



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Euro & talous 4 • 2015

Julkaisupäivä 24.9.2015

23. vuosikerta

Julkaisu ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

Päätoimittaja

Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto

Jenni Hellström, puheenjohtaja

Juha Kilponen

Samu Kurri

Elisa Newby

Katja Taipalus

Jouko Vilmunen

Petri Uusitalo, sihteeri

Artikkelit

Sykettä euroalueen taloudessa,
Maailmantalouden epävarmuus kasvanut,
Rakennemuutoksista apu maailmantalouden
laihoihin vuosiin ja
Kiina kehittyä, kasvu hidastuu
on laadittu Suomen Pankin rahapolitiikka- ja
tutkimusosastolla toimistopäällikkö Samu
Kurrin johdolla.

Kirjoittajat

Hanna Freystätter

Juhana Hukkinen

Pasi Ikonen

Henna Karhapää

Eeva Kerola

Vesa Korhonen

Tomi Kortela

Mika Kortelainen

Miska Kuhalampi

Samu Kurri

Riikka Nuutilainen

Seija Parviainen

Sami Oinonen

Jouko Rautava

Assistentit

Heli Honkaharju

India Roland

Toimitus

Suomen Pankin kielipalvelutoimisto ja
viestintäyksikkö

Uutiskirjeiden tilaukset

eurojatalous.fi

Julkaisun aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-5862 (verkkójulkaisu)

Sisältö

Rahapolitiikka poikkeuksellisen elvyttävää pitkään	3
Sykettä euroalueen taloudessa	5
Maailmantalouden epävarmuus kasvanut	28
Rakennemuutoksista apu maailmantalouden laihoihin vuosiin	37
Kiina kehittyy, kasvu hidastuu	45
Miten euroalueella ylläpidetään samanaikaisesti sekä hinta- että rahoitusvakautta?	49
Makrovakausero – kilpajuoksua markkinoiden kehityksen kanssa	58

Rahapolitiikka poikkeuksellisen elvyttävää pitkään

24.9.2015 11:00 • EURO & TALOUS 4/2015 • PÄÄKIRJOITUS



Maaikmantalouden näkymät ovat heikentyneet kesän 2015 aikana. Kiinan talouskasvun yllättävä hidastuminen näkyi globaalisti osakemarkkinoiden huomattavana heikkenemisenä ja pitkien korkojen nousuna. Kiinan tilanne on kaksijakoinen. Toisaalta tuonnin väheneminen hidastaa maailmankauppaa, mutta toisaalta kotimaisen kysynnän painottuminen kulutukseen investointien kustannuksella tasapainottaisi Kiinan taloutta. Maaikmantalouteen on vaikuttanut myös epävarmuus Yhdysvaltojen keskuspankin rahapolitiikan kiristymisen ajoittumisesta. Pääomavirtojen kääntyminen pois nousevien talouksien maista on heikentänyt niiden näkymiä. Euroalueella kasvua on hidastanut Kreikan heikko taloustilanne.

Rahapolitiikka on euroalueella erittäin kevyttä: rahapolitiikan korot ovat alarajalla, ennakoiva viestintä ja arvopapereiden ostot ovat yhdessä painaneet pitkät korot alas, luotto-operaatiot ovat pienentäneet pankkien varainhankinnan kustannuksia ja helpottaneet arvopaperimuotoista lainanottoa. Selviä merkkejä tilanteen paranemisesta on nähtävissä rahoitusmarkkinoilla, mm. yksityisillä luottomarkkinoilla.

Maaikmantalouden näkymien vaimeneminen ja osittain sen seurauksena toteutunut öljyn hinnan lasku ovat aiheuttaneet kasvu- ja inflaatioennusteiden tarkistuksen aiemmin ennustettua heikompaan suuntaan. Epävarmuuden lisääntymisen johdosta myös sekä kasvua että inflaatiota koskevat riskit painottuvat aiemmin arvioitua heikomman kehityksen suuntaan. EKP:n syyskuun ennusteessa euroalueen kasvun odotetaan kuitenkin nopeutuvan 1,8 prosenttiin vuonna 2017, mikä on selvästi potentiaalista kasvu nopeampaa.

Rahapolitiikan vastuulla on hintavakaustavoitteen saavuttaminen. Tammikuussa 2015 euroalueen YKHI-inflaatio oli vielä –0,6 % vuodentakaisesta. *Eurojärjestelmä on toimillaan onnistunut katkaisemaan vahingollisen deflatorisen kierteen*, ja uusien inflaatioluku, joka on elokuulta, osoitti hintojen nousseen 0,1 % vuoden takaa. Pohjainflaatio kiihtyy vielä ripeämmin, ja sen vauhti oli elokuussa 0,9 %. Euroalueen inflaation odotetaan kiihtyvän siten, että se nopeutuu EKP:n syyskuun ennusteen mukaan keskimäärin 1,7 % vuonna 2017.

Inflaation odotetusta nopeutumisesta huolimatta inflaatio-odotukset ovat vaimentuneet hieman uudelleen ja markkinahinnoista johdettu deflaation todennäköisyys on kasvanut. EKP:n neuvoston syyskuun alun arvion mukaan ”*olisi ennenaikaista tehdä johtopäätöksiä siitä, onko kehitys ohimenevää vai voisiko sillä olla pysyväisluonteinen vaikutus hintakehitysnäkymiin ja inflaatiovauhdin mahdollisuuksiin palautua kestävästi tavoitteen mukaiseksi*”.

Koska euroalueen elpyminen on ollut kokonaisuudessaan hidasta, syntynyt tilanne luo jatkuessaan euroalueen rahapolitiikalle uusia haasteita. Euroopan keskuspankilli on käytössään rahapoliittisia keinoja keveän politiikan jatkamiseen ilmoitettua pidempään ja valmius tarvittaessa myös lisätoimien käyttöön. *Esimerkiksi laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma on laadittu niin, että ostojen suuruutta, kohdentamista ja kestoja voidaan joustavasti muuttaa tarpeen mukaan*.

Inflaatio-odotusten keskeinen asema rahapolitiikassa korostaa tällaisen politiikkasitoutumisen merkitystä erityisesti pitkittyneen matalan inflaation oloissa. Keskimääräisen inflaation nousu vajaaseen kahteen prosenttiin edellyttää inflaation aika ajoittain ylittävän kaksi prosenttia.

Helsingissä 23.9.2015

Erkki Liikanen

Suomen Pankin pääjohtaja

Avainsanat

- [EKP](#)
- [EU](#)
- [maailmantalous](#)
- [taloustilanne](#)
- [rahapolitiikka](#)
- [inflaatio](#)

Sykettä euroalueen taloudessa

24.9.2015 11:00 • EURO & TALOUS 4/2015 • RAHAPOLITIikka

Rahapolitiikka on euroalueella ollut viimeiset vuodet hyvin elvyttävää. Suotuisa kehitys on nähtävissä myös pankkien antolainauskoroissa. Rahapolitiikan välittyminen on tehostunut, kun alueen pankkijärjestelmä on vahvistunut ja pankkien vakavaraisuus kohentunut aiemmista vuosista.



Euroalueen talous on palaamassa raiteilleen. Yksityinen kulutus oli vuonna 2014 euroalueen BKT:n kasvua eniten tukenut kokonaiskysynnän osatekijä. Investointien käynnistymistä hidastavat heikko kannattavuus, vapaan tuotantokapasiteetin runsaus ja paikoin luotonannon pullonkaulat. Euroalueen finanssipolitiikka on lähivuodet kasvun kannalta suhteellisen neutraalia.

Inflaatio on euroalueella edelleen hyvin hidasta ja kaukana EKP:n hintavakaustavoitteesta. Suurin yksittäinen tekijä inflaation äkillisen hidastumisen taustalla on ollut öljyn hinta. Hintojen kehitys on kuitenkin jo pidemmän aikaa ollut selvästi pitkän ajan keskiarvoaan vaimeampaa.

Euroalueeseen kohdistuvat kasvu- ja inflaatoriskit voidaan jakaa ulkoisiin, sisäisiin sekä pidemmän aikavälin riskeihin. Ulkoisista riskeistä keskeisin liittyy nousevien talouksien kasvunäkymien heikkenemiseen. Sisäisistä riskeistä keskeinen on euroalueen maiden pysyvä tai jopa paheneva eriytyminen. Pidemmällä aikavälillä riskejä tuovat väestön ikääntyminen, potentiaalisen tuotannon vaimea kasvu sekä useissa euroalueen maissa julkisen talouden riskinsietokyvyn heikentyminen. Viime aikoina nähty pakolaisvirtojen voimistuminen on tuonut Euroopan uuden haasteen eteen. Tämä haaste voi olla myös mahdollisuus ikääntyvälle Euroopalle.

EKP sitoutunut rahapoliittiseen elvytykseen

Vuoden 2014 aikana euroalueen talouskehitys heikkeni, inflaatio hidastui ja inflaatio-odotukset vaimenivat. Tämän vuoksi EKP:n neuvosto päätti tammikuussa 2015 lisätä rahapoliittista elvytystä laajentamalla omaisuuserien osto-ohjelman koskemaan myös

julkisen sektorin velkakirjoja. EKP ja euroalueen kansalliset keskuspankit ostavat julkisen sektorin velkakirjoja, pankkien katettuja joukkolainoja ja yksityisiä omaisuusvakuudellisia arvopapereita yhteensä 60 mrd. eurolla kuukaudessa. Ostoja aiotaan jatkaa ainakin syyskuuhun 2016 saakka ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes EKP:n neuvosto katsoo inflaatiouvahdin palautuvan kestävästi tavoitteen mukaiselle uralle eli hieman alle 2 prosenttiin keskipitkällä aikavälillä.

EKP:n neuvosto on korostanut sitoutumistaan osto-ohjelman täysimääräiseen toteuttamiseen. Tehtyjen päätösten toteuttaminen on nähty ehdoksi sille, että inflaatio palautuu tavoitteen mukaiseksi tulevina vuosina. Osto-ohjelman sujuvan etenemisen takaamiseksi neuvosto päättikin syyskuussa kasvattaa kustakin liikkeeseenlaskusta ostettavien velkakirjojen enimmäismäärän 25 prosentista 33 prosenttiin.^[1]

Inflaatio-odotusten kasvu ensimmäisen vuosipuoliskon aikana heijastelee toivottua kehitystä, mutta toteutunut inflaatio on vain vaivoin positiivinen eikä inflaatio vielä ole kestävällä uralla kohti tavoitetta. Kesäkuussa alkanut öljyn hinnan lasku on luonut inflaatioon hidastumispainetta, mikä on näkynyt markkinapohjaisten inflaatio-odotusten laskuna (kuvio 1).

Kuvio 1.



Loppukesän aikana lyhyen aikavälin inflaatio-odotukset ovat laskeneet huomattavasti. Muutos on koskenut myös pidemmän aikavälin odotuksia. Pelkkä öljyn hinnan lasku vaimentaa inflaatiota tilapäisesti, mutta jos inflaation hitaus vaikuttaa inflaatio-odotusten muodostumiseen, on vaarana pidempiaikainen inflaation hidastuminen. Inflaation ja inflaatio-odotusten viimeaikainen kehitys osoittaa, ettei ohjelman täysimääräisen toteuttamisen tarpeellisuutta ole syytä kyseenalaistaa.

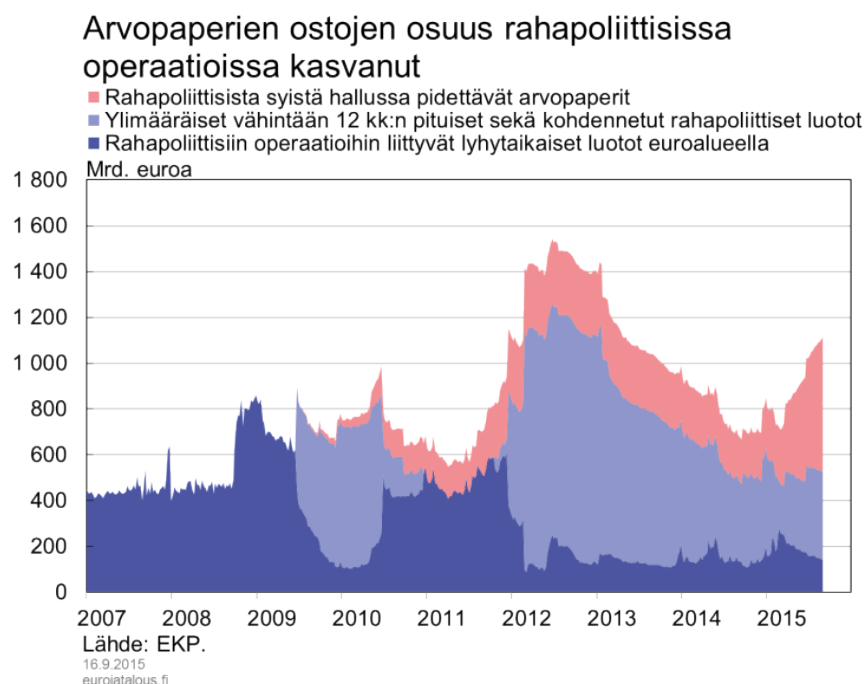
1. Enimmäismäärän kasvattaminen ei koske tilanteita, joissa eurojärjestelmä saattaisi tapauskohtaisen arvioinnin perusteella muodostaa määrävähemmistön.

EKP:n neuvosto seuraa erittäin tarkasti uusia tietoja kehityksestä ja korostaa olevansa mandaattinsa rajoissa valmiina turvautumaan kaikkiin käytettävissä oleviin keinoihin. Tilanteen niin vaatiessa nykyinen laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma tarjoaa mahdollisuuksia lisätä rahapoliittista elvytystä muuttamalla ohjelman kokoa, koostumusta tai kestoja.

Rahapolitiikka hyvin elvyttävää

Laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kautta oli elokuun loppuun mennessä ostettu arvopapereita noin 360 mrd. eurolla. Ohjelma kasvattaa eurojärjestelmän taseen kokoa ja lisää arvopaperien osuutta rahapoliittisissa operaatioissa (kuvio 2).

Kuvio 2.



Laajennettu osto-ohjelma on osa ns. epätavanomaista rahapolitiikkaa. Rahapolitiikassa voidaan toteuttaa epätavanomaisia toimia kahdesta syystä: niillä halutaan tukea ohjauskorolla harjoitetun rahapolitiikan välittymistä tai keventää rahoitusoloja erityisesti tilanteessa, jossa nimelliskoron alaraja estää ohjauskoron käytön rahapolitiikan toteutuksessa.

Finanssikriisin alkuvaiheessa painottui ensin mainittu syy, mikä näkyi rahapoliittisiin operaatioihin liittyvien luottojen kasvuna. Syksyllä 2008 rahapolitiikan mitoitusta kevennettiin ohjauskorkoja laskemalla ja samalla rahapolitiikan välittymistä tehostettiin luopumalla pankkijärjestelmälle lainattavan likviditeetin määrällisistä rajoitteista. EKP:n neuvosto tehosti rahapolitiikan välittymistä pitempiin korkoihin erityisesti keskuspankkiluottojen juoksuaikaa pidentämällä. Kesällä 2009 eurojärjestelmä toteutti ensimmäisen 12 kuukauden pituisen operaation, ja vuodenvaihteessa 2011–2012 suoritetuissa kahdessa operaatiossa keskuspankkien myöntämien luottojen juoksuaika kasvatettiin peräti 3 vuoteen. Rahapolitiikan välittymistä tehostettiin vuodesta 2009

alkaen myös arvopaperiostojen avulla (ns. SMP-ohjelma ja katettujen joukkolainojen osto-ohjelmat), mutta eurojärjestelmän taseen rahapoliittisista operaatioista ne muodostivat vain 20 % (kuvio 2).

Koska EKP:n keskeiset ohjauskorot saavuttivat teknisen alarajansa vuoden 2014 aikana, rahapolitiikan lisäkeventämisessä on turvauduttu arvopaperiostoihin. Nämä toimet tunnetaan yleisesti nimellä määrällinen keventäminen (Quantitative Easing, QE). Osto-ohjelma on näkynyt arvopaperiomistusten kasvuna eurojärjestelmän taseessa. Elokuun 2015 lopussa eurojärjestelmän taseen rahapoliittisista operaatioista jo yli 50 % koostui arvopaperiostoista.^[2]

Kun käytetään epätavanomaisia rahapolitiikan välineitä, rahapolitiikan mitoituksen – eli sen, miten paljon rahapolitiikka tukee talouskasvua – kuvaaminen ei ole yksiselitteistä. Tavanomaisia rahapolitiikan välineitä käytettäessä mitoitusta voidaan tarkastella seuraamalla ohjauskorkoa tai lyhyitä (riskittömiä) markkinakorkoja.

Rahapolitiikan mitoitusta nimelliskoron alarajalla voidaan arvioida ns. varjokoron avulla. Varjokorko mittaa kuvitteellista ohjauskorkoa tilanteessa, jossa nimelliskoroilla ei ole alarajaa. Tällöin nimelliskoron alarajalla rahapolitiikkaa keventävät epätavanomaiset toimet näkyvät varjokoron negatiivisina arvoina.

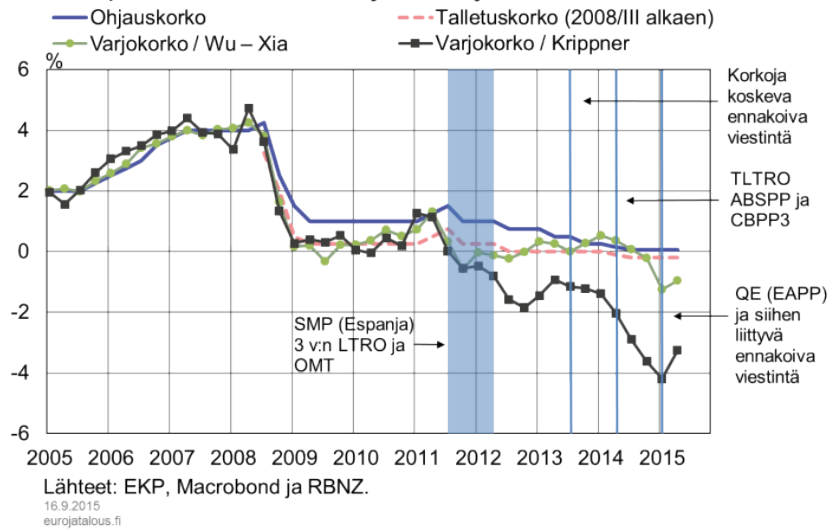
Varjokoron voidaan ajatella vastaavan kysymykseen, mikä ohjauskorko tuottaisi havaitun korkotason, jos ohjauskorko voisi olla miten negatiivinen tahansa. Ajatuksena on siis, että epätavanomaisilla toimilla lasketaan korkotasoa taloudessa, ja varjokoron avulla arvioidaan, miten paljon ohjauskorkoa olisi pitänyt laskea, jotta samansuuruinen lasku olisi saatu aikaiseksi muuttamalla ohjauskorkoa.

Varjokorko on ei-havaittava muuttuja, joten se pitää laskea käyttämällä mallia. Julkisesti saatavilla on kaksi euroaluetta koskevaa varjokorkoarviota: Uuden-Seelannin keskuspankin ekonomistin Leo Krippnerin malliin perustuva arvio ja Chicagon yliopiston tutkijoiden Wun ja Xian malliin perustuva arvio (kuvio 3).

2. Rahapoliittisten toimien merkittävyyttä ei kuitenkaan voi suoraan mitata eurojärjestelmän taseen kautta. Esimerkiksi rahapoliittisten suorien kauppajen ohjelma (ns. OMT-ohjelma) oli hyvin vaikuttava rahapoliittinen toimenpide, vaikka ohjelmassa ei ole ostettu yhtään arvopaperia. Lisäksi ennakoiva viestintä on merkittävä rahapoliittinen keino, vaikka se ei suoraan näy eurojärjestelmän taseessa.

Kuvio 3.

Epätavanomaisten toimien myötä euroalueen rahapolitiikan mitoitus hyvin elvyttävä



Varjokorot osoittavat, että euroalueella toteutettujen erilaisten epätavanomaisten toimien myötä rahapolitiikka on muodostunut elvyttävämmäksi kuin pelkkiä ohjauskorkoja tarkastelemalla voisi päätellä: molemmat varjokorot ovat huomattavasti alle EKP:n soveltamien ohjauskorkojen. Varjokoron tasoon liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta, ja eri mallit antavat rahapolitiikan mitoituksesta hyvin erilaisen kuvan. Joka tapauksessa varjokoroista voidaan nähdä, että jo toteutetut epätavanomaiset toimet ovat keventäneet rahapolitiikkaa ja laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman myötä rahapolitiikka on mitoitettu hyvin elvyttäväksi. Epätavanomaisten toimien avulla rahapolitiikka säilyi aktiivisena, vaikkei ohjauskorkoja voidakaan muuttaa.

Rahoitusolot helpottuneet euroalueella

Taloudessa vallitsevat korot muodostuvat juoksuajaltaan eripituisten velkapaperien tuotoista, jotka osaltaan määrittävät myös pankkilainoissa käytettävät korot. Rahapolitiikan ostot alentavat markkinakorkoja, joiden lasku heijastuu myös pankkien antolainauksessa käytettäviin korkoihin. Tämä taas kasvattaa investointeja ja kulutusta.

Juoksuajaltaan eripituisten velkakirjojen tuotto voidaan esittää kahden tekijän summuna. Ensimmäinen tekijä on riskitön tuotto, joka määräytyy velkakirjan juoksuajalta odotettujen lyhyiden korkojen keskiarvona. Toinen tekijä on ns. riskilisiä (preemio), joka on sijoittajan vaatima tuotto (korvaus) esimerkiksi siitä, että sijoitusta ei tehdä lyhyen juoksuajan vähäriskiseen velkakirjaan.

Rahapolitiikan keventämiseksi tehtävien velkakirjaostojen vaikutusmekanismit voidaan jakaa kahteen pääluokkaan: 1) signaalointi- ja 2) portfoliovaikutus.^[3] Signaalointikanava

3. Jaottelu on karkea, koska joissain mekanismeissa on molempia vaikutuskanavia mukana. Lisäksi velkakirjaostojen kolmantena vaikutuskanava voidaan pitää inflaatio-odotusten vaikutuskanavaa, jossa raha- ja finanssipolitiikan yhteisvaikutuksella luodaan inflaatio-odotuksia talouteen.

vaikuttaa velkakirjatuottoihin pienentämällä riskitöntä tuottoa, ja portfoliokanava taas supistaa riskilisiä.

Velkakirjaostojen signalointivaikutuksessa keskuspankki viestii ostoilla sitoutumistaan elvyttävään rahapolitiikkaan tulevaisuudessa. Tällöin rahoitusmarkkinat odottavat lyhyiden korkojen pysyvän alhaisina yhä pidempään, mikä näkyy kaikkien velkakirjojen tuottojen pienenemisenä.

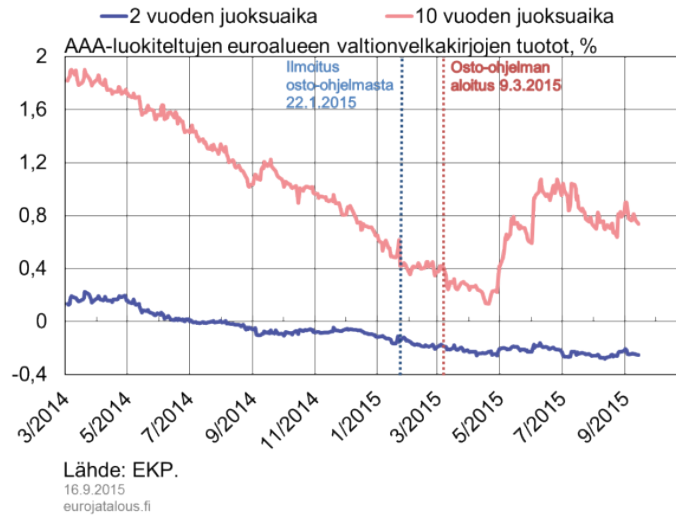
Portfoliovaikutus voi syntyä monella eri tavalla, mutta keskeistä kaikissa mekanismeissa on, että velkakirjaostoilla vähennetään yleisön hallussaan pitämien velkakirjojen määrää (tai juoksuaikaa) ja muutetaan markkinatoimijoiden taseita vähemmän riskillisiksi. Juoksuajaltaan pitkien velkakirjojen tarjonta siis vähenee, jolloin niiden pitämisestä vaadittava korvaus pienenee.^[4] Lisäksi markkinatoimijat voivat pyrkiä kompensoimaan taseiden muutoksia ostamalla riskillisempiä arvopapereita, jolloin niiden hinnat nousevat.

Markkinoiden odotukset määrällisen keventämisen alkamisesta laskivat valtionvelkakirjojen tuottoja jo ennen päätöstä osto-ohjelmasta. Ostojen alettua tuotot painuivat edelleen, mutta huhtikuun 2015 loppupuolelta alkaen erityisesti juoksuajaltaan pitkien velkakirjojen tuotot alkoivat nousta (kuvio 4). Tämä kehitys pysähtyi kesäkuun lopussa, jonka jälkeen pidemmän juoksuajan tuotot ovat jälleen laskeneet. Samanaikaisesti juoksuajaltaan lyhyiden velkakirjojen tuotot ovat kuitenkin pysyneet lähes muuttumattomina. Markkinat ovat siis uskoneet EKP:n neuvoston olevan sitoutunut arvopaperiohjelmaan, mistä syystä juoksuajaltaan lyhyiden velkakirjojen tuotot heijastelevat ennakoivan viestinnän mukaista rahapolitiikkaa.

4. Jotta juoksuajaltaan tietynpituisten velkakirjojen tarjonnalla olisi vaikutusta velkakirjojen tuottoon, on velkakirjamarkkinoilla oltava jäykkyksiä ja epätäydellisyyksiä. Tyypillisesti velkakirjojen arvostamisessa käytettävissä malleissa ei esiinny portfoliovaikutusta, koska malleissa ei ole tarvittavia jäykkyksiä, jolloin velkakirjojen tarjonta ei myöskään vaikuta niiden tuottoon. Tämä on osaltaan voinut johtaa Ben Bernanken toteamukseen, jonka mukaan ”määrällinen keventäminen toimii käytännössä, mutta ei teoriassa”. Ks. Central banking after the great recession: lessons learned and challenges ahead (16.1.2014). The Brookings Institution.

Kuvio 4.

Valtiolainojen tuotot vaihdelleet huomattavasti viime aikoina



Pitkän juoksuajan velkakirjojen tuottojen kasvuun kevätkesän 2015 aikana on monta mahdollista syytä. Ensinnäkin talouskasvua ja inflaatiota koskevat odotukset voimistuivat, mikä lisää odotuksia tulevaisuudessa kiristyvistä rahapolitiikasta. Toiseksi monet euroalueen valtiot ovat laskeneet liikkeeseen lisää velkakirjoja, mikä kasvattaa näiden tarjontaa. Tämä vähentää velkakirjaostojen portfoliovaikutusta. Kolmanneksi pitkien korkojen lasku oli merkittävää ennen eurojärjestelmän valtionlainojen ostojen alkamista ja ensimmäisten ostoviikkojen aikana. Markkinat ovat voineet yliarvioida arvopaperiostojen vaikutuksia velkakirjamarkkinoihin, etenkin niiden saatavuuteen, jolloin huhtikuun jälkipuoliskolla alkanut tuottotasojen nousu voi olla korjausta liiallisiin odotuksiin. Neljäntenä kokonaisuutena on joukko erilaisia markkinateknisiä ja kausiluonteisia syitä.

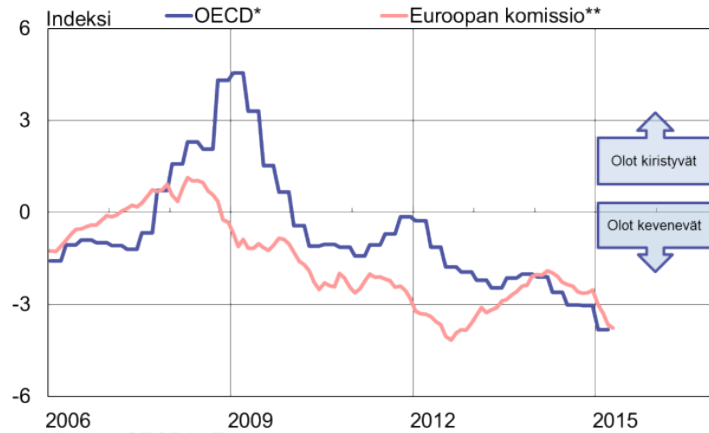
Näille edellä mainituille tekijöille vastakkaiset kehityskulut näkyvät taas valtionvelkakirjojen tuottojen pienenemisenä. Kesäkuun lopusta alkaneen tuottojen vaihtelun voi nähdä ainakin sopivan hyvin yhteen inflaatio-odotusten muutosten kanssa.

Kaiken kaikkiaan eurojärjestelmän valtionvelkakirjojen ostojen ja niiden ennakkoinnin voidaan todeta pidemmän aikavälin tarkastelussa alentaneen valtionvelkakirjojen tuottoja. Laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma ja siihen liittyvä ennakoiva viestintä ovat siis odotuksien mukaisesti laskeneet pidempiä korkoja euroalueella. Valtionvelkakirjojen tuottoon vaikuttavat kuitenkin muutkin tekijät kuin rahapolitiikka, joten vaikuttaminen tuottoihin rahapolitiikan avulla on vaikeampaa kuin esimerkiksi vaikuttaminen lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin ohjauskorolla.

Rahapolitiikan keventämiseksi tehtävien arvopaperiostojen välittymisen kannalta on tärkeää, että velkakirjatuottojen pieneneminen näkyy laaja-alaisesti talouden rahoituskustannusten alentumisena. Sekä OECD:n että Euroopan komission laskemat indeksit osoittavat euroalueen rahataloudellisten olojen keventyneen merkittävästi vuoden 2015 alusta (kuvio 5).

Kuvio 5.

Euroalueen oloja mittaavat indeksit kertovat rahoitusolojen kevenemisestä



Lähteet: OECD ja Euroopan komissio.

* Financial Conditions Index: indeksissä mukana lyhyet ja pitkät korot, yrityslainojen korkoero, luoton saatavuus, kotitalouksien varallisuustilanne. Indeksin käänneisluku.

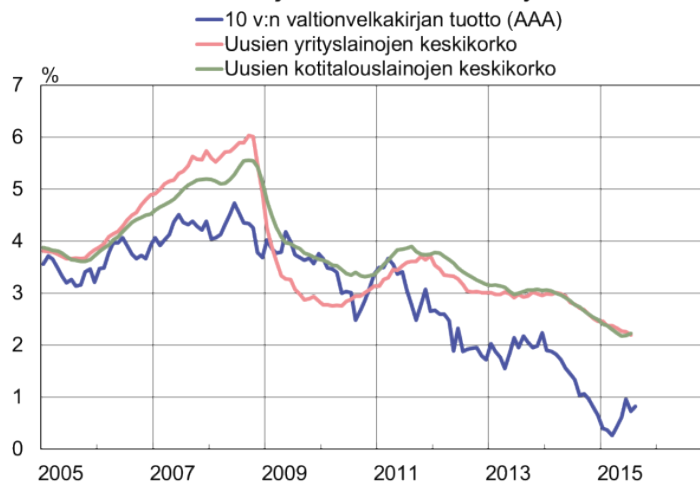
** Monetary Conditions Index: indeksissä mukana lyhyet korot ja valuuttakurssi.

16.9.2015
eurojatalous.fi

Suotuisa kehitys on nähtävissä myös pankkien antolainauskoroissa. Koska euroalueen rahoitusjärjestelmä on pankkikeskeinen, rahapolitiikkatoimien tulisi näkyä myös pankkien myöntämien lainojen määrän kasvuna ja keskikoron alentumisena. Huolimatta valtiovelkakirjojen korkojen heilahtelusta pankkien sekä yrityksille että kotitalouksille myöntämien lainojen korot ovat jatkaneet kesällä laskuaan (kuvio 6)

Kuvio 6.

Euroalueen rahoitusolot keventyneet myös antolainauskorkojen alenemisen myötä



Lähteet: EKP ja Macrobond.

16.9.2015
eurojatalous.fi

Pankkilainojen ja valtionvelkakirjojen välinen korkoero kasvoi alkuvuonna 2015 lähelle vuoden 2008 ennätyslukemia, 2:ta prosenttiyksikköä. Ennen kriisiä korkoero oli vain puolet nykyisestä. Jos talouskehitys pysyy suotuisana, antolainauskorkojen laskun jatkuminen on mahdollista, vaikka markkinakorot jäisivät korkeammiksi.

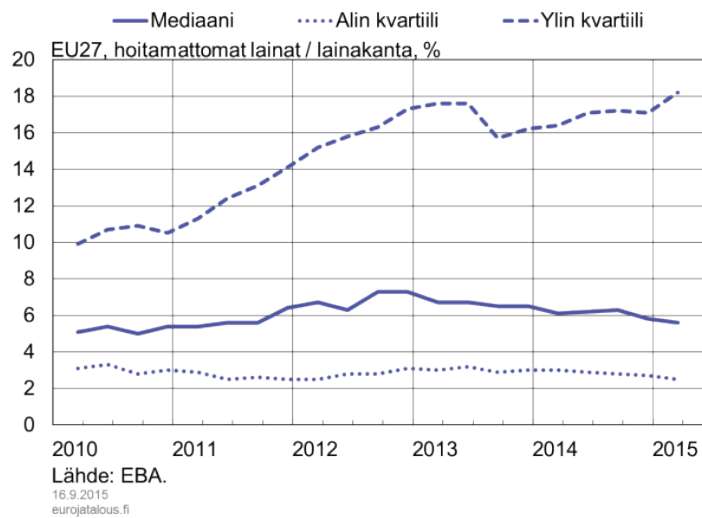
Pankit keskittyvät nyt perinteiseen pankkitoimintaan

Euroalueen pankkijärjestelmä on vahvistunut ja pankkien vakavaraisuus kohentunut aiemmista vuosista. Parempi vakavaraisuus on ensisijaisen tärkeää, jotta pankit pystyvät kasvattamaan luotonantoaan ja siten tukemaan reaaliatalouden elpymistä ja rahapolitiikan välittymistä.

Pankkien taseet alkoivat kasvaa vuoden 2014 lopulla kahden vuoden supistumisen jälkeen. Pankit ovat supistaneet riskipainotettujen varojen määrää, lisänneet antolainausta ja kasvattaneet omaa pääomaa. Viime vuosien heikon kannattavuuden takia oman pääoman kasvattaminen voittovaroilla on ollut euroalueella yleisesti haasteellista. Omaa pääomaa onkin hankittu markkinoilta osakeannein. Pankkien osakeantien suhteellisesti suurta määrää viime vuosina kuvastaa se, että viimeisen kolmen vuoden aikana pankkien nettomääräiset osakeannit ovat muodostaneet yli puolet euroalueen kokonaisnettomäärästä, vaikka pankkien markkina-arvo on vain kymmenesosa koko osakemarkkinoista.

Kuvio 7.

Hoitamattomien lainojen osuus lainakannasta pienentynyt, mutta erot maiden välillä säilyneet suurina



Pankkisektorin taakkana ovat hoitamattomat lainat. Ne ovat jäänteitä kriisiä edeltäneestä yksityissektorin liiallisesta velkaantumisesta ja kriisin jälkeisestä talouden heikosta tilasta (kuvi 7). Suuri hoitamattomien lainojen määrä heikentää pankkien kannattavuutta lainoista saatavien vähäisempien korkotuottojen sekä niitä varten tehtävien luottotappiovarausten takia. Hoitamattomat lainat käyttävät lisäksi suhteellisesti enemmän pankkien rajallista omaa pääomaa ja siten vähentävät luotonantoon hyödynnettävissä olevia varoja. Talouden tilan parantuessa hoitamattomien lainojen osuus lainakannasta on vähitellen alkanut pienentyä, vaikka maittaiset erot ovatkin säilyneet suurina. Kriisiytyneistä maista etenkin Espanjassa ja Irlannissa hoitamattomien lainojen osuudet ovat vähitellen pienentyneet, kun taas

Kreikan, Kyproksen ja Italian olemassa olevasta lainakannasta hoitamattomien lainojen osuus on viime aikoina edelleen kasvanut.

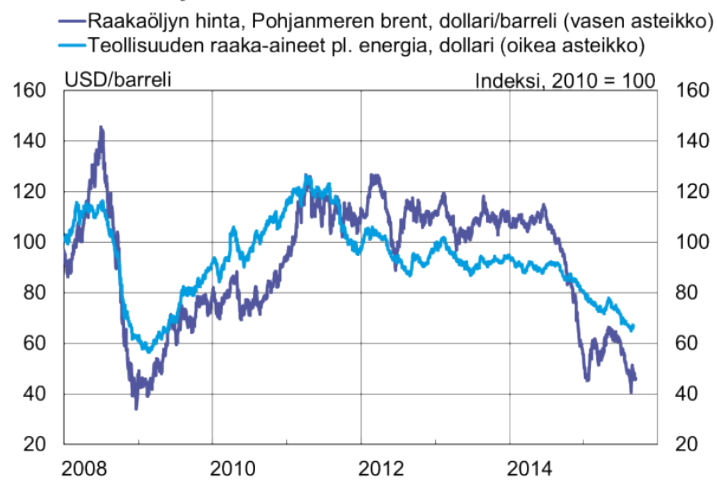
Luottotappioiden yleinen väheneminen tukee pankkien kannattavuuden paranemista. Kannattavuutta parantaa osaltaan myös pankkien liiketoiminnan painopisteen muutos. Pankit ovat kasvattaneet vähäriskisten yritys- ja asuntoluottojen osuutta taseestaan ja vastaavasti kutistaneet investointipankkitoimintojaan. Kun talletuksilla rahoitetaan entistä suurempi osa antolainauksesta ja pankit saavat lisäksi edullista keskuspankkirahaa, korkokate on kehittynyt olosuhteisiin nähden suotuisasti. Vaikka euroalueen pankkien kannattavuus on vähitellen kohenemassa, on se silti edelleen keskimäärin huomattavasti heikompi kuin ennen kriisiä.

Euroalueen talous palaamassa raiteilleen

Euroalueen ulkoisista tekijöistä raakaöljyn maailmanmarkkinahinta on laskenut kesäkuukausien aikana lähelle vuoden alun tasoa. Samanaikaisesti myös raakaöljyn futuurihinnat laskivat likimain samalle tasolle kuin vuoden alussa. Öljyn hinnan laskuun ovat vaikuttaneet sekä tarjonta- että kysyntätekijät. Öljyn hintatason alentuminen kuluneen 12 kuukauden aikana ei ole juuri vähentänyt öljyn tuotantoa: öljystä on ylitarjontaa. Kysyntäodotuksia ovat vähentäneet erityisesti markkinoiden arviot Kiinan kasvunäkymien heikentymisestä heinä-elokuussa. Euroalueen näkökulmasta öljyn hinnan lasku on pääosin positiivinen tarjontalähtöinen tekijä, joka tukee euroalueen kasvua mutta myös hidastaa lähimmän vuoden aikana euroalueen inflaatiota.

Kuvio 8.

Raaka-aineiden hintojen alhaisuus kasvattaa reaalityuloja euroalueella



Lähteet: Bloomberg ja HWWA.

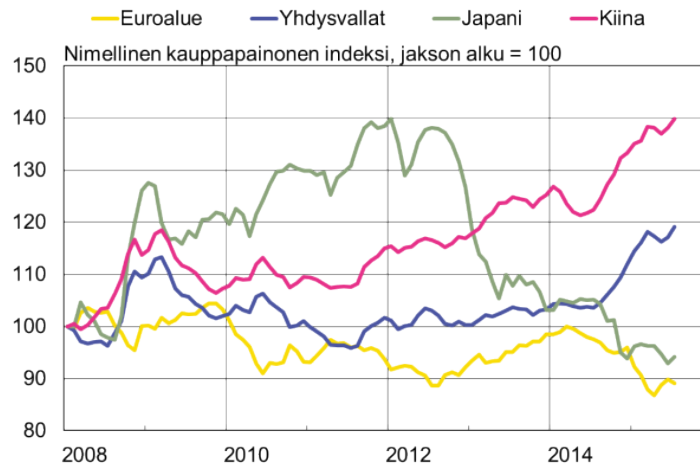
16.9.2015
eurojatalous.fi

Muiden raaka-aineiden hintojen lasku painottuu suuremmissa määrin kysyntätekijöihin. Raaka-aineiden kysynnän kasvuvauhti on hidastumassa, kun Kiinan kasvun rakenne muuttuu. Investointien paino kokonaiskysynnässä antaa tilaa yksityiselle kulutukselle, ja tuotantopuolella palvelusektorin osuus on nopeasti kasvanut lähes 50 prosenttiin kokonaistuotannosta. Kiinan talouskasvun hidastuminen, pörssikurssien lasku ja huono

vientikehitys ovat hermostuttaneet rahoitusmarkkinoita syyskesällä. Elokuun 2015 alkupuolella hermostuneisuutta lisäsi Kiinan keskuspankin toteuttama valuuttakurssimekanismin uudistus. Elokuun jälkipuoliskolla Kiinan pörssikurssit suorastaan romahtivat ja rauhattomuus levisi laajalti kehittyneisiin ja nouseviin talouksiin. Syyskuun aikana markkinat ovat sahanneet uusien, alhaisempien kurssitasojen ympärillä.

Kuvio 9.

Valuuttakurssit viestivät talouksien suhteellisista kasvu- ja inflaationäkymistä

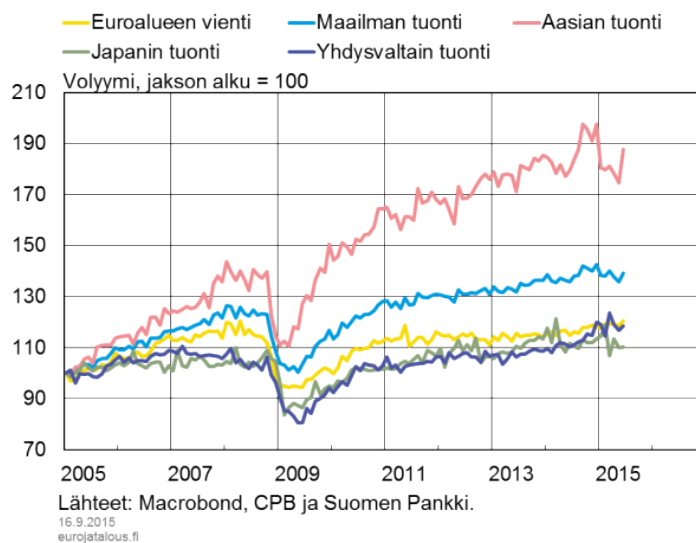


Lähteet: Macrobond ja BIS.
16.9.2015
eurojatalous.fi

Euroalueen vientimarkkinoiden kasvunäkymät ovat hieman aiempaa heikommat. Maailmankaupan volyymi on alkuvuonna pienentynyt lähinnä Aasian tuonnin supistumisen vanavedessä. Suomen Pankin ennusteessa maailmankaupan kasvun ennustetaan jäävän pysyvästi aiemmin arvioitua hitaammaksi. Kaiken kaikkiaan nettoviennin vaikutus euroalueen kasvuun on jäämässä ennustejaksolla hyvin pieneksi.

Kuvio 10.

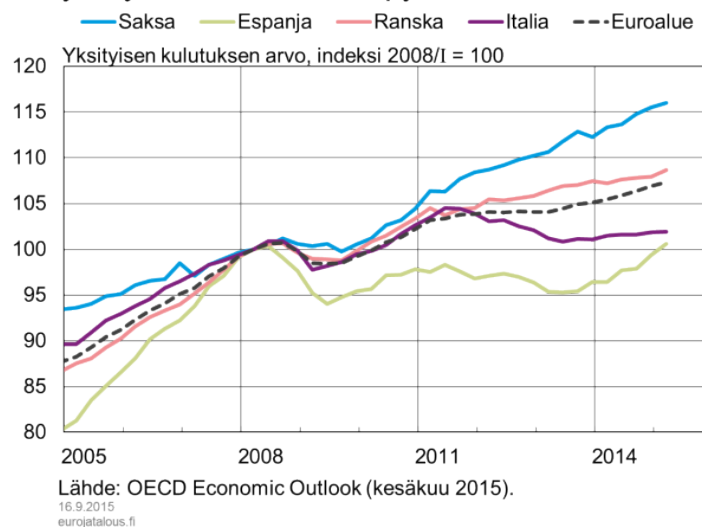
Euroalueen vientimarkkinoiden kasvu erittäin heikkoa alkuvuonna 2015



Euroalueen yksityisen kulutuksen arvo on noussut tasaisesti vuoden 2014 alusta lähtien ja on nykyisellään noin 8 % suurempi kuin vuoden 2008 ensimmäisellä neljänneksellä (kuvio 11). Yksityinen kulutus olikin vuonna 2014 BKT:n kasvua eniten tukenut kokonaiskysynnän osatekijä. Sitä tuki reaalityulojen kasvu työllisyyden kohentuessa ja energiatuotteiden hintojen laskiessa.

Kuvio 11.

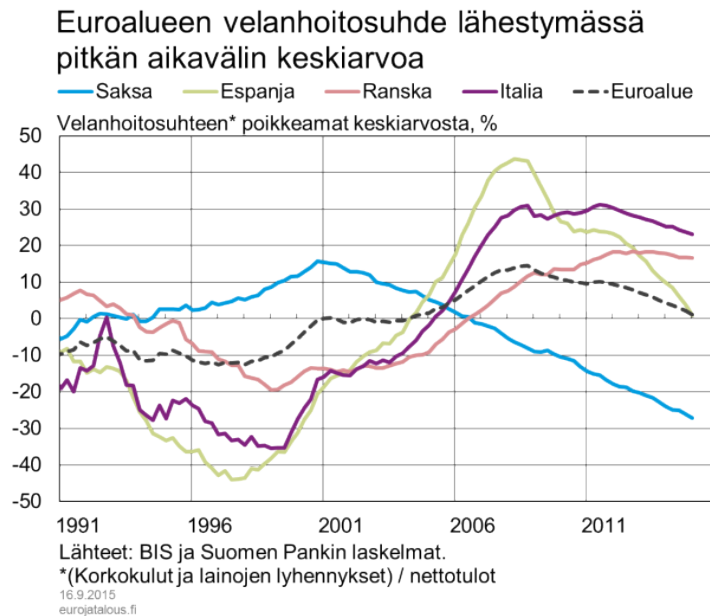
Reaalityulojen suotuisa kehitys on auttanut osaltaan yksityisen kulutuksen elpymistä



Yksityinen kulutus elpyy jatkossakin, kun työllisyysnäköymät paranevat ja korkotasoa pysyy erittäin alhaisena. Korkomenojen pysyessä maltillisina velkapääoman lyhentäminen nopeutuu ja kotitalouksilla on hyvä mahdollisuus parantaa taloudellista riskinsietokykyään. Kotitalouksien velkaantumista voidaan tarkastella tutkimalla

kotitalouksien korkokulujen ja lainanlyhennysten osuutta nettotuloista (kuvio 12). Tämän niin kutsutun velanhoitosuhteen poikkeama pitkän aikavälin keskiarvosta vaikuttaa käänteisesti yksityisen kulutuksen kasvuun.

Kuvio 12.



Jos kotitaloudet käyttävät suhteellisesti suuremman osuuden tuloista velanhoitokuluihin, on se pois yksityisestä kulutuksesta. Vaikka maittaiset erot ovat pysyneet suurina, euroalueen keskimääräinen velanhoitosuhde on laskenut lähelle pitkän aikavälin keskiarvoa ja trendi on laskeva. Tämän lisäksi euroalueen kotitalouksien keskimääräinen nettovarallisuus on kasvanut vuoden 2014 aikana, vaikka onkin edelleen pitkän aikavälin keskiarvon alapuolella.

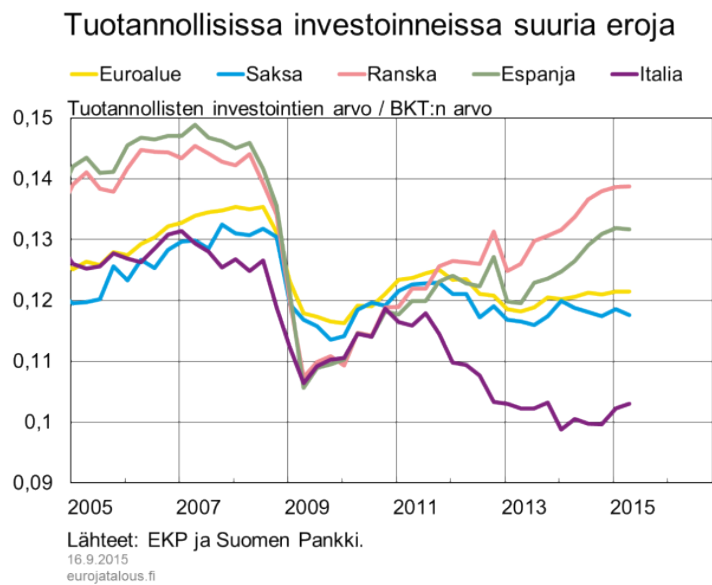
Useissa euromaissa asuntomarkkinat ovat edelleen vasta elpymässä. Euroalueen keskimääräinen asuntohintaindeksi onkin yhä nimellisesti noin 5 % ja reaalisesti lähes 15 % alempana kuin vuoden 2008 alussa. Toisaalta esimerkiksi Itävallassa ja Irlannissa asuntojen hinnat ovat nousseet viime aikoina suhteellisen nopeasti etenkin suurissa kaupungeissa.

Euroalueen keskimääräinen kotitalouslainakannan kasvuvauhti on piristynyt vuoden 2015 aikana. Maiden väliset erot ovat kuitenkin huomattavat. Isoista euromaista Ranskassa ja Saksassa vauhti on selvästi kasvamaan päin, kun Espanjassa kotitalouslainakannan supistuminen ei ole vielä taittunut. Uusien asuntolainasopimusten keskikorko on euroalueella laskenut nopeassa tahdissa vuoden 2014 alusta lähtien.

Pankkien luotonantokyselyn (Bank Lending Survey) mukaan pankit helpottivat asuntoluottojen ehtoja vuoden 2015 toisella neljänneksellä. Ehdot kevenivät enemmän kuin pankit vielä huhtikuussa odottivat. Isoista euromaista etenkin Ranskassa ja Italiassa asuntoluottoehdot kevenivät selvästi. Asuntoluottojen kysyntä pysyi ensimmäisen neljänneksen tapaan vahvana. Kotitalouksien asuntoluottokysynnän kasvun taustalla nähtiin olevan sekä matala korkotaso että hyvät asuntomarkkinanäkymät.

Yksityisten tuotannollisten investointien arvo on kasvanut vuoden 2014 alusta lähtien, mutta nämä investoinnit ovat edelleen noin 5 % alemmalla tasolla kuin vuoden 2008 ensimmäisellä neljänneksellä. Investointien käynnistymistä hidastavat heikko kannattavuus, vapaan tuotantokapasiteetin runsaus ja paikoin luotonannon pullonkaulat. Epävarmuus tulevasta talouskehityksestä pitää sijoittajien vaatimat riskilisät suurina, ja näin pääoman keskimääräinen kustannus ei ole pienentynyt samaa tahtia pankki- ja velkakirjalainojen kustannusten kanssa. Tuotannollisten investointien kehitys etenkin Espanjassa ja Saksassa on kuitenkin ollut viime aikoina rohkaisevaa. Helpotusta investointitaantumaa tuo osaltaan syksyllä täysimittaisesti toimintansa aloittava Euroopan strategisten investointien rahasto, joka pyrkii kanavoimaan yhteensä yli 300 mrd. euroa yrityksille tuottavien investointien käynnistämiseksi ja työpaikkojen luomiseksi.

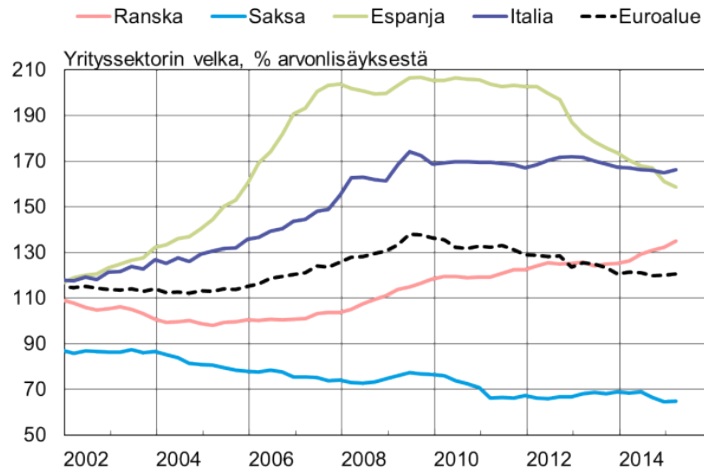
Kuvio 13.



Yritysten velkaantuneisuus on euroalueella keskimäärin edelleen hienoisesti vähentynyt ja on jo pienempi kuin kriisin alkaessa (kuviot 14). On tärkeää, että kriisin aikana velkaantuneet yritykset sopeuttavat taseitaan ja että rahoitus kanavoidaan terveiden, tuottavien yritysten investointitarpeisiin.

Kuvio 14.

Euroalueen yritysten taseiden sopeutus tasaantumassa



Lähde: Ranskan keskuspankki.
16.9.2015
eurojatalous.fi

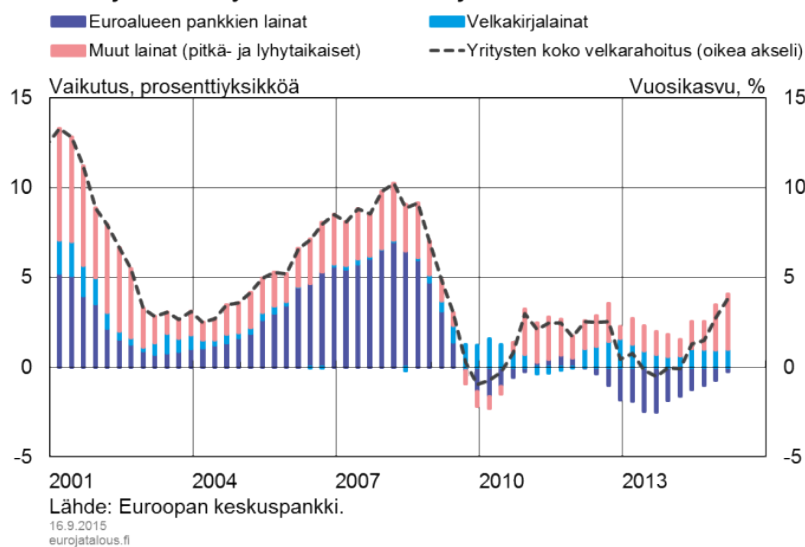
Yritysten velka-asteet ovat kehittyneet euroalueella maittain hyvin eri tavalla vuoden 2008 jälkeen. Positiivista on, että niissä maissa, joissa velkaantuminen kasvoi erittäin ripeästi ennen kriisiä (Irlanti, Espanja, Portugali), velkaa on sulateltu ja velkaantuminen on vähentynyt jo hyvinkin lähelle kriisiä edeltäneitä lukemia. Toisaalta niissä maissa, joissa velka-asteet ovat kehittyneet sekä historiallisesti että euroalueen keskiarvoon nähden maltillisesti, velka-asteen nousua ei voi pitää pelkästään epäsuotavana.

Euroalueen yrityslainakannan supistuminen on jo yleisesti päättynyt, vaikka isoissa euromaissa ei Ranskaa lukuun ottamatta olekaan vielä havaittavissa suurempaa piristymistä. Yritysluottojen kysyntä kehittyi niin ikään suotuisasti, joskin hieman vaimeammin kuin pankit odottivat. Syyksi tähän pankit näkivät vaihtoehtoisten rahoituslähteiden käytön lisääntymisen yritysten varainhankinnassa.

Euroalueen yritysten rahoituksensaantia selvittävän ns. SAFE-kyselyn mukaan rahoituksen saatavuus oli heikentynyt jo maaliskuussa 2015 päättyneenä puolivuotiskautena yritysten ongelmista pienimmäksi. Suurimmaksi ongelmaksi nähtiin edelleen kysynnän puute. Samalla kun pankkilainojen tarve kasvoi ja yritysten oma tilanne parani, pankkien halukkuus myöntää lainoja lisääntyi ja hylättyjen lainahakemusten osuus supistui. Luotonantokyselyn mukaan pankit ovat vuoden 2015 toisella neljänneksellä jatkaneet alkuvuonna alkanutta luottoehtojen keventämistä, mikä näkyy etenkin marginaalien pienenemisenä. Lähes kaikissa euromaissa kavennettiin vuoden toisella neljänneksellä myös isompiriskisten yrityslainojen marginaaleja.

Kuvio 15.

Yrityssektorin velkarahoitus lisääntynyt ulkopuolisten toimijoiden myöntämien luottojen kautta



Vaikka euroalueen pankkien myöntämien yrityslainojen vuosikasvu on edelleen negatiivinen, yritysten koko velkarahoitus on ollut kasvussa vuoden 2013 loppupuolelta saakka. Markkinaehtoisen velkarahoituksen, euroalueen ulkopuolisten pankkien ja muiden kuin luottolaitosten myöntämien lainojen osuus yritysten ulkoisesta rahoituksesta on kasvanut (kuvio 15). EKP:n osto-ohjelma tukee osaltaan yritysvelkakirjamarkkinoita, kun sijoittajat myyvät valtiolainanomistuksiaan ja siirtyvät isompiriskisiin arvopapereihin.

Suurten euromaiden tilanne aiempaa valoisampi

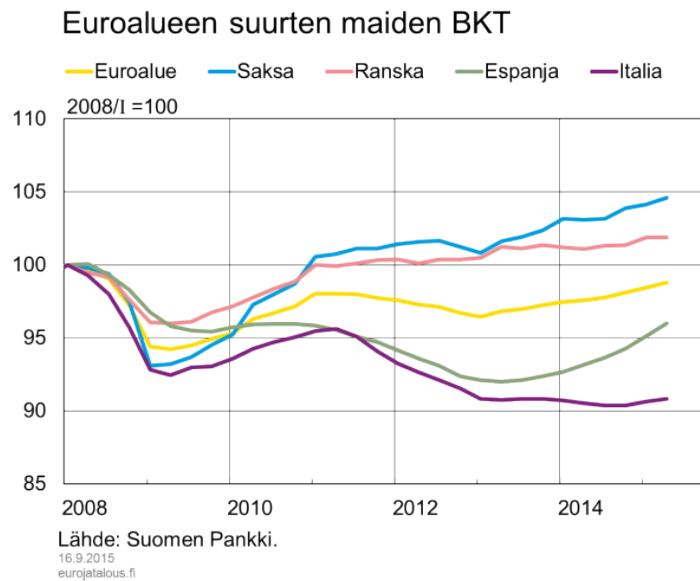
Saksassa talouden perustekijät ovat hyvässä kunnossa. Kilpailukyky on erittäin hyvä, kotitalouksien velkaantuneisuus maltillista ja työttömyys euroalueen vähäisimpiä. Tasapainoisen julkisen talouden ja suurista euromaista alhaisimman velka-asteen ansioista julkisen talouden sopeutustarvetta ei lähivuosina ole.

Ranskan talouskasvun ennustetaan kohenevan ennustejaksolla vuoden 2014 heikon kehityksen jälkeen. Kasvun moottorina toimii piristynyt yksityinen kulutus. Veronalennukset ja pienemmät energiakustannukset lisäävät yritysten voittoja, mikä yhdessä matalien korkojen kanssa parantaa ranskalaisten yritysten investointimahdollisuuksia. Julkisen talouden sopeutustoimet jatkuvat aikaisempaa maltillisemmin.

Espanjan talous on kasvanut hyvin voimakkaasti vuoden 2015 ensimmäisellä puoliskolla. Tuotanto on kuitenkin nyt saavuttanut vasta vuoden 2009 tason. Työttömyysaste on alentunut vuoden 2013 alun 27 prosentin huipusta noin 22 prosenttiin. Talouskasvua tukevat pankkisektorin tervehtämiseksi vuonna 2012 tehdyn EU-/IMF-ohjelman onnistuminen sekä mm. työmarkkinoiden joustoa lisäävät rakenteelliset uudistukset. Rahoitusolojen keventyminen on jatkunut, ja maa hyötyy kevyestä rahapolitiikasta.

Espanjan julkinen talous on edelleen voimakkaasti alijäämäinen ja julkinen velka kasvaa vuonna 2015 jo noin 100 prosenttiin.

Kuvio 16.



Italian viimeaikainen odotettua nopeampi talouskasvu, investointien vahva kehitys, rahoitusolojen parantuminen ja luottamusindikaattorien nouseva trendi antavat viitteitä maan talouden pysyvän elpymisen mahdollisesta alkamisesta. Pankkien antolainauskorot ovat edelleen laskeneet ja rahoituksen saatavuus parantunut, mikä on saanut kotitalouksien ottamat luotot kasvuun ja vähentänyt yritysten lainakannan supistumista. Erityisesti investointien nopea kasvu pitkän supistumisen jälkeen ja teollisuuden erittäin vahvat näkymät antavat viitteitä positiivisesta talouskehityksestä ennusteajaksolla.

Ison-Britannian talousnäkymät pysyvät lähivuosina suotuisina. Työmarkkinoiden positiivinen kehitys, öljyn hinnan alhaisuus, reaaliansioiden kehityksen koheneminen sekä yksityisen sektorin luottamuksen kasvu tukevat yksityistä kulutusta ja vahvistavat yrityssektorin kasvunäkymiä. Vaikka asuntojen hinnat ovat yhä nousseet, kotitaloudet ovat edelleen pienentäneet velkaantuneisuuttaan. Toukokuun 2015 parlamenttivaaleissa konservatiivit saivat enemmistön alahuoneeseen ja järjestävät lupauksensa mukaisesti vuoden 2017 loppuun mennessä äänestyksen Ison-Britannian EU-jäsenyydestä.

Ruotsin talouskasvu pysyy vakaana ennusteajaksolla. Kasvu pohjaa nykyisellään vahvasti kotimaiseen kysyntään, mutta myös vienti piristyy, kun euroalue elpyy. Työmarkkinat ovat kehittyneet suotuisasti, työvoiman määrän kasvu on ennusteajaksolla aiempaa nopeampaa ja yksikkötyökustannukset ovat kehittyneet maltillisemmin kuin monissa muissa maissa. Suurin arvioitua heikomman kehityksen riski sisältyy asuntojen hintojen nousuun ja sitä kautta kotitalouksien jatkuvan velkaantumisen kasvuun.

Tanskassa talouden näkymät ovat vuonna 2015 vahvistuneet. Talouskasvu on suurelta osin seurausta sekä yksityisen että julkisen kysynnän vahvistumisesta, mutta myös vientisektori on elpynyt. Rakentaminen on piristynyt, ja investoinnit elpyvät ripeästi

ennusteajaksolla. Tanskassa vallitsee nykyisellään lähes täystyöllisyys. Työmarkkinoiden kireys onkin suurin tekijä huonomman kehityksen kannalta, jos työn kysyntä ylittää tarjonnan lähitulevaisuudessa.

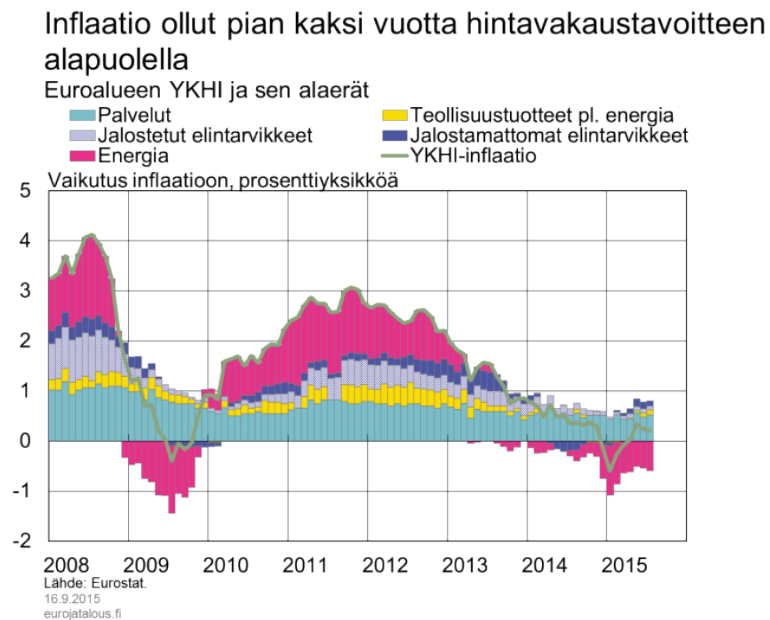
Suomen Pankin arvio maailmantalouden lähivuosien kasvusta esitellään tarkemmin [Maailmantalouden epävarmuus kasvanut](#) -artikkelissa.

Inflaatio pysyttelee tavoiteltua hitaampana

Euroalueen inflaatio hidastui voimakkaasti syksyn 2014 aikana (kuvio 17). Hintojen muutosvauhti oli vuoden 2015 alussa hitaimmillaan $-0,6\%$, mutta on sittemmin kiihtynyt ja kääntynyt positiiviseksi huhtikuusta lähtien. Inflaatio on kuitenkin edelleen hyvin hidasta ja kaukana EKP:n hintavakaustavoitteesta.

Suurin yksittäinen tekijä inflaation äkillisen hidastumisen taustalla vuoden 2014 jälkipuoliskolla oli öljyn hinta. Kuluttajahintainflaation muut osatekijät eivät ole juuri muuttuneet. Kuluttajahintaindeksin suurimmassa aluerässä, palveluiden hinnoissa, nousu on ollut jo pitkään hyvin hidasta, 1 prosentin tuntumassa. Teollisuustuotteiden sekä jalostettujen ja varsinkin jalostamattomien elintarvikkeiden hinnat ovat kääntyneet nousuun, mutta toisaalta niiden vaikutus kuluttajahintainflaatioon on suhteellisen vähäinen. Kaikissa indeksin aluerissä hintojen kehitys on kuitenkin jo pidemmän aikaa ollut selvästi pitkän ajan keskiarvoaan vaimeampaa, mikä on aiheuttanut kuluttajahintainflaation jo pitkään jatkuneen hidastumisen.

Kuvio 17.

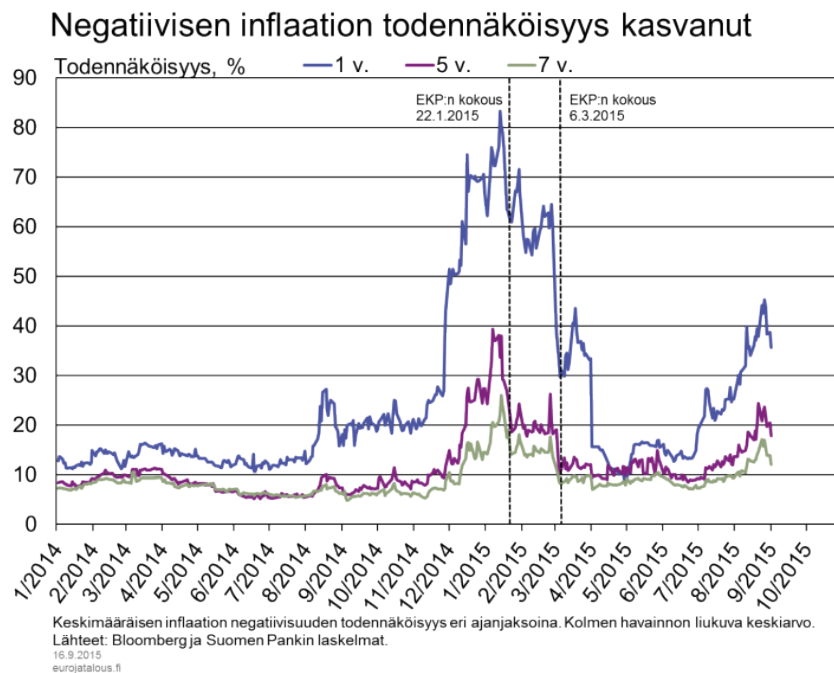


Öljyn hinnan vaihtelun vaikutukset inflaatioon voivat olla välittömiä (suoria ja epäsuoria) tai välillisiä. Välittömien öljyn hinnan muutosten vaikutus kuluttajahintoihin on lähtökohtaisesti kertaluonteinen eikä muutoksilla näin ollen ole pysyvää vaikutusta inflaatioon. Öljyn hinnan muutoksen mahdolliset välilliset vaikutukset ilmenevät inflaatio-odotusten ja palkkakehityksen kautta. Toisin kuin välittömät vaikutukset

välliset vaikutukset saattavat näkyä taloudessa laajemminkin. Tilapäiselläkin öljyn hintasokilla voi siten olla pidempiaikaisia vaikutuksia inflaatioon. Mikäli öljyn hinnan laskun suorat vaikutukset hidastavat inflaatiota, vaimentaa tämä inflaatio-odotuksia, mikä puolestaan heijastuu palkkoihin vähentäen palkkapaineita. Tällöin on riski, että talous ajautuu alenevien palkkojen ja hidastuvan inflaation kierteeseen.

Negatiivisen inflaation tai deflaation todennäköisyyttä voidaan mitata inflaatio-optioiden avulla (kuvio 18). Keskimääräisen inflaation negatiivisuuden todennäköisyydet ovat ns. riskineutraaleja todennäköisyyksiä, eli ne kuvastavat tapahtuman todennäköisyyden lisäksi myös eri tilojen riskiä markkinatoimijoiden kannalta.

Kuvio 18.



Muiden markkinapohjaisten inflaatio-odotusten mukaisesti negatiivisen inflaation todennäköisyys on lyhyellä aikavälillä kasvanut huomattavasti öljyn hinnan laskun vuoksi. Pidemmän aikavälin keskimääräisen inflaation negatiivisuuden todennäköisyys on myös kasvanut, mutta kasvu on ollut maltillisempaa kuin lyhyen aikavälin odotuksissa. Negatiivisen inflaation todennäköisyys kaikilla aikaväleillä on kuitenkin edelleen pienempi kuin tammikuun 2015 alussa.

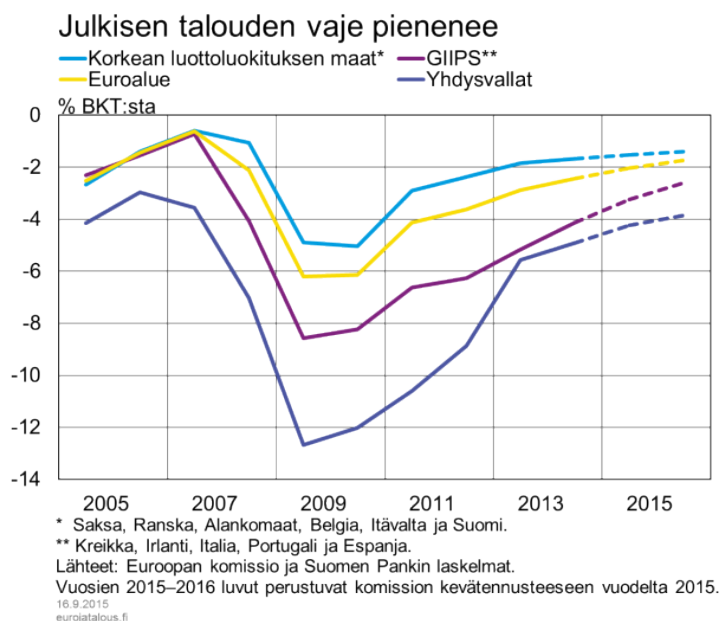
Öljyn hinnan ohella valuuttakurssimuutokset ja niiden välittyminen ovat toinen kotimaiseen inflaatioon vaikuttava ulkopuolinen tekijä. Valuuttakurssimuutosten vaikutus kuluttajahintoihin on kuitenkin kaiken kaikkiaan vähäinen, sillä tuontihyödykkeidenkin hintoihin vaikuttavat tuontihintojen ohella monet kotimaiset kustannustekijät, kuten kuljetus-, varastointi- ja jalostuskustannukset. Lisäksi euroalueen ulkopuolisen tuonnin osuus alueen kulutuskorista on vain noin 25 %. Arvioiden mukaan euron 10 prosentin heikentyminen kiihdyttää inflaatiota keskimäärin noin 0,4 %.

Euroalueella kotimaiset hintapaineet ovat maltilliset. Vaimean kasvun, negatiivisen tuotantokuilun sekä suuren työttömyyden oloissa palkkakehitys on ollut heikkoa. Työntekijäkohtaisen palkkasumman kasvuvauhti on hidastunut jo parin vuoden ajan eikä juuri osoita kiihtymisen merkkejä tänäkään vuonna. Euroalueen keskimääräinen palkkakehitys on ollut vaimeaa. Etupäässä tämä on johtunut korkeasta työttömyysasteesta, mutta toisaalta myös siitä, että energian ja raaka-aineiden hintanäkymät ovat heikot, mikä on kasvattanut reaali-palkkoja ja vähentänyt näin palkankorotuspaineita.

Finanssipolitiikka ei enää jarruta kasvua

Vuonna 2015 euroalueen julkisen talouden kokonaisvajeen arvioidaan supistuvan noin 2 prosenttiin BKT:stä. Myös lähivuosina kehitys jatkuu suotuisana, ja vuonna 2017 vajeen ennustetaan painuvan lähemmäksi 1:tä prosenttia BKT:stä. Vajeen pieneminen johtuu pääosin paremmasta suhdannekehityksestä. Kasvun kannalta finanssipolitiikka on suhteellisen neutraalia. Euroalueen suurista maista Saksassa julkinen talous pysyy ylijäämäisenä ennustejaksolla. Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa julkisen talouden vaje pienenee; näissä maissa myös julkisen talouden sopeutustoimet jatkuvat ennustejaksolla.

Kuvio 19.



BKT:hen suhteutettu euroalueen julkinen velka saavutti vuonna 2014 huippunsa ja oli runsaat 94 % BKT:stä. Vuodesta 2015 lähtien velkasuhde alkaa vähitellen pienetä. Kehitys on kuitenkin eritahtista eri maissa. Vielä tänä vuonna velkasuhde kasvaa euroalueen suurista maista Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa. Vain Saksassa se pienenee.

Euroalueen julkisen velkasuhteen kasvun tahtuminen perustuu siihen, että kolme julkisen velan kehitykseen vaikuttavaa perustekijää ovat kohentuneet. Nämä tekijät ovat talouskasvu, julkisen talouden velkojilleen maksamat korkomenot ja julkisen talouden perusjäämä.

Euroalueen lähivuosien talouskasvun paraneminen on pääosin suhdanneluonteista. Kohentaakseen kasvua pitkällä aikavälillä Euroopan komissio on kasvustrategiassaan^[5] painottanut pitkän aikavälin kasvun kannalta suotuisaa finanssipolitiikkaa, investointeja sekä kasvupotentiaalia ja työllisyyttä parantavia rakenneuudistuksia.

Toisena tekijänä julkisen talouden korkomenot ovat pienentyneet. Valtionlainojen korot ovat eurojärjestelmän arvopapereiden osto-ohjelman myötä alentuneet markkinoilla vuodentakaisesta.

Kolmantena tekijänä euroalueen julkisen talouden perusjäämän koheneminen on auttanut julkisen velan BKT-suhteen kasvun taittamisessa. Perusjäämä on parantunut, kun julkista taloutta on sopeutettu korottamalla veroja ja leikkaamalla menoja. Työtä on monissa euromaissa vielä paljon jäljellä, jotta päästäisiin alle vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisen velkarajan, joka on 60 % BKT:stä. Esimerkiksi Euroopan komission loppukeväästä julkistamat maakohittaiset suositukset edellyttävät lähivuosina uusia sopeutustoimia niin Ranskalta, Italialta kuin Espanjaltakin. Silti euroalueen finanssipolitiikka on ennustejakson alkupuolella selvästi kevyempää kuin edeltävinä vuosina.

Pitkällä aikavälillä euroalueen julkiselle taloudelle asettaa haasteita myös ns. ikääntymismenojen kasvu. Komission tuoreen ikääntymisraportin^[6] mukaan ikäsidonnaiset kokonaismenot kasvavat euroalueella noin 1,5 prosentin verran vuoteen 2060 mennessä. Tilanne on kuitenkin selvästi parantunut sitten vuoden 2012 raportin, jonka mukaan ikäsidonnaisten kokonaismenojen kasvu oli samassa ajassa vielä yli kaksinkertainen. Kehitys johtuu erityisesti eläkemenojen aikaisemmin ennustettua pienemmästä kasvusta, mihin ovat vaikuttaneet muun muassa monissa euroalueen maissa toteutetut eläkeuudistukset.

Kiinan talouden äkkipysähdys on euroalueen keskeisin ulkoinen riski

Euroalueeseen kohdistuvat riskit voidaan jakaa kolmeen osaan: ulkoisiin, sisäisiin sekä pidemmän aikavälin riskeihin. Ulkoisista riskeistä on tällä hetkellä keskeisin Kiinan talouden mahdollinen äkkipysähdys, johon velkavetoisen kasvun hidastuminen voi pahimmillaan johtaa. Kiinan kysynnän vaimeneminen kohdistuu erityisesti raaka-aineita tuottaviin maihin, mutta äkkipysähdysten vaikutukset leviäisivät laajasti maailmantalouteen. Raaka-aineiden hinnat alenisivat entisestään, millä olisi myös euroalueen inflaatiota hidastava vaikutus.

Kiina yllätti elokuussa siirtymällä valuuttakurssin markkinaperusteisen määräytymisen suuntaan. Tämä antoi juanille tilaa heikentyä suhteessa Yhdysvaltain dollariin noin 3 %. Dollarin vahvistuminen ja Yhdysvaltain talousnäkymien heikkeneminen Kiinan

5. Ks. http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015_en.pdf.

6. Ks. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2015/pdf/ee3_en.pdf.

talouskasvun voimakkaan hidastumisen myötä voisivat siirtää loppuvuodeksi ennakoitua Yhdysvaltain koronnoston ja rahapolitiikan normalisoinnin aloituksen myöhemmäksi.

Vaikka Yhdysvaltain rahapolitiikan normalisoituminen on sinänsä toivottavaa, riskinä voivat olla yllättävän voimakkaat rahoitusmarkkinareaktiot. Tällä hetkellä yhtenä huolenaiheena on nousevien maiden yksityisen sektorin suuri Yhdysvaltain dollarin määräinen velka. Mitä enemmän dollari vahvistuu, sitä suuremmaksi kasvaa näiden maiden yksityisen sektorin velka oman valuutan määräisesti mitattuna. Esimerkiksi Kansainvälinen järjestelypankki (BIS)^[7] on arvioinut, että rahoitusjärjestelmän mekanismit ja aiempaa tiiviimmät dollarikytkennät voivat voimistaa dollarin arvonmuutosten vaikutuksia. Näistä syistä Yhdysvaltain koronnoston vaikutukset voivat osoittautua tavanomaista suuremmiksi ja levittäytyä aiempaa laajemmin maailmantalouteen, mikä lisää myös rahoitusmarkkinoiden vakauteen kohdistuvia riskejä.

Euroalueen sisäinen eriytyminen lisää epävarmuutta

Sisäisistä riskeistä keskeinen on euroalueen maiden pysyvä tai jopa paheneva eriytyminen. Jos rahaliitossa olevien maiden talouskehitys eriytyy voimakkaasti maittain, sekä yhteisen rahapolitiikan että kansallisen talouspolitiikan eri lohkojen vaikeudet kasvavat. Euroalueella jäsenmailla on ensisijainen vastuu taloutensa kehityksestä. Talouden joustavuutta lisäävät tekijät auttavat maata sopeutumaan sokkeihin ja ylläpitämään kestävä ja tasapainoista talouskehitystä. Riskinä on, että joustavuus ei riitä ja politiikkatoimet ovat tilanteeseen sopimattomia tai riittämättömiä. Tällöin yksittäisen maan talouskehitys voi erkaantua yhä kauemmas euroalueen keskimääräisestä kehityksestä, mistä voi olla seurauksena joko pitkäkestoisesti hyvin vaikeaa kasvua tai ylikuumeneminen ja sitä seuraava romahdus.

Pahimmillaan yksittäisen euromaan erittäin voimakas eriytyminen voisi johtaa tilanteeseen, jossa pelko siitä, että maa eroaa euroalueesta, kasvaa voimakkaasti. Kreikan tilanteen viime kuukausien kehitystä voidaan pitää huolestuttavana esimerkkinä tämänkaltaisten tapahtumien mahdollisuudesta. Kun Kreikan toisen EU-/IMF-tukipaketin loppuunsaattamista koskevat neuvottelut katkesivat kesällä, tukipaketin ehtoja koskeneen kansanäänestyksen jälkimainingeissa esillä oli myös Kreikan väliaikainen ero euroalueesta.

Tämänkaltaisen vaihtoehdon vaarana ovat epälineaariset kehityskulut. Euroalueen keskimääräisestä kehityksestä kauas erkaantuneen maan tilanne voi kärjistyä äkillisesti. Epävarmuuden kasvun seuraukset saattavat kestää huomattavan pitkään: epävarmuus saattaa esimerkiksi vaikuttaa yritysten sijoittumis päätöksiin.

Tulevaisuudennäkymien muutokset altistavat politiikkavirheille

Euroalueeseen kohdistuu myös pidemmän aikavälin trendeihin liittyviä riskejä. Alueen tilanne on hyvin erilainen kuin vielä ennen finanssi- ja velkakriisin alkua. Finanssikriisin

7. Shin (2015) Global liquidity and monetary policy transmission. Esitys SUERF:n ja Suomen Pankin järjestämässä konferenssissa ”Liquidity and Market Efficiency – Alive and Well?”. Helsinki 3.7.2015.

pitkä jälki yhdistyy euroalueella väestön ikääntymiseen ja potentiaalisen tuotannon vaimeaan kasvuvauhtiin. Tulevaisuudennäkymien muutokset altistavat tilannearvion ja politiikan mitoituksen virheille.

Viime aikoina nähty pakolaisvirtojen voimakas kasvu tuo uuden elementin euroalueen pidemmän aikavälin näkymiin. Tämän ilmiön taustalla olevat syyt – kuten Syyrian sota ja Pohjois-Afrikan maiden vaikeudet – aiheuttavat suurta inhimillistä kärsimystä. Lyhyellä aikavälillä näin voimakas pakolaisvirta voi aiheuttaa monenlaisia vaikeuksia euroalueen sisällä. Talouden näkökulmasta yksi pidemmän aikavälin myönteinen vaikutus euroalueella voisi kuitenkin olla työikäisen väestön määrän kasvu ja ikärakenteen nuorentuminen useassa alueen maassa. Tämä kuitenkin edellyttää onnistuneita toimia, jotta pakolaisten vastaanotto ja sopeutuminen sujuvat hyvin.

Toisena keskeisenä pidemmän aikavälin riskinä on julkisen talouden pitkäkestoisesti heikko kriisinsietokyky useassa euroalueen maassa. Tällaisessa tilanteessa finanssipolitiikan joustovara puuttuu lähes täysin, eli uuden kriisin sattuessa julkisia menoja joudutaan supistamaan hyvin voimakkaasti, mikä tunnetusti pahentaa kriisiä. Globaalin finanssikriisin iskiessä vuonna 2008 julkisen talouden liikkumavara oli huomattavasti suurempi kuin nykytilanteessa. Nyt liikkumavara on yleisesti pienentynyt, ja muutaman euroalueen maan julkisen talouden kestävyys voi vaarantua melko pienenkin sokin seurauksena. Koska velkaantuneisuuden vähentäminen on hyvin hidasta, julkisen talouden joustovara puuttuu usealta euroalueen maalta pidemmän aikaa, jolloin myös kriisiytymisen uhka on olemassa pidemmän aikaa.

Avainsanat

- maailmantalous
- EU
- euroalue
- inflaatio
- taloustilanne
- rahapolitiikka

Maailmantalouden epävarmuus kasvanut

24.9.2015 11:00 • EURO & TALOUS 4/2015 • TALouden NÄKYMÄT

Epävarmuus maailmantalouden tilasta kasvoi elo-syyskuussa. Huolet liittyvät erityisesti Kiinaan, jonka kasvun hidastuminen on hermostuttanut markkinoita. Suomen Pankin ennusteessa maailmantalouden kasvu on 3,0 % vuonna 2015, vuonna 2016 se on 3,2 % ja vuonna 2017 kasvu on 3,5 %. Kiinan kehityksen lisäksi maailmankaupan kiivaimman kasvun jääminen taakse heikentää maailmantalouden näkymiä aiemmin ennustettuun verrattuna. Riskit maailmantalouden ennakoituakin heikompaan kehitykseen ovat olemassa.



Maailmankauppa kasvaa aiemmin ennustettua hitaammin

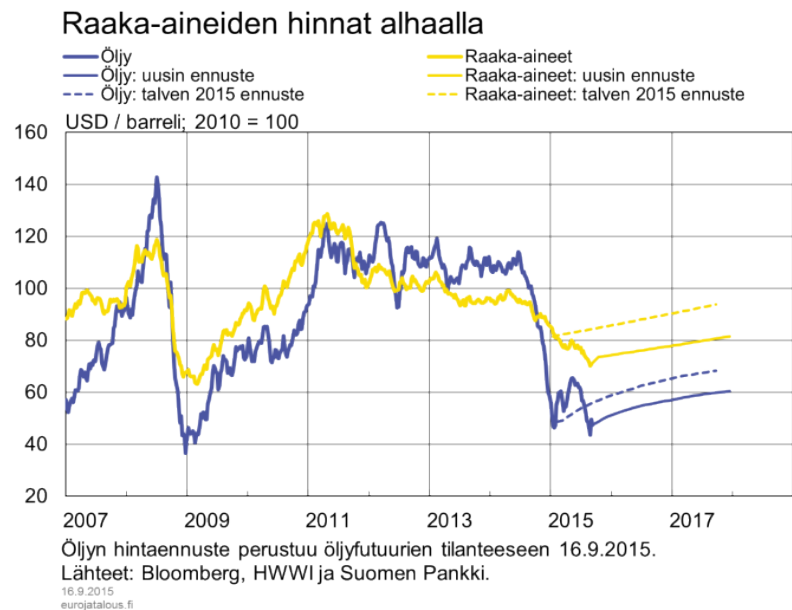
Maailmantalouden kasvu jäi vuoden 2015 ensimmäisellä puoliskolla hieman aiempaa hitaammaksi. Kasvu hiljeni erityisesti nousevissa talouksissa, mutta myös Yhdysvalloissa alkuvuosi oli töyssyinen. Maailmankaupan määrä pieneni alkuvuonna, mikä on hyvin poikkeuksellista. Määrän väheneminen johtui ensisijaisesti Aasian tuonnin supistumisesta.

Suomen Pankki ennustaa maailmantalouden ja kaupan kasvun nopeutuvan vuosien 2015–2017 aikana. Kasvu jää kuitenkin aiemmin ennustettua hitaammaksi, ja erityisesti kansainvälisen kaupan kasvunäkymät ovat entistä heikommat. Kaupan vaatimaton kehitys heikentää kehittyneiden maiden (ml. euroalueen) vientinäkymiä.

Lähivuosien suhdannekehitykseen vaikuttaa neljä keskeistä tekijää: öljyn ja muiden raaka-aineiden hintojen lasku, kevyt rahataloudellinen tilanne, valuuttakurssimuutokset ja velkaantuneisuuden purkaminen.

Öljyn hinnan lasku johtuu raakaöljyn ylitarjonnasta: tuotanto ei ole reagoanut öljyn hinnan alenemiseen. Öljyn ja etenkin muiden raaka-aineiden hintojen laskun taustalla on kuitenkin myös niiden kysynnän kasvun hidastuminen. Kiinassa öljyn kysyntää hillitsee kasvun rakenteen muuttuminen: raaka-aineintensiivisten investointien merkitys kasvun kannalta vähenee ja yksityisen kulutuksen merkitys kasvaa. Öljyn ja raaka-aineiden hintojen alhaisuus tukee kehittyneiden maiden kasvua mutta heikentää raaka-aineita tuottavien nousevien talouksien näkymiä.

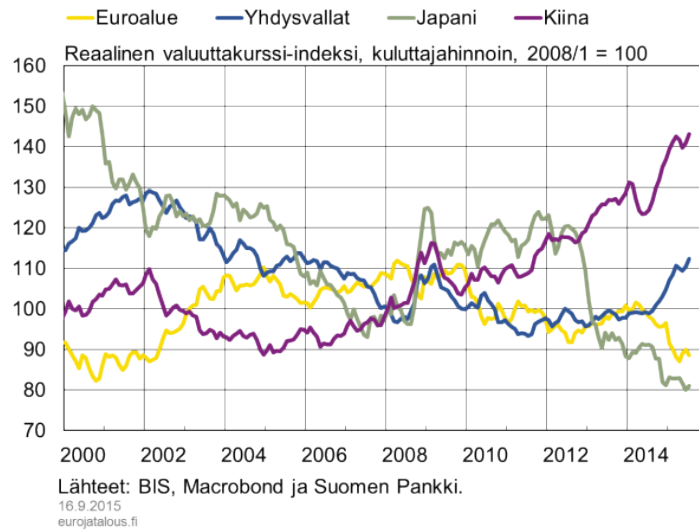
Kuvio 1.



Markkinat odottavat Yhdysvaltojen keskuspankin nostavan ohjauskorkiaan loppuvuoden aikana. Muutokset ovat kuitenkin maltillisia, ja kaiken kaikkiaan rahataloudellinen tilanne säilyy kevyenä vielä pitkään. Tämä tukee maailmantalouden kasvua ja inflaatiota koko Suomen Pankin ennustejakson ajan. Pidemmän aikavälin tarkastelussa valuuttakurssien liikkeet ovat heijastaneet muutoksia maiden suhteellisissa kasvu- ja inflaationäkymissä. Kiinan juanin devalvoituminen elokuun 2015 alkupuolella onkin ollut maltillista suhteessa siihen, että heinäkuun lopussa juan oli noin 14 % vahvempi kuin vuotta aiemmin.

Kuvio 2.

Valuuttakurssit pidemmällä aikavälillä



Aiemmin etenkin kehittyneissä maissa kasvua yleisesti jarruttanut yksityisen sektorin velkaantuneisuuden purkaminen, finanssipolitiikan kiristäminen ja heikko kehitys työmarkkinoilla ovat vähitellen hellittämässä. Toisaalta monissa nousevissa talouksissa raaka-aineiden heikko hintakehitys, dollarin vahvistuminen ja pääoman ulosvirtauksen kiihtyminen ovat heikentäneet kasvua ja kasvunäkymiä. Joissakin kehittyneissä maissa velkaantuminen on kuitenkin lisääntynyt jo tasoltaan huomattavaksi.

Kaiken kaikkiaan kehittyneiden talouksien kasvunäkymien heikentyminen ja maailmankaupan kiivaimman kasvuvaiheen jääminen taakse ovat muuttaneet maailmantalouden näkymiä Suomen Pankin ennusteessa. Muutosten kaikkia vaikutuksia kehittyneiden maiden näkymiin on kuitenkin vielä vaikeata arvioida. Epävarmuutta kuvaavat markkinoiden reaktiot Kiinan tilanteeseen elo-syyskuun aikana. Missä määrin ne heijastavat paikallista pörssin korjausliikettä ja missä määrin sitä, että arviot koko maailmantalouden näkymistä ovat muuttuneet? On riski, että kasvu jää ennustettuakin heikommaksi.

Kuvio 3.



Kasvu jää 3 prosenttiin

Suomen Pankin ennusteessa^[1] maailmantalouden kasvu nopeutuu asteittain vuoden 2015 noin 3 prosentista 3 ½ prosenttiin vuonna 2017. Maailman BKT:n kasvu jää ennusteperiodilla hieman varhemmin ennustettua hitaammaksi, koska mm. öljyä nettomääräisesti vievien maiden, Latinalaisen Amerikan ja muun nousevan maailman kasvunäkymät ovat aiempaa vaisumpia. EU22-maita koskeva ennuste on sen sijaan lähes ennallaan. Maailmankaupan kasvuvauhti jää vuonna 2015 noin 3 prosenttiin. Vaikka kaupan kasvu nopeutuukin, se jää selvästi Suomen Pankin aiemmin ennustamaa heikommaksi.

Taulukko 1.

1. Ennusteen raaka-aine-, korko- ja valuuttakurssioletukset pohjautuvat 16.9.2015 vallinneisiin markkinaodotuksiin. Finanssipolitiikan oletukset pohjautuvat kansallisten ja kansainvälisten instituutioiden arvioihin rakenteellisista toimista, EU:n finanssipolitiikan sääntöjen velvoitteisiin ja ennustettuun suhdannekehitykseen. Lisäksi ennusteessa oletetaan, että Kreikan tilanne ratkeaa ilman kriisin kärjistymistä.

BKT:n ja maailmankaupan kasvu

Prosenttimuutos edellisestä vuodesta (alla edellinen ennuste)

BKT	2014e	2015e	2016e	2017e
Yhdysvallat	2,4	2,6	3,0	2,8
	(2,4)	(3,1)	(3,0)	(2,8)
EU22	1,3	1,7	1,8	1,9
	(1,2)	(1,6)	(1,9)	(1,8)
Japani	-0,1	0,6	1,1	1,0
	(-0,1)	(0,6)	(1,4)	(1,0)
Kiina	7,4	7	6	6
	(7,4)	(7)	(6)	(6)
Venäjä	0,6	-4	-2	1
	(0,6)	(-4,4)	(-1,8)	(0,5)
Maailma	3,1	3,0	3,2	3,5
	(3,1)	(3,3)	(3,5)	(3,7)
Maailmankauppa	3,4	1,8	3,7	4,5
	(3,5)	(4,2)	(5,0)	(5,4)

e = ennuste.

EU22 = euroalue, Ruotsi, Tanska ja Iso-Britannia.

Lähde: Suomen Pankki.

Euroalueella kotimainen kysyntä kasvun perusta

Öljyn ja muiden raaka-aineiden hintojen alhaisuus, aktiivinen ja erittäin kevyt rahapolitiikka sekä euron ulkoisen arvon viimeisen vuoden aikana nähty heikentyminen tukevat euroalueen suhdannekuvaa ennusteperiodilla. Euroalueen vientimarkkinoiden kasvunäkymät ovat kuitenkin aiempaa heikommat. Alueen kotimaisen kysynnän kasvua pitkään jarruttanut yksityisen sektorin velanhoidon rasittavuus, finanssipolitiikan kiristäminen ja heikko kehitys työmarkkinoilla ovat hitaasti hellittämässä. Euroalueen kasvu ennusteperiodilla on valtaosin kotimaisen kysynnän varassa. Inflaatio ripeytyy nollan tuntumasta lähelle EKP:n hintavakaustavoitetta vuoden 2017 aikana.

Euroalueen vientimarkkinoiden kasvunäkymät ovat hieman aiempaa heikommat. Kaiken kaikkiaan nettoviennin vaikutus euroalueen kasvuun jää ennusteajaksolla hyvin pieneksi.

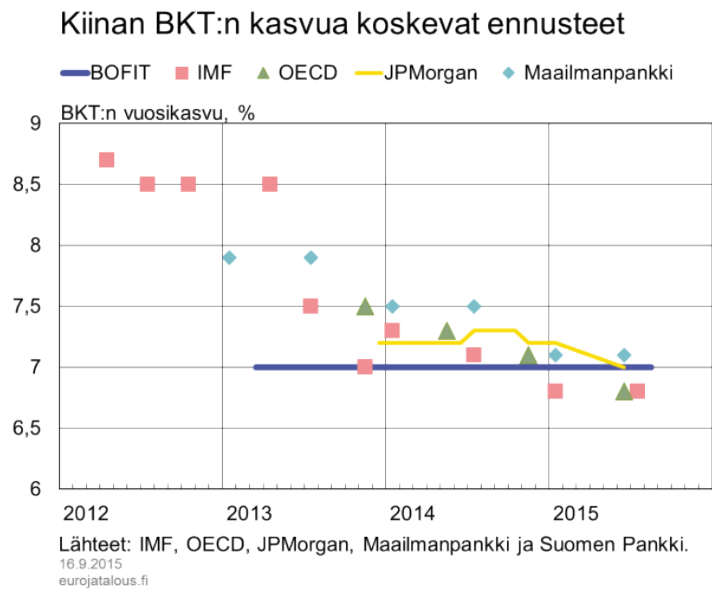
Yksityinen kulutus oli vuonna 2014 euroalueen BKT:n kasvua eniten tukenut kokonaiskysynnän osa. Sen arvo on noussut tasaisesti vuoden 2014 alusta lähtien, kun sitä tuki reaalityulojen kasvu – työllisyyden kohentuessa ja energiatuotteiden hintojen laskiessa. Yksityisen kulutuksen elpymisen ennakoidaan jatkuvan, kun työllisyysnäkymät paranevat ja korkotasoa pysyy erittäin alhaisena. Korkomenojen pysyessä maltillisina velkapääoman lyhentäminen nopeutuu ja kotitalouksilla onkin hyvä mahdollisuus parantaa taloudellista riskinsietokykyään.

Yksityisten tuotannollisten investointien arvo on kasvanut euroalueella vuoden 2014 alusta lähtien, ja näiden investointien vaikutus kasvuun vuonna 2014 oli lievästi positiivinen. Investointien käynnistymistä ovat häirinneet heikko kannattavuus, vapaan tuotantokapasiteetin runsaus ja paikoin luotonannon pullonkaulat. Jatkossa näiden tekijöiden merkitys heikkenee. Lisäksi koko euroalueen tasolla yritysten velanhoidon helpottuminen tukee investointien kasvua. Osaltaan helpotusta tuo syyskuun puolivälissä täysimittaisesti toimintansa aloittava Euroopan strategisten investointien rahasto, joka pyrkii kanavoimaan yhteensä yli 300 mrd. euroa yrityksille tuottavien investointien käynnistämiseksi ja työpaikkojen luomiseksi.

Markkinahäiriöt ravistelevat Kiinaa

Kiinassa kesän indikaattoritiedot vahvistavat kuvaa kasvun hidastumisesta. Kokonaistuotanto kasvoi tammi-kesäkuussa 7 %, ja heinä-elokuun tiedot viittaavat kasvun jatkuvan suunnilleen alkuvuoden malliin – etenkin, jos meneillään olevat elvytystoimet tuovat vetoapua loppuvuodeksi. Kiinan uudistukset ovat myös edenneet jotakuinkin odotetusti, mikä on tärkeää niin uusien kasvumootoreiden kehittymisen kuin olemassa olevien ongelmien hoidon kannalta. Suomen Pankki ennustaa edelleen kasvun yltävän tänä vuonna lähelle 7:ää prosenttia ja hidastuvan 6 prosentin paikkeille vuosina 2016–2017. Kuluttajahintojen nousu on ollut Kiinassa maltillista jo useamman vuoden ajan, eikä Suomen Pankin ennusteessa tilanteen arvioida vuosina 2016–2017 suuremmin muuttuvan.

Kuvio 4.



Vaikka markkinahäiriöt ovat luonnollinen osa Kiinan kehitysvaihetta, ongelmien ja riskien olemassaoloa ei ole syytä vähätellä. Jo yksin tilastojen puutteet, järjestelmän läpinäkymättömyys ja suuret erot maan eri alueiden välillä aiheuttavat sen, että kenelläkään ei ole tarkkaa kuvaa Kiinan todellisesta taloustilanteesta. Merkille pantavaa on, että velkatasot maassa ovat kasvamassa, joten tämä jo ennestään keskeinen talouspoliittinen ongelma on pahenemassa ja riskit tältä osin kasvamassa. Kiinan tilanteesta enemmän artikkelissa [Kiina kehittyä, kasvu hidastuu](#).

Yhdysvalloissa vakaata kasvua

Yhdysvaltain talous on edelleen tukevalla pohjalla, sillä yksityinen kulutus, joka muodostaa suuren osan maan BKT:stä, kasvaa noin 3 prosentin vauhtia. Talous on toipunut hyvin alkuvuoden ongelmista, mutta heikoksi jääneen ensimmäisen neljänneksen vuoksi vuotta 2015 koskevia ennusteita on jouduttu hieman tarkistamaan aiemmin arvioitua heikomman kehityksen suuntaan. Parina seuraavan vuonna kasvun ennustetaan kiihtyvän noin 3 prosenttiin.

Vakaasti kasvanut työllisyys sekä kotitalouksien taseiden vahvistuminen ovat tukenet kulutusta. Myös alhainen öljyn hinta on pönkittänyt ostovoimaa. Kuluttajien luottamus onkin hyvä. Työttömyysaste on painunut runsaan 5 prosentin tuntumaan. Työllisyysaste on kuitenkin edelleen matala, vaikka se onkin osoittanut varovaisia kohoamisen merkkejä.

Yhdysvaltain vientiä ovat haitanneet dollarin vahvuus ja Kiinan kasvun hidastuminen, ja viennin kasvun ennustetaankin jäävän vuonna 2015 hitaaksi. Viennin merkitys maan talouden kannalta on kuitenkin melko pieni. Maan öljyteollisuutta on haitannut öljyn hinnan alhaisuus. Yhdysvaltain investointien ennustetaan kuitenkin kasvavan ennustejaksolla kohtuullista noin 5 prosentin vauhtia.

Suomen Pankki ennustaa Yhdysvaltain vuosi-inflaation (KHI) jäävän vuonna 2015 nollan tuntumaan, mutta kiihtyvän jatkossa siten, että se on yli 2 prosentin vuonna 2017. Inflaation kiihtymistä selittävät lähinnä öljyn hintamuutoksen jääminen pois vuosi-inflaatiosta sekä työmarkkinoiden kiristyminen ja sitä seuraava palkkojen nousu.

Japanissa inflaatio jälleen hidasta

Japanissa kasvu-uralle pääseminen tuottaa edelleen vaikeuksia. Lähivuosien näkymät ovat kuitenkin varovaisen optimistiset. Alhainen öljyn hinta ja hidas inflaatio kasvattavat kuluttajien reaaliensioita, mikä lisää yksityistä kulutusta. Lisäksi hallitus pyrkii kasvattamaan yritysten investointihalukkuutta alentamalla yritysverokantaa.

Näkymiä varjostaa Kiinan talouden hidastuminen. Tämä heikentää Japanin vintinäkymiä huolimatta heikon jenin tuomasta kilpailuedusta ja Yhdysvaltojen lisääntyvästä tuontikysynnästä. Nettovientiä vahvistaa lähivuosina se, että ydinreaktorien käynnistäminen vähitellen uudelleen vähentää tuontienergian tarvetta. Suomen Pankki ennustaa Japanin BKT:n kasvavan vuosina 2016–2017 noin 1 prosentin vauhtia.

Japanin inflaatio painui takaisin lähelle nollaa, kun kulutusveron huhtikuussa 2014 toteutetun noston vaikutus poistui hintojen vuosimuutoksista. Inflaatiota on edelleen vaimentanut öljyn hinnan lasku, mutta myös pohjainflaatio on hidasta. Työmarkkinat ovat kuitenkin tiukat, ja palkoissa on nousupaineita. Suomen Pankki ennustaa Japanin inflaatiovauhdiksi noin prosentin vuosina 2015–2016. Kulutusveron korotus kiihdyttää inflaation noin 2 prosenttiin vuonna 2017.

Japanin keskipitkän aikavälin suurin ongelma on väestön ikääntymisestä johtuva potentiaalisen tuotannon heikkeneminen (ks. artikkeli [Rakenneuudistuksista apu maailmantalouden laihoihin vuosiin](#)), joka luo haasteita huomattavan velkaantuneisuuden pienentämispyrkimysten sekä talouden tasapainottamisen kannalta.

Venäjän talous elpyy vain vähitellen

Venäjällä talouden tämän vuoden ja lähivuosien näkymä on ennallaan. Taloutta painaa etenkin öljyn hinnan alhaisuus. Suomen Pankin ennusteen mukaan Venäjän BKT supistuu vuonna 2015 noin 4 %. Vuosina 2016–2017 öljyn oletettu hinnanlasku painaa hieman aiempaa enemmän kotimaista kysyntää Venäjällä. Valtion menojen ennakoidaan supistuvan reaalisesti edelleen hieman. Myös investointien odotetaan vähenevän jonkin verran lisää, sillä taantuma on vapauttanut kapasiteettia. Suomen Pankki ennustaa Venäjän BKT:n supistuvan noin 2 % vuonna 2016. Myös tuonti voi vielä hieman vähentyä. Sitä pitää osaltaan vähäisenä myös se, että ulkomaiden kauppapakotteet ja Venäjän vastasanktiot säilynevät voimassa.

Vuonna 2017 öljyn hinnan pudotuksen vaikutus hiipuu ja kulutuksen, investointien, viennin, BKT:n sekä tuonnin kasvu elpyy vähitellen. Hidastuva inflaatio tukee kulutusta. Talouden kasvu jää kuitenkin hyvin vaatimattomaksi, sillä investointien vähäisyys sekä Venäjän talouden pitkään jatkuneet rakenteelliset ongelmat ovat heikentäneet talouden trendikasvun lähelle 1:tä prosenttia vuodessa.

Avainsanat

- inflaatio
- bruttokansantuote
- ennuste
- maailmantalous

Rakenneuudistuksista apu maailmantalouden laihoihin vuosiin

24.9.2015 11:00 • EURO & TALOUS 4/2015 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Rakenteelliset uudistukset ovat nousemassa yhä tärkeämpään asemaan pitkän aikavälin kasvunäkymien elvyttämisessä. Maailmantalouden kasvu suuren taantumun jälkeen on ollut hidasta. Taustasyitä tilanteeseen on etsitty sekä kysyntä- että tarjontapuolen tekijöistä. Ainakin osa ongelmista on rakenteellisia, eikä niihin voida vaikuttaa suhdanteita tasaavalla elvytyspolitiikalla.



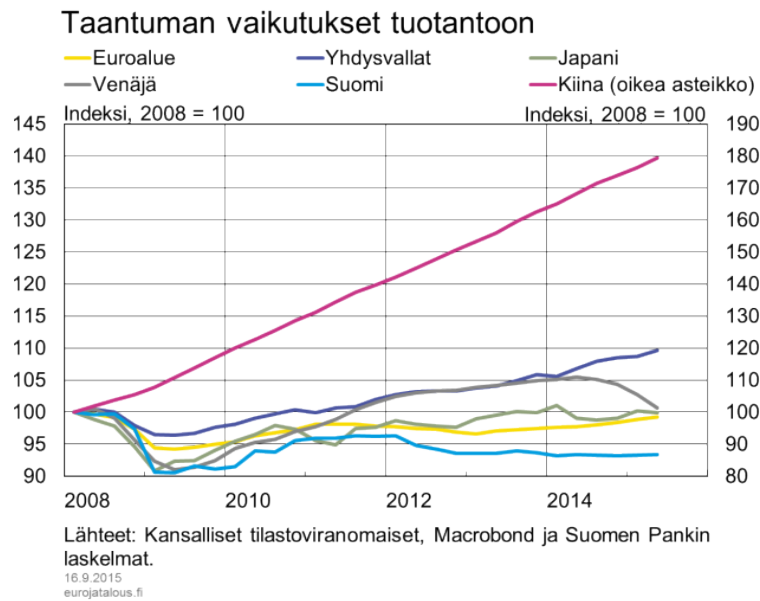
Suuri taantuma kestänyt jo seitsemän vuotta

Vuoden 2008 lopulla kärjistynyt kansainvälinen rahoitusmarkkinakriisi ja sitä seurannut suuri taantuma ovat aiheuttaneet maailmantaloudessa jo seitsemän laihaa vuotta. Rahoitusmarkkinakriisin reaali vaikutukset ovat olleet kaikkein kovimmat kehittyneissä talouksissa. Kriisin välittömät vaikutukset levisivät laajasti ympäri maailman, ja maailmankauppa väheni nopeasti, mikä puolestaan johti yritysten investointisuunnitelmien lykkäämiseen. Elvyttävästä raha- ja finanssipolitiikasta huolimatta kysynnän väheneminen johti lopulta siihen, että myös työvoiman kysyntä supistui.

Suuressa taantumassa tuotanto romahti potentiaalista tuotantoa^[1] vähäisemmäksi. Lisäksi myös itse potentiaalinen tuotanto väheni, eli talouden kasvuedellytykset heikkenivät, kun investointien hiipuminen johti pääomakannan kasvun hidastumiseen ja siihen, että osa työvoimasta syrjäytyi työmarkkinoilta ja osallistumisaste laski. Potentiaalisen tuotannon väheneminen on pitkäaikainen ilmiö, ja sen palauttaminen vahvemmaksi vaatii rakenteellisia uudistuksia.

1. Potentiaalinen tuotanto määritellään useimmiten sellaiseksi tuotannon tasoksi, joka taloudessa voidaan saavuttaa ilman inflaatiopaineita.

Kuvio 1.



Myös reaalikorko laski jyrkästi. Reaalikoron lasku on kuitenkin ollut pitempiaikainen ilmiö. Rahoitusmarkkinoilta (luottomarkkinoilta) määräytyvä reaalikorko voi lyhyellä aikavälillä poiketa reaalipuolen kysynnän ja tarjonnan pitkän aikavälin tasapainoreaalikorosta. Tasapainoreaalikorko yhdenmukaistaa investointien rajatuoton ja korvauksen, jonka säästäjät vaativat lykätäkseen kulutusta. Tuotanto, joka toteutuu tämän tasapainoreaalikoron vallitessa, on potentiaalisen tuotannon tasolla ja taloudessa vallitsee tasapainotyöllisyys.

Lyhyellä aikavälillä myös rahapolitiikalla voidaan vaikuttaa reaalkorkoon, kun keskuspankki muuttaa talouden nimelliskorkoa pitääkseen yllä hintavakautta ja viedäkseen tuotannon lähelle sen potentiaalista tasoa. Markkinoilla määräytyvä reaalikoron taso riippuu säästämisen ja investointien ohella myös rahoitusvaateisiin liittyvistä riskeistä. Reaalikoron pitkän aikavälin lasku voi osaltaan kertoa siitä, että talous on ajautunut hitaamman kasvun aikakauteen.

Kuvio 2.



Kasvu heikentynyt pysyvästi

Lawrence Summers^[2] on esittänyt, että maailmantalouden kasvunäkymät ovat todennäköisesti heikentyneet pysyvästi. Näkemys perustuu sekä suuren taantuman aiheuttamien häiriöiden vaikutuksiin että arvioihin talouden pitkän aikavälin kasvutekijöistä. Yksi mahdollinen tulkinta^[3] tästä ns. sekulaarisen stagnaation hypoteesista on, että investointien kasvuvauhti hidastuu, kun yritykset näkevät tulevaisuuden väestönkasvun hitauden ja innovaatioiden lisääntymisen vaikeuden heikentävän investointien tuottoa. Reaalikorko – joka normaalisti tasapainottaa investoinnit ja säästämisen – ei pysty tässä tilanteessa laskemaan riittävästi. Erityisesti nimelliskorkojen nollakorkoraja rajoittaa reaalikorkojen laskua negatiiviseksi – etenkin, jos inflaatio on samalla hyvin hidas lähes kaikkialla kehittyneissä talouksissa. Summers arvioi, että tulevaisuudessa nimelliskorkojen nolларaja ja kasvunäkymien pysyvä heikentyminen luovat paineen ylläpitää hyvin matalaa reaalikorkoa, jotta nousevien maiden taloudet pääsevät täystyöllisyyteen. Tämä voi aiheuttaa rahoitusmarkkinoilla epävakautta.

Summersin mukaan pelkkä kysyntäpuolen romahdus ei selitä potentiaalisen tuotannon pysyväisluonteista vähenemistä. Hän tarjoaa selitykseksi ns. hystereesivaikutusta, jossa tuotannon tämänpäiväinen supistuminen heikentää tuotantoa myös huomenna. Vaikka

2. IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fisher (2013) sekä VoxEU:n eKirja (2014) Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures, ks. <http://www.voxeu.org/content/secular-stagnation-facts-causes-and-cures>.

3. Ks. <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/03/31-why-interest-rates-low-secular-stagnation>.

hystereesitulokinta ehkä selittää hyvinkin potentiaalisen tuotannon romahdusta, yksityiskohtaiset vaikutuskanavat jäävät hämärän peittoon.

Robert Gordon^[4] on arvioinut, että maailman ja erityisesti Yhdysvaltojen kasvunäkymien heikentyminen ei kuvasta yksinomaan kysynnän riittämättömyyttä. Gordonin mukaan kasvun heikkous on pääosin seurausta tarjontapuolen tekijöistä. Esimerkiksi tekniikan kehitys on hidastunut aiempaa heikomman pitkän aikavälin kasvun uralle. Muita talouden vastatuulia ovat epäedullinen demografinen kehitys (hidas väestönkasvu ja väestön vanheneminen), koulutuksesta koituvien hyötyjen vähentyminen (yleinen koulutustaso on jo korkea), eriarvoisuuden lisääntyminen ja huomattava velkaantumisen. Gordon arvioi, että hitaammalla teknisellä kehityksellä ja koulutuksen hyötyjen vähenemisellä korjattu kokonaistuottavuus kasvaa noin reilun 1/2 prosenttiyksikön vuosivauhtia Yhdysvalloissa pitemmällä aikavälillä. Tarjontapuolen tekijät kokonaisuutena painavat Gordonin mukaan Yhdysvaltojen reaalisena BKT:n 0,9 prosentin keskimääräiseen vuosikasvuun ajanjaksolla 2007–2032.

Myös muualla kehittyneissä maissa näiden tekijöiden vaikutus on samankaltainen kuin Yhdysvalloissa, joskin maakohtaiset erot ovat toki suuria.

Kasvun lähteissä alueittaisia eroja

Talouskasvun lähteet voidaan karkeasti luokitella työllisyyden kasvuun, pääomaintensiteetin lisääntymiseen ja tuottavuuden kohenemiseen.

YK:n väestöennusteiden (taulukko 1) mukaan Yhdysvaltojen väestö kasvaa keskimäärin noin 0,5 prosenttiyksikköä vuosittain seuraavien 50 vuoden aikana. Euroopassa tilanne vaihtelee huomattavasti eri maissa: joissakin maissa väestön määrä lisääntyy ja toisissa vähentyy. Kokonaisuutena Euroopan väestönkasvun arvioidaan polkevan paikoillaan seuraavien 50 vuoden aikana, eikä väestömäärän kehitys näin ollen vaikuta merkittävästi kasvuun. Myös Aasian maissa tilanne on hajanainen. Runsasväkisistä maista Kiinassa väestönkasvu on tyrehtymässä. Intiassa kasvu on puolestaan jatkumassa ripeänä, mikä kiihdyttää koko Aasian väestömäärän kasvua ja lisää työvoiman tarjontaa. Ennusteiden mukaan Afrikan voimakas väestönkasvu pitää koko maailman väestönkasvun reippaassa vauhdissa.

Taulukko 1.

4. Ks. VoxEU:n eKirja (2014) Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures, ks. <http://www.voxeu.org/content/secular-stagnation-facts-causes-and-cures>.

Keskimääräinen väestönkasvu vuosina 2015–2065, %

<i>Yhdysvallat</i>	0,5
<i>Saksa</i>	–0,3
<i>Iso-Britannia</i>	0,4
<i>Ranska</i>	0,2
<i>Italia</i>	–0,2
<i>Kiina</i>	–0,2
<i>Intia</i>	0,6
<i>Afrikka</i>	1,9
<i>Koko maailma</i>	0,7

Lähde: YK (2015) Maailman väestöennuste.

Työllisyyskehitykseen vaikuttaa tarjontapuolella väestön kasvun lisäksi myös työvoimaosuuden kehitys. OECD:n pitkän aikavälin arviot työvoimaosuuden muutoksista ovat maltillisia, joten väestönkasvua voi pitää karkeana arviona työpanoksesta pitkällä aikavälillä. Potentiaalisen työvoiman määrä suhteessa väestöön väheneekin Yhdysvalloissa, euroalueella ja Kiinassa vuosina 2014–2030.

Vaikka Kiina todennäköisesti tasapainottaa jatkossa talouskasvunsa rakennetta entistä kulutuspainotteisemmaksi, investointisuhde pysyy vielä pitkään huomattavampana kuin kehittyneissä talouksissa. Tämänkaltaisen kehitys lisää siten pääomaa nousevissa talouksissa enemmän kuin kehittyneissä. Pääomavaltaisuuden kasvun voi olettaa jatkuvan Aasian nousevissa talouksissa huolimatta työvoiman runsaasta tarjonnasta. Nousevissa talouksissa pääomaintensiteetin lisääntyminen jatkuu: OECD:n pitkän aikavälin arvioissa pääomakanta suhteessa tuotantoon kasvaa Aasiassa erityisesti vuosina 2014–2030.

Epävarmuus tulevista teknisistä innovaatioista hankaloittaa tuottavuuden arviointia huomattavasti. Nousevissa talouksissa yleisen tuottavuuden kasvun oletetaan seuraavan korkeintaan viime vuosikymmenien kehityskulkua. Yhdysvaltain talous on ainakin historiassa ollut dynaamisempi kuin Euroopan taloudet. Voi olla, että myös jatkossa teknisen eturintaman laajenemisen suurimmat hyödyt löytyvät Yhdysvalloista. Nousevissa talouksissa – mukaan lukien Kiina ja erityisesti Intia – ollaan kuitenkin tekniikan kehityksessä eturintaman takana, mikä mahdollistaa jo olemassa olevan teknisen kehityksen hyödyntämisen. Tämä ns. teknologian kiinni kurominen tuottaa jatkossakin ripeää kasvua Aasian kehittyvissä talouksissa. OECD:n pitkän aikavälin arvioissa työn tuottavuuden koheneminen euroalueella ylittää Yhdysvaltojen kasvun niukasti, mutta molemmissa jäädyään selkeästi Aasian runsasväkisten maiden työn tuottavuuden kasvusta.

Talouteen virtaa rakenteellisista uudistuksista

Talouspolitiikan kannalta on olennaista tietää, missä määrin kasvunäkymien heikkeneminen johtuu kysyntä- ja missä määrin tarjontapuolen ongelmista. Suurta taantumaa on lievennetty keventämällä raha- ja finanssipolitiikkaa. Taantumien pitkittyminen on kuitenkin muokannut käsityksiä talouden ongelmien luonteesta. Vaikuttaa yhä selvemmältä, että osa ongelmista on pysyväisluonteisia, eikä niihin voida vaikuttaa kysyntää elvyttävällä raha- tai finanssipolitiikalla, vaan niihin on haettava ratkaisua rakenteellisista uudistuksista.

Summersin mukaan reaalkorkoa voi nollakorkojen vallitessa laskea muuttamalla inflaatiotavoitetta. Tämä on kuitenkin riskialtista ja voi johtaa rahapolitiikan uskottavuuden menetykseen. Lisäksi Japanin kokemukset eivät ole rohkaisevia: siellä inflaatiotavoitteen asettaminen ja korottaminen eivät ole toistaiseksi johtaneet reaalikoron merkittävään laskuun. Toinen mahdollisuus reaalikoron alentamiseen on harjoittaa määrällisen keventämisen politiikkaa, jossa keskuspankki pyrkii alentamaan velkakirjojen pitkän aikavälin aikapalkkiota. Tätä jälkimmäistä keinoa on käytetty laajalti kehittyneissä talouksissa.

Taulukko 2.

Potentiaalisen tuotannon hajotelma vuosiksi 2014–2030 (2031–2060)

	Potentiaalinen tuotanto	Potentiaalinen tuotanto henkilöä kohti	Tuottavuustrendi pl. pääoman osuus	Pääoma / tuotanto	Potentiaalinen työvoima
USA	2,4 (1,7)	1,6 (1,2)	1,7 (1,2)	0,2 (0)	-0,3 (0,1)
Euroalue	1,7 (1,5)	1,5 (1,5)	1,5 (1,7)	0 (-0,1)	-0,1 (0)
Kiina	5,0 (2,4)	4,7 (2,8)	4,4 (3,2)	0,7 (0)	-0,4 (-0,5)
Intia	5,8 (4,3)	4,8 (3,9)	3,4 (3,8)	0,5 (0)	0,8 (0,1)

Lähde: OECD Economic Outlook (toukokuu 2014).

Finanssipolitiikassa on kehittyneissä maissa törmätty nopeasti valtionvelan kestävyysongelmiin, mikä on johtanut tarpeeseen kiristää finanssipolitiikkaa.

Kehittyneissä talouksissa sekä finanssi- että rahapolitiikan mahdollisuudet kokonaiskysynnän lisäelvyttämisessä nähdään tällä hetkellä rajallisiksi. Näin jäljellä oleva talouspolitiikan keinovalikoima supistuu rakenteellisiin uudistuksiin. Rakenteellisia uudistuksia pidetään hyödyllisinä riippumatta siitä, johtuuko taantuma kysyntä- vai tarjontaseikoista. Uudistusten toteuttamista vaikeuttavat kuitenkin monet tekijät. Eri maille sopivat erilaiset rakenteelliset uudistukset. Rakenteellisten uudistusten

toteutus on myös usein kivuliasta erityisesti laskusuhdanteessa, kun vanhoja rakenteita joudutaan rikkomaan ja uusia luomaan. Toisaalta, kun rakenneuudistuksia tehdään kaikkialla, kaikki hyötyvät enemmän, eli uudistuksilla saavutetaan synergiaetuja.

Rakenteelliset uudistukset voivat pitkällä aikavälillä kiihdyttää talouden kasvua merkittävästi. Rakenteelliset uudistukset jaetaan karkeasti työ- ja toisaalta hyödykemarkkinoita koskeviin uudistuksiin. Markkinoiden toimivuutta ja kannusteita voidaan yrittää parantaa myös verotuksen muutoksilla, esimerkiksi siirtämällä verotuksen painopistettä tuotantopanosten verottamisesta kulutuksen verottamiseen.

Euroopan komissio on arvioinut koko EU:n laajuisten rakenneuudistuksien vaikutuksista eräissä EU-maissa (taulukko 3). Nämä arviot perustuvat suureen joukkoon erilaisia rakenteellisia uudistuksia, jotka poikkeavat maittain. Rakenneuudistukset toteutuvat välittömästi, eikä mahdollisia institutionaalisia viivästyksiä ole otettu huomioon. Laskelmien voikin hyvällä syyllä katsoa edustavan rakenneuudistuksista mahdollisesti saatavien hyötyjen ylärajaa.

Taulukko 3.

	5 v	10 v	20 v	50 v
Saksa	3,2	5,5	8,7	12,1
Ranska	4,2	7,7	13,3	17,8
Italia	3,9	8,5	16,1	23,4
Suomi	5,2	9,6	15,8	19,4
Iso-Britannia	2,1	4,3	7	10,7

Lähde: Varga – in't Veld (2014) The potential growth impact of structural reforms in the EU: A benchmarking exercise. European Commission, Economic Papers 541.

Esitetyt laskelmat (taulukko 3) ovat hiukan pienempiä kuin OECD:n arviossa,^[5] jossa laajojen rakenneuudistuspakettien toteutus kokonaisuudessaan voi kasvattaa keskimääräisen OECD-maan BKT:tä jopa 10 % kymmenessä vuodessa. Erilaiset empiiriset ja laskennalliset arviot rakenteellisten uudistusten vaikutuksista ovat luonnollisesti hyvin epävarmoja, mutta silti niiden uskotaan voivan lisätä vuotuista talouskasvua merkittävästi.

5. Bouis ja Duval (2011) Raising potential growth after the crises: A quantitative assessment of the potential gains from various structural reforms in the OECD area and beyond. OECD economic department Working Papers No. 835.

Avainsanat

- talouspolitiikka
- tuottavuus
- investoinnit
- työllisyys
- talouskasvu

Kiina kehittyi, kasvu hidastuu

24.9.2015 11:00 • EURO & TALOUS 4/2015 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Kiinan talouskasvu on jatkanut hidastumistaan odotetulla tavalla. Vuonna 2015 kasvun uskotaan yltävän vielä noin 7 prosenttiin, mutta hidastuvan 6 prosentin paikkeille vuosina 2016–2017. Uusien kasvumoottoreiden kehittäminen sekä ongelmien hoitaminen edellyttävät kuitenkin määrätietoisia uudistuksia, joihin sopeutuminen tuo mukanaan eriasteisia talouden häiriöitä. Kun kasvu hidastuu ja velkaantuminen lisääntyy, riski talouden ennustettua huonommasta kehityksestä suurenee.



Kasvuvauhti hiljenee lähivuosina

Vuonna 2014 Kiinan BKT:n kasvu hidastui 7,3 prosenttiin, ja hidastuminen on jatkunut vuoden 2015 puolella. Kokonaistuotannon kasvu oli tammi-kesäkuussa 7 %, ja heinä-elokuun tiedot viittaavat kasvun jatkuvan suunnilleen alkuvuoden malliin etenkin, jos meneillään olevat elvytystoimet tuovat vetoapua loppuvuodeksi. BKT:n kasvun hidastuminen vastaa talvella ennustettua, vaikka sekä viennin että tuonnin kehitys on ollut poikkeuksellisen heikkoa.

Rahoitusmarkkinoiden reformit ovat edenneet koko lailla odotetulla tavalla. Uudistusten määrätietoinen jatkaminen on tärkeää niin uusien kasvumoottoreiden kehittämisen kuin olemassa olevien ongelmien hoidon kannalta. Aikaisempaan tapaan Suomen Pankin ennusteissa odotetaan Kiinan kasvun yltävän tänä vuonna lähelle 7:ää prosenttia ja jatkavan hidastumistaan 6 prosentin paikkeille vuosina 2016–2017.

Rakenteet muuttuvat

Kasvun hidastuminen on luonnollinen osa Kiinan kehitystä ja elintason nousua. Nimellisellä BKT:llä mitattuna Kiina on Yhdysvaltojen jälkeen toiseksi suurin yksittäinen talous, ja resurssien todellista käyttöä kuvaavalla ostovoimakorjatulla BKT:llä arvioituna se on jo Yhdysvaltojen kokoinen. Pelkästään maan suuri koko ja kasvun edellyttämät resurssitarpeet rajoittavat kasvuvauhtia. Lisäksi entisen kaltaiselta kasvulta syövät

pohjaa monet tekijät, kuten työikäisen väestön määrän supistuminen, maaseudulla olevan vapaan työvoiman väheneminen ja ympäristöongelmien hoitaminen.

Kasvun hidastuminen on yhteydessä kasvumallin muutokseen, jossa investointeihin ja tavarantuotantoon perustunut kasvu antaa tilaa kulutuskysyntään ja palveluihin nojaavalle kasvulle. Muutos on ollut nähtävissä jo jonkin aikaa ja ilmenee talouden kaikilla sektoreilla. Rakennemuutos tulee näkymään myös Kiinan tuonnin rakenteessa. Esimerkiksi useiden rakentamisessa käytettävien raaka-aineiden tuontimäärät ovat supistuneet. Niin ikään matalan jalostusasteen kokoonpanotuotanto jatkaa siirtymistään Kiinasta vähäisempien työvoimakustannusten maihin.

Vuonna 2014 yksityinen ja julkinen kulutus muodosti yli puolet BKT:stä ensi kertaa sitten vuoden 2006. Investointien yli 40 prosentin BKT-osuus on silti edelleen tavattoman suuri, mikä kertoo rakennemuutoksen jatkumisesta vielä pitkään. Tarjontapuolella palvelusektorin osuus on nopeasti suurentunut lähes 50 prosenttiin kokonaistuotannosta, ja se onkin ollut pääroolissa kannattelemassa työllisyytilannetta. Saatavilla olevien tietojen valossa näyttää siltä, että työmarkkinat kestävät edelleen kasvun hidastumisen. Kiinan työmarkkinatilastot ovat kuitenkin puutteelliset, mikä vaikeuttaa tilanteen arviointia.

Vaihtosuhte ja elvytystoimet tukevat lähiajan kasvua

Työvoiman tarjonnan kiristyessä – ja investointiasteen ollessa niin huima kuin se nykyisin on – Kiinan kasvun täytyy tulevaisuudessa perustua tuottavuuden kohenemiseen. Tätä tukevat voimakkaana jatkuva kaupungistuminen ja tekninen kehitys. Kiinan kehitystä tekniikan saralla kuvaa hyvin se, että maa on jo pari vuotta ollut maailman suurin teollisuusrobottien ostaja, vaikka robottien määrä työntekijää kohden on vielä pieni.

Lyhyellä aikavälillä kasvua tukee jo toteutettujen finanssi- ja rahapoliittisten elvytystoimien ohella vaihtosuhteen positiivinen kehitys, joka johtuu öljyn ja raaka-aineiden halpenemisestä. Kiinan vaihtotaseen ylijäämä kasvaa tänä vuonna ehkä 3 prosenttiin suhteessa BKT:hen, vaikka kiinalaisten nopeasti lisääntynyt ulkomaanmatkailu tasapainottaa ylijäämän kasvua.

Tulevina vuosina ylijäämä alkaneen jälleen pienetä, sillä tulot Kiinassa kasvavat edelleen huomattavasti nopeammin kuin muualla maailmassa, joten myös maan tuonnin ennustetaan kasvavan vientiä nopeammin kiinalaisten kulutuksen lisääntyessä. Kiinan valuuttatavaranto on supistunut alle 3 600 mrd. dollariin mm. viime aikoina koetun pääomien ulosvirtauksen johdosta. Kiinan kauppaa ja pääomavirrat eivät enää ruoki viime vuosikymmenellä nähdyn kaltaista globaalia epätasapaino-ongelmaa.

Kuluttajahintojen nousu on ollut maltillista, eivätkä päättäjät näytä olevan huolissaan sen enempää inflaation kiihtymisestä kuin deflaatiostakaan. Tuottajahinnat ovat laskeneet raaka-aineiden halpenemisen ja useiden toimialojen ylikapasiteettiongelmiensa myötä jo yli kolmen vuoden ajan.

Juan reformipolitiikan keihäänkärki

Kiinan reformipolitiikan eteneminen näkyy selvimmin rahoitusmarkkinoilla. Juanin kansainvälisen käytön lisääminen ja Kiinan merkityksen kasvattaminen maailmantaloudessa ovat maan strateginen tavoite, joka ohjaa uudistuspolitiikkaa. Konkreettisesti tämä tulee esille Kiinan pyrkimyksenä saada juan liitetyksi mukaan keskeisimpien valuuttojen muodostamaan IMF:n SDR-valuuttakoriin. Viime aikojen lukuisat toimet pääomanliikkeiden vapauttamiseksi, valuuttakurssin määräytymismekanismien muuttaminen markkinalähtöisempään suuntaan sekä talletuskorkojen vapauttamisen jatkaminen ja talletussuojajärjestelmän käyttöönotto lisäävät kilpailua kotimaisilla markkinoilla ja tukevat samalla juanin kansainvälistymistä.

Monilla muilla talouden sektoreilla uudistusten vieni eteenpäin on ollut toivottua hitaampaa. Valtionyrietykset nauttivat yhä monista kilpailueduista yksityisiin yrityksiin verrattuna, ja palvelusektorin uudistaminen olisi tärkeää rakennemuutoksen vauhdittamiseksi. Myös Kiinassa toimivat ulkomaiset yritykset ovat esittäneet huolensa toimintaympäristön vaikeutumisesta tarvittavien reformien edetessä hitaasti.

Reformien myötä toimintaympäristö on muuttunut suuresti, eivätkä politiikka ja siihen liittyvä viestintä ole pysyneet kehityksen tahdissa. Viranomaisten hapuileva ja vaikeaselkoinen politiikka esimerkiksi osake- ja valuuttamarkkinoilla on kesän mittaan tullut valtiolle kalliiksi ja lisännyt markkinoiden epävarmuutta. Ulospäin näkyvä hapuilu on mahdollisesti merkki uudistuspolitiikan linjaa koskevista päätöksentekijöiden erimielisyyksistä, mutta myös sitä, että päättäjät joutuvat toimimaan itselleen uudessa ympäristössä. Kyseessä on siis luonnollinen oppimisprosessi. Tärkeää kuitenkin on, että rahoitusmarkkinareformeja on viety eteenpäin markkinoiden kuohunnasta huolimatta.

Markkinahäiriöihin syytä varautua

Kiinan talouskasvun hidastuminen, pörssikurssien lasku sekä viennin ja tuonnin heikko kehitys ovat viime kuukausina hermostuttaneet markkinoita. Näyttää ilmeiseltä, että Kiinan talouskasvua koskevat odotukset oli markkinoilla viritetty liian korkealle ja rahoitusmarkkinoiden häiriöt tulkittiin liian suoraviivaisesti merkiksi reaalityalouden dramaattisesta heikkenemisestä. Kiinan mittaluokan järjestelmä- ja rakennemuutosmuutos tuo väkisin mukanaan sopeutumispakkoa, mikä näkyy eriasteisina häiriöinä taloudessa. Häiriöt ovat siten ainakin osin merkki siitä, että asiat kehittyvät toivottuun suuntaan.

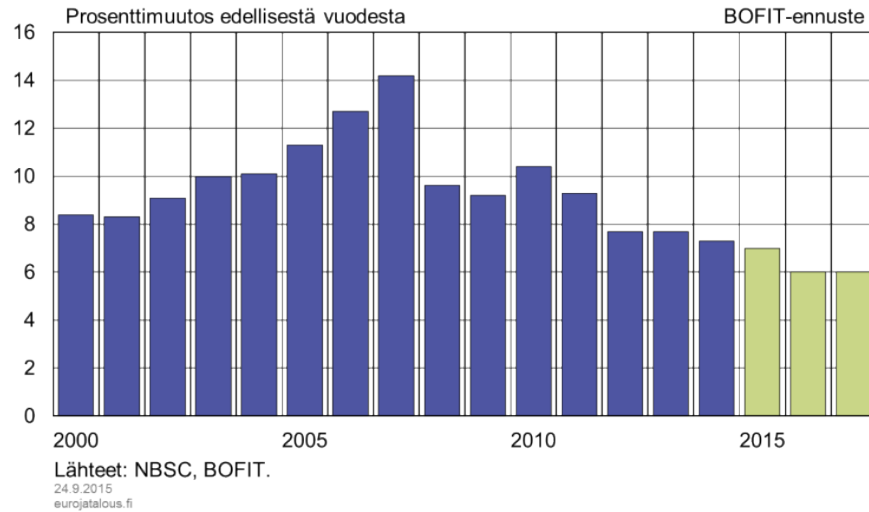
Vaikka häiriöt ovat luonnollinen osa Kiinan kehitysvaihetta, ongelmien ja riskien vakavuutta ei toisaalta ole syytä vähätellä. Jo yksin tilastojen puutteet, järjestelmän läpinäkymättömyys ja suuret erot Kiinan eri alueiden välillä aiheuttavat sen, että kenelläkään ei ole tarkkaa kuvaa todellisesta taloustilanteesta. Velkatasot maassa ovat kohoamassa, joten tämä jo ennestään keskeinen talouspoliittinen ongelma on vain pahenemassa ja riskit tältä osin suurenemassa.

Vakavat markkinahäiriöt voivat pahimmillaan laukaista tilanteen, jossa talousuudistukset pysäytetään. Viimeaikaisten osake- ja valuuttamarkkinoiden häiriöiden takia on jo nähty joitakin merkkejä uudistusprosessin vaikeutumisesta.

Reformien keskeyttäminen ja talouden kääntyminen sisäänpäin johtaisivat tulevan kehityksen ja kasvunäkymien uudelleenarviointiin.

Kuvio 1.

Kiinan BKT:n kasvu ja BOFIT-ennuste vuosiksi 2015–2017



Avainsanat

- [Kiina](#)
- [bruttokansantuote](#)
- [ennuste](#)
- [BOFIT](#)

Miten euroalueella ylläpidetään samanaikaisesti sekä hinta- että rahoitusvakautta?

9.9.2015 12:00 • EURO & TALOUS 4/2015 • RAHAPOLITIikka • HANNA FREYSTÄTTER

Rahapolitiikan toimintaympäristö on muuttunut: maa- ja sektorikohtaista ylikuumenemista vaimentava euroalueen makrovakauserjestelmä – ns. makrovakauserkehikko – on vahvempi kuin ennen finanssikriisiä. Uusi järjestelmä ei kuitenkaan ole vielä valmis, mikä kasvattaa tarvetta osallistua rahoitusvakauserjestelmän ylläpitämiseen myös rahapolitiikan avulla. Vaikka makrovakauserjestelmä olisi nykyistä vahvempi, poikkeuksellisen kevyen rahapolitiikan mahdollisia epäsuotuisia sivuvaikutuksia on hyvin vaikea täysin estää. Nykytilanteessa talouskasvun voimistuminen rahapolitiikan avulla kuitenkin tukee myös rahoitusvakautta.



Kevyt rahapolitiikka ylläpitää nykytilanteessa sekä hinta- että rahoitusvakautta

Euroalueen poikkeuksellisen kevyellä rahapolitiikalla on pyritty pitämään inflaatio-odotukset ankkuroituneina ja varmistamaan, ettei hitaan inflaation vaihe jatku liian kauan. Pitkään matalana pysyvä ohjauskorko ja käynnissä oleva laaja osto-ohjelma laskevat osaltaan pitkiä korkoja, keventävät yritysten ja kotitalouksien rahoitusoloja ja nostavat varallisuuserien hintoja euroalueella. Odotukset rahapolitiikan pysymisestä kevyempänä kuin muilla keskeisillä talousalueilla heikentävät euron kurssia suhteessa muihin valuuttoihin. Kaiken kaikkiaan kevyt rahapolitiikka lisää kysyntää ja kiihdyttää inflaatiota euroalueella.

Euroalueella rahapolitiikka vaikuttaa erityisesti pankkien luotonannon kautta. Syksyllä 2014 valmistunut pankkien taseiden kattava arviointi ja yhteisen pankkivalvonnan käynnistyminen kohentavat pankkien luotonantokanavan toimintaa. Samaan aikaan käynnissä on myös pankkien kiinteiden vakavaraisuusvaatimusten kiristäminen asteittain rahoitusvakauserjestelmän turvaamiseksi. Uuden sääntelykehikon kaikkien osien yhteisvaikutusta on vaikea arvioida, ja siirtymävaiheessa vaikutukset voivat olla erilaiset kuin pidemmällä aikavälillä. Siirtymävaiheessa nämä kiristykset voivat esimerkiksi

vaimentaa rahapolitiikan elvyttävää vaikutusta, mutta jatkossa pankkisektori kestää aiempaa paremmin talouteen epäsuotuisasti vaikuttavat häiriöt. Vakavarainen pankkisektori myös pystyy kasvattamaan luotonantoa, kun euroalueen talouskasvu kiihtyy.

Yksi esille nostettu huoli on, että pankit saattavat uuden sääntelyn alaisina vältellä riskipitoista yrityslainanantoa, koska se edellyttää pankeilta aiempaa enemmän lisäpääomia.^[1] Samaan aikaan taas asuntolainanannon pienemmät riskipainot saattavat houkuttaa pankkeja lisäämään asuntolainanantoa. Tilanteesta kärsivät erityisesti pankeista riippuvaiset PK-yritykset ja uudet yritykset. Isommat yritykset sen sijaan hankkivat rahoituksensa yhä enemmän pääomamarkkinoilta. Pahimmillaan rahapoliittinen elvytys voisi ohjautua uudessa sääntely-ympäristössä pankkien kautta liian voimakkaasti asuntomarkkinoille yritysten tuotannollisten investointien sijaan.

Inflaation kestävä normalisoituminen edellyttää, että rahapolitiikan vaikutukset ulottuvat laajasti reaalitalouteen. Tästä syystä olisi toivottavaa, että kevyt rahapolitiikka keventäisi yritysten rahoitusoloja ja elvyttäisi tuotannollisia investointeja euroalueella. Eurojärjestelmän luotonantoa tukevat rahapoliittiset toimet on suunniteltu niin, että ne kannustavat pankkeja erityisesti lisäämään yritysluotonantoa. Euroalueella ongelmana on ollut se, että poikkeuksellisen matala ohjaukorko ei ole kaikkialla välittynyt täysimääräisesti pankkien antolainauskorkoihin ja pankkien lainananto erityisesti yrityksille on ollut vaimeaa. Esimerkiksi syyskuussa 2014 aloitetuissa kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa (TLTRO) pankeilta edellytetään yrityslainanannon lisäämistä, jotta niillä on oikeus edulliseen pitkäaikaiseen (vuoden 2018 lopulla erääntyvään) keskuspankkiluottoon.

Riskinä kuitenkin on, että laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kautta merkittävästi kasvava rahan määrä yhdistettynä kiristyneeseen sääntelyyn voi johtaa siihen, että elvytys suuntautuu liiaksi asuntomarkkinoille tai ns. varjopankkisektorille. Asuntomarkkinoiden ylikuumeneminen olisi erityisen vaarallista, sillä velkavetoisen asuntokuplan puhkeamisen myötä taantumasta tulee usein syvä ja pitkäkestoinen. Vaikka osakekuplankaan syntyminen ei ole toivottavaa, sen puhkeamisen vaikutukset reaalitalouteen ja hintavakauteen ovat yleensä jääneet pienemmiksi kuin asuntokuplan puhkeamisen seuraukset. Elvytyksen kohdistuminen voimakkaasti varjopankkisektoriin ja välittyminen sen kautta sisältävät riskejä, sillä tästä seuraavia rahoitusvakauteen kohdistuvia uhkia ei vielä täysin välttämättä edes ymmärretä, saati kyetä hallitsemaan.

Varallisuushintojen nousu on kuitenkin keskeinen kevyen rahapolitiikan vaikutuskanava, sillä se tukee kotitalouksien ja yritysten taseita. Varallisuushintojen nousu ja luotonannon kasvu eivät ole automaattisesti merkki kuplan syntymisestä. Euroalueen talouden koheneminen kevyen rahapolitiikan avulla tukee myös rahoitusvakautta^[2] lisäämällä työllisyyttä ja helpottamalla velanhoitoa sekä huomattavan velkaantumisen vähentämistä, millä on myönteisiä vaikutuksia myös pankkien tilaan.

1. Ks. esim. Fontaine Vive (2015) ja Barut et al. (2015).

2. Ks. esim. ECB (2015).

Vahva makrovakausjärjestelmä pitää elvyttävän rahapolitiikan epäsuotuisat sivuvaikutukset pieninä

Verrattuna finanssikriisiä edeltävään aikaan euroalueella on huomattavasti paremmat mahdollisuudet torjua makrovakauspolitiikan avulla rahoitusjärjestelmän riskejä. Euroalueella vuosina 2014–2016 laajasti käynnistyvällä vastasyklisellä (dynaamisella) makrovakauspolitiikalla pyritään hillitsemään luotonannon ja velkaantumisen liiallista kasvua noususuhdanteessa ja siten vaimentamaan rahoitusjärjestelmän myötäsyklisyyttä^[3] eli suhdanteita voimistavia taipumuksia. Vastasyklisellä makrovakauspolitiikalla voidaan tukea kevyen rahapolitiikan kohdentumista euroalueella suotuisasti niin, että maa- tai sektorikohtaisia ylilyöntejä ei nähdä, vaan vaikutukset ulottuvat talouteen tasaisesti.^[4]

Euroalueen uudessa makrovakausjärjestelmässä^[5] poikkeuksellisen kevyen rahapolitiikan aiheuttamia rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä vastaan puolustaudutaan kahdella tasolla: ensisijaisesti kansallisten makrovakausviranomaisten toimilla (first line of defense) ja toissijaisesti tarvittaessa EKP:n kiristävillä toimilla (second line of defense). Vaikka kriisistä on opittu, euroalueen makrovakausjärjestelmä ei vielä kuitenkaan ole täydessä toiminnassa ja esille on jo nostettu useita puutteita.

Uuden järjestelmän ydin on, että kansalliset makrovakausviranomaiset, kuten Suomessa Finanssivalvonta, vastaavat ensisijaisesti oman maansa makrovakauspolitiikasta.^[6] Pääosa makrovakauspolitiikan välineistöstä määritellään EU-lainsäädännössä kaikille yhteisesti. Jäsenmaissa on tämän lisäksi mahdollisuus säätää kansallisesti lisävälineistä. Kaikki maat eivät kuitenkaan vielä ole käyttäneet tätä mahdollisuutta kovin laajasti.

Kansallisia makrovakausviranomaisia rajoittaa näin ollen se, mitä välineitä kunkin maan lainsäädäntöön on sisällytetty. Esimerkiksi, jos kansallinen makrovakausviranomainen näkee poikkeuksellisen elvyttävän rahapolitiikan kohdistuvan voimakkaasti asuntomarkkinoihin, se ei pysty toimimaan tehokkaasti, jos asuntomarkkinoiden ylikuumenemiseen parhaiten tehoavia makrovakausvälineitä ei ole viety kyseisen maan lainsäädäntöön. Lainsäätäjillä onkin keskeinen rooli maakohtaisen makrovakausjärjestelmän tehokkuuden rakentajana.

Kun EKP otti marraskuussa 2014 hoitaakseen suurimpien pankkien valvonnan, se sai samalla toimivaltaa myös makrovakauspolitiikassa. Euroalueen uudessa institutionaalisessa rakenteessa makrovakauspolitiikan toimivalta on jaettu kansallisten

3. Ks. esim. Freystätter et al. (2013).

4. Makrovakauspolitiikkaa on euroalueella vahvistettu myös ottamalla käyttöön sellaisia makrovakausvälineitä, joita ei ensisijaisesti ole tarkoitus käyttää vastasyklisesti, vaan jotka vahvistavat rahoitusjärjestelmän riskinsietokykyä.

5. Termillä makrovakausjärjestelmä viitataan laajempaan käsitteeseen kuin pelkästään käytettävissä oleviin makrovakausvälineisiin (kuten vastasyklinen pääomapuskuri tai lainakatto), sillä käsite pitää sisällään myös mm. toimivaltaan ja päätöksentekoon liittyviä seikkoja.

6. Makrovakausvalvonta on Suomessa moniviranomaisyhteistyötä. Kansallinen makrovakausviranomainen on Finanssivalvonta, jonka johtokunta tekee päätökset makrovakausvälineiden käytöstä. Päätösten tukena oleva makrovakausanalyysi perustuu Suomen Pankin, Finanssivalvonnan ja valtiovarainministeriön tiiviiseen yhteistyöhön.

viranomaisten ja EKP:n kesken.^[7] EKP:llä on mahdollisuus tehdä kireämpiä toimivallassaan olevia makrovakausingstrumentteja koskevia päätöksiä kuin kansallisilla valvojilla. EKP:ssä merkittävä vastuu euroalueen makrovakausingpolitiikasta on EKP:n neuvostolla, joka viime kädessä vastaa siitä, että makrovakausingpolitiikka on tarpeeksi kireää.

EKP:n rooli euroalueen makrovakausingpolitiikassa on vasta muovautumassa. EKP:n johtokunnan jäsenet ovat tuoneet puheissaan esille tätä uutta rooliaan mm. korostamalla rahoitusvakauden vaalimista osana tehtäviään sekä EKP:n neuvoston merkittävää vastuuta makrovakausingpoliittisessa päätöksenteossa.^[8] EKP:n makrovakausingvaltuudet ovat kuitenkin rajalliset. Sen toimivalta ulottuu vain osaan kansallisella tasolla käytettävissä olevista makrovakausingvälineistä, toimivalta on epäsymmetristä (vain kiristäviä toimia), ja vastuu on jaettu kansallisen viranomaisen kanssa.^[9]

Jotta makrovakausingpolitiikalla olisi vaikutusta, käytettävissä olevien välineiden tulisi olla riittävän tehokkaita.^[10] Tämän toteutumista rajoittaa EKP:n kannalta se, että jäsenmaissa kansallisesti säädetyt lisävälineet ovat EKP:n ulottumattomissa. Esimerkiksi lainakatto ei kuulu EKP:n säädettävissä oleviin välineisiin, ja kukin maa saa itse päättää tämän välineen käytöstä.

EKP:n käytettävissä ovat kuitenkin EU:n vakavaraisuusasetukseen ja -direktiiviin sisältyvät makrovakausingvälineet. Näihin sisältyy käytännössä kaksi vastasyklistä makrovakausingvälinettä: pankeille harkinnanvaraisesti asetettava muuttuva lisäpääomavaatimus (vastasyklinen pääomapuskurivaatimus) sekä kiinteistövakuudellisiin luottoihin sovellettavat asetuksen mukaista vähimmäismäärää suuremmat pääomavaatimukset. EKP:llä ei siis välttämättä ole mahdollisuutta kohdistaa kiristäviä makrovakausingtoimia tehokkaasti kulloiseenkin ongelmaan. Toisaalta, jos maakohtainen makrovakausingpolitiikka on tehokasta ja tarkoituksenmukaista, EKP:n käytettävissä olevan välinevalikoiman suppeudesta ei välttämättä seuraa ongelmia.

Toimivallan epäsymmetrisyyttä voidaan myös pitää rajoitteena. EKP:n mahdollisuus tehdä vain kiristäviä toimia on kuitenkin harkittua. Sen tarkoituksena on ehkäistä passiivisuutta tilanteissa, joissa kansallisella tasolla tulisi toteuttaa suuren yleisön silmissä epäsuosittuja makrovakausingtoimia. Keventäviä makrovakausingpäätöksiä kansallisten viranomaisten voi sen sijaan olla helpompi tehdä ilman EKP:n tukea.

EKP:n ja kansallisten viranomaisten jaettu vastuu voi myös pahimmillaan johtaa siihen, että kumpikaan taho ei todellisuudessa toimi niin kuin olisi vastuussa. EKP:n (ja erityisesti EKP:n neuvoston) toimivaltaa voidaan perustella sillä, että EKP:llä on paras kuva euroalueesta kokonaisuutena ja kyky hahmottaa eri politiikkalohkojen riippuvuussuhteet.

7. Pankkiunioniin kuuluu tällä hetkellä vain euroalueen maita, joten sekä eurojärjestelmän yhteinen rahapolitiikka että EKP:n makrovakausingvaltuudet koskevat euroalueeseen kuuluvia maita.

8. Ks. esim. Draghi (2014) ja Lauterschläger (2014).

9. Grande (2014).

10. Ks. esim. Schoemaker (toim.) (2014).

Yhteisten käytettävissä olevien vastasyklisen makrovakaussäilyneiden (kuten vastasyklisen pääomapsukurin) tehoon liittyvät epäilyt^[11] koskevat kuitenkin yhtäläisesti sekä EKP:tä että kansallisia makrovakaussäilyneitä. Lisäksi voidaan esittää yleinen kritiikki makrovakaussäilyneiden rajallisesta ulottuvuudesta: nykyiset euroalueella käytettävissä olevat makrovakaussäilyneet on kohdistettu lähes yksinomaan pankkeihin ja niiden välittämään rahoitukseen, jolloin kattamatta jäävät pankkisektorin ulkopuolella toteutettava rahoituksenvälitys ja esimerkiksi osakemarkkinakuplat.

Yksi näkökulma kuitenkin on, että pankkien luotonantoon kohdistuva makrovakaussäilyneiden politiikka voi olla euroalueella tehokasta, koska pankit pitkälle hoitavat rahoituksenvälityksen, ja tähän myös nykyiset makrovakaussäilyneet kohdistuvat.^[12] Euroalue on myös erityinen, sillä rahoitusmarkkinat ovat edelleen jossain määrin fragmentoituneet. Maakohtaiset pankkisektoriin kohdistuvat makrovakaussäilyneet ovat siis paljon tehokkaampia kuin ne olisivat siinä tapauksessa, jos pääomamarkkinoiden merkitys olisi suuri ja rahoitusmarkkinoiden fragmentoituneisuus vähäistä.

Voidaan kuitenkin kysyä, pystyvätkö yksittäiset maat jo tällä hetkellä kantamaan vastuunsa omasta makrovakaussäilyneiden politiikastaan ja pystyvätkö EKP kantamaan vastuunsa euroalueen rahoitusvakauden viimekätisenä turvaajana. Esimerkiksi asuntomarkkinoiden ylikuumentuminen voi olla vaikea tilanne, jos kansallisia viranomaisia rajoittaa riittävien makrovakaussäilyneiden puuttuminen kansallisesta lainsäädännöstä ja/tai EKP:n neuvostoa rajoittaa se, että erityisesti asuntomarkkinoiden ylikuumentumista hillitsevät makrovakaussäilyneet eivät ole käytettävissä sen päätöksenteossa. Käytettävissä olevien makrovakaussäilyneiden valikoiman laajentaminen pikaisesti on toivottavaa.^[13] Vastasyklisen makrovakaussäilyneiden aktiiviseen käyttöön pitää myös varautua, sillä korkotaso pysynee matalana pitkään ja laajennettua osto-ohjelmaa jatketaan, kunnes inflaatio on kestävästi hintavakauteen johtavalla uralla.

Pitäisikö rahapolitiikan osallistua rahoitusvakauden ylläpitämiseen euroalueella?

EKP:n ensisijainen tavoite on hintavakauden ylläpitäminen. Kun hintavakauden tavoite ei ole vaarantuneena, rahapolitiikalla voidaan tukea myös muita EU:n talouspoliittisia tavoitteita, kuten tasapainoista talouskasvua. Rahoitusvakaus edesauttaa hintavakauden saavuttamista ja siten EKP:n mandaatin toteutumista. Rahoitusvakautta tarvitaan, jotta rahoitusjärjestelmä toimii ja rahapolitiikka välittyy tehokkaasti, ja näin ollen keskuspankki pystyy ylläpitämään hintavakautta. Rahoitusvakauden vallitessa todennäköisyys joutua nollakorkorajalle ja epätavanomaisten rahapolitiikan toimien varaan vähenee.

Euroalueen yhteistä rahapolitiikkaa toteutetaan tällä hetkellä toimintaympäristössä, jossa alueen makrovakaussäilyneiden tehokkuuteen liittyy epävarmuutta. Epävarmuuden takia ei ole selvää, toimiiko tämänhetkinen rahapolitiikka heikon vai

11. Ks. esim. Cecchetti (2015).

12. Panetta (2014).

13. Ks. esim. Constâncio (2015).

vahvan makrovakauserjestelmän oloissa. Yksinkertaistaen voidaan arvioida, että jos euroalueen nykyinen makrovakauserjestelmä on vahva, poikkeuksellisen elvyttävän rahapolitiikan epäsuotuisat sivuvaikutukset jäävät pieniksi. Jos sen sijaan euroalueen makrovakauserjestelmä on nykymuodossaan vielä liian heikko, rahapolitiikalla voidaan pyrkiä aktiivisesti ja täysimittaisesti nojaamaan tuulta vasten (leaning against the wind)^[14], rahoitusvakauserasiat voidaan jättää täysin huomiotta rahapolitiikkapäätöksissä tai toiminta voi olla jotain näiden väliltä.

Euroalueen uusi makrovakauserpolitiikan institutionaalinen rakenne merkitsee, että tavanomaisesta tuulta vasten nojaamisesta ei alueella nykytilanteessa olisi kyse. Ensisijainen vastuu rahoitusvakaudesta on kansallisella makrovakauserpolitiikalla, jonka odotetaan vaimentavan finanssisyklejä ja vähentävän tarvetta nojata tuulta vasten rahapolitiikalla.

Rahapolitiikan mahdollinen avustava merkitys rahoitusvakauser ylläpitämisessä on kuitenkin viime vuosina noussut uudelleen esille.^[15] On esitetty, että rahapolitiikalla pitäisi osallistua rahoitusvakauser ylläpitämiseen tilanteessa, jossa makrovakauserjestelmä ei ole kovin vahva.^[16] Lisäksi vaikka pankkien luotonantoon kohdistuva makrovakauserpolitiikka toimisi, entistä kireämpi sääntely saattaa työntää rahoitusvakauseriskejä ns. varjopankkisektorille. Niin kauan kuin euroalueelta puuttuvat varjopankkisektorille ulottuvat makrovakauservälineet, rahapolitiikassa voidaan joutua ottamaan vastuuta siksi, että sen vaikutukset ulottuvat yleisten rahoitusolojen kautta myös varjopankkisektoriin.

Rahapoliittisessa päätöksenteossa annettaisiin siis heikon makrovakauserjestelmän tapauksessa nollaa suurempi paino rahoitusvakauser ylläpitämiselle (third line of defense). Jos rahapolitiikalla osallistutaan rahoitusvakauser ylläpitämiseen, rahapolitiikka voidaan joutua kiristämään niin, että inflaatio ja tuotanto pysyvät pidemmän aikaa tavoitteitaan ja potentiaaliaan vaimeampina, jotta vältetään finanssikuplan syntyminen. Tällaisessa tilanteessa on kuitenkin vaarana, että keskuspankin uskottavuus hintavakauser vaalijana kärsii.^[17] Ensisijaisen tavoitteen uskottavuutta pitäisikin tässä tapauksessa jollain lailla vahvistaa. Yksi ehdotus on, että sitoudutaan hintatasotavoitteeseen.^[18] Tällöin pidemmän aikaa hitaana pysyvä inflaatio kompensoidaan jossain vaiheessa niin, että hintatasomielessä pysytään entisellä uralla.

Vahvan makrovakauserjestelmän tapauksessa rahapolitiikan päätöksenteko helpottuisi siinä mielessä, että rahapolitiikassa voitaisiin keskittyä täysin ensisijaiseen tavoitteeseen eli hintavakauser vaalimiseen. Vahvan makrovakauserjestelmän tapauksessa vastasyklisen makrovakauservälineiden käyttö vaikuttaisi kuitenkin luotonannon ja varallisuushintojen kautta myös reaaliatalouden suhdannevaihteluihin ja sitä kautta inflaatioon. Euroalueella tämä merkitsisi rahapolitiikan toimintaympäristön

14. Ks. esim. IMF (2014). Tuulta vasten nojaamisella tarkoitetaan rahapolitiikan mitoitusta, joka on kireämpää kuin puhtaasti hintavakauseravoitteen kannalta olisi välttämätöntä, mutta joka pyrkii vaimentamaan varallisuushintojen nousua ja rahoitusepätasapainon kasvua.

15. Ks. esim. Bernanke (2011) ja King (2012).

16. Smets (2014).

17. Smets (2014).

18. Woodford (2012).

muuttumista tavalla, jota ei vielä täysin tunneta. Jos esimerkiksi vahva rahapolitiikka ja vahva makrovakauseräpolitiikka vaikuttavat samansuuntaisesti, vastasyklisen makrovakauseräpolitiikan rahoitusoloja kiristävä ja luotonantoa vaimentava vaikutus tulee ottaa osaksi kokonaisvaikutusten arviointia, jotta rahapolitiikkaa ei mitoiteta väärin. Makrovakauseräpolitiikan mitoituksen euroalueen eri maissa tulisi tällaisessa tilanteessa olla tärkeä osa alueen talouskehityksen arviointia.

Lyhyellä aikavälillä muut politiikkalohkot, kuten rahapolitiikka, joutuvat ottamaan euroalueen nykyisen makrovakauseräjärjestelmän annettuna. Hieman pidemmällä aikavälillä tätä järjestelmää on mahdollista pyrkiä muuttamaan, jos arvioidaan, että se ei vielä nykyisellään ole riittävän tehokas tai ulotu riittävän laajalle (esim. varjopankkisektoriin). Useat tahot ovat kuitenkin varoittaneet makrovakauseräpolitiikkaan kohdistuvista liian suurista odotuksista: on mahdollista, että niin vahvaa makrovakauseräjärjestelmää ei ole pidemmälläkään aikavälillä mahdollista rakentaa, että vastasyklisen makrovakauseräpolitiikan teho euroalueella riittäisi kompensoimaan aika ajoin poikkeuksellisen kevyen rahapolitiikan epäsuotuisia vaikutuksia. On myös esitetty, että makrovakauseräpolitiikan ja rahapolitiikan pitää ajatella täydentävän toisiaan.^[19] Makrovakauseräpolitiikalta ei pidäkään odottaa täyttä tehoa, jos pyrkimyksenä on vaikuttaa rahapolitiikan kanssa vastakkaiseen suuntaan.^[20]

Rahapolitiikassa pitää ottaa huomioon, että euroalueen nykyisen makrovakauseräjärjestelmän tehokkuus voidaan joko ali- tai yliarvioida. Jos teho yliarvioidaan, voidaan sysätä rahapolitiikan epätoivottuja sivuvaikutuksia makrovakauseräpolitiikan hoidettavaksi, vaikka se ei siihen ainakaan vielä tällä hetkellä kykene. Jos taas teho aliarvioidaan, voidaan rahapolitiikka mitoitaa väärin. Euroalueella voidaan myös olla tilanteessa, jossa makrovakauseräjärjestelmä on joissakin maissa vahva ja toisissa heikko. EKP:n neuvoston voimakas sitoutuminen hintavakauden tavoitteeseen on joka tapauksessa välttämätöntä, ja euroalueen talouden kohentuminen tukee myös rahoitusvakautta.

Lähteet:

Barut, M.-L. – Rouillé, N. – Sanchez, S. (2015) The Impact of the New Regulatory Paradigm on the Role of Banks in Financing the Economy. Financing the Economy: New Avenues for Growth. Financial Stability Review, No 19. Huhtikuu 2015. Banque de France.

Bernanke, B. (2011) The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice. Puhe konferenssissa "Long Term Effects of the Great Recession". Federal Reserve Bank of Boston 18.–19.10.2011.

Bruno, V. – Shim, I. – Shin, H. S. (2015) Comparative Assessment of Macroprudential Policies. BIS working papers, No 502.

Cecchetti, S. G. (2015) Monetary Policy within the New European Financial Regulatory Architecture. Esitys konferenssissa "ECB and its Watchers XIV", 11.3.2015.

19. Esim. Hannoun (2015) ja Bruno et al. (2015).

20. Ks. myös IMF (2013).

- Constâncio, V. (2015) Strengthening Macroprudential Policy in Europe. Puhe konferenssissa ”The macroprudential toolkit in Europe and credit flow restrictions”. Vilnius 3.7.2015. Ks. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150703.en.html>.
- Draghi, M. (2014) Stronger together in Europe: the contribution of banking supervision. Puhe Frankfurtissa 20.11.2014. Ks. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141120.en.html>.
- ECB (2015) Financial Stability Review. Ks. <https://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html>.
- Fontaine Vive, P. de (2015) Key Initiatives to Unlock Bank Lending to the European Corporate Sector. Financing the Economy: New Avenues for Growth. Financial Stability Review, No 19. Huhtikuu 2015. Banque de France.
- Freystätter, H. – Putkuri, H. – Vauhkonen, J. (2013) Finanssisyklit, rahapolitiikka ja makrovakaupolitiikka euroalueella. Euro & talous 4/2013.
- Grande, M. (2014) Integrating Macro- and Microprudential Supervision at the ECB. Esitys konferenssissa ”Global Banking Standards and Regulatory and Supervisory Priorities in the Americas”. Lima 4.–5.11.2014.
- Hannoun, H. (2015) Ultra-low or Negative Interest Rates: What They Mean for Financial Stability and Growth. BIS, Eurofi High-Level Seminar. Riga 22.4.2015.
- IMF (2013) The Interaction of monetary and macroprudential policies.
- IMF (2014) Monetary Policy in the New Normal. IMF Staff Discussion Note SDN/14/3.
- King, M. (2012) Twenty Years of Inflation Targeting. Stamp Memorial Lecture at London School of Economics. London 9.10.2012.
- Lauterschläger, S. (2014) The interplay between macro-prudential, micro-prudential and monetary policies at the ECB. Esitys konferenssissa ”Macroprudential policy: Implementation and Interaction with other Policies”. Stockholm 13.11.2014.
- Panetta, F. (2014) On the special role of macroprudential policy in the euro area. Teoksessa Putting Macroprudential Policy to Work. – Toim. Aerdts Houben – Rob Nijsskens – Mark Teunissen. De Nederlandsche Bank. Occasional Studies, Vol. 12-7.
- Schoenmaker, D. (toim.) (2014) Macroprudentialism. A VoxEU.org eBook, CEPR Press. London.
- Smets, F. (2014) Financial Stability and Monetary Policy: How closely Interlinked? International Journal of Central Banking. Kesäkuu. Vol. 10. No. 2.
- Woodford, M. (2012) Inflation Targeting and Financial Stability. NBER Working paper 17967.

Avainsanat

- rahapolitiikka
- makrovakauspoliittikka
- euroalue

Kirjoittajat



Hanna Freystätter

Vanhempi neuvonantaja
etunimi.sukunimi(at)bof.fi

Makrovakausvalvonta – kilpajuoksua markkinoiden kehityksen kanssa

24.9.2015 11:00 • EURO & TALOUS 4/2015 • RAHOITUSVAKAUS •

KATJA TAIPALUS, JOUNI TIMONEN

Kun korot ovat poikkeuksellisen matalat, viranomaisten tehtävänä on huolehtia korkotason aiheuttamien haavoittuvuuksien riittävästä seurannasta. Ennen kuin toimenpiteitä riskien hallitsemiseksi voidaan toteuttaa, riskit tulee ensin tunnistaa. Markkinoiden jatkuvan kehityksen vuoksi vaatimus uudistaa viranomaisten analyysiä on kova.



Matala korko voi haastaa vakauden

Makrovakausvalvonta on viranomaisten tapa ehkäistä koko rahoitusjärjestelmää koskevia uhkia. Makrovakausvalvonnalla pyritään turvaamaan rahoituksen häiriötön välittyminen.

Talouden kehitys euroalueella on ollut vaimeaa huolimatta pitkään kevyenä säilyneestä rahapolitiikasta. Euroopan keskuspankki (EKP) on signaloinut sitoutuvansa elvyttävään rahapolitiikkaan pitkäaikaisesti, kunnes inflaatiotavoite on saavutettu. EKP:n erittäin kevyt rahapolitiikka ja poikkeukselliset rahapoliittiset toimet, kuten arvopaperien ostot, ovat välttämättömiä euroalueen talouden kannalta.

Rahoituksen saatavuuden parantuminen, niin pankki- kuin markkinaluotonannon kautta, tukee talouden elpymistä. Talouskasvun elpymisen edistää myös rahoitusjärjestelmän vakautta. Rahapolitiikan toimet eivät näin ollen ole ristiriidassa makrovakauspolitiikan tavoitteiden kanssa. Pitkään jatkuvalla matalan korkotason politiikalla – etenkin, kun se yhdistyy runsaaseen globaaliin likviditeettiin – voi kuitenkin olla rahoitusmarkkinoiden kannalta myös negatiivisia sivuvaikutuksia. Tällaisiin tekijöihin liittyvien järjestelmäriskien kehitystä on seurattava tarkoin.

Euroalueen talouden elpymisen kannalta on olennaista, miten EKP:n tukitoimet kohdentuvat. Jotta toimet edistäisivät talouskasvua, niiden tulisi kohdistua tukemaan tervettä riskinottoa sekä investointien rahoitusta. Talouden haavoittuvuus lisääntyy, jos tukitoimet pääasiassa kasvattavat riskinottoa rahoitusmarkkinoilla reaalityalouden investointien sijasta, lykkäävät tarvittavien korjausten tekemistä ja lisäävät moraalikatoa.

Riskinoton kasvuun rahoitusmarkkinoilla on pitkään jatkuvan matalan koron oloissa selkeä syy: tuottohakuisuus. Ympäristössä, jossa likviditeettiä on paljon, sijoittajat hakevat sijoitusomaisuudelleen parempaa tuottoa. Yleisesti tämä tarkoittaa sijoittamista riskipitoisempiin sijoitustuotteisiin, jotka tarjoavat enemmän tuottoa kuin vähempiriskiset kohteet.

Vaarana on, että sijoittaja ei sijoitusarvioissaan kiinnitä enää riittävästi huomiota taloudellisiin perusteisiin, vaan lähinnä jatkuvaan hintojen nousuun perustuvaan tuotto-odotukseen, mikä osaltaan johtaa pääomien tehottomaan kohdentumiseen taloudessa. Tilanne voi johtaa omaisuuserien hintojen voimakkaaseen nousuun useilla eri sektoreilla. Tuottohakuisuudesta näkyy jo selkeitä merkkejä, sillä juuri nämä kysyntäpaineet ovat vaikuttaneet siihen, että esimerkiksi heikompilaatuisten yrityslainojen korot ovat markkinoilla painuneet ennätyskellisen alas.

Joukkolainojen korkojen alentuminen parantaa mm. yritysten ja valtioiden velkakestävyttä rahoituskustannusten pienentyessä. Kannustimet viedä läpi tarvittavia rakenneuudistuksia voivat kuitenkin vähentyä velanhoitokustannusten alentuessa ja rahoituksen saatavuuden merkittävästi helpottuessa.

Tämän kehityskulun seuraukset ovat negatiiviset esimerkiksi valtioiden pitkän aikavälin kasvuedellytysten kannalta: ellei vanhoja ongelmia saada korjattua, talouden perusta ei vahvistu tukemaan kestävää kasvua. Pankkien ja valtioiden välistä ns. kohtalonyhteyttä ei kriisin aikana tehdyistä institutionaalisista uudistuksista huolimatta ole vielä saatu katkaistua. Rahoitusjärjestelmän vakaus on talouskasvun ohella sidoksissa valtioiden velkakestävyteen.

Matalien korkojen aikana myös monet heikkokuntoiset yritykset ja kotitaloudet kykenevät huolehtimaan luotoistaan. Kun korkotaso alkaa nousta, voidaan nopeastikin tulla rajalle, jolla nämä eivät enää kykene huolehtimaan velvoitteistaan. Tällaisessa tilanteessa pankkien heikkolaatuisten tase-erien osuus kasvaa, mikä rajoittaa pankkien toimintakykyä kannattavuuden ja vakavaraisuuden heikentyessä.

Matalien korkojen ympäristössä olisikin suotavaa, että finanssikriisin jäljiltä monin paikoin edelleen huomattavaa velkaantumista purettaisiin. Velka-asteita on kuitenkin sopeutettu valitettavan vähän, ja osin velkaantuminen on alkanut uudestaan kasvaa. Tämä kehitys voi edelleen voimistua: omaisuuserien hintojen voimakkaalla nousulla ja eritoten arvostusten mahdollisella liiallisella kasvulla on vahva negatiivinen vaikutus vakauteen, sillä omaisuuserien hinnannousu mahdollistaa kasvavien vakuusarvojen kautta velkaantumisen lisääntymisen.^[1]

1. Schoenmaker, D. – Wierds, P. (2015) Regulating the Financial Cycle: An Integrated Approach with a Leverage Ratio. Duisenberg School of Finance – Tinbergen Institute Discussion Papers No. TI 15-057 / DSF 93.

Velkavetoisen sijoitustoiminnan kasvu lisää kysyntää ja luo paineita omaisuuserien arvojen entistä voimakkaammalle nousulle.

Vastaava kehitys nähtiin juuri globaalissa finanssikriisissä. Vakuusarvojen merkitys luottosyklin voimistajana onkin merkittävä. Häiriön riskiä lisää, mikäli korrelaatiot eri omaisuuserien hintakehityksen välillä kasvavat, kuten viime aikoina on ollut havaittavissa. Mikäli velkaantuminen on lisääntynyt hyvin nopeasti matalien korkojen aikana tai pysynyt yhtä huomattavana kuin aiemmin, korkojen nousu puree hyvin nopeasti velallisiin velanhoitomenojen kasvun kautta. Talouden elpyminen voi tällöin jäädä vaimeammaksi tai saavuttaa rajansa nopeammin.

Taloudessa moraalikadolla tarkoitetaan riskien ottamista toisten kustannuksella siten, että riskinottaja saa hyödyn onnistuneesta riskinotosta, mutta muut maksavat suurimman osan epäonnistuneen riskinoton kustannuksista. Pankkisektorilla moraalikato voi tarkoittaa suurempaa riskinottoa kuin on yhteiskunnalle hyödyllistä. Se voi seurata odotuksista julkisen sektorin pelastustoimista.

Velkaantumisen kehitystä on järjestelmäriskien kannalta seurattava tarkoin, sillä pahimmat taloudelliset taantumukset ovat tyypillisesti syntyneet voimakkaan velkaantumisen vanavedessä.^[2]

Tavoitteena häiriötön rahoituksen välittyminen

Markkinaperusteisen varainhankinnan hyvä toimivuus ja kustannusten vähäisyys tukevat pankkien omaa varainhankintaa ja vahvistavat niiden luotonantokykyä. Erityisesti Euroopassa pankkisektorin hyvä vakavaraisuus ja häiriötön luottojen myöntäminen ovat tärkeitä, sillä alueen pankit ovat edelleen keskeisiä toimijoita rahoituksen kanavoitumisessa.

Pitkään matalana jatkuva korkotaso aiheuttaa pankeille kuitenkin myös haasteita. Pankkien korkokatteet ovat pysyneet pieninä, ja pankkien kannattavuus on monissa maissa heikko. Korkotason mataluus ja toisaalta vähäiset erot lyhyiden ja pitkien korkojen välillä (korkokäyrän tasaisuus) vaikuttavat kuitenkin hyvin eri tavoin eri korkosidonnaisuutta antolainauksessaan soveltaviin pankkeihin.

Koska pankkitoiminnan kannattavuus on Euroopassa keskimäärin edelleen heikko^[3], pankit pyrkivät hankkimaan uusia tulolähteitä tai muuttamaan liiketoimintojaan. Osin liiketoimintojen muutoksen taustalla on myös sääntelyn lisääntyminen. Lisäksi pankkien perinteisiin liiketoimintoihin kohdistuu haaste markkinavälitteisen rahoituksen osuuden kasvaessa: edullinen rahoitus velkamarkkinoilta tarjoaa osalle rahoitusta hakevia yrityksiä varsin varteenotettavan vaihtoehdon pankkirahoitukselle.^[4] Markkinarahoitus ei kuitenkaan ole kaikkien yritysten ulottuvilla.

2. Mm. Mian, A. – Sufi, A. (2014) House of Debt. The University of Chicago Press.

3. Suomessa pankkisektorin kannattavuus on hyvä.

4. Vaihtoehtoisia rahoituksen tarjoajia ja pankkisektorin kilpailua on käsitelty tarkemmin mm. Euron & talouden (2/2015) artikkeleissa [Pankkitoiminnan rakennemuutos avannut tilaa varjopankeille](#) sekä [Euroopan pankkisektori muuttumassa voimakkaasti](#).

Perinteisen pankkisektorin rinnalle rahoituksen tarjoajiksi onkin hyvin nopeasti syntymässä joukko kokonaan uusia toimijoita. Niiden kyky ja valmiudet käsitellä riskejä voivat kuitenkin olla heikommät kuin perinteisten toimijoiden.

Kun tuottohakuisuus on markkinoilla suuri ja uusien toimijoiden, kuten varjopankkisektorin, osuus luoton myöntäjänä on kasvussa, kyky arvioida luoton hakijoihin liittyviä riskejä voi heikentyä verrattuna perinteiseen pankkitoimintaan, jossa asiakkaat usein tunnetaan pitkälti ajalta. Pankkisektorille vaihtoehtoisten rahoituksentarjoajien toiminta on kuitenkin kasvanut varsin nopeasti, sillä uudet toimijat pystyvät hyödyntämään mm. digitalisaation etuja. Vaihtoehtoiset rahoituskanavat toki monipuolistavat ja tehostavat rahoituksen tarjontaa sekä lisäävät kilpailua. Kokonaan uusien toimijoiden lisäksi pankkien perinteisellä toimintakentällä on nähty toimialaliukumia, joissa muiden sektoreiden toimijat, kuten vakuutusyhtiöt, ovat siirtyneet tarjoamaan perinteisesti pankkisektorille kuuluneita toimintoja.

Rahoituksen häiriötön välittyminen on edellytys rahapolitiikan välittymiselle. Tämän ehtona on, että rahoitusta välittävät tahot pysyvät toimintakykyisinä ja vakaina yli suhdannesykliden. Pankkisektorin osalta sekä mikrovalvonta (eli pankkivalvonta) että koko rahoitusjärjestelmän kattava makrovakausero pyrkivät tähän.

Rahoitusjärjestelmä elää kuitenkin suurta murrosta, jossa pankkisektorille vaihtoehtoiset rahoituskanavat kasvavat voimakkaasti. Tällaisessa tilanteessa tulee huolehtia siitä, että on olemassa keinoja vahvistaa myös vaihtoehtoisten rahoituskanavien toimijoiden kestävyttä. Samoin tulee varmistaa keinot, joilla pystytään tarvittaessa hillitsemään vaihtoehtoisesesta järjestelmästä syntyviä luottosyklejä.

Riskit on tunnistettava etukäteen

Korkojen pitkäaikainen mataluus voi luoda rahoitusjärjestelmän vakautta vaarantavia uhkia useiden vaikutuskanavien kautta. Potentiaalisten vaikutuskanavien runsauden takia viranomaisten tehtävänä on ensinnäkin huolehtia matalien korkojen aiheuttamien haavoittuvuuksien riittävästä seurannasta.

Koko rahoitusjärjestelmän toimintaa tarkasteleva makrovakausero politiikka tarvitsee tuekseen jatkuvasti kehittyvää analyysiä. Analyysien laadinta ei ole ongelmatonta, sillä riskejä kasvattavien haavoittuvuuksien kehityksen seuranta perustuu edellisiin kriisejä koskevaan informaatioon ja niiden syihin. Analyysin merkitys on kuitenkin politiikan toimenpiteiden suunnittelussa suuri: on pystyttävä ennakoimaan myös uusia haavoittuvuuksia ja niihin liittyviä riskejä, jotka kehittyvät ja muuttuvat jatkuvasti rahoitusmarkkinoiden kehittyessä. Vain jo tunnistettuun järjestelmäriskiin voidaan suunnata politiikkatoimenpiteitä.

Matalan korkotason ja kevyen rahapolitiikan jatkuessa pitkään mahdollisuus rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta ei-toivottuihin sivuvaikutuksiin kasvaa. Viranomaisten tulee varautua näihin vaikutuksiin liittyvien järjestelmäriskien torjumiseen. Lähtökohtana on asettaa tavoitteet realistisiksi. Tällä hetkellä käytettävissä olevilla välineillä on realistisinta tavoitella ensisijaisesti pankkisektorin riskinsietokyvyn parantamista.^[5] Toinen tärkeä tavoite on pyrkiä pehmentämään myös luottosuhdanteiden jyrkkyyttä ja syvyyttä. Järjestelmäriskien ja niiden aiheuttamien

pankki- ja muiden rahoitusjärjestelmäkriisien ehkäisy on koko rahoitusjärjestelmän vakauteen tähtäävän makrovakauseräpolitiikan perustavoite.

Makrovakauserävalvonnan tulisi laajentua pankkisektorin ulkopuolelle. Makrovakauseräpolitiikan mahdollistava eurooppalainen lainsäädäntö on kuitenkin ensisijaisesti pankkisäätelyä, ja tämän vuoksi tähänastisessa kehitystyössä on keskitytty lähinnä pankkisektoria koskeviin toimiin. Nykyisellä välineistöllä kyetään vaikuttamaan ainoastaan sellaisiin luotonantocykleihin, jotka syntyvät pankkisektorissa. Pankkisektorin ulkopuolisten luottosyökiön hillitsemiseen viranomaisilla ei ole vakiintuneita keinoja. Tämä mahdollistaa säätelyarbitraasin^[6], josta hyötyy pankkisektorin ulkopuolinen rahoitus. Toinen tekijä on markkinarahoituksen voimakkaasti myötäsöyklisen luonne: rahoitusta on noususuhdanteessa tarjolla huomattavasti runsaammin ja kevyemmin ehdoin kuin heikentyvässä suhdanteessa. Liiallinen nojautuminen markkinarahoituksen häiriöttömään saatavuuteen voi näin altistaa likviditeettikapeikoille eli rahoituksen saatavuuden supistumiselle.

Tästä syystä makrovakauserävalvontaa ja sen keinovalikoimaa pyritään täydentämään siten, että ne ulottuisivat pankkien ulkopuoliseen rahoitusjärjestelmään. EU-tasolla Euroopan järjestelmärisikokomitea työskentelee parhaillaan tätä tukevan lainsäädännön kehittämiseksi. Säätelyn ja politiikan keinovalikoiman laajentamisessa tulee kuitenkin hyväksyä tosiasia, ettei kaikkea voida – eikä ole syytäkään – hallita lisäämällä säätelyä. Laajentaminen tulee priorisoida tarkasti. Lisäsäätelyn sijasta tulee enemmän kiinnittää huomioita vakaata toimintaa edistävien kannustimien rakentamiseen.

Makrovakauserävalvonnan tarvietaan kansallinen, mutta myös euroalueen näkökulma. Makrovakauseräpolitiikka on pääosin kansallista viranomaistoimintaa, mikä erityisesti pankkijärjestelmän rakenteen puolesta on perusteltua. Kuitenkin potentiaaliset uhat, joihin halutaan puuttua, voivat olla luonteeltaan ja erityisesti realisoituessaan myös valtioiden rajat ylittäviä. Tämä korostuu erityisesti varjopankkisektorilla.^[7]

Pankkiunionin yhteisen pankkivalvonnan myötä Euroopan keskuspankki sai toimivaltaa myös makrovakauseräpolitiikassa. EKP voi kiristää – mutta ei keventää – eurooppalaiseen lainsäädäntöön perustuvia, kansallisesti toteutettuja toimia. Tarkoituksena tässä epäsymmetrisessä toimivallassa on ehkäistä kansallisten päättäjien passiivisuutta makrovakauseräpolitiikassa, sillä makrovakauserävälineiden käyttö on epäsuosittua ja sitä vastustetaan. Euroalueella viimekätinen vastuu makrovakauseräpolitiikasta on siten osoitettu EKP:n neuvostolle. Tämän etuna ovat kansallista analyysiä täydentävä EKP:n itsenäinen analyysi sekä euroalueen kokonaisuuden näkyminen politiikkatoimissa.

5. Thakorin (2014) mukaan pankki, joka ennen kriisiä on vakavaraistempi, voi paremmin myöntää luottoja kriisin aikana kuin pääomaraajoitteinen pankki. Täähän perustuu myös ns. vastasyöklisen makrovakauseräpolitiikan tavoite. Pankkisektorin vakavaraistemusta vahvistetaan nousukaudella, jotta sektori vähemmän rajoittaisi luotonantoon laskukaudella. Näin finanssisöyklisen huiput ja kuopat loivenevat. Ks. Thakor, Anjan V. (2014) Bank capital and financial stability: An economic tradeoff or Faustian bargain. Annual Review of Financial Economics, vol. 6.

6. Ns. säätelyarbitraasi näkyy pankkijärjestelmässä erityisesti vakavaraistemussäätelyn kiertämisenä keinoitekoisia järjestelyjä ja säätelyjärjestelmässä olevia aukkoja käyttäen. Tässä yhteydessä säätelyarbitraasilla tarkoitetaan säännellyn instituution toimintojen siirtämistä säätelyn ulottumattomiin.

7. Usein käytetty termi ”varjopankkisektori” ei ole kovin onnistunut. Sillä tarkoitetaan pankkisektorin ulkopuolista rahoituksen välitystä. Varjopankit eivät kuitenkaan välttämättä ole sen hämyistempiä kuin pankit.

Lainsäätäjät eri maissa ovat kuitenkin asettaneet osin toisistaan poikkeavan välineistön makrovakauseräpolitiikan toimeenpanoon. Yhteistä EU-lainsäädäntöä on tulkittu ja toimeenpantu osin eriävästi eri jäsenmaissa. EU-lainsäädännön täydentäminen olisi tarpeen, jotta makrovakauseräpolitiikan toimeenpanon edellytykset euroalueen maissa olisivat yhdenmukaiset.

Viranomaisten käytettävissä olevia ensisijaisia makrovakauseräpolitiikan keinoja ovat joko eurooppalaisen^[8] tai kansallisen lainsäädännön makrovakauseräpolitiikkaan erikseen määräämät välineet. Pankkien riskinkantokykyä vahvistavat välineet ovat pääosin pääomapuskureita, jotka vaikuttavat laajasti, mutta joiden toimeenpanoon sisältyy viiveitä.^[9] Pankkeihin kohdistuvat myös riskipainovaatimukset tai sektorikohtaiset rajoitukset, jotka ovat edellisiä kohdennettumia välineitä erityisesti asuntolainoihin tai muuhun kiinteistövakuudelliseen lainanantoon suunnattuina.^[10] Suoraan lainojen kysyntäpuoleen vaikuttavat välineet tehoavat nopeastikin, jos ne sisältyvät kansalliseen lainsäädäntöön, mutta ovat tyyppillisesti suunnattuja uusiin myönnettyihin lainoihin eivätkä lainakantaan. Lisäksi viranomaisilla on mahdollisuus asettaa pankeille likviditeettivaatimuksia.

Toissijaisesti voidaan käyttää ns. pehmeämpiä toimia, kuten suosituksia, vaikuttamista kommunikaation avulla tai pankkivalvojan instituutiokohtaisia työkaluja ja erityisesti niin sanottuja pilarin 2 mukaisia toimia.^[11] Näillä toimilla voidaan vahvistaa pankkien riskinkantokykyä ja siten tukea makrovakauseräpolitiikkaa, mutta toimet ovat instituutiokohtaisia, eivätkä yleisesti julkisia. Stressitestit – tässä yhteydessä erityisesti korkoriskiä koskevat (joko lainan ottajille tai antajille) – ovat myös makrovakauserävälineitä, jos niihin sisältyy vaatimuksia korjata testissä havaittuja puutteita.

Makrovakauseräpolitiikka ei toimi tyhjiössä

Makrovakauseräpolitiikka täydentää rahapolitiikkaa ja toimii yhdessä muiden talouspolitiikan lohkojen kanssa. Makrovakauseräpolitiikan toimintaedellytykset ovat paremmat silloin, kun toimet ovat samansuuntaiset talouspolitiikan muiden lohkojen toiminnan kanssa. Esimerkiksi systeemisen kriisin tilanteessa rahapolitiikan ja makrovakauseräpolitiikan keventämistoimet tukevat toisiaan – samoin kuin luottosuhdanteen kiihtyessä molempien kiristäminen.

8. EU:n luottolaitosasetus ja -direktiivi.

9. Näitä lisäpääomavaatimuksia ovat kiinteä lisäpääomavaatimus, muuttuva lisäpääomavaatimus, globaalien ja kansallisen merkittävyyden perusteella asetettavat vaatimukset (G-SII ja O-SII) sekä järjestelmäriskipuskurivaatimus. Jokainen lisäpääomavaatimus vahvistaa pankin riskinkantokykyä, mutta vaatimusten asettamisperusteissa on eroja.

10. Riskipainojen avulla määritellään, kuinka paljon vähintään pankilla täytyy olla omia varoja suhteessa luottojensa määrään, jotta se kykenee kattamaan luottoihin liittyvän tappioriskin. Joissain Pohjoismaissa on esimerkiksi kiristetty kiinteistövakuudellisen lainanannon riskipainoja (ks. artikkeli Asuntolainojen riskipainot vaikuttavat pankkien vakavaraisuuteen, Euro & talous 2/2015).

11. Pilari 2 on pankkivalvojan vuotuinen valvontaprosessi, jossa valvoja voi asettaa harkinnanvaraisia pankkikohtaisia lisäpääomavaatimuksia. Se kuuluu Baselin pankkivalvontakomitean luomaan globaaliin sääntelykokonaisuuteen (Basel 3). Kokonaisuuden muista osista pilari 1 sisältää vähimmäispääomavaatimukset ja pilari 3 julkistamisvaatimukset.

Rahapolitiikan keventäminen ja makrovakauseräpolitiikan kiristäminen samanaikaisesti ei ole ongelmattonta. Rahoitussäätely on altis sääntelyn kiertämiselle. Rahoitusmarkkinat ovat dynaamiset, ja markkinoilla toimivat instituutiot ovat innovatiivisia uusien tuotteiden kehittäjiä ja sääntelyarbitraasin hyödyntäjiä. Voidaan epäillä, että mitä voimakkaampia makrovakauseräpolitiikan toimet ovat, sitä suuremmiksi muodostuvat kannustimet niiden kiertämiseksi. Kustannukset voivat kasvaa niin suuriksi, että ne johtavat uusiin ja ennalta vaikeasti nähtäviin ongelmiin. Rahoitussektori voi esimerkiksi siirtää toimintoja sääntelyn ulottumattomiin varjopankkisektorille.

Rahapolitiikan toimia on vaikeampi kiertää ja ohittaa. Rahapolitiikka on ns. tylppä väline, joka osuu kaikkiin, mutta siten myös ulottuu kaikkialle. Makrovakauseräpolitiikan toimet sen sijaan ovat tarkemmin kohdennettavissa. Analyysin kehittyessä makrovakauseräpoliittiset toimet voidaan kohdentaa niihin rahoitusjärjestelmän lohkoihin, joissa analyysi osoittaa systeemiriskien kehittyvän. Kokemusten ja tutkimustiedon karttuessa makrovakauseräpolitiikan odotetaan vähentävän rahapolitiikan tarvetta keskittyä rahoitusvakautteen normaaliaikoina. Jos pankeilta vaaditaan ennalta ehkäisevästi sekä ylimääräistä vakavaraisuutta että varautumista likviditeettiongelmiin, tarve rahapolitiikan käyttämiseen kriisien jälkihoidossa pienenee. Systeemikriisien oloissa rahapolitiikassa jouduttaneen jatkossakin kuitenkin ottamaan huomioon rahoitusjärjestelmän vakaus rahapolitiikan välittymismekanismin ylläpitämiseksi ja likviditeettiongelmiin lievittämiseksi. Tällöin rahapolitiikka ja makrovakauseräpolitiikka tulevat toimineeksi samansuuntaisesti.^[12]

Jos rahapolitiikan avulla ei voida hillitä kansallista luottosuhdannetta esimerkiksi rahaliitossa, jossa koko aluetta varten mitoitettu rahapolitiikka voi olla yksittäisen maan kannalta epäoptimaalista – liian keveää tai liian kireää – on makrovakauseräpolitiikassa otettava huomioon tämä rahapolitiikan rajoite. Tästä syystä makrovakauseräpolitiikan kehittäminen nähdään euroalueelle erityisen tärkeäksi.^[13]

Avainsanat

- [rahoitusmarkkinat](#)
- [makrovakauserä](#)
- [makrovakauseräpolitiikka](#)
- [järjestelmäriskit](#)
- [varjopankit](#)
- [vakausuhat](#)
- [velkaantuminen](#)

12. Hellwig, Martin (2015) Financial stability and monetary policy. Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods. Bonn 2015/10.

13. Constâncio, Vítor (2015) Strengthening macroprudential policy in Europe. Puhe konferenssissa "The macroprudential toolkit in Europe and credit flow restrictions". Liettuan keskuspankki, Vilna 3.7.2015.

Kirjoittajat



Katja Taipalus
Toimistopäällikkö
etunimi.sukunimi(at)bof.fi



Jouni Timonen
Toimistopäällikkö
etunimi.sukunimi(at)bof.fi