos oli suhteellisen nopea. Reformeilla oli työttömyysastetta laskeva vaikutus lähes heti ja rakenteellista työttömyyttä vähentävä vaikutus noin yhden vuoden kuluttua reformien täytäntöönpanosta (eli tammikuusta 2005), ja työttömyysaste laski lähes kokonaisuudessaan muutaman vuoden kuluessa. Reformit ovat myös merkittävästi vähentäneet viime vuosien globaalin talouskriisin vaikutuksia Saksan talouteen.

Toisaalta tutkimuksissa myös todetaan, että Saksan reformien vaikutukset olisivat selvästi vaimeammat sellaisissa euroalueen maissa, joissa työmarkkinoiden kannustinongelmat ovat vähäisemmät kuin Saksassa ennen reformeja. Tällainen tilanne vallitsee euroalueen muissa suurissa maissa, joissa työmarkkinoiden ongelmat liittyvät tyypillisesti enemmän työn kysynnän segmentoitumiseen kuin työn tarjonnan kannustimiin. Lisäksi on pidettävä mielessä, että reformeilla on ollut myös negatiivisia vaikutuksia. Vaikuttaa siltä, että reformien johdosta matalapalkkaisten osajoukon työllisten osuus on kasvanut samalla kun köyhyys ja taloudellinen epätasa-arvo ovat yleistyneet.¹⁷ Kaiken kaikkiaan Saksan työmarkkinareformit eivät näyttäisi tarjoavan kovin selkeää kiinnokohtaa euroalueen nykyisten rakenneuudistusten vaikutuksia analysoitaessa.

Rakennepoliittiset toimet eräissä euroalueen maissa

Koska rakennepoliittiset toimet ja rakennepoliitiikan tila (kuviot 4) ovat

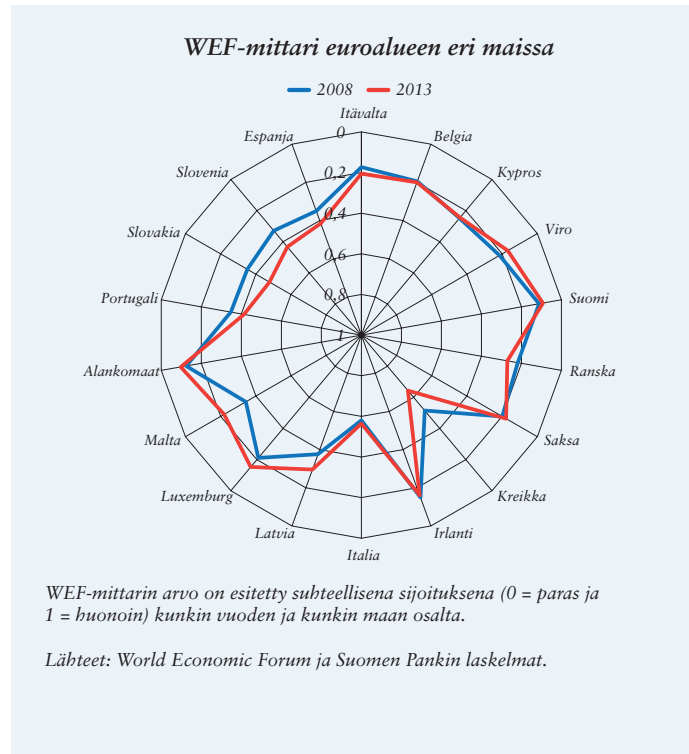
¹⁷ Schmöllner (2013).

viime vuosina olleet hyvin erilaisia euroalueen eri maissa, on syytä tarkastella euroalueen maakohtaista kehitystä. Erityisesti keskitytään euroalueen neljän suurimman maan (Saksa, Ranska, Italia, Espanja) sekä kriisissä eniten kärsineen maan (Kreikka) rakennepoliittikkaan. Myös Suomen rakennepoliittisia toimia käsitellään lyhyesti. Tämä rakennepoliittisten haasteiden ja toimien tarkastelu perustuu lähinnä Euroopan komission ja OECD:n säännöllisiin seurantaraportteihin.¹⁸

Saksan talouskehitys on viime vuosien aikana ollut useimpiin muihin euroalueen maihin verrattuna suhteellisen suotuisaa. Saksa on hyötynyt mm. edellä kuvatuista 2000-luvun työmarkkinaudistuksista, jotka ovat osaltaan vaikuttaneet siihen, että maalla on kilpailukykyinen työvoima ja menestyksessä vientisektori. Pidemmän aikavälin kasvupotentiaalin parantaminen on kuitenkin maan haasteena, varsinkin kun työvoiman ikääntymisdynamiikka on erityisen epäsuotuisaa talouskasvun kannalta. WEF-mittarin mukaan Saksan suurimmat ongelmat liittyvät työmarkkinoiden joustavuuteen, mutta myös hyödykemarkkinoiden kilpailua kuvaava indeksi on muihin vastaavan tulotason maihin verrattuna heikko. Tämä indeksi kuvastaa erityisesti kilpailun esteitä palvelusektorilla, joka on jäänyt tuottavuudessa jälkeen vientivetoisesta teollisuussektorista. Työmarkkinoita puolestaan vaivaa suhteellisen suuri verokiila erityisesti pienituloisten osalta. OECD:n rakenneraportin suositusten mukaan Saksan tulisi

¹⁸ Euroopan komissio (2014), OECD:n rakenneraportit (2013 ja 2014).

Kuvio 4.



mm. siirtyä verotuksessa enemmän välilliseen (ympäristö- ja asuntomarkkinoiden) kuin työn verotukseen, parantaa korkeakoulutuksen laatua, vähentää kilpailun esteitä palveluissa ja lisää kannustimia naisten työpanoksen kasvattamiseksi. Euroopan komissio nostaa esiin samoja seikkoja ja peräänkuuluttaa myös julkisia investointeja infrastruktuuriin ja innovaatioon maan kasvupotentiaalin parantamiseksi.

Ranskan talous on kärsinyt globaalin taloustaantumun seurauksista ajautumatta akuuttiin kriisiin. Maan pidemmän aikavälin kasvupotentiaali näyttää kuitenkin heikolta. Talouden pääongelmia ovat suhteellisen suuri työttömyys ja työmarkkinoiden jäykkyys. Työmarkkinoiden verokiila on suuri, ja maan halli-

tus on esittänyt verohelpotuksia yrityksille lisätäkseen kannustimia parantaa työllisyyttä. Ikääntyvään väestönosaan kohdistuvia kannustimia työllisyyden kasvattamiseksi on niin ikään tarvetta lisätä. Vaikka joitain toimia työmarkkinoiden segmentoitumisen vähentämiseksi on tehty, on siirtyminen väliaikaisista pysyviin työsuhteisiin työntekijälle yhä edelleen vaikeaa. Ranskan tulisi myös kohentaa koulutuksen laatua, tehokkuutta ja tasapuolisuutta, mikä auttaisi vähentämään huomattavaa nuorisotyöttömyyttä. Maassa on niin ikään tarve lisätä yrityssektorin kannustimia innovaatioon ja vähentää palvelulojen kilpailun esteitä.

Italian talouskasvu on viime vuosi-
na ollut hyvin heikkoa, ja maan talou-
den rakenteelliset ongelmat juontavat
juurensa jo finanssikriisiä edeltävältä
ajalta. Tämä on näkynyt myös WEF-
mittarin heikkoina tuloksina (kuvio 4).
Rakenteellinen työttömyys on suuri eri-
tyisesti nuorison keskuudessa, ja naisten
työllisyysaste on alhainen. Maan hallin-
non tulisi ponnistella erityisesti työt-
tömien nuorten ja naisten työnhaun
aktivoimiseksi. Myös koulutuksen laa-
tua tulisi pyrkiä parantamaan. Palvelu-
aloilla on merkittäviä kilpailun esteitä,
vaikka niitä onkin viime aikoina pyritty
purkamaan. Valtiontalouden tehokkuu-
den, korruption ja harmaan talouden
kannalta Italia on muihin suuriin euro-
alueen maihin nähden heikossa asema-
ssa, mikä osaltaan huonontaa maan
talouden kasvupotentiaalia. Kaiken
kaikkiaan Italiassa on edessään suuria
haasteita köyhyyden torjumisessa sekä
maan kasvupotentiaalin ja kilpailuky-
vyn kohentamisessa.

Espanjan talous ajautui finanssi-
kriisin aikana lamaan, josta se on nyt
vähitellen toipumassa. Maan kasvunä-
kymät ovat kuitenkin yhä hauraat, ja
kasvupotentiaalin lisäämiseksi tarvitaan
pitkäjänteisiä rakenteellisia toimia. Työ-
markkinoiden tila on Espanjassa edel-
leen hyvin heikko. Maassa oli ennen
talouskriisiä vahvasti kahtia jakautu-
neet työmarkkinat, jotka suojelivat
vakituksessa työsuhteessa pitkään ollei-
ta. Tämän segmentoituneisuuden
vähentämisessä ja työmarkkinoiden yri-
tyskohtaisen joustavuuden lisäämisessä
on kriisin aikana edistytty, mikä on
kohentanut myös maan ulkomaan-
kaupan kilpailukykyä. Kriisin myötä
pitkäaikaistyöttömyys ja sosiaalinen
syrjäytyminen ovat kuitenkin lisäänty-
neet merkittävästi, ja tilanteen korjaa-
minen vaatii hallitukselta aktiivisia
työllistämistoimia, koulutusjärjestelmän
kattavuuden parantamista ja työmark-
kinainstituutioiden reformeja. Hyödy-
kemarkkinoista puolestaan erityisesti
kaupan alalla ja infrastruktuurimarkki-
noilla (kuten energian jakelussa ja lii-
kenteessä) on Espanjassa kilpailun
esteitä, joiden karsiminen on vähitellen
viime vuosina käynnistynyt.

Euroalueen kriisimaista syvimpään
lamaan on viime vuosina vajonnut
Kreikka, joka joutui turvautumaan
vuonna 2010 EU:n ja Kansainvälisen
valuuttarahaston IMF:n tukiohjelmaan
valtionalouden tasapainottamiseksi ja
talouden syöksykierteen katkaisemisek-
si. Mittavat rakenneuudistukset ovat
olennainen osa EU:n ja IMF:n ohjelman
ehtoja ja tärkein edellytys sille, että
Kreikan talous kykenee tulevaisuudessa
kasvamaan kestäväällä tavalla. Ohjel-

massa vaaditut rakenneuudistukset ovat kattavia ja laaja-alaisia, ja ne liittyvät mm. veronkeruun, lainsäädännön ja julkishallinnon tehostamiseen, arvonalisäverojärjestelmän uusimiseen, korruption vähentämiseen, terveydenhuollon modernisoimiseen, eläkereformiin sekä koulutusjärjestelmän ja energiahuollon parantamiseen. Kreikassa on jo tehty mittavia työmarkkinareformeja mm. tehostamalla työaikojen ja palkkojen joustavuutta sekä vähentämällä työ-sopimusten jäykkyyksiä, mutta kannustimien lisäämiseen ja huomattavan nuorisotyöttömyyden ehkäisyyn liittyy edelleen suuria haasteita. Hyödyke-markkinareformien eteneminen on ollut hitaampaa, ja erityisesti suojeltujen palvelualan ammattien määrä on pysynyt kansainvälisesti katsottuna Kreikassa hyvin suurena, mikä syö maan tuottavuutta ja kilpailukykyä.

Suomen talous on ajautunut viime vuosina sitkeään taantumaa, ja kasvunäkymät ovat vaisut.¹⁹ Maamme on kärsinyt erityisesti käynnissä olevasta talouden rakennemuutoksesta ja viennin heikosta kilpailukyvästä. Suomen pitkän aikavälin kasvupotentiaalin kannalta keskeinen haaste on työvoiman tarjonnan lisääminen työuria pidentämällä ja työllistymisen kannustimia lisäämällä. Lisäksi pitkäaikaisyöttömyyttä tulisi torjua kohdenne-tuilla aktivoimistoimilla. Vähittäis-kaupassa puolestaan olisi tarvetta kilpailun vapauttamiseen tähtääviin toimiin, sillä vähittäiskaupasektori on yksi EU-maiden säännellyimmistä. Myös viennin kilpailukyvyn palautta-

minen innovaatiota tukemalla on yksi rakenteellisten toimien haasteita.

Rakenteellisten uudistusten tarve suuri

Kuten usein talouspoliittisten ratkaisujen kokonaistaloudellisia vaikutuksia arvioitaessa voidaan rakennepoliitiikan tapauksessa esittää eri näkökulmia ratkaisujen paremmuudesta ja järkevyydestä.²⁰ Sekä empiiriset että teoreettiset tutkimustiedot viittaavat siihen, että rakennepoliittisilla uudistuksilla on pitkällä aikavälillä taloudellista hyvinvointia lisääviä vaikutuksia. Lyhyellä aikavälillä nämä vaikutukset ovat kuitenkin kyseenalaisemmat. Erityisesti työmarkkinauudistuksiin saattaa liittyä työllisyyden heikkenemisenä ja palkkojen laskuna ilmeneviä negatiivisia vaikutuksia, jotka ovat omiaan syventämään monien euroalueen talouksien tällä hetkellä kokemaa taantumaa. Rakenteellisiä uudistuksia tehdään nyt poikkeuksellisen epävarmassa taloustilanteessa, jossa päätöksentekijät joutuvat tapauskohtaisesti punnitsemaan erilaisia arvovalintoja ja taloudellisia seuraamuksia.

Kokonaisuudessaan euroalueen rakennepoliitiikan tarkastelu viittaa vahvasti siihen, että rakennepoliittisiin uudistuksiin on kipeästi tarvetta. Pidemmällä aikavälillä tämä on ainoa tie talouden tuotantopotentiaalin kasvattamiseen tilanteessa, jossa useiden euroalueen talouksien tuleva pitkän aikavälin kehitys ja julkisen talouden kestävyys näyttävät synkiltä. Eri maissa on tarvetta laajaan joukkoon erilaisia rakenteellisia uudistuksia. Yhtenä

Rakennepoliittiset uudistukset lisäävät hyvinvointia, vaikka lyhyellä aikavälillä vaikutukset voivat olla jopa negatiivisia.

¹⁹ Suomen taloudesta ja sen näkymistä, ks. Euro & talous 3/2014: Talouden näkymät.

²⁰ Esimerkkinä tästä keskustelusta ja rakennepoliittisten uudistusten hyödyistä, ks. BIS (2014).

yhteisenä nimittäjänä euroalueen suurimpien maiden välillä ovat kuitenkin työmarkkinoiden toimintaan liittyvät jäykkyydet. Rakenteellisten uudistusten toteuttaminen työmarkkinoilla aikana, jolloin taloudella menee heikosti, on poikkeuksellisen haastavaa. Näin ollen ei ole yllättävää, että työmarkkinauudistuksiin erityisesti euroalueen kriisimaissa on liittynyt merkittäviä poliittisia ja yhteiskunnallisia jännitteitä ja sosiaalisia ongelmia.

Rakenteellisiin uudistuksiin liittyvien lyhyen aikavälin riskien lieventämiseksi on tärkeää, että suhdanepolitiikka joustaa mahdollisuuksiensa mukaisesti talouteen kohdistuvien sokkien pehmentämiseksi. Euroalueen rahapolitiikka on vähäisten inflaatiopaineiden oloissa toiminut juuri näin ja ollut jo pitkään kasvua tukevaa. Perinteisen rahapolitiikan liikkumavara on huvennut Euroopan keskuspankin ohjauksen lähestyessä nollaa, jolloin rahapolitiikan epätavanomaiset keinot ovat tulleet keskeisiksi.²¹ Rahapolitiikalla ei voida kuitenkaan vaikuttaa euroalueen talouden pitkän aikavälin kasvupotentiaaliin, vaan ainoastaan luoda lyhyeksi aikaa tilaa tarvittavien rakennepoliittisten uudistusten toteuttamiselle.

Asiasanat: euroalue, rakenteelliset uudistukset, talouspolitiikka, talouskriisi

²¹ Euroopan keskuspankki esitteli uusia epätavanomaisen rahapolitiikan välineitä 5.6.2014. Ks. http://www.suomenpankki.fi/fi/suomen_pankki/ajankohtaisia/maat_uutiset/Pages/uutinen2_140605.aspx.

Lähteet

- BIS (2014) 84th Annual Report 2013. 1 April 2013–31 March 2014. Basel.
- Bouis, R. – Duval, R. (2011) Raising potential growth after the crisis: A quantitative assessment of the potential gains from various structural reforms in the OECD area and beyond. OECD Economics Department Working Papers 835. OECD Publishing.
- De Grauwe, P. (2014) Yes, it's the economy, stupid, but is it demand or supply? CEPS Commentary, 24 January 2014.
- Eggertsson, G. – Ferrero, A. – Raffo, A. (2014) Can Structural Reforms Help Europe? *Journal of Monetary Economics*, 61, 2–22.
- Euroopan komissio (2014) Council Recommendation on 2014 national reform programme. Commission Staff Working Document. Assessment of the 2014 national reform programme and stability programme (euroalue, Espanja, Italia, Kreikka, Ranska, Saksa, Suomi).
- Fernandez-Villaverde, J. (2014) Discussion of "Can Structural Reforms Help Europe?". *Journal of Monetary Economics*, 61, 23–31.
- Gomes, S. – Jacquinot, P. – Mohr, M. – Pisani, M. (2011) Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries: a model-based assessment. ECB Working Paper No. 1323.
- Krause, M. – Uhlig, H. (2012) Transitions in the German labor market: Structure and crisis. *Journal of Monetary Economics*, 59, 64–79.
- Krebs, T. – Scheffel, M. (2013) Macroeconomic Evaluation of Labor Market Reform in Germany. *IMF Economic Review*, 61:4, 664–701.
- Launov, A. – Wälde, K. (2013) Estimating incentive and welfare effects of nonstationary unemployment benefits. *International Economic Review*, 54:4, 1159–1198.
- OECD (2013) Economic Policy Reforms. Going for Growth.
- OECD (2014) Economic Policy Reforms. Going for Growth. Interim Report.
- Schmöller, M. (2013) Näkökulma Saksan "työllisyysihmeeseen": työmarkkinatoteumat ja hyvinvointi työmarkkinoiden muutoksen jälkeen. *BoF Online*, 9/2013.
- World Economic Forum (2013) The Global Competitiveness Report. Full Data Edition. SRO-Kundig.

Miksi euroalueen pankkien luottoehdot ovat edelleen kireät?

1.9.2014

Lainananto kotitalouksille ja yrityksille on ollut jähmeää ja luottoehdot ovat säilyneet monissa euromaissa kireinä. Kesäkuussa 2014 EKP:n neuvosto päätti tukea pankkien lainanantoa yrityssectorille lupaamalla aloittaa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjan. Vaikka pankkisektorin merkitys rahapolitiikan välittymisessä reaali-talouteen on suuri, pankkien luottoehtojen muutosten taustatekijöitä euroalueella ei ole empiirisesti analysoitu. Tässä artikkelissa selvitetään EKP:n toteuttaman euroalueen pankkien luotonantokyselyn (Bank Lending Survey, BLS) avulla, missä määrin yritys-lainojen luottoehtojen muutokset johtuvat tarjonta- ja kysyntäpuolen tekijöistä, miten lainaa hakevan yrityksen koko vaikuttaa luottoehtoihin ja miten kriisiytyneiden maiden tilanne poikkeaa muista euromaista.

Euroalueella pankkisektorin merkitys rahapolitiikan välittymisessä reaali-talouteen on suuri. Yritysrahoituksesta noin 80 % myönnetään pankkilainoina. Lainakannan volyymin ja reaali-talouksen välillä on kuitenkin tutkimuksissa havaittu tilastollisesti heikoksi.¹ Jos estimoinneissa käytetään lainakannan sijasta muutoksia pankkien asettamissa luottoehdoissa, yhteys talouskasvuun on huomattavasti suurempi.²

Yritysluottojen ehtojen helpottuminen euroalueella ennakoitsee yritysluottojen volyymin että BKT:n kasvua kolmen neljän vuosineljänneksen kulut-

tua.³ Tästä huolimatta aiempaa empiirisistä tutkimuksista luottoehtojen taustalla olevista tekijöistä ei ole euroalueelta tehty. Seuraavassa käydään läpi euro-maiden pankkisektorien yritys-luottoehtojen kehitystä ja selvennetään mahdollisia syitä luottoehtojen muutosten taustalla vuoden 2008 jälkeisenä aikana. EKP:n luotonantokyselyn vastauksista tarkastellaan muutoksia 1) yleisissä yritys-luottoehdoissa, 2) yritys-lainojen vakuusvaatimuksissa, 3) PK-sektorille myönnettävien luottojen ehdoissa ja 4) suurille yrityksille myönnettävien luottojen ehdoissa.

Yleisillä luottoehdoilla tarkoitetaan kaikkia niitä taustatekijöitä, jotka liittyvät uusiin lainasopimuksiin. Näitä voivat olla mm. pantit, takaukset, vakuudet ja luottolimiitit, mutta myös pankin yleinen luotonantokulttuuri, lainavirkailijoiden kokemus ja virka-vuosien määrä tai luottopäätöksenteon hierarkkisuus.

Luottoehdot eroavat pelkästä luoton hinnasta siksi, että lainamarkkinoilla on paljon epäsymmetristä informaatiota: pankki tietää yleensä lainanhakijoistaan vähemmän kuin lainanhakijat itse. Muuttaessaan luottoehtojaan pankit kasvattavat etenkin pankkilainoista riippuvaisten asiakkaidensa ulkoisia rahoituskustannuksia. Vaikka tämä ei heti vaikuttaisikaan kokonaislainakantaan, yleisten luottoehtojen tiukentamisella on suora yhteys yritysten kokonaiskysyntään, haluun investoida ja sitä kautta kokonaistaloudelliseen aktiivisuuteen.



Eeva Kerola
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

¹ Ks. esim. Driscoll (2004), Ashcraft (2006), Lown – Morgan (2006).

² Ks. Adrian – Estrella – Shin (2010), De Bondt et al. (2010), Bassett et al. (2014), Lown – Morgan (2006), Asea – Blomberg (1998).

³ Euroalueen osalta esim. De Bondt et al. (2010) ja Cappelletto et al. (2010). Samansuuntaisia tuloksia ovat raportoineet myös Yhdysvalloista esim. Bassett et al. (2014).

Kyselyyn osallistui kustakin euromaasta edustava otos pankkeja, joiden myöntämien lainojen kanta on noin puolet euroalueen lainakannasta.

Kyselytietoja kerätty vuoden 2003 alusta lähtien

EKP:n kyselyä pankkien luotonannosta ja -kysynnästä on toteutettu euroalueella vuoden 2003 alusta lähtien.⁴ Kyselyyn vastaa jokaisesta euromaasta parhaiten kunkin maan pankkisektorin erityispiirteitä edustava otos pankkeja. Yhteensä kyselyyn osallistuu nykyään noin 130 pankkia, ja näiden pankkien myöntämien lainojen kanta vastaa noin 50:tä prosenttia koko euroalueen lainakannasta.

Luotonantokyselyssä pankeille esitetään esimerkiksi seuraaventyypisiä kysymyksiä: ”*Onko pankkinne kiristänyt tai löysentänyt yleisiä luottoehtojaan viimeisten kolmen kuukauden aikana?*”. Pankit vastaavat viisiportaisella asteikolla (1 = kiristänyt huomattavasti, 2 = kiristänyt jonkin verran, 3 = ehdot ovat pysyneet ennallaan, 4 = löysentänyt jonkin verran, 5 = löysentänyt huomattavasti). Yksittäisten pankkien tiedot tai vastaukset eivät ole julkisia, vaan tuloksista muodostetaan jokaisena vuosineljänneksenä jokaiselle maalle kaksi kokonaisindeksiä, jotka kertovat muutoksesta kyseisessä erässä.

Nämä kaksi kokonaisindeksiä ovat nettoprosentti ja diffuusioindeksi. Nettoprosentti on erotus luottoehtoja kiristäneiden (vastaukset 1 ja 2) ja niitä löysentäneiden (vastaukset 4 ja 5) pankkien välillä. Jos erotus on positiivi-

⁴ Kattava kuvaus BLS-luotonantokyselystä on esim. EKP:n työpöytäpaperissa Berg et al. (2005). Myös muualla keskeiset keskuspankit teettävät samanlaisia luottoehtokyselyitä. Vrt. *Senior Loan Officer Opinion Survey (SLOOS)* Yhdysvalloissa vuodesta 1967 lähtien, *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices on Large Japanese Banks* Japanissa vuodesta 2000 lähtien, *Bank of England Credit Conditions Survey* Isossa-Britanniassa vuodesta 2007 lähtien.

nen, luottoehtoja on kiristetty. Toisin kuin nettoprosentti diffuusioindeksi ottaa huomioon luottoehtojen kiristymisen tai löysentämisen voimakkuuden antamalla kaksinkertaisen painon vastauksille 1 ja 5 suhteessa vastauksiin 2 ja 4. Tässä artikkelissa luottoehtojen muutoksia kuvataan käyttämällä diffuusioindeksiä.

Kriisi sulatti pankkien likviditeetin

Lehman Brothers -investointipankin kaatuminen syyskuussa 2008 lamaanutti rahoitusmarkkinoiden toiminnan, kun rahoituslaitoksille kävi epäselväksi, minkä suuruiset vastuut milläkin osapuolella oli ja miten suuriksi tappiot lopulta kumuloituisivat. Epävarmuus halvaannutti pankkien keskinäiset lainamarkkinat ja sulatti rahoitusjärjestelmän likviditeetin. Kriisin syventyessä myös pankkitalletukset ja pankkien velkakirjaemissiot supistuivat (kuvio 1), mikä pienensi pankkien taseita entisestään. Myös pääoman ja varallisuuden suhteellisen huomattava kasvu loppui äkisti vuoden 2008 aikana.

Velkaerien supistumisen myötä pankkien luotonannon kasvu pysähtyi. Kesään 2014 tultaessa euroalueen rahoituslaitosten yhteenlaskettu lainakanta on supistunut yhteensä noin 11 % siitä, mitä se oli suurimmillaan, ja suhteessa alueen BKT:hen kutistuminen on ollut noin 40 prosenttiyksikköä (kuvio 2). Kokonaislainakannan supistuminen johtuu lainakannan voimakkaasta pienentymisestä GIIPS-maissa (Kreikka, Irlanti, Italia, Portugali ja Espanja). Muissa euromaissa lainakanta on pysynyt suhteellisen tasaisena vuoden 2008 loppupuolelta lähtien.

Ennen kriisiä etenkin GIIPS-maissa yksityinen sektori velkaantui vauhdilla. Vaikka velkaantumisen nopean kasvuvauhdin taittuminen on ollut osittain toivottavaa ja velkaantumisasteen hallittu alentaminen on ollut osa euroalueen tervehtymistä, pankkien luotonanto luottokelpoisillekin yrityksille on kriisin vuoksi vaikeutunut huomattavasti.

Pankkien likviditeetin saantiin kohdistuvaa epävarmuutta on vähennetty moninaisin toimenpitein. Eurojärjestelmä on hyväksynyt pankkien lainatoiveet ilman määrärajoitteita vakuuksia vastaan lokakuusta 2008 alkaen. Myös rahapolitiikan operaatioissa vakuuksiksi kelpaavien omaisuuserien määrää on lisätty. Pankkisektorille tarjotun rahoituksen juoksu-aikaa on niin ikään pidennetty useaan otteeseen kriisin aikana.

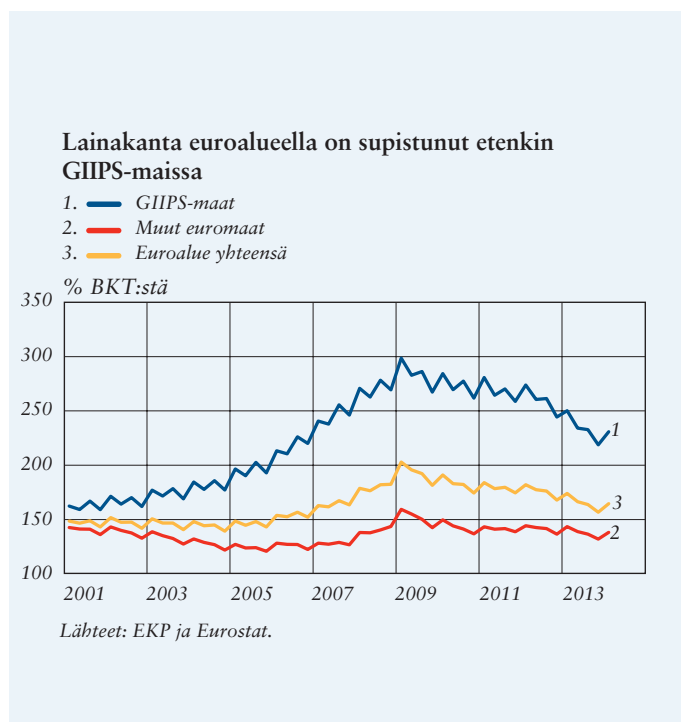
Vuoden 2011 lopulla euroalueen rahoitusmarkkinat joutuivat uudelleenlaiseen kriisiin. Valtioiden velkakriisin kärjistyminen näkyi pankkien varainhankinnan vaikeutumisena. Pankkien markkina-arvon heikentyminen ja luotonannun rapautuminen huononsivat niiden kannattavuutta entisestään. Taseen pienenemisen myötä pankit rajoittivat luotonantoaan kriisimaissa edelleen.

EKP:n neuvosto päätti syyskuussa 2012 rahapoliittisten suorien kauppajen ohjelmasta (Outright Monetary Transactions, OMT), jossa eurojärjestelmä voi rahapoliittisista syistä ostaa jälkimarkkinoilta lyhimpiä valtionlainoja. Liikkeeseenlaskijamaan tulee tällöin olla sitoutunut eurooppalaisten vakuumekanismien sopeutusohjel-

Kuvio 1.



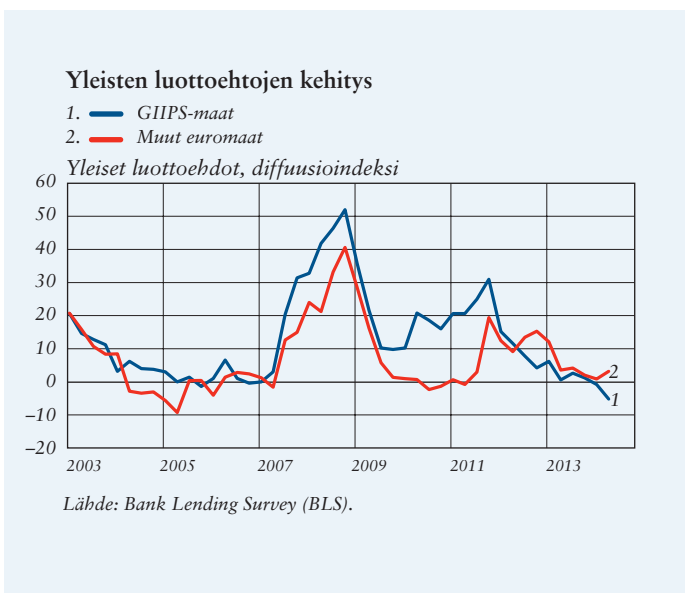
Kuvio 2.



Kuvio 3.



Kuvio 4.



maan. Yksityisen ja julkisen sektorin velkaantumisen purkaminen sekä kasvua tukeva rahapolitiikka ovatkin auttaneet sammuttamaan pahimmat maa-kohtaiset epävarmuustekijät. Euroalueen valtionlainojen tuottoeron (euro maiden keskimääräisen tuoton ja Saksan valtionlainojen tuoton ero) kehityksestä nähdään, että vaikka tuottoerot ovat pienentyneet huomattavasti vuoden 2012 huippulukemista, ne eivät ole saavuttaneet kriisiä edeltänyttä tasoa, vaan jääneet 1 prosenttiyksikön tuntumaan (kuvio 3).

Toimenpiteistä huolimatta luottoehdot pysyneet kireinä

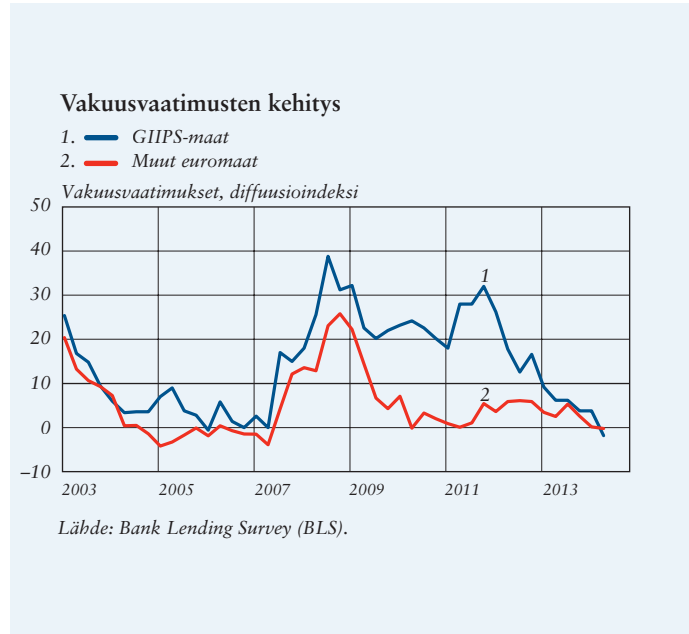
Mittavista toimenpiteistä huolimatta euroalueen pankkien soveltamat luottoehdot ovat kriisin alusta kiristyneet etenkin GIIPS-maissa. Yleiset luottoehdot (kuvio 4) ja vakuusvaatimukset (kuvio 5) tiukentuivat huomattavasti vuoden 2007 lopusta lähtien. Toinen yleinen nettomääräinen kiristymisen (eli luottoehtoja kiristäneiden pankkien suhteellisen osuuden kasvu luottoehtoja löysentäneiden pankkien osuutta suuremmaksi) alkoi velkakriisin myötä vuoden 2011 aikana. Senkin jälkeen suurempi osa luotonantokyselyyn osallistuneista pankeista on kiristänyt luottoehtojaan ja vakuusvaatimuksiaan kuin löysentänyt niitä, joskin ehtojaan kiristäneiden pankkien suhteellinen osuus on pikkuhiljaa vähentynyt. Vuoden 2007 loppupuolelta lähtien GIIPS-maissa kiristettiin luottoehtoja yleisesti enemmän kuin muissa euro maissa, mutta vuoden 2013 alun jälkeen tilanne muuttui päinvastaiseksi.

Vakuusvaatimuksia on tiukennettu kriisin alun jälkeen huomattavasti enemmän GIIPS-maissa kuin muissa euromaissa, ja nettomääräistä helpottumista (luottoehtoja löysentäneiden pankkien suhteellinen määrä on suurempi kuin luottoehtoja kiristäneiden) on nähtävissä molemmissa maaryhmissä ensimmäisen kerran vasta vuoden 2014 toisella vuosineljänneksellä.

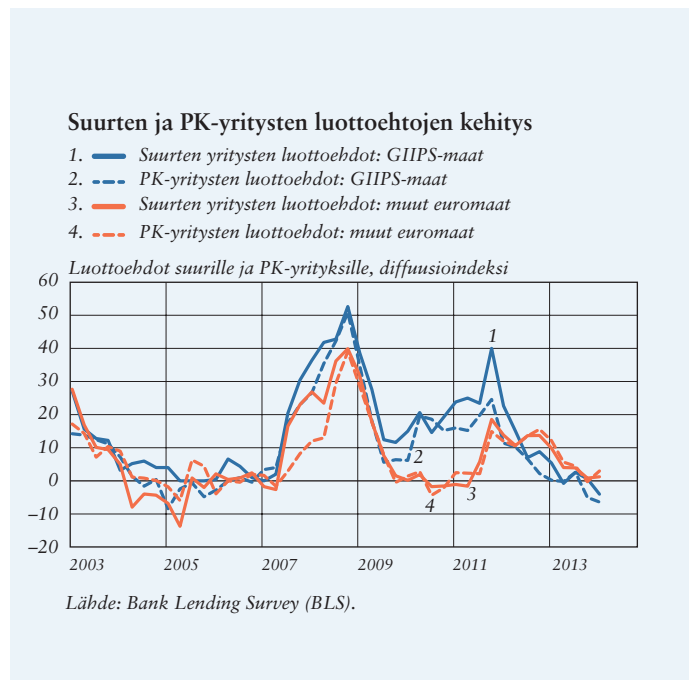
Pankkien yrityksille myöntämien luottojen ehdot saattavat riippua osittain yritysasiakkaiden koosta. Suuret yritykset ovat yleisesti ottaen riskittämpiä, ja niillä on pidempi todennettava historia lainanottajina. Pienten yritysten tapauksessa liikevoittojen supistuminen vähentää mahdollisuuksia sisäisen rahoituksen käyttöön. PK-yritykset ovat näin ollen huomattavasti riippuvaisempia pankkirahoituksesta, etenkin huonossa taloustilanteessa. Kun tarkastellaan suurten yritysten ja PK-yritysten luottoehtojen kehitystä erikseen GIIPS-maissa ja muissa euromaissa, havaitaan, että ennen vuotta 2007 yritysluottoehtojen muutokset GIIPS-maiden ja muiden euromaiden välillä olivat hyvin samansuuntaiset (kuvio 6). Kummassakin maaryhmässä oli ajanjaksoja, jolloin pankit eivät näyttäneet tekevän eroa suuren ja PK-yrityksen välillä luottoehtoja muuttaessaan. Vuoden 2007 lopun luottoehtojen kiristymisen jälkeen erot maaryhmien välillä kasvoivat, ja suurimmillaan ne olivat vuosina 2010 ja 2011.

GIIPS-maissa etenkin suurten yritysten luottoehdot kiristyivät enemmän kuin muissa euromaissa vuoden 2012 toiselle neljännekselle asti. Tämän jälkeen GIIPS-maissa on ollut havaittavista

Kuvio 5.



Kuvio 6.



sa luottoehtojen helpottumista molemmissa yritysryhmissä. Muissa euromaisissa suurten yritysten luottoehtoja tiukennettiin huomattavasti rankemmin kuin PK-yrityksien luottoehtoja aina vuoden 2009 alkuun saakka, jonka jälkeen muutosten välinen ero kaventui.⁵ Vuodenvaihteessa 2010–2011 oli havaittavissa pientä luottoehtojen palautumista, mutta heti tämän jälkeen ehtoja kiristettiin uudelleen velkakriisin syntyessä.

Luottoehtojen pysyessä tiukkoina etenkin GIIPS-maissa huomio pitäisikin kiinnittää siihen, mitkä tekijät vaikuttavat luottoehtojen muutosten taustalla. Rahapoliittisten ja maakohtaisten tekijöiden lisäksi euroalueella on eroja pankkisektoreiden välillä. Nämä pankkisektorikohtaiset tekijät saattavat sisäsyntyisesti vaikuttaa pankkien luotonantoon.

Mitkä tekijät selittävät luottoehtojen kireyttä?

Luotonantokyselyn perusteella on mahdollista tutkia pankkien luottoehtojen muutoksia. Luottoehtojen muuttumisen syyt voidaan karkeasti jakaa kolmeen luokkaan: ensimmäisenä ovat pankkien elinkelpoisuuteen ja kannattavuuteen liittyvät syyt, toisena lainanottajayritysten elinkelpoisuuteen ja kannattavuuteen liittyvät syyt ja kolmantena lainanottajayritysten omaisuuserien arvostukseen liittyvät syyt. Siksi luotonantokyselyn vastauksista keskitytäänkin täs-

⁵ Vaikka suurten yritysten luottoehtoja kiristetään kriisin aikana enemmän kuin muiden yritysten, tämä ei kerro absoluuttisesta luottoehtojen kireydestä. Suurilla yrityksillä on yleisesti löysemmät luottoehdot kuin PK-yrityksillä, ja kriisiaikana niillä on varaa siten kiristyä enemmän.

sä artikkelissa muutoksiin yrityslainoja koskevissa yleisissä luottoehdoissa (signaloi kahta ensimmäistä syytä) ja yrityslainoja koskevissa vakuusvaatimuksissa (signaloi kolmatta syytä). Tämän lisäksi katsotaan muutoksia yleisissä luottoehdoissa erikseen PK-sektorin ja suurten yritysten osalta.

Luottoehtojen ja vakuusvaatimusten muutoksia vuosina 2008–2013 selitetään tätä artikkelia varten tehdyissä estimoinneissa sekä rahapoliittisilla toimilla, maakohtaisilla tekijöillä että pankkisektorikohtaisilla tekijöillä. Estimointimenetelmänä käytetään kiinteiden vaikutusten (fixed effects) mallia, joka eliminoi mahdollisten puuttuvien, ajassa muuttumattomien pankkikohtaisten muuttujien harhan.⁶

Rahapoliittiset toimet käsittävät muutoksen EKP:n ohjauskorossa ja muutokset EKP:n pitempiaikaisen rahoituksen (long-term refinancing operations, LTRO) osuudessa kansallisten keskuspankkien taseista. Maakohtaisista tekijöistä tarkastellaan valtionlainojen tuottoeroa (suhteessa Saksaan), muutosta luottojen kysynnässä, muutosta kuluttajaluottamusindeksissä ja talouden luottamusindikaattorissa (economic sentiment indicator), muutosta kansantalouden kokonaisinvestoinneissa suhteessa BKT:hen ja julkisesti noteerattujen yritysten markkina-arvoa suhteessa BKT:hen.

Pankkikohtaisista tekijöistä tarkastellaan muutosta pankkisektorin

⁶ Kaikkiin estimointeihin on lisätty vuosiluokittelumuuttujat. Keskvirheet ovat heteroskedastisuuden ja autokorrelaation suhteen robusteja.

keskittymisasteessa,⁷ muutoksia pankkien maksuvalmiudessa (likvidit varat / taseen loppusumma), muutoksia pankkien luottotappiovarausten suhteessa lainakantaan, pankkien kokoa, pankkien lainarahoituksen osuuden kasvua ja pääoman sekä lainojen suhteellista osuutta pankkien taseista.

Rahapolitiikalla on kevennetty pankkien luottoehtoja

Tässä artikkelissa kuvatun tutkimuksen tulosten perusteella rahapoliittisen ohjauksen lasku ja pitempiä aikaisten rahoitusoperaatioiden volyymin kasvu vuoden 2008 jälkeen ovat saaneet pankit löysentämään luottoehtojaan ja vakuusvaatimuksiaan euroalueella. Tämän lisäksi luottoehtojen muutoksiin vaikuttavat maakohtaisista tekijöistä etenkin muutokset yleisessä taloustilanteessa: kokonaistaloudellisten investointien kasvu ja luottamusindikaattorien koheneminen saavat pankit löysentämään luottoehtojaan ja vakuusvaatimuksiaan.

Valtionlainojen tuottoeron kasvu vaikuttaa yleisiä luottoehtoja löysentävästi ja vakuusvaatimuksia kiristävästi. Tämä outo tulos ilmentää osaltaan kriisiajan poikkeuksellisuutta.⁸ Tulosta voi selittää sillä, että tuottoeron kasvu merkitsee yleisesti maan taloustilanteen heikkenemistä mutta samalla myös val-

⁷ Keskittymisastetta mitataan Herfindahlin indeksillä. Se muodostetaan laskemalla yhteen sektorilla toimivien pankkien markkinaosuuksien neliöt, ja markkinaosuudet ilmaistaan murtoluvuin. Näin indeksi saa arvon väliltä 0–1. Arvo lähellä nollaa osoittaa markkinoiden olevan erittäin kilpailulliset. Indeksien arvo on sitä korkeampi, mitä keskittyneemmät markkinat ovat.

⁸ Koko luotonantokyselyn ajanjaksolta (2003–2013) estimoidut tulokset osoittavat valtionlainojen tuottoeron kasvun kiristävän sekä yleisiä luottoehtoja että vakuusvaatimuksia.

tionlainojen arvo konkreettisesti alenee ja likviditeettiriski kasvaa.⁹ Pyrkinessään pienentämään tase-eriensä riskisyyttä pankit kasvattavat uusien luottojensa vakuusvaatimuksia. Valtionlainojen arvon alentuessa myös muut lainojen vakuuksina yleisesti olevat arvopaperit menettävät arvoaan, ja tämä näkyy yleisten luottoehtojen heikkenemisenä.

Pankkien suuri koko ja sektorin keskittyneisyys kiristävät luottoehtoja

Luottoehdot eivät kuitenkaan muutu ainoastaan kysyntäpuolen tekijöiden vaikutuksesta. Myös pankkikohtaisilla tekijöillä on suuri merkitys. Mitä keskittyneemmästä pankkisektorista on kyse, sitä enemmän luottoehdot ja vakuusvaatimukset ovat tiukentuneet. Tämä tulos ilmenee myös pankkien koon vaikutuksessa. Mitä isompia pankkeja sektorilla on, sitä enemmän luottoehtoja ja vakuusvaatimuksia on kiristetty. Tulosten perusteella myös pankkisektorin oman pääoman vahvistaminen kriisin aikana on osaltaan saanut pankit kiristämään luottoehtoja. Tätä intuition vastaista tulemaa voi selittää sitä kautta, että varainhankinnan vaikeutuessa ainoa tapa pankeille kasvattaa oman pääoman suhteellista osuutta taseistaan oli maksaa pois ulkoista velkaa. Tämän pankit toteuttivat supistamalla taseen vastaavaa puolta: myymällä sijoituksia ja kiristämällä lainanantoa.

Varainhankinnan vaikeutuessa ainoa tapa pankeille kasvattaa oman pääoman suhteellista osuutta taseistaan oli maksaa pois ulkoista velkaa.

⁹ Arvon alentuessa arvopapereista tulee vähemmän likvidejä: niitä on yhä vaikeampi myydä eteenpäin.

Maakohtaisilla tekijöillä osittain erilaiset vaikutukset luottoehtoihin GIIPS-maissa...

Vaikka rahapoliittiset toimet vaikuttavat GIIPS-maissa yleisiin luottoehtoihin samalla tavalla kuin muissa euromaissa, vakuusvaatimusten osalta tilanne eroaa. GIIPS-maissa pankit ovat tiukentaneet vakuusvaatimuksiaan, kun ohjauskorkoa lasketaan tai kun LTRO-rahoituksen volyymi kasvaa. Näiden maiden erittäin hankala taloustilanne ja suuri hoitamattomien lainojen osuus ovat luultavasti pakottaneet pankit tiukentamaan vakuusvaatimuksiaan kriisin aikana elvyttävästä rahapolitiikasta huolimatta. Samaa kuvastaa myös tulos, jonka mukaan luottotukseen keskittyneiden pankkien luottoehdot ovat GIIPS-maissa tiukentuneet enemmän, kun samaan aikaan muissa euromaissa perinteisemmän liiketoimintamallin vaikutus on päinvastainen.

Myös pörssin markkina-arvon vaikutus on GIIPS-maissa päinvastainen kuin muissa euromaissa. Pörssin markkina-arvon kasvu suhteessa BKT:hen saa pankit GIIPS-maissa tiukentamaan luottoehtojaan, kun muissa euromaissa pankit vastaavasti löysentävät näitä ehtoja. Tulosta selittää luultavasti se, että GIIPS-maissa BKT:hen suhteutetun markkina-arvon kasvun takana on enemmänkin bruttokansantuotteen supistuminen kuin yritysten markkina-arvon kasvu.

... ja lisäksi luottoehtojen muutokset ovat GIIPS-maissa herkempiä pankkisektorikohtaisille tekijöille

Keskinäisen kilpailun väheneminen pankkisektorilla saa pankit GIIPS-maissa tiukentamaan luottoehtojaan ja vakuusvaatimuksiaan huomattavasti enemmän kuin muissa euromaissa. Vaikutus on lähes kymmenkertainen luottoehtojen muutosten osalta. Pankin koko kuvastaa samaa tulosta: mitä isompia pankkeja sektorilla on, sitä enemmän luottoehdot ja vakuusvaatimukset ovat kiristyneet GIIPS-maissa.

Taseiden tervehdyttämällä on ollut GIIPS-maissa luottoehtoja löysentävä vaikutus. Mitä enemmän pankki on pystynyt kirjaamaan taseeseensa luottotappiovarauksia tai pienentämään velkarahaosuuttaan, sitä vähemmän se on kiristänyt luottoehtojaan.

Kysyntäpuolen tekijöillä on suurempi merkitys isojen yritysasiakkaiden luottoehtojen muutoksissa

Maakohtaisilla kokonaiskysyntätekijöillä on suuri vaikutus isojen yritysten luottoehtojen muutoksiin. Kokonaisinvestointien kasvu, yritysten markkina-arvon nousu ja talouselämän luottamusmittareiden kohentuminen vaikuttavat kaikki isojen yritysten luottoehtoja helpottavasti. PK-yritysten luottoehtojen tapauksessa näiden tekijöiden vaikutus jää huomattavasti pienemmäksi.

Kilpailun väheneminen pankkisektorilla saa pankit tiukentamaan isoille yrityksille myönnettävien luottojen ehtoja, mutta PK-yritysten tapauksessa

vaikutus on päinvastainen.¹⁰ Ja vaikka pankin koko vaikuttaa molempiin yrittäjäryhmiin samansuuntaisesti – eli isommat pankit tiukentavat luottoehtojaan enemmän kuin pienemmät – vaikutus on suurempi isojen yritysten luottoehtojen tapauksessa. Perinteistä pankkitoimintaa harjoittavat pankit tiukentavat PK-yrityksille myöntämien luottojen ehtoja yleisesti vähemmän. Isojen yritysten luottoehtoihin liiketoimintamallilla ei ole vaikutusta.

Viimeaikaiset rahapoliittiset päätökset sysäyksenä yritysluottoehtojen löysentymiselle

Kesäkuussa 2014 EKP:n neuvosto päätti uusista rahapoliittisista toimenpiteistä. Korkojen alentamisen ja arvopaperistettujen lainojen osto-ohjelman valmistelun lisäksi näihin toimenpiteisiin kuuluu uusi kohdennettu juoksuajaltaan neljän vuoden kiinteäkorkoinen luotto-operaatioiden sarja (TLTRO). Kohdennettujen pitempiäikaisten rahoitusoperaatioiden (targeted longer-term refinancing operations, TLTROs) tarkoituksena on saada pankit lisäämään lainanantoaan (pois lukien asuntolainat) euroalueella nimenomaan yksityiselle ei-rahoitussektorille.¹¹ Kriisin aikana aiemmat pidemmän aikavälin luotto-operaatiot ovat toimineet tätä artikkelia varten tehdyn tutkimuksen

¹⁰ Alun perin Broecker (1990) mallinsi teoreettisesti ja myöhemmin Shaffer (1998) testasi empiirisesti, että pankkien lukumäärän ja luottoriskin välillä on positiivinen yhteys. Mitä enemmän sektorilla on pankkeja, sitä todennäköisemmin myös huono yritys saa lainan. Yhteys on relevantimpi PK-yritysten tapauksessa, mikä johtuu siitä, että näihin yrityksiin kohdistuu suurempi epävarmuus.

¹¹ Yksityinen ei-rahoitussektori käsittää euroalueen kotitaloudet sekä muut kuin rahoitussektorin yritykset.

perusteella toivotusti ja vähentäneet yritysluottoehtojen kiristämistä, vaikka niitä ei ollut erikseen kohdennettu yritysluottoetukseen. Pankkien maksuvalmiuden parantuminen vähentää yritysten luottoehtojen ja vakuusvaatimusten kiristymistä etenkin GIIPS-maiden ulkopuolisissa euromaissa.

Tilanne on kuitenkin vaikea. GIIPS-maissa elvyttävä rahapolitiikka ei tulosten perusteella riittänyt keventämään vakuusvaatimuksia, eikä pidempiaikaisilla luotto-operaatioilla ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta PK-yritysten luottoehtojen muutoksiin näissä maissa. Rahapoliittiset operatiot kaipaavatkin tuekseen pankkien taseiden kestävyysvarmistamista.

Samanaikaisesti käynnissä oleva euroalueen pankkien taseiden kattava arviointi (comprehensive assessment of banks' balance sheets ja asset quality review, AQR) on saanut pankit tervehdyttämään taseitaan niin, että vuoden 2014 alussa taseiden sopeutus pysähtyi ja taseiden yhteenlaskettu loppusumma kääntynyt euroalueella kasvuun. Tulosten perusteella etenkin GIIPS-maissa pankkien kasvava potentiaali kirjata luottotappiovarauksia ja pienentyvä lainarahoituksen osuus edesauttavat luottoehtojen löysentymistä, olipa kyseessä isoille tai pienille ja keskisuurille yrityksille suuntautuva luotonanto. Samanaikaisesti tulisi pitää huoli siitä, ettei pankkisektoreilla ajauduttaisi sopeuttamisen myötä liian suuriin pankkikeskitymiin. Erityisesti pankkifuusiot jotka johtavat hyvin keskitettyihin markkinoihin, ovat lähes aina peruuttamattomia.¹²

¹² OECD (2009).

Pankkien maksuvalmiuden parantuminen vähentää yritysten luottoehtojen ja vakuusvaatimusten kiristymistä etenkin GIIPS-maiden ulkopuolisissa euromaissa.

Kilpailun väheneminen johtaa tulosten perusteella aiempaa tiukempiin yleisiin luottoehtoihin ja vakuusvaatimuksiin etenkin GIIPS-maissa ja eritoten isojen yritysten tapauksessa.

Asiasanat: lainananto, luottoehdot, pankkisektori, Bank Lending Survey

Taulukko 1.

Yleiset luottoehdot ja vakuusvaatimukset

	Yleiset luottoehdot			Vakuusvaatimukset		
	Kaikki euromaat (I)	GIIPS-maat (II)	Muut euromaat (III)	Kaikki euromaat (IV)	GIIPS-maat (V)	Muut euromaat (VI)
Rabapoliittiset välineet						
Muutos politiikka-korossa	8,8037***	10,7830***	11,6070***	2,8932***	-7,2487***	13,1335***
Muutos EKP:n pitkä-aikaisessa rahoituksessa	-0,1760***	-0,1798***	-0,2677***	-0,0353***	0,3505***	-0,0236***
Maakohtaiset muuttujat						
Muutos valtionlainojen tuottoeroissa	-1,3028***	-0,4818***	-7,8173***	2,5634***	2,2752***	-2,9933***
Muutos kuluttaja-luottamusindeksissä	-0,5678***	-0,7684***	-0,7556***	-0,0895***	-0,3319***	-0,8606***
Muutos talouselämän luottamusmittarissa	-0,7039***	-0,9886***	-0,5817***	-0,6798***	-0,6293***	-1,3933***
Muutos investoinneissa	-2,2068***	-5,0633***	-2,5624***	-2,0416***	4,2532***	-3,6846***
Muutos pörssin markkina-arvossa	-0,0334***	0,1680***	-0,0452***	-0,0584***	-0,4533***	-0,0314***
Muutos Herfindahl-indeksissä	91,0110***	826,3223***	89,7794***	209,0434***	926,4767***	-13,1975
Pankkikohtaiset muuttujat						
Muutos luottotappio-varausten suhteessa	0,0001	-0,0099***	0,0000	0,0001	-0,0019	0,0002
Muutos likviditeetissä	-0,0029	0,0153	-0,0212***	0,0054	-0,0016	-0,0173***
Pankin koko	1,2090***	2,3849***	-0,0799	0,7624**	2,5320***	-0,6929**
Muutos lainarahoituksen osuudessa	0,0005***	0,0003***	0,0009	0,0003***	0,0001	-0,0016
Pääoma-aste	0,1238***	0,0514	0,0337	0,002	-0,0212	0,0209
Lainojen suhteellinen osuus	0,0149	0,0608***	-0,0299***	0,0392***	0,0385***	-0,0663***
Havaintojen lkm	14 970	3 846	11 124	14 970	3 846	11 124
Mallin selityskyky (r^2)	0,804	0,8975	0,8076	0,6414	0,9258	0,798
Taulukossa esitetään eri tekijöiden saamat kertoimet ja niiden tilastollinen merkitsevyys regressioista, jotka on estimoitu kiinteiden vaikutusten estimaattorilla. Merkitsevyystasot *** 1 %, ** 5 %. Regressiot sisältävät aikadummyt, viivästetyn selittävän muuttujan ja muutoksen luottojen kysynnässä.						

Taulukko 2.

PK-yrityksille ja isoille yrityksille myönnettyjen luottojen ehdot

	PK-yritysten luottoehdot			Isojen yritysten luottoehdot		
	Kaikki euromaat (VII)	GIIPS-maat (VIII)	Muut euromaat (IX)	Kaikki euromaat (X)	GIIPS-maat (XI)	Muut euromaat (XII)
Rahapoliittiset välineet						
Muutos politiikka-korossa	4,5769***	6,1107***	8,8737***	9,5793***	5,3516***	13,2920***
Muutos EKP:n pitkä-aikaisessa rahoituksessa	-0,1041***	-0,0123	-0,1639***	-0,1486***	-0,1293***	-0,2355***
Maakohtaiset muuttujat						
Muutos valtionlainojen tuottoeroissa	-2,1825***	-0,2533	-9,4207***	1,1544***	2,7897***	0,6218
Muutos kuluttaja-luottamusindeksissä	-0,3532***	-0,4944***	-0,6231***	-0,5231***	-0,3672***	-0,6275***
Muutos talouselämän luottamusmittarissa	-0,4803***	-0,2427***	-0,2541***	-0,5654***	-1,0649***	-0,8925***
Muutos investoinneissa	-0,6216***	-0,9500***	-1,8949***	-2,1578***	-7,9175***	-2,3046***
Muutos pörssin markkina-arvossa	-0,0014	0,0553***	-0,0079***	-0,0218***	-0,0166	-0,0312***
Muutos Herfindahl-indeksissä	-19,5969**	565,9809***	-42,4914***	96,7845***	678,3987***	115,0495***
Pankkikohtaiset muuttujat						
Muutos luottotappio-varausten suhteessa	0,0001	-0,0058***	0,0000	0,0003	-0,0092***	0,0000
Muutos likviditeetissä	-0,0093	0,0128	-0,0222***	-0,0085	0,0063	-0,0146***
Pankin koko	0,8386***	1,6660**	-0,3744	1,8295***	3,4159***	0,2133
Muutos lainarahoituksen osuudessa	0,0004***	0,0002**	0,0011	0,0005***	0,0003***	0,002
Pääoma-aste	0,1522***	0,0531	0,0251	0,1263***	0,0574	0,0143
Lainojen suhteellinen osuus	-0,0180**	0,0343**	-0,0388***	0,0113	0,0516***	-0,0011
Havaintojen lkm	14 970	3 846	11 124	14 970	3 846	11 124
Mallin selityskyky (r^2)	0,7554	0,8787	0,8195	0,8557	0,9321	0,8803

Taulukossa esitetään eri tekijöiden saamat kertoimet ja niiden tilastollinen merkitsevyys regressioista, jotka on estimoitu kiinteiden vaikutusten estimaattorilla. Merkitsevyystasot *** 1 %, ** 5 %. Regressiot sisältävät aikadummit, viivästetyt selittävän muuttujan ja muutoksen luottojen kysynnässä.

Lähteet

- Adrian, T. – Estrella, A. – Shin, H.S. (2010) Monetary Cycles, Financial Cycles, and the Business Cycle. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 421.
- Asea, P. K. – Blomberg, B. (1998) Lending Cycles. *Journal of Econometrics* 83(1), 89–128.
- Ashcraft, A. B. (2006) New Evidence on the Lending Channel. *Journal of Money, Credit and Banking* 38(3), 751–776.
- Basset, W. F. – Chosak, M. B. – Driscoll, J. C. – Zakrajšek, E. (2014) Changes in Bank Lending Standards and the Macroeconomy. *Journal of Monetary Economics* 62, 23–40.
- Berg, J. – Rixtel, A. – Ferrando, A. – de Bondt, G. – Scopel, S. (2005) The Bank Lending Survey for the Euro area. ECB Occasional Paper Series 23.
- Broecker, T. (1990) Credit worthiness tests and interbank competition. *Econometrica* 58, 429–452.
- Cappiello, L. – Kadareja, A. – Kok Sørensen, C. – Protopapa, M. (2010) Do Bank Loans and Credit Standards Have an Effect on Output? A Panel Approach for the Euro Area. ECB Working Paper Series 1150.
- De Bondt, G. – Maddaloni, A. – Peydró, J. L. – Scopel, S. (2010) The Euro Area Bank Lending Survey Matters – Empirical Evidence for Credit and Output Growth. ECB Working Paper Series 1160.
- Driscoll, J.C. (2004) Does Bank Lending Affect Output? Evidence from the US States. *Journal of Monetary Economics* 51, 451–471.
- Lown, C. – Morgan, D. P. (2006) The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey. *Journal of Money, Credit and Banking* 38(6), 1575–1597.
- OECD (2009) Competition and the Financial Crisis. Ks. <http://www.oecd.org/competition/sectors/42538399.pdf>
- Shaffer, S. (1998) The winner's curse in banking. *Journal of Financial Intermediation* 7 (4), 359–392.

Rahapolitiikan toteuttaminen nollakorkorajalla – ja sen alapuolella

3.9.2014

Eurojärjestelmä toteuttaa rahapolitiikkaa tällä hetkellä hyvin erilaisissa oloissa kuin finanssi- ja velkakriisin alkuvuosina.

EKP:n neuvosto on harjoittanut elvyttävää rahapolitiikkaa ja laskenut keskuspankin ohjauskorot nollan tuntumaan, joten mahdollisuudet alentaa odotettua reaalkorkoa perinteisten rahapolitiikan välineiden avulla ovat pienet. Reaalkorkoa nostavat eurojärjestelmän hintavakaustavoitetta vähäisemmät inflaatio-odotukset. Tässä artikkelissa tarkastellaan rahapolitiikan epätavanomaisia välineitä, joiden avulla eurojärjestelmä on nollakorkorajoitteesta huolimatta pystynyt ohjaamaan markkinakorkoja ja vahvistamaan odotuksia kevyen rahapolitiikan jatkumisesta.

Euroalueen rahoitusmarkkinat ovat vakautuneet viime vuosien aikana. Esimerkiksi Espanja ja Italia voivat lainata rahaa markkinoilta kohtuullisella korolla. Irlanti ja Portugali ovat irrottautuneet kansainvälisestä tukiohjelmasta ja myös Kreikka on tehnyt osittaisen paluun kansainvälisille lainamarkkinoille.

Rahoitusmarkkinoiden vakautumisesta huolimatta rahapolitiikan toimintaympäristö on edelleen vaikea. Vaikka euroalueen rahapolitiikka on ollut erittäin elvyttävää jo pitkään, alueen BKT on edelleen pienempi kuin ennen kriisiä ja inflaatio on jatkanut hidastumistaan. Lisäksi rahapolitiikan välittymismekanismi toimii euroalueella edelleen epäyhtenäisesti.

Tässä artikkelissa tarkastellaan yksinkertaisen korkohypoteesin avulla rahapolitiikan vaihtoehtoja nollakorkorajalla. Keskuspankki voi ohjata reaali-

korkoja ohjaamalla odotuksia tulevista koroista, vaikka korkopolitiikan liikkumavara on käytetty. Vuonna 2013

EKP:n neuvosto ohjasi markkinoiden korko-odotuksia ensimmäisen kerran ennakoivalla viestinnällä, ja kesäkuussa 2014 se ilmoitti merkittävistä rahapolitiittisista toimenpiteistä, joilla tuetaan rahapolitiikan välittymistä. Artikkelin lopussa tarkastellaan, miksi eurojärjestelmä ei toistaiseksi ole ottanut käyttöön kaikkia epätavanomaiseen rahapolitiikkaan lukeutuvia vaihtoehtoja, vaikka niiden käytöstä on muiden päätalosalueiden keskuspankeilla kokemusta.

Finanssikriisi mullisti eurojärjestelmän rahapolitiikan toteutuksen

Eurojärjestelmän rahapolitiikan toimeenpano perustui ennen finanssikriisiä korkopolitiikkaan ja siitä erilliseen likviditeettipolitiikkaan.¹ Korkopolitiikkaa ohjasi hintavakaustavoite: korkopäätöksellään EKP:n neuvosto reagoi ensisijaisesti inflaationäkymien muutoksiin, ei esimerkiksi pankkien välisten markkinakorkojen heilahteluihin. Likviditeettipolitiikalla eli säätelämällä pankkijärjestelmässä olevan keskuspankkirahan määrää eurojärjestelmä puolestaan ohjasi lyhyitä rahamarkkinakorkoja lähelle politiikkakorkoa.²

¹ Alanen, Tom – Välimäki, Tuomas (2008) Keskuspankkien toiminta euroalueen, Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian rahamarkkinoilla. Euro & talous 1/2008. Artikkelissa kuvataan EKP:n ja muiden suurten keskuspankkien rahapolitiikan toimeenpanoa ja korkojen ohjausta sekä käydään läpi finanssikriisin aikana käyttöön otettuja ensimmäisiä epätavanomaisia rahapolitiikkatoimia.

² Bordes, Christian – Clerc, Laurent (2012) The ECB's separation principle: does it 'rule OK'? From policy rule to stop-and go. Oxford Economic Papers (65) i66–i91.



*Minna Kuusisto
diileri/markkina-
analyytikko
pankkitoimintaosasto*



*Elisa Newby
toimistopäällikkö
pankkitoimintaosasto*

Syksyllä 2008 alkanut finanssi-kriisi pakotti eurojärjestelmän sopeuttamaan rahapolitiikan toteutusperiaatteitaan.

Ennen finanssikriisiä eurojärjestelmä tarjosi pankeille likimain sen verran likviditeettiä, että pankkijärjestelmä kokonaisuutena pystyi juuri ja juuri täyttämään vähimmäisvarantovaateensa kullakin varantojenpitoperiodilla. Likviditeettilyijäämät pankit lainasivat tarvittaessa niille pankeille, jotka olivat likviditeettialijäämisiä. Keskuspankin talletus- ja maksuvalmiusjärjestelmä toimii siten, että mikäli pankkijärjestelmässä on varantojen täyttöperiodin viimeisenä päivänä likviditeettialijäämä, pankit voivat hakea maksuvalmiusluottoa keskuspankista. Vastaavasti likviditeettilyijäämän tapauksessa pankit voivat tehdä yötalletuksen keskuspankkiin. Ennen kriisiä yötalletuskorko ja maksuvalmiusluoton korko olivat yhtä kaukana EKP:n ohjauskorosta eli korosta, jolla pankit saivat lainata vakuudellista rahaa viikoksi. Siten yötalletuskorko ja maksuvalmiusluoton korko muodostivat niin kutsutun korkoputken, jonka keskellä oli ohjauskorko. Kun EKP ohjasi likviditeettiä kohti määrää, jolla pankkijärjestelmä keskimäärin pystyi juuri ja juuri täyttämään reservivelvoitteensa, oli varantojen täyttöperiodin viimeisenä päivänä yhtä todennäköistä, että pankit käyttävät joko yötalletusmahdollisuutta tai hakevat maksuvalmiusluottoa. Siten markkinakorot asettuivat varantoperiodin viimeistä päivää lukuun ottamatta lähelle EKP:n ohjauskorkoa.

Kun rahoitusmarkkinahäiriö syksyllä 2008 ryöstäytyi täysimittaiseksi kriisiksi, eurojärjestelmä joutui sopeuttamaan rahapolitiikan toteutusperiaatteitaan. Eurojärjestelmä luopui määrärajoitteista luotto-operaatioissaan syk-

syllä 2008, minkä jälkeen pankit ovat saaneet lainata keskuspankkirahoitusta haluamansa määrän kiinteällä korolla riittäviä vakuuksia vastaan (niin kutsuttu täyden jaon likviditeettipolitiikka).³ Lisäksi eurojärjestelmä pidensi kriisin aikana luotto-operaatioidensa juoksu-aikaa jopa kolmeen vuoteen asti. Täyden jaon likviditeettipolitiikka yhdessä joulukuussa 2011 ja maaliskuussa 2012 järjestettyjen kolmen vuoden mittaisten luotto-operaatioiden kanssa kasvatti keskuspankista haettujen luottojen määrän suurimmillaan yli 1 000 mrd. euroon. Vastaavasti ylimääräinen likviditeetti eli pankkijärjestelmässä oleva pankkien reservivaatimukset ylittävä likviditeetin määrä kasvoi enimmillään yli 800 mrd. euroon.

Heinäkuussa 2012 EKP:n neuvosto laski perusrahoitusoperaatioiden koron alle 1 prosenttiin ja yötalletuskoron nolnaan, mikä pienensi korkopolitiikan liikkumavaraa entisestään ja viritti ensi kertaa julkisen keskustelun korkopolitiikan nollarajasta euroalueella. Toisaalta epätavanomaisen rahapolitiikan harjoittaminen oli tarpeellista jo ennen korkojen nollarajaa, sillä tavanomaisen rahapolitiikan teho väheni euroalueella rahapolitiikan välitysmekanismien heikentyessä. Epätavanomaisella rahapolitiikalla eurojärjestelmä on korjannut rahapolitiikan tärkeimmän välitysmekanismien, luottokanavan, toimintaa. Rahapolitiikan epätavanomaisiin välineisiin lukeu-

³ Välimäki, Tuomas (2014) Kaksi kärkeä yhdellä iskulla: korkojen ohjausta ja rahoitusvakautta eurojärjestelmän luotto-operaatioilla. Euro & talous 1/2014. Artikkelissa kuvataan täyden jaon likviditeettipolitiikan vaikutuksia rahamarkkinoiden kannalta ja tarkastellaan keskuspankin korkojenohjauksen haasteita runsaan likviditeettilyijäämän oloissa.

tuvat tyypillisesti määrällinen keventäminen (quantitative easing, QE), luotto-markkinoiden tukeminen joko suoriin ostoin tai pankkijärjestelmän välityksellä, keskuspankin erityispitkillä rahapoliittisilla luotoilla. EKP:n työkalupakissa rahapoliittisilla luotoilla on tärkeämpi merkitys kuin Yhdysvalloissa tai Isossa-Britanniassa, koska euroalueen rahoitusjärjestelmä on pankkikeskeisempi kuin näissä kahdessa maassa.

Reaalisten markkinakorkojen ohjaus nollakorkorajalla

Politiikkakorko on suoraviivaisin keino, jolla keskuspankki voi ohjata markkinakorkoja. Se ei kuitenkaan ole ainoa markkinoiden reaalkorkoja määrittävä tekijä, johon keskuspankki voi vaikuttaa. Yksinkertainen korkohypoteesimalli osoittaa, että keskuspankki voi ohjata markkinoiden reaalkorkoja useamman kanavan kautta, vaikka nimellisen politiikkakoron liikkumavara olisi käytetty. Keskuspankin ohjauskorolla ei kuitenkaan ole suoraa vaikutusta kotitalouksien kulutuspäätöksiin ja yritysten investointipäätöksiin, vaan niitä ohjaavat eri reaaliset markkinakorot, taloudenpitäjien odotukset reaalisista markkinakorosta ja reaalisten markkinakorkojen keskihajonta eli volatilititeetti.⁴

Reaalkorko r voidaan yksinkertaisimmillaan määrittellä keskuspankin ohjauskoron I ja inflaatio-odotusten π^e erotukseksi:

$$r = I - \pi^e \quad (1)$$

Kotitalouksien kulutuspäätökset ja yritysten investointipäätökset perustuvat rahoitusmarkkinoiden reaalkorkoihin kuten asuntolainojen tai yritysluottojen korkoihin. Staattinen reaalin markkinakorko voidaan esittää seuraavasti

$$R = (I - \pi^e) + \delta \quad (2)$$

Parametri δ kuvaa riskilisää ja likviditeettipremioita, joka määrittää reaalisien politiikkakoron (1) ja markkinakoron (2) eron.

Markkinakorkojen maturiteettien kirjo on suuri, koska kulutusta ja investointeja rahoitetaan koroilla, joiden juoksuajat poikkeavat toisistaan. T -periodin reaalin markkinakorko on

$$R_t^T = \sum_{j=0}^{T-t} R_{t+j}^e + \tau \quad (3)$$

Tässä R_t^T on T -periodin reaalin markkinakorko ajankohtana t , R_{t+j}^e on odotettu yhden periodin reaalkorko ajankohtana $t+j$ ja τ on aikapremio (term premium). Vaihtelemalla juoksuajan eli T :n arvoja, voidaan yhtälön kautta määrittellä aikapremio τ .

Yhtälön (3) mukaan pitkät reaalkorot heijastavat siis lyhyiden korkojen kehitykseen liittyviä odotuksia. Tämän vuoksi lyhyet rahamarkkinakorot, kuten pankkien väliset yötalletuskorot, ovat avainasemassa rahapolitiikan välittymisen kannalta: niiden taso ja vaihtelu heijastuvat suoraan pidemmän juoksuajan korkoinstrumentteihin, kuten euriborkorkoihin, joita käytetään yleisesti esimerkiksi asunto- ja yritysluottojen viitekorkoina.

⁴ Esitetty malli on yksinkertaistettu versio dynaamisesta korkohypoteesimallista, joka on julkaistu kirjassa Walsh, Carl (2003) *Monetary Theory and Policy*. Kp 10, The MIT Press, Cambridge, Yhdysvallat.

Laskusuhdanteen aikana talousnäkymät saattavat olla niin heikot, että reaalikoron (2) painaminen negatiiviseksi olisi varteenotettava keino kiihdyttää taloudellista toimeliaisuutta. Mikäli inflaatio-odotukset ovat laskusuhdanteesta huolimatta ankkuroituneet esimerkiksi 2 prosenttiin, reaalinen politiikkakorko on negatiivinen, jos keskuspankki laskee ohjauskoron alle 2 prosentin. Finanssikriisin aikana EKP laskikin ohjauskorkoaan ripeästi. Inflaatio-odotukset π^e euroalueella hidastuivat kuitenkin samanaikaisesti, mikä vähensi EKP:n korkopolitiikan tehoa entisestään. Samoin finanssikriisi lisäsi epävarmuutta, jolloin parametrin δ kuvaamat riskilisät suurenevät voimakkaasti.

Kun politiikkakorko I on nollarajalla, yhtälöiden (2) ja (3) mukaan keskuspankki voi alentaa reaalista markkinakorkoa neljällä tavalla: 1) kiihdyttämällä inflaatio-odotuksia, 2) hillitsemällä odotuksia tulevista koroista R^e , 3) pienentämällä riskilisää δ ja 4) supistamalla aikapreemiota τ . Reaalikorkojen laskemisen lisäksi keskuspankki haluaa myös vähentää niiden keskihajontaa, sillä korkojen heilahtelulla on vaikutus rahapolitiikan välittymiseen. Korkohypoteesin (3) mukaan pitkät korot heijastavat tulevia lyhyitä korkoja koskevia odotuksia, mutta odotuksiin lyhyiden korkojen tasosta puolestaan vaikuttaa korkotasoon liittyvä epävarmuus. Lyhyiden korkojen R_{t+j}^e heilahtelut lisäävät tulevaan korkotasoon kohdistuvaa epävarmuutta, mikä puolestaan nostaa pitkiä korkoja. Siten esimerkiksi pankkien

välisen yön yli -koron, eonian, heilahtelu voi johtaa euriborkorkojen nousuun, mikä ei ole toivottua keskuspankin harjoittaman rahapolitiikan näkökulmasta.

Korkohypoteesimallin neljästä reaalisia markkinakorkoja nollakorkorajalla alentavasta vaihtoehdosta eurojärjestelmä on tähän mennessä ottanut käyttöön lähinnä toisen ja kolmannen: ennakoivalla viestinnällä se on pyrkinyt ohjaamaan korko-odotuksia R_{t+j}^e ja alentamaan rahoitusmarkkinoiden riskilisiä δ vähentämällä lyhyiden korkojen vaihtelua. Lisäksi eurojärjestelmän epätavanomaiset likviditeettitoimet ovat vähentäneet rahoitusmarkkinoiden likviditeetti- ja luottoriskilisiä.

Ennakoivalla viestinnällä hillittiin korkojen heilahteluja

Kun EKP:n neuvosto kriisin aikana luopui likviditeetin määrän kontrollista ja pankit hakivat runsaasti keskuspankkirahoitusta, pankkijärjestelmään syntyi huomattava likviditeettiylijäämä. Pankkijärjestelmän likviditeettiylijäämä selittää sen, miksi lyhimmat markkinakorot painuivat ohjauskoron tasolta lähelle EKP:n yötalletuskoron tasoa. Vaikka pankit kävisivät kauppaa keskenään tai lainaisivat rahaa asiakkailleen, päätyy vaihdettu raha aina jonkin pankin tilille, eikä pankilla päivän päätteeksi ole muuta mahdollisuutta kuin tallettaa varat keskuspankkiin yötalletuskorolla. Keskuspankkirahoituksen huomattavaa kasvua pidetäänkin merkkinä siitä, etteivät pankkien väliset markkinat toimi kunnolla: ylijäämäpankit eivät lainaa alijäämäpankeille, jotka joutuvat siten turvautumaan kes-

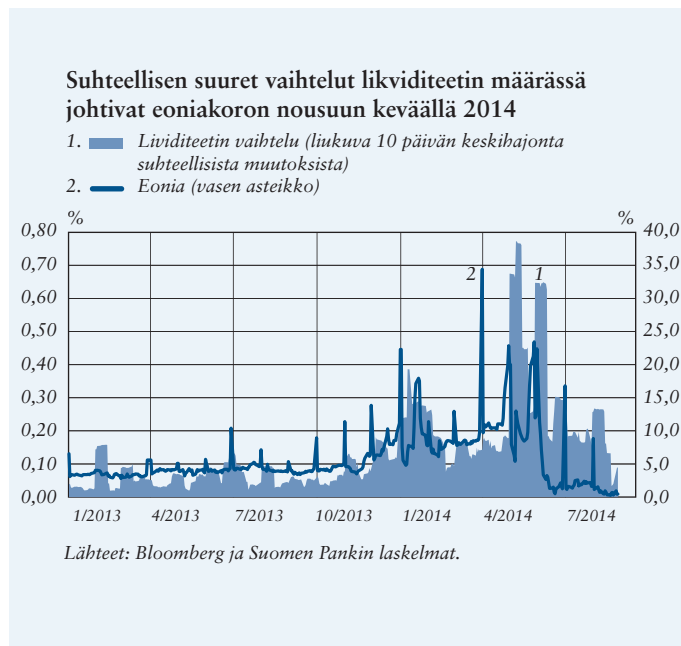
kuspankkirahoitukseen.⁵ Kriisin aikana keskuspankki onkin osittain korvannut rahamarkkinat: se lainaa rahaa alijäämäpankeille ja ottaa vastaan ylijäämäpankkien talletukset. Tästä syystä runsas likviditeettiylijäämä johti markkinoilla kriisin aikana paitsi korkotason laskuun myös kaupankäyntivolyymien pienentymiseen.

Vuoden 2012 aikana ohjaukskorkeiden laskut ja pankkijärjestelmän runsas likviditeettiylijäämä alensivat lyhyitä euroalueen rahamarkkinakorkoja ja rauhoittivat niiden vaihtelua väliaikaisesti. Lyhimmat markkinakorot alkoivat kuitenkin nousta hienoisesti, ja niiden vaihtelu voimistui jälleen vuoden 2013 aikana (kuvio 1), kun euroalueen pankkien oli mahdollista alkaa maksaa enneaikaisesti takaisin hakemiaan kolmen vuoden keskuspankkiluottoja. Koska likviditeettipuskureiden kysyntä oli pankeissa edelleen suurempaa kuin ennen kriisiä, kaupankäynnin piirissä olleen likviditeetin määrä oli huomattavasti laskennallista likviditeettiylijäämää pienempi. Tästä syystä todennäköisyys, että likviditeettiylijäämäinen pankki joutuisi turvautumaan keskuspankin maksuvalmiusluottoon, kasvoi jo selvästi ennen kuin koko pankkijärjestelmän likviditeettiylijäämä lähes tyi nolaa.

Heinäkuun 2013 korkokokouksen yhteydessä EKP:n neuvosto käytti ensi kerran ennakoivaa viestintää ohjattakseen markkinoiden odotuksia tulevasta korkotasosta. EKP:n neuvosto tähdensi odottavansa korkojen säilyvän silloisel-

⁵ Paul Mercier (2014) käsittelee pankkijärjestelmän ylimääräisen likviditeetin käsitteeseen usein liittyviä ”väärää käsityksiä” artikkelissaan The Eurosystem, the banking sector and the money market.

Kuvio 1.

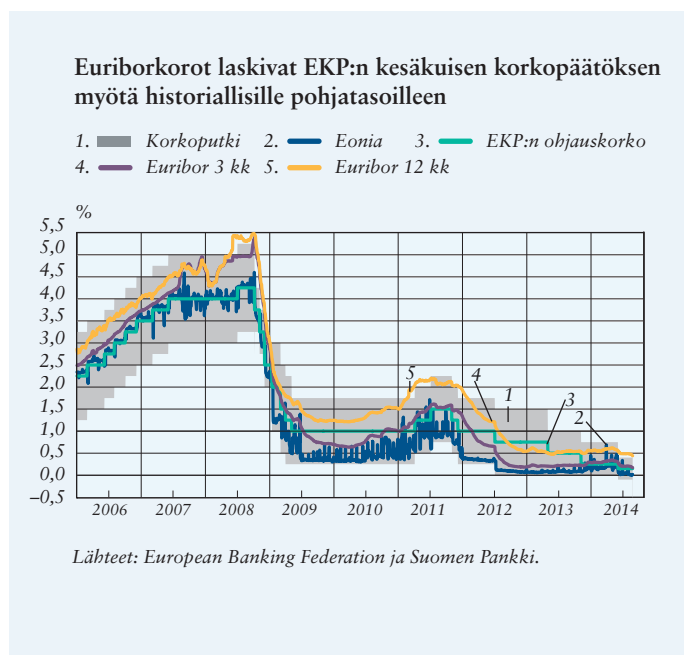


la tasollaan tai matalampina pidemmän aikaa. Jos odotukset korosta laskevat, korkohypoteesin mukaan reaalin markkinakorko alenee. Siten keskuspankki voi ennakoivalla viestinnällä lisätä rahapoliittisten päätöstensä tehoa ja pyrkiä ankuroimaan markkinoiden odotuksia politiikkakoron urasta hintavakaustavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä. Ennakoivalla viestinnällä eurojärjestelmä onnistuikin väliaikaisesti vaimentamaan rahamarkkinakorkojen ensimmäiset nousupaineet, jotka keväällä ja kesällä 2013 johtuivat erityisesti odotuksista Yhdysvaltain keskuspankin Fedin rahapolitiikan vähittäisestä kiristymisestä.

Keväällä 2014 ylimääräisen likviditeetin väheneminen noin 100 mrd. euroon ja etenkin suuret päivittäiset heilahtelut likviditeetin määrässä johtivat kuitenkin siihen, että lyhyet

markkinakorot nousivat ja niiden vaihtelu lisääntyi jälleen. Samanaikaisesti pankkien välisten markkinoiden kaupankäyntivolyymit kasvoivat: euroalueen vakuudettomien yön yli -markkinoiden kaupankäyntivolyyymi on suurentunut vuoden alun 2014 noin 20 mrd. eurosta noin 30 mrd. euroon. Kaupankäyntiaktiivisuuden elpymistä keväällä 2014 pidettiin merkinä rahamarkkinoiden osittaisesta normalisoinnista ja siitä, että korkeampi korkotaso kannusti osaa ylijäämäpankeista lainaamaan muille pankeille sen sijaan, että ne tallettaisivat ylimääräiset varansa keskuspankkiin. Likviditeetin kiristymisestä rahamarkkinoille aiheutuneet paineet kuitenkin nostivat eoniakoron ajoittain jopa lähelle maksuvalmiusluoton korkoa (kuvio 2). Myös pidemmät korot, kuten euriborit, kohosivat.

Kuvio 2.



Kesäkuun rahapolitiikkapaketti rauhoitti rahamarkkinoita

Kesäkuussa 2014 odotukset EKP:n rahapolitiikan lisävennyksestä toteutuivat, kun neuvosto ilmoitti mittavista rahapolitiikan toimenpiteistä:

- 1) ohjaukorkojen lasku, jolla yötalletuskorko alennettiin negatiiviseksi,
- 2) uusi kohdennettu pitempiaikainen avomarkkinaoperaatio,
- 3) täyden jaon likviditeettipolitiikan jatkaminen joulukuuhun 2016 asti,
- 4) viikoittaisten likviditeettiä kiristävien hienosäätöoperaatioiden eli pankkien eurojärjestelmään tekemien määräaikaistalletusten lakkauttaminen,
- 5) omaisuusvakuudellisten arvopaperiostojen valmistelun tehostaminen,
- 6) muutokset vakuuskehikossa.

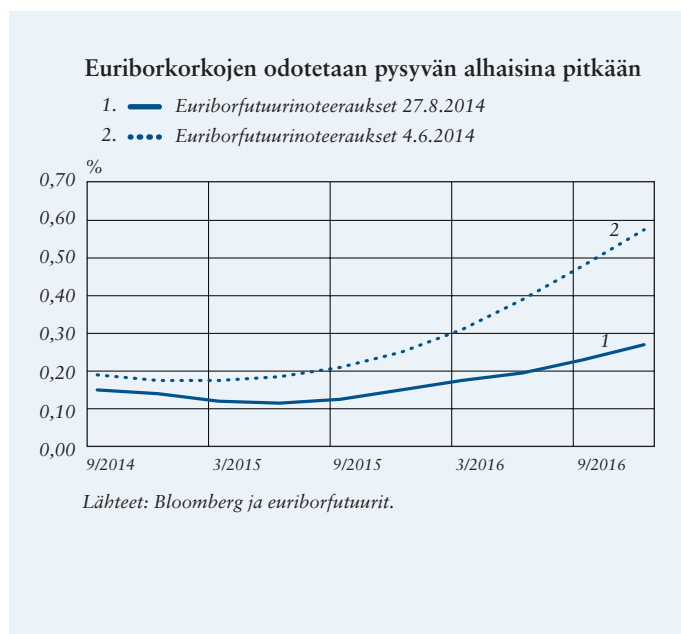
EKP alensi ohjaukorkoa, jolla pankit voivat hakea viikon mittaista rahoitusta, 0,15 prosenttiin, sekä maksuvalmiusluoton korkoa 0,40 prosenttiin. Yötalletuskorko oli 0 % ennen korkopäätöstä, ja jotta juuri piristyneiden pankkien välisten rahamarkkinoiden toiminta ei häiriintyisi liian kapean korkoputken vuoksi, neuvosto laski yötalletuskoron negatiiviseksi -0,10 prosenttiin.

EKP:n neuvoston mittavalla pakeilla oli välittömiä markkinavaikutuksia. Euron kurssi heikkeni, ja eonia-korko laski nopeasti lähelle nolaa eli reilun 0,10 prosenttiyksikön päähän uudesta negatiivisesta yötalletuskorosta. Korkojen myös odotetaan pysyvän matalalla tasolla pitkään (kuvio 3). Kolmen ja 12 kuukauden euriborit laskivat lähelle historiallisia pohjatasojaan. Koska vähittäislainat on sidottu euriborkorkoihin, koronlasku hyödytti

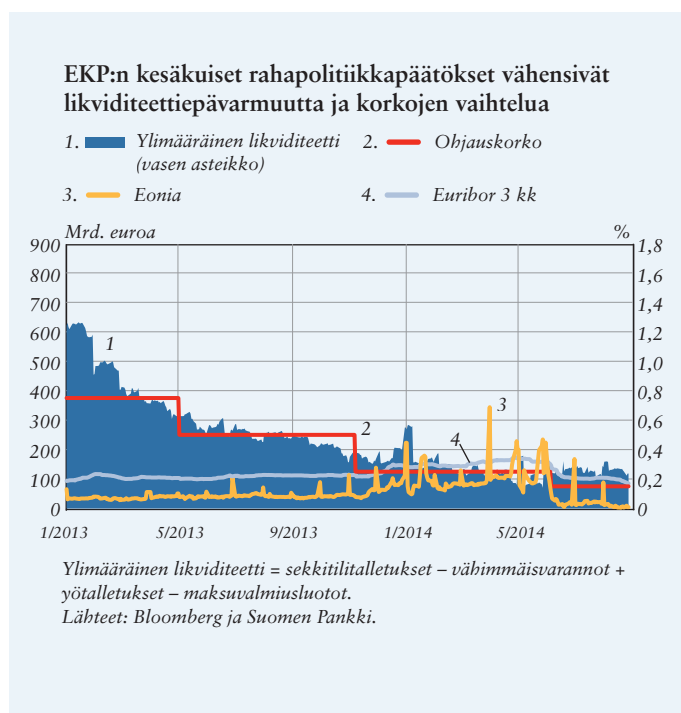
suoraan velallisia yrityksiä ja kotitalouksia. EKP kavensi myös korkoputkea 0,75 prosenttiyksiköstä 0,50 prosenttiyksikköön, joten lyhyiden markkinakorkojen mahdollinen vaihteluväli oli nyt aiempaa pienempi. EKP:n päätös lopettaa likviditeettiä kiristävät hienosäätöoperaatiot, joissa pankit olivat tuoneet määräaikaistalletuksia keskuspankkiin, sekä täyden jaon politiikan jatkuminen säännöllisissä rahoitusoperaatioissa aina vuoden 2016 loppuun saakka vähensivät pankkijärjestelmän likviditeettiepävarmuutta ja likviditeetin vaihtelusta rahamarkkinoille aiheutuvia jännitteitä. Korkojen vaihtelu onkin huomattavasti tasoittunut EKP:n politiikkapäätösten jälkeen samalla, kun korkotaso on laskenut (kuvio 4).

Negatiivisen yön yli -koron myötä kaikki ne eurojärjestelmän vastapuolet, joilla on vähimmäisvarantovaateen ylittäviä talletuksia keskuspankissa, joutuvat maksamaan talletuksistaan eurojärjestelmälle. Vaikka ylimääräistä keskuspankkirahaa on pankkijärjestelmässä edelleen yli 100 mrd. euroa, se on jakautunut epätasaisesti pankkien välille. Siten vähimmäisvarantovaateen ylittäviä talletuksia on erityisesti vahvoilla pankeilla. Finanssikriisin jälkeinen pankkien epäluulo toisiaan kohtaan luo edelleen kitkaa pankkien välisille markkinoille, mistä syystä ylijäämäiset pankit eivät lainaa alijäämäisille pankeille pankkien välisillä markkinoilla. Alijäämäiset – usein Etelä-Euroopassa sijaitsevat – pankit ovat riippuvaisia keskuspankkirahoituksesta, koska ne ovat saaneet rahoitusta alhaisemmalla korolla eurojärjestelmästä kuin toisista

Kuvio 3.



Kuvio 4.



pankeista ja myös keskuspankin hyväksymien vakuuksien joukko on ollut laajempi. Vakavaraiset pankit, joilla ei ole pulaa vakuuksista, puolestaan saavat edullisemmin lainaa markkinoilta kuin eurojärjestelmästä. Negatiivinen talletuskorko kasvattaa keskuspankitalletuksen vaihtoehtokustannusta pankkitalletuksen suhteen eli keskuspankitalletuksen kustannusta ylijäämäiselle pankille ja lisää pankkitalletuksen houkuttelevuutta alijäämäisessä pankissa.

Kohdennetussa pitempiaikaisessa rahoitusoperaatiossa (targeted longer-term refinancing operation, TLTRO) on elementtejä, jotka vaikuttavat reaalkorkoon monen kanavan kautta. Kohdennettu rahoitusoperaatio on kestoltaan neljä vuotta eli pidempi kuin muut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot, joten kesäkuuhun 2016 asti eurojärjestelmä on sitoutunut jakamaan pankeille erittäin matalakorkoista luottoa (operaatiohetkellä vallitseva perusrahoitusoperaation korko lisättyä 0,10 prosenttiyksiköllä). Pitkä kesto ja matala korko vähentävät epävarmuutta ja keskuspankkiluoton kustannuksia, mikä laskee reaalikorkoa. TLTRO-rahoituksen määrä on sidottu pankin luotonantoon yksityiselle sektorille, jolloin pankeilla on kannustin tarjota luottoa yksityiselle sektorille.

Kahdessa ensimmäisessä eli syys- ja joulukuussa 2014 järjestettävissä operaatioissa pankit saavat eurojärjestelmästä rahoitusta 7 % yksityiselle sektorille myöntämiensä lainojen kannasta. Eurojärjestelmän vastapuolien yhteenlaskettu lainalmiitti on liki 398 mrd. euroa. Noin neljänneksen limiitis-

tä kattavat saksalaiset pankit ja ranskalaiset ja italialaiset pankit puolestaan noin viidenneksen. GIIPS-maiden osuus lainalmiitistä on vajaat 40 %, joten kohdennettu operaatio tukee luotonantoa myös näissä maissa.⁶

Maaliskuussa 2015 järjestettävässä operaatiossa ja tätä seuraavissa operaatioissa TLTRO-limiitit lasketaan vasta puolen nettolainanannon kehityksen perusteella (pl. rahoituslaitokset ja asuntoluotot). Mitä enemmän hyväksyttäviä lainoja vastapuoli myöntää toukokuun 2014 ja huhtikuun 2016 välillä, sitä runsaammin rahoitusta se voi saada kuudesta jälkimmäisestä operaatiosta. Nettoluotonantoon ennen toukokuuta 2014 supistanut pankki saattaa saada operaatiosta enemmän rahoitusta kuin nettoluotonantoon kasvattanut pankki. Mikäli pankit kasvattavat nettoluotonantoon operaation aikana yhtä nopeasti, on limiitti suurempi sellaiselle pankille, jonka nettoluotonanto oli negatiivinen toukokuun 2013 ja huhtikuun 2014 välillä, kuin pankille, jonka nettoluotonanto oli samana ajankohtana 0 tai positiivinen. Kohdennettu operaatio yhtenäistää rahoitusoloja euroalueella, koska monet nettoluotonantoon supistaneet pankit sijaitsevat GIIPS-maissa. Enimmäislainalmiitin laskentatapa kohdennetussa operaatiossa kohentaa GIIPS-maiden pankkien rahoituksen saatavuutta, ja operaation kohdennettu luonne kannustaa niitä rahoituksen välitykseen.

⁶ EKP ja Suomen Pankin laskelmat.

Eurojärjestelmän rahapolitiikka jatkuu keveänä

Eurojärjestelmä on vuoden 2014 aikana ottanut ennakkoluulottomasti käyttöönsä uusia epätavanomaisia keinoja, joilla se on pyrkinyt yhtenäistämään rahoitusoloja euroalueella. Keskuspankin kyky ohjata reaalisia markkinakorkoja ei ole kadonnut, vaikka sen ohjaukorot ovat painuneet lähelle nollarajaa tai sen alle. Viime kädessä EKP:n kesäkuisen paketin positiivisin vaikutus reaalitalouteen saattaa olla se, että kohdennettujen pitempiäikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) välityksellä EKP on sitoutunut löysään rahapolitiikkaan useaksi vuodeksi eteenpäin. Onnistuessaan nämä operaatiot käynnistävät positiivisen kierteen: pankkien vähäiset rahoituskustannukset alentavat kotitalous- ja yritysluottojen korkoja, mikä puolestaan piristää luottojen kysyntää. Kulutus ja investoinnit kasvavat, muu talouden toimeliaisuus vilkastuu ja lainojen kysyntä kasvaa edelleen. Operaation pitkä kesto tarjoaa mahdollisuuden tällaisen kierteen käynnistymiseen.

EKP:n neuvosto on kesäkuun jälkeinkin painottanut, että eurojärjestelmän keinot eivät ole lopussa. Artikkelissa esitetyn korkohypoteesin mukaan keskuspankki voisi alentaa reaalikorkoja pienentämällä korkojen aikapremiota esimerkiksi ostamalla taseeseensa runsaasti erimaturiteettisia arvopapereita.⁷ Määrällinen keventäminen heikentäisi arvopaperien tuottoja, lisäisi liikkeessä olevan rahan määrää ja stimuloi-

⁷ EKP:n neuvosto ilmoitti syyskuussa uusista rahapoliittisista toimista, joihin kuuluvat omaisuusvakuudellisiin arvopapereihin (ABS) ja katettuihin joukkovelkakirjoihin (CB) kohdistuvat suorat ostot.

si taloudellista toimeliaisuutta. Kuten edellä todettiin, suorien ostojen vaikutus euroalueella jäisi kuitenkin todennäköisesti vaatimattomammaksi kuin Yhdysvalloissa tai Isossa-Britanniassa. Euroalueen kotitaloudet tai yritykset eivät omista riittävän suuria määriä arvopapereita, jotta niiden hintojen nousun aiheuttama varallisuusvaikutus kulutukseen tai investointeihin olisi merkittävä.

Korkohypoteesin mukaan myös inflaatio-odotusten kiihtyminen laskisi reaalisia markkinakorkoja. Keskuspankki voi ohjata talouden toimijoiden inflaatio-odotuksia hyvinkin tehokkaasti, mikäli sen politiikka on riittävän uskottavaa. Uskottavuus puolestaan perustuu maineeseen, jonka rakentaminen on pitkäjänteinen prosessi. Keskuspankin inflaatiotavoitteen muuttaminen saattaisi olla myös hankala toteuttaa suhdannekäänteessä. Se voisi kuitenkin hitaan inflaation vallitessa viestittää, että se väliaikaisesti sietäisi hintavakaustavoitettaan nopeampaa inflaatiota ilman, että rahapolitiikkaa heti kiristetään. Keskuspankki perustelisi viestiään sillä, että nykyisen vaimean inflaation vastapainoksi nopealla inflaatiolla tulevaisuudessa saataisiin inflaation keskiarvo jonkin tietyn periodin aikana vastaamaan hintavakaustavoitetta.⁸

Epätavanomaiseen rahapolitiikkaan liittyy riskejä, jotka ovat herättäneet aiheellista huolta ja keskustelua. Pitkään matalana pysyttelevät korot ja runsas likviditeetti saattavat vääristää markkinatasapainoa. Keveä rahapoli-

⁸ Eurojärjestelmän tavoite on pitää inflaatiovauhti hieman alle 2 prosentissa keskipitkällä aikavälillä.

Keskuspankki voi ohjata talouden toimijoiden inflaatio-odotuksia hyvinkin tehokkaasti, mikäli sen politiikka on riittävän uskottavaa.

tiikka voi myös pienentää pankkien ja hallitusten motivaatiota toteuttaa epämiellyttäviä mutta välttämättömiä uudistuksia. Epätavanomaisen rahapolitiikan haittavaikutukset voivat myös tulla esiin vasta, kun keskuspankki haluaa palata tavanomaiseen rahapolitiikkaan. Eurojärjestelmän avoimella ja huolellisella viestinnällä sekä perinpohjaisella analyysillä on keskeinen asema epävarmuuden minimoimisessa siirtymävaiheessa, jonka lopputuloksena eurojärjestelmä ei enää toteuta rahapolitiikkaa nollakorkorajalla – vaan sen yläpuolella.

Asiasanat: epätavanomainen rahapolitiikka, korkohypoteesi, likviditeetti, ohjauskorot

Suomen Pankin organisaatio

12.9.2014

PANKKIVALTUUSTO

Ben Zyskowicz, *puheenjohtaja*, Pirkko Ruohonen-Lerner, *varapuheenjohtaja*,
Jouni Backman, Timo Kalli, Marjo Matikainen-Kallström,
Lea Mäkipää, Arto Satonen, Juha Sipilä, Jutta Urpilainen

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

JOHTOKUNTA

Erkki Liikanen
johtokunnan puheenjohtaja

Pentti Hakkarainen
johtokunnan varapuheenjohtaja

Seppo Honkapohja
johtokunnan jäsen

Johtokunnan sihteeri Mika Pösö

OSASTOT

Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto <i>Tuomas Välimäki</i>	Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto <i>Kimmo Virolainen</i>	Pankkitoimintaosasto <i>Harri Lahdenperä</i>	Rahahuolto-osasto <i>Päivi Heikkinen</i>
Ennustetoimisto <i>Juha Kilponen</i>	Vakausanalyysitoimisto <i>Katja Taipalus</i>	Maksuliiketoimisto <i>Meeri Saloheimo</i>	Maksuvälinetoimisto <i>Miika Syrjänen</i>
Kansainvälisen ja rahatalouden toimisto <i>Samu Kurri</i>	Vakauspolitiikkatoimisto <i>Jouni Timonen</i>	Markkinaoperaatioiden toimisto <i>Elisa Newby</i>	Rakenne- ja järjestelmäyksikkö <i>Veli-Matti Lumiala</i>
Siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT) <i>Iikka Korhonen</i>	Yleisvalvontatoimisto <i>Heli Snellman</i>	Sijoitustoimisto <i>Jarno Ilves</i>	Turvallisuustoimisto <i>Erkko Badermann</i>
Tutkimusyksikkö <i>Jouko Vilmunen</i>	Tilastoyksikkö <i>Laura Vajanne</i>		
	<ul style="list-style-type: none">Rahoitustilastotoimisto <i>Elisabeth Hintikka</i>Tilastoanalyysi- ja tietopalvelutoimisto <i>Harri Kuussaari</i>		
Johdon sihteeristö <i>Mika Pösö</i>		Hallinto-osasto <i>Pirkko Pohjoisaho-Aarti</i>	
Kansainvälinen yksikkö <i>Olli-Pekka Lehmuksaari</i>	Tiedonhallintatoimisto <i>Ilkka Lyytikäinen</i>	Henkilöstötoimisto <i>Antti Vuorinen</i>	IT-yksikkö <i>Petteri Vuolasto</i>
Lakiasiaien yksikkö <i>Maritta Nieminen</i>	Strategia- ja organisaatioryhmä	Kielipalvelutoimisto <i>Taina Seitovirta</i>	<ul style="list-style-type: none">IT-infra <i>Kari Sipilä</i>
Viestintäyksikkö <i>Jenni Hellström</i>	Johtokunnan sihteeripalvelut	Riskienvälytoimisto <i>Antti Nurminen</i>	<ul style="list-style-type: none">IT-järjestelmät <i>Petri Salminen</i>
		Sisäiset palvelut -toimisto <i>Hannu Vesalainen</i>	<ul style="list-style-type: none">IT-palvelunhallinta <i>Sami Kirjonen</i>
		Taloushallintotoimisto <i>Tuula Colliander</i>	
Sisäinen tarkastus <i>Pertti Ukkonen</i>			

Suomen Pankin yhteydessä toimii **Finanssivalvonta**, jonka johtaja on Anneli Tuominen.

Julkaisut

Julkaisuluettelo löytyy Suomen Pankin verkkopalvelusta (<http://www.suomenpankki.fi/> > Julkaisut).

Verkkosivuilla on maksuton palvelu, josta voi tilata Suomen Pankin verkkojulkaisuja. Tilaa- ja saa sähköpostiinsa tiedon tilaamastaan julkaisusta sen ilmestyttyä. Verkkojulkaisuja voi tilata osoitteessa www.suomenpankki.fi > Julkaisut > Sähköisten julkaisujen tilaaminen.

Euro & talous ja Bank of Finland Bulletin sekä Suomen Pankin vuosikertomus suomeksi, ruotsiksi ja englanniksi ilmestyvät myös painettuina. Niitä voi tilata osoitteessa http://www.suomenpankki.fi > Julkaisut > Painettujen julkaisujen tilaaminen. Samasta osoitteesta voi tilata aiemmin ilmestyneitä painettuja julkaisuja sekä joitakin Euroopan keskuspankin julkaisuja.

Suomen Pankki
Bank of Finland
PO Box 160

FI-00101 HELSINKI
FINLAND



Itella Green



2341