Rahoitus- ja valuutta-markkinoiden tulkintaa

A: 117 • 2016

Yleistajuiset selvitykset

Tapio Korhonen

Tässä julkaisussa esitetyt näkemykset ovat kirjoittajan eivätkä välttämättä vastaa Suomen Pankin kantaa.

ISBN 978-952-323-113-9, verkkojulkaisu
ISSN 1798-1069

Helsinki 2016

Tiivistelmä

Rahoitusmarkkinoilla on kaksi perinteistä ydintehtävää: luoda rahaa ja välittää rahoitusta rahoitusylijäämäisiltä sektoreilta rahoitusalijäämäisille sektoreille. Rahoitusmarkkinoiden kolmanneksi perustehtäväksi on viime vuosikymmeninä kehittynyt laaja toiminta jälki- ja johdannaismarkkinoilla. Tässä katsauksessa esitellään käytännönläheisesti näiden rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden perustoimintojen luonnetta ja toimintojen liittymistä toisiinsa. Lähtökohta on kokonaistaloudellinen. Koko kansantalous toimii tiukempien rajoitteiden alaisena kuin sen yksittäiset talousyksiköt.

Aluksi käsitellään rahan luomista ja ominaisuuksia sekä valuuttamarkkinoiden toimintaa. Mahdollisuus luoda rahaa tuo mukanaan inflaatioon ja rahapolitiikkaan liittyvät kysymykset. Rahapolitiikan tarkastelu painottuu politiikan käytännön toteutukseen. Samalla esitetään rahamarkkinoiden vakauteen, sääntelyyn ja säännöstelyyn liittyviä näkökohtia. Euroalueen rahapolitiikkaan ja vakauteen sisältyy runsaasti omia, osin vaikeitakin erityistekijöitä.

Katsauksen jälkiosassa käydään läpi rahoituksen välitystä kansantaloudessa eli eri sektoreiden rahoitusta, kansantalouden rahoitustasapainoa sekä rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta, vakautta, informaatiota ym. koskevia kysymyksiä. Analysoitavana on myös keskeisiä maksutaseen ja kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden tasapaino-ongelmia. Viimeisessä luvussa paneudutaan eläkkeiden rahastoinnin osin varsin hämmentävään ongelmaan koko kansantalouden tasolla.

Tarkastelun kohteena on ennen kaikkea kansantalouden rahoituksen melko pysyviä perusilmiöitä. Kuvauksen yhteydessä esitellään kuitenkin esimerkinomaisesti myös jonkin verran markkinakehitystä viime vuosilta ja vuosikymmeniltä Suomesta, euroalueelta ja maailmantaloudesta. Varsinainen historiakatsaus tämä teos ei kuitenkaan ole. Suuri osa tekstistä pohjautuu Suomen Pankissa eri aikoina eri tarkoituksia varten tekemiini muistioihin.

Avainsanat: raha, valuutta, rahapolitiikka, euroalue, arvopaperimarkkinat, maksutase, eläkkeiden rahastointi

JEL-luokittelu: E44, E52, F31, F32, F33, F44, F58, G14, G15 ja G28

Abstract

Traditionally, the financial markets have had two core functions: money creation and intermediation of finance from surplus sectors to deficit sectors of the economy. During the past few decades, extensive operations in the secondary and derivatives markets have emerged to rank as a third basic function of the financial markets. This review provides a practically oriented presentation of the nature and interlinkage of these basic functions of the financial and foreign exchange markets. The review takes a macroeconomic approach. The economy as a whole operates under tighter constraints than do individual economic units.

The review begins with a discussion of the creation and characteristics of money and the functioning of foreign exchange markets. The ability to create money carries with it the issues of inflation and monetary policy. Our examination of monetary policy focuses on practical policy implementation, supplemented with aspects of financial stability and market regulation. Monetary policy and financial stability in the euro area are marked by a host of special features, some of them difficult to grasp.

The latter part of the review addresses financial intermediation in the economy, i.e. the funding of various sectors of the economy, financial balance of the economy and issues pertaining to e.g. the efficiency, stability and information flows of the financial and securities markets. Furthermore, key equilibrium problems associated with the balance of payments and international financial markets are analysed. The last chapter tackles the somewhat confusing problem of pension funding at the level of the economy as a whole.

The review concentrates mainly on the basics of finance in the macroeconomy. However, the description is sprinkled with examples of the market developments witnessed in the past years and decades in Finland, the euro area and the global economy. The present work does not, however, constitute a comprehensive historical review. A large part of the text is based on memoranda that I have prepared at the Bank of Finland at various times and for various purposes.

Keywords: money, currency, monetary policy, euro area, securities markets, balance of payments, pension funding

JEL classification numbers: E44, E52, F31, F32, F33, F44, F58, G14, G15 ja G28

Esipuhe

Tässä katsauksessa esitellään käytännönläheisesti rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden perustoimintojen luonnetta ja toimintojen liittymistä toisiinsa. Katsaus pyrkii selittämään ennen kaikkea kansantalouden rahoituksen melko pysyviä perusilmiöitä. Siinä viitataan vain ohimennen talousteorioihin ja toisaalta käsitellään vain vähän rahoitustoiminnan instituutioita. Tarkastelu sijoittuu siis talousteorioiden ja markkinoiden käytännön toiminnan välimaastoon. Katsaus on luentotyyppinen, joten siinä ei ole kaavoja eikä lähdeviitteitä.

Esitys näkökulmineen perustuu yli neljän vuosikymmenen mittaiseen kokemukseeni raha- ja valuuttapolitiikan seuranta- ja analyysitehtävissä. Näkemykset ovat syntyneet käytännön työtehtävissä, ja ne perustuvat moniin lähteisiin, erityisesti kansainväliseen talouslehdistöön ja keskusteluihin työtovereiden kanssa. Katsauksen ensimmäiset suppeat versiot laadin jo vuosituhannen alkuvuosina Suomen Pankissa työssä ollessani. Herätteenä katsauksen tekemiseksi oli pyrkimys säilyttää erilaisten muistioiden keskeistä aineistoa Suomen Pankin uusien ekonomistien valistamiseen. Suuri osa tekstistä pohjautuukin eri aikoina eri tarkoituksia varten tekemiini muistioihin.

Tarkastelu on rahoitustoimintaa yleisesti tulkitsevaa, mutta tulkinnan taustana on esimerkinomaisesti myös 2010-luvun ajankohtaisuutta ja edeltäneiden vuosikymmenten kehityspiirteitä Suomessa, euroalueella ja kansainvälisessä taloudessa. Varsinainen historiakatsaus tämä teos ei ole. Teksti perustuu julkiseen aineistoon eikä sisällä minkäänlaista sisäisen tiedon luonteista aineistoa Suomen ja euroalueen rahapolitiikasta. Entinen työnantajani Suomen Pankki ei luonnollisesti ole mitenkään vastuussa katsauksen sisällöstä. Eurokriisin ajan olen ollut jo eläkkeellä, ja siltä osin kuin tekstissä käsitellään kriisiä, sitä koskevat näkemykset ovat puhtaasti omiani. Tarkasteltava laaja aihepiiri liikkuu monilta osin osaamiseni ja asioiden hallinnan raja-alueilla. Moniin tulkintoihin voi suhtautua kriittisesti. Virheistä vastaan itse.

Suomen Pankin rahapolitiikka- ja tutkimusosasto on tarjonnut mahdollisuuden tämän aineiston julkaisemiseen. Lopullista tekstiä on kommentoinut ensisijaisesti Samu Kurri. India Roland on piirtänyt kuviot, Kaisa Paasovaara selkeytti kieliasua ja Päivi Nietosvaara viimeisteli julkaisun ulkoasun. Kiitos heille.

Helsingissä 28.2.2016
Tapio Korhonen

Sisällys

Tiivistelmä 3

Abstract 4

Esipuhe 5

Johdanto 11

Raha 13
- Rahan peruspiirteitä 13
- Hyödykerahasta tilirahaan 14
- Rahakerroin 16
- Raha on riskitön 18
- Rahan määritelmä 20
- Rahan tarjonta ja kysyntä sekä rahamäärän vastaerät 22
- Pankkien maksuliike 24
- Raha- ja luottomäärien tulkintaa 26
- Luottomarkkinoiden muutos 28
- Pankkitoiminnan muutos 29
- Tuottokäyrä ja viitekorot 31
- Kumpi syntyy ensin, luotto vai sen rahoitus? 33
- Rahamarkkinoiden tasapaino 34
- Luonnollinen korko ja diskonttauskorko 35

Valuutta 38
- Valuuttamarkkinat 38
- Valuuttainterventiot, termiinikauppa 41
- Valuuttakurssit ja valuuttaindeksit 43
- Valuuttakurssin muodostuminen 46
- Korkopariteetti 49
- Suojautuminen valuuttariskeiltä 50
- Valuuttakurssipolitiikka 52
- Kelluvan valuuttakurssin järjestelmä 53
- Kiinteän valuuttakurssin järjestelmä ja sen muunnokset 53
- Valuuttakatejärjestelmä 56
- Siirtyminen oman rahan käyttöön 58
- Kotimaiset ulkomaanrahan määräiset vaateet 60
- Hinnoittelu-, laskutus- ja maksuvaluutta 61
- Hintakilpailukyky 62
- Maailman valuuttajärjestelmä 63
- Reservivaluutta 65
- Kullan asema 67
- Euron kansainvälinen käyttö 68

Keskuspankkitoiminta 69
- Mikä erottaa keskuspankin pankeista? 69
- Keskuspankin taseeseen ja tulokseen vaikuttavia tekijöitä 70
- Keskuspankin ”rajattomat resurssit” 73
- Rahapoliittiset operaatiot 77
- Valuuttainterventiot 80

Rahapolitiikan toteutus ja vaikutus....82
Rahapolitiikkaa koskeva keskuspankin kommunikointi....86
Määrällinen keventäminen....88
Negatiiviset nimelliskorot....92
Julkisen talouden ”setelirahoitus”....94
Rahan luonnin siirtäminen kokonaan valtiolle....96
Rahapolitiikka ja rahoitusmarkkinoiden vakaus....99
Rahoitusmarkkinoiden vakausvalvonta....103
Varallisuuden hintakuplat....106
Rahoitusmarkkinoiden kriisiherkkyys....108
Rahoitustoiminnan häiriöt....109
Säännöstelyn harkinnan vaikeus....111
Säännöstelyn toteuttaminen....112
Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen....114
Tobinin vero....115
Kainsainväinen clearing-järjestelmä....117
Rahapolitiikan ohjauksen filosofiaa....118
Sosialististen maiden rahatalous....119

Euroalue....121
Rahaliiton erityispiirteet....121
Kansallisia piirteitä jäi paljon....124
Rahaliiton vaikeudet....127
Kriisiajan rahoitusongelmat; TARGET2....130
Paluuta kansallisiin ratkaisuihin....135
Pankkiunioni ja muita pyrkimyksiä korjata rahaliittoa....136
Euroalue on yhä ensisijaisesti kiinteän valuuttakurssin alue....145
Euromaiden velkaratkaisuja....151

Kotimaisen rahoituksen kokonaiskuva....160
Huoltotaseesta rahoitustaseisiin....160
Rahoituserien yhteydet ja tasekytkentä reaalitalouteen....161
Arvonmuutokset tilastoissa....166
Reaalikehitys ja inflaatio....166
Rahoitusjäämien suuri merkitys....171
Julkisen sektorin ali- ja ylijäämät....174
Finanssipoliittinen elvytys....176
Julkisen talouden kestävyys....178
Yritysten ja kotitalouksien rahoitus....180
Yritysten omistus ja rahoitusrakenne....181
Vaihtotaseen asema keskeisenä tasapainomuuttujana....183
Kansantalouden velat....184

Ulkomaiset pääomanliikkeet ja kansainvälinen rahoitus....186
Maksutase tasapainottuu normaalisti pankkien taseissa....186
Maksutaseen erityispiirteitä, ulkomainen velka....189
Maahan tulee aina sama määrä rahoitusta kuin sieltä lähtee....191
Valuuttakauppojen suhde ulkomaisiin pääomanliikkeisiin....192
Kansainvälinen rahoitustasapaino ja rahoitusmarkkinat....194
Maailman likviditeetti....197
Kansainväliset velkaongelmat....199
Kansainvälinen työnjako – siirretäänkö pääomia vai työvoimaa?....200
Vertailun ongelmia: valuuttakurssit, ostovoimakorjaukset....201

Arvopaperimarkkinat 203
Muut rahoituslaitokset, sijoitusrahastot 203
Arvopaperimarkkinoiden pääpiirteitä 204
Obligaatiomarkkinat 206
Obligaatioiden korko 208
Pitkäaikaisten markkinakorkojen määräytyminen 209
Korkojen vertailun ongelmia 212
Osakemarkkinat 213
Rahamäärä ei muutu (suoranaisesti) jälkimarkkinoiden vaikutuksesta 216
Johdannaismarkkinat 217
Markkinoiden tehokkuutta ja väärinkäytöksiä 223
Mitkään markkinat eivät ole täydellisiä 226
Markkinoiden spekulaatiot 227
Markkinoiden riskit 229
Vakuudet 231
Rahoitusvaateiden verotus 232
Rahoitusmarkkinoiden tuotto kansantaloudelle 234

Eläkkeiden rahoitus 237
Voiko kansantalous säästää liikaa? 237
Eläkkeiden rahoituskäytäntöjä 238
Eläkevastuiden tilastointi 241
Rahastoidaanko eläkeläisille rahaa vai reaalista kulutusta? 243
Eläkkeitä varten pitää säästää reaali-investointeihin 244
Eläkevarat rahoitusmarkkinoilla 246
Eläkerahastojen siirrolla ulkomaille on rajansa 247
Eläkerahastojen tuotto ja sijoitusten riskit 248
Eläkeläisten määrän ja eläkesäästämisen vaikutus rahapolitiikkaan 250
Eläkerahastojen purkamisen ongelma 250
Ovatko eläkesitoumukset velkoja? 252

Johdanto

Nykyaikaiset rahoitusmarkkinat ovat laaja ja monimutkainen kokonaisuus, jonka toimintatavan hahmottaminen on vaikeaa kenelle tahansa. Kokonaisuus ei aina pysy sen enempää markkinoilla toimivien instituutioiden kuin markkinoita ohjaavien viranomaistenkaan hallinnassa. Ajoittain toistuvat rahoitusmarkkinakriisit osoittavat tämän havainnollisesti. On vaikeaa oppia hahmottamaan, miten kansantalouden ja rahoitusmarkkinoiden erilaiset yksityiskohdat vaikuttavat kokonaisuuteen, ja toisaalta, miten kokonaisuus vaikuttaa yksityiskohtiin. Asiantuntijan pitäisi nähdä osat ja kokonaisuus sekä oppia suhteuttamaan asioita, selvittää, mitkä tekijät ovat tärkeitä ja mistä syystä.

Rahoitusmarkkinoiden perustehtävät ovat kuitenkin olleet kautta aikojen pohjimmiltaan varsin selkeät. Kun oivaltaa ydinasiat, pystyy erilaisten instituutioiden, instrumenttien ja markkinoiden kaaoksesta erottamaan kohtuullisesti kansantalouden rahoitustoiminnan olennaiset piirteet.

Rahoitusmarkkinoilla on kaksi perinteistä ydintehtävää: ensinnäkin luoda rahaa ja toiseksi välittää rahoitusta rahoitusylijäämäisiltä sektoreilta rahoitusalijäämäisille sektoreille. Mahdollisuus luoda rahaa tuo mukanaan inflaatioon ja rahapolitiikkaan liittyvät kysymykset. Rahoituksen välitykseen liittyy laajasti kansantalouden rahoitustasapainoa sekä markkinoiden tehokkuutta, vakautta, syvyyttä, informaatiota ym. koskevia kysymyksiä. Ulkomaihin nähden avoimen talouden rahoitukseen ja kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden toimintaan liittyvät omat erityispiirteensä. Talouselämän vakaa kehitys vaatii eräitä rahoituksellisia perusehtoja, ennen kaikkea hintavakautta, toimivaa maksujärjestelmää ja luottamusta valtion, pankkien ja yleisön velanhoitoon ja rahoitusasemaan. Poliittisen ja oikeusjärjestelmän luotettava toiminta on oleellisen tärkeää.

Rahoitusmarkkinoiden kolmanneksi perustehtäväksi on viime vuosikymmeninä kehittynyt erilainen toiminta rahoitusvaateiden jälki- ja johdannaismarkkinoilla. Jälkimarkkinoilla ostetaan ja myydään olemassa olevia vaateita. Johdannaismarkkinoilla ei toteuteta rahoituksen välityksen ydintehtäviä, vaan operoidaan tavallaan kuvitteellisilla vaateilla ja käydään kauppaa yksittäisillä rahoituksen ehdoilla. Näin haetaan tuottoja sekä siirretään ja hajautetaan riskejä. Vaikka jälkimarkkinaoperaatioilla ja johdannaisilla on merkittäviä etuja erityisesti markkinoiden likviditeettiä ja suojaustapoja parantaessaan, ne koetaan toisaalta riskeiksi talouden vakauden kannalta ja osin jopa turhiksi tai vahingollisiksikin kansantalouden näkökulmasta.

Rahoitustalouden analysointi on nykyaikana erityisen vaikeaa, koska kaikki muuttuu jatkuvasti. Luonnontieteissä asioita voidaan pääosin tutkia rauhallisesti vakaassa tilassa. Talouden kehitystä joudutaan analysoimaan käyttäytymistieteenä, mutta sen lisäksi erityisesti juuri rahatalous toimintoineen kokee nopeita muutoksia. Kansainvälistyminen ja tietojen käsittelyn tavaton kehitys muovaavat rahoitusympäristöä. Suuri osa nykyisten markkinoiden instrumenteista ja rahoitusjärjestelyistä oli tuntemattomia vielä sukupolvi sitten, eikä niitä olisi voitu senaikaisella tietotekniikalla hallita. Tosin ei uusia järjestelmiä ole hallittu myöskään 2000-luvun välineillä. Kriisejä tulee yhä uudelleen, ja vaikka niissä on paljon samoja piirteitä, kriisin tausta on aina jonkin verran erilainen ja yllättävä. Rahatalouden analyysissä olisi tunnettava menneisyys perusilmiöineen ja kriiseineen. Kuitenkin vielä tärkeämpää on pysyä nopeasti muuttuvien markkinoiden mukana ja ennakoida niiden kehitystä.

Tämän katsauksen painopiste on koko kansantalouden rahoitustarkasteluissa. Tähän liittyy se tärkeä näkökohta, että koko kansantalouden tasolla rahoitusilmiöt ovat paljolti eriluonteisia kuin yksittäisen talousyksikön tasolla. Koko kansantalous toimii tiukempien rajoitteiden alaisena kuin sen yksittäiset talousyksiköt. Paljon siitä, mikä on mahdollista yksittäiselle toimijalle, ei ole mahdollista kaikille yhdessä, ei ainakaan samanaikaisesti.

Katsauksen instituutioita, instrumentteja ja markkinakäytäntöjä koskevissa tarkasteluissa on arvatenkin epätarkkuutta. Yksityiskohtien esittelyä on tarkoituksella minimoitu,

sillä erilaisilla yksityiskohdilla on tämän esityksen kannalta toissijainen merkitys. Instituutiopohjaista tarkastelua ei voi kokonaan välttää, mistä seuraa, että joiltakin osin esitys vanhenee nopeasti. Keskeiset ilmiöt eivät kuitenkaan vanhene; ne voivat kyllä ajoittain painua unohduksiin, mutta ennen pitkää ne taas ilmaantuvat talouteen ehkä taas kerran perusteellisesti yllättäen.

Rahoitusmarkkinoita on hyödyllistä tarkastella eri tasoilta käsin. Lähtökohtana voisi olla keskuspankin toiminta rahamarkkinoilla. Toiseksi tasoksi tulee rahalaitosten toiminta monetaarisen rahoituksen luojana, kolmantena on kansantalouden pääsektoreiden tarkastelu ja neljäntenä kansainvälisen rahoituksen analyysi. Tämän selvityksen rakenne ei kuitenkaan ole tämän mukainen. Lähtökohdaksi on otettu rahoitusmarkkinoiden teoreettisesti keskeisin toiminta, rahan luominen pankkien luotonannon kautta. Vasta tämän ja valuuttamarkkinoiden jälkeen käsitellään keskuspankin toimintaa yleisesti ja euroalueella. Loppuosassa käydään läpi kansantalouden eri sektoreiden rahoitusta, maksutasetta ja kansainvälistä rahoitusta sekä erikseen vielä eläkkeiden rahastoinnin osin hämmentävää ongelmaa.

Raha

Rahan peruspiirteitä

Rahan luominen on monista tärkeistä rahoitusmarkkinailmiöstä varmaan tärkein. Rahajärjestelmän häiriötön toiminta on välttämätön kansantaloudelle. Ilman toimivaa maksujärjestelmää talous pysähtyy. Rahalla on kolme keskeistä tehtävää. Alkuperäisin ja edelleenkin oleellisin rahan tehtävä on toimia vaihdon välineenä, eli rahalla hoidetaan talousyksiköiden keskinäinen maksuliike. Toisena tärkeänä rahan ominaisuutena on sen asema arvon mittana. Rahassa määritellään hyödykkeiden nimellinen arvo. Kolmas merkittävä tekijä on rahan merkitys yhtenä säästövarojen arvon säilyttävänä rahoitusvaateena.

Raha on erikoinen, ainutlaatuinen hyödyke, joka on aikaansaanut runsaasti filosofointia. Tosin pohdiskelut koskevat yleensä pikemminkin rahatalouden luonnetta kuin itse käsitettä raha. Äärirationaalinen talousteoreetikko ei oikein keksi rahan käytölle perusteltua syytä, mutta tavallisen kansalaisen mielestä raha on elämälle mitä tärkein asia. Menemättä kovin paljon tähän rahan luonteen pohdiskeluun, on syytä todeta joitakin näkökohtia.

Jalometallirahojen jäätyä kauas historiaan raha on nykyisin melko kuvitteellinen hyödyke. Monille käyttäjillekin se näyttäytyy melkeinpä vain tilinumeroina. Nykyaikana raha syntyy ikään kuin tyhjästä, pääosin niin, että pankki myöntää luoton, jonka se kirjaa heti luotonsaajan käyttelytilille talletukseksi, rahaksi. Tapahtuu siis vain tilikirjaus kahdelle eri tilille. Näin on syntynyt ns. pankkirahaa. Vanhaa sanontaa muunnellen voi siis todeta, että tyhjästä on paha nyhjäistä – paitsi rahaa. Kun jokin taho luo tyhjästä rahaa, se luo samalla tyhjästä itselleen saman määrän velkaa. Kuka tahansa ei voi luoda uskottavaa rahaa. Raha ei synny pankissakaan pohjimmiltaan tyhjästä, vaan pankin vakavaraisuuteen kohdistuvasta luottamuksesta. Pankin luotonantoa rajoittaa jo sen omaa pääomaa koskeva vaatimus. Käytännössä pankkiraha on luotettavaa vasta, kun sen luontiin kohdistuu laajasti julkisen vallan säädöksiä, holhousta ja tukea, mm. talletussuoja. Rahan luontia rajoittaa ennen kaikkea keskuspankin rahapolitiikka.

Normaalissa kielenkäytössä rahaksi sanotaan kolikoita, seteleitä ja erilaisia pankkien talletustodisteita. Pohjimmiltaan nämä eivät oikeastaan ole aitoa rahaa, vaan ne ovat vain todisteita rahan omistamisesta. Todellinen raha on rahalaitosten, eli keskuspankin ja pankkien, taseiden velkaerinä. Tämäkin raha on vain numeroita pankkien tietokoneissa; todellista on pankin tietty vastuu tästä rahasta. Setelien (ja kolikoiden) asema on ristiriitainen sikäli, että jos seteli tuhoutuu, sen omistaja menettää rahansa, mutta kansantalouden tasolla tämä raha ei häviä vaan siirtyy keskuspankin hyväksi. Jos setelin liikkeeseen laskenut keskuspankki katoaa tai seteli julistetaan käytöstä poistetuksi, setelille jää vain toissijainen keräilyarvo. Ilman keskuspankin vastuuta seteli on ainoastaan värikäs paperinpala.

Rahan voi määritellä niin, että se on rahalaitosten – keskuspankin ja talletuspankkien – likvidiä velkaa, jota voidaan käyttää maksuvälineenä. Keskuspankki laskee liikkeeseen keskuspankkirahaa eli nykyisin yleisön käyttöön seteleitä ja lähinnä pankeille talletuksia keskuspankkiin. Pankit laskevat liikkeeseen pankkirahaa eli erilaisia lyhytaikaisia talletuksia. Seteleillä ei nykyisin enää ole maksuvälineinä juuri rahapoliittista merkitystä, ja kolikoiden merkitys on aivan mitätön. Tosin arvon säilyttäjänä setelistöllä on tietty asema, jopa edelleen kasvava, sillä vaikka setelimaksujen määrä on viime vuosikymmeninä selvästi vähentynyt, seteleiden liikkeessä oleva määrä on edelleen lisääntynyt. Kolikot ovat eurojärjestelmässä valtion velkaa, eivät keskuspankin velkaa, mutta kolikot luetaan kuitenkin analyyttisesti tilastoissa rahaan. Pienimmät kolikot ovat lähellä hyödykerahaa, eli niiden metallin arvo voi olla lähellä niiden nimellisarvoa, tai se voi jopa ylittää sen.

Kehittyneissä maissa setelistön osuus laajasti määritellyistä rahakäsitteistä on yleensä suunnilleen vain 5−10 %. Raha ei siten kehittyneissä maissa juurikaan ole keskuspankkirahaa, setelistöä, jonka merkitys maksuvälineenä rajoittuu lähinnä kotitalouksien vähittäiskauppaostoksiin. Raha on nykyisin ennen kaikkea pankeissa olevia yleisön likvidejä talletuksia. Tässä muodossa oleva raha liikkuu maksuissa tileiltä toisille lähinnä korttimaksuina ja tilisiirtoina.

Hyödykerahasta tilirahaan

Rahajärjestelmä on kehittynyt asteittain. Luontaistaloudessa tai pelkässä vaihdantataloudessa ei ole rahaa eikä siten myöskään yleistä inflaatiota; on vain eri hyödykkeiden suhteelliset arvot ja niiden vaihtelut. Järjestelmässä on hintojen nousuja ja hintojen laskuja aina samaan aikaan riippuen siitä, minkä hyödykkeen arvolla muiden hyödykkeiden hintaa mitataan. Oikeastaan ei ole ylipäätään yleistä hintakäsitettä. Hyödykerahan, erityisesti jalometallien, ilmaantuminen helpotti hyödykkeiden vaihtoa tavattomasti. Raha alkoi toimia paitsi vaihdon välineenä myös eri hyödykkeiden yleisenä arvon mittana. Syntyivät eri hyödykkeiden rahamääräiset hinnat. Rahaa voitiin käyttää väliaikaisesti myös säästökohteena, arvon säilyttäjänä.

Hyödykerahan arvo ja sen käänteislukuna talouden yleinen hintataso määräytyivät sen mukaan, mikä oli jalometallien liikkeellä oleva määrä suhteessa hyödykkeiden määrään, ja pitkän päälle myös jalometallien tuottamiskustannusten mukaan. Rahan kvantiteettiteoria, jonka mukaan hintataso riippuu suoraan rahan määrästä, toimi hyvin. Hyödykerahan arvo oli maksuvälineessä itsessään, ja tämä arvo oli sama kuin sen vaihtoehtoiskäyttö, esimerkiksi kullan käyttö koruina. Alkuaikoina ei tarvittu edes rahayksikköä, sillä rahana oli tietty punnittu määrä kultaa, hopeaa tai muuta metallia. Useiden perinteisten rahojen nykyinen nimi olikin alkuaan painomitan nimitys. Hyödykeraha ei ollut kenenkään velkaa. Inflaation mahdollisuus oli vähäinen. Hyödykerahaan ei liittynyt rahapolitiikkaa eikä keskuspankkia.

Hyödykeraha, erityisesti kulta, oli kansainvälistä. Se liikkui rajojen yli. Kaikissa taloudeltaan vapaissa maissa oli oikeastaan sama raha. Sikäli kuin rahan liikkeet olivat yksisuuntaisia, yhteen maahan tuli rahapula ja deflaatiota ja vastaavasti toiseen maahan liikaa rahaa ja inflaatiota. Hintakilpailukyvyn muutos käänsi ajan mittaan kauppavirran vastakkaiseksi ja sen myötä rahavirran, ja tilanne tasoittui.

Talouden kehittyessä metallirahan käyttö alkoi käydä hankalaksi. Metallirahasta siirryttiin viime vuosisatoina hiljalleen paperirahaan ja edelleen viime vuosikymmeninä korostetusti pankkien tilirahaan. Paperirahaa käytettiin jo ennen kuin keskuspankkeja perustettiin. Raha oli pankkien velkasitoumuksia tai suorastaan pankkien liikkeeseen laskemia vapaasti vaihdettavia seteleitä. Asteittain korostui keskuspankkien setelien osuus, ja jo 1800-luvulla kiellettiin yleisesti yksityisten seteleiden liikkeeseenlasku. Hyödykerahalla – eli lähinnä kullalla tai hopealla rahana – ei ole enää merkitystä, paitsi kullalla keskuspankkien kansainvälisenä reservinä. Joissakin maissa lyödään sijoittajille ja keräilijöille kultarahoja, joiden arvo vastaa suunnilleen niissä olevan kullan hintaa. Nykyisin raha on käytännössä aina rahalaitosten velkaa.

Samaan aikaan liikkeessä olevista erilaatuisista rahoista puhuttaessa käytettään käsitettä Greshamin laki. Sen mukaan huonompi raha syrjäyttää vaihdon välineenä paremman rahan. Tämä ensin vähän yllättävä päätelmä tulee siitä, että parempi raha, kultaraha, piilotetaan omaan aarrearkkuun arvon säilyttäjäksi, ja huonompi, periaatteessa samanarvoinen paperiseteli annetaan naapurille maksuksi kaupan yhteydessä.

Setelistöä ja pankkien tilirahaa lasketaan liikkeeseen valtion valtuutuksen turvin, ja rahan arvo perustuu viime kädessä julkiseen valtaan kohdistuvaan luottamukseen. Vain erikseen valtuutetuille, yleensä pankeiksi kutsutuille laitoksille on annettu oikeus luoda ja ottaa vastaan talletuksia, maksuliikerahaa. Setelistön ja varsinkin tilirahan valmistus-

kustannus on nimellisarvoon nähden lähes merkityksetön. Setelien painamisen kustannus on tyypillisesti vain joitakin prosentteja tai prosentin murto-osia niiden nimellisarvosta. Seteli saa nimellisarvonsa vasta, kun se lasketaan liikkeeseen. Päinvastoin kuin muiden taloudenpitäjien tapauksessa, keskuspankin holvissaan pitämät setelit eivät ole nimellisarvoisina keskuspankin varallisuutta.

Seteli on luonteeltaan keskuspankin talletustodistus, siis ikään kuin vastine keskuspankkiin tehdystä yleisön talletuksesta. Setelin erityispiirre on, että vain keskuspankilla on oikeus laskea liikkeeseen tällaisia haltijalle asetettuja täysin vapaasti ja ehdoitta henkilöltä toiselle siirrettäviä talletustodistuksia. Pankkien liikkeeseen laskemia talletustodistuksiakin voi yleensä siirtää, mutta siirto vaatii jonkinlaisen dokumentoinnin. Joissakin maissa paikallispankkien on sallittu laskea liikkeeseen paikallisia seteleitä (mm. Skotlannissa on ollut omia seteleitä). Näiden katteena täytyy kuitenkin olla kyseisen pankin holvissa täsmälleen sama määrä maan keskuspankin seteleitä, joten järjestelmällä on vain paikallispatrioottista, mutta ei rahapoliittista merkitystä.

Joskus puhutaan ”helikopterirahasta”, jolloin luodaan mielikuva setelien liikkeeseenlaskusta kaatamalla niitä helikopterista yleisölle runsain määrin. Tällaisella lahjoituksella taloutta elvytettäisiin. Tämä on huvittava mielikuva, mutta tavallaan harhaanjohtava. Pelkillä paperinpaloilla taloutta ei elvytetä. Jotta paperinpaloilla olisi arvoa, jonkin tahon on vastattava niiden nimellisarvosta. Konkreettisesti helikoptereista kansalaisille lapioitavat setelikasat tulevat keskuspankin taseeseen velaksi ja vastaerältään oman pääoman supistukseksi tai saamisten puolelle tappioiksi. Näistä veronmaksajat itse joutuisivat vastaamaan, aivan kuten valtion velkaelvytyksestäkin. Helikopteriseteli on, kuten muukin seteli, veronmaksajille sekä omaa rahaa että omaa velkaa.

Perintönä metallirahakannasta keskuspankeilla oli aikoinaan ns. setelinkatemääräyksiä, ja on monissa maissa vieläkin. Niillä pyrittiin rajoittamaan inflatorista setelien liikkeeseenlaskua sitomalla se keskuspankin luotettaviin varoihin. Setelistö ei saanut esimerkiksi ylittää keskuspankin kullan ja valuuttavarannon määrää. Kehittyneissä talouksissa tällaiset rajoitteet koetaan nykyisin lähinnä muodollisuuksiksi.

Setelistö ja tiliraha sallivat periaatteessa ja käytännössäkin rajattoman inflaation. Velkarahaa luova monopolipankki mahdollistaa loputtoman luotonannon, rahanluonnin ja inflaation, koska suljetussa taloudessa jokseenkin kaikki monopolipankin luotot palaavat takaisin talletuksina. Tähän tapaanhan järjestelmä usein toimii säännöstellyissä, rahataloudeltaan holtittomissa diktatuurimaissa. Rahan luontia on jotenkin rajoitettava. Siksi paperi- ja tilirahan mukana tuli myös rahapolitiikka. Aidot keskuspankit perustettiin kuitenkin vasta hiljalleen paperirahatalouden vähitellen laajetessa.

Pääosin raha syntyy siis pankkien luotonannon vastaeränä. Lainaa käytettäessä tämä raha siirtyy toiselle tilille samaan pankkiin tai todennäköisemmin se siirretään talletustilille johonkin toiseen pankkiin. Pankista nostettu luotto tai talletus ei katoa kansantaloudesta. Raha menee pankkisiirtona tai vastaavana maksutapahtumana toiseen pankkiin tai jää liikkeeseen seteleinä eli tulee tavallaan uuden haltijansa talletuksena keskuspankkiin. Raha liikkuu koko ajan umpeen menevien taseiden asettamien rajoitteiden piirissä. Pankkiraha häviää koko talouden tasolla kansantaloudesta yleensä päinvastaisessa tapahtumassa kuin se syntyi, eli pankin luoton kuoletuksessa.

Keskuspankki luo keskuspankkirahan, jota voidaan kutsua myös perusrahaksi, rahaperustaksi ym. Myös keskuspankkirahan luonti perustuu yleensä luotonantoon, lähinnä keskuspankin sijoituksiin pankkien välisille rahamarkkinoille. Setelistön ja pankkien reservitalletusten lisäksi keskuspankkirahaan voidaan lukea mahdollisia yleisön muita talletuksia keskuspankissa. Setelistöä keskuspankki laskee kehittyneissä maissa liikkeeseen käytännössä kysyntää vastaavasti eli sen verran, kuin yleisö haluaa sitä pitää kukkaroissaan, pöytälaatikoissaan ja patjoissaan. Setelistön sääntelyllä ei ole siten kehittyneiden maiden rahapolitiikassa mitään erillistä merkitystä.

Keskuspankkirahoituksen tarve syntyy rahamarkkinoille (pankeille), jos raha ”vuotaa” pois pankkien välisiltä rahamarkkinoilta. Pankit ovat yhä nykyisin luotonannossaan

riippuvaisia keskuspankkirahasta, mutta normaalioloissa vähemmän kuin joskus ennen, nimenomaan kiinteiden valuuttakurssien aikana. Laajentaessaan luottojaan yksittäinen pankki joutuu varautumaan keskuspankkirahoituksen tarpeeseen, koska on todennäköistä, että luotonsaajan maksaessa menojaan raha siirtyy talletukseksi toiseen pankkiin, eikä ole varmaa, että vastaavaa rahoitusta on saatavissa pankkien välisiltä rahamarkkinoilta. Vahvasti keskittynyt pankkijärjestelmä on herkempi lisäämään luottoja, koska suuri osa luotonannosta todennäköisesti palaa samaan pankkiin talletuksina. Hyvin hajautunut pienten pankkien järjestelmä on luotonannossaan varovaisempi, paitsi jos pankit ovat paikallisesti vahvasti keskittyneitä.

Pankkien mahdollisuus rahan luomiseen samoin kuin pankkirahan keskeinen asema kansantalouden koti- ja ulkomaisessa maksuliikkeessä luovat talletuspankeille rahoitusmarkkinoilla ja koko taloudessakin hyvin tärkeän erityisaseman. Kansantalouden toiminta vaatii sekä vakaan rahan arvon että luotettavan ja häiriöttä toimivan maksujärjestelmän. Näiden syiden vuoksi talletuspankkien toiminta vaatii erityistä julkisen vallan valvontaa: rahapolitiikkaa, huolellista lainsäädäntöä, valtion takaamaa talletussuojaa, pankkien riskien ja vakavaraisuuden valvontaa, pankkikriiseihin varautumista ja niiden hoitamista sekä monia muita toimenpiteitä.

Pankkien yksityinen liiketoiminta ja asema kansantalouden maksujen toteuttajana – tavallaan välttämättömänä julkisten palvelujen tuottajana – muodostavat yhdistelmän, joka aiheuttaa toisinaan, erityisesti pankkikriiseissä, vaikeita ongelmatilanteita. Talouspolitiikka tuo ajoittain pankeille tuntuvia ylimääräisiä voittoja tai tappioita ilman, että pankeilla olisi näihin erityistä ansiota tai syytä. Näissä tilanteissa herää keskustelua erityistoimista. Yleensä kansantaloudessa pidetään hyvänä, että tietty liiketoiminta laajenee mahdollisimman nopeasti, yleistä talouskasvua nopeammin. Kuitenkaan koko rahalaitossektorin tapauksessa näin ei ole; rahapolitiikan ja muunkin politiikan pääperiaatteisiin kuuluu yleisesti ottaen rajoittaa rahalaitosten taseiden kasvu lähimain talouden nimellisen kasvun vauhtiin. Liian nopea pankkirahoituksen kasvu on ollut yleinen rahapolitiikan ongelma.

Rahakerroin

Oppikirjojen rahateorioissa ja ehkä joskus rahoitusmarkkinakatsauksissakin puhutaan rahakertoimesta. Sillä tarkoitetaan sitä suhdelukua, jonka mukaisesti pankkiraha kehittyy suhteessa keskuspankkirahaan (rahaperustaan, perusrahaan ym.). Luotonlaajenemisprosessi, eli pankkiluottojen ja talletusten samanaikainen kasvu, on sinänsä aivan keskeinen rahamarkkinoiden piirre, mutta nimenomaan kiinteään rahakertoimeen perustuva luotonlaajeneminen on kehittyneitä rahamarkkinoita ajatellen melko merkityksetön teoreettinen pelkistys.

Teoreettinen luotonlaajenemisen kerroinprosessi esitetään (rahamäärän lisäyksen osalta) perinteisesti seuraavaan tapaan:

Keskuspankki myöntää prosessin aluksi pankille velaksi jonkin summan keskuspankkirahaa (setelinipun). Pankki antaa tämän keskuspankkirahan, setelinipun, luottona yleisölle. Luoton saaja ostaa rahallaan vaikkapa asunnon, jolloin pääosa setelinipusta palaa johonkin pankkiin asunnon myyjän talletuksena. Teorian mukaan kuitenkin pieni vakio-osa setelinipusta ”vuotaa” pois eli jää yleisön haltuun seteleinä. Vuoto syntyy, kun setelien kysyntä periaatteessa kasvaa maksutapahtumien lisääntyessä. Setelistöä voi poistua myös muihin kiinteisiin vuotoihin eli keskuspankin asettamiin vähimmäisvarantoihin tai valtion tileille tai ulkomaille. Pääosan takaisin saamistaan uusista talletuksista pankit voivat taas käyttää luotonantoon. Näin alkaa supistuvan setelinipun toinen kierros. Tämä kiertokulku jatkuu, kunnes tämä keskuspankkiraha on vuotanut pois pankkijärjestelmältä.

Pankkien luottokanta ja talletusten määrä ovat koko kiertokulun aikana kasvaneet kumpikin oman supistuvan sarjansa summan verran, periaatteessa hyvinkin moninkertaisesti alkuperäiseen setelinippuun nähden. Mitä suurempia vuodot ovat, sitä nopeammin setelinippu pienenee. Rahamäärän koko lisäyksen suhde alkuperäiseen keskuspankkirahan määrän lisäykseen on rahakerroin, tässä tapauksessa rahamäärän lisäyksen osalta. Varantomielessä rahakertoimena voi pitää koko rahamäärän suhdetta keskuspankkirahan määrään.

Kerroinprosessi kiinteine vuotokertoimineen on havainnollista teoriaa, mutta ei selitä tyydyttävästi nykyaikaisen rahan luomista. Ensinnäkään rahapolitiikka ei toimi nykyisin yleensä niin, että lähtökohtaisesti jokin täsmennetty määrä keskuspankkirahaa vapautettaisiin luotonantoon. Rahapolitiikka keskittyy koron säätelyyn. Pankki ei tarvitse luotonantoonsa keskuspankissa olevaa talletusta eikä juuri setelinippuakaan, koska vain mitätön osa luotoista nostetaan seteleinä. Luottoja nostava yleisö joutuu nykyisin hyvin vähän tekemisiin keskuspankkirahan kanssa. Siten teoreettinen kerroinprosessi lähtee liikkeelle jo heti väärästä päästä.

Edelleen kerroinprosessia sotkee se, että vaikka vuodot ovat tärkeitä ja aitoja, ne eivät ole vakioita vaan riippuvat suuressa määrin talouden tilasta. Ainoa vakioinen vuoto on sijoitus keskuspankin vähimmäisvarantojärjestelmään, jos sellainen on käytössä. Lisäksi vähimmäisvarantojärjestelmän ensisijainen tavoite ei nykyisin edes ole rahakertoimen rajoittaminen. Ulkomainen, lähinnä pääomanliikkeistä tuleva pankkirahan tarjontavaikutus on keskeinen ja suuri, mutta aivan epävakaa ja koroista, valuuttakurssiodotuksista ym. tekijöistä riippuva. Pankkien ulkomainen asema muuttuu herkästi ja paljon. Pankki ei siis tarvitse luotonantoaan varten keskuspankkirahaa, joskin hyvä likviditeetti keskuspankissa voi lisätä pankin luotonantohaluja. Pääasiassa voi tulkita niin, että vasta kun tulee vuotoja, pankit velkaantuvat vastaavasti keskuspankkiin, mutta eivät suinkaan yleensä seteleitä nostaen vaan käyttäen talletuksia, jotka ne saavat tililleen keskuspankkiin keskuspankin antaman luoton vastineena.

Vakioinen kerroinprosessi tarjoaa tietynlaisen teoreettisen maksimimäärän rahamäärän laajenemiselle. Teoria olettaa, että tarjotut luotot aina otetaan eli että vallitsee pysyvä luottojen ylikysyntätilanne eikä pankin oma pääoma ole rajoitteena. Rahakerroinmallissa ei ole korkoa, joka on käytännössä aivan oleellinen tekijä rahoituksen kasvun säätelijänä. Korko ei siinä hillitse rahoituskasvua eikä tasapainota rahamarkkinoita.

Perinteisessä rahamäärän säätelyä painottavassa monetarismissa kerroinmallilla on ollut keskeinen asema. Kuitenkaan tällainen suoraviivainen rahan laajenemiseen pohjautuva monetarismi ei yleensä toimi. Pankkien koko toiminnalla – siis muullakin kuin rahamäärän edustamalla likviditeetillä – on merkitystä koko talouden rahoituspaineiden ja inflaation kannalta.

Kiinteisiin kertoimiin perustuva luotonlaajenemisprosessi perustuu siis erityisesti kehittyneiden maiden tapauksessa epärealistisiin oletuksiin, mm. laajaan setelistön käyttöön luotonannossa tai runsaaseen ylimääräisten reservien tarjontaan ja pysyvään luottojen ylikysyntään. Raha ei synny yleisesti vakiokerrointen kautta. Tämä ei kuitenkaan muuta sitä tosiasiaa, että rahan luominen luotonannon kautta – eli luottojen ja talletusten laajenemisprosessi epävakaine vuotoineen – on aivan ratkaisevan tärkeä lähtökohta rahamarkkinoiden ja rahapolitiikan ymmärtämiseksi.

Melko kiinteälläkin rahakertoimella on varmaan merkitystä monissa kehittyvissä talouksissa, joissa seteleitä yhä käytetään paljon. Lisäksi eräissä maissa esiintyy ajoittain holtitonta rahapolitiikkaa, jopa aitoa laajamittaista valtion setelirahoitusta. Tällöin vakioisellakin kerroinprosessilla voi olla aidosti oma osuutensa tällaisen inflatorisen maan ongelmia analysoitaessa.

Joskus kehittyneidenkin maiden keskuspankit turvautuvat pankkien keskuspankkireservien voimakkaaseen lisäämiseen joko normaaleilla avomarkkinaoperaatioilla tai erityisesti ostamalla arvopapereita markkinoilta. Tämä on ns. määrällistä rahapolitiik-

kaa. Tähän turvaudutaan, kun pankeilla on likviditeettivaikeuksia rahamarkkinoiden lamaantumisen vuoksi tai kun taloudessa on vahvoja deflaatiopaineita ja ohjauskorossa on jo saavutettu nollataso. Nämä ilmiöt ovat usein samanaikaisia.

Niinpä keskuspankit ovat talouskriisien yhteydessä välillä lisänneet pankkien reservejä keskuspankissa jopa moninkertaisiksi. Tällä on ensisijaisesti tuettu pankkien vakautta rahamarkkinoiden toiminnan lamaannuttua pankkien keskinäisen epäluottamuksen vuoksi, mutta samalla sillä on pyritty elvyttämään rahamarkkinoita yleisesti. Vaikka toimenpiteellä on tavoiteltu rahoituksen tarjonnan lisäystä, likviditeetin tarjonnan ei ole yleensä keskuspankeissakaan uskottu johtavan merkittävään rahamäärän kasvuun ja luotonlaajenemiseen rahakertoimen edellyttämällä tavalla. Tämä johtuu heikosta suhdannetilanteesta, joka lamauttaa luottojen kysynnän. Pankit ja yleisö eivät käytä niille tarjottua keskuspankkirahaa, eikä kerrannaista luotonlaajenemista synny.

Luonteeltaan vähän erilainen kerroinprosessi esiintyy kansainvälisessä taloudessa. Tämä prosessi alkaa, kun kansainvälinen reservivaluuttamaa (Yhdysvallat) laajentaa maailmalla olevan reservivaluutan (dollarin) määrää esimerkiksi vaihtotaseensa alijäämän kautta. Dollarin tarjonta heikentää sen arvoa ja aiheuttaa vahvistumispaineita muissa valuutoissa. Varsinkin dollariin valuuttansa sitoneiden maiden keskuspankit joutuvat ostamaan dollareita oman valuuttansa kurssin vahvistumisen estämiseksi. Dollarin ostojen vastineeksi keskuspankit myyvät (yrityksille) omaa rahaansa, mikä näkyy sekä keskuspankkirahan että pankkitalletusten lisäyksenä. Näin reservidollarien lisäys maailmalla johtaa kansallisiin rahamäärän laajenemisprosesseihin erityisesti kehittyvissä talouksissa.

Raha on riskitön

Rahalaitoksissa olevilla yleisön, ainakin kotitalouksien, talletuksilla on johonkin rajaan asti julkinen takuu, ja rahalaitosten vakautta seurataan. Keskeistä osaa pankkisektorista ei voida päästää kaatumaan. Keskuspankkirahan luotettavuudesta vastaa valtio. Rahan peruspiirre onkin, että se, tai ainakin sen nimellisarvo, on lähes riskitön. Rahaan ei juuri liity luottoriskiä eikä korkoriskiä. Vanhat setelit voidaan kuitenkin mitätöidä eli vaihtaa pääosin pois maksuvälineinä, joskin ne ovat yleensä jo menettäneet inflaation vuoksi osan arvostaan. Korkoriskittömyys tulee siitä, ettei lyhytaikaisille talletuksille juuri makseta korkoa. Korkotekijä ei siten vaikuta talletuksen pääoma-arvoon, paitsi hiukan kiinteäkorkoisissa talletustodistuksissa. Setelin riskittömyyden ja likviditeettiedun vuoksi yleisö pitää varojaan seteleinä, vaikka niille ei makseta korkoa.

Setelistön korottomuus antaa keskuspankille tuottoedun. Keskuspankki voi myöntää velkanaan olevaa keskuspankkirahaa vastaan korollista lainaa, tai käytännössä toisin päin: keskuspankki laskee keskuspankkirahan liikkeeseen korollisena lainanantona. Tästä korkoerosta keskuspankille syntyvää tuottoetua sanotaan seignioragetuloksi (ranskalainen sana lienee tarkoittanut alkuaan jonkinlaista läänitysherran tuloa). Se on yleensä keskuspankkien tärkein tulonlähde.

Maksun saajilla on laajasti velvollisuus ottaa seteleinä maksettava maksu vastaan. Maksutapojen suhteen voidaan tosin asettaa rajoituksia, ja ehdoton ja rajaton käteisrahan, mm. kolikoiden, vastaanottovelvollisuus on vain keskuspankilla ja valtiolla (joillakin virastoilla). Yksityisten henkilöiden ja yritysten velvollisuus hyväksyä kolikoita maksuksi on rajoitettu vähäiseksi. Toisaalta suurimpien setelien vastaanotossa on usein rajoitteita. Setelien ja kolikoiden käytön rajoituksia on jatkuvasti lisätty, ja osin on siirrytty pelkästään korttimaksuihin. On jopa puhuttu siirtymisestä täydellisesti elektroniseen maksujärjestelmään.

Setelittömässä yhteiskunnassa olisi kuitenkin omat ongelmansa. Elektronisessa rahajärjestelmässä voi ilmetä häiriöitä, ja varajärjestelmä tarvitaan ainakin kotitalouksien joitakin maksuja, kuten ruokaostoksia, varten. Olisi mahdollista, että nimellisarvol-

taan suurimmat setelit poistettaisiin. Pieniarvoiset setelit ja kolikot riittäisivät tavallisen kansan jokapäiväisiä ostoksia varten. Näitä tarvitaan melko välttämättä erikoisryhmille, kuten vammaisille, vanhuksille ja lapsille, joiden on vaikea tai mahdoton suorittaa elektronisia maksuja. Pitkään aikaan ei ole näkyvissä setelistön täydellistä poistumista.

Kaikkien rahaan luettavien erien riskittömyys ei ole selvä. Normaalit pankeissa olevat talletukset on valtio taannut ainakin kotitalouksille varsin huomattavaan rajaan asti. Rahaa liikkeeseen laskeviin laitoksiin voidaan sisällyttää muitakin kuin pankkeja. Euroalueen rahamääriin sisältyy mm. rahamarkkinarahastoja, joissa olevat sijoitukset eivät ole talletussuojan piirissä. Yritysten isot talletukset, pankkien liikkeeseen laskemat suuret talletustodistukset ym. eivät myöskään ole suojattuja, mutta käytännössä julkinen valta joutuu yleensä turvaamaan nekin taatessaan pankkien ja maksujärjestelmän toiminnan. Ylipäätään julkisen vallan tuen laajuus on monin tavoin ongelmallista. Se turvaa rahoituksen vakautta mutta toisaalta merkitsee korkotukea pankeille ja lisää välillä riskejä salliessaan pankkien pelaamisen tällä turvalliseksi koetulla rahoituksella.

Yksityiset maksujärjestelmät lisäävät osuuttaan, joka pysynee kuitenkin vähäisenä. Talletuksia ja maksuja voidaan käsitellä esimerkiksi kaupan piirissä. Niissäkin maksut maksetaan pankkitileillä olevien varojen kautta, jolloin nämä varat ovat mukana talouden rahamäärässä. Elektronisen maksuliikkeen aikana voidaan kuitenkin luoda myös aidosti yksityisiä maksuvälineitä. Periaatteessa julkinen valta pysyy erossa näiden vastuista, mutta käytännössä yksityisiinkään maksuvälineisiin ei voida suhtautua aivan välinpitämättömästi.

Bitcoin on ollut aidosti yksityisistä maksuvälineistä tunnetuin. Sen merkitys on ollut paljon vähäisempi kuin sen saama julkisuus. Bitcoineja voidaan luoda elektronisesti tiukasti rajoitetun menetelmän mukaan, eikä järjestelmä näin voi muodostua inflatoriseksi. Maksujärjestelmäkin on ilmeisesti saatu turvalliseksi, mutta bitcoinit voivat mm. helposti kadota tietokoneesta lopullisesti. Bitcoin ja muut vastaavat ovat erikoisia kullan tapaisia maksuvälineitä sikäli, että ne eivät ole kenenkään velkaa. Niiden arvo perustuu pelkästään siihen, että niitä halutaan joistakin syistä pitää hallussa. Puolustajien mukaan bitcoinin etuja ovat sen nopea ja ilmainen käyttö maksuissa, sen yksityinen luonne – eli julkinen valta ei voi inflatoida sitä – ja sen luottamuksellisuus. Bitcoin tarjoaa kilpailevan välineen pankkien kalliille ja osin hitaalle maksujen välitykselle.

Bitcoinin tapaisia yksityisiä maksuvälineitä on kyseenalaista kutsua rahaksi, eikä niitä virallisesti pidetä rahana. Ne on perustellusti tulkittu joko arvopapereiksi tai (kullan tapaisiksi) hyödykkeiksi. Tulkinnalla on juridisia, mm. verotusta koskevia vaikutuksia. Tällainen hyödykeraha ei täytä tyydyttävästi rahan määritelmää ainakaan yleisenä arvon mittana. Maksuvälineen kulloinenkin kysyntä ja tarjonta markkinoilla ovat epävakaat, jolloin sen hinta heiluu voimakkaasti suhteessa yleiseen hyödykekoriin tai julkiseen rahaan. Riskinä ovat suoranaiset spekulatiiviset kuplat, joita helposti syntyy arvopaperien ja kullan kaupankäynnin yhteydessä. Yksityisiä elektronisia maksuvälineitä ei ehkä tilastoida, ja niitä voi olla vaikea ylipäätään seurata, jolloin niiden käyttöön liittyy helposti mm. rikollista toimintaa. Paljolti tästä syystä bitcoinin käyttöä on rajoitettu joissakin maissa, ja varsinkin maissa, joissa on valuutansäännöstelyä.

Yksityisen maksuvälineen käyttö on todennäköisesti käyttäjälleen kätevää ja halpaa, mutta maksuvälineen vaihteleva arvo voi tehdä sen jatkuvan käytön hankalaksi. Raha ja sen arvo ovat aina viime kädessä luottamuskysymys. Erityisesti kriisitilanteissa yksityisten järjestelmien uskottavuus joutuu uhanalaiseksi. Tällöin toteutuu helposti nopea siirtymä julkisen takuun piirissä olevaan rahaan ja maksujärjestelmään.

Rahan määritelmiä

Raha on teoreettisena käsitteenä paljon käytetty muuttuja, mutta käytännössä käsitteen rajaus on epämääräistä. Rahan yleinen määritelmä on väljä: raha on rahalaitosten likvidiä velkaa, jota voidaan käyttää maksuvälineenä. Määritelmä sisältää siis kolme eri kriteeriä: rahalaitos, likvidi velka ja maksuväline. Lisäksi talouden analyysissä käytettävä rahan käsite rajataan yleisön hallussa olevaksi rahaksi. Yleisö kattaa tässä kotitaloudet, yritykset, paikallishallinnon (kunnat) ja ns. muut rahoituslaitokset, eli yleisön ulkopuolelle jäävät rahalaitokset, valtio ja ulkomailla asuvat. Paikallishallinnon lukeminen käsitteen piiriin vaihtelee maittain.

Rahan määrittely riippuu siis jo siitä, miten käsite rahalaitos tai pankki rajataan. Rahalaitoksen raja ns. muihin rahoituslaitoksiin eli luottolaitoksiin päin on epämääräinen. Muita rahoituslaitoksia ovat erilaiset rahastot, erityisluottolaitokset, asuntorahoituslaitokset, kiinnitysluottolaitokset ja ehkä vakuutuslaitoksetkin. Ne eivät toimi yleensä talletus- ja maksuliikepankkeina, mutta joillakin niistä saattaa olla runsaasti myös likvidejä velkoja yleisölle ja jopa maksuliiketilejä. Pankkien analyyttinen rajaus voi olla myös erilainen kuin juridinen rajaus lainsäädännössä.

Esimerkiksi Euroopan keskuspankki (EKP) on sisällyttänyt rahalaitossektoriin laajasti erilaisia luottolaitoksia. Rahamarkkinarahastojen sijoituksista poistetaan kaksinkertaisen laskemisen välttämiseksi sijoitukset talletuspankkien talletuksiin. Laajasta sektorirajauksesta aiheutuu se ongelma, että sektorin velkoihin sisältyy paljon rahamäärän ulkopuolelle kuuluvia velkoja. Tämä häiritsee rahaerien kehityksen tulkintaa. Edelleen rahamäärän määrittelyn rajatapauksiin kuuluvat likvidit sijoitukset kaupan kassoilla ja ehkä myös yritysten henkilökuntakonttoreissa tai valtiokonttorissa.

Rahalaitoksen veloissa on likviditeetiltään erilaisia eriä. Rahaan kuuluu joka tapauksessa yleisön hallussa oleva keskuspankkiraha, joka kattaa setelistön ja mahdolliset yleisön keskuspankissa pitämät, enemmän tai vähemmän likvidit talletukset. Tämä määrittely esitetään yleensä käsitteenä ”raha 0”. Pankkien hallussa oleva keskuspankkiraha, siis pankkien kassoissa olevat setelit ja pankkien talletukset keskuspankissa, ei kuulu siihen.

Tätä laajempien rahamäärien laatimista varten yhdistetään keskuspankin ja talletuspankkien pääeriin pelkistetyt taseet. Keskinäiset velka- ja saamiserät nettoutuvat pois. Pääeräksi yhdistettyyn taseeseen tulevat velkapuolelle rahamäärä laajasti määriteltynä ja saamisiin luotot yleisölle. Lisäksi taseen kummallakin puolella on valtion ja ulkomaiden eriä sekä muita eriä ja veloissa oma pääoma.

Suppeaan rahaan kuuluvat pankeissa olevat yleisön (muiden kuin rahalaitosten, valtion ja ulkomaalaisten) likvidit, paljolti lähes korottomat talletukset, mm. käyttelytilit. Yleensä nämä yhdessä yleisön keskuspankkirahan kanssa muodostavat käsitteen raha 1 (M1, money 1).

Sikäli kuin talletukset ovat määräaikaisia tai niissä on jokin irtisanomisehto, joudutaan rajankäyntiin. Lisäksi määräaikaistalletuksissa on yleisesti varauksia. Esimerkiksi varat on mahdollista nostaa ennen talletuksen erääntymisaikaa pientä korvausta vastaan. Samoin on ongelmallista, jos talletuksille maksetaan merkittävästi korkoa. Yleensä korko on sitä korkeampi, mitä pitempiaikainen talletus on. Koron maksutapakin voi vaihdella: esimerkiksi se maksetaan vain kuukauden alimman saldon eli talletusmäärän mukaan.

Eri rahakäsitteitä määritellään juuri tiliehtojen mukaan. Normaalisti rahamäärä M2 sisältää M1:n lisäksi lyhytkestoisimpia määräaikaistilejä. Rahamäärä M3 sisältää myös melko pitkäaikaisia talletustilimuotoja, samoin talletustodistuksia ym. rahamarkkinainstrumentteja, joille maksetaan markkinakorkoa. Mahdollisesti on määritelty vielä M4:kin. Euroalueen laaja rahamäärä M3 sisältää talletukset kahden vuoden maturiteettiin asti. Usein kaksi vuotta onkin rahaerien raja. Rajan valinnan perussyy lienee, että

taloutta analysoidaan ja ennustetaan usein juuri 1–2 vuoden päähän, joten M3:een sisältyvät varat ovat käytettävissä tänä aikana.

Normaalisti rahamäärät lasketaan yhteen suoraan kussakin rahayksiköissä. On kuitenkin tehty myös painotettuja rahaindeksejä, ns. divisia-rahamääriä. Näiden idea on, että mitä aidommin ”rahamainen” erä on, sitä suuremmalla painolla se otetaan mukaan. Kriteeri on yleensä erälle maksettu korko. Erä saa sitä pienemmän painon, mitä lähempänä sen korko on sitä markkinakorkoa, jota pidetään rahan vaihtoehtoiskustannuksena. Tätä on hankala määritellä. Se lienee periaatteessa se keskimääräinen tuotto, joka saadaan, jos varoja ei sijoiteta rahaan. Kyseessä on yleensä suhteellisen lyhyen aikavälin tai keskipitkän aikavälin markkinakorko.

Rahamäärät voivat sisältää kotimaanrahan määräisten erien lisäksi kotimaisissa pankeissa olevat ulkomaanrahan määräiset talletukset. Kaikissa maissa niitä ei ole luettu mukaan. Ulkomaanrahan määräisten erien sisällyttäminen rahaan onkin kyseenalaista. Ulkomaanrahan määräiset tilit liittyvät yleensä ulkomaankauppaan, turismiin ym., eikä niillä ole samaa asemaa kotimaisissa taloustoimissa. Euroalueen rahamäärissä on mukana ulkomaanrahan määräisiä eriä.

Lähtökohtana rahan määrittelyssä on joka tapauksessa, ettei mikä tahansa likvidi sijoitus ole rahaa. Kysymys ei ole aidosta rahaerästä, jos likvidi sijoitus on ensin siirrettävä pankkiin talletustilille maksun suorittamiseksi. Kansantalouden tasolla likviditeetti on perinteisesti tulkittu väljemmäksi käsitteeksi kuin laajinkaan rahamäärämuuttuja. Rahamäärä on vain lähinnä yritysten ja kotitalouksien likvidiä saamista rahalaitoksilta, mutta likviditeettiin voi hyvin lukea myös saamisia muilta instituutioilta, kuten julkiselta sektorilta, ja ulkomailta saatavissa olevat likvidit varat. Yritystasolla likvidejä voivat olla myös toisilta yrityksiltä nostettavissa olevat varat.

Tärkeä lisä likviditeetin käsitteeseen on luottomarkkinoiden velkaantumisvara. Esimerkkinä tästä ovat rahalaitosten myöntämät luottokiintiöt, kuten luotolliset sekkitilit. Niiden käyttö on likviditeetin kannalta sikälikin merkittävää, että luottokiintiöitä hyödynnettäessä rahamäärä samalla kasvaa. Väljä likviditeetti on käsitteenä lähellä sitä ilmiötä, jota EKP luonnehtii termillä ”suotuisa rahoitustilanne” tai ”suotuisat rahoitusolot”. Yksityisen sektorin laajasti määritellyllä likviditeetillä voi olla merkitystä yritysten ja kotitalouksien käyttäytymisen kannalta.

Määrälliseksi tulkitun likviditeetin ohella puhutaan myös markkinalikviditeetistä. Nämä kaksi ovat eri ilmiöitä. Markkinalikviditeetillä tarkoitetaan markkinoiden toimivuutta, mahdollisuutta käydä rahoitusinstrumenteilla aktiivisesti kauppaa ilman, että hinnat vaihtelevat voimakkaasti. Markkinalikviditeetti on nykyisin rahoitusmarkkinoiden tärkeimpiä ilmiöitä, sillä lukemattomat sijoitus- ja suojausstrategiat ovat sen varassa, että markkinat aina toimivat joustavasti.

Likviditeetti, maksuvalmius, on koko kansantalouden tasolla eri ilmiö kuin yksittäisten talousyksiköiden tasolla. Talousyksiköillä voi olla hyvä maksuvalmius eli runsaasti likvidejä varoja, mutta silti markkinalikviditeetti voi kadota kriisitilanteissa, jos talousyksiköt epäilevät toistensa maksuvalmiutta: juuri kukaan ei luovu likviditeetistään, koska ei tiedä, saako sitä enää vastapuolilta takaisin. Maksuliike uhkaa jopa pysähtyä. Tämän tilanteen keskuspankki joutuu laukaisemaan tarjoamalla koko taloudelle rajattomasti likviditeettiä, keskuspankkirahaa.

Rahamäärämuuttujiin luetaan usein myös taseen toisen puolen pääerä eli rahalaitosten luotonanto yleisölle. Näin on mm. Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) tehnyt. Tulkinta perustuu siihen, että rahamäärä syntyy ensisijaisesti rahalaitosten luotonannosta. Luotot sisältävät tässä sekä lainat että arvopaperisijoitukset. Kun luottoerää käytetään rahamäärämuuttujana, ei olla kiinnostuneita siitä, mihin tarkoitukseen luotot on käytetty. Rahamäärämuuttujana luotonanto kertoo vain, että luotonannon kautta on tarjottu rahaa, talletuksia. Tämän näkökulman rinnalla on syytä tulkita luotonanto myös normaaliin tapaan eli lähinnä investointien ja kulutuksen rahoitukseksi.

Rahamäärä suhteutetaan usein talouden toiminnan kokoon, käytännössä bruttokansantuotteeseen, vuositason BKT:hen. Tämän suhteen käänteisluku on rahan kiertonopeus. Se kertoo siis, kuinka monta kertaa rahamäärä periaatteessa käytetään vuoden aikana. Aikaisemmin, monetarismin vahvoina kausina, rahan kiertonopeutta on käytetty paljon tunnuslukuna, mutta hiljalleen se on jäänyt vähälle huomiolle.

Rahamuuttujien koko suhteessa talouteen on erilainen eri maissa. Rahamäärissä on ollut viime vuosikymmeninä kasvava suunta eli rahan kiertonopeus on hidastunut. Laaja rahamuuttuja on ollut kehittyneissä maissa viime vuosikymmeninä yleensä 50–100 % vuositason BKT:stä, mutta on kasvanut 2000-luvulla jo yleisesti tuota vaihteluväliä suuremmaksi. Vahvoissa finanssimaissa ja Aasian runsaasti säästävissä maissa rahaa on selvästi vuotuisen BKT:n arvoa enemmän. Kehittyvissä talouksissa pankkitalletusten asemaa korostaa se, että arvopaperimarkkinat ovat heikosti kehittyneet. Toisaalta köyhissä maissa ja nopean inflaation maissa rahamäärä voi jäädä alle 50 prosentin. Suomessa rahaa on ollut liikkeellä kansainvälistä keskimäärää vähemmän. Suppeiden rahamäärien suuruus vaihtelee eri maissa vielä enemmän, paljolti siksi, että rahamäärien määritelmät eroavat. M1 saattaa olla niinkin pieni kuin 10–20 % BKT:stä. Euroalueellakin M1 on varsin pieni, ja sen kasvuvauhti on poikennut merkittävästi suurempien aggregaattien kasvuvauhdista.

Pienissä paikallispankeissa yleisön talletukset ja luotot kattavat tyypillisesti valtaosan taseesta. Sen sijaan suurissa liikepankeissa talletusten määrä voi jäädä puoleen ja allekin taseesta. Näissä arvopaperirahoitus ja ulkomaiset erät saattavat ylittää varsinaisten talletusten määrän. Tällöin talletukset ja luotot voivat poiketa kehitykseltään huomattavasti toisistaan.

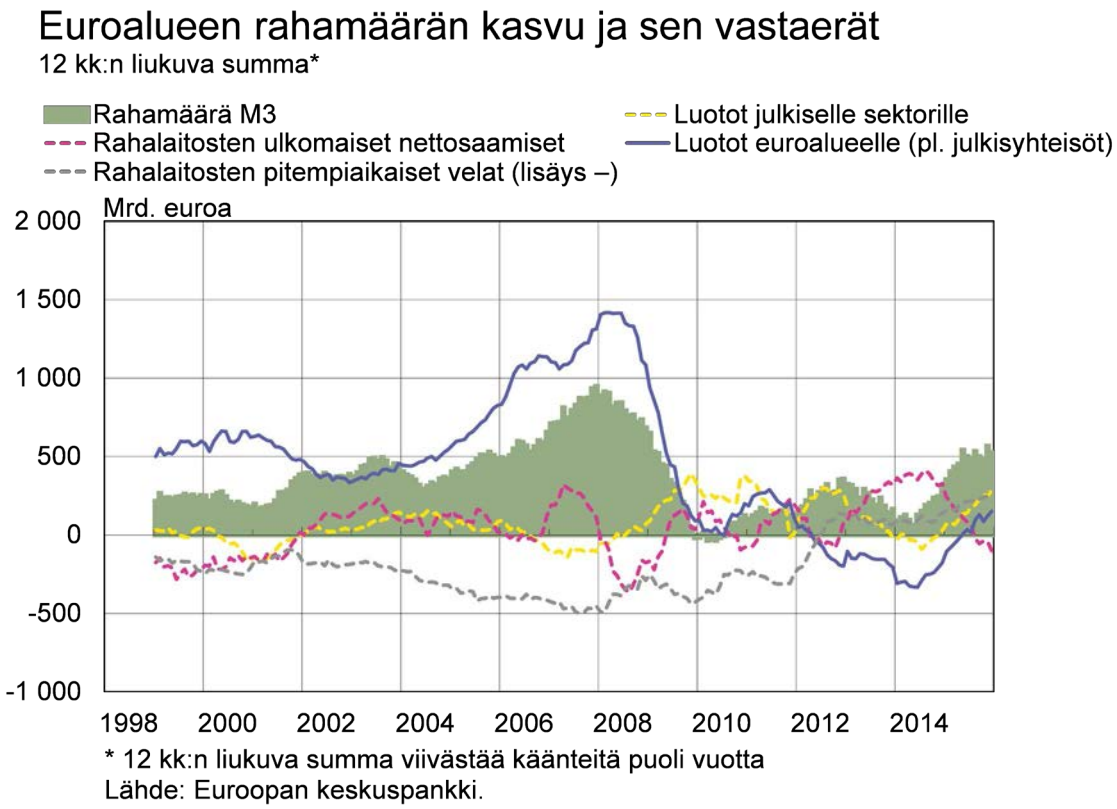
Rahan tarjonta ja kysyntä sekä rahamäärän vastaerät

Rahan tarjonnan käsite esiintyy kahdessa hiukan eri merkityksessä. Ensinnäkin sitä käytetään, kun kuvataan, mistä pankkijärjestelmän muista tase-eristä raha on syntynyt. EKP käyttää rahan tarjonnan asemasta termiä rahamäärän vastaerät. Toisaalta rahan tarjonnalla voidaan tarkoittaa ylipäätään nimellisen rahamäärän kasvua. Pitkällä aikavälillä nimellinen rahan tarjonta määrää periaatteessa kansantalouden nimellissuureiden kasvun rahan kvantiteettiteorian mukaan.

Vaikka rahoitustarkastelut koskevat yleisesti rahoitusvirtoja, on rahan tarjonnan ja kysynnän tarkastelun painopiste varantomuuttujissa. Rahavarannot suhteutetaan tulovirtaan. Analyyseissä keskuspankin ja talletuspankkien tasetta pelkistetään. IMF:n perinteisessä tarkastelussa raha(erät) otetaan yksinään taseen velkapuolelle, ja kaikki muut erät pannaan saamisiin. Rahan tarjontaeriksi tai vastaeriksi pelkistyvät IMF:n tilastojärjestelmässä ensinnäkin keskuspankin ja pankkien ulkomaiset nettosaamiset ja toiseksi kotimainen luotoanto erikseen julkiselle sektorille ja muille sektoreille eli yleisölle. Muut tase-erät voidaan yhdistää näihin tai esittää osin erikseen.

Rahan tarjonta syntyy näin 1) luotonannosta yleisölle, 2) nettoluotonannosta valtiolle ja 3) ulkomaisen maksutaseen erien nettovaikutuksesta rahalaitosten talletuksiin. Luotonannon vaikutus talletuksen syntyyn on jo edellä usein todettu. Jos vastaavasti pankki antaa valtiolle luoton ja valtio sijoittaa varat omalle talletustililleen, kansantalouden rahamäärä ei kasva, koska valtion talletusta ei lueta (yleisön) rahaan. Mutta sitten, kun valtio maksaa maksujaan kotitalouksille ja yrityksille, valtion talletus siirtyy yleisön tilille. Näin valtio kasvattaa menoillaan rahamäärää. Tätä aihetta käsitellään tuonnempana tekstissä, samoin kuin sitä, miten ulkomaiset maksut heiluttavat kotimaisia talletustilejä. Yhteydet eivät tietysti mene aina aivan näin. Esimerkiksi ulkomailta tuleva rahoitus ei välttämättä näy rahan kasvuna, vaan se voi mennä myös luottojen kuoletuksiksi tai valtion talletuksiksi. Talletukset ja luotot ovat pankkisektorin taseen pääerät,

Kuvio 1.



joten suurimmat rahamäärän vaihtelut tulevat yleensä luotoista (tai suurin osa luottojen kasvusta tulee talletuksista) (kuvio 1).

Euroalueen luotot ja talletukset kasvoivat euron alkuvuosina varsin eri vauhtia ja rahamäärän kasvun vaihtelu tuli paljolti ulkomaisesta tarjontaerästä. Ennen kriisivuosia luottojen kasvu kiihtyi voimakkaasti, mikä näkyi pääasiassa rahan lisäyksenä. Rahamäärän M3 vuositason kasvuvauhti oli suurimmillaan 12 %, kun EKP:n sen kasvulle asettama viitearvo oli 4,5 %. Suuri osa luottojen rahoituksesta tuli toisaalta luottolaitosten pitkäaikaisesta velasta, eli tältä osin kehitys ei ollut monetaarista, rahamäärän kasvuun liittyvää. Vuosina 2008–2009 rahoituksen kasvu lamaantui nopeasti. Seuraavina vuosina pankit rahoittivat julkista sektoria jopa enemmän kuin yleisöä, ja yleisöluotot ajoittain suorastaan supistuivat. Rahamäärän kasvu jatkui lähes koko ajan, mutta vaihtelevana, samoin vaihtelivat voimakkaasti sen rahoituserät. Välillä ulkomaisen maksutaseen vaikutus, eli pankkien ulkomaisen saamisen osuus, oli merkittävä rahan tarjonnan tekijä. Ulkomaisen saamisen vaikutus perustuu pääasiassa siihen, että yleisö tuo ulkomaista pääomaa, joka tulee pankkeihin talletuksiksi ja jää samalla pankkien ulkomaisiksi saamisiksi.

Rahan tarjonnan hiukan eriparisena vastaparina rahan kysyntä – eli yleisön halu pitää rahaa hallussaan – painottaa reaalisen, hintojen nousulla deflatoidun rahamäärän kysyntää (tai nimellistä rahamäärää suhteessa nimelliseen BKT:hen). Rahan kysynnän katsotaan pelkistetyimmillään riippuvan yleisön tuloista ja koroista. Rahateorioissa koron merkitys on selvä. Koska raha on periaatteessa koroton, sen kysyntä riippuu

negatiivisesti korkotasosta. Jos korollisten sijoitusten tuotto kasvaa, niihin sijoitetaan enemmän ja rahaan vähemmän. Vastaavasti jos vaihtoehtoisten sijoitusten korkotaso on hyvin matala, on lähes samantekevää antaa varojensa seisoa korottomassa rahassa.

Käytännössä pankkirahan määrä riippuu varmaan tätä enemmän toisen mekanismin kautta korosta, samoin negatiivisesti. Luottokoron nousu vähentää pankkiluottojen kysyntää, ja kun luottoja ei nosteta, eivät talletuksetkaan kasva. Toisaalta vastakkainen, rahamäärää lisäävä korkovaikutus tulee avoimessa taloudessa ulkomaisista pääomanliikkeistä: kotimaisen koron nousu lisää pääomantuontia ulkomailta, mikä johtaa kotimaisen rahamäärän kasvuun. Nämä vastakkaiset korkovaikutukset ovat ongelmallisia rahapolitiikassa erityisesti kiinteää valuuttakurssia noudattaville maille.

Liikkeessä oleva rahamäärä on rahan tarjonnan ja rahan kysynnän vuorovaikutuksen tulos. Vakiintuneen rahatalouden ja hyvin hoidetun rahapolitiikan oloissa reaalinen rahamäärä on pitkän päälle kysynnän määräämä. Kuitenkin lyhyellä aikavälillä tarjontatekijät, erityisesti luottojen vaihtelut, voimakkaat ulkomaiset pääomanliikkeet tai poikkeukselliset rahapolitiikan operaatiot, voivat aiheuttaa rahamäärään tuntuviakin poikkeamia normaalia rahan kysyntää vastaavalta tasolta.

Yleisö sopeuttaa reaalisen rahamäärän halutuksi vähitellen. Tämä voi tapahtua kolmen perusmekanismin kautta. Ensinnäkin yleisö voi sopeuttaa pelkästään rahoituseriään eli lähinnä luottojaan tai ulkomaisia eriä. Toiseksi reaalinen rahamäärä voi toteutua talouden reaalikehityksen kautta niin, että rahamäärän kasvaessa myös reaalitalous kasvaa. Kolmantena vaihtoehtona on klassinen rahainflaatio: nimellisen rahamäärän kasvaessa hintataso nousee vastaavasti. Käytännössä sopeutuminen toteutuu kaikkien näiden prosessien kautta, ja niiden paino riippuu talouden tilasta, erityisesti suhdannetilanteesta.

Holtittoman rahapolitiikan oloissa rahan tarjonta on selvästi liiallista. Heikoissa talouksissa sorrutaan usein valtion menojen kasvattamiseen rahamäärää paisuttavalla tavalla eli lainaamalla keskuspankista tai pankeista valtiolle ja valtion laitoksille suuria summia. Näin talous ajetaan sisäiseen rahoitusepätasapainoon (inflaatioon) ja avotaloudessa ulkoiseenkin rahoitusepätasapainoon (maksutaseongelmiin). Mahdollisesti ajaudutaan jopa hyperinflaatioon, jolloin jo kuukausi-inflaatio on kymmeniä prosentteja. Usein hyperinflaation rajaksi katsotaan hintojen nousu yli 50 % kuukaudessa tai 1 000 % vuodessa.

Pankkien maksuliike

Vaikka setelimaksuilla on yhä vähittäiskaupalle suuri merkitys, keskuspankkien ja yleensäkin julkisen vallan asema yleisön maksuliikkeessä on hiljalleen supistunut. Rahataloudellisen analyysin kannalta merkitykselliset yleisön maksut hoidetaan nykyisin pankkien välillä. Tämä koskee sekä kotimaista että ulkomaista maksuliikettä.

Hyödykkeen tai rahoitusvaateen kaupassa raha liikkuu ostajan tililtä myyjän tilille talletuspankkien maksuliikkeen kautta. Peruskaava on yksinkertainen: ostajan pankki siirtää pankkisiirron, maksukorttien, sekkien, ym. maksutapojen välityksellä – tai nykyisin aluksi ostaja itse siirtää päätteeltään – varat myyjän tilille myyjän pankkiin. Tällöin ostajan pankki velkaantuu automaattisesti maksujärjestelmässä myyjän pankille. Pankit siirtävät keskenään vastakkaisen katteen. Kate voi mennä myös keskuspankissa olevien tilien kautta, sillä pankeilla on keskinäiset maksutilit keskuspankissa. Kuitenkin yleensä vain pankkien keskinäiset nettomaksut tai jotkin suuret maksut välitetään keskuspankissa (euroalueen maksuliikkeessä on omat piirteensä). Velallispankki muuttaa velkansa korolliseksi velkaantumalla rahamarkkinoilla, tai muuten pankki velkaantuu (tosin tiliasemasta riippuen) epäedullisella korolla keskuspankkiin.

Kaiken kaikkiaan tällaisessa maksutapahtumassa siis ostajan rahamäärä supistuu ja myyjän rahamäärä kasvaa. Toisaalta samalla ostajan pankki velkaantuu ja myyjän pankki lisää sijoitustaan pankkien välisillä rahamarkkinoilla (mahdollisesti jonkin aikaa myös keskuspankin välityksellä). Koko kansantalouden tasolla rahamäärä ei muutu eikä kaikkien pankkien nettoasema kokonaisuutena muutenkaan. Tärkeää on siis aina lähtökohtaisesti muistaa, ettei maksaminen sinänsä muuta periaatteessa rahan tai keskuspankkirahan määrää koko kansantalouden tasolla. Toinen tärkeä asia on, että rahajärjestelmässä ei tapahdu vain yhtä operaatiota vaan aina kaksi: maksu ja sen kateoperaatio. Näin taseet pysyvät tasapainossa.

Jos maksutapahtuman toinen osapuoli on valtio, rahamäärä muuttuu, koska valtion talletuksia ei lueta rahaan. Tämä valtion talletusten erilainen tulkinta johtuu siitä, että valtio katsotaan talouspolitiikan tekijäksi, jonka käyttäytyminen ei riipu sen omasta likviditeetistä. Kun yksityinen talousyksikkö maksaa veroja, yleisön rahamäärä supistuu yksityisen rahan siirtyessä valtion talletustilille. Pankkien kesken syntyy velkasuhde, paitsi jos maksu veronmaksajalta valtiolle toteutuu saman pankin taseessa.

Ulkomainen maksu menee saman peruskaavan mukaan, mutta siinä pankki velkaantuu ulkomaille kansainvälisillä pankkien välisillä markkinoilla tai saa sijoituksen sinne. Hyödykkeen tai rahoitusvaateen kauppa tulee kirjatuksi maiden maksutaseeseen, ja samalla maksutaseessa syntyy pankkien välinen velkasuhde koti- ja ulkomaisen pankin välillä. Rahamäärä muuttuu periaatteessa kummassakin maassa: toisessa se supistuu, toisessa kasvaa.

Ulkomainen maksu voi olla jommankumman maan valuutan tai kolmannen maan valuutan määräinen. Normaalisti kumpikin kaupan osapuoli päätyy pitämään talletuksen omassa rahassaan, eli esimerkiksi hyödykkeen myyjä tekee avistavaluuttakaupan, jossa myy vieraan valuutan määräisenä saamansa talletuksen ja saa oman rahan määräisen talletuksen. Myyjä voi myös säilyttää talletuksen omassa pankissaan vieraan valuutan määräisellä tilillä. Riippuu kyseisen maan käyttämästä rahan määritelmästä, luetaanko ulkomaan rahan määräinen talletus rahaan.

Raha-, valuutta- ja arvopaperimarkkinoiden maksu- ja selvitysjärjestelmät ovat monimutkaisia kokonaisuuksia. Niiden tehokas toiminta on ratkaisevan tärkeää niin normaalioloissa kuin maksuvalmiuskriiseissäkin. Maksun ja sitä vastaavan rahoitusvaateen vaihdon on hoiduttava nopeasti, virheettömästi ja ilman riskejä. Operaation vastapuoleen liittyy riski, ellei maksua ja sitä vastaavaa instrumenttia voida vaihtaa samanaikaisesti. Erilaisia selvityskeskuksia käyttäen maksut voidaan nykyisin suorittaa useimpien instrumenttien osalta jokseenkin turvallisesti.

Suomen paljolti pankkisiirtoon perustuva maksujärjestelmä on ollut tehokas, vaikka matkalla olevien varojen viipeistä välillä valitetaan. Normaalisti maksut ovat siirtyneet pankkien välillä yhden päivän viivästymän kuluttua, kun maksuja kirjaavat tietokoneajot hoidetaan yöllä. Nykyisin Suomenkin maksuliike on osa euroalueen yhteistä SEPA-maksuliikejärjestelmää, mistä syystä kirjoitellaan pitkiä IBAN-muotoisia tilinumeroita. Varsinkin kehittyvissä talouksissa maksuliikkeessä oleva rahoitus saattaa viipyä matkalla pitkään, jopa viikkoja, jolloin merkittävä osa yleisön rahasta on poissa talletustileiltä. Kehittyneissä länsimaissa matkalla olevat erät eivät sekoita rahamääriä, mutta poikkeuksellisesti, yksittäisen hyvin suuren maksun toteutuessa juuri tilastointipäivänä näinkin voi käydä.

Ulkomaisessakin maksuliikkeessä, erityisesti euroalueella, pääosa yksityisestä maksuliikkeestä kulkee pankkien välillä yksityisten maksujärjestelmien kautta. Osa suurista maksuista ja pienten maksujen nettosaldoja tulee Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) keskuspankkien väliseen TARGET2-järjestelmään. Tämän kautta hoituvat myös eurojärjestelmän tekemät markkinainterventiot. Kansainvälinen valuuttakauppa toimii oman maksu- ja selvitysjärjestelmänsä kautta. Samoin arvopaperikaupassa käytetään omia järjestelmiä.

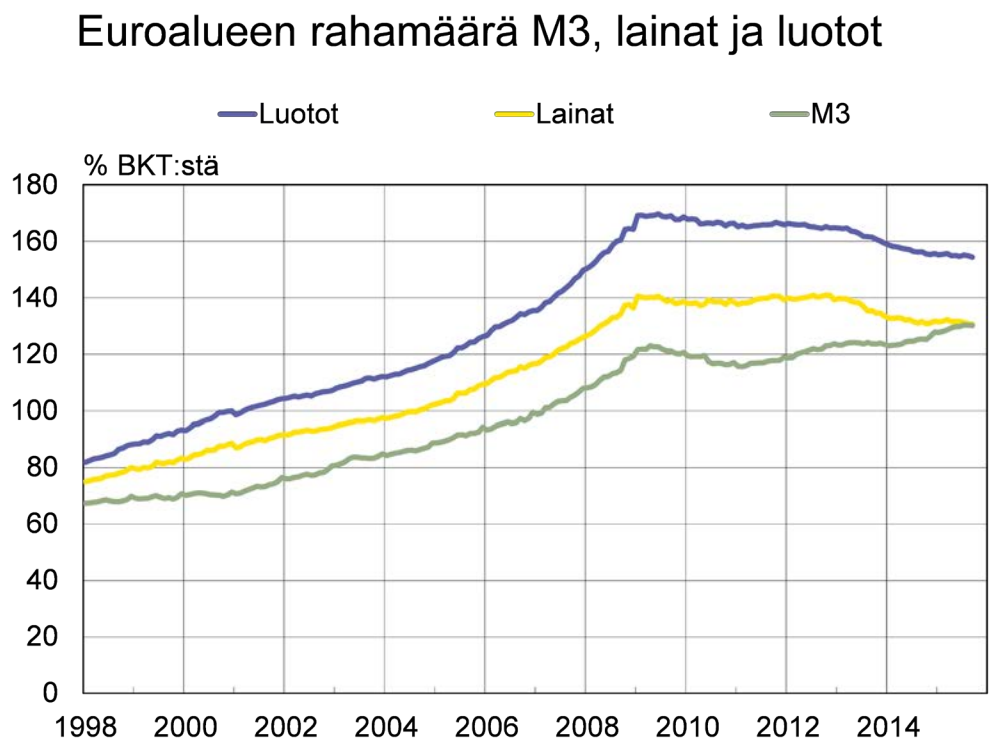
Raha- ja luottomäärien tulkintaa

Rahamäärän kehitystä seurattaessa on perusteltua valita ensisijaiseksi yksi tai ehkä kaksi keskeisintä muuttujaa, joiden kehitystä systemaattisesti analysoidaan ja kommentoidaan. Muita muuttujia käytetään vain täydentämässä kokonaiskuvaa. On tietysti vältettävä käytäntöä, jossa kehitystä kommentoidaan sattumanvaraisesti tai suorastaan tarkoitushakuisesti valitsemalla lukuisista raha- ja luottomuuttujista kulloinkin se, jonka kasvuprosentti sopii tarinaan parhaiten. Johdonmukaisuus on tietty peruste keskuspankille ilmoittaa yksi ensisijainen seurattava rahamuuttuja, mikäli keskuspankki ylipäätään haluaa korostaa rahoituksen määrän merkitystä.

Ratkaisevaa eroa ei ole ehkä siinä, mikä raha- ja luottomuuttujista valitaan ensisijaiseksi. Eri muuttujien tulkinta on tietenkin erilaista, ja muuttujien käyttäytyminen perustuu eri tekijöihin. Suppeissa rahamäärissä on enemmän satunnaista vaihtelua. Niiden tulkinta on hankalampaa ja vaatii laajemmin yksityiskohtaisia ja tilastoteknisiä selityksiä. Toisaalta suppeita rahamääriä on teoriassa helpompi kontrolloida, mikä tosin on kyseenalaista ja riippuu rahapolitiikan toteutustavasta. Yleisesti lähdetäänkin siitä, että laajoilla raha-aggregaateilla on tiiviimpi yhteys inflaatioon ja muuhun talouskehitykseen. Ensisijaisena seurattavana rahamarkkinoiden muuttujana voi olla myös pankkien luotonanto yleisölle. Näkökulma kattaa tällöin sekä luottojen monetaarisen merkityksen rahaa luovana eränä että normaalin tavan, luotonannon suoraan reaalikysyntää rahoittavana eränä.

EKP valitsi aluksi korostetusti M3:n keskeiseksi seurattavaksi rahamuuttujaksi. Myöhemmin EKP vähensi rahamäärän keskeisyyttä kommunikoinnissaan ja alkoi samalla painottaa myös muita rahoitusmuuttujia, varsinkin luottopuolen kasvua (kuvio 2).

Kuvio 2.



Kantatiedot suhteessa neljän neljänneksen liukuvaan BKT:hen, %
Lähde: Euroopan keskuspankki.

Suurista keskuspankeista EKP on analysoinut eniten rahamäärän kehitystä, joskaan tämä ei ole näkynyt kovin paljon julkisuudessa. EKP on muun muassa verrannut M3:n kehitystä rahaliiton alkuvaiheessa asetettuun 4,5 prosentin viitearvoon. Rahamäärä M3 kasvoi ennen vuosina 2007–2008 alkanutta kriisikautta selvästi viitearvoaan nopeammin. Kasvuerosta EKP on käyttänyt nimitystä rahapoikkeama. Viitearvon kumulatiivinen kasvu ylitti jonkin verran BKT:n arvon nousun, mutta M3 jopa niin reippaasti, että suhteessa BKT:hen se nousi tasolta 70 % tasolle 120 % vuonna 2008, mihin se pääpiirteissään vakiintui seuraaviksi vuosiksi. Suppeammat rahamäärät M1 ja M2 kasvoivat vielä nopeammin, varsinkin M1, jonka suhde BKT:hen suureni euroajan alusta eurokriisin vuosiin mennessä lähes kaksinkertaiseksi eli noin 60 prosenttiin. Yleisesti ottaen EKP ei siis painottanut ensimmäisen vuosikymmenen aikana paljonkaan rahamuuttujia rahapolitiikkaa toteuttaessaan.

Euroalueen pankkien (luottolaitosten) myöntämien luottojenkin määrä kasvoi erittäin nopeasti euron ensimmäisen vuosikymmenen aikana eli niiden BKT-osuus suurin piirtein kaksinkertaistui yli puolitoistakertaiseksi BKT:hen nähden. Myöhemmin talousvaikeuksissa suhdeluku alkoi pienentyä. Suppeamman lainakäsitteen mukainen lainojen kasvu oli hiukan vaimeampi. Monetaarisena luottoeränä korostuu laaja luottokäsite, joka sisältää suoraan yleisölle annettujen lainojen ohella myös pankkien sijoitukset yleisön liikkeeseen laskemiin markkinapapereihin. Rahamäärä lisääntyy myös pankin ostaessa markkinoilta obligaatioita ym. papereita. Osa pankin salkussa olevista arvopapereista on pankin hallussa vain hetkellisesti jälkimarkkinakauppoja varten, osa voi olla pitkäaikaisia sijoituksia. Jos taas tarkastellaan yleisön näkökulmasta pankkiluottojen kysyntää, vain pankin lainamuotoinen rahoitus on yleisön itsensä valittavissa.

On hyvä tarkastella rinnakkain laajoina erinä luottoja ja talletuksia, samoin niiden kasvueroon vaikuttavia tekijöitä. Rahamuuttujien kehitys indikoi normaalisti talouden aktiivisuutta. Jos luottoja nostetaan paljon ja rahamäärä kasvaa voimakkaasti, taloudessa on todennäköisesti vahvoja kasvu- ja inflaatiopaineita. Vastaavasti käy usein päinvastoin: nostetaan luottoja, mutta jos ne menevät pääosin toisten luottojen kuoletuksiin eikä rahamäärä kasva, taloudessa on ehkä deflaatiopaineita. Luottojen ja talletusten kasvun ero kuvastaa yleensä ulkomaisten pääomanliikkeiden likviditeettivaikutusta, joskus myös valtion suuria operaatioita pankkien rahoitusvaateilla.

Rahoitusmarkkinoiden sarjoissa on viikonpäivävaihtelua, kuukauden sisäistä vaihtelua ja muuta kalenterivaihtelua, joka saattaa joiltakin osin vaikuttaa analyysiin. Setelistön määrä on suurimmillaan viikonvaihteessa, erityisesti pitkinä juhlapyhinä, ja minimissä viikon puolivälissä. Päinvastainen liike näkyy likvideissä talletuksissa. Talletukset liikkuvat kuukauden sisällä valtion verojen ja menojen maksuaikataulujen mukaan valtion ja yleisön talletusten välillä. Vuodenvaihteen tilinpäätöksissä kirjauskäytäntö voi poiketa muuna aikana sovelletusta. Rahamäärien tulkinnassa on kuitenkin syytä välttää yksityiskohtien korostamista. On syytä myös suhtautua kriittisesti jatkuvaan rahoitustilastojen parantamiseen, kuten arvostuserien korjaamiseen, pieniin tilimuotojen muutoksiin yms. Yksityiskohtien lisääminen ja niiden kommentointi pikemminkin hämmentävät analyysiä.

Raha- ja luottoerissä on aina lyhyen aikavälin ja keskipitkänkin aikavälin satunnaista vaihtelua, jolle ei löydy kunnon selitystä. Tämä epävakaus on suuri syy siihen, etteivät keskuspankit käytä rahamäärää ainakaan täsmällisenä välitavoitteena rahapolitiikassaan, vaikka seuraavatkin rahamuuttujia säännöllisesti. Vain rahoituserien laajoilla ja ainakin jonkin aikaa kestävillä liikkeillä on todellista merkitystä talouden käyttäytymistä arvioitaessa. Silti varsinkin poikkeuksellisissa oloissa erityistekijöiden tarkastelu voi olla tärkeää.

Kriittisesti voi suhtautua myös rahoitusmarkkinasarjojen puhdistukseen kausivaihteluista. Taloudellisten sarjojen kausipuhdistus on perusteltua erityisesti silloin, kun kausivaihtelu johtuu aidosti vuodenaikojen eroista, mm. ilmasto-oloista, jotka varmasti pysyvät. Rahoitusmarkkinoiden keskeisiin eriin vuodenajat vaikuttavat varsin vähän lukuun

ottamatta mm. asuntoluottoja, joihin niillä ehkä on jonkin verran vaikutusta. Sarjojen mahdollinen kausivaihtelu johtuu paljolti sopimuksenvaraisista asioista, kuten korkojen ja verojen sekä valtion maksujen ajoituksista. Näitä ajoituksia muutellaan silloin tällöin, ja tämä sekoittaa kausipuhdistukset. Ylipäätään rahoitusmarkkinasarjojen kausivaihtelu on vähäistä niiden varsin voimakkaaseen satunnaisvaihteluun nähden.

Toinen kausipuhdistuksen ongelma on siinä, että se sekoittaa taseyhteydet. Jos yksi tase-erä puhdistetaan kausivaihteluista, tulisi kausikorjaus tehdä myös muihin tase-eriin, että taseyhteys säilyisi. Tämä on hankalaa. Rahoitusmarkkinasarjoja tulisi käyttää kausipuhdistettuina lähinnä täydentävänä tietona. Kausivaihtelu vältetään käyttämällä 12 kuukauden muutosprosenttia. Tähän esitystapaan liittyy kuitenkin se ongelma, että siinä aito kehityksen käänne näkyy periaatteessa puoli vuotta viivästyneenä.

Luottomarkkinoiden muutos

Perinteinen pankkien luotonanto liittyy tiiviisti pankkien taseisiin. Pankki tekee laina-analyysin, neuvottelee koron ja muut lainaehdot, myöntää lainan asiakkaalleen ja pitää lainan taseessaan luoton erääntymiseen asti. Suurten asiakkaiden luottoja on voitu myöntää myös obligaatioina. Tavallisia luottomuotoja ovat olleet myös sekkitililuotot tai muut luottokiintiöt, joiden käyttö on asiakkaan valittavissa.

Viime vuosikymmeninä luoton käsite on oleellisesti muuttunut, joskin Suomen markkinoilla muutos on toistaiseksi jäänyt lieväksi. Maailman keskeisimmillä markkinoilla luottorahoitus on osin tavallaan hajonnut. Yhtenäinen luottosopimus on muuttunut ikään kuin kerroksittaiseksi kokoelmaksi erilaisia luottoehtoja, kuten luottoriski, korko ja likviditeetti. Näillä luottoehdoilla voidaan käydä jälkimarkkinakauppaa irrallisina sopimuksina erikseen tai yhdisteltyinä.

Jo vanhastaankin luotoilla, varsinkin arvopapereiden avulla annetuilla luotoilla, voitiin käydä jälkimarkkinakauppaa, jossa paperi myytiin pois pankin taseesta pysyvästi, tai repokauppaa, jossa pankki möi paperin määräajaksi markkinoille tai keskuspankille ja sai näin tilapäisesti likviditeettiä. Yhdysvalloissa ja myös monissa Euroopan maissa on viime vuosikymmeninä yleistynyt käytäntö, jossa pankki myöntää luoton mutta myy sitten luoton edelleen pitkäaikaisille sijoittajille, kuten vakuutuslaitoksille tai usein myös toisille pankeille. Pankki toimii siis vain aloitteentekijänä ja jakaa sitten luotot jälkimarkkinoille.

Yksittäisten lainojen edelleenmyynnin sijasta pieniä lainoja alettiin myös yhdistellä suuriksi paketeiksi, ja näitä myytiin eri tavoin luokiteltuina velkasitoumuksina ja obligaatioina. Osin herätteenä tälle toiminnalle oli vakavaraisuussääntöjen tosiasiallinen kiertäminen. Pankit ostivat tällaisia arvopaperistettuja lainoja runsaasti toisiltaan, koska tällaisia markkina-arvopapereita vastaava oman pääoman vaatimus oli lievempi kuin suoralle lainanannolle asetettu oman pääoman vaatimus. Lainojen jälkimarkkinakauppa on antanut pankeille lisää toimintamahdollisuuksia ja on epäilemättä myös lisännyt jonkin verran luottojen kasvua talouksissa. Velallisten maksamat korot ja kuoletukset menevät pankin kautta arvopaperistettujen lainojen haltijoille. Riskien suhteen on käytetty erilaisia järjestelyjä. Luottoriski siirtyy yleensä lainoissa pois alkuperäiseltä pankilta arvopaperistetun lainan haltijalle. Useissa Euroopan maissa käytetään kuitenkin järjestelmää (ns. katettu velkakirja, covered bond), jossa luottoriski jää lainan myöntäneelle pankille.

Tällainen yksinkertainen arvopaperistaminenkaan ei riittänyt. Seuraava vaihe oli arvopaperistettujen lainojen jakaminen, strukturoiminen erilaisiin osiin nimenomaan riskin mukaan. Lainan riskit keskitettiin suhteellisen pieneen lainan osaan, esimerkiksi 5 prosenttiin lainan määrästä, tai pariinkin eriarvoiseen osaan. Sikäli kuin velalliset jättivät lainaansa hoitamatta, vahingon kärsi ensisijaisesti tällaisen riskipitoisimman osan, myrkkypillerin, haltija. Vasta kun se oli menettänyt arvonsa, tappiot alkoivat tulla vahvemmin

turvatuille osuuksille. Valtaosa lainasta voitiin näin erottaa varsin turvalliseksi sijoitukseksi, ja käytännössä luokituslaitokset antoivat tällaisille osuuksille luottomarkkinoiden parhaat luokitukset. Turvallisen osan haltija saa luonnollisesti oleellisesti matalampaa korkoa kuin riskipitoisten osuuksien haltija. Korkeakorkoisilla riskiosuuksilla pelaaminen onkin todellista markkinoiden riskipeliä. Kysymys on samantapaisesta toiminnasta kuin heikoiksi luokiteltujen yritysten rahoitus hyvin korkeakorkoisilla obligaatioilla eli ns. roskaobligaatioilla. Näiden korko voi olla jopa 20 %. Lainan riski on myös hyvin suuri.

Lainojen jatkokehittely tehosti ja laajensi luottomarkkinoita mutta myös lisäsi niiden riskejä. Luotonmyöntäjille tuli houkutus tinkiä luoton laadusta. Alkuaan ajatuksena oli, että luotonmyöntäjät olisivat säilyttäneet riskipitoisimman osan lainasta itsellään, mutta näin ei käynyt, vaan riskiosuuksiakin myytiin markkinoilla. Moraalin kyseenalaisuutta osoittaa, että jopa luoton myöntäneet pankit itse suojasivat myöntämiään luottoja ns. luottoriskinvaihtosopimuksilla (credit default swap, CDS). Jos pankit itse eivät luota antamiinsa lainoihin, kenen pitäisi luottaa?

Rahamäärätarkastelujen kannalta arvopaperistaminen on osin ongelma, mutta taseteknisesti katsoen se ei oleellisesti muuta analyysiä. Luoton myyminen pois pankin taseesta supistaa (luoton ostajan) rahamäärää. On tosin myös sellaista jälkimarkkinakauppaa, jossa velka jää pankin taseeseen. Tällainen pankkivetoinen rahoitus vaatii keskuspankeilta erityistä seurantaa, vaikka rahoitus häipyykin pankkien taseista ja normaalista rahamuuttujien seurannasta. EKP julkaiseekin myös arvopaperistamistiedoista puhdistettuja luottotilastoja.

Pankkitoiminnan tulos

Pankkitoiminnan perinteinen ydinajatus on, että pankki ottaa vastaan lyhytaikaisia talletuksia ja sijoittaa varat osin varsin pitkäaikaisiksikin luotoiksi. Se toteuttaa näin rahoituksen transformaatiota. Tämä maturiteetiltaan eripituinen toiminta sisältää huomattavan suuren rahoitusriskin ja mahdollisesti korkoriskinkin, jos luotot myönnetään kiinteäkorkoisina. Normaalioloissa tämä ei ole ongelma, ja tilapäisissä rahoitusvaikeuksissa keskuspankkirahoitus on pankin käytettävissä. Tämä on edelleen keskeinen osa peruspankkitoimintaa, varsinkin paikallispankeissa.

Pankit toimivat kuitenkin rahoituksen lähteiden näkökulmasta kahdenlaisilla markkinoilla. Perinteinen talletuspankkitoiminta keskittyy edelleen yleisön talletusten vastaanottamiseen ja yleisön luotottamiseen. Talletusten varanto kehittyy suhteellisen vakaasti, ja korkotasokin on matala erityisesti likvideillä tileillä; tosin suuren tilimäärän hoito sitoo myös kustannuksia. Toisaalta pankit, varsinkin ns. investointipankit, rahoittavat toimintaansa markkinainstrumenteilla, paljolti jopa lyhytaikaisilla papereilla. Tämä markkinarahoitus on joustavaa, mutta koroiltaan voimakkaasti vaihtelevaa ja välillä kallista. Se on sekä kustannuksiltaan että uusimisen kannalta riskialtista.

Suurten liikepankkien ja varsinkin investointipankkien tehtävät ovat nykyisin paljon laajempia kuin pelkkä rahoituksen välitys. Niihin kuuluu laaja-alaista asiakkaiden rahoituksen ja likviditeetin hoitoa, valuutta- ja arvopaperikauppaa, maksuliikkeen hoitamista ym. rahoitustoimintoja sekä myös sijoitusneuvontaa ja konsultointia. Eräiltä osin nämä toiminnot ovat hyvin riskipitoisia. Voidaankin sanoa, että pankit elävät paljolti sekä asiakkaiden että omien riskiensä hallinnoinnilla. Esimerkiksi valuuttakauppaa ja arvopaperikauppaa käydään markkinoilla, joilla hinnat liikkuvat koko ajan. Ostojen ja myyntien ajoitukseen liittyy näin lähes väistämättä hiukan riskejä ja niitä koskevaa näkemyksen muodostamista, spekulaatiota. Pankit myös pelaavat aktiivisesti erilaisilla markkinariskeillä. Nettotulos vaihtelee voimakkaasti.

Pankkien tulot muodostuvat siten pääasiassa luotto- ja talletuskorkojen välisestä marginaalista (korkokate), erilaisista palvelumaksuista, valuutta- ja arvopaperikaupan tuotoista sekä pääomavoitoista ja tappioista. Useimmat näistä eristä ovat hyvin suhdan-

neherkkiä. Vain toimintamenot, kuten palkat, ovat suhteellisen vakaat. Pankkien tulos on siten altis talouden häiriöille, erityisesti niiden aiheuttamille luottotappioille, ja myös rahapolitiikan voimakkaille vaihteluille.

Pankki veloittaa korkomarginaalissa paitsi välityskustannuksensa myös mahdollisten luottotappioiden aiheuttamat menetykset sikäli kuin onnistuu nämä arvioimaan. Korkomarginaali syntyy myös pankkien kilpailun tuloksena. Korkomarginaaliin vaikuttaa osaltaan muun toiminnan hinnoittelu. Suomessa säännöstelyn aikana 1980-luvun lopulle asti pankit hyödynsivät suurta korkomarginaalia mutta pitivät erilaisten palvelujen hinnat halpoina. Korkokilpailun lisääntyminen markkinoiden vapauduttua siirsi pankkien tuloksen muodostumista palvelumaksujen suuntaan. Myös luottoriskit tulevat sitä paremmin hinnoitelluiksi, mitä tehokkaammin markkinat toimivat. Suomessa säännöstelyn aikana asuntoluottojen marginaalit olivat leveitä, kun taas paljon riskipitoisempia yritysluottoja myytiin usein kapeaa marginaalia soveltaen. Säännöstelyn erityispiirteet aiheuttivat sen, ettei tämä ollut pankkien tuloksen kannalta erityinen ongelma.

Talletusten ja luottojen välistä marginaalia voidaan mitata monella tavalla. Väljimmän yleiskuvan antaa luottojen keskikoron ja talletusten keskikoron erotus. Tähän on syytä suhtautua varauksin, koska koroissa eivät ole mukana kaikki kustannukset. Eri pankeissa mm. likvidien, halpakorkoisten tilien osuus on erilainen. Toinen korkomarginaalin tarkastelutapa on verrata luottokorkoa tai talletuskorkoa niitä vastaaviin viitekorkoihin, euroalueella ennen kaikkea euriborkorkoihin. Tähän marginaaliin viitataan yleensä esimerkiksi asuntoluottojen riskilisästä puhuttaessa.

Talletuskorot asetetaan lähinnä talletuksen pituuden mukaan, ja ne riippuvat rahamarkkinoiden korkotasosta. Likvideille talletuksille maksetaan yleensä hyvin vähän korkoa. Talletuskorkojen vertailu ei ole aivan yksinkertaista. Korko maksetaan usein kuukauden alimman saldon mukaan, ja talletusten verotus vaihtelee eri maissa; talletuksille on yleisesti erilaisia verohelpotuksia. Talletuskorot voivat olla (jonkin rajan jälkeen) tuloveron piirissä, tai niihin sovelletaan kiinteää lähdeveroa.

Luottokorot voivat olla kiinteitä tai määräajoin markkinakorkojen mukaan vaihtuvia. Vaihtuvakorkoisessa järjestelmässä luottojen korot vaihtelevat suhteellisen lyhyiden markkinakorkojen mukaan, mikä vähentää pankin mutta lisää velallisen korkoriskiä. Suomessa ei ole pitkäaikaisten kiinteäkorkoisten sijoitusten ja velkojen perinnettä, mikä johtuu 1900-luvun loppupuolella pitkään jatkuneesta säännöstelystä ja inflaatiosta. Luottokorkoihin vaikuttaa myös vakuuskäytäntö. Vakuudettoman luoton korko on usein paljon korkeampi kuin vakuudellisen. Velallisen korkokustannuksen kannalta merkittävä on myös verovähennysten suuruus. Korkomenot voidaan ehkä vähentää tuloista tai tietty osa korkomenoista suoraan verosta.

Normaalisti suuret kansainväliset pankit ovat hyvin kannattavia runsastuottoisten rahoituspalvelujensa ansiosta. Voitollisuus perustuu paljolti suuruuden antamaan informaatioetuun. Toisaalta samalla voidaan olla lähellä moraalisia ongelmia, kuten monopolivoiman hyödyntämistä ja jopa sisäpiiritiedon käyttöä. Pankkien sisällä on tosin asiakkaita koskevien tietojen vaihtoa rajoittavia ns. palomuureja; pankin hoitaessa asiakkaiden etuja sen omat edut voivat olla vastakkaisia. Pankkien tulospalkkiot aiheuttavat ristiriitoja. Aikaulottuvuus on korostunut pankkien työntekijöille maksettuja bonuksia koskevissa keskustelussa: bonuksia ei saisi maksaa tuotoiltaan etupainoisista sijoituksista ennen kuin sijoituksen koko tuotto ajan mittaan on selvinnyt. Usein tämä hoidetaan niin, että työntekijöille annetaan pankin osakkeita, joita ei kuitenkaan saa myydä ennen kuin pitkän määräajan kuluttua.

Pankeissa, erityisesti investointipankin tyyppisissä pankeissa, tulos vaihtelee paljon sekä ajan mittaan että eri toiminnoissa. Hyvä taloussuhdanne pitää luottojen ja talletusten kasvun nopeana, minkä lisäksi korkomarginaali usein levenee voimakkaan luotonkysynnän myötä. Luottotappioita ei juuri tule. Myös muut rahalaitosten tulot kehittyvät hyvin. Taantumassa käy päinvastoin. Suhdanteen raju heikkeneminen kääntää nopeasti lähes kaiken, ja tulot ja menot tekevät saksiliikkeen. Taseen kasvu pysähtyy ja luottoja

täytyy yrittää tarjota yleisölle korkokatteesta tinkimällä. Rahoituspalvelujen kysyntä heikkenee, samoin todennäköisesti kaupankäynti markkinainstrumenteilla. Osakkeista ym. arvopapereista tulee pääomatappioita varsinkin, jos rahapolitiikka joudutaan pitämään vielä kireänä. Tilannetta pahentaa erityisesti luottotappioiden kasvu.

Pankkien on mahdollista suojautua riskeiltä mm. johdannaismarkkinoilla käyttäen erilaisia vaihtosopimuksia, futuureja ja optioita. Koska johdannaismarkkinat kuitenkin ovat nollasummapeliä – eli riskiä voidaan vain siirtää yhdeltä osapuolelta toiselle – koko pankkisektorin suojautuminen ei ole yhtä selvää kuin yksittäisen pankin tapauksessa. Johdannaismarkkinoiden riskejä voidaan siirtää maan ulkopuolelle, mutta toisaalta taantumat ja kriisit alkavat olla entistä enemmän laajasti kansainvälisiä. Pankit ovat siirtäneet myös riskejä asiakkailleen toimimalla vain sijoitusneuvojina, jolloin asiakkaiden varat ovat menneet taseen ohi suoraan mm. erilaisiin rahastoihin.

Pankkien kannattavuusvaikeudet ja ajoittaiset pankkikriisit aiheuttavat ongelmia rahapolitiikalle. Rahapolitiikkaa ei voida sopeuttaa pankkien tulostarpeiden mukaan, mutta kriittisissä olosuhteissa korkoratkaisuja ei voida aina tehdä täysin riippumatta pankkijärjestelmän kestokyvystä. Toimiva pankkijärjestelmä on tietenkin aina rahapolitiikan toteuttamisen ehdoton edellytys.

Pankki voi laajentaa luotonantoaan vain sikäli kuin sen vakavaraisuus sallii. Koska pankkitoiminta on laajasti kansainvälistä, on oman pääoman määrää koskevia säädöksiä yhdenmukaistettu. Pankkitoiminnan riskit edellyttävät suhteellisen suurta oman pääoman määrää, jonka minimitason viranomaiset ovat asettaneet monimutkaisten kansainvälisten säädösten perusteella. Omaa pääomaa on yleensä ollut noin 10 prosentin verran pankin riskipainotetuista sijoituksista, mutta tätä koskevaa tavoitetta on kasvatettu.

Riskipainotuksen merkitys on hyvin suuri. Käytännössä useimpien pankkien oman pääoman suhde taseen loppusummaan on ollut paljon alle 10 prosentin, jopa vain muutamia prosentteja. Oman pääoman vaatimus määräytyy ns. Basel-määräysten perusteella painotettuna erilaisiin sijoituksiin liittyvien riskien mukaan. Riskien määrittely on käytännössä hankalaa. Esimerkiksi sijoitukset valtionvelkaan on määritelty riskittömiksi, mutta euroalueellakin valtionveloista on aiheutunut menetyksiä. Vuosina 2007–2008 alkaneen kriisin aikana oman pääoman vaatimuksia pyrittiin kiristämään. Uudeksi minimiksi suhteessa koko taseeseen asetettiin 3 %, joillekin pankeille enemmänkin. Pankeilta on vaadittu myös tietyn likviditeettitason ylläpitämistä. Koska velkarahoitus on pankille edullisempaa kuin oma pääoma, pankit eivät yleensä pyri kovin paljon ylittämään minimivaatimusta.

Tuottokäyrä ja viitekorot

Rahoitusmarkkinoilla operoidaan eripituisilla koroilla yön yli korosta ainakin 30 vuoden korkoihin asti. Kun pankit toimivat laajasti korkoriskien maailmassa, ne joutuvat ennakoimaan korkokehitystä. Nykyisillä rahamarkkinoilla toimivat erittäin laajat korkofutuurimarkkinat ja korko-optiomarkkinat, joilla käydään kauppaa eli suojataan korkopositioita tai spekuloidaan odotetuilla tulevilla koroilla. Futuurikorko on jonkin tulevaisuudessa alkavan ja päättyvän jakson korko, esimerkiksi se kolmen kuukauden korko, jonka odotetaan toteutuvan vaikkapa vuoden kuluttua. Pitkäaikaiset korot syntyvät yhdessä näiden futuurikorkojen kanssa. Pitkäaikaiset korot ovat periaatteessa keskiarvo kyseisen jakson lyhyistä futuurikoroista, niiden aikasarjasta.

Korkorakenteen pohjalta muodostettavaa kuvaajaa kutsutaan tuottokäyräksi. Se kuvaa eri ajanjaksoina markkinoilta saatavaa korkotuottoa. Tuottokäyrä lasketaan eri markkinoiden perusteella eli pääasiassa valtion eripituisten lainojen pohjalta ja toisaalta rahamarkkinoiden ns. swapkoroista, jotka syntyvät koronvaihtosopimuksista, joilla kiinteäkorkoisia sopimuksia vaihdetaan vaihtuvakorkoisiksi tai päinvastoin. Tuottokäyrässä alle vuoden korot muutetaan vuosituotoiksi korkoa korolle laskien.

Jos lyhyen aikavälin tuotot ovat vähäisemmät kuin pitkän aikavälin tuotot, tuottokäyrää sanotaan nousevaksi ja päinvastoin. Koska pitkäaikaisesta sijoituksesta vaaditaan yleensä parempaa korkoa, tuottokäyrän perusmuoto on lievästi nouseva. Tuottokäyrän asento ilmentää tulevaisuutta koskevia odotuksia. Selvästi nouseva tuottokäyrä viittaa vahvistuvaan reaalikasvuun ja/tai inflaatioon, ja toisaalta laskeva tuottokäyrä viittaa heikkenevään talouteen. Laskevan tuottokäyrän vallitessa rahapolitiikka on vielä suhteellisen kireää heikkenevistä talousnäkymistä huolimatta esimerkiksi talouden tasapaino-ongelmien vuoksi.

Monissa maissa käytetään valtaosin kiinteitä korkoja eli rahoituksella on koko sopimuksen ajan sama nimelliskorko. Kuitenkin myös vaihtuvakorkoinen rahoitus on tavallista. Tällöin korko tarkistetaan suhteellisen lyhyin määräajoin, yleensä ainakin kerran vuodessa kyseisen lyhyen maturiteetin koron mukaan. Tällaisia korkoja sanotaan viitekoroiksi. On myös muita viitekorkoja kuin varsinaiset lyhyet markkinakorot. Esimerkiksi pankit voivat itse asettaa ja muuttaa viitekorkoa harkintansa mukaan. Suomessa aikaisemmin, 1990-luvulle saakka, käytössä olleen peruskorkojärjestelmän mukaan lähes kaikkien talletusten ja luottojen korko muuttui aina Suomen Pankin peruskoron muutosten yhteydessä.

Viitekorot ovat valtaosin vapaiden markkinoiden korkoja. Keskuspankit tai valtio eivät aseta niitä kehittyneissä rahatalouksissa. Suomessakin vanha valtiojohtoinen korkojärjestelmä katosi 1980- ja 1990-luvulla markkinoiden säännöstelyn poistuessa. Säännösteltyyn korkoon sidotulle rahoitukselle käy markkinoilla kuten mille tahansa hintasäännöstellylle tuotteelle: jos hinta on markkinoihin nähden liian kallis, kukaan ei osta sitä, ja jos se on liian halpa, kukaan ei myy sitä.

Viitekorkojen valintaan ja laskentaan liittyy paljon yksityiskohtia ja ongelmia, joihin ei tässä paneuduta (esim. miltä markkinoilta, mistä instituutioista, mistä instrumenteista, millä korkokaavalla viitekorot lasketaan?). Tällaiset ongelmat voivat tuntua pieniltä, mutta kun maailman rahoitusmarkkinoilla on viitekorkoihin sidottu tavattoman suuria määriä rahoitussopimuksia, vähäpätöisetkin ongelmat korostuvat. Viitekoroilla on keskeinen asema maailman valtavilla korkojohdannaisten markkinoilla. Vaikeutena ovat mm. markkinoiden muutosten vaikutukset laskennan yksityiskohtiin. Lontoon pankkimaailmassa laskettaviin kansainvälisiin liborkorkoihinkin on kohdistunut kritiikkiä ja väärinkäytöksiä, mutta tässä epätäydellisessä maailmassa vaikeaa on luoda paljon parempaakaan.

Maailman tärkeimmät viitekorot ovatkin Lontoossa keskeisille valuutoille päivittäin laskettavat liborkorot (London interbank offered rate). Ne ovat parhaiden pankkien välisiä vakuudettomia luottokorkoja. Periaatteessa kyseessä on pankkien välisen halvimman rahoitusmuodon korko, yleensä talletusmuotoisen luotonannon korko, mutta mm. Suomen markan heliborkorot laskettiin aikoinaan sijoitustodistuksista. Liborkorkoja sovelletaan laajasti maailmanmarkkinoilla. Lontoossa dollarille noteerattuja korkoja käytetään yleisesti myös Yhdysvaltain sisäisillä markkinoilla viitekorkoina. Euroalueelle luotiin vastaavat euriborkorot. Liborkorkojen mallin mukaan useimmissa maissa lasketaan samantapaisia kansallisia viitekorkoja, kuten Ruotsin stiborkorot.

Euriborkorot perustuvat euron käytön osalta muutamien kymmenien keskeisten pankkien välisten luottojen hintaan. Korkoja noteerataan lyhytaikaisina muutamiksi jaksoiksi, lähinnä 1, 3 ja 6 kuukautta ja 12 kuukautta. Noteeraukset tehdään sekä 360 että 365 päivän jaksoiksi. Euron käyttöön vuoden 1999 alussa siirryttäessä Suomen vanhoihin heliborkorkoihin sidotut vaateet siirrettiin erityislailla suoraan euriborehtoisiksi. Tasohyppäys oli hyvin pieni, prosenttiyksikön sadasosia, eikä se aiheuttanut käytännössä ongelmia. Eoniakorko (Euro overnight index average) on puolestaan euroalueen pankkien keskinäisten yön yli luottojen toteutunut painotettu keskikorko. Eoniakorko on keskeinen EKP:n rahapoliittisten operaatioiden ja pankkien päivittäisen likviditeetin hoidon kannalta, mutta viitekorkona yhden päivän korolla ei ole paljon merkitystä.

Yksi euriborkorkojen ja sitä vastaavien muiden korkojen ongelma on ollut, että korossa on näkynyt ajoittain voimakkaasti pankkien riskilisä, sillä korko on vakuudetto-

man lainan korko. Riskilisän vaihtelu on näkynyt siten myös mm. euriborkorkoihin sidottujen asuntolainojen koroissa. Korko on liikkunut tältä osin rahapolitiikasta riippumatta. Pankkien välisten (lähinnä valtioiden papereiden riskiin perustuvien) vakuudellisten luottojen ns. repokorko ei ole reagoinut pankkiriskeihin ainakaan vakaissa maissa.

Primekorko on pankin itsensä säätelemä viitekorko. Primekorkoja lasketaan kahdella eri periaatteella. Yhdysvalloissa primekorko oli aikoinaan parhaille yrityksille annetun noin 1–2 vuoden luoton korko. Käytännössä tämä määritelmä ei ole enää päde täsmällisesti, vaan Yhdysvalloissakin primekorko on hiukan epämääräinen pankkien asettama viitekorko. Euroopassa, mm. Saksassa, primekorko nimitystä on käytetty hyvin lyhytaikaisen, periaatteessa riskittömän markkinarahan korosta. Koska kyseessä on yön yli raha ja sen riskitekijä on pieni, on jälkimmäinen primekorko alempi kuin edellinen (kun korkotasot muuten ovat yleisesti ottaen samat).

Saksalaistyyppinen lähtökohta oli taustana, kun Suomessa otettiin käyttöön primekorot 1980-luvun lopulla. Lähtökohtana oli riskittömän yön yli rahoituksen hinta. Käytännössä primekorot ovat pankkien asettamia omia viitekorkoja, jotka kilpailevat markkinoilla muiden viitekorkojen, nimenomaan euriborkorkojen, kanssa. Primekoron merkitys on vähentynyt. Mainitun lähtökohtaeron vuoksi Suomen primekorot ovat alempia kuin Yhdysvaltain primekorot. Pankit voivat muuttaa primekorkoa vapaasti, mutta käytännössä markkinoiden kilpailu aiheuttaa sen, ettei pankki voi juuri ylirasittaa luottoasiakkaitaan. Primekorko liikkuu samaan tapaan kuin (6 ja 12 kuukauden) euriborkorko mutta sitä vähemmän. Siten korontarkistuspäivään liittyvä korkoepävarmuus ei ole asiakkaalle yhtä suuri.

Kumpi syntyy ensin, luotto vai sen rahoitus?

Rahatarkastelussa luotonanto toteutuu ensin ja talletus, raha, syntyy siitä. Näin on tulkittava koko kansantalouden tasolla yleensä pankkisektorin käyttäytymistä. Kuitenkaan yksittäisen pankin johtaja tai varsinkaan tavallinen kansalainen ei katsone asiaa yleensä näin päin, vaan hän näkee talletuksen pankkiin syntyvän ensin, ja näin muodostuva raha annetaan sitten lainoiksi. Pankinjohtajan näkemys on perusteltu hänen kannaltaan. Hänen on syytä mitoittaa myöntämänsä luotot talletuskehityksen näkymien mukaan. Taseteknisestihän kumpikaan erä ei toteudu ensin, ei pankin eikä koko kansantalouden tasolla, vaan luotot ja talletukset toteutuvat kirjauksina yhtä aikaa. Koko pankkisektorin luotonanto määrää kuitenkin pääosin koko pankkisektorin saaman talletuskehityksen. Tässäkin ilmiö näyttää koko kansantalouden tasolla erilaiselta kuin yksittäisen talousyksikön tasolla.

Rahoituslaitokset jaetaan rahalaitoksiin ja ns. muihin rahoituslaitoksiin (luottolaitoksiin). Luottolaitos ei luo rahaa, koska sen veloissa ei ole rahaeriä, ainakaan merkittävästi. Päinvastoin kuin pankki, se ei saa siten rahoitusta (talletusta) omalla luotonannollaan automaattisesti, itsestään syntyvänä. Sen on ensin hankittava rahoituksensa – tililleen raha pankkiin − obligaatioilla tai muilla markkinainstrumenteilla. Tällaista luotonantajaa sanotaan rahoituksen välittäjäksi. Sen luotto voi syntyä vasta, kun sillä on valmiiksi varoja sijoitettuna pankkitalletuksiksi. Luottolaitoksen luotonanto toteutuu siis rahalaitoksen tilien kautta siten, että talletus siirtyy pankissa luottolaitoksen tilitä luotonsaajan tilille. Merkittävää on siis, että – päinvastoin kuin rahalaitoksen antaessa luottoa – luottolaitoksen luotonanto ei lisää välittömästi kansantalouden rahamäärää.

Tämä muu luotonanto on yleensä kansantalouden vakauden kannalta ongelmattomampaa kuin rahaa luova luotonanto, johon liittyy useammin ylilyöntejä. Raha on vakauden kannalta tärkeämpi muuttuja kuin rahoitus. Ilman rahaa maksuliike ja koko talous pysähtyvät, kun taas muun rahoituksen katkos ei ole yhtä suuri ongelma. Tätä muuta rahoitustoimintaa ei julkisen vallan tule taata. Normaalit yritysriskit kuuluvat – ja niiden tuleekin kuulua – rahoitukseen. Eri asia on, että kriiseissä markkinapsykologia domi-

novaikutuksineen on usein sellainen, että pankkien ohella luottolaitoksiakin joudutaan joskus tukemaan ja pelastamaan.

Myös rahapolitiikan kannalta tämä ”ei-monetaarinen” luotonanto on vähemmän tärkeää, joskaan ei varmasti merkityksetöntä. Keskuspankin tulee huolehtia ensisijaisesti rahalikviditeetin pysymisestä hallinnassa pankkien luottojen rajoituksen kautta, mutta sen on seurattava myös laajojen rahoituserien kasvun pysymistä kohtuullisena. Pankkien luomalla likviditeetillä on melko selvä yhteys inflaatioon. Laajoilla luottoaggregaateilla, ts. yksityisen sektorin veloilla, on taas yhteys kansantalouden yleiseen rahoitustasapainoon ja mahdollisiin ylivelkaantumisongelmiin.

Rahoituslaitosten luotonannon lisäksi taloudessa on luotonottoa joukkovelkakirjoilla arvopaperimarkkinoiden kautta. Tällöin esimerkiksi kotitaloudet sijoittavat suoraan yritysten obligaatioihin ja osakkeisiin. Rahamäärä ei muutu; talletus vain siirtyy kotitalouden tililtä yrityksen tilille. Tällaisistakin instrumenteista yleensä suuri osa on pankkien ja muiden rahoituslaitosten ostamia, joten ne sisältyvät laajoihin rahoituslaitosten luottokäsitteisiin (eivät kuitenkaan yleensä osakesijoitukset). Tyypillisesti arvopapereista melkoinen osa on myös ulkomaisilla sijoittajilla. Pitkäaikaisessa rahoituksessa puhutaan myös pääomamarkkinoista. Eri markkinoita ja rahoituslaitoksia koskeva käsitteistö on jonkin verran häilyvää ja eri yhteyksissä erilaista.

Rahamarkkinoiden tasapaino

Usein puhutaan rahamarkkinoiden tasapainosta, samoin rahoitusmarkkinoiden tasapainosta tai yleisesti kansantalouden rahoitustasapainosta. Nämä ovat hiukan epämääräisiä luonnehdintoja siitä, missä määrin kansantalouden rahoituskehitys on ongelmatonta. Periaatteessa markkinat ovat tasapainossa silloin, kun kysyntä ja tarjonta vastaavat toisiaan, eikä hinta voimakkaasti liiku. Käytännössä tulkinta on väljempi.

Rahamarkkinoista voidaan puhua suppeassa ja laajassa mielessä. Suppeimpina rahamarkkinat sisältävät vain pankkien väliset (ml. keskuspankin osallistuminen) likviditeetin tasausoperaatiot. Yleensä kuitenkin rahamarkkinat tarkoittavat lähinnä pankkien välisiä sekä pankkien ja suurten yritysten välisiä lyhytaikaisten kotimaanrahan määräisten sijoitusten markkinoita. Väljimmillään rahamarkkinoilla voidaan tarkoittaa koko rahalaitossektorin toimintaa, siis mukaan lukien yleisön talletus- ja luottokehitys. Yleensä termiä käytetään suppeahkossa merkityksessä. Rahamarkkinat ovat tasapainossa, kun rahamarkkinoilla ei jouduta turvautumaan normaalista poiketen marginaalirahoitukseen, eli keskuspankkirahoitukseen tai ulkomaiseen rahoitukseen, ja korkokehitys on rauhallista.

Rahoitusmarkkinat on rahamarkkinoita epämääräisempi termi mutta joka tapauksessa varsin laaja käsite. Rahoitusmarkkinat kattavat ainakin kaikkien rahoitus- ja luottolaitosten sekä sijoitusrahastojen ja vakuutuslaitosten toiminnan ja usein myös arvopaperimarkkinat ja johdannaismarkkinat. Kun puhutaan rahoitusmarkkinoiden tasapainosta, saatetaan tarkoittaa näiden rahoituslaitosten ja markkinoiden rahoituksen lähteiden ja käytön vakaata kehitystä, mutta ilmaisulla voidaan viitata myös koko kansantalouden rahoitustasapainoon.

Kansantalouden rahoitustasapaino on väljä ja monimerkityksinen termi, jolla kuvataan sitä, missä määrin kansantalouden rahoituskehitys vastaa toivottua. Jos kansantalouden rahoitusmuuttujat ja siihen välittömästi liittyvät ilmiöt, mm. inflaatio, kehittyvät ongelmattomilta näyttäviä uria, rahoitustasapaino on hyvä. Se on huono, jos rahoituskasvu on erilaisten paineiden alaista ja liiallista – joskus liian vaimeaakin – eli rahoitus aiheuttaa taloudelle vaikeuksia.

Puhutaan myös maan sisäisestä ja ulkoisesta rahoitustasapainosta. Sisäinen rahoitustasapaino viittaa siihen, että kotimainen rahoituskasvu ja erityisesti pankkien luotot ja talletukset (rahamäärä) kehittyvät kohtuullisesti ja inflaatio pysyy hintavakaudelle asete-

tussa tavoitteessa. Yleisemmin kansantalouden sisäinen tasapaino viittaa rahoituskehityksen ja inflaation ohella myös muihin reaalipuolen tasapainoilmiöihin, lähinnä työllisyystilanteeseen ja valtiontalouteenkin. Ulkoinen tasapaino taas kertoo, missä määrin ulkomainen vaihtotase, valuuttavaranto ja ulkomainen velkaantuminen ovat tavoitteen mukaisia eli vaihtotase yleensä lähellä nollaa ja valuuttakurssi ilman paineita.

Luonnollinen korko ja diskonttauskorko

Kansantalouden rahoitustasapaino määräytyy varsin pitkälle korkotason mukaan. Runsaan sadan vuoden ajan on puhuttu ruotsalaisen Knut Wicksellin esittämästä ns. luonnollisesta korosta tai neutraalista korosta. Luonnollinen korko on teoreettinen käsite, jolle on laadittu monia yksityiskohtaisia määritelmiä. Perusajatus on kuitenkin, että se on korko, joka turvaa kansantalouden rahoitustasapainon.

Wicksell itsekin määritteli luonnollisen koron kolmella tavalla: 1) korkona, joka yhdenmukaistaa talouden säästämisen ja investoinnit, 2) korkona, joka vastaa pääoman rajatuottavuutta, ja 3) korkona, joka turvaa hintavakauden. Luonnollinen korko liittyy siis kansantalouden tasapainoon, se liittyy pitkän aikavälin kehitykseen, ja sille on ominaista, ettei se pysy vakiona, vaan muuttuu teknisen kehityksen ja tuottavuuden muutosten mukana. Luonnollisen koron teoreettisuutta osoittaa se, että nämä sen eri piirteet eivät yleensä toteudu käytännössä yhtä aikaa, vaikka ne pitkällä aikavälillä menevätkin keskimäärin lähelle toisiaan.

Neutraalia korkoa on käytetty rahapolitiikassa viime vuosikymmeninä edellistä suppeammassa merkityksessä eli periaatteessa korkona, joka toteuttaisi vakaassa tilassa rahapolitiikan inflaatio- ja kasvutavoitteet. Luonnollisen koron määrittely on tullut entistä teoreettisemmaksi ja korko lyhytaikaiseksi. Luonnollinen korko on saattanut merkitä mm. korkoa, joka vastaa kotitalouksien aikapreferenssiä (halukkuutta siirtää kulutusta ajassa) tai pääoman rajatuottavuutta. Käytännössä neutraali korko tai tasapainokorko on säilynyt epäselvänä käsitteenä. Sen käyttö rahapolitiikan analyysissä on painottunut Yhdysvaltoihin. Erityisesti tämän koron vaihtelu talouden tilan mukaan on tehnyt siitä epämääräisen. Rahapolitiikan tekijät ovat esittäneet neutraalin koron määrittelystä ja kulloisestakin tasosta erilaisia näkemyksiä.

Diskonttaustekijä puolestaan on tietty korko, joka auttaa muuttamaan – alentaa – tulevaisuudessa lankeavat tulot ja menot vertailukelpoisiksi nykyisessä rahassa. Kysymys on aikapreferenssistä eli siitä, miten ihminen arvostaa eri aikoina tulevia tai meneviä maksuja. Eri aikoina lankeavia maksuja ei voi suoraan verrata tai laskea yhteen. Mitä kauempana tulevaisuudessa maksu on, sitä pienempi on sen diskontattu nykyarvo. Näinhän ihmiset asian todella kokevatkin, vaikka aikapreferenssissä on yksilöllisiä eroja. Jos kansalaiselle luvataan 10 000 euroa heti tai 10 000 euroa vuoden kuluttua, hän ottaa rahat heti. Kuitenkin jos vaihtoehdoksi vuoden kuluttua luvataankin 10 500 euroa, kansalainen varmaan miettii, ellei satu olemaan rahapulassa. Jos hänelle luvataan 10 000 euroa vasta kymmenen vuoden kuluttua, hän tyytyy mielellään selvästi pienempään summaan, joku ehkä jopa puoleen ja vähempäänkin, jos saa rahat heti.

Mitä vahvempi aikapreferenssi on, sitä korkeampi tulevien maksujen alentamisessa käytettävä diskonttauskorko on ja sitä pienempi on samalla aikavälillä maksun nykyarvo. Jo 5 prosentin korolla diskontaten rahoituserän nykyarvo laskee nopeasti vuosien lisääntyessä. Normaali tilanne vapaiden korkojen markkinoilla on periaatteessa se, että diskonttauskorkona on markkinakorko, jolloin lainan korko- ja kuoletusmaksujen nykyarvo vastaa lainan nimellisarvoa. Jos korot ja kuoletukset eivät ole jostakin syystä markkinaehtoisia, tämä yhteys ei päde. Tällöin lainan nimellisarvo ei vastaa sen todellista arvoa. Sijoittajan kannalta tärkein muuttuja ei siis ole velkasopimuksen nimellisarvo, vaan se, kuinka paljon velasta tulee kuoletuksia ja korkoja nykyarvoisina.

Rahasumma kaksinkertaistuu 7 prosentin korolla (korkoa korolle laskien) noin 10 vuodessa, eli jos käytetään 7 prosentin korkoa diskonttaustekijänä, 10 vuoden kuluttua

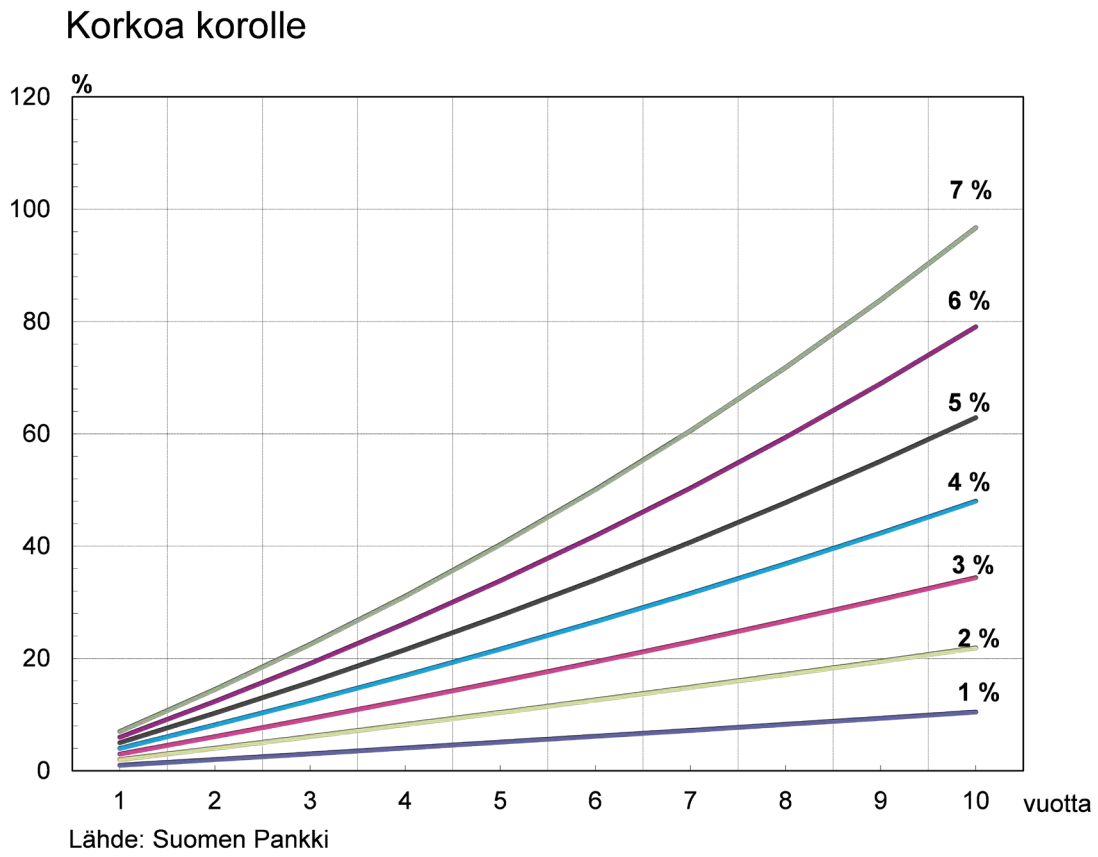
saatavan rahasumman nykyarvo on vain puolet sen nimellisarvosta (kuvio 3). Asian voi ajatella toisin päin niin, että 10 vuoden päästä tarvittavaan rahasummaan pääsee sijoittamalla nyt puolet tuosta summasta 7 prosentin korolla. Vastaavasti 4 prosentin korolla 10 vuoden päästä saatavan rahasumman nykyarvo on noin 2/3 ja 1 prosentin korolla lähes 90 %.

Diskonttauskorko on syytä erottaa termistä diskonttokorko, joka on jäänyt vanhahtavaksi nimitykseksi lähinnä joillekin keskuspankkien soveltamille koroille. Diskonttokorko liittyy ns. diskonttopapereihin, joissa luotto annetaan täydestä 100 prosentista alennettuna siten, että korko veloitetaan jo etukäteen paperin hinnasta luoton noston yhteydessä. Suomen Pankki rediskonttasi rediskonttokorolla aikoinaan 1970-luvun alkuun saakka pankkien diskonttaamia vekseleitä eli antoi pankeille luottoa käyttäen vakuutena yritysten vekseleitä, jotka pankki oli diskontannut.

Suurissa, pitkävaikutteisissa investoinneissa diskonttauksessa käytettävällä korolla on huomattava merkitys, koska menot toteutuvat pääosin alkuvaiheessa mutta tulot hitaasti ja osin ehkä vasta vuosikymmenien päästä. Käytettävä diskonttaustekijä voi olla käytännössä hankala määritellä. Periaatteessa se olisi jonkinlainen wickselliläinen tasapainokorko. Diskonttauskorko on laskettavissa keskipitkälle ajanjaksolle markkinoiden korko-odotusten pohjalta, mutta pitkälle tulevaisuuteen odotukset ovat epävarmoja. Usein joudutaan tyytymään harkinnanvaraiseen ratkaisuun. Laskelmassa käytettävän koron nousu heikentää nopeasti projektin kannattavuutta. Sadan vuoden päästä tulevan tulon tai lankeavan maksun nykyarvo on käytännössä olematon.

Esimerkiksi metsän istutus- ja hoitomenoja on arvosteltu siitä, että vasta lähes sadan vuoden päästä tulevien tuottojen nykyarvo ei vastaa nykyisiä kuluja. Tällaiset pitkän aikavälin arvioinnit ovatkin hankalia. Tuntuu terveen järjen vastaiselta, että metsät kannattaisi jättää istuttamatta istutuskulut säästääkseen. Vielä ilmeisempi on tuottolas-

Kuvio 3.



kelmien ongelmallisuus ympäristönsuojelun kustannuksia arvioitaessa. Finanssikonservatiivit kritisoivat mielellään ympäristö- ja ilmastomenoja, joilla saadaan − arvioitaessa niiden tuomia etuja kauas vuosikymmenien päähän − nykyhetkeen diskontattuina ehkä vain epämääräisen vähäisiä tuottoja. Ympäristö- ja ilmastonmuutoskysymyksissä tarvitaan rahamääräisiä arvioita, mutta niiden merkitys on rajallinen, koska kysymyksessä ovat arvot, joita ei voida pohjimmiltaan arvioida rahassa. Ylipäätään talouskehityksen arviointi ja taloudellisten laskelmien teko vuosikymmenien päähän on hyvin epävarmaa.

Valuutta

Valuuttamarkkinat

Kansallisia rahoja sanotaan yleensä valuutoiksi silloin, kun niistä puhutaan kansainvälisessä yhteydessä. Pienen, rahataloudeltaan heikon maan raha ei välttämättä nouse kunnolla valuutaksi, ei varsinkaan, jos rahan ulkomainen käyttö on vahvasti säännösteltyä. Rahalla ei käydä valuuttakauppaa juuri yli sen minimin, minkä maan ulkomaankauppa ja sallitut valuuttatoimet edellyttävät. Epävirallisen valuuttakaupan laajenemista estää erityisesti se, ettei rahalle saada likviditeettitukea säännöstelevän maan kansallisilta rahamarkkinoilta. Tiukan säännöstelyn vuoksi jopa Kiinan juanilta puuttuivat toimivat kansainväliset markkinat pitkään vielä maan noustua talousmahdiksi. Kuitenkin juania vaihdettiin lisääntyvästi vahvojen rajoitusten aikanakin maailmanmarkkinoilla.

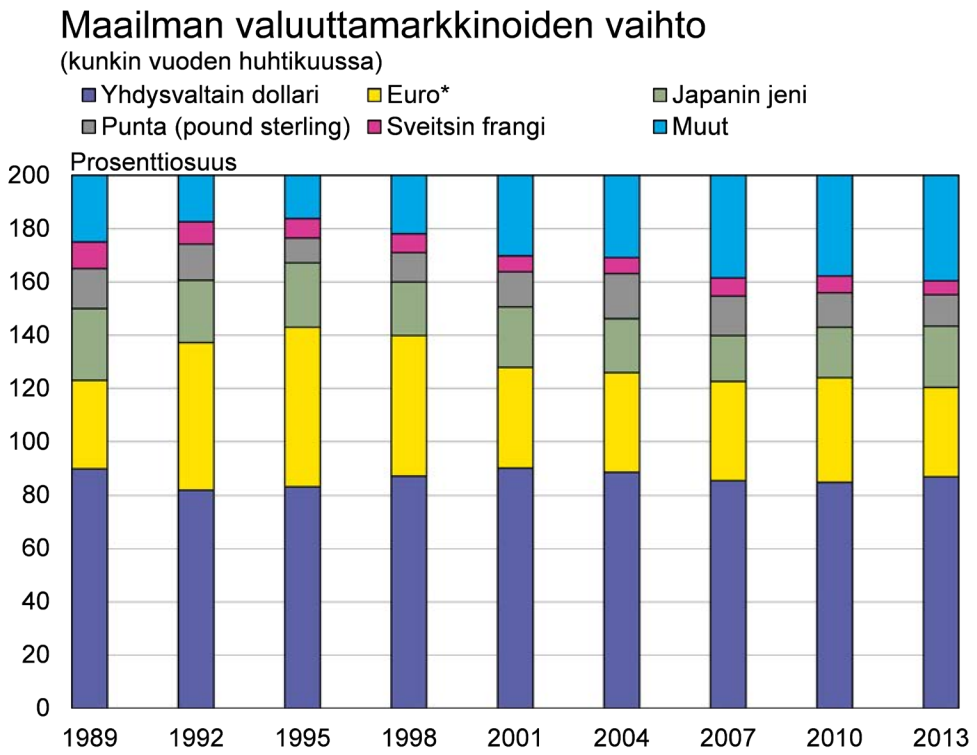
Kiinan raha on erikoinen sikälikin, että rahan perusyksikön nimi juan poikkeaa rahan virallisesta nimestä renminbi, kansanraha. Käytännössä nimet tarkoittavat siis samaa. Yleensä rahan yleisnimi on sama kuin sen perusyksikkö: euro, dollari, markka. Englannin rahasta käytetään joskus punnan rinnalla nimitystä sterling, mikä merkitsee rahahopeaa. Monien rahojen suomenkieliset nimitykset ovat hiukan häilyvät. Eri maiden rahojen nimityksille on annettu kielenhuollon suositukset. Valuutoista käytetään eri yhteyksissä erilaisia lyhenteitä. Markkinoilla yleisesti käytetty lyhenne on kolmikirjaiminen, ja siinä kaksi ensimmäistä osoittavat maan ja viimeinen on yleensä rahan nimen etukirjain: USD, EUR, JPY, GBP, SEK, NOK, DKK.

Keskeisten länsimaiden ja Japanin valuutoilla on suuret ja monimuotoiset kansainväliset markkinat, jotka keskittyvät ennen kaikkea Lontooseen, New Yorkiin ja Tokioon. Aasiassa on muitakin tärkeitä keskuksia, kuten Singapore ja Hongkong. Markkinat ovat kuitenkin maailmanlaajuiset. Niillä käydään kauppaa kellon ympäri: kauppa alkaa meidän aikaamme aamuyöllä Aasiassa, ja kun Aasiassa lopetellaan, Euroopassa aloitetaan, ja kun Euroopassa lopetetaan, Amerikassa aloitetaan, ja siellä lopetetaan yöllä meidän aikaamme. Osallistujia on tavattoman paljon, mutta käytännössä suurten keskusten suuret pankit toimivat valuuttakurssien suunnannäyttäjinä. Valuuttakurssit, korot ja tavaton määrä muuta tietoa on näkyvissä ajantasaisina markkinatietojärjestelmien (Reuters, Bloomberg ym.) näyttöruuduilla.

Yhdysvaltain dollari on ylivoimaisesti tärkein kansainvälinen valuutta, maailman yleisraha, oikeastaan myös rahojen raha. Dollarin asemaa korostaa, että se on keskeinen ns. vehicle currency, välitysvaluutta, eli valuuttamarkkinoiden vaihdon väline. Kun esimerkiksi kruunuja vaihdetaan pesoiksi, kruunut vaihdetaan ensin dollareiksi ja sitten dollarit pesoiksi. Vaikka vaihtoja on kaksi, näiden dollarikauppojen osto- ja myyntikurssien erot ovat laajojen markkinoiden ansiosta niin pienet, että kiertotie kannattaa. Vaihtoja, joissa dollari ei ole osapuolena, on ollut vain viidesosa maailman valuutanvaihdoista (kuvio 4). Euro on toiseksi tärkein valuutta ja myös välitysvaluutta Euroopan lähialueilla. Euroksi muuttuneiden valuuttojen paino oli 1990-luvulla suuri niiden keskinäisen vaihdon vuoksi, joten euroalueeseen siirtyminen ei heikentänyt euromaiden valuutan asemaa. Japanin jeni, Englannin punta ja Sveitsin frangi ovat vähemmän tärkeitä. Perinteisten valuuttojen asema on yhä hallitseva, mutta kehittyvien maiden rahojen merkitys lisääntyy. Kiinan juan kasvattaa nopeasti osuuttaan säännöstelyn keventyessä, mutta vielä 2010-luvun puolivälissä sen osuus oli vain muutamia prosentteja.

Valuuttamarkkinoilla vaihdetaan eri rahojen määräisiä talletuksia ja tehdään johdannaiskauppoja. Pankit toteuttavat pääosan valuuttakaupoista ja käyttävät myös pörssien ulkopuolisia ns. OTC-johdannaisia (over-the-counter, tiskin yli). Näitä voi räätälöidä kuhunkin tarpeeseen sovitettuina erillisen sopimuksen mukaan. Pörsseissä käydään valuuttakauppaa standardoiduilla johdannaissopimuksilla eli futuureilla ja optioilla. Setelien vaihto on mitätön osa valuuttakauppaa. Setelien maastaviennille on asetettu rajoi-

Kuvio 4.



* Ennen vuotta 1999 euromaiden valuuttojen yhteenlaskettu osuus.
Vaihtojen summaksi on merkitty 200%, koska jokaisessa vaihdossa on kaksi valuuttaa.
Lähde: BIS, Triannal Bank Survey (huhtikuu 2013).

tuksia rahanpesun estämiseksi. Rahanpesussa rikoksista hankittua setelistöä muutetaan muodollisin operaatioin ikään kuin laillisesti hankituiksi tuloiksi ja talletuksiksi.

Valuuttoja vaihdetaan yleensä joko avistakauppana (spot) tai termiinikauppana (forward). Lisäksi voidaan tehdä muita, kuten swapkauppoja, joissa tehdään yhtä aikaa vastakkainen avista- ja termiinikauppa, ja valuuttaoptioita, joissa valuutanvaihto on myöhemmin valinnanvarainen. Näiden ohella tehdään arvopapereihin liittyviä valuutanvaihtosopimuksia, joita niitäkin sanotaan swapeiksi. Arvopaperimarkkinoiden swapissa ei kysymys ole varsinaisesta valuuttakaupasta vaan siitä, että osapuolet vaihtavat määräajaksi tai pysyvästi arvopaperin valuuttaehdon. Käytännössä siis dollarivaateen omistaja alkaa hoitaa euromaksuja ja eurovaateen omistaja dollarimaksuja. Swap (vaihtokauppa) on yleistermi, jota käytetään valuutta- ja rahoitusmarkkinoilla erilaisten vaihtojen yhteydessä. Näistä eri operaatioista on tehty myös yhdistelmiä.

Avistakauppa ja yksinkertainen ns. outright-termiinikauppa ovat pääosin samanlainen operaatio, ja niiden välinen raja on sopimuksenvarainen. Kummassakin valuuttapositio vaihtuu sopimushetkellä mutta likviditeettii muuttuu eli talletusten vaihto toteutuu viivästymän kuluttua. Avistakaupassa valuuttapositio vaihtuu siis heti kaupantekopäivänä, mutta talletukset vaihdetaan pääasiassa toisena pankkipäivänä sen jälkeen eli ns. arvopäivänä, jonka mukaan ne tulevat myös taseisiin. Vaihto voidaan sopia seuraavaksikin päiväksi. Jos likviditeetti vaihdetaan jo kaupantekopäivästä seuraavana päivänä, on kyseessä overnight-kauppa (O/N-kauppa). Jos kauppa toteutetaan huomisesta ylihuomiseen, se on ns. tom-next-kauppa (T/N-kauppa). Nämä sisällytetään avistakauppoihin. Termiinikaupassakin valuuttapositio vaihtuu heti, mutta likviditeetin vaihto toteu-

tuu vasta kolmantena päivänä tai myöhemmin. Termiinikaupassa siis sovitaan valuutan ostosta tai myynnistä joskus tulevaisuudessa, mutta valuuttakurssi määrätään etukäteen jo nyt. Termiinimarkkinat ulottuvat vilkkaina ainakin vuoden päähän.

Avista- ja termiinikaupassa yritys ostaa esimerkiksi dollarit toiselta yritykseltä tai pankilta eurotalletuksellaan ja saa ne dollaritalletukseksi avistakaupassa ylihuomenna ja termiinikaupassa myöhemmin. Näissä valuuttakaupoissa muuttuu yhtä aikaa aina neljä valuutta-asemaa: ostajalla kaksi ja myyjällä kaksi. Kummankaan valuutan nettoasema ei muutu, eli dollareita on markkinoilla edelleen sama määrä, samoin euroja. Vaihdon yhteydessä euron valuuttakurssi on hiukan heikentynyt ja dollarin vahvistunut, koska aloite tuli dollareiden kysynnästä. Tosin käytännössä näkyvään kurssimuutokseen vaaditaan maailman valuuttamarkkinoilla ehkä miljardien valuuttatoimi. Jos pankki ei halua pitää muuttuneita valuutta-asemia, se ostaa dollarivelan kattamiseksi dollareita myymällä euroja avista- tai termiinimarkkinoilla.

Valuuttamarkkinoiden swap on tosiasiassa korkoinstrumentti, eli sillä vaihdetaan valuutan korko määräajaksi toisen valuutan korkoon. Tämä toteutetaan siten, että toinen valuutta ensin myydään avistakauppana ja sitoudutaan ostamaan se takaisin samalla sovittavaan termiinikurssiin – joka määräytyy korkoerosta – määräajan kuluttua. Tässä valuuttamarkkinoiden swapkaupassa ei osapuolien kumpikaan valuuttaasema sopimusaikana muutu. Kuitenkin korkotulo vaihtuu avistalla myydyn valuutan korosta avistalla ostetun valuutan korkoon. Kysymyksessä on siis kahden osapuolen määräaikainen valuuttalaina toisilleen kuitenkin niin, ettei kummallakaan ole valuuttakurssiriskiä. Valuuttamarkkinoiden swap on laajasti käytetty instrumentti.

Valuuttamarkkinoiden futuurisopimus on luonteeltaan samantapainen kuin termiinisopimus, mutta se on standardoitu pörssi-instrumentti, jolla on myös jälkimarkkinat. Valuuttafutuureja ei saa miksi tahansa ajaksi tulevaisuuteen, kuten pankkien OTC-termiinisopimuksia, vaan pörssisopimuksilla on määrätyt erääntymispäivät. Futuureja on saatavissa vain tärkeimpien valuuttojen määräisinä.

Optiosopimuksessa valuuttakauppa on ehdollinen: option ostaja saa valita, vaihtaako sopimuksen eräpäivänä valuutan optiossa sovittuun kurssiin vai ei. Ostaja saa siis termiinisopimukseen verrattuna toteutuneen valuuttakurssivoiton mutta ei kärsi mahdollista tappiota. Tästä edusta joutuu maksamaan ja sitä enemmän, mitä edullisemman kurssin haluaa. Kysymyksessä on tavallaan valuuttakurssia koskeva vakuutus. Ostooptio (call optio) antaa oikeuden ostaa jotakin sovittuun hintaan ja myyntioptio (put optio) oikeuden myydä jotakin sovittuun hintaan. Amerikkalaiseksi kutsutussa optiossa option voi toteuttaa milloin tahansa sen voimassaoloaikana, kun taas eurooppalaisen option voi toteuttaa vain eräpäivänä. Varsinaisten optiosopimusten ohella optiosta on tullut tärkeä yleinen rahoitusmarkkinakäsite, sillä monet rahoitusmarkkinoiden ilmiöt voidaan tulkita luonteeltaan optioiksi.

Äkkiä ajatellen option kirjoittaja, siis optiosta vastaava, tuntuu ottavan suuren kurssiriskin. Näin ei kuitenkaan yleisesti ole. Option kirjoittajalla on useita mahdollisuuksia suojata oma asemansa. Yksinkertaisimmin tämä käy ostamalla vastaava optio, mutta tämä ei liene usein tarkoituksenmukaista. Kirjoittaja voi rakentaa suojauksen myös muuten. Blackin ja Scholesin kattamiskaavan mukaan perusidea option suojauksessa on varsin yksinkertainen. Kirjoittaja suojaa jatkuvasti vaihdellen sen osan optiopositiostaan, joka vastaa option toteutuksen todennäköisyyttä. Jos optiolla suojattu kurssi on option toteuttamisen tasolla (in the money) tai lähellä sitä, option riskistä on syytä kattaa valtaosa ja jos kurssikehitys on sellainen, ettei optio näytä tulevan maksettavaksi (out of the money), sitä ei kannata suojata juuri ollenkaan. Yllättävä, nopea kurssimuutos on tietysti suojauksen kannalta hankala, mutta sellaiset ovat harvinaisia suurten valuuttojen tapauksessa.

Avista- ja outright-termiinisopimuksilla sekä arvopaperimarkkinoiden swapeilla on periaatteessa suora vaikutus valuuttakurssiin. Optioiden vaikutus kurssiin tulee samansuuntaisena mutta vaimenneena sitä mukaa kuin sen kirjoittaja joutuu riskinsä katta-

maan. Valuuttaspekulaatiotilanteessa kaikilla suojaus- ja spekulaatio-operaatioilla on suuri merkitys valuuttakurssipaineille.

Valuuttainterventiot, termiinikauppa

Länsimaiden keskuspankit tekevät nykyisin valuuttainterventioita hyvin harvoin, joten valuutat kelluvat vapaasti. Muualla maailmassa kiinteä tai muuten ohjattu valuuttakurssi on tavallinen, jolloin keskuspankki joutuu yleisesti intervenoimaan eli myymään tai ostamaan valuuttaa omaa rahaansa vastaan. Valtaosin käytetään avistainterventioita, jotka ovat normaaleja valuuttakauppoja yleensä oman maan liikepankkien kanssa. Interventioitaan varten keskuspankilla on valuuttavarantoa, valuuttareservejä. Valuuttavaranto muodostuu pääosin lyhytaikaisista talletuksista ja rahamarkkinasijoituksista reservivaluuttamaahan. Interventioissa näitä talletuksia ostetaan ja myydään.

Swap-operaatio on se tavallinen väline, jolla myös keskuspankit lainaavat valuuttavarantoja toisilleen. Ulkomaanvaluuttaa tarvitseva keskuspankki saa määräajaksi reservejä ja antaa vastapuolelle tavallaan vakuudeksi omaa valuuttaansa. Valuuttoja lainaksi antava keskuspankki ei missään vaiheessa ota tästä reservien lainaamisesta valuuttakurssiriskiä, koska myös takaisinostokurssi on sovittu. Myös EKP on ajoittain tukenut euroalueen pankkeja dollarilikviditeetillä. Taustalla eivät ole olleet ensisijaisesti euroopalaisten pankkien sijoitukset Yhdysvaltoihin (tämän rahoituksen turvin) vaan se, että amerikkalaiset rahamarkkinarahastot ovat vetäneet euroalueen pankeista dollarisijoituksiaan. Yhdysvaltain keskuspankki (Federal Reserve System, Fed) on lainannut swap-operaatiossa dollareita EKP:lle, joka on sitten antanut dollaritukea euroalueen pankeille.

Keskuspankit käyttävät valuuttapolitiikassaan ajoittain termiini-interventioita avista-interventioiden ohella. Termiini-interventiossa valuuttainterventiot eivät näy julkisuuteen keskuspankin taseessa ennen kuin termiinisopimuksen pituuden mukaisen viipeen kuluttua. Oleellista onkin, että termiinikauppa ei ole pelkkä valuuttakauppa, vaan siihen liittyvällä likviditeetin vaihdon viipeellä on suuri merkitys. Keskuspankeissa termiini-interventiota voidaankin käyttää joskus avomarkkinaoperaatioiden vaihtoehtona. Näitä käsitellään tuonnempana julkaisussa.

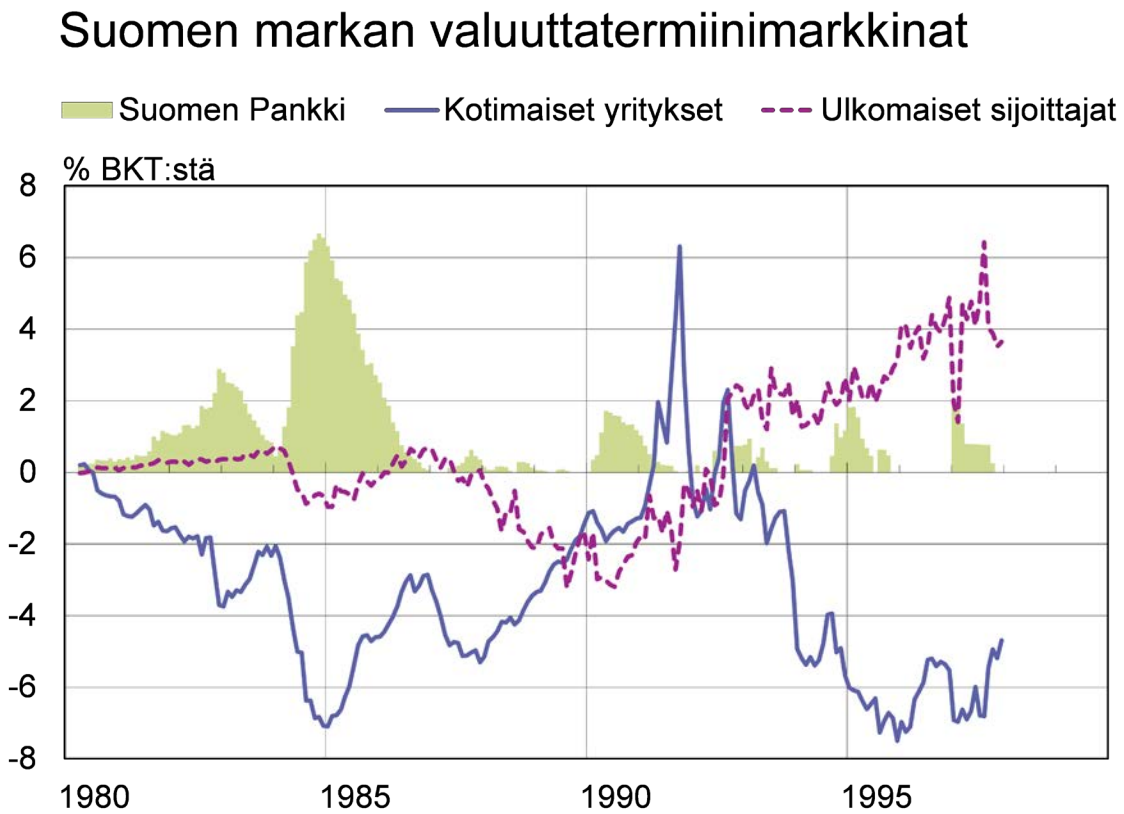
Jo tässä vaiheessa on syytä tarkastella valuuttatermiinikauppojen likviditeettivaikutuksia. Niillä on suuri merkitys erityisesti kiinteää valuuttakurssia käyttäville maille. Näin oli mm. Suomen raha- ja valuuttapolitiikassa 1980–1990-luvulla (kuvio 5).

Valuuttatermiinimarkkinat laajenivat Suomessa 1980-luvun alussa erittäin nopeasti markkinoiden vapautuessa. Markan korkean koron myötä suomalaiset yritykset myivät tuolloin valuuttoja eli ostivat markkoja termiinisopimuksin ja Suomen Pankki osti pankeilta pääosin nämä valuutat termiinisopimuksilla. Vastakkaissuuntainen kaupankäynti näkyy voimakkaana devalvaatiospekulaatioissa vuosina 1991 ja 1992. Termiinisopimuksilla oli helppo spekuloida, ja Suomen Pankin interventioiden määrät olivat suuria, jopa miinus 7 prosentista plus 6 prosenttiin BKT:stä. Ulkomaalaiset pelasivat markan puolesta vuoden 1992 kellutukseen asti, mutta pitivät sen jälkeen asemansa markan vastaisena, kun taas suomalaiset sijoittivat markkaan termiinimarkkinoillakin.

Ulkomaankaupassa viejät ja tuojat suojaavat yleisesti kauppasopimuksiaan siten, että vaihtavat jo etukäteen ulkomaanvaluutan määräiset sopimuksensa kotimaanvaluuttaan. Viejät kattavat valuuttamääräisiä vientisaamisiaan myymällä tulossa olevaa ulkomaanvaluuttaa termiinisopimuksin, esimerkiksi kolme kuukautta etukäteen, ja tuojat kattavat tuontisopimuksiaan ostaen valuuttaa termiinisopimuksin etukäteen. Tulevaisuudessa sovellettava vaihtokurssi, termiinikurssi, sovitaan sopimushetkellä. Se saadaan jokseenkin täsmällisenä markkinoilta.

Myydessään kolmen kuukauden kuluttua tulossa olevat dollarit termiinisopimuksella pankille viejä tietää saavansa tuolloin termiinikurssin mukaisen määrän kotimaanvaluuttaa. Pankki saa sopimuksesta heti valuuttakurssiriskin; se tietää saavansa kolmen kuu-

Kuvio 5.



Kauppa markkaa vastaan näkyy käyrän nousuna
(+ nettoasema markkaa vastaan, – nettoasema markan puolesta).
Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

kauden kuluttua dollareita, mutta ei tiedä niiden kurssia. Pankilla on lähinnä kaksi mahdollisuutta suojata tilanne. Se voi tehdä vastakkaisen termiinisopimuksen eli myydä termiinimarkkinoilla nämä dollarit. Toisaalta se voi ottaa kolmen kuukauden dollarilainan, jonka se vaihtaa heti kotimaanvaluutaksi. Näin se voi kolmen kuukauden kuluttua viejältä saamillaan dollareilla maksaa lainan. Pankin kannalta on nyt samantekevää, miten dollarin kurssille seuraavien kolmen kuukauden aikana käy.

Edellisellä katetavalla ei ole välitöntä rahamarkkinavaikutusta, jälkimmäisellä on: talouden kotimainen likviditeetti lisääntyi. Jos maa, kuten Suomi 1980-luvulla, harjoittaa kiinteän valuuttakurssin politiikkaa, keskuspankki joutuu reagoimaan näihin tilanteisiin. Edellisessä tapauksessa keskuspankki ostaa todennäköisesti pankin myymät termiinidollarit, jotka tulevat valuuttavarantoon vasta termiinisopimuksen eräännyttyä. Jälkimmäisessä tapauksessa keskuspankki ostaa dollaritalletuksen valuuttavarantoonsa heti ja luovuttaa pankille vastaavasti kotimaanrahaa.

Tuojan operaatioissa kaikki menee päinvastoin. Avistasuojauksessa valuuttavaranto supistuu heti ja likviditeetti kiristyy, termiinisuojauksessa molemmat muutokset viivästyvät. Sen mukaan, ovatko viejien vai tuojien intressit suojaukseen suuremmat, valuuttakurssi tai -varanto pyrkii vahvistumaan tai heikkenemään. Toisaalta sen mukaan, käyttävätkö pankki ja keskuspankki avista- vai termiinioperaatioita, markkinoiden likviditeetti ja valuuttavaranto muuttuvat heti tai myöhemmin.

Valuuttakurssit ja valuuttaindeksit

Usein puhutaan valuutan sisäisestä ja ulkoisesta arvosta. Sisäinen arvo viittaa siihen, missä määrin valuutta on altis inflaatiolle. Vahvalla ja vakaalla valuutalla viitataan yleensä positiivisesti nimenomaan sisäiseen arvoon ilman inflaatiota. EU:n tavoitteena oli luoda vahva ja vakaa euro (ecu). Valuutan ulkoinen arvo on epämääräisempi, mutta se viittaa valuuttakurssin tasoon. Ulkoisesti vahva valuutta on valuuttakurssiltaan yliarvostettu, kallis, ja heikko valuutta on aliarvostettu, halpa. Myös kurssiltaan epävakaata valuuttaa voidaan sanoa heikoksi. Ulkoiselta arvoltaan vakaa valuutta taas on vakaa kurssiltaan. Sisäiseltä arvoltaan vahva ja vakaa valuutta ei ole tällainen välttämättä ulkoiselta arvoltaan, vaan voi olla välillä heikkokin. Usein se on kuitenkin jonkin verran yliarvostettu.

Valuuttakurssi syntyy kelluvien kurssien järjestelmässä vapaasti markkinoilla valuuttojen kysynnän ja tarjonnan tasapainosta. Kiinteän kurssin järjestelmässä julkinen valta asettaa kurssin, joka sekin on tavallaan markkinakurssi, jos valuuttakauppa on vapaata, mutta keskuspankki joutuu (korkopolitiikan ohella) omilla ostoillaan ja myynneillään huolehtimaan siitä, että tavoiteltu kurssitaso pysyy oman valuutan tasapainohintana.

Valuuttakurssi on rahojen välinen hinta. Se on monimuotoinen ilmiö. Kun puhutaan valuuttakurssista, tarkoitetaan yleensä rahan nimellistä (avista)kurssia suhteessa yhteen tai useaan ulkomaanvaluuttaan. Rahalla on valuuttakurssi kaikkiin muihin rahoihin nähden, ja lisäksi valuuttakurssi voidaan määritellä suhteessa valuuttojen kokoelmaan, valuuttakoriin. Useimpien valuuttojen tärkein yksittäinen kurssi on valuutan dollarikurssi.

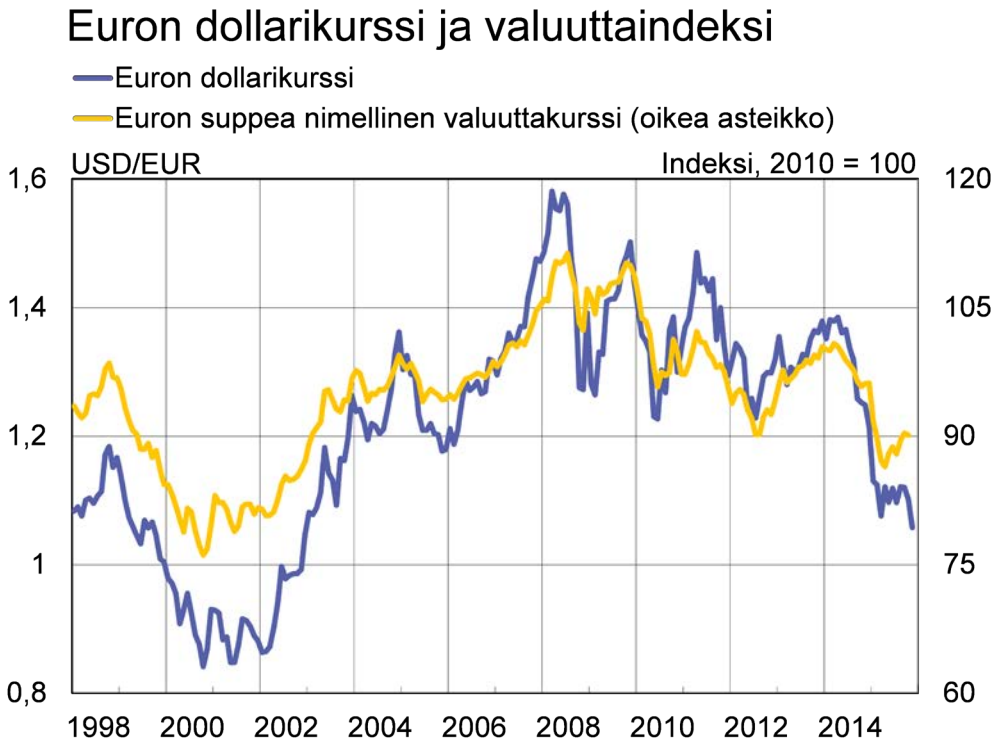
Valuuttakurssi on aina suhteellinen hinta. Jos toisen valuutan kurssi nousee, toisen laskee, eikä ole usein keskinäisen kurssin perusteella helppo sanoa, kumman valuutan kysynnän ja tarjonnan muutoksista kurssimuutos ensisijaisesti johtuu. On aiheellista tarkistaa kummankin talouden vaikutus kurssiin. Tämän voi tehdä vertaamalla kummankin valuutan ns. efektiivisen kurssin kehitystä. Teoriatasolla sovelletun efektiivisen kurssin käytännön vastineena käytetään yleensä kauppapainoisen korin mukaista kurssia. Maan ulkomaankauppapainoisen korin mukainen valuuttakurssi saadaan painottamalla valuuttakurssi valuutoittain sen mukaan, mikä on kunkin maan osuus maan ulkomaankaupassa. Vertaamalla kauppapainoisten valuuttakorien hintojen kehitystä saadaan parempi kuva kummankin valuutan suhteellisesta vahvistumisesta tai heikkenemisestä (kuvio 6).

Yleensä yksittäiset valuuttakurssit vaihtelevat enemmän kuin valuuttakorin kurssi. Kori antaakin selvästi luotettavamman kuvan valuutan ulkoisen arvon kehityksestä. Euron dollarikurssi on ollut vahvimmillaan euroaikana lähes kaksinkertainen heikoimpaan euron arvoon nähden. Euron valuuttaindeksin mukaan vahvistuminen on jäänyt selvästi alle 50 prosenttiin. Euron vahvuutta kommentoidaan markkinoilla ja tiedotusvälineissä yleensä ensisijaisesti dollarikurssin perusteella.

Valuutan efektiivisen kurssin eli yleensä maan ulkomaankaupan maapainojen mukaan lasketun valuuttakorin hinnan voidaan tulkita kuvaavan maan hintakilpailukykyä. Valuuttakorit voivat olla suppeampia tai laajempia. Niissä voi olla merkittäviä eroja (kuvio 7). Euron laaja nimellinen indeksi vahvistui euron ensimmäisten 15 vuoden aikana noin 10 prosenttiyksikköä enemmän kuin suppea indeksi. Euron vahvistuminen merkitsee hintakilpailukyvyn heikkenemistä.

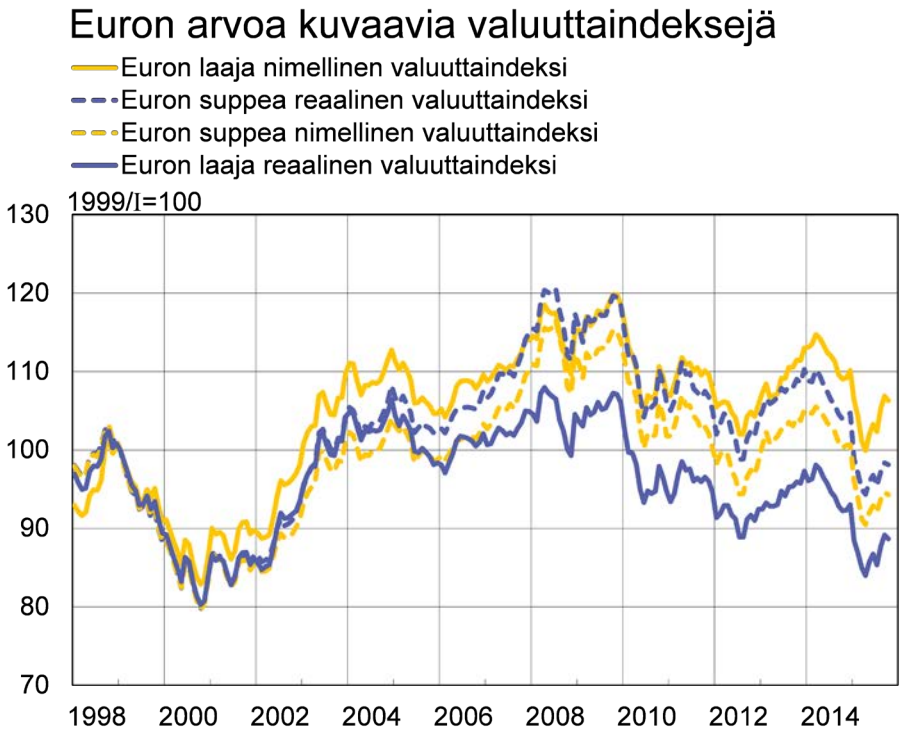
Markkinoilla syntyvät kurssit ovat nimellisiä kursseja. Nimellinen kurssi voi kuitenkin menettää oman maan tai vastapuolen nopean inflaation vuoksi aidon informaatioarvonsa, samoin valuuttaindeksi, jos mukana on voimakkaan inflaation maita. Inflatoituva maa menettää hintakilpailukykyään, mutta voi saada sen takaisin devalvoimalla rahayksikkönsä. Reaalinen valuuttakurssi korjaa pääosin inflaation ja valuuttakurssin vaikutukset pitkän päälle. Reaalista indeksiä varten nimellisiä valuuttakursseja korjataan maiden inflaatioerolla. Yleensä käytetään selkeyden ja helpon saatavuuden vuoksi kuluttajahintoja, vaikka nämä ovat melko huonot kuvaamaan nimenomaan ulkomaankaupan

Kuvio 6.



Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.
Lähteet: Macrobond, BIS ja Euroopan keskuspankki.

Kuvio 7.



Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.
Lähteet: Macrobond ja BIS.

kilpailukykyä. Paljon käytetään myös yksikkötyökustannuksia, jotka kuvaavat paremmin kilpailuaseman kehitystä. Reaalinen valuuttakurssi kuvaa melko pitkälläkin aikavälillä kohtuullisesti kilpailutilannetta, jos maiden välillä on pysyviä inflaatioeroja mutta ei tuottavuuseroja.

Euroalueen laajassa valuuttaindeksissä inflaatiokorjaus aiheuttaa euroajan alusta 2010-luvun puoliväliin jo varsin suuren muutoksen, jopa noin 15 prosenttiyksikköä, eli euroalueen inflaatio oli vuosittain keskimäärin prosenttiyksikön verran vaimeampi kuin näissä kilpailijamaissa. Laaja nimellinen indeksi vahvistui jonkin verran. Sen sijaan reaalinen indeksi heikkeni, joten euroalueen kilpailukyky tosiasiassa parani indeksin mukaan tähän laajaan maajoukkoon nähden tänä ajanjaksona. Suppeassa indeksissä ero on toisaalta pieni, eli euron tärkeimmissä kilpailijamaissa inflaatio on ollut vain hiukan euroalueen inflaatiota nopeampaa. Kilpailutilannekin oli 2010-luvun puolivälissä melkein sama kuin euroajan alussa.

Ulkomaankauppapainoisia vertailuja käytetään hyvin paljon. Kuitenkin myös kauppapainoiset valuuttakurssit ovat hintakilpailukykyindikaattoreina kyseenalaisia. Lisääntyvä välityskauppa, alihankintojen laajeneminen, tuotantoprosessin hajauttaminen eri maihin ym. kansainvälistymistekijät kyseenalaistavat kaupan perinteisen maajakaumaajattelun. Kauppapainot ovat kuitenkin parempia kuin esimerkiksi kaupassa käytettävien valuuttojen maksupainoilla lasketut kurssit. Kauppaanhan liittyy kolmenlaisia valuuttaehtoja. Kansainvälisenä hinnoitteluvaluuttana esimerkiksi öljykaupassa on dollari. Kuitenkin lasku voidaan kirjoittaa käyttäen laskutusvaluuttana vaikkapa kruunua (dollarihinnan mukaan), ja lopulta maksu voidaan suorittaa vaikka euroissa (maksuhetken kruunukurssin mukaan). Laskutus- ja maksuvaluutoissa on satunnaisuutta. Kaupan osapuolet voivat sopia valuutat esimerkiksi öljykaupoissa miksi tahansa, eikä tällä ole merkitystä maan kilpailukyvyn kannalta.

Kauppapainoillakaan ei ole paljon merkitystä esimerkiksi sellaisen maan tapauksessa, joka myy voittopuolisesti dollareissa hinnoiteltuja raaka-aineita. Usein tällainen (öljy)maa otetaankin dollarin kiintiöön. Myös maiden kilpailutilanne eri hyödykkeissä voi vaikuttaa painojen tulkintaan. Ulkomaankauppapainoisia indeksejä laskettaessa tällaisia tekijöitä on usein yritetty ottaa huomioon.

Valuuttakursseja sovitaan myös etukäteen, jolloin syntyvät valuutan termiinikurssit. Näitä käytetään valuuttatermiinisopimuksissa, joissa ostetaan ja myydään valuuttaa jonakin tulevana ajankohtana. Termiinikurssit määritellään tulevien päivien, viikkojen, kuukausien ja vuosienkin päähän. Termiinisopimukset painottuvat lyhyeen maturiteetin, ns. lyhyeen päähän. Kurssit ovat erilaiset eripituisissa termiinisopimuksissa. Valuutan termiinikurssit eroavat – äkkinäiselle asiaan perehtyvälle ehkä yllättävästi – avistakurssista vain täsmälleen kyseisten valuuttojen kunkin maturiteetin mittaisten korkojen eron verran. Vuoden termiinisopimuksessa avista- ja termiinikurssin ero on suoraan korkoprosenttien ero. Ero esitetään markkinoilla kursseja erottavina ns. swappisteinä.

Pohjimmiltaan tämä avistakurssin ja termiinikurssien kiinteä suhde johtuu siitä, että sekä avistakurssi että termiinikurssit noteerataan samalla hetkellä, ja ne molemmat sisältävät saman tulevaa valuuttakurssikehitystä koskevan informaation. Kummankin valuutan odotetun tuoton täytyy olla tehokkailla markkinoilla sama, jolloin tulevan termiinikurssin erona avistakurssiin nähden on vain valuuttojen korkoero. Uutiset muuttavat sekä avista- että termiinikursseja saman verran, paitsi siltä osin, kuin ne muuttavat odotuksia korkoeron kehityksestä. Termiinikurssi ei siis ennusta tulevaa kurssikehitystä avistakurssia paremmin, paitsi siltä pieneltä osin, kuin korkoero ennustaa sitä. Näitä tärkeitä ilmiöitä käsitellään tuonnempana enemmän.

Valuuttakauppaan liittyvät myös erilliset osto- ja myyntikurssit, ja valuuttakauppias saa näiden välisen marginaalin. Käytännössä valuuttadiileri ei voi juuri käydä osto- ja myyntikauppaa aivan samanaikaisesti (paitsi setelien vaihdossa), joten hän pelaa riskipitoisesti hiukan eri ajankohtien osto- ja myyntikursseilla. Tilastoja varten kurssit otetaan sovittujen periaatteiden mukaan määrätyllä hetkillä markkinanoteerauksista. Tilastoissa

voidaan käyttää myös osto- ja myyntikurssin keskiarvona laskettavaa keskikurssia (middle rate; termi on erotettava mm. ERM-järjestelmään liittyvästä keskuskurssista, central rate). Setelien vaihdossa marginaali saattaa olla useita prosentteja kaupan arvosta. Sen sijaan valuuttamarkkinoilla marginaalit ovat normaalioloissa prosentin pieniä murto-osia. Valuuttakriiseissä pienten valuuttojen marginaalit voivat suureta prosentteihin, mikä osoittaa, ettei kauppaa haluta tosiasiassa käydä.

Dollari hallitsee myös valuuttakurssien noteerauksissa. Yleensä kurssit noteerataan niin, että ilmoitetaan, kuinka monta yksikköä valuuttaa menee yhteen dollariin. Kuitenkin myös euron ja punnan kurssi esitetään pääosin vastaavasti eli esimerkiksi yhden euron arvo Ruotsin kruunuina. Punnan tapauksessa käytäntö liittyy sen aikaisempaan asemaan maailman ykkösvaluuttana; tämän aseman se menetti lopullisesti 1930-luvulla. Käytännössä markkinoilla käsitellään kursseja kummin päin vain. Myös merkintätavoissa on kirjavuutta: sama asia voidaan merkitä eri yhteyksissä EUR/USD tai USD/EUR. Selvyyden vuoksi lyhenteitä tulisi teksteissä välttää ja käyttää selkokieltä: yhden euron arvo dollareina. Erityisesti dollarin yhteydessä puhutaan myös ristikursseista (cross rates). Ne ovat muiden valuuttojen kuin dollarin keskinäisiä kursseja.

Valuuttakurssin muodostuminen

On tärkeää oivaltaa se valuuttakurssiin liittyvä – samoin kuin paljolti muihinkin rahoitusmarkkinoiden hintoihin liittyvä – perustavanlaatuinen tehokkaiden markkinoiden teoreettinen lähtökohta, että vallitseva avistakurssi jo sisältää kaiken tulevaisuutta koskevan ennustetiedon. Tästä seuraa toinen tärkeä teoreettinen lähtökohta eli se, että valuuttakurssin ennustaminen on periaatteessa mahdotonta. Jos jotakin oleellista tulevaisuudessa kurssiin vaikuttavaa tiedetään, se on jo vaikuttanut nykyiseen kurssiin. Vain se, mitä tulevaisuudesta ei vielä tiedetä, vaikuttaa jatkossa kurssiin.

Käytännössä tilanne ei ole näin yksinkertainen, eikä ennustaminen ole mahdotonta. Eri ihmisillä on eri näkemys, eri tieto ja eri ennusteet tulevaisuudesta. Realistinen markkinoiden kurssikehitys vaatiikin tosiasiassa asiantuntevia ennusteita, joiden painotettu keskiarvo toteutuva markkinakurssi on. Ilman tällaista asiantuntijoiden tai spekulanttien ennakointia valuuttakurssi heiluisi sattumanvaraisesti toteutuvien kaupallisten osto- ja myyntipaineiden myötä.

Asiantuntijoiden ennusteet muodostavat käytännössä laajan viuhkan, ja on syytä huomata, että ennusteissa on aina välttämättä nousevia ja laskevia kurssiuria (ekonomistit ovat joka asiassa eri mieltä...). Jos nimittäin urat pyrkivät painottumaan toiseen suuntaan, avistakurssi siirtyy heti niin, että nousevien ja laskevien ennusteurien tasapaino säilyy. Jos ennusteiden hajonta on suuri, kurssikehitys on todennäköisesti epävakaata, mutta jos markkinoiden näkemykset urasta ovat hyvin yhteneviä, hajonta on vähäistä ja kurssikehitys jatkuu vakaana.

Joskus uutiskommenteissa havaitsee toteamuksen ”asiantuntijoiden näkemyksen mukaan dollarin vahvistuminen jatkuu”. Tällainen väite on kyseenalainen. Jos asiantuntijoiden markkinapainotettu näkemys on ollut tuollainen, dollari on jo vahvistunut. Monilla yksittäisillä asiantuntijoilla on varmaan dollarin nousua koskevia odotuksia, mutta yhtä lailla täytyy olla myös laskuodotuksia, jotta kurssi pysyy nykytasolla. Sikäli tuo väite ehkä pitää hiukan paikkansa, että se voi viitata pitkähkön aikavälin odotuksiin. Koska valuuttamarkkinoiden kaupankäynti, arbitraasi, painottuu ns. lyhyeen päähän, ei ehkä lyhyen aikavälin kurssikehitys vastaa pitkän ajan näkymiä. Kuitenkin ollaan tekemisissä hyvin epävarman väitteen kanssa.

Se, että nykyinen valuuttakurssi sisältää periaatteessa kaiken tulevan informaation, on Matti Meikäläisestä luultavasti outoa. Ajatellaan esimerkiksi tilannetta, että jonakin päivänä julkistetaan tieto, jonka mukaan vaikkapa puolen vuoden kuluttua tehdään jokin toimenpide, joka vahvan yleisen näkemyksen mukaan vahvistaa dollaria euroon näh-

den 5 %. Kun Matti kuulee tämän iltauutisista, hän ehkä oivaltaa, että lähiaikoina kannattaa ostaa dollareita, koska niiden omistamisesta on tulossa kurssivoitto.

Mutta mitä onkaan tapahtunut? Kun tämä yllättävä uutinen tuli valuuttamarkkinoille kello 14.00, maailman valuuttakauppiaat ruutujensa ääressä haukkovat hetken henkeään, ja alkaa kova huuto. Kukaan ei myy enää dollareitaan entiseen hintaan, kaikki haluavat ostaa, ja kun valuuttakauppa minuutin kuluttua uudelleen käynnistyy, dollari on vahvistunut kutakuinkin tuon 5 %. Kysymys on siitä, kuka ensin ehtii hyödyntää kurssiedun. Kun Matti kuulee uutisen 6 tuntia myöhemmin ja miettii valuuttakauppojaan, peli on pelattu jo 5 tuntia 59 minuuttia aikaisemmin (tietysti Matti kuulee uutisista jo valuuttakurssin muutoksenkin). Matin on syytä jättää kurssiennusteet sikseen ja käyttää markkinahintaa. Suuren kurssiriskin tapauksessa Matti suojaa riskiasemansa.

Valuuttakurssin muodostumisesta on joitakin perusteorioita. Niillä on oma merkityksensä, mutta tosiasiassa valuuttakurssi kuuluu niihin markkinahintoihin, joiden selittäminen, menneisyydenkin selittäminen, on vaikeaa ja johdonmukainen ennustaminen lähestulkoon mahdotonta. Valuuttakurssi riippuu lähes kaikesta: talouden perustekijöistä, politiikasta ja konflikteista, keskeisten henkilöiden puheista ja tekemisistä, poikkeuksellisista luonnonoloista, katastrofeista, terroriteoista jne. Yhdysvaltain presidentin pahoinvointikohtaus kesken juhlallisia päivällisiä on joskus pudottanut välittömästi dollarin kurssia useita prosentteja.

Teorioiden tunteminen auttaa kuitenkin kurssikehityksen arvioinnissa. Keskeisin lienee jo vanha ostovoimapariteettiteoria. Sen mukaan kahden valuutan välinen kurssi asettuu tasolle, jolla kyseisten maiden hintatasot ovat samat. Tällöin ei synny yksipuolista painetta ulkomaankauppaan. Teorian tasolla ostovoimapariteettiteorian voi olettaa pätevän keskimäärin pitkällä aikavälillä.

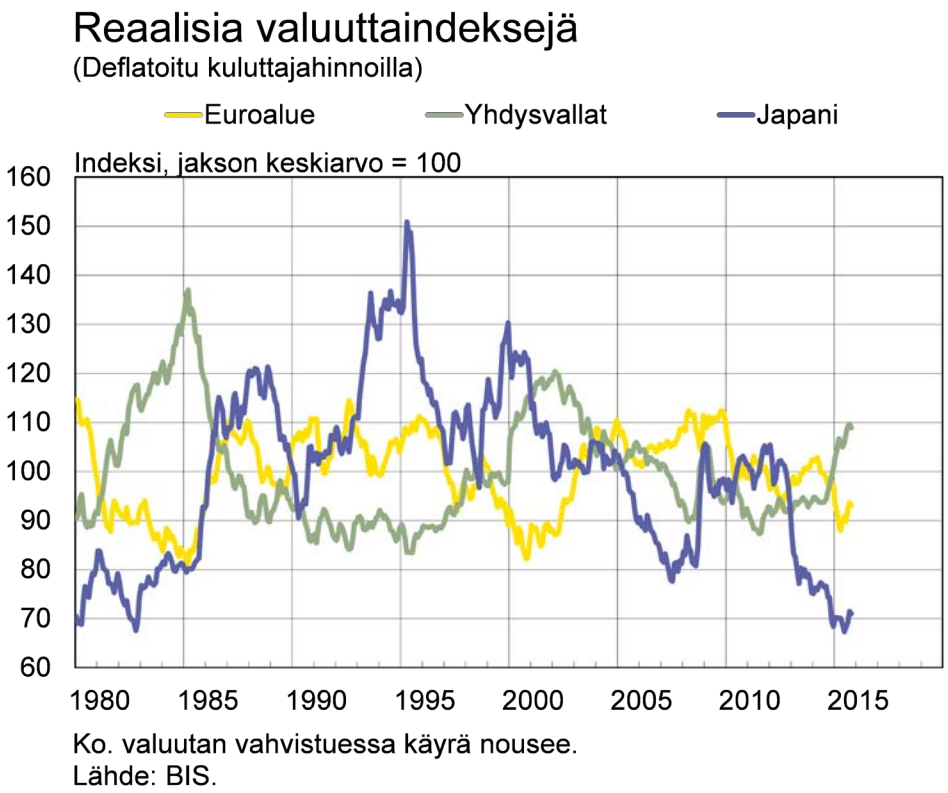
Väljästi tulkiten ostovoimapariteetti pätee, mutta tämä teoria ei selitä käytännön tarpeiden kannalta valuuttakurssisuhteita juuri ollenkaan, ei pääosin edes pitkällä aikavälillä. Vauraiden ja köyhien maiden väliset valuuttakurssitasot poikkeavat tyypillisesti selvästi, jopa moninkertaisesti ostovoimapariteettiteorian antamasta. Rikkaan maan kurssi on vahvempi, köyhän heikompi. Köyhän maan hinnat tuntuvat rikkaan maan turistista käsittämättömän halvoilta (tosin joissakin maissa valuuttakurssi on säännöstelty yliarvostetuksi). Samalla tulotasolla olevien maidenkin välillä on suuria eroja, mm. verotuksen vuoksi. Parempi selitys teorian avulla saadaan, jos ostovoimakorjaus tehdään vain ulkomaankaupassa käytettävien (avoimen sektorin) hyödykkeiden osalta. Valuuttakurssien suhdannevaihtelut ovat lisäksi suuria, eikä kurssitaso liiku yleensä erityisemmin juuri keskiarvon seuduilla. Pikemminkin kurssi on vahvassa tai heikossa laidassa tai melko hitaalla joskin epävakaalla trendillä näiden välillä. Suurten valuuttojen hyvin nopeat suuret kurssimuutokset ovat harvinaisia.

Valuuttakurssiteoriat selittävät melko hyvin käytännössäkin ajoittaista valuuttakurssin ilmeistä yliampumista. Jos rahapolitiikkaa kevennetään yllättäen alentamalla korkoa voimakkaasti (alle vastavaluutan koron), valuuttakurssi heikkenee sijoittajien luopuessa kyseisestä valuutasta pääomanliikkeiden tai valuuttakaupan kääntyessä maasta poispäin. Valuuttakurssi heikkenee nopeasti yliampuen ohi tasapainokurssin niin paljon, että kurssin suhteen syntyy lopulta vahvistumisodotus. Tasapaino syntyy periaatteessa, kun päädytään ns. kattamattomaan korkopariteettiin, eli kyseisen valuutan vahvistumisodotus on yhtä suuri kuin korkoero vastavaluuttaan.

Teoriatasolla puhutaan myös tasapainovaluuttakurssista. Sen voi ajatella kurssiksi, joka tasapainottaa vaihtotaseen. Vaihtotaseen tila riippuu kuitenkin paljon myös muista tekijöistä kuin valuuttakurssista. Tietynlainen käytännön tasapainokurssi on reaalisen valuuttakurssin pitkän aikavälin keskiarvo, ainakin jos samaan aikaan vaihtotase on ollut keskimäärin lähellä tasapainoa (kuvio 8).

Valuuttojen kurssit vaihtelevat reaalisina yleisesti suunnilleen 20 % keskiarvon kummallakin puolella. Varsinkin jenin vaihtelut ovat äärimmillään olleet paljon tätä suurempia. Ulkomaankaupan osuus on Japanissa pieni, mutta japanilaiset yritykset ovat joutu-

Kuvio 8.



neet myös tottumaan ajoittaisiin hyvin poikkeuksellisiin kurssitasoihin. Dollarin ja euron (Saksan markan) keskinäinen paino on niin suuri, että niiden indeksit liikkuvat yleensä selvästi vastakkaisiin suuntiin.

Pitkän aikavälin valuuttakurssikuviot ovat tärkeitä arvioitaessa maan kilpailukykyä, mutta niihinkin on suhtauduttava varauksellisesti. Reaaliset valuuttakurssit lasketaan yleensä käyttäen kuluttajahintoja, mikä voi antaa harhaisen kuvan ulkomaankaupan hintakilpailukyvystä. Suurempi ongelma on, että talouksien rakenteelliset erot, erityisesti tuottavuus, ovat voineet muuttaa vuosikymmenien mittaan kilpailuasetelmia selvästi. Tämä näkynee, kun tarkastellaan Japanin jenin reaalista kurssia. Japanin tuottavuus koheni 1990-luvulle asti nopeasti, jolloin maa kesti vahvistuvaa valuuttakurssia, mutta sittemmin Japanin kasvu on ollut vähäistä ja jeni on devalvoitunut. Vahvat elvytysyritykset näkyvät jenin heikkenemisenä. Euron tapauksessa merkittävä oli sen yllättävä heikkouden jakso heti euroajan alussa. Pitkähkön vahvuusjakson jälkeen euro heikkeni kriisivuosina 2010-luvun alkupuolella.

Valuuttakurssin kehitykseen vaikuttavat talouden perustekijät, ns. fundamentit, kuten kasvua ja tasapainomuuttujia koskevat näkymät. Kuitenkin näihin perustuvat selitykset jäävät usein selvästi vajavaisiksi. Rahapolitiikalla ja talouspolitiikalla yleensäkin on valuuttakurssiin suuri vaikutus, vaikka valuuttakurssi ei ole yleensä politiikan tavoitemuuttuja. Kurssikehityksessä on psykologiaa ja markkinoiden joukkokäyttäytymistä. Kurssikehitykseen vaikuttaa paljon se, miten markkinat, eli käytännössä suurten pankkien valuuttakauppiaat, kulloinkin tulkitsevat keskeisiä muuttujia. Tältä osin muoti vaihtelee: välillä kurssikehitystä hallitsee maiden suhteellinen kasvuvauhti, välillä hallitsevat vaihtotaseluvut, välillä budjettiluvut, inflaationäkymät, korkonäkymät, tulevat vaalit jne.

Tärkeä tekijä on myös se, että valuuttamarkkinoita hallitsevat hyvin lyhyet operaatiot. Valtaosa valuuttakaupoista on korkeintaan muutaman päivän pituista spekulatiivista kauppaa, ja pitkäaikaista tasoittavaa arbitraasia on liian vähän. Lyhytaikaisten operaa-

tioiden hallitsevuus on epäilemättä merkittävä syy siihen, että valuuttamarkkinoilla on taipumusta valuuttakurssikuplien, hyvin vahvojen tai heikkojen kurssitasojen muodostumisen.

Korkopariteetti

Valuuttakurssit ja korot liittyvät monin tavoin ja eri mekanismein toisiinsa. Rahapolitiikan kannalta peruskytkentä on, että mitä vakaampi valuuttakurssi halutaan, sitä enemmän ohjauskorko joutuu liikkumaan – ja päinvastoin: jos halutaan suhteellisen vakaata ja hallittua korkokehitystä, valuuttakurssin on annettava joustaa. Molempien vakauttaminen samanaikaisesti onnistuu teoriassa vain valuuttamarkkinoiden ja ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstelyn oloissa. Säännöstely on kehittyneissä talouksissa mahdollista korkeintaan poikkeusoloissa.

Keskeisiä koron ja valuuttakurssin yhteyksiä ovat edelleen ns. katettu korkopariteetti ja kattamaton (tai avoin) korkopariteetti. Nimitykset eivät ole oikein havainnollisia, sillä kysymyksessä ei ole varsinaisesti se, onko jotakin katettu tai muuten suojattu. Katettu ja kattamaton korkopariteetti liittyvät lisäksi vähän eri asioihin, tosin silti läheisesti toisiinsa. Edellinen liittyy valuuttojen avista- ja termiinikurssiin, jälkimmäinen pelkästään valuuttojen avistakurssiin ajan kuluessa. Katettu korkopariteetti on tehokkailla markkinoilla lähes identiteetti. Kattamaton korkopariteetti taas on suurten valuuttojen tapauksessa epävakaa ja osin melko merkityksetön suhde. Inflaatiovaluutalle sekin on tärkeä muuttuja.

Katettu korkopariteetti liittyy siihen, miten kahden valuutan välinen termiinikurssi suhtautuu avistakurssiin ja näiden valuuttojen korkoihin. Tehokkaiden markkinoiden arbitraasi eli riskittömät tuottoerot hävittävä kaupankäynti (eikä jokin erityinen kattaminen) johtaa siihen, että kahden valuutan eri maturiteettien termiinikurssien poikkeamat avistakurssista vastaavat samojen maturiteettien korkojen eroa näissä valuutoissa. Arbitraasi toimii katetun korkopariteetin tapauksessa tehokkaasti, koska sekä avistakurssi että tulevat termiinikurssit määräytyvät tämän hetken tilanteessa saman informaation pohjalta.

Katetun korkopariteetin täsmällinen syntyminen on käytännössäkin selkeä ilmiö. Koska valuuttamarkkinoilla ei ole varastointi-, kuljetus- ym. kustannuksia, termiinikurssi määräytyy suoraan korkojen perusteella. Vapaa valuutanvaihto ja markkinoiden tehokkuus johtavat siihen, että sijoittajan kannalta on samantekevää, kumman valuutan määräisenä sijoitukset ovat ennen tulevaa valuutanostoa. Kummankin sijoituksen tuoton täytyy olla sama, vaikka korko on erilainen. Valintatilanne on siis esimerkiksi se, että eurosijoittaja tarvitsee vuoden kuluttua dollareita ja haluaa varmistaa dollarit jo heti. Sijoittaja voi ostaa ne joko avistakaupalla tai vuoden mittaisella termiinisopimuksella. Dollarin korko sattuu olemaan korkeampi, joten voisi ajatella, että dollarit kannattaa ostaa heti. Jos sijoittaja kuitenkin pitää sijoituksensa yhä vuoden ajan alemman koron valuutassa, euroissa, dollarit voi ostaa nyt korkoeron verran edullisempaan termiinikurssiin. Termiinikurssin täytyy asettua sellaiseksi, että termiinisopimus antaa saman tuoton kuin dollareiden osto korkoineen. Korkeamman koron valuuttakurssin sanotaan olevan termiinimarkkinoilla ”diskontolla” avistakurssiin nähden, eli termiinikurssit ovat heikompia kuin avistakurssi. Päinvastaisessa tapauksessa valuuttakurssin sanotaan olevan ”preemiolla”.

Jos tähän kahden valuutan suhteeseen pyrkii syntymään väljyyttä, spekuloiva sijoittaja voi lainata riskittömästi yhtä kautta ja sijoittaa toista kautta. Sijoittajien, mm. pankkien, automatisoidut järjestelmät pitävät huolen, ettei sijoitusten välille pääse tulemaan eroa kuin korkeintaan hetkellisesti, ja marginaalit ovat erittäin niukat. Siksi suhde toimii lähes kuin identiteetti. Sellainen valuuttakurssiin vaikuttava uutinen, joka ei periaatteessa vaikuta korkoihin, muuttaa tämän hetken avistakurssia ja tällä hetkellä määräytyvää termiinikurssia yhtä paljon. Jos uutinen vaikuttaa myös korkoihin, kuten normaalisti hiukan käy, termiinikurssi muuttuu vastaavasti eri tavalla.

Kattamaton korkopariteetti puolestaan liittyy kahden valuutan nykyisen ja tulevan avistakurssin väliseen suhteeseen. Toteutuva tuleva avistakurssi esimerkiksi vuoden kuluttua riippuu aivan eri tiedoista kuin nykyinen kurssi – eli vuoden ajan vielä tulematta olevista uutisista – eikä sitä voida kovin hyvin ennakoida. Kurssiin kuuluu yleensä suuri riski, samoin kattamattomaan korkopariteettiin liittyvään arbitraasiin. Lähtökohdaksi otetaan kuitenkin yleisesti samaan tapaan kuin katetussa korkopariteetissa, että tulevan avistakurssin paras ennuste on termiinikurssi eli lähtötilanteen avistakurssi korjattuna valuuttojen korkoerolla.

Termiinikurssiin perustuva avistakurssin ennuste on kuitenkin, ainakin vakaiden valuuttojen suhteiden osalta, erittäin epävarma. Toteutuneesta aineistosta saadut tulokset ovat usein korkoeron vaikutukseltaan jopa vastakkaismerkkisiä. Lisäksi suuretkin korkoerot vastaavat vain pientä osaa valuuttakurssien normaaleista liikkeistä, jotka saattavat äärimmillään nousta jo vuoden jaksolla kymmeniin prosentteihin. Vuoden koroissahan – varsinkin reaalikoroissa – jo muutamien prosenttiyksiköiden erot ovat keskeisissä valuutoissa epätavallisia.

Se seikka, ettei kattamaton korkopariteetti oikein päde, on taustana usein varsin laajaksi paisuvalle ns. carry trade sijoitustoiminnalle. Tässä toiminnassa ideana on ottaa matalan koron valuutan määräistä lainaa ja sijoittaa varat korkean koron valuuttaan ottaen samalla kurssiriski. Kattamattoman korkopariteetin mukaan matalan koron valuutan tulisi vahvistumisellaan tehdä tämä toiminta kannattamattomaksi, mutta useinkaan näin ei käy lyhyellä aikavälillä, eikä aina edes vuosien jaksoilla. Tällöin sijoittaja saa voittoa. Riskinä kuitenkin on, että tällainen spekulaation kohteena oleva korkean koron valuutta – joka on todennäköisesti vahvistunut selvästi yliarvostetuksi – voi romahtaa todella nopeasti jossakin vaiheessa, kun kaikki spekulantit pyrkivät siitä eroon yhtä aikaa.

Kun kyseessä on inflaation vaivaama valuutta, kattamaton korkopariteetti pääpiirteissään pätee pitkän ajan kuluessa. Jos maa kärsii voimakkaasta inflaatiosta (suhteessa muihin), sen nimellinen korkotaso on korkea ja epätasapaino ennakoi aikanaan toteutuvaa valuuttakurssin devalvoitumista. Ajan mittaan devalvoituminen vastaa suunnilleen sekä maiden välistä korkoeroa että inflaatioeroa. Lyhyellä aikavälillä kattamaton korkopariteetti antaa tässäkin heikon kurssiennusteen. Pitkän ajan kuluessa korkoero voi olla myös liiallinen, jolloin puhutaan ns. peso-ongelmasta. Termi syntyi aikoinaan kuvaamaan Meksikon peson korko-ongelmia dollarin suhteen. Inflatoriseen heikkoon valuuttaan kohdistuu kiinteää kurssia tavoiteltaessa jatkuvaa vahvaa epäluottamusta. Tämä voi johtaa suhteettoman suureen koron riskilisään, joka ylittää toteutuvan inflaatio- ja kurssieron.

Korkopariteetit sisältävät siis ennusteen, että korkeamman koron valuutta heikkenee. Tämä tuntuu äkkiä ajatellen oudolta sisäiseltä arvoltaan suhteellisen vakaiden valuuttojen kesken, kun yleensä katsotaan, että korkea korko vahvistaa valuuttaa. Molemmat näkökohdat ovatkin oikeassa. Kyseessä on edellä todettu yliampumisilmiö. Valuuttakurssi reagoi yllättävään koron muutokseen. Kun vaikkapa dollarin korko yllättäen nostetaan euron koron yläpuolelle, dollari vahvistuu hyppäyksenomaisesti ja yliampuvasti niin paljon, että syntyy dollarin heikkenemisodotus, joka vastaa muuttunutta korkoeroa.

Suojautuminen valuuttariskeiltä

Yritykset ja kotitaloudet, samoin osin myös julkisen sektorin yksiköt pyrkivät suojautumaan valuuttakurssien vaihtelun aiheuttamilta kurssitappioilta. Kurssisuojauksella on myös rahapoliittisia vaikutuksia, ja erityisesti kiinteän valuuttakurssin järjestelmässä yritysten suojauksella on keskuspankille suuri merkitys. Suojaus- ja spekulaatiotoimien vaikutukset näkyvät keskuspankin interventiotarpeessa ja talouden likviditeetissä. Kelluvan kurssin oloissa kurssisuojaus näkyy valuuttakurssissa.

Suuren kansainvälisen yrityksen valuutta-asema on kaiken kaikkiaan vaikeaselkoinen kokonaisuus. Valuuttariskien suojaaminen on paljolti harkinnanvaraista. Osa valuuttakurssiriskeistä on selviä, osa epämääräisiä, osa ehdollisia, osa toisistaan riippuvia, osan realisoituminen kaukana tulevaisuudessa. Rahoitusvaateiden valuuttaehdot ja kurssiriskit tiedetään. Toisaalta eri maissa oleva osakeomistus ja reaalipääoma eivät ole pitkäaikaisena sijoituksena juuri valuuttakurssista riippuvaisia. Usein suojataankin vain ns. virtapositio eli lähitulevaisuuden virta. Kaukana tulevaisuudessa toteutuvat tulot ja menot sekä varannot voidaan jättää heilumaan kurssien mukana ylös ja alas.

Valuuttakurssiriski liittyy muihin riskeihin, lähinnä korko- ja luottoriskeihin. Heikon valuutan riskiä hyvittää markkinoilla korkea korko. Yrityksellä voi olla epävarmoja valuuttasaamisia, eli niissä on suuri luottoriski. Yritys on tässä valuuttaoption kirjoittajan asemassa ja voi myös suojautua samalla tavoin eli periaatteessa kattamalla valuuttariskistä sen osan, joka vastaa todennäköisesti saatavaa valuuttatuloa. Myös suuria tarjouksia tehtäessä saattaa option käyttö olla tarkoituksenmukaista.

Valuuttakurssiriski kannattaa yleensä suojata ainakin osittain, mutta ei läheskään aina. Pieniä säännöllisiä riskejä ei kannata suojata, kuten ei yleensäkään vakuuttaa. Jos yrityksellä on pieni tasainen valuuttavirta, yritys voi lähteä hyvin siitä, että tämä virta jätetään suojaamatta. Mahdolliset tappiot olisivat joka tapauksessa pieniä, ja ajan mittaan voitot ja tappiot kumoavat toisensa, minkä lisäksi yritys välttyy suojauskuluilta. Sen sijaan satunnaisesti toteutuvat suuret riskit on aina vakuutettava. Jos valuuttapositio on suuri yrityksen toiminnan kannalta, voi jo tuloksen tasaamiseksi olla aiheellista maksaa suojauskulut. Suojaustarve on erityisen selvä silloin, kun yrityksellä on yksittäinen suuri valuuttapositio, niin suuri, että valuuttariski on suorastaan uhka yrityksen toiminnan jatkamiselle.

Valuuttakurssin erilaisista suojausmahdollisuuksista voisi katsoa pienenä esimerkkinä vaikkapa tavallisen kansalaisen vuoden päähän suunnittelemaa matkaa Amerikkaan. Näin pienissä operaatioissa eivät tosin kaikki suojausmenetelmät liene tarkoituksenmukaisia.

Oletetaan, että euron arvo on nyt 1,30 dollaria. Sukulaiskierros Amerikkaan on niin kallis, että jos dollari vahvistuu vuodessa vaikkapa tasolle 1,10 tai sitä vahvemmaksi, matkalle ei ole varaa lähteä. Dollarin korko on 5 % ja euron korko 3 %. Miten kansalaisena turvaan matkan? On pääpiirteissään neljä mahdollisuutta:

1. Ostan dollarit nyt kurssiin 1,30 eli vaihdan eurotalletukseni vuoden dollaritilille. Saan lisäksi enemmän korkoa eli 5 %. Tämä on helppo suojaus.
2. Ostan dollarit vuoden termiinisopimuksella kurssiin 2 % yli 1,30 (1,326). Eurotalletus antaa 3 % ja termiinikurssietu 2 %.
3. Ostan option. Se rajaa vahvistumisriskin esim. tasoon 1,20, eli saan joka tapauksessa dollarit tähän kurssiin ja edun, jos dollari on heikompi kuin 1,30. Optio voi kuitenkin olla kallis.
4. Ostan dollareita vähitellen kuten option kattaja. Jos dollari lähiaikoina vähitellen vahvistuu, ostan dollareita hiljalleen lisää. Jos dollari heikkenee, ostan vähemmän tai myyn pois. Menetelmä on ehkä kurssin kannalta edullinen, mutta vaihdoiltaan työläs ja kallis.

Kaksi ensimmäistä vaihtoehtoa ovat selkeitä, mutta ne ovat ehkä ongelmallisia siinä tapauksessa, että matka jostakin syystä peruuntuu. Jos dollari onkin heikentynyt vuoden aikana, kärsin kurssitappion vaihtaessani rahat takaisin. Jälkimmäisissä vaihtoehdoissa menetys on pienempi tai lopputulos jopa voiton puolella.

Valuuttakurssipolitiikka

Valuuttakurssipolitiikkaa pidetään yleensä erillisenä talouspolitiikan lohkona. Tärkein valuuttapoliittinen ratkaisu on valuuttakurssijärjestelmän valinta. Valuuttakurssijärjestelmissä voidaan erottaa muutamia selkeitä perusmuotoja, lähinnä kelluva kurssi, kiinteä kurssi ja valuuttakatejärjestelmä. Näistä on kuitenkin runsaasti välimuotoja, ja sekä teoriassa että käytännössä eri maiden valuuttakurssijärjestelmät muodostavat varsin monimuotoisen jatkumon täysin vapaasti kelluvasta kurssista vieraan valuutan käyttöön.

Maiden valuuttakurssijärjestelmiä on monesti hankala luonnehtia ja verrata. Melko tavallista on, että muodollinen valuuttakurssijärjestelmä ei vastaa käytäntöä. Valuuttakurssijärjestelmä on usein määritelty kelluvaksi, mutta kuitenkin noudatetaan suurten interventioiden turvin jotakin lähes kiinteän järjestelmän käytäntöä, kuten on tehty vaikkapa Kiinassa. Toisaalta interventiokäytäntö saattaa vaihdella ajan myötä hyvinkin paljon, ja valuuttakurssia ohjaillaan pitkin erilaisia uria. Siten maa voi tosiasiassa liikkua ajan mittaan useissa eri valuuttakurssijärjestelmissä.

Periaatteessa nimenomaan säännöstelty kiinteäkurssijärjestelmä ja sitä lähellä olevat kurssijärjestelmät sallivat aktiivisen valuuttakurssipolitiikan. Nämäkin tosin vain sillä ehdolla, että talous toimii niin vakaasti, että rahapolitiikan ohjausjärjestelmä ja sen mukana myös valuuttakurssi ovat ylipäätään johdonmukaisesti viranomaisten hallinnassa. Kelluvan kurssin tilanteessa valuuttakurssi ei ole suoranaisesti talouspolitiikan väline. Silti aina ja kaikissa järjestelmissä valuuttakurssin tasoon kiinnitetään runsaasti huomiota. Myös kelluvan kurssin oloissa rahapolitiikka joutuu ajoittain reagoimaan valuuttakurssiin. Kansantalouden eri intressiryhmät ottavat jatkuvasti kantaa maan ulkomaiseen hintakilpailukykyyn. Tuojille ja ulkomaille matkustaville turisteille ulkomaanvaluutat ovat liian kalliita, ja viejille ne ovat liian halpoja, jolloin vienti ei kannata oman rahan vahvan valuuttakurssin vuoksi.

Valuuttakurssit aiheuttavat usein keskustelua ja riitojakin eri maiden kesken. Kauppakumppaneita syytetään liian heikon valuuttakurssin politiikasta. Hintakilpailukykyä parantavat devalvaatiot tuomitaan ja heikon valuuttakurssin politiikkaa pidetään protektionistisena. Erityisen pahana maailmantalouden kannalta pidetään sitä, että devalvoinnit johtavat kilpaileviin devalvaatioihin. Tällöin mikään maa ei paranna kilpailukykyään pysyvästi, ja maat voivat joutua kiihtyvään inflaatioon.

Toisaalta heikon valuuttakurssin ylläpitäminenkään ei ole ongelmatonta eikä pelkästään edullista kyseiselle maalle. Tämä politiikka todennäköisesti mm. vaatii vahingollista säännöstelyä, se luo helposti inflaatiopaineita ja pitää uuden tekniikan tuonnin kalliina. Talouden hyviin perustekijöihin nähden heikon valuuttakurssin politiikkaan liittyy myös se riski, että suuri osa vientiteollisuudesta tottuu siihen. Kun kurssi myöhemmin syystä tai toisesta vahvistuu fundamenttien edellyttämälle tasolle, heikkoon kurssiin tukeutunut vientiteollisuus kaatuu. Sama ilmiö tekee suojatullien käytön kyseenalaiseksi. Keinotekoisen heikko valuuttakurssihan vastaa sekä vientisubventiota että tuontia rasittavaa suojatullia.

Valuuttakurssin ja valuuttakurssipolitiikan merkitystä liioitellaan yleisesti sekä hyvässä että pahassa. Valuuttakurssissa näkyvät vaikeudet ovat yleensä talouden muiden ongelmien seuraus eivätkä niiden syy. On laajalti kokemusta siitä, ettei devalvointipolitiikka auta pitkän päälle ainakaan melko vapaassa rahataloudessa, vaan mm. sen kiihdyttämä inflaatio korkeine korkoineen vie suuren osan niistä eduista, joita hintakilpailukyvyn tilapäisellä parantumisella saadaan. Heikon valuutan maiden talouselämässä on tyypillisesti rakenteellisia heikkouksia, erityisesti tehoton investointitoiminta. Valuuttakurssipolitiikka ei ole tehokkain tapa hoitaa rakenteellisia kysymyksiä. Sehän on vain hintasuhteiden muuttelua, äärimmillään eräänlaista hintasäännöstelyä.

Tärkeää onkin huolehtia ennen kaikkea maan reaalisesta kilpailukyvystä, riittävistä tehokkaista investoinneista ja taitotiedosta. Reaalisesti vahvat taloudet eivät tarvitse aliarvostettua valuuttakurssia, vaan ne ovat usein pikemminkin valuutaltaan ulkoisesti varsin vahvoja. Vaikka tämä vaikeuttaa vientiä, se myös pakottaa vientisektorin ja koko

taloudenkin jatkuvasti parantamaan suorituskykyään. Toisaalta joissakin diktatuurimaissa noudatetaan säännöstelyn turvin erittäin vahvan valuutan politiikkaa. Maan vienti on toivottomissa vaikeuksissa mutta korruptoituneet vallanpitäjät saavat ulkomailta ylellisyystavaransa halvalla.

Kelluvan valuuttakurssin järjestelmä

Vapaassa kellunnassa valuuttakurssi syntyy täysin yksityisillä markkinoilla. Keskuspankki tai muu rahaviranomainen ei osta eikä myy valuuttaa valuuttamarkkinoilla, ei ainakaan siinä tarkoituksessa, että haluaisi vaikuttaa kurssitasoon. Vapaa kellunta ei toisaalta merkitse sitä, että valuuttakurssi olisi rahapolitiikasta riippumaton. Kurssi riippuu ohjauskorosta, mutta keskuspankki ohjaa ehkä korkoa pelkästään hintavakauden tai muun kotimaisen tavoitteen näkökulmasta ottamatta huomioon mahdollisia vaikutuksia valuuttakurssiin. Pitkän päälle vakaa hintakehitys vakauttaa tietysti joissakin rajoissa myös valuuttakurssin. Yhdysvallat ja euroalue ovat kelluttaneet valuuttojaan lähes täysin vapaasti ilman valuuttainterventioita.

Kelluvien kurssien samoin kuin satunnaisesti muuttuvien kiinteidenkin valuuttakurssien vaihtelut ovat käytännössä hyvin suuria. Pitkällä aikavälillä reaaliset valuuttakurssit heiluvat äärimmillään jopa kymmeniä prosentteja keskiarvon tai ns. tasapainokurssin ylä- ja alapuolella. Vielä ±10 prosentin vaihtelualue keskiarvon ympärillä on ollut hyvin normaali, ja paljolti vaihtelut ovat tähän nähden kaksinkertaisiakin. Kellunta ei ole pääpiirteissään kovin sattumanvaraista, vaan varsinkin suurten valuuttojen liikkeille ovat tyypillisiä pitkähköt, joskin epävakaat trendit äärimmäisestä kurssitasosta toiseen. Hiukan oudosti kurssit eivät yleensä pysyttele pitkiä aikoja keskiarvon tuntumassa. Yritysmaailma joutuu tottumaan aivan erilaisiin kurssitasoihin.

Koska keskuspankki ei osta eikä myy valuuttaa, kotimaan rahamäärä ei tältä osin liiku. Valuuttamarkkinat eivät pääse tätä kautta vaikuttamaan kotimaiseen rahamarkkinakehitykseen. Tämä antaa keskuspankille periaatteessa vapauden toteuttaa itsenäistä rahapolitiikkaa joko rahoituksen määrää tai korkoa ohjaamalla. Keskuspankki ei siis joudu tuhlaamaan korkoasettaan valuuttakurssin ja valuuttavarannon puolustamiseen, vaan se voi toteuttaa rahapolitiikkaa kotimaisten tarpeiden mukaan.

Rahapolitiikan itsenäisyys katoaa asteittain siirryttäessä kelluvasta kurssista kiinteään. Ohjatussa eli ns. likaisessa kellunnassa keskuspankki tekee ajoittain valuuttainterventioita, ainakin tasoittaakseen valuuttakurssin nopeita liikkeitä ja melko paljon muutenkin. Mikä tavoitteellisemmin kurssia ohjataan, sitä vähemmän jää todennäköisesti tilaa omalle rahapolitiikalle. Pienet satunnaiset interventiot eivät häiritse itsenäistä rahapolitiikkaa.

Laajamittaiset interventiot, joilla pyritään kurssin pitkälle vietyyn vakauttamiseen, lähentävät valuuttajärjestelmää ns. target zones järjestelmään, jossa valuuttakursseille on määritelty enemmän tai vähemmän täsmälliset vaihtelurajat. Yleensä keskuspankki ei ilmoita täsmällisesti tavoittelemaansa kurssin vaihtelualuetta, ainakaan systemaattisesti. Sikäli kuin interventioiden määrä lisääntyy ja vaihtelualue kapenee, lähestytään kiinteän kurssin järjestelmää. Ohjattu kellunta on ollut varsin paljon käytetty valuuttakurssijärjestelmä mm. Aasian maissa.

Kiinteän valuuttakurssin järjestelmä ja sen muunnokset

Kiinteäkurssijärjestelmässä valuuttakurssi on sidottu toiseen valuuttaan tai valuuttakoriin. On siis asetettu yksi täsmällinen tavoitekurssi, jonka ympärillä käytännössä joudutaan sallimaan hiukan vaihtelua, tavallisesti erikseen täsmennetyissä rajoissa eli ns. valuuttaputkessa. Yleensä vaihtelualuetta on muutamia prosentteja keskipisteen molemmin puolin. Keskipistettä voidaan korostaa tai toisena ääriratkaisuna jättää se

kokonaan määrittelemättä, kuten Suomen itsenäisen kiinteäkurssipolitiikan aikana, jolloin asetettiin vain putken ylä- ja alarajat. Valuuttakurssin naulaaminen täysin kiinteästi ja useaa desimaalia käyttäen merkitsee jo lähimain valuuttakatejärjestelmää. Vaikka putki antaa pientä joustoa, keskuspankki joutuu todennäköisesti ostamaan tai myymään valuuttaa usein ja paljon valuuttakurssipaineen mukaan.

Kiinteä valuuttakurssi on aina suhteellinen asia: kurssi voi olla kiinteä johonkin valuuttaan tai valuuttakoriin nähden, mutta se on vaihteleva muihin valuuttoihin ja myös korin yksittäisiin valuuttoihin nähden. Yhteen valuuttaan kiinnittyminen voi aiheuttaa epävakaasti vaihtelevan kokonaiskurssikehityksen, erityisesti jos kiinnitysvaluutan merkitys taloudelle ei ole kovin hallitseva. Jos kiinnityksen kohde vaihtelee historiassa, kuten Suomen markan tapauksessakin oli asianlaita, valuuttakurssipolitiikan historiaa on hiukan hankalaa tulkita (kuvio 9).

Valuuttakurssin kiinnityksellä on suuri merkitys. Yksinkertaisinta on kiinnittää valuutta yhteen valuuttaan, esimerkiksi dollariin. Tällöin maa joutuu, jos kiinnitys pitää, eikä kurssia ajoittain muuteta, sopeutumaan Yhdysvaltain rahapolitiikkaan ja inflaatioon, ellei maan tuottavuuskehitys poikkea merkittävästi Yhdysvaltain tuottavuuden kehityksestä. Jos tuottavuus paranee nopeammin kuin Yhdysvalloissa, myös kustannustaso voi nousta, ja sen täytyykin kohota vastaavasti nopeammin. Maa kykenee tällöin myymään jatkuvasti samalla dollarihinnalla Yhdysvaltoihin, eli kilpailukyky säilyy ennallaan.

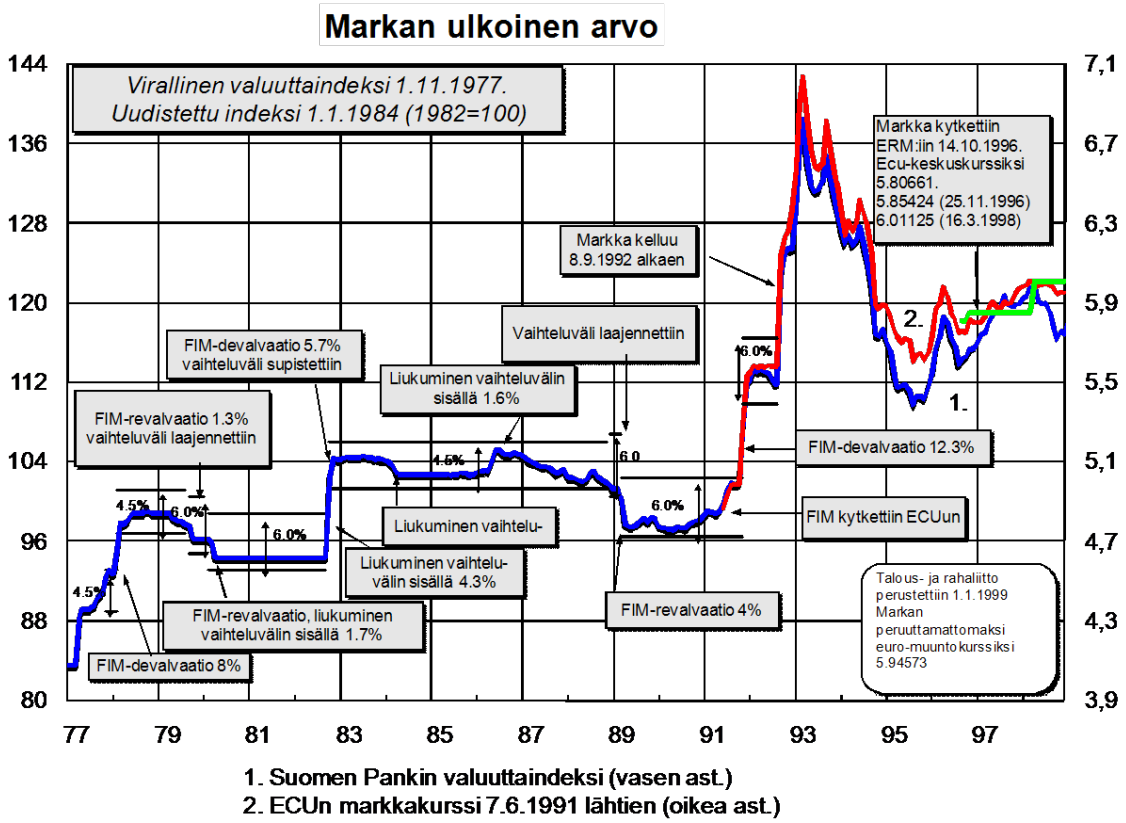
Usein kiinnitys kohdistuu valuuttakoriin. Kori voi olla harkinnanvarainen, siihen voi kuulua pari kolme keskeistä valuuttaa, mutta usein se valitaan niin, että se vastaa maan ulkomaankaupan jakaumaa. Koria rajataan jättämällä pois ulkomaankaupassa hyvin pienet maat. Ulkomaankauppakorilla pyritään turvaamaan ulkomaankaupan kilpailukyky. Jos maan inflaatio ja tuottavuuskehitys vastaavat koriin sisältyvien maiden kehitystä, kiinteä kurssi pitää maan kilpailukyvyn vakaana. Järjestelmässä maa joutuu periaatteessa sopeutumaan korimaiden painotettuun rahapolitiikkaan. Tässä mielessä kauppapainoinen kori on epämääräinen: rahapolitiikka riippuu monien, ehkä kymmenien, maiden rahapolitiikasta. Mitä vahvemman valuutan maihin ulkomaankauppa suuntautuu, sitä hitaampaan inflaatioon on sopeuduttava. Jos korissa on voimakkaan inflaation maita, voi ongelmana olla inflatoituminen näiden maiden mukana. Tästä syystä korista voidaan jättää pois heikkoja tai muuten poikkeuksellisia, esimerkiksi voimakkaasti säännösteltyjä valuuttoja.

Laajalla korilla on suppeaan koriin nähden sekä etuja että haittoja. Laaja kori kuvaa ehkä tilannetta monipuolisemmin, mutta se todennäköisesti sisältää inflaatiovaluuttoja tai pienten maiden valuuttoja, joilla ei ole ulkomaankaupassaan hinnoitteluvoimaa. Inflaatioerojen aiheuttama ongelma voidaan analyyseissä korjata käyttämällä reaalista valuuttakurssi-indeksiä.

Valuuttaputken laajuuteen ja sen salliman vaihtelun hyväksikäyttöön liittyy erilaisia teorioita. Putken ja sen rajojen uskottavuus on järjestelmän toiminnan kannalta oleellista. Jos valuuttakurssi heikkenee vaihtelualueen heikkoon laitaan, epäuskottava putki johtaa devalvaatiospekulaatioon – eli odotukseen putken siirrosta – mutta hyvin uskottava putki päinvastoin valuuttakurssin revalvoitumisodotuksiin, koska indeksi voi liikkua putkessa vain vahvistuvaan suuntaan. Hyvin uskottava putki ja kurssin kellunta sen sisällä antavat teoriassa myös hiukan korkopoliittista pelivaraa. Käytännössä tällainen hienosäätö on vaikeaa ja markkinareaktiot vaikeasti ennakoitavia.

Koska valuuttainterventiot ja niiden myötä kotimaan rahamäärän liikkeet saavat kiinteän kurssin järjestelmässä alkunsa valuuttamarkkinoilta, keskuspankki ei voi juuri harjoittaa omaa rahapolitiikkaa. Korko voidaan määrätä vain hetkellisesti. Jos korkoa nostetaan, maahan virtaa pääomaa, jonka keskuspankki joutuu ostamaan. Tällöin kasvavat sekä pankeilla oleva keskuspankkiraha että pääoman tuoneiden yritysten talletukset pankissa. Korko joudutaan tosiasiassa jättämään markkinoiden säätelemäksi siten, että maksutasekehitys ja ennen kaikkea pääomanliikkeet vakautuvat. Kiinteän kurssin järjestelmässä keskuspankki säilyttää kuitenkin vielä rahapolitiikan välineensä ja hiukan vaikutusta talouden kehitykseen.

Kuvio 9.



Käytäntö on osoittanut, että kiinteän kurssin säilyttäminen ilman pääomanliikkeiden säännöstelyä on vaikeaa. Pääomanliikkeiden potentiaali on nykymaailmassa niin suuri, että suurikaan valuuttavaranto ei riitä torjumaan kurssiin kohdistuvaa perusteltua devalvaatiohyökkäystä. Toisaalta pääoman voimakas virtaus maahan johtaa rahoituksen kevenemiseen ja inflaatiopaineisiin. Kiinteän kurssin ylläpitäminen näyttää onnistuvan hyvin pitkään vain poikkeuksellisten järjestelyjen piirissä, eikä helposti niissäkään. Esimerkkinä on ollut Tanskan ns. ERM2-kytkentä euroon.

☼

Kelluvan ja kiinteän kurssin välimuotoja voi erottaa useita, ja ne ovat tavallisia. Tyypillistä on, ettei kiinteä kurssi jatkuvasti pidä, vaan sitä joudutaan ajoittain harkinnanvaraisesti muuttamaan, yleensä devalvoimaan tai ehkä revalvoimaan. Tämä on ns. adjustable peg eli muunnettava kiinnitys. Tämä oli ennen euroaikaa tyypillinen valuuttakurssijärjestelmä Euroopassa, myös Suomessa, ja on edelleen varsin tavallinen pääomanliikkeitään säännöstelevissä kehittyvissä talouksissa. Sen taustana oli toisen maailmansodan jälkeinen kiinteisiin kursseihin perustunut Bretton Woods valuuttajärjestelmä, joka 1970-luvun alussa murtui kelluntaan tai erillisiksi valuuttablokeiksi. Bretton Woods -järjestelmässä valuuttakurssien muutoksia sallittiin valuuttakurssin perustavanlaatuisen epätasapainon tilanteessa.

Kiinteäkurssijärjestelmässä devalvaatio on kertaluonteinen valuuttakurssin muutos eli oman rahan ulkoisen arvon alentaminen suhteessa kiinnitysvaluuttaan tai valuuttakoriin. Joskus myös ohjatussa kelluvan kurssin järjestelmässä voidaan tehdä äkillinen

kertaluonteinen valuuttakurssin muutos, jolloin keskuspankki ilmoittaa siirtävänsä sen kurssitason, jolla se on valmis mahdollisesti intervenoimaan markkinoilla.

Devalvaatioprosentin tai kelluvan kurssin devalvoitumisprosentin tulkitseminen aiheuttaa aina hämmennystä. Valuutan heikkenemisen yhteydessä voidaan laskea kaksi eri muutosprosenttia. Ensinnäkin on prosenttiluku, joka osoittaa, paljonko oma raha heikkenee suhteessa vastavaluuttaan, siis devalvoituu, ja toiseksi on prosenttiluku, joka osoittaa, kuinka paljon vastavaluuttojen arvo nousee suhteessa omaan rahaan. Näistä edellinen prosenttiluku, siis aito devalvaatioprosentti, on devalvoitumisessa pienempi ja jälkimmäinen luku suurempi. Tämä jälkimmäinen suurempi luku on monessa suhteessa kuitenkin oleellisempi, koska se osoittaa, kuinka paljon tuonnin ja viennin arvo sekä ulkomainen velka prosenteissa kasvavat, sikäli kuin ne ovat ulkomaan valuutassa. Revalvaatiossa, jossa oman rahan arvoa nostetaan, on revalvoitumisen prosenttiluku suurempi kuin vastavaluutan heikkenemisen prosenttiluku.

Näitä lukuja sotketaan yleisesti, kun käsitellään valuuttojen kurssiliikkeitä. Valuutta voi revalvoitua 110 % mutta se ei voi devalvoitua 110:tä prosenttia. Kun valuutta devalvoituu 20 %, ulkomaanvaluutat kallistuvat 25 %. Jos valuutta heikkenee 50 %, se pääsee takaisin entiseen arvoonsa vahvistumalla 100 %. Hämmennystä lisää se, että virallinen kurssitavoitteen siirto ei ole yleensä sama kuin todellinen valuuttakurssin muutos samassa yhteydessä, koska kurssilla on jokin vaihtelualue tavoitteen ympärillä. Kun Suomessa aikoinaan markan devalvaatio oli määritelty juridisesti markan vaihtelurajojen siirtona, toteutui devalvaation yhteydessä neljä eri prosenttilukua: rajojen nousuprosentti, markan juridinen devalvoitumisprosentti, ulkomaan valuuttojen todellinen kallistumisprosentti (vaihtelualueen sisällä) ja valuuttaindeksin todellinen välitön devalvoitumisprosentti. Näistä ensimmäinen oli suurin ja viimeinen pienin. Sekä poliitikot että tiedotusvälineet ja ekonomistitkin olivat yleisesti sekaisin näiden prosenttilukujen kanssa.

Toinen jonkin verran sovellettu valuuttakurssijärjestelmä on ns. crawling peg eli liukuva kiinnitys, jossa valuuttakurssi voi muuttua, ryömiä (yleensä devalvoitua) ennalta ilmoitetun uran tai putken mukaan. Tätä järjestelmää on käytetty lähinnä maissa, jotka ovat halunneet taltuttaa nopean inflaation rauhallisesti asteittain. Vaikeutena on kuitenkin, että vähittäinen devalvoituminen edellyttää vastaavasti korkeampaa korkoa ulkomaihin nähden. Järjestelmä murtuu spekulaatiossa kokemusten mukaan jokseenkin yhtä helposti kuin kiinteä kurssi.

Erityisesti laajaa säännöstelyä toteuttavissa maissa käytetään myös monimutkaisempia valuuttakurssijärjestelmiä. Melko vapaissakin maissa on joskus sovellettu kaksikurssijärjestelmää. Siinä yleensä vaihtotaseeseen kuuluvissa maksuissa sovelletaan hiukan eri valuuttakurssia kuin ulkomaisissa pääomanliikkeissä. Sosialistisissa suunnitelmatalouden maissa, joissa hintarakenne on ainakin pääosin hallinnollisesti määrätty, myös ulkomaankaupan ja pääomanliikkeiden eri hyödyke- ja vaaderyhmille on asetettu erilaisia vaihtokursseja, eli valuuttakursseja on voinut olla paljon.

Valuuttakatejärjestelmä

Valuuttakatejärjestelmä on kiinteän valuuttakurssin äärimmäinen muoto. Puhtaimmillaan se merkitsee asiallisesti, joskaan ei muodollisesti, vieraan valuutan käyttöä. Tiukka valuuttakatejärjestelmä luo vain mielikuvan omasta rahasta. Käytetään kotimaista rahayksikköä ja käteisrahaa, jotka kuitenkin ovat vain vieraan rahan korvikkeina. Valuuttakatejärjestelmää on sovellettu – yleensä epäonnistuneesti – lähinnä joissakin pienissä ja keskisuurissa maissa, jotka ovat halunneet vakauttaa rahatalouttaan. Rahapolitiikka tulee ulkoa, siitä maasta, jonka rahaan oma rahayksikkö on sidottu. Valuuttakatejärjestelmä vaatii kovaa kurinalaisuutta, ja siinä on vaikea pysyä. Viron hiukan epäpuhdas valuuttakatejärjestelmä kesti kuitenkin lähes kaksi vuosikymmentä eli siihen saakka, kun maa liittyi euroalueeseen.

Valuuttakatejärjestelmän perusidea on, että maassa on tosiasiassa käytössä ulkomaanvaluutta, mutta se muutetaan keskuspankin taseessa kotimaanrahaksi. Keskuspankin taseessa on veloissa oma keskuspankkiraha (setelistö ja pankkien sekä mahdolliset yleisön talletukset) ja näiden katteena yhtä suuri valuuttavaranto katevaluutassa. Katevaluutta on yleensä dollari ja joissakin maissa euro. Rahaviranomaisten tehtävä on vaihtaa omaa rahaa katteena olevaan rahaan ja päinvastoin. Keskuspankki ei yritä puhtaassa valuuttakatejärjestelmässä vaikuttaa likviditeettiin eikä kotimaiseen korkotasoon. Omaa rahapolitiikkaa ei ole eikä omia rahapolitiikan välineitä, siis ei aitoa keskuspankkia ollenkaan. Ainoa ero vieraan valuutan käyttöön on oikeastaan, että maa saa seigniorageetuloa omasta setelistöstään. Tosin tuotto setelistön vastineena olevasta valuuttavarannosta on pieni. Jos käytettäisiin vierasta setelistöä, tulo menisi sen liikkeeseen laskeneelle keskuspankille.

Katevaluuttamaan korkotaso on täysin markkinapohjainen, parhaimmillaan lähellä katevaluutan maan korkotasoa. Jos toisaalta järjestelmä ei ole uskottava ja maan talous on huonossa kunnossa, koron riskilisä suurenee. Yleensä valuuttakatejärjestelmä on sortunut juuri tähän. Koska valuuttakatejärjestelmässä ei ole myöskään keskuspankin likviditeettitukea pankeille, pankkien likviditeettiriski on suuri. Tämän vähentämiseksi on äärimmillään ehdotettu, etteivät ainakaan maksuliikettä hoitavat pankit saisi antaa olleenkaan kotimaisia yleisöluottoja. Niiden pitäisi sijoittaa varansa jopa suorastaan katevaluuttamaan valtion arvopapereihin.

Tosiasiassa valuuttakatejärjestelmiksi kutsutut regiimit eivät ole tavallisesti puhtaita järjestelmiä. Maassa on yleensä melko täydellinen keskuspankki, joka on voinut tehdä ajoittain rajallisia rahapoliittisia interventioita. Tällainen järjestelmä on lähellä kiinteän kurssin järjestelmää. Kestääkseen valuuttakatejärjestelmä vaatii hyvin hoidetun muun talous- ja tulopolitiikan tai vaihtoehtoisesti pidättymisen omasta talouspolitiikasta ja jättäytymisen markkinavetoiseen järjestelmään. Järjestelmä onkin toiminut tyydyttävästi pitkään lähinnä vain pienissä, erittäin kansainvälistyneissä talouksissa, joilla ei ole merkittäviä oman talouspolitiikan tavoitteita. Selvimpänä esimerkkinä on ollut dollarisidonnainen epäitsenäinen kaupunkivaltio Hongkong.

Eräänlaisena valuuttakatejärjestelmänä voidaan pitää myös aikoinaan vallinnutta kultakantaa, jossa katevaluuttana oli kulta. Maan setelit saattoi kuka tahansa vaihtaa maan keskuspankissa kultarahoiksi. Tätä ei tosin kovin laajasti tehty. Kultakannan aikana yritettiin toteuttaa jonkin verran rahapolitiikkaa, joten kultakanta oli lopulta lähellä kiinteäkurssipolitiikkaa. Kultakannan aikana tehtiin myös joitakin yrityksiä luoda useiden maiden valuuttaunioneja. Maat säilyttivät kuitenkin oman rahansa. Kultaan perustuvat rahajärjestelmät eivät ole osoittautuneet kestäviksi.

☼

Valuuttakatejärjestelmästä seuraava äärimuoto on jo luopuminen omasta valuutasta kokonaan. Tältä osin on vielä kaksi eri järjestelmää. Ensinnäkin voi olla yhteisvaluutta, jossa maa on päättämässä yhteisestä rahapolitiikasta. Euro on ensimmäinen tällainen merkittävä ratkaisu länsimaissa. Toinen mahdollisuus on ulkopuolisen valuutan käyttö, jolloin rahapoliittinen päätösvalta on täysin maan ulkopuolella. Täysimittainen ulkopuolisen valuutan käyttö on aika harvinaista. Lähinnä näin on tilanne eräissä Balkanin uusissa valtioissa, joissa käytetään euroa, sekä muualla Euroopassa ns. kääpiövaltioissa. Latinalaisessa Amerikassa on joitakin enemmän tai vähemmän pysyvästi dollarisoituneita maita.

Vain hyvin vakaa ja talouspolitiikassaan pääosin markkinaehtoinen maa kykenee ajan mittaan käyttämään laajasti tai kattavasti vierasta luotettavaa rahaa. Euroalueen ulkopuolisen euroistuneen maan on saatava euroja, myös eurosetelit, aina joustavasti markkinoilta. Maalla ei ole oman rahan antamaa talouspoliittista joustoa. Talouskuri on vähintään yhtä kova ja uskottavuussyystä varmaan kovempikin kuin yksittäisessä eurossa mukana olevassa maassa. Vain tällaiset ehdot hyväksyen esimerkiksi mahdollinen

euroalueesta luopuva maa voisi omaksua Montenegron ja Kosovon käyttämän ratkaisun, eli maa, luomatta omaa rahaa, käyttäisi laajasti euroa, myös eurosetelistöä.

Joskus esitetään, että vaikka jokin maa haluaisi erota euroalueesta, siitä ei ole käytännössä laajasti mahdollista irtaantua, koska luotettava euro jäisi eroavassa todennäköisessä kriisimaassa keskeiseen asemaan uuden epävarman kansallisen rahan rinnalle ja jättäisi tämän toissijaiseen asemaan. Jossakin määrin tämä näkemys pätee pitkän ajan kuluessa, mutta se on silti paljolti virheellinen. Euroa voi käyttää vain, jos on varaa sitä hankkia. Käytännössä tällainen eurokeskeinen vaihtoehto ei olisi heikolle eroavalle maalle mahdollinen. Maahan eroaisi ilmeisesti juuri siksi, että se on kovissa spekulaatiopaineissa ja kriisissä rahansa devalvoitumisen suuntaan, jolloin se ei saa rahaliitossa euroja euroalueen rahamarkkinoilta. Erottuaan maa ei kykene saamaan euroja senkään vertaa. Sen on joka tapauksessa pakko luoda korvikeraha ja siirtyä sen käyttöön julkisen talouden toimissa ja laajasti myös työmarkkinoilla ja vähittäiskaupassa. Kuitenkin euro säilyisi varmaan arvon mittana monilta osin, erityisesti rahoitusvaateissa, ellei sen käyttöä voimakkaasti rajoiteta. Sikäli kuin tilanne ajan mittaan vakiintuu, euron laaja tai kattavakin käyttö tulisi mahdolliseksi jopa ilman jäsenyyttä rahaliitossa.

Siirtyminen oman rahan käyttöön

Ajoittain nousee esiin kysymys – esimerkiksi eräiden Balkanin uusien valtioiden rahajärjestelmien tapauksessa – mitkä ominaisuudet ovat minimi sille, että maalla on oma raha. Asiaa ei liene missään määritelty. Nykyisessäkin maailmassa syntyy uusia rahoja, joiden syntyprosessi voi olla luonteeltaan epämääräinen, ja on olemassa laaja kirjo enemmän tai vähemmän itsenäisiä rahoja. Joissakin tilanteissa joudutaan aidosti pohtimaan, onko jollakin maalla oma raha vai ei, ja missä suhteessa. Joissakin maissa on nimellisesti oma raha, mutta käytännössä sillä ei ole erityistä merkitystä, vaan tosiasiassa toimitaan vieraan rahan oloissa. Sitten on tietysti paljon maita, joilla on (monessa suhteessa) aito oma raha mutta ei (monessa suhteessa) aitoa omaa rahapolitiikkaa.

Täydellisimmillään oman rahan ja rahajärjestelmän olemassaolo edellyttää monia seikkoja: maalla on oma rahayksikkö, oma keskuspankki, oma setelistö ja maksujärjestelmä, omat korot, ja lisäksi rahan nimellisarvo voi poiketa muista rahoista eli maalla on oma valuuttakurssijärjestelmä ja ainakin periaatteessa itsenäinen rahapolitiikka.

Suomen rahaolojen kehitys autonomian aikana 1800-luvulla tarjoaa hyvän esimerkin oman rahan suhteellisuudesta. Suomeen perustettiin vaatimaton keskuspankki – maan ainoa pankki – heti autonomian ajan alusta. Suomen Pankki laski liikkeeseen omia ruplan seteleitä, kuten tekivät yleisesti yksityiset pankit eri maissa. Hyvin rajallisesti Suomella oli siis oma raha, oma rupla, jo heti alusta ja varsinkin 1840-luvulta alkaen, sekä hiukan omaa rahapolitiikkaakin. Suomen Pankin rupla vastasi tietysti nimellisarvoltaan Venäjän ruplaa, mutta tuohon aikaan yhteyksien heikkous aiheutti yleisesti pieniä eroja rahan reaaliarvoon eri alueilla, kuten Ruotsin rahallakin oli ollut ajoittain eri arvo Suomen puolella. Nimellisarvoltaan oman markan Suomi sai 1860-luvun alussa, mutta muutos oli tuolloin vielä lähinnä rahan nimen liittyvä asia: markaksi kutsuttiin Suomessa Venäjän ruplan neljäsosaa. Omien markkojen psykologinen vaikutus oli tietysti suuri. Kun markan kurssikehitys erosi neljäsosaruplasta vuonna 1865, Suomella oli tuosta alkaen varmasti aito oma raha. Kuitenkin oltiin mukana kansainvälisessä hopea- tai kultakannassa, joten tosiasiassa rahapoliittista itsenäisyyttä oli hyvin vähän. Lisäksi raha-asioita hoidettiin jatkuvasti Venäjän painostuksen alla.

Ehkä omaksi rahaksi riittää äärimmillään melkein se, että rahalla on oma nimi ja että liikkeeseen on laskettu jonkin verran tämän nimistä kansallista käteisrahaa. Tästä esimerkkinä käy Panama, jossa on ollut jo sukupovien ajan lähes täysin dollariin perustuva rahatalous; vain kolikoita on liikkeellä oman balboan määräisinä. Ainakin keskuspankin tase voidaan esittää kansallisen rahan määräisenä. Tämän voinee tulkita todella valuut-

takatejärjestelmän äärimuodoksi. Käytännössä muutoin voidaan sallia vieraan rahan käyttö käteisrahana, tilirahana ja muissa vaateissa, kirjanpidossa ym.

Maailmassa toteutuu jatkuvasti rahajärjestelmän muutoksia: valuuttoja katoaa ja uusia syntyy. Neuvostoliiton hajottua ilmaantui 1990-luvun alussa viitisentoista uutta valuuttaa. Omaan rahaan siirtyminen Neuvostoliiton hajoamisen yhteydessä oli paljolti kaoottista, sillä voimakas inflaatio hävitti pääosin entiset rahoitusvarannot. Tämä helpotti siirtymistä.

Oman rahan käyttöönottoon liittyy paljon kysymyksiä. Usein ajatellaan, että ensisijainen asia on oman setelistön hankkiminen. Tosiasiassa setelistön tuottaminen on helppoa, joskin hidasta, ja sivuseikka paljon hankalampien kysymysten joukossa. Setelistön merkitys on ylipäätään vähentynyt oleellisesti kehittyneissä maissa, ja tilirahan luonti on melko nopeasti toteutettavissa. Tärkein ongelma on, mitkä olemassa olevat vaateet ja sopimukset muutetaan uuden valuutan määräisiksi, miten tämä voidaan juridisesti toteuttaa, missä aikataulussa ja miten käytännössä. Lisäksi on ratkaistava, minkä ohjausjärjestelmän pohjalta omaan rahapolitiikkaan pitäisi siirtyä. Muutos voi synnyttää erityisesti ulkomaihin nähden avoimeen talouteen laajasti avoimia valuuttapositioita.

Kansainvälinen käytäntö lähtee siitä, että maan oman lainsäädännön mukaan tehtyjen sopimusten ja vaateiden valuuttaehto voidaan lainsäädännöllä muuttaa. Kuitenkin vaateilla on laajasti myös potentiaalisesti vihaisia ja oikeudelliseen riitelyyn valmiita ulkomaisia omistajia. Osa vaateista ja kauppasopimuksista on tehty ulkomaisen lainsäädännön mukaan. Kyseessä on hankala poliittinen ja juridinen ongelmakokonaisuus.

Siirtyminen omaan rahaan on helpompaa, jos se voidaan tehdä suunnitelmallisesti ja rauhallisesti vakaissa oloissa, jolloin ei ole vahvoja valuuttakurssipaineita. Osin näin kävi autonomian aikana Suomessakin, joskin markan käyttöönottoon liittyi väistämätön raskas revalvaatio. Rauhallisesti edeten oma setelistö ehditään painaa, ja talousyksiköt voivat varautua uuden rahayksikön mukaiseen toimintaan. Jostakin hetkestä alkaen sopimukset – sekä kaupalliset sopimukset että mm. pankkien talletukset ja luotot − aletaan tehdä pääasiassa uuden rahan määräisinä.

Jos uuden rahan nimellisarvo on sama kuin vanhan, muutos on selkeämpi. Rahat voivat olla käytössä jonkin aikaa rinnakkain, ja rinnakkaisajan kuluessa melkoinen osa vanhoista sopimuksista ehtii erääntyä. Irlannissa oli tällä tavoin oman rahan rinnalla käytössä Englannin raha siihen asti, kun maa liittyi EU:hun vuonna 1979. Irlannin punta oli samanarvoinen kuin Englannin punta, ja käteisrahoja käytettiin Irlannissa rinnakkain. Rahat ja niiden kurssit erosivat sitten rauhallisesti. Samoin Luxemburgin frangi oli pitkään sama kuin Belgian frangi, ja rahoja käytettiin rinnakkain Luxemburgissa.

Siirtyminen olisi mahdollista myös kahden erillisen rahan kautta siten, että keskuspankki tai valtiovarainministeriö laskee liikkeeseen virallisen vieraan rahan rinnalle omia velkapapereitaan – asiallisesti tilirahaa – ja ehkä nimellisarvoltaan pieniä tosiasiallisia seteleitä. Näille muodostuu todennäköisesti heti erillinen hinta, ja ne voivat hiljalleen korvata kasvavan osan rahoitustoiminnasta. Menneinä vuosisatoina oli tavallistakin, että valtio laski liikkeeseen omaa rahaansa pankkirahan rinnalla, ja nämä rahat poikkesivat myös jonkin verran arvoltaan. Tämäntapaista kehitystä on esiintynyt myös nykyisin joissakin maissa tilanteissa, joissa rahoituksen saatavuus on ollut vaikeaa. Paikallishallinnon tai jopa yksityisten yritysten velkapapereita on pyritty hyödyntämään rahan omaisesti virallisen rahan saatavuuden ollessa niukkaa. Maailman turistikeskuksissa on totuttu kahden ja monenkin rahan käyttöön.

Vanhat emämaan setelit tulisi kansallisten setelien vaihdon yhteydessä periaatteessa hävittää tai luovuttaa ilmaiseksi emämaan keskuspankille (mikä ei ehkä usein toteudu). Hävittämistä puoltava tulkinta perustuu siihen, että vanhat setelit ovat osa yhteisen valtion valtionvelkaa, joka periaatteessa pitäisi jakaa maiden kesken talouksien suhteessa. Yleisöltä vaihdettuja seteleitä ei pitäisi esimerkiksi käyttää ostoihin isäntämaasta, sillä tällöin setelien edustama yhteisen valtion valtionvelka jää kokonaan emämaan maksettavaksi. Samalla talouksiin tulee periaatteessa ylimääräistä rahaa.

Siirtyminen oman rahan käyttöön on erityisen vaikeaa kriisioloissa suurten valuuttakurssipaineiden vuoksi. Talouden sisällä syntyy väistämättä suuria valuuttakurssitappioita ja voittoja tai ainakin avautuu suuria riskipositioita sen mukaan, miten valtio ohjaa siirtymää. Tuossa tilanteessa joudutaan melko väistämättä turvautumaan säännöstelyyn ja ulkomaiden tukeen. Korkealaatuista setelistöä ei ehkä heti saada, vaan on tyydyttävä helposti väärennettäviin tilapäisiin seteleihin tai rahanomaisiin valtion velkapapereihin. Neuvostoliiton hajottua Ukrainassa käytettiin aluksi leikkirahan näköisiä kuponkeja. Kriisiin liittyy helposti suuria valuuttakurssihäiriöitä ja talouden epävakautta. Tällaisista vaikeuksista ovat esimerkkinä kokemukset muutamista epäonnistuneista valuuttakatemaista. Kun tällaisen maan rahoitusvaateet on periaatteessa ja juridisestikin sidottu valuuttaehdoltaan dollariin tai euroon, on valuuttakatejärjestelmän purkaminen hankalaa ja riidanalaista. Jos valuuttaehto muutetaan lainsäädännöllä, sijoittajat kärsivät menetyksen ja kokevat tulleensa petetyiksi. Usein seuraa laajoja ja raskaita kansainvälisiä oikeudenkäyntejä.

Kotimaiset ulkomaanrahan määräiset vaateet

Varsinkin pienissä maissa turvaudutaan eri syistä ulkomaanrahan määräisiin sijoituksiin ja velkoihin. Osin tämä on luontevaa laajan ulkomaisen toiminnan vuoksi, mutta yleensä tärkein motivaatio on omaan rahaan kohdistuva epäluottamus. Tämä voi näkyä suorastaan ulkomaisen setelistön, lähinnä dollareiden ja eurojen haalimisena varsinkin, jos jopa oman maan pankkijärjestelmään kohdistuu epäluottamusta. Usein kuitenkin halutaan pitää varoja ulkomaanrahan määräisillä pankkitileillä, tai jos säädökset sen sallivat, suoraan ulkomailla olevissa pankeissa.

Ehkä vielä tavallisempaa kuin sijoitustoiminta on ulkomaanvaluutan määräinen velkaantuminen. Kannuste tähän tulee pääosin siitä, että usein pienen epävarman valuutan korko on korkeampi kuin suurten vakaiden valuuttojen korko. Jos pieni maa vielä pyrkii tunnollisesti ylläpitämään kiinteää valuuttakurssia, korkoero tuntuu velallisista erittäin houkuttelevalta. Tähän liittyy tietenkin riski, ja usein tilanne päättyy velallisten kannalta ikävästi: valuuttakurssi muuttuu. Pitkän päälle korkopariteetti pyrkii olemaan tällaisessa tilanteessa voimassa.

Rahoitusmarkkinakriisit alkavat pienissä maissa usein juuri valuuttaluotoista. Lisäongelma tyypillisesti on, että valuuttaluotot on riskipitoisesti rahoitettu lyhytaikaisella ulkomaisella velalla, kuten Suomessa 1980-luvun lopulla. Usein ulkomaanvaluuttojen käyttöön myötävaikuttaa ulkomaisten pankkien toiminta. Markkinoiltaan vapaiden pienten maiden pankit ajautuvat ulkomaiseen omistukseen. Näiden rahoitus tulee paljolti ulkomailta, pankin kotimaastakin, jolloin pankki rajaa valuuttariskinsä suojaustarvetta myöntämällä saman valuutan määräisiä luottoja.

Maan rahoitusriskien kannalta merkitystä on sillä, toimivatko ulkomaiset pankit tytärpankkeina vai sivukonttoreina. Tytärpankki on juridisesti itsenäinen kotimainen pankki, joka vain on ulkomaisessa omistuksessa. Sillä on erillinen oma pääomansa, ja esimerkiksi talletussuoja on selvästi saman maan valtion vastuulla. Sen sijaan sivukonttorimallissa vastuut ovat emopankilla ja sen kotimaalla. Pankkikriisissä vaikeudet ovat näissä kahdessa eri mallissa eri paikoissa. Pienen maan kannalta pankkikriisin riski on sivukonttorimallissa pienempi, mutta toisaalta kriisin hoito on paljolti ulkomaisissa käsissä. Tämä voi olla talouspolitiikan kannalta ongelmallista. Toisaalta tallettajalle voi käydä huonosti, jos ulkomaisen sivukonttorin kotimaa ei pysty vastaamaan talletussuojasta.

Ulkomaanvaluuttojen käyttö on nykymaailmassa osin luonnollista, mutta laajasti käytettynä ilmiö on epäterve piirre taloudessa. Paitsi, että se on riski velallisille, se vaikeuttaa talouspolitiikkaa, erityisesti rahapolitiikkaa. Tilanne on maan korkopolitiikan kannalta erikoinen, jos pankkien luotot ja talletukset ovat pääosin ulkomaanrahan määräisiä ja näin periaatteessa kotimaisista koroista riippumattomia. Tosin tyypillisesti valuuttalainojen korkoihin tulee mukaan myös kotimaisen koron vaikutusta. Valuuttaluottoja

myöntäneillä ulkomaisilla pankeilla on myös politiikkariski; joskus pankit on pakotettu hyvittämään asiakkaiden kärsimiä valuuttakurssitappioita.

Hinnoittelu-, laskutus- ja maksuvaluutta

Ulkomaankauppaan liittyy melko väistämättä valuuttakurssikysymyksiä. Usein suositellaan oman valuutan käyttöä. Kuitenkaan oman valuutan käyttö ei ole itsestään selvä etu. Markkinoilla ei ole ilmaisia lounaita. Jokainen etu ja kustannus hinnoitellaan markkinoilla, myös valuuttaehto. Jos haluaa omaa valuuttaansa käyttämällä siirtää valuuttariskin vastapuolelle, tämä ottaa sen hinnassa huomioon. Suojauksen hinta tulee markkinoilla jaetuksi kaupan osapuolten välillä osapuolten yleisen hinnoitteluvoiman mukaan. Oma valuutta ei ole usein etu ollenkaan, erityisesti silloin, jos hyödykettä tarjotaan markkinoille, joilla vieras valuutta on hallitseva hinnoitteluvaluutta.

Talouden perustotuuksiin kuuluu, että hyödykkeen hinta määräytyy kysynnän ja tarjonnan tasapainosta. Pitkällä aikavälillä ei ole juuri merkitystä sillä, minkä värisellä rahalla kauppaa käydään. Tilapäisesti oman valuutan käytöllä erityisesti hinnoitteluvaluuttana voi saavuttaa jonkinlaisen hintavakauden.

Öljy ja useimmat muut raaka-aineet hinnoitellaan dollareissa, ja tämän katsotaan usein olevan etu amerikkalaisille. Näin ei pitkän päälle kovin suuressa määrin ole. Öljynkin hinta määräytyy maailmanlaajuisen tarjonnan ja kysynnän mukaan. Jos esimerkiksi dollarin kurssi painuu hyvin heikoksi ja öljyn dollarihinta pysyy vakaana, öljy halpenee muissa maissa kotimaan valuutassa mitattuna. Öljyn hinta siis maailmanmitassa laskee, mikä lisää sen kysyntää ja vähentää tarjontaa. Tällöin sen dollarimääräinen hinta nousee niin paljon, että öljyn maailmanmarkkinat tasapainottuvat. Usein dollarin kurssi ja öljyn hinta liikkuvatkin samanaikaisesti: kun dollari heikkenee, öljyn dollarihinta nousee. Ja kun dollari vahvistuu selvästi, öljyn dollarihinta laskee ilman, että öljy välttämättä yleisesti halpenisi. Toisaalta dollarin käytöstä hinnoitteluvaluuttana on Yhdysvalloille muita hyötyjä, kun se mm. lisää dollarin käyttöä ja saa öljyntuottajamaat painottamaan dollarisijoituksia.

Öljyllä, tai tarkemmin kullakin öljylaadulla, on homogeenisena tuotteena yksi hinta maailmanmarkkinoilla. Tällöin myös hinnoitteluvaluuttoja voi käytännössä olla vain yksi. Jos jokin öljyntuottajamaa pyrkii hinnoittelemaan öljyn euroissa, se kärsii. Mikään taho ei osta maan öljyä, kun eurohinta on euron valuuttakurssin vuoksi kalliimpi kuin dollarihinta, mutta kaikki ostavat maan öljyä, kun eurohinta on halvempi. Maa siis joutuu myymään euroissa keskimäärin halvemmalla kuin dollareissa. Tämä mekanismi takaa tärkeälle homogeeniselle hyödykkeelle yhden hinnan ja yhden hinnoitteluvaluutan.

Se, että öljy laskutetaan (eli kauppalasku kirjoitetaan) tai maksetaan (lopullinen maksu suoritetaan) muiden valuuttojen määräisenä, on vähemmän merkityksellistä. Laskutusvaluutassa esitetty hinta lasketaan dollarihinnasta tehden kurssimuutos markkinakurssin mukaan. Maksuvaluutalla on merkitystä mm. sikäli, että valuutanvaihdon kustannukset ovat eri valuutoissa erilaiset, yleensä pienissä valuutoissa suuremmat. Tämäkin suosii dollaria ja muutamia muita keskeisiä valuuttoja. Monet Yhdysvaltain vastaiset maat ovat halunneet siirtyä pois dollarimääräisistä maksuista, mutta omaksi vahingokseen.

Jopa euroalueen sisäisessä kaupassa ne raaka-aineet tai muut hyödykkeet, jotka maailmanmarkkinoilla hinnoitellaan dollareissa, seuraavat pääosin dollarihintoja. Jos amerikkalaisten tuotteiden hinnat halpenevat kurssimuutoksen vuoksi euromääräisinä Euroopassa, myös eurooppalaiset toimittajat joutuvat pudottamaan hintojaan. Näiltä osin euron syntyminen on osin muuttanut valuuttakurssiriskin hintariskiksi euroalueen sisällä. Euroalueen sisälläkään ei rahan värillä ole lopulta hintojen kannalta kovin suurta merkitystä.

Hintakilpailukyky

Maan kansainvälinen kilpailukyky voidaan jakaa reaaliseen kilpailukykyyn ja hintakilpailukykyyn. Reaalinen puoli kuvaa työn ja pääoman tuottavuutta eli sitä, kuinka tehokkaasti ja kuinka korkealaatuisia tuotteita maa pystyy maailmalle tarjoamaan. Hintakilpailukyky taas riippuu tuotantokustannuksista ja valuuttakurssista, eli se liittyy siihen, missä määrin tuotteiden hinta vastaa laatua. Inflaatiosta kärsivä maa menettää kilpailukykyään, vaikka tuotteiden laatu pysyisi hyvänä. Toisaalta yrittäjä tai kehitysmaa voi myydä heikkolaatuista tuotantoaan alihinnoittelemalla sen (esimerkiksi valuuttakurssilla), mutta silloin myyjä myös pysyy köyhänä, ellei käytä tulojaan tuotannon tehostamiseen. Kilpailukyky on monitahoinen ja yksikäsitteisesti hyvin vaikeasti mitattava muuttuja.

Valuuttakurssin muutokset vaikuttavat suoraan hintakilpailukykyyn. Hintakilpailukykyä mitataan yleisesti kauppapainoisella indeksillä; lyhyellä aikavälillä käytetään nimellistä indeksiä ja pitkällä aikavälillä reaalista indeksiä. Yksi indeksi pystyy kuitenkin antamaan vain karkean kuvan kilpailutilanteesta. Eri hyödykkeiden hinnat kehittyvät usein eri suuntiin, ja eri toimialojen tilanne voi poiketa huomattavasti. Nykymaailmassa yritykset joutuvat varautumaan ja sopeutumaan suuriin valuuttakurssien vaihteluihin. Valuuttaindeksienkin vaihtelu liikkuu suhdanteiden mukaan kymmenien prosenttien alueilla. Jo ensimmäisten kymmenen vuotensa aikana euron arvo oli kalleimmillaan lähes kaksinkertainen alimpaan dollarikurssiinsa nähden.

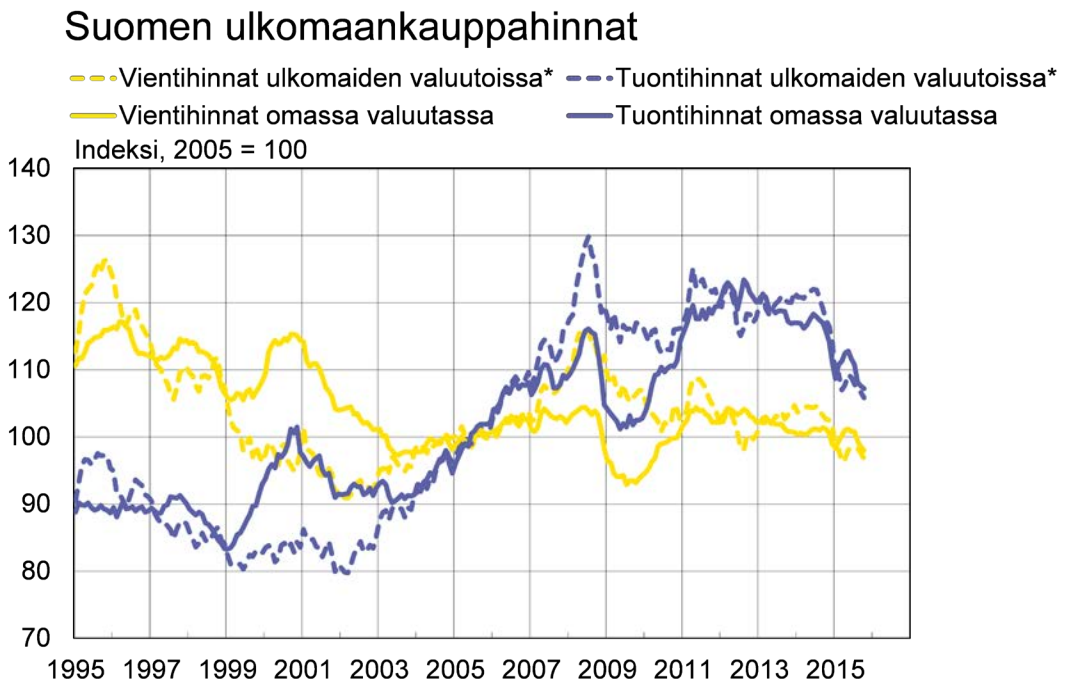
Valuuttakurssien kehitys voi vaimentaa ulkomaankaupan hintojen liikkeitä. Jos vienti- ja tuontihinnat nousevat nopeasti, valuutan revalvoituminen vaimentaa nousun vaikutuksen kotimaiseen hintakehitykseen ja leikkaa vientisektorin saaman edun ja siirtää sen tuojille. Vastaavasti vienti- ja tuontihintojen lasku voi edellyttää valuutan devalvoitumista, mikä palauttaa hintakilpailukyvyn mutta tuojien kustannuksella. Heikko valuuttakurssi sallii viejien hintakilpailun ulkomaiden markkinoilla, mutta suosii tehotonta tuotantoa.

Suomen markan suurehkon, noin 20 prosentin devalvoitumisen jälkeen 1990-luvun alkupuolella vain noin puolet valuuttaindeksin muutoksesta näkyi välittömästi viennin ja tuonnin markkahintojen nousuna, eli valuuttamääräisesti laskettuna hinnat laskivat. Osin tämä johtui markan käytöstä laskutusvaluuttana. Seuraavina vuosina ulkomaanrahan määräiset hinnat nousivat lähimain lähtötasolleen.

Euroaikana Suomen taloutta on rasittanut ulkomaankaupan hintojen epäedullinen kehitys (kuvio 10). Suomen vientihinnat ovat laskeneet tai olleet vakaita, mutta tuontihinnat, ennen kaikkea öljyn hinta, kallistuivat ennen vuosikymmenen puolivälin laskua. Euron heikkeneminen vuosituhannen vaihteessa nosti viennin ja tuonnin eurohintoja, mutta seuraavina vuosina euron vahvistuminen laski eurohintoja, vaikka kansainväliset hinnat nousivat.

Hintakilpailukykyyn vaikuttavia tekijöitä ovat erityisesti tuottavuuskehitys ja hyödykkeiden hinnoittelupaine maailmanmarkkinoilla. Jos tuottavuus lisääntyy nopeasti, hyödykkeen hinta voi laskea ilman, että kilpailukyky vaarantuu, ja toisaalta heikko tuottavuuskehitys vaatii nousevan hinnan, jotta tuotanto kannattaa. Tuottavuuden tehostuminen jossakin maassa ei jää välttämättä tämän maan reaalituloksi, jos hyödykkeen vientihinta laskee. Tuottavuusetu menee tällöin hyödykkeen ulkomaisille ostajille. Vienti- ja tuontihintojen suhde, eli ulkomaankaupan vaihtosuhde, kuuluukin tärkeisiin kansantalouden perusmuuttujiin. Sillä on ajoittain merkittävä vaikutus reaalituloihin.

Kuvio 10.



* Muunnettu käyttäen nimellistä kilpailukykyindikaattoria.
Ulkomaanvaluuttojen määräiset vienti- ja tuontihinnat on saatu korjaamalla eurohintoja Suomen kilpailukykyindikaattorilla (valuuttakurssi-indeksillä).
Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Tilastokeskus.

Maailman valuuttajärjestelmä

Maailman valuuttajärjestelmässä on samoja piirteitä kuin kansallisessa rahajärjestelmässä. Maailman rahajärjestelmä on kuitenkin hajanainen ja markkinavetoinen. Maailman keskuspankkia ei ole eikä maailmanrahaa. Järjestelmää pyritään kuitenkin kehittämään ja ohjaamaan kansainvälisten järjestöjen ja suurten maiden toimien kautta. Sitovaan merkittävään koordinaatioon on vaikea päästä.

Eräiltä osin Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) täyttää keskuspankin tehtäviä. Washingtonissa toimivan IMF:n osakkaina ovat lähes kaikki maat (keskuspankit). Valuuttarahasto perustettiin toisen maailmasodan jälkeen paljolti ohjaamaan ns. Bretton Woods järjestelmää. Tämä oli kiinteäkurssijärjestelmä, johon tuli mukaan laajasti maailman valuuttoja. Valuutat oli sidottu kiinteästi (±1 prosentin vaihteluvälillä) dollariin ja se taas kultaan. Tosiasiassa järjestelmässä jouduttiin sallimaan kurssimuutoksia perustavanlaatuisen epätasapainon tilanteissa, joten järjestelmä vastasi oikeastaan muunnettavaa kiinnitystä (adjustable peg). Bretton Woods järjestelmän kiinteät kurssit murtuivat 1970-luvun alussa.

Kansainvälinen valuuttarahasto on kuitenkin edelleenkin säilyttänyt kansainvälistä rahajärjestelmää koordinoivan, konsultoivan, analysoivan ja tilastoivan tehtävän. Se on antanut kriisimaille periaatteessa vain likviditeettitukea, eli valuuttavarannon tukiluottoja, joten rahoitusjärjestelyt ovat yleensä olleet melko pieniä. Kuitenkin rahasto on sitoutunut ajoittain suhteellisen suuriinkin rahoitusohjelmiin, kuten rahoittaessaan yhdessä euromaiden kanssa Kreikkaa sen kriisin aikana. Kansainvälinen valuuttarahasto on saanut rahoituksensa jäsenmaittensa maksuosuuksina ja markkinoilta otettuina lainoina.

Dollaripulan aikana 1960-luvun lopulla valuuttarahasto loi omaa reservirahaa, erityisiä nosto-oikeuksia (Special Drawing Rights, SDR), joita jaettiin jäsenmaille niiden

jäsenosuuksien suhteessa. Erityinen nosto-oikeus ei ole suuren yleisön käytössä. Se on keskuspankkien välinen korivaluutta tai valuuttakori, jossa ovat mukana ajoittain tarkistettavin painoin maailman keskeiset vapaat valuutat, dollari, euro, jeni ja punta sekä viimeksi Kiinan juan. Juanin mukaanotto oli ongelma Kiinan harjoittaman säännöstelyn vuoksi. Valuutalla on ollut jopa hiukan eri kurssi kotimaassa ja ulkomailla. Aluksi erityisen nosto-oikeuden nimellisarvo asetettiin samaksi kuin dollarin, mutta lähinnä jenin vahvistumisen mukana se on noussut dollaria kalliimmaksi. SDR-valuutalla voidaan käydä kauppaa vain keskuspankkien kesken, ja sitä voidaan vaihtaa korivaluuttoihin. Erityisen nosto-oikeuden merkitys on jäänyt vähäiseksi. Ajoittain esitetään SDR-valuutan voimakasta lisäämistä, mutta länsimaat ovat olleet varovaisia luomaan globaalia reservirahaa tyhjästä.

Vaikka kansainvälistä rahajärjestelmää koskevaa yhteistyötä on laajasti kannatettu, aito sitoutuminen siihen on eri maille sekä poliittisesti että käytännössä vaikeaa. Yhteiset ratkaisut edellyttäisivät, että järjestelmän hyvät ja huonot puolet olisivat kaikkien maiden kannalta tasapainossa. Odottamaton kehitys murtaa helposti tällaiset sopimukset. Koska yleensä pyrkimyksenä on vakauttaa valuuttakursseja, eli lähinnä rakentaa target zones järjestelmiä suurten valuuttojen kesken, joudutaan pohtimaan rahapolitiikan yhteensovittamista. Konkreettiset ratkaisut eivät tältä osin juuri etene.

EU:ssa valuuttapolitiikka kuuluu (ministerien) neuvoston päätettäviin asioihin siltä tärkeältä osalta, että vain neuvosto voi yksimielisesti tehdä muodollisia sopimuksia valuuttakurssijärjestelmästä. Määräenemmistöllä neuvosto voi myös antaa valuuttakurssipolitiikkaa koskevia yleisiä suuntaviivoja. Tähän liittyy kuitenkin se rajaus, ettei tämä saa vaikuttaa EKP:n ensisijaiseen tavoitteeseen pitää yllä hintatason vakautta. EU:ssa olisi vaikea saada aikaan sellaisia sopimuksia valuuttakurssijärjestelmästä, jotka rajaisivat oleellisesti EKP:n rahapolitiikan itsenäisyyttä.

Maailmanlaajuisella kiinteäkurssijärjestelmällä eli paluulla Bretton Woods järjestelmän tapaisiin kytkentöihin on paljon kannatusta asiantuntijoidenkin piirissä. Yhteinen maailman rahajärjestelmä olisi teoriassa varmaan hyvä, mutta sekä poliittiset että käytännön realiteetit estävät sen. On paljon näyttöä siitä, että kiinteät kurssit eivät vapaiden pääomanliikkeiden oloissa tuo vakautta eivätkä ajan mittaan pidä. Väljien vaihtelualueidenkin puolustaminen voi olla ylivoimaista. Suurten maiden (G20, G7 ym.) kokouksissa annetaan joskus varovaisia julistuksia myös valuuttakursseista, mutta niiden merkitys on käytännössä vähäinen. Usein yksittäisiä maita pyritään painostamaan valuuttakurssipolitiikassa. Tällaista painetta on kohdistettu pitkään varsinkin nopean kasvun Kiinaan, jonka hyvin varovaista matalan valuuttakurssin politiikkaa pidettiin protektionistisena ja epäreiluna.

Valuuttakurssipolitiikkaan nähden vielä vahvempi paine kansainväliseen yhteistyöhön on tullut rahajärjestelmän vakauden ongelmista. Maailman rahajärjestelmä saa sekä etuja että haittoja rahoitustoiminnan kansainvälistyessä. Pankit, muut rahoituslaitokset ja yritykset toimivat yhä laajemmin ja yhä useammassa maassa. Säädökset eivät kuitenkaan pysy mukana ja ovat puutteellisia ja ristiriitaisia eri maiden osalta. Rahoitusriskit jakautuvat epäselvästi. Säädösten yhdenmukaistamisen tarve kasvaa, mutta se on sekä poliittisesti että käytännön tasolla vaikeasti läpivietävissä

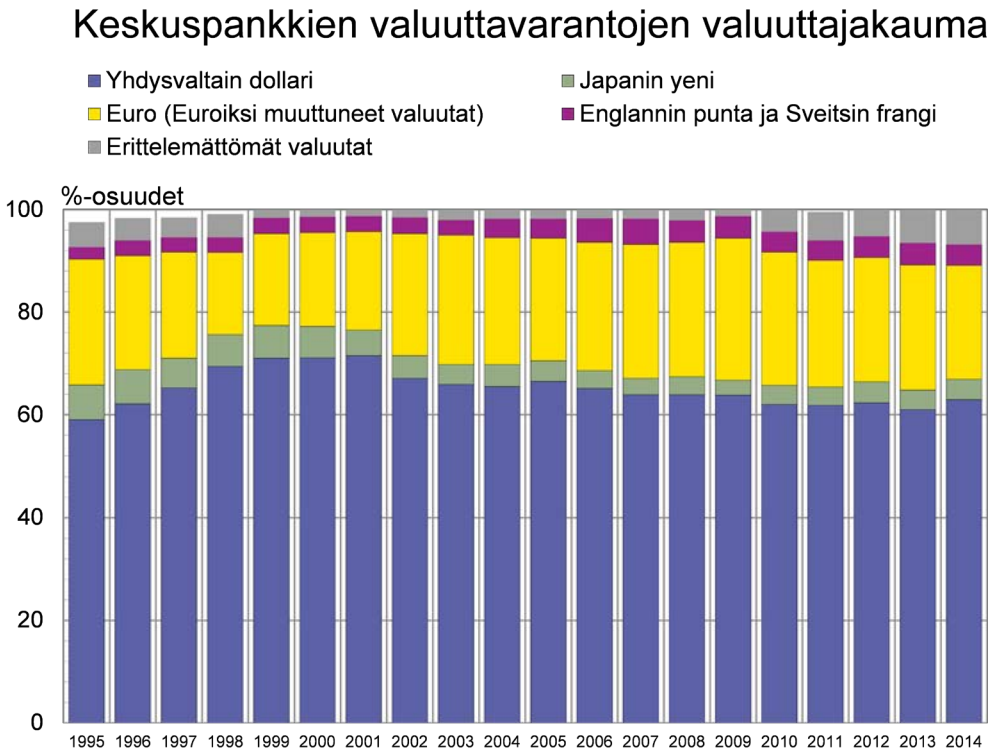
Tältä osin on kuitenkin saatu myös tuloksia. Kehittyneiden maiden keskuspankkien yhteistyöelimiin kuuluu Baselissa toimiva Kansainvälinen järjestelypankki (BIS), jonka piirissä keskustellaan ja koordinoidaan erityisesti juuri vakauskysymyksiä. Pankkien vakavaraisuutta koskevista sopimuksista puhutaankin ns. Basel I-, Basel II- ja Basel III sopimuksina. BIS hoitaa myös eräitä tärkeitä käytännöllisiä tehtäviä, mm. tutkimusta sekä kansainvälisen pankkitoiminnan ja johdannaissopimusten tilastointia.

Reservivaluutta

Maailmassa ei ole maailmanrahaa, mutta maailmantalous tarvitsee moniin tarkoituksiin yhteisen vaihdon välineen ja arvon mitan. Yhdysvaltain dollari täyttää osin nämä vaatimukset. Dollari on sisäiseltä arvoltaan suhteellisen vakaa, sen markkinat ovat laajat ja likvidit, sen käyttö on vapaata eikä siihen kohdistu säännöstelyn riskiä pääomanliikkeiden ja valuuttakaupan näkökulmasta (paitsi pakotteiden kohteena olevissa maissa). Dollarin asema maailman valuuttamarkkinoilla onkin keskeinen. Yhdysvaltain keskuspankin johtokunta (Federal Reserve Board) määrää usein maailman keskeisten alueiden korkopolitiikan suunnan. Kansainväliset taloudelliset tilastot ja vertailut tehdään melko systemaattisesti dollarin määräisinä. Dollarin asemaa on vaikea horjuttaa, mm. koska tiettyä etua tulee siitä, että reservivaluuttoja ja samalla valuuttamarkkinoiden rahoja on vain yksi. Dollarin asemakaan ei tosin ole aivan ehdoton. Siihen kohdistuu maailmalla paljon poliittista vastustusta, ja ajoittain Yhdysvaltain ongelmat aiheuttavat dollarille kolhuja, kuten vuoden 2007 jälkeisessä kriisissä.

Dollari hallitsee keskeisiä maailmanrahan toimintoja. Lähes kaksi kolmasosaa maailman valuuttavarannoista on dollarivaateissa, paljolti Yhdysvaltain valtionvelassa (kuvio 11). Osa dollarireserveistä on muiden maiden kuin Yhdysvaltain liikkeeseen laskemissa dollaripapereissa. Euro on toiseksi tärkein kansainvälinen valuutta ja mm. reservi- ja välitysvaluutta Euroopan lähialueilla. Euron osuus valuuttavaranoissa kasvoi selvästi euron alkuvuosina, mutta supistui jonkin verran 2010-luvulla eurokriisin aikana. Myös Japanin jeniä, Englannin puntaa ja Sveitsin frangiakin käytetään merkittävästi reservivaluuttoina. Sen sijaan muiden valuuttojen osuus varannoissa on vähäinen, joskin se on lisääntymässä. Kiinan juanin merkitys kasvaa nopeasti, mutta Kiina on toteuttanut kan-

Kuvio 11.



Osuudet laskettu SDR arvoista vuoden lopussa (sisältävät valuuttakurssien muutoksen vaikutuksen).
Lähde: IMF:n vuosikertomus (huhtikuu 2015).

sanrahansa kansainvälisen käytön laajenemista vain pienin askelin omien markkinoittensa vakauden turvatakseen.

Yhdysvaltain keskuspankki (Fed) toimii dollarin liikkeeseenlaskijana osittain ikään kuin maailman keskuspankki. Fed ei kuitenkaan toimi normaalisti kansainvälisen likviditeettituen tarjoajana, ei edes niille maille, jotka ovat omaksuneet dollariin perustuvan valuuttakatejärjestelmän. Kriisitilanteissa se on tosin lainannut sopimuspohjaisesti useille keskuspankeille swap-operaatioilla dollareita, joilla nämä ovat voineet tukea maissaan pankkien dollarilikviditeettiä.

Dollari on valuuttamarkkinoiden vaihdon väline, välitysvaluutta (vehicle currency), jonka kautta pieniä valuuttoja vaihdetaan keskenään. Vain muiden suurimpien valuuttojen keskinäiset ns. ristikurssit syntyvät suhteellisen tyydyttävästi markkinoilla. Arvon mittana dollari toimii erityisesti maailman raaka-ainemarkkinoilla, jossa se on useimpien hyödykkeiden tapauksessa hallitseva hinnoitteluvaluutta. Tämä johtuu paljolti siitä, että Yhdysvallat itse on huomattava raaka-aineiden tuottaja ja monet tavarapörssit toimivat siellä. Merkitykseltään pieni, mutta indikaattorina tärkeä on dollari- ja eurosetelistön asema ulkomaisessa käytössä. Dollarisetelistöstä suurin osa on liikkeellä Yhdysvaltain ulkopuolella, ja dollareita on maailmalla enemmän kuin euroja. Euro on päässyt dollarin kanssa tasavertaiseen kilpailuasemaan lähinnä vain kansainvälisen velkarahoituksen valuuttana.

Yhdysvaltain raha- ja finanssipolitiikka vaikuttaa maailman rahatalouden laajenemiseen. Kun Yhdysvallat laskee maailmanmarkkinoille runsaasti dollareita vaihtotaseen alijäämän tai joidenkin pääomanliikkeiden kautta, dollari pyrkii heikkenemään. Dollarisidonnaiset maat kokevat oman valuuttansa vahvistumispaineita, mihin ne reagoivat valuuttainterventioilla ostamalla dollareita ja myymällä omaa valuuttaansa. Tällöin oma rahamäärä kasvaa. Näin dollareiden lisääntyminen maailmalla kertaantuu kansallisten rahojen lisääntymisenä. Tällainen dollarisidonnaisuus on toisaalta ajoittain iso riski, koska se altistaa maat Yhdysvaltain rahapolitiikan muutoksille.

Yhdysvallat hyötyy monin tavoin dollarin kansainvälisestä asemasta. Reservivaluuttaasema turvaa pitkälti sekä maan vaihtotaseen vajauksen rahoituksen että valtiontalouden rahoituksen. Yhdysvallat voi velkaantua ulkomaille helposti, koska vaihtotaseen alijäämän kautta ulkomaalaisille siirtyvä rahoitus jää melko automaattisesti sijoituksiksi Yhdysvaltoihin. Dollarille ei edes ole kyllin suurta vaihtoehtoista sijoituskohdetta maailmalta. Runsas sijoitustoiminta ja sen myötä hyvin likvidit markkinat pitävät korot matalina ja mm. likviditeettipreemion pienenä. Velan korkorakenne on Yhdysvalloille hyvin edullinen. Lisäksi korotonta setelistöä käytetään runsaasti ulkomailla, mikä tuo keskuspankille ylimääräistä seignioragetuloa. Kansainvälisissä poliittisissa ja talouskriiseissä, jopa silloin, kun ne koskevat Yhdysvaltoja itseään, pääomavirrat suuntautuvat tyypillisesti Yhdysvaltain markkinoille, jotka koetaan turvalliseksi kohteeksi, ns. turvasatamaksi.

Yhdysvaltain ulkomaankauppa ja pääomanliikkeetkin ovat yleensä melkein kokonaan dollarimääräisiä. Poikkeuksena ovat lähinnä oman pääoman ehtoiset sijoitukset ulkomaille; jokseenkin kaikkien maiden osakepääomathan ovat kansallisen valuutan määräisiä. Yritykset ottavat ajoittain spekulaatioluonteisesti muiden valuuttojen määräistä lainaa. Reservivaluutta-asema lisää maan valuutan käyttöä muidenkin maiden ulkomaankaupassa, ja toisaalta valuutan käyttö ulkomaankaupassa, esimerkiksi öljyn hinnoittelussa, kasvattaa juuri kyseisen valuutan määräisten sijoitusten kysyntää.

Edut eivät tule ilmaiseksi. Reservivaluutta-asema säilyy vain, jos politiikkaa hoidetaan niin, ettei dollarisijoituksiin kohdistu merkittävästi menetysriskiä. Reservivaluuttamaa joutuu sopeutumaan ulkoisiin paineisiin. Valuuttavarantojaan sijoittavat maat heiluttavat operaatioillaan pääomanliikkeitä, korkoja ja valuuttakurssia. Vaikka amerikkalaiset ovat usein suositelleet pieniä maita kiinnittämään valuuttansa dollariin, tällaiset kytkennät voivat olla hankalia. Yhdysvallat on ollut tyytymätön erityisesti Kiinan juanin dollarikiinnitykseen sen mielestä liian aliarvostetulla kurssilla. Dollarin keskeisyyden vaikutukset voivat jopa rajoittaa Yhdysvaltain talouspolitiikan toimintavapautta. Ulkopuolinen maailma vetoaa usein Yhdysvaltain vastuuseen maailmantalouden vakauden turvaajana.

Vaikka dollari on kärsinyt Yhdysvaltain talouden ja rahoitusmarkkinoiden häiriöistä, ei ole syytä uskoa sen menettävän pitkään aikaan ykkösasemaansa. Erityisesti euron kilpailu vie kuitenkin dollarin monopolihyötyjä. Korkoetu vähenee, ja likviditeettietukin voi jäädä suhteellisesti pienemmäksi. Kiinan kehittymistä aidoksi reservivaluuttamaaksi jarruttavat talouden säännöstely, markkinoiden puutteet ja talouden riskit. Jos dollari menettäisi asemansa ja arvonsa nopeasti, varmaan myös kullan asema korostuisi. Erityisten nosto-oikeuksien (SDR) tai muiden keinotekoisten valuuttarakennelmien rooli dollarin vaihtoehtona on lähes merkityksetön, vaikka erityisesti Yhdysvaltoja poliittisesti vastustavat maat pyrkivät vahvistamaan tällaisten asemaa. Reservivaluutalla on oltava poliittisesti luotettavat, laajat, syvät ja likvidit kansainväliset markkinat – muutenhan se ei käy maksuvalmiuden turvaksi.

Kullan asema

Kullan asema maailman rahataloudessa herättää jatkuvasti keskustelua. Jotkut pitävät kultaa rahajärjestelmän kannalta turhuuksien turhuutena, mutta silti se näyttää säilyttävän merkittävän asemansa. Toisaalta maailmalla on edelleen koko joukko finanssikonservatiiveja, joiden mielestä voitaisiin palata vanhanmalliseen kultakantaan ja ehkä jopa saman tien lopettaa kokonaan keskuspankit ja niiden kelvoton, vapaita markkinoita sekoittava rahapolitiikka.

Aito kultakanta oli melko lyhytikäinen. Englannissa kultakantaan siirryttiin 1800-luvun alussa, kun taas muut maat perustivat vielä tuolloin rahajärjestelmänsä yleensä hopeaan. Kultakantaan siirryttiin 1870-luvulla, kun hopean hinta laski voimakkaasti. Ensimmäinen maailmansota mursi kultasidokset, ja niihin palattiin vain tilapäisesti ja huonoin kokemuksin tuon sodan jälkeen. Kulta oli kultakannan aikana aidosti tavallisen kansalaisen rahajärjestelmän perusta. Setelit saattoi vaihtaa keskuspankissa kultarahoiksi, ja jopa omat kultaharkkonsa saattoi viedä keskuspankkiin ja pyytää lyömään kultarahoiksi. Käytännössä kultakolikoita liikkui kuitenkin hyvin vähän.

Toisen maailmansodan jälkeisen Bretton Woods järjestelmän perustana oli kulta, mutta kulta oli siinä enää keskuspankkien (ja valtioiden) välinen raha. Yleisölle sitä ei keskuspankeista myyty. Järjestelmä ei ollut enää kultakanta vaan lähinnä dollarikanta. Yhdysvaltain keskuspankki oli sitoutunut myymään ja ostamaan kultaa muilta keskuspankeilta ja valtioilta hintaan 35 dollaria unssilta (noin 30 grammaa). Järjestelmä sortui vuonna 1971 Yhdysvaltain luovuttua tästä sitoumuksestaan.

Kullalla on edelleen merkitystä keskuspankkien reservinä, vaikka länsimaiden keskuspankit ovatkin hiljalleen myyneet kultaansa. Kultaa on yhä keskuspankkien holveissa lähes miljardi unssia eli vajaat 30 000 tonnia, ehkä jopa puolet maailman kullan määrästä. Vuosina 2007–2008 alkaneen kriisin yhteydessä jotkin kehittyvät taloudet taas vahvistivat kultavarantojaan. Kulta näyttää säilyttävän asemansa niin yksityisten sijoittajien kuin kansainvälisen rahajärjestelmänkin vihonviimeisenä arvon säilyttäjänä inflaatio- ja talouskriisien varalle. Kultaan on helppo suhtautua reservinä sekä kielteisesti että myönteisesti. Sinänsä kulta on varsin hyödytön metalli. Sillä ei ole paljon teollista käyttöä, ja pääasiassa sitä käytetään koruina. Keskuspankeille se aiheuttaa säilytyskuluja. Tosin kullalla voi tehdä hiukan korkoa tuottavia lainaoperaatioita. Kullan vakaana säilyvään asemaan kuuluu paljon perinnettä ja psykologiaa. Kultaan joka tapauksessa uskotaan, kaikki uskovat, suuri yleisökin. Kullan hinta reagoi yhä uudelleen vahvasti maailman inflaatio-odotuksiin ja kriisipelkoihin.

Viimeiseksi reserviksi kulta onkin hyödykkeenä erinomainen. Se säilyy samana, ei ruostu eikä hapetu, menee pieneen tilaan ja on kallista. Se on väistämättä niukka hyödyke. Vaikka kultaa yritetään löytää luonnosta, maailman kultavaranto kasvaa hitaammin kuin maailman kokonaistuotanto. Niinpä tämän turhan metallin hinta todennäköisesti edelleen kallistuu, vaikka hinta heiluukin paljon. Kultakantaan palaaminen maailmantaloudessa johtaisi siis lievään deflaatioon. Tosin, koska uusi tuotettu kulta menee enimmäkseen koruiksi, hinnan noustessa korukäyttö ilmeisesti vähenisi.

Kullan ohella keskuspankeilla on holveissaan muitakin jalometalleja, kuten hopeaa ja platinaa. Niitä ei lueta valuuttavarantoon, ja näiden metallien merkitys on vähäinen. Jalometalleja voivat muutkin sijoittajat, myös monet pankit, käyttää sijoituskohteena. Niiden tuotto liittyy lähinnä vain niiden arvonmuutokseen. Myös muita arvokkaita metalleja, kuten alumiinia ja kuparia, käytetään markkinoilla paljon sijoitus- ja keinottelukohteina.

Euron kansainvälinen käyttö

Euron kansainvälinen asema on herättänyt paljon mielenkiintoa, onhan euro monessa suhteessa uusi kokeilu. EU ja EKP seuraavat euron käyttöä laajasti. EKP on ottanut euron kansainväliseen käyttöön neutraalin asenteen: sitä ei edistetä mutta ei yleisesti jarrutetakaan. Euron kansainväliseen käyttöön liittyy sekä etuja että haittoja, mutta kummatkaan näistä eivät ole kovin suuria. Euron käyttö alueen ulkopuolella on sen verran vähäistä, ettei sillä ole sanottavaa vaikutusta esimerkiksi EKP:n rahapolitiikkaan.

Maailmantaloudessa euro on kakkosvaluutta. Euroalueen lähimaissa se on kuitenkin ensisijainen ulkomaanvaluutta. Sitä käytetään erityisesti Itä-Euroopassa reservivaluuttana, välitysvaluuttana ja alueen pankeissa laajasti – aivan liikaa − luotto- ja talletusvaluuttana sekä tärkeimpänä ulkomaisena setelirahana. Euroalueen yrityksiä ehkä auttaa hiukan se, että ne voivat toimia euroilla myös euroalueen ulkopuolella, joskaan tämä etu ei ole aivan ilmeinen eikä ilmainen. Venäjällä euron merkitys on kasvanut. Venäjä on dollarin ja euron suhteen ristiriidassa; maan raaka-ainepainotteinen vienti hinnoitellaan dollarimääräisenä, mutta maa tuo paljon euroalueelta, pääosin euromääräisesti. Dollarin ja euron kurssivaihteluilla on siten Venäjälle tilapäisesti, mutta vain tilapäisesti, suuri merkitys.

Euromääräisten arvopaperiemissioiden suuri määrä saattaa joskus vaikuttaa euron valuuttakurssiin. Vaikutukset eivät ole välttämättä euroa vahvistavia, vaan niitä on kumpaankin suuntaan. Kun euroalueen ulkopuolinen yritys lainaa euroissa euroalueelta, se todennäköisesti vaihtaa eurot heti toiseen valuuttaan, mikä heikentää euroa. Vaikka euron käyttö lisääntyvästi velkavaluuttana on periaatteessa myönteinen asia, se voi joskus aiheuttaa epätoivottua valuuttakurssipainetta, kun esimerkiksi ulkopuoliset lainaavat spekulatiivisesti poikkeuksellisen paljon euromarkkinoilta.

Eurosetelien käyttö niin euroalueella kuin euroalueen ulkopuolellakin on kasvanut odottamattoman paljon. Euroalueen setelistöstä on alueen ulkopuolella yhä pieni, joskin kasvava osa, lähinnä Itä-Euroopassa, Balkanilla ja Turkissa. Setelistön käyttö kertoo jotakin valuutta-alueesta. Vaikka Venäjäkin on energiansa vuoksi riippuvainen dollarista, maan läheisyys euroalueeseen nähden lisää euroseteleiden käyttöä. Setelien ulkomaiseen käyttöön on monia syitä. Turistit kuljettelevat euroja, mutta suuria setelimääriä kysytään sijoituskohteeksi oman rahan heikkouden vuoksi ja rikolliseen toimintaan seteleiden tarjoaman tietosuojan vuoksi. Euron nimellisarvoltaan suuri ja runsaasti liikkeessä – pikemminkin kätköissä – ollut 500 euron seteli lienee ollut erityisesti rikollisten suosiossa, sillä yhtä suurta dollariseteliä ei ole painettu.

Tietty ongelma EKP:lle on ollut se, että muutamat Balkanin uudet maat ovat käyttäneet euroa omin luvin rahanaan ilman, että ovat luoneet omaa rahajärjestelmää. EKP ei ole suosinut Euroopan maiden yksipuolista euroistumista, osin Euroopan integraatioon liittyvistä juridisista syistä. Mikä tahansa maa voi tietenkin saada euroja, myös seteleitä ja kolikoita yksityisten markkinoiden kautta. Euroistuneet maat ovat EKP:n rahapolitiikasta riippuvia, ja seigniorage menee eurojärjestelmälle. EKP:n rahapolitiikan kannalta pienten maiden euron käyttö ei ole kuitenkaan merkittävä asia.

Euron kannalta hiukan erikoinen on se tilanne, että euron tärkein markkinapaikka on euroalueen ulkopuolella, Lontoossa. Lontoossa euro on jopa noussut ohi dollarin tärkeimpänä ulkomaisena valuuttana. Frankfurt ja Pariisi eivät ole läheskään Lontoon kokoisia markkinapaikkoja. Englannissa jopa keskuspankki operoi hiukan euroilla, joskaan ei siinä määrin, että se kilpailisi EKP:n kanssa euroalueen rahapolitiikassa.

Keskuspankkitoiminta

Mikä erottaa keskuspankin pankeista?

Taloudet toimivat menneisyydessä kauan yksityisen rahoitustoiminnan varassa ilman keskuspankkia. Keskuspankkeja alkoi ilmaantua vasta 1600-luvulla, ja pääosin aidot keskuspankit ovat syntyneet parin viime vuosisadan aikana. Vieläkin eräissä maissa keskuspankki on osittain yksityisessä omistuksessa, joskin niissä yksityisten osuus vallasta ja voitonjaosta on tiukasti rajattu. Keskuspankit aloittivat toimintansa paljolti samanlaisina kuin talletuspankit. Ne hoitivat samoja tehtäviä, eli ottivat talletuksia yleisöltä ja antoivat luottoja, hoitivat valtion rahoitusta jne. Toisaalta 1800-luvulle asti myös yksityisillä pankeilla oli yleisesti oikeus laskea liikkeeseen omia seteleitään.

Setelien liikkeeseenlasku oli pitkään tärkeä keskuspankkitoiminto. Sittemmin setelien merkitys on vähentynyt, ja setelien on jopa ennusteltu katoavan kokonaan. Tämä ei ole todennäköistä lähivuosikymmeninä ja tuskin koskaan aivan täydellisesti. Vaikka setelistö katoaisikin, se ei muuttaisi ratkaisevasti nykyaikaisen keskuspankin rahapoliittista toimintaa muuten kuin, että keskuspankin tulojen hankkiminen painottuisi entistä enemmän rahoitustoiminnan korkotuottoihin.

Seteleillä ei ole enää erityistä rahapoliittista merkitystä kehittyneissä maissa. Tosin kriisivaiheissa joskus seteleihinkin sijoitetaan runsaasti, mm. euroalueen kriisimaissa. Myös lamavaiheiden nollakorkopolitiikan yhteydessä on korostettu setelien asemaa sijoituskohteena siinä tapauksessa, että korkoja painettaisiin negatiivisiksi. Tällöinhän setelikassoista tulisi edullinen sijoituskohde, koska niiden nimelliskorko ei voi mennä negatiiviseksi. Kuitenkin setelien suurta määrää on hankalaa käsitellä ja setelistö on altis menetysriskeille. Setelien poistaminen – suurista seteleistä voitaisiin helposti luopua – ja siirtyminen pelkkään tilirahaan sallisi rahan negatiivisen koron, eli pankkirahan pito olisi maksullista. Tähän ajatteluun liittyy monia ongelmia, eikä ainakaan tavallisten kansalaisten negatiivisiin talletuskorkoihin hevin poliittisesti suostuta.

Viime vuosikymmeninä länsimaiden keskuspankit ovat normaalioloissa pelkistäneet toimintansa aitoihin keskuspankin tehtäviin. Suomessakin keskuspankki osallistui vielä 1970–1980-luvulla yritysten luottojärjestelyihin ja Suomen Pankkiin jäädytettiin ajoittain valtion ja yritysten suhdannetalletuksia. Erityistä jäädytystä ei tosiasiassa toteutettu: varat siirrettiin pankeista Suomen Pankkiin ja samalla pankit lainasivat nämä rahat Suomen Pankilta. Tehtiin vain pari tilikirjausta. Henkisen vaikutuksen ohella toimenpide sai merkitystä kiristämällä pankkien keskuspankkiasemaa. Kehittyneiden maiden keskuspankit lopettivat yksityisen lainanannon kauan sitten. Kuitenkin vuosina 2007–2008 alkaneessa pitkäaikaisessa lamassa keskuspankit turvautuivat monissa maissa erittäin suuriin valtionlaina- ja asuntomarkkinoiden tukiostoihin, tosin ainakin alkuvaiheissa vain väliaikaista elvytysvaikutusta tavoitellen.

Keskuspankit eivät toteuta tavallisia pankkitoimintoja yleisöön eivätkä juuri valtioonkaan nähden. Ne operoivat normaalioloissa lähinnä vain pankkien kanssa, vieläpä vain rajatun pankkiryhmän kanssa. Niiden toiminta painottuu paitsi rahapolitiikkaan myös eräisiin muihin rahoitusmarkkinoiden ydintehtäviin.

Nykyaikaisen keskuspankin taseessa on vain muutamia tärkeitä eriä. Saamisissa ovat 1) valuuttavaranto ja 2) rahapoliittisista operaatioista syntyvät saamiset pankeilta sekä 3) muut arvopaperit tai (poikkeuksellisesti) luotonantoa. Veloissa puolestaan ovat 1) setelistö, 2) pankkien vähimmäisvarannot ja erityistalletuksia sekä 3) oma pääoma. Tällainen oli Suomen Pankin tase markan loppuaikana ja samoin on nykyisin eurojärjestelmän tase ja Suomen Pankinkin tase euron aikana. Lähinnä englanninkielisissä maissa tase on pelkistetympi: lähes koko valuuttavaranto ja ehkä setelistökin ovat valtiovarainministeriön hoidossa.

Eurojärjestelmän tase on laajentunut euroaikana voimakkaasti (kuviot 12 ja 13). Taustalla on osin setelistön ja oman pääoman kasvu. Nämä erät kolminkertaistuivat

euroajan alusta 2010-luvun puoliväliin mennessä, eli niiden kasvuvauhti oli lähes kaksinkertainen BKT:n kasvuvauhtiin verrattuna. Tasetta paisuttivat välillä jopa tuota enemmän määrälliset rahapoliittiset operaatiot. Merkittäviä olivat lokakuussa 2008 toteutetut sekä euro- että dollarimääräiset pankkien tukitoimet rahamarkkinakriisin kärjistyttyä Yhdysvalloissa sekä vuoden 2011 loppupuolella eurokriisin aikana aloitettu laaja pankkien tukiohjelma. Pankeille lainattiin useaksi vuodeksi tukirahaa sekä toteutettiin suppea valtionlainojen osto-ohjelma jälkimarkkinoilta. Näiden tukitoimien jo paljolti eräännyttyä aloitettiin uusi, paljon laajempi valtion- ja yksityisten lainojen osto-ohjelma alkuvuodesta 2015. Eurojärjestelmän taseen loppusumma oli euroajan alussa kansainvälisesti normaali noin 10 % euromaiden BKT:stä mutta kasvoi määrällisten operaatioiden jälkeen jopa kolmannekseen BKT:stä.

Keskuspankin asema korkopolitiikan ohjaajana ei ole itsestään selvä. Yksityiset pankit voisivat periaatteessa luoda oman keskuspankin hoitamaan likviditeettinsä tasausta, kuten paikallispankit ovat rajallisesti tehneetkin. Tällöin myös korkotaso määräytyisi markkinoilla, eikä julkista rahapolitiikkaa olisi. Yksityisellä keskuspankilla ei olisi kuitenkaan valtion takausta eikä mm. lain antamia oikeuksia järjestelmän säätelyyn. Järjestelmä joutuisi vaikeuksiin kriisitilanteissa.

Pankkien likviditeettiturva onkin valtion takaamassa keskuspankissa. Se on pankkien kilpailun kannalta neutraali laitos ilman samaa tuloksentekointressiä kuin pankeilla. Vaikka keskuspankki operoi rahamarkkinoilla, se ei ole aito markkinaosapuoli, vaan toimii omilla ehdoillaan. Keskuspankilla on toimintaansa varten määritellyt toimintavaltuudet ja mm. oikeus saada pankeilta niiden sisäistä tietoa. Se pyrkii rahapoliittisiin tavoitteisiin eikä oman voittonsa maksimointiin, joskaan se ei ole välinpitämätön tuloksensa suhteen. Suurten operaatioiden yhteydessä keskuspankille voi tulla ongelmaksi, kuinka paljon veronmaksajien varoja raha- tai valuuttapolitiikan tavoitteen vuoksi kannattaa uhrata. Asia kiinnostaa myös hallitusta ja kansanedustuslaitosta, jotka vastaavat keskuspankista ja sen varoista.

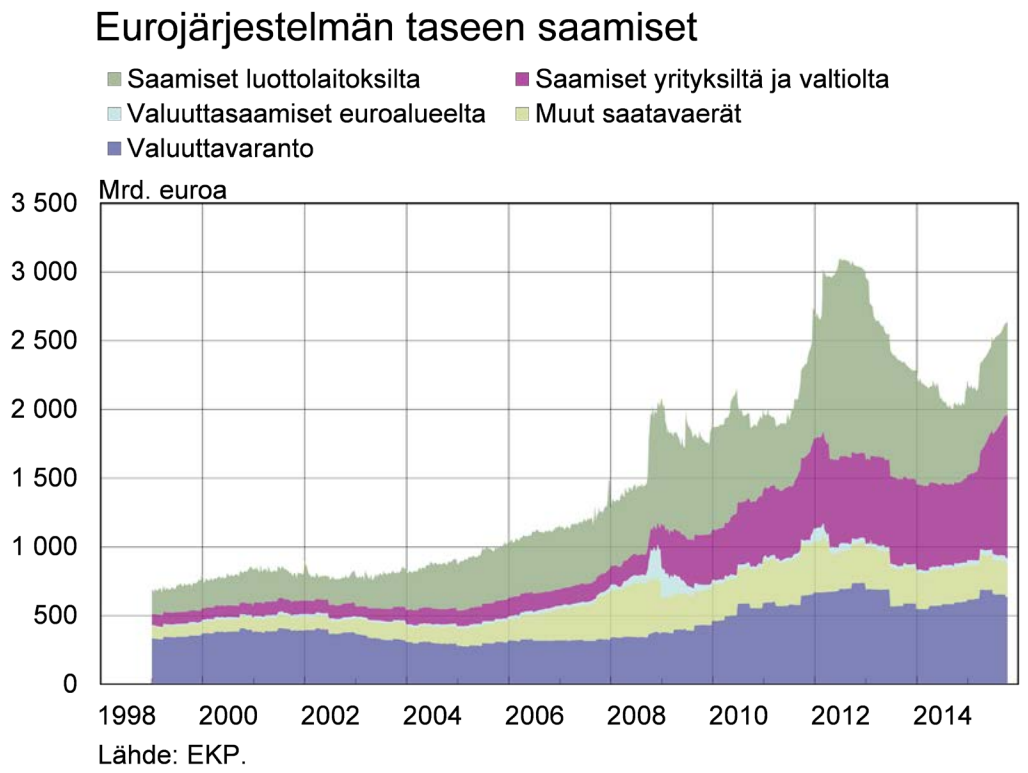
Rahapolitiikan analysointi, valmistelu ja toteutus koetaan yleisesti keskuspankin pääasialliseksi tehtäväksi. Kuitenkin vain pieni osa keskuspankin resursseista on suoraan tekemisissä rahapolitiikan kanssa. Erityisesti pankkien välisen maksuliikkeen hoitaminen keskeisiltä osin on välttämätöntä keskuspankin toimintaa. Keskuspankki laskee yhä liikkeeseen setelistön, ylläpitää valuuttavarantoa, valvoo rahoitusmarkkinoiden vakautta ja tehokkuutta sekä osallistuu kansainväliseen rahoitus- ja valuuttakysymyksiä koskevaan yhteistyöhön. Keskuspankeilla on runsaasti myös mm. rahoitusmarkkinoiden ja ulkomaisen maksutaseen tilastointia, tutkimustoimintaa, julkaisutoimintaa ym. Näitä tehtäviä on edelleen myös euroalueen kansallisilla keskuspankeilla.

Tehtäviä myös säilyy vastaisuudessakin, vaikka keskuspankit ovat ryhtyneet entistä enemmän ulkoistamaan toissijaisia tai jopa varsin keskeisiäkin toimintojaan, kuten setelistön huoltoa, tilastointia, sisäisiä palvelujaan, jopa maksuliikettä. Ulkoistaminen voi tarkoittaa tehtävien erottamista erilliseen keskuspankin omistamaan yhtiöön tai siirtämistä valtion viraston tai yksityisen yhtiön hoidettavaksi. Kuitenkin keskuspankki säilyttää itsellään valvontavastuun. Monet tehtävät ovat kuitenkin sellaisia keskeisiä julkisen hallinnon töitä tai monopolitoimintoja, ettei niitä voi yksityistää.

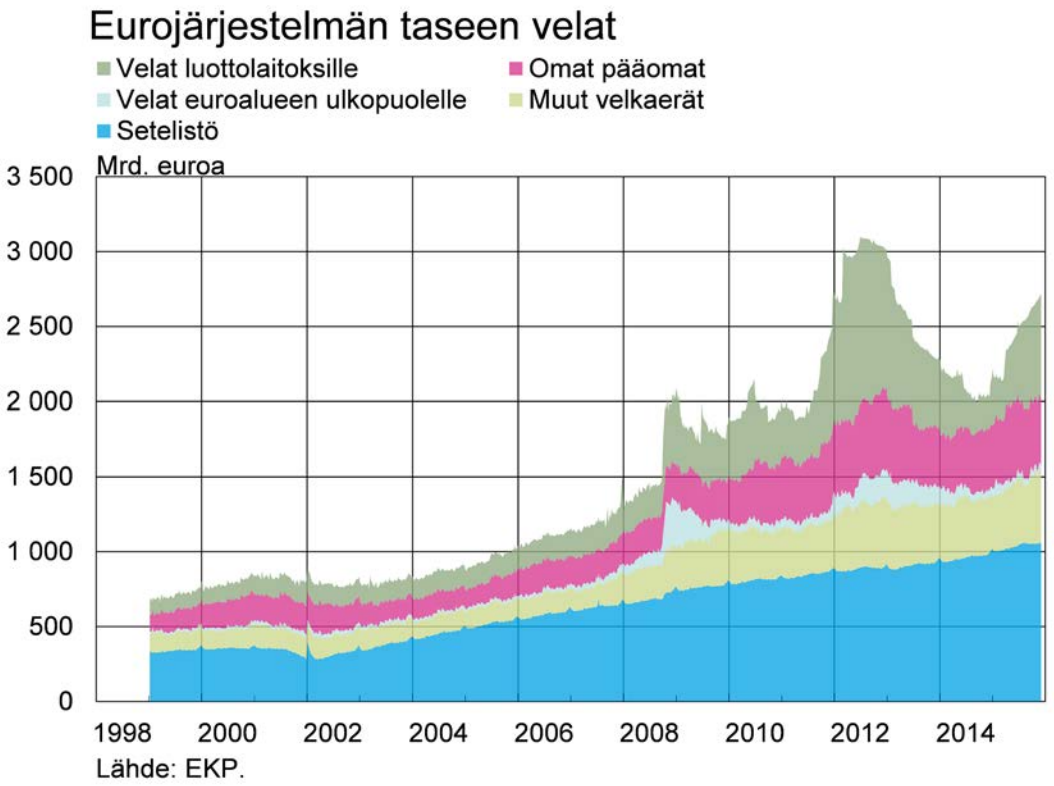
Keskuspankin taseeseen ja tulokseen vaikuttavia tekijöitä

Keskuspankkien toiminta-alue vaihtelee maittain, ja se vaihtelee myös maissa, joissa on aito keskuspankki ja oma raha. Keskuspankin toimintoja lisää kaikilta osin rahoitusmaailman nopea muutos. Siihen on sopeuduttava, ja järjestelmiä on jatkuvasti sopeutettava sen mukaiseksi. Suunnittelutehtävien merkitys on korostunut. Voimakkaasti eroavien tehtäväkenttien vuoksi pinnalliset, eri maiden keskuspankkien kokoa, tuloksia, henkilökunnan määrää ym. koskevat vertailut ovat melko merkityksettömiä.

Kuvio 12.



Kuvio 13.



Keskeisistä tehtävistä melkeinpä vain maksuliikkeen ytimen hoitaminen on kaikkien keskuspankkien toimenkuvassa. Keskeisin korkopolitiikkakin saattaa kuulua valtiovarainministeriölle, samoin valuuttavaranto valuuttainterventioineen sekä setelistö. Setelistön hoito, ATK-tehtävät ym. voivat olla ulkoistettuja, rahalaitosten vakauden valvonta voi olla kokonaan erillisellä virastolla, rahoitusmarkkinoiden ja maksutaseen tilastointi voi kuulua valtion tilastoviranomaisille, rahataloudellinen tutkimus voidaan hoitaa erillisissä tutkimuslaitoksissa. Toisaalta keskuspankeilla saattaa olla poikkeuksellisia tilastointi- ja tutkimustehtäviä (kuten Suomen Pankissa siirtymätalouksien tutkimus) tai erityistehtäviä, kuten rahoitusmarkkinoiden vakauden valvonta ja yritysten vakavaraisuuden arviointi (Saksassa ja Ranskassa). Tehtävien ulkoistaminen tuo pieniä säästöjä, mutta pääosa kustannuksista säilyy joka tapauksessa keskuspankilla ja kansantaloudella.

Keskuspankin tulos riippuu taseen rakenteesta, keskuspankille asetetuista tehtävistä ylipäätään, mm. työnjaosta valtiovarainministeriön kanssa, sekä keskuspankin raha- ja valuuttapoliittisten velvoitteiden aiheuttamista menetyksistä tai voitoista. Taloudellinen tuloksenteko ei kuulu keskuspankin ensisijaisiin tavoitteisiin. Keskuspankin rahamääräisellä tuloksella ei ole paljonkaan tekemistä keskuspankkipolitiikan tehokkuuden kanssa. Yleensä keskuspankit tuottavat merkittävää ylijäämää, josta pääosa tuloutetaan valtiolle.

Keskuspankkien tulos syntyy pääosin korottoman setelirahoituksen käyttämisestä korolliseen luotonantoon. Setelistön olemassaolo ei ole periaatteessa rahapolitiikan, mutta ei myöskään tuloksen kannalta välttämätöntä. Keskuspankin tulos voidaan taata jonkinlaisella verojärjestelmällä, lähinnä keräämällä enemmän vähimmäisvarantotalletuksia ja pitämällä niiden korko matalana. Englannissa keskuspankilla on tämäntapainen tulorahoitus, koska setelistö on valtiovarainministeriön hoidossa ja luetaan suoraan valtionvelkaan.

Setelistö vaatii edelleen keskuspankeissa jonkin verran työtä, vaikka seteleiden tuottaminen ja jakelu on ulkoistettu niin Suomessa kuin laajasti muuallakin. Ulkoistaminen ei vaikuta oleellisesti keskuspankin setelistöstä saamaan tuloon. Ulkoistamiseen liittyy joitakin ongelmia: setelistön huolto voi olla alttiimpaa häiriöille, kriisit voivat olla vaikeampia hoitaa, väärien setelien tarkkailu on ehkä vähemmän tehokasta jne.

Setelin väärentäminen ja väärän setelin liikkeeseenlasku merkitsee sen nimellisarvon suuruista varkautta keskuspankilta. Väärän rahan tekijää on aina rangaistu ankarasti; ennen maailmassa hänet ilman muuta hirtettiin. Edelleen rangaistukset ovat välittömään vahinkoon nähden kovia, minkä taustana ei ole enää niinkään korkeimman vallan kunnioitus kuin rahoitusjärjestelmän uskottavuuden riski. Toisaalta Yhdysvaltain rahajärjestelmä ei ole sortunut, vaikka jossakin päin maailmaa välillä jopa kymmenesosa dollareista on ollut väärennöksiä.

Kun keskuspankilla on taseessaan hyvin lyhytaikaisia sijoituksia valuuttavarantonaan, tämän varannon ylläpito vaatii jatkuvaa operointia. Kiinteän valuuttakurssin ja suurten interventioiden oloissa valuuttavaranto ja vastaavasti pankkien asema keskuspankissa liikkuvat usein voimakkaasti. Kun valuuttainterventioita ei tehdä, lähinnä vain setelistön ja keskuspankin oman pääoman liikkeet sekä mahdollisesti operointi valtion arvopapereilla heiluttavat pankkien asemaa keskuspankissa.

Keskuspankki on ydinyksikkö kunkin maan maksuliikkeessä. Keskuspankin kautta hoidetaan reaaliaikainen kotimaisten pankkien välinen ja valtion (sekä ehkä joidenkin muidenkin laitosten) maksuliike sekä mahdollisesti koti- ja ulkomaisten pankkien suuret maksut. Reaaliaikaisuutta osoittaa se, että tilinhaltijat voivat saada järjestelmän piirissä päivänsisäistä luottoa. Euroalueen keskuspankkien maksujärjestelmät ovat osa EU-alueen euromääräistä TARGET2-järjestelmää. Tämä maksujärjestelmä palvelee rahapolitiikan toteutuksen ohella myös eri maiden pankkien välistä maksuliikettä hyvin suurissa maksuissa. Pankeilla on pienempiä maksuja varten myös oma keskinäinen järjestelmänsä.

Oman pääoman määrä ei ole ratkaiseva tekijä keskuspankin toiminnan kannalta. Keskuspankki onkin oman kansallisen likviditeettinsä ja osin myös vakavaraisuutensa

osalta eri asemassa kuin muut talousyksiköt. Itsenäistä rahapolitiikkaa harjoittavan maan keskuspankilla ei ole omaan valuuttaan liittyvää likviditeettiriskiä, koska keskuspankin käytössä on ”setelipaino”. Käytännössä ”setelipaino” tarkoittaa sitä, että pankit hyväksyvät keskuspankin kasvavan velkaantumisen niille. Tosin keskuspankillakin on rajansa. Kiinteän valuuttakurssin oloissa likviditeettirajoite tulee ulkomaisen maksuvalmiuden (valuuttavarannon) rajallisuudesta. Rahapolitiikan perusfilosofiaan kuuluu, ettei keskuspankki hyödynnä likviditeettirajoitteensa puuttumista omaksi taloudelliseksi edukseen.

Monien maiden keskuspankit toimivat lähes ilman omaa pääomaa, mutta näillä keskuspankeilla ei ole valuuttavarantoa eikä juuri muitakaan riskieriä. Merkittävä oma pääoma on luonteva vastaerä, jos keskuspankilla on interventioita varten suuri valuuttavaranto ja keskuspankki operoi paljon myös kotimaisilla markkinoilla. Interventioiden vuoksi valuuttavarantoon liittyy valuuttakurssiriski ja muitakin riskejä, kuten mm. korkoriskiä. Kun keskuspankki toteuttaa aktiivisesti valuuttainterventioita, se saattaa kärsiä tuntuvia menetyksiä. Esimerkiksi epäonnistuneissa kiinteän kurssin puolustusoperaatioissa (rahansa heikkenemistä vastaan) keskuspankki myy valuuttoja halvalla ja joutuu ostamaan niitä devalvaation jälkeen takaisin aiempaa kalliimmalla kurssilla.

Kelluvan kurssin oloissa valuuttavarannon kurssimuutokset voivat ajoittain häiritä kirjanpitoa (kurssimuutosten vastaerä kirjataan oman pääoman yhteyteen arvonjärjestelyihin), mutta ne eivät ole ongelma pitkän päälle kurssin heiluessa ylös ja alas. Kun keskuspankki ei tee valuuttainterventioita, kurssitappiot ja kurssivoitot eivät realisoidu. Jos jonkin maan ja reservivaluuttamaan inflaatio, tuottavuus ym. keskeiset tekijät kasvavat tasatahtia, kurssimuutokset kumoavat ajan mittaan toisensa. Jos taas valuuttakurssissa on trendi esimerkiksi erilaisen inflaation vuoksi, valuuttavarannon ja kotimaisten velkojen korkoero kumoaa periaatteessa valuuttavarannon kurssivaikutuksen. Korkopariteetin mukaisesti nopeamman inflaation ja korkeamman koron valuutta devalvoituu korkoeron mukaisesti. Käytännössä ajoitusten erot sekoittavat näitä teoreettisia identiteettejä.

Joissakin maissa keskuspankilla on suuri oma pääoma, josta merkittävä osa on sijoitettuna oman valtion obligaatioihin. Keskuspankin ja valtion tuloksen kannalta järjestely on erikoinen, sillä keskuspankki saa ehkä valtionobligaatioista valtiolta suuret korkotulot (ja näyttää erittäin kannattavalta), mutta tulouttaa tuoton sitten takaisin valtiolle. Keskuspankkihan on osa laajasti ymmärrettyä valtiota, ja tässä valtio on velkaa itselleen. Tällaisessa tapauksessa on mielekästä supistaa keskuspankin omaa pääomaa ja valtionobligaatioiden määrää. Sekin on pelkkää kirjanpitoa, eikä kevennä valtion rahoitusta, joskin tilastoitu bruttovelka-aste putoaa.

Keskuspankin ”rajattomat resurssit”

Julkisuudessa esitetyt näkemykset keskuspankkien rahoitusmahdollisuuksista sekä riskien ja tappioiden merkityksestä ovat usein hataria. Yleinen ajattelu on suorastaan sentapaista, että keskuspankki voi luoda mielin määrin rahaa ja sillä on näin tarpeen vaatiessa käytössään rajattomat resurssit rahoitusongelmien hoitoon, jos vain tahtoa tähän on. Suuret tappiotkaan eivät ole iso asia, sillä setelipainostaan uutta rahaa luomalla keskuspankit selviävät aina tappioistaan.

Keskuspankin toimintamahdollisuuksien tarkka erittely on aidosti hankala asia. Asian ymmärtämiseksi täytyy ennen kaikkea tehdä selvä ero kahden eri asian eli keskuspankin maksuvalmiuden ja keskuspankin kannattavuuden välillä. Tiivistetysti keskuspankin toimintamahdollisuudet voi pelkistää seuraavaan tapaan.

Keskeisin perusasia on, että keskuspankilla ei ole likviditeettirajoitetta omassa rahassaan. Tämä johtuu siitä, että keskuspankki – rahapolitiikkaa toteuttavana valtion takaamana monopolina – luo omana velkanaan rahatalouden ydinmuuttujaa, keskuspankkirahaa. Kun keskuspankkiin luotetaan ehdottomana maksajana, se voi hankkia itselleen velkoja luotonantonsa vastineeksi nimellisesti periaatteessa rajattomasti. Kes-

kuspankki voi, nimenomaan likviditeettimielessä, todellakin rahoittaa kansantaloutta nimellisesti rajattomasti – hyperinflaatioon asti – ilman markkinarajoitteita ja aivan tappioistaan riippumatta.

Rajattoman raja tulee vakaassa kansantaloudessa kuitenkin vastaan siinä, kuinka paljon veronmaksajat ovat valmiita hyväksymään keskuspankkinsa heille ottamia sitoumuksia, riskejä ja tappioita. Nykymaailmassa raha syntyy aina velkaa vastaan, ja keskuspankin itselleen hankkima velka on viime kädessä veronmaksajien velkaa. Suhteessa taseensa riskeihin ja tappioihin keskuspankki on aivan normaali rahoituslaitos. Rahan luonnin jälkeen keskuspankin taseessa on velkapuolella velkaa rahalaitoksille ja tämä rahoitus on sijoitettuna keskuspankin enemmän tai vähemmän riskipitoiseen luotonantoon. Vaikka keskuspankki voi – juuri likviditeettirajoitteen puuttumisen vuoksi – toimia tappioista riippumatta ottaen tappiot taseeseensa, menetykset tulevat joka tapauksessa ajan mittaan veronmaksajien kustannuksiksi.

Joskus esitetään näkemyksiä, joiden mukaan keskuspankin tappiot ovat politiikan kannalta yhdentekeviä. Jossakin mielessä ja joidenkin realiteettien rajoissa näin on. Ei keskuspankki ole tulostaan maksimoiva laitos, ja kansantalouden kannalta ilmeisen perustellut operaatiot aiheuttavat välillä keskuspankeille merkittäviä tappioita. Etujen ja kulujen painotus on subjektiivista ja usein vaikeaa (näin on aina ollut Suomen Pankissakin, varsinkin 1990-luvun alun kriisin aikana). Peruslähtökohtana tappioita väheksyvä asenne on kuitenkin väärä ja euroalueen tapauksessa vaarallinenkin mm. saattaessaan osin sopimusten periaatteet kyseenalaisiksi. Oleellista on, että keskuspankkien menetysten olisi oltava avoimia julkiselle arvioinnille ainakin niiltä osin, joilta ne ovat mitattavissa.

Keskuspankin tappioiden vähättelyä voi perustella kahdesta näkökulmasta. Ensinnäkin keskuspankki voi luoda rajattomasti maksuvälineitä luotonannollaan, ja vaikka se kärsisi sijoituksistaan suuria tappioita, se ei joudu koskaan maksuvalmiuskriisiin omassa rahassaan. Tätä tärkeämpi näkökohta on, että tappioiden kärsijät ovat periaatteessa samoja veronmaksajia, jotka vastaavasti myös hyötyvät keskuspankin tappioihin johtavasta, mutta koko talouden kannalta toivottavasti tuottoisasta rahapolitiikasta.

Siinä ajattelussa, että suuretkaan tappiot eivät pysäytä keskuspankkia, sekaantuvat likviditeetti ja kannattavuus. Keskuspankki poikkeaa muista kansantalouden yksiköistä siinä, että kaikilla muilla tappiollinen toiminta johtaa lopulta maksuvalmiusvaikeuksiin, eli sisäinen rahoitus loppuu eikä ulkoista rahoitusta enää saa. Toiminta joutuu umpikujaan. Mutta näin ei käy keskuspankille. Se voi jatkuvasti hoitaa luotonantoaan ja likviditeettiään tappioista piittaamatta tuottamalla ”setelipainostaan” yhä uusia maksuvälineitä eli pankeille keskuspankkirahaa, reservejä.

Perinteinen kielikuva setelipainosta on tavalliselle kansalaiselle ehkä havainnollinen, mutta nykyaikaisen rahan synnyn luonnehtijana tämä kielikuva on huono. Setelinäkökulma jättää pois pankkien aivan keskeisen aseman. Oleellinen asiahan rahan luonnissa on, että keskuspankki antaessaan luottoja maksaa ne hyvittämällä pankkien likvidejä tilejä keskuspankissa. Jos keskuspankki ostaa papereita yleisöltä, ts. pankkien ulkopuolisilta talousyksiköiltä, paperin myyjä saa maksun pankkiin talletuksena (eli luodaan rahaa) ja samalla pankki saa talletuksen keskuspankkiin (luodaan keskuspankkirahaa). Keskuspankin taseessa luotto ja talletus syntyvät yhtä aikaa.

Taseiden kannalta asian voi tulkita myös niin, että keskuspankilla on luotonantoaan varten rajaton mahdollisuus lainata pankeilta ilman minkäänlaisia lainaneuvotteluja. Keskuspankin tase on normaali luottolaitoksen tase. Keskuspankki voi lainata rahamarkkinoilta runsaasti – ehkä jopa tuhansin miljardein − ja sijoittaa varat maksuvaikeuksissa olevien pankkien ja valtioiden papereihin. Tämä on ehkä tarkoituksenmukaista ja tuottoisaa mutta äärimmäisen riskipitoista tasetransformaatiota. Ei voida lähteä siitä, että keskuspankkiin tehdyt talletukset jätettäisiin maksamatta, joten kaikki tappiot katetaan keskuspankin omasta pääomasta. Keskuspankin luotonanto velallisille on pohjimmiltaan samanlaista veronmaksajien antamaa riskipitoista rahoitustukea kuin suoraan valtion budjettivaroista jaettu luottotuki.

Keskuspankki on joka tapauksessa normaalioloissa maksajana ehdottoman varma, jopa varmempi kuin valtio, tosin vain siinä tapauksessa, ettei valtiolla ole automaattista rahoitusoikeutta keskuspankista. Euromaiden valtioilla tätä oikeutta ei ole, mikä on osaltaan johtanut joitakin valtioista likviditeettiongelmiin.

Keskuspankin erityisasema saa joskus ilmeisen liioiteltuja korostuksia. Esimerkiksi keskuspankkirahaa ei aina pidetä keskuspankin aitona velkana. Sillehän ei periaatteessa tarvitse maksaa korkoa eikä keskuspankilla ole velvoitetta maksaa sitä takaisin (ainakaan kelluvan valuuttakurssin järjestelmässä). Keskuspankkirahaa sen omistajat voivat vain myydä toisilleen, mutta sen kokonaismäärä ei muutu, ellei keskuspankki muuta sitä omilla operaatioillaan. Voidaan väittää, että tämä kieltämättä kansantaloudessa ainutlaatuinen velka, jolle ei tarvitse välttämättä maksaa korkoa ja jota ei tarvitse kuolettaa, ei ole velka ollenkaan, ei ainakaan sellainen velka, josta kannattaisi huolestua. Kun kuitenkin lähdetään siitä, että koko kansantalouden tasolla jonkun saaminen on aina jonkun velka, keskuspankkirahakin on keskuspankin velkaa.

Rahan luomisen peruspiirteisiin kuuluu, ettei siinä luoda missään mielessä reaalista varallisuutta kansantalouden tasolla. Keskuspankilla ei ole käytössään mitään jotenkin realistisiksi miellettyjä rajattomia resursseja. Keskuspankki luo vain nimellisiä velkasuhteita kansantalouden sisälle, äärimmillään hyperinflaatioon asti. Keskuspankki voi luoda velkasuhteita rajattomasti, mutta se ei kykene välittömästi luomaan edes itselleen omaa pääomaa (kuin vain hiljalleen voittojensa kautta). Nykyaikainen raha on ylipäätään täysin abstrakti käsite, pohjimmiltaan vain luottamusta ja uskoa, että joku lopulta jotenkin maksaa. Raha on vain sopimuksia, pelkkiä tilinumeroita, tyhjää. Keskuspankki ja pankit luovat rahaa tyhjästä. Tyhjää voi luoda tyhjästä, vieläpä rajattomasti. Kaikki antavat ja ottavat maksuksi pelkkää tyhjää luottaen siihen.

☼

Normaalisti keskuspankit ovat varsin hyvin tuottavia laitoksia, koska setelistö on keskuspankille korotonta velkaa, samoin usein ainakin osin myös pankkien reservit, ja keskuspankki saa sijoituspuoleltaan ehkä markkinakoron mukaisen tuoton. Voitto tuloutetaan (pääosin) valtiolle. Sillä, onko keskuspankilla omaa pääomaa jonkin verran vähemmän tai enemmän, ei ole keskuspankille kovin suurta merkitystä – juuri koska keskuspankin toimintakyky ei periaatteessa riipu siitä − mutta tietysti esimerkiksi omalle pääomalle laskettu tuotto on oman pääoman määrästä riippuen aivan erinäköinen. Marginaalin myötä oma pääoma tuottaa periaatteessa markkinakoron.

Keskuspankkirahan antaman seignioragetulon turvin keskuspankin tulos kestää normaalit operoinnista syntyvät tappiot. Sikäli kuin sijoituksissa toteutuu suuria menetyksiä, keskuspankki joutuu toteuttamaan kirjanpidossaan oman pääomansa poistoja. Jos luottotappiot ylittävät oman pääoman määrän, keskuspankki voi kirjata toteutuneet tappiot taseen saamisten puolelle tai negatiivisena omaan pääomaan. Periaatteessa – unohtaen tässä juridiset rajoitteet − se voi kirjata tappioita taseensa saamispuolelle vaikka kuinka paljon. Merkittävää on tietysti, ettei tappioerä tuota mitään vaan tuottaa edelleen tappioita, koska keskuspankin vastaaville uusille veloille maksetaan todennäköisesti ainakin vähän korkoa. Jos tappiot syntyvät rahoitustoiminnasta eivätkä luottotappioina, niiden kasvaessa velkapuolella keskuspankkirahan määrä kasvaa. Oman pääoman menetys vähentää marginaalilla keskuspankin tuottoa markkinakoron tuoton verran. Jos keskuspankki menettää luottotappioina kaikki korolliset sijoituksensa, sen korkokate menee nollaan. Tämäkään – vaikkapa ns. TARGET2-saamisten nollautuminen – ei lamauta keskuspankkia edellyttäen, että edelleen säilyy luottamus siihen, että valtio veronmaksajineen vastaa täysin keskuspankkinsa sitoumuksista.

Teoriassa voi spekuloida, kannattaako keskuspankin ottaa vaikka triljoonan tappiot, jos se toimillaan tuottaa taloudelle kahden triljoonan tuotot. Tappioiden vastaeränä markkinoilla ovat ensi vaiheessa rahoituspelureiden voitot. Lähinnä keynesiläishenkiset ekonomistit uskovat keskuspankin voivan vaikuttaa – tappioillaankin − talouden kas-

vuun merkittävästi. Toisella äärilaidalla lähdetään siitä, että raha on lähinnä vain talouden voiteluaine, eikä rahapolitiikka pitkän päälle juuri vaikuta talouden kasvuun. Finanssikonservatiivien äärilaidan mielestä keskuspankkia ei edes tarvita: se tekee politiikallaan enimmäkseen vahinkoa sekoittaessaan markkinamekanismia, ja kulta sen paremmin korvaa. Suuriin tappioriskeihin sitoutuminen on keskuspankille vaikea ratkaisu.

Veronmaksajille tappio realisoituu menetettynä keskuspankin voittona. Toteutumatta jäävä tulo ei tule valtion kirjanpidossa eteen tappioeränä, eikä sitä oteta heti veronmaksajan kukkarosta. Tappiot voidaan jättää keskuspankkiin. Miljardi markkinoilla on periaatteessa arvoltaan sen antamien tuottojen diskontattu nykyarvo. Miljardi keskuspankin tappiota merkitsee, että nykyarvoltaan miljardin verran keskuspankin korkotuottoa jää nykyisiltä ja tulevilta veronmaksajilta saamatta (näin ei tietysti täsmälleen käy). Sitä vastaavasti on tulevaisuudessa maksettava veroja. Tämä on piilomenetystä, joka ei tule välttämättä kansan eikä edes kansanedustajien tietoon.

Toinen yleinen piilosubventiomenetelmä on rahoitus alle markkinakorkojen. Keskuspankkirahoituksessa tämän tekijän erittely on hankalaa. Keskuspankkihan manipuloi rahapolitiikalla markkinakorkoja, jolloin se aiheuttaa myös tulonjakovaikutuksia. Kun kriisivaltion tai pankin velan korkoa lasketaan tai velan maksuaikaa pidennetään siten, että subventoitu korko pidetään ennallaan, velkasumman nykyarvo laskee. Vähäisiltä vaikuttavat korkotuet voivat pitkäaikaisissa lainoissa merkitä tosiasiassa suuria laskennallisia pääomansiirtoja.

Keskuspankkiin tulisi suhtautua kannattavuusmielessä normaalina veronmaksajien omistamana rahoituslaitoksena. Keskuspankin tulos pitäisi suhteuttaa valtion rahoitukseen ja käsitellä parlamentissa keskuspankin politiikan arvioinnin yhteydessä. Tappiot tulisi avoimesti raportoida, ja valtion tulisi heti pääomittaa suuret tappiot nykyisten veronmaksajien kukkarosta. Ei ole mitään aihetta kasata keskuspankin taseeseen piilotappioita (tulevan sukupolven menetyksiksi) sen enempää kuin merkittäviä piilovoittojakaan. Sinänsä on perusteltua, että keskuspankilla on jonkin verran omaa pääomaa, josta kohtuulliset tappiot voidaan alustavasti kattaa.

Sikäli kuin keskuspankin oma pääoma muuttuu negatiiviseksi rohkeiden rahapoliittisten ratkaisujen vuoksi, tämä negatiivinen erä tulisi oikeastaan sisällyttää tilastoissa valtionvelkaan ja sen kasvu julkiseen alijäämään. Keskuspankkiahan yritetään usein saada toteuttamaan alijäämäpolitiikkaa valtion puolesta. Keskuspankin nettovelka on valtion ja veronmaksajien velkaa keskuspankkirahan haltijoille. Kansantalouden tilinpidossa keskuspankin voitot ja tappiot tulevat rahalaitossektoriin ja vain voitonjako on valtion tuloa. Toisaalta keskuspankin tappion mahdollinen kattaminen pääomittamalla on finanssisijoitus, joka kylläkin lisää valtion alijäämää ja todennäköisesti myös velkaa.

☼

Koska keskuspankin suuret rahoitusoperaatiot (tappioineen) lisäävät keskuspankkirahan määrää, ne johtavat perinteisessä teoriassa rahakertoimen kautta kansantalouden rahamäärän kasvuun ja sitä tietä inflaatioon. Inflaatio kutistaa nimellisten saamisten ja velkojen reaaliarvon, näin myös keskuspankin taseesta kumuloituneet tappiot. Tappiot maksetaan siis inflaatioverolla, jonka ensi vaiheessa maksavat lähinnä pankit menettäessään keskuspankissa olevien saamistensa reaaliarvoa. Tällainen kehitys on kuitenkin teoreettista, eikä inflaatio synny käytännössä lyhyellä aikavälillä monetaarisena ilmiönä kovinkaan suoraviivaisesti. Kvantiteettiteorian mukainen kehitys toteutuu lähinnä pitkällä aikavälillä tai hyvin voimakkaan monetaarisen kasvun seurausilmiönä.

Avoimessa, halpamaiden vaikutuksen leimaamassa ja ylivelkaisessa maailmassa ei ole ollut vuosina 2007–2008 alkaneen kriisin jälkivaiheissakaan juuri inflaatiopaineita yleisestä rajusta keskuspankkirahan kasvusta huolimatta, pikemminkin päinvastoin. Keskuspankit suhtautuvat toisaalta varovasti inflaatiotoiveisiin velkaongelmien ratkaisukeinona. Inflaatiota on länsimaissa ylipäätään ollut vaikea saada tarkoituksellisesti

aikaan, koska kustannuspaineita pelätään kovan kilpailun vuoksi ja velkojen maksu lamauttaa kysyntää. Korkean kustannustason maiden ammattiyhdistykset näkevät välittömästi työllisyysvaikutukset, ja kriisimaissa palkat jopa laskevat yleisesti.

On siten syytä ottaa lähtökohdaksi se, etteivät keskuspankkien paisuvien taseiden riskit ja tappiot korjaudu inflaation avulla, vaan mahdolliset menetykset toteutuvat aitoina luotto- tai valuuttakurssitappioina.

Äärimmillään inflaatiokin saattaa tietysti kiihtyä. Teoriassa se hoitaa pois velat kuten saamisetkin. Käytännössä se toimisi ehkä anglosaksisessa maailmassa, jossa käytetään yleisesti kiinteäkorkoisia vaateita. Useissa euromaissa pankkien vaateet ovat yleisesti vaihtuvakorkoisia. Inflaation kiihtyminen ja sen myötä nimellisten markkinakorkojen nousu kaataisivat epäilemättä monessa maassa nopeasti mm. asuntovelallisia ja ehkä vahvojakin pankkeja. Vasta inflaatio yhdessä korkosäännöstelyn kanssa auttaisi. Niillä saadaan aikaan suuria reaalisia pääomansiirtoja velkojilta velallisille ja keskuspankinkin tappiotilit kuitatuiksi joidenkin säästäjien varoista.

Rahapoliittiset operaatiot

Keskuspankin rahapolitiikan välineiden ja niillä toteutettavien operaatioiden luonne riippuu siitä, asettaako pankki tavoitteen korolle vai pankkien likviditeetille. Viime vuosikymmeninä keskuspankit ovat melko systemaattisesti asettaneet ohjauskoron ja likviditeetti on saanut joustaa. Rahapolitiikan määrällinen ohjausjärjestelmä koostuu kehittyneissä talouksissa yleisesti kolmesta perusosasta: vähimmäisvarantojärjestelmästä, likviditeettiä säätelevistä rahamarkkinainterventioista eli avomarkkinaoperaatioista sekä pankkien luotto- ja talletusmahdollisuudesta keskuspankissa.

Vähimmäisvarantojärjestelmällä pankit velvoitetaan pitämään talletuksia keskuspankissa määrätyssä suhteessa talletusvarantoon. Järjestelmällä voi olla useita tavoitteita: lisätä keskuspankin otetta pankeista, verottaa hiukan pankkeja, rajoittaa luotonantoa yleisölle, saada vakuuksia keskuspankkiluotoille ja sallia joustava pankkien likviditeetin vaihtelu keskiarvoistamalla varantovelvoite. Keskiarvoistaminen tarkoittaa sitä, että velvoite täytetään vain kuukausikeskiarvona, eli talletus voi vaihdella voimakkaastikin päivittäin pankkien likviditeettitilanteen mukaan.

Vähimmäisvarantojärjestelmän laajuus riippuu mm. keskuspankin taserakenteesta, eikä vähimmäisvarantoja ole kaikissa maissa. Järjestelmällä säädetään pankkien keskuspankkiasema pääpiirteissään keskuspankin haluamalle tasolle, tyypillisesti niin huomattavaksi, että pankit joutuvat taseen toisella puolella kohtuulliseen velkaan keskuspankille. Vähimmäisvarantovelvoitetta muutetaan harvoin. Sillä, ovatko pankit keskuspankkiin nähden velallisia vai velkojia, ei ole kuitenkaan korkopolitiikan kannalta kovin oleellista merkitystä. Suomen oman rahapolitiikan loppuaikana 1990-luvulla Suomen Pankki oli sijoitustodistusmarkkinoilla nettovelallinen, eli kun avomarkkinaoperaatiot perustuivat sijoitustodistuksiin, ohjauskorkona oli tosiasiassa Suomen Pankin velan korko.

Kukin yksittäinen pankki voi periaatteessa määrätä oman likviditeettinsä pääosin myös suhteessa keskuspankkiin, mutta koko pankkijärjestelmän likviditeetti keskuspankissa määräytyy nettoeränä keskuspankin taseesta. Keskuspankki määrää siis käytännössä nettoerän suuruuden, ja erä jää välttämättä joillekin pankeille. Tämä on looginen tosiasia: kaikilla keskuspankin erillä on likviditeettivaikutus ja nettoerä jää pankeille. Euroalueella tämä määräytyy koko eurojärjestelmän taseesta, ei enää yksittäisen kansallisen keskuspankin taseesta.

Avomarkkinaoperaatioilla likviditeettihuutokaupoissa keskuspankki ohjaa koko pankkisektorin likviditeettiä siten, ettei pankeille synny maksuvalmiusluottoa tai ylimääräisiä talletuksia tai niitä syntyy tietty määrä, mikä aiheuttaa markkinoille korkopainetta. Koska pankkien asema on normaalisti niiden velan puolella, avomarkkinaoperaatioissa keskuspankki yleensä ostaa pankeilta määräajaksi arvopapereita, jolloin pankit saavat

likviditeettiä tililleen keskuspankkiin. Operaatioissa käytettävät instrumentit vaihtelevat kunkin maan rahoitusmarkkinoiden rakenteen mukaan. Luoton vakuusvaatimukset ovat normaalisti olleet varsin tiukkoja, mutta kriisitilanteissa vakuuksista on joustettu pankkikriisien välttämiseksi. Vakuuskysymys voi olla käytännössä hankala. Koska operaatioissa käytetään yleensä takaisinostosopimuksia, niistä puhutaan usein repokauppoina (repurchase agreement) ja sovellettavasta korosta repokorkona. Repokauppa se on normaalikaupoissa oikeastaan talletuspankin kannalta, koska se myy arvopaperin keskuspankille ja ostaa sen takaisin määräajan kuluttua. Keskuspankin kannalta kyseessä on käänteinen repo.

Keskuspankkien likviditeettioperaatiot ovat pääosin hyvin lyhytaikaisia, päivästä viikkoihin, joten keskuspankit vaikuttavat suoraan vain tämänmittaisiin korkoihin. Eurojärjestelmä tekee myös kolmen kuukauden sopimuksia, joilla tosin ei pyritä korkovaikutukseen. Vaikeissa tilanteissa keskuspankit ovat poikkeuksellisesti turvautuneet laajasti myös jopa vuoden tai useammankin vuoden mittaiseen likviditeettitukeen pankeille. EKP järjesti vuonna 2011 kolmen vuoden mittaista rahoitusta pankeille pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa (LTRO), ja vuonna 2014 se toteutti samoin kohdennettuja pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita (TLTRO), joilla tavoiteltiin suoraa vaikutusta pankkien luotonantoon yleisölle.

Keskuspankki ei välttämättä kiinnitä täsmällisesti avomarkkinaoperaation korkoa, vaan antaa sen syntyä huutokauppamenettelyssä markkinoilla. Korko ei tällöinkään synny täysin markkinoiden kysynnän ja tarjonnan kautta, sillä keskuspankki mitoittaa huutokaupassa tarjoamansa tai sitomansa rahamäärän jokin haluttu korkotaso mielessään. Keskuspankki asettaa tällöinkin siis pääosin koron, mutta antaa markkinapaineen vaikuttaa sen kehityssuuntaan. Tämä menetelmä on tarkoituksenmukainen erityisesti epävakaassa markkinatilanteessa. Jos korko on kiinnitetty, keskuspankki voi sallia vaikka pankkien kaikkien luottopyyntöjen toteutumisen, kuten eurojärjestelmä teki syksystä 2008 alkaen. Normaalioloissa pankkien ei kannata pyytää luottoja liikaa, koska ylijäämä jää keskuspankkiin (joidenkin) pankkien ylimääräisiksi talletuksiksi, joiden korko on epäedullinen. Finanssikriisin olosuhteissa pankit olivat valmiita jopa maksamaan (negatiivisen koron muodossa) tästä likviditeettivakuutuksesta.

Pankeilla on oikeus saada puuttuva marginaalirahoitus keskuspankista vapaasti luottomahdollisuuden kautta, mutta markkinakorkoa kalliimpaan hintaan. Vastaavasti pankin keskuspankkiin tekemille ylimääräisille talletuksille maksetaan korkoa vähemmän kuin markkinoilla. Niinpä pankit tasaavat likviditeetin pääosin keskenään rahamarkkinoilla. Käytännössä jollekin tai joillekin jää joko epäedullinen lyhyt luotto tai epäedullinen ylimääräinen talletus. Keskuspankki voi halutessaan pakottaa operaatioillaan koko pankkijärjestelmän laajaankin kalliin marginaalirahoituksen käyttöön. Tämä pyrkii nostamaan markkinakorkoa. Kuitenkin nykyisin useimmiten keskuspankki itse asettaa ohjauskoron ja tarjoaa avomarkkinaoperaatioissa varsin tarkkaan sen likviditeetin, minkä pankit rahamarkkinoilta haluavat. Tällöin lyhimmätkin korot, yön yli korosta alkaen, pysyvät vakaina.

☼

Rahapolitiikan toteuttamisen välttämätön edellytys on pankkien maksuliiketilien sijainti keskuspankissa. Maksuliiketilit antavat keskuspankille mahdollisuuden asettaa niihin pohjautuvalle rahoitukselle rahapoliittiset maksuvalmiusluotto- ja talletuskorot. Pienet maksut hoidetaan suoraan pankkien välillä. Keskuspankki on kuitenkin perinteisesti hoitanut ydinosan pankkien maksuliikkeestä (jopa tätä on jo joissakin maissa yksityistetty), eli pankit toteuttavat keskuspankissa suuria maksuoperaatioita ja pienten maksujen nettoerien tasauksen.

Pankkijärjestelmän likviditeetin määräävät keskuspankin muut tase-erät, lähinnä liikkeessä oleva setelistö, vähimmäisvarantovaatimus ja keskuspankin oma pääoma sekä keskuspankin sijoitukset valuuttavarantoon ja mahdollisiin kotimaisiin arvopaperei-

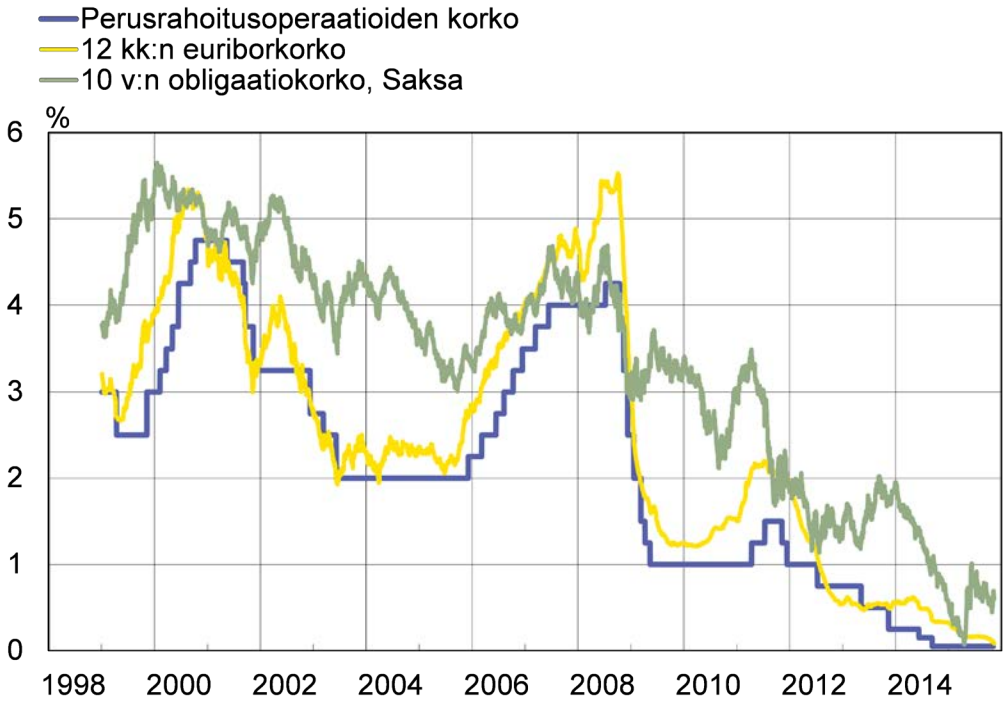
hin. Osa näistä eristä on suoraan keskuspankin itsensä määräämiä, mutta osa, kuten setelistö, on ennustettava yleisön kysynnän pohjalta. Setelistön liike on pääosin hyvin säännöllistä mm. viikonpäivien mukaan, ja se on normaalioloissa helppo ennustaa. Pankkien likviditeettiin vaikuttavia operaatioitaan varten keskuspankki tekee päiväkohtaisen ennusteen kaikille tase-erilleen. Vaikka keskuspankki näin säätelee pankkien likviditeettiä, rahapolitiikalla ei nykyisin yleensä pyritä säätelemään rahamäärää täsmällisenä välitavoitteena. Silti rahapoliittisella korolla ohjataan tietenkin välillisesti myös kansantalouden rahoituksen määrää, ja sillä on merkittävä osuus rahapolitiikan vaikutusmekanismissa.

Korkopolitiikan tehoa rajoittaa se, että keskuspankki voi säädellä melko täsmällisesti vain hyvin lyhytaikaista korkoa. Lyhytaikainen korko vaikuttaa kuitenkin matemaattisesti pitkäaikaisiinkin korkoihin, koska pitkäaikaiset korot vastaavat periaatteessa odotettujen lyhytaikaisten korkojen keskiarvoa kyseisellä pitkällä periodilla. Tämä vaikutus on pitkissä koroissa pieni. Jos lyhytaikainen korko koetaan liian alhaiseksi ja inflaatiota kiihdyttäväksi, pitkät korot voivat lyhyen koron laskiessa päinvastoin nousta, koska rahapolitiikan odotetaan ennen pitkää kiristyvän.

Eurojärjestelmässä keskeinen koko on ollut perusrahoitusoperaation korko, jota on välillä kutsuttu nimellä minimitarjouskorko (kuvio 14). Operaation maturiteetti on ollut viikko tai kaksi viikkoa. Koska keskuspankkien ja EKP:nkin korkopolitiikka pystytään useimmiten ennakoimaan lyhyellä aikavälillä melko hyvin, lyhytaikaisten markkinakorkojen muutokset tyypillisesti edeltävät rahapoliittisen koron liikkeitä. Ne myös yliampuvat usein. Pitkäaikaisissa koroissa yhteys on oleellisesti heikompi. Eurojärjestelmän keskeisiin korkoihin kuuluvat edelleen pankkien talletuskorko, joka on ollut yhden prosenttiyksikön tai sen puolikkaan tai neljänneksen verran alle perusrahoitusoperaa-

Kuvio 14.

EKP:n perusrahoitusoperaatioiden korko ja markkinakorkoja



Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Reuters.

tion koron, sekä maksuvalmiusluoton korko, joka on ollut vastaavasti yli perusrahoitusoperaation koron. Kun ohjauskorot painuivat nollan pintaan 2010-luvun puolivälissä ja talletuskorko asetettiin jopa negatiiviseksi, nämä korkomarginaalit olivat hiukan epäsymmetrisiä.

Avomarkkinaoperaatioita toteutetaan tarpeen mukaan erityyppisin huutokaupoin. Ajoittain huutokaupat on tehty kiinteäkorkoisina, jolloin EKP asettaa koron. Vaihtuvakorkoisessa huutokaupassa puolestaan annetaan markkinapaineen osin vaikuttaa koron muodostukseen. EKP:n välillä käyttämässä järjestelmässä korosta on esitetty kolme eri versiota. EKP on asettanut minimitarjouskoron, joka tarjoaa pohjan niin kauan kuin pankit ovat velan puolella. Koska huutokaupoissa on tarjottu yleensä tätä korkeampia korkoja, muodostuu hyväksyttyjen tarjouksien marginaalikorko, alin hyväksytty korko, tätä korkeammaksi. Lisäksi EKP on esittänyt tarjousten painotetun keskikoron, joka on marginaalikorkoa korkeampi. Vaihtuvakorkoisia huutokauppoja käytettäessä eurojärjestelmän ohjauskorko on ollut siis tosiasiassa välillä hiukan yli sen minimitarjouskoron, josta yleensä on puhuttu eurojärjestelmän ohjauskorkona.

Eurojärjestelmä on tarjonnut merkittävästi peruslikviditeettiä myös maturiteetiltaan kolmen kuukauden mittaisissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa, joiden korko on vastannut markkinakorkoa. Sitä ei ole siis pidetty rahapoliittisena korkona. Keskuspankit eivät normaalioloissa juuri toteuta pitkäaikaisia interventioita, koska keskuspankin mahdollisuus vaikuttaa kohtuullisilla operaatioilla välittömästi pitkiin korkoihin, mm. obligaatiomarkkinoilla, on yleensä vähäinen markkinoiden suuren koon vuoksi. Jos markkinoiden korkonäkemys perustuu pitkän aikavälin kasvu- ja inflaationäkymiin, keskuspankki ei saa korkovaikutusta aikaan kuin ehkä hetkeksi. Sen sijaan kriisivaiheissa, kuten 2010-luvun alkupuolella, on pitkäaikaisia korkoja painettu alas erittäin suurilla operaatioilla, jotka ovat nousseet jopa kymmeniin prosentteihin BKT:stä. Näillä toivotaan vaikutettavan myös markkinoiden odotuksiin. Yhdysvaltain keskuspankki on joskus vaikuttanut tuottokäyrän kaltevuuteen myös ostamalla arvopapereita käyrän toisessa päässä ja myymällä samanaikaisesti niitä toisessa päässä (operation twist). Näin kaupoilla ei ole nettomääräistä likviditeettivaikutusta. Monet keskuspankit käyvät jonkin verran obligaatiokauppaa varojensa sijoitustarkoituksessa tai muistakin, ei varsinaisesti rahapoliittisista syistä.

Keskuspankkirahoituksen järjestelmä ja siihen liittyvät korot vaihtelevat maittain. Rahoitusjärjestelyjen ja korkojen nimityksetkin ovat kirjavia, kuten ovat olleet eurojärjestelmässäkin, ja usein markkinoilla käytetään eri nimiä kuin virallisissa yhteyksissä. Yleisesti puhutaan kunkin maan rahapolitiikan ohjauskorosta. Yhdysvaltain keskuspankin keskeinen korko on oikeastaan vain korkotavoite, federal funds target rate. Rahoitus, joka on maturiteetiltaan yön yli rahoitusta, pyritään tarjoamaan järjestelmään osallistuville pankeille siten, että huutokaupan tuloksena syntyvä korko vastaa mahdollisimman hyvin tavoitetta. Käytännössä syntyvä korko vastaakin tavoitetta melko tarkoin. Kun normaalisti puhutaan federal funds korosta, tarkoitetaan tavoitekorkoa, ei siitä hieman poikkeavaa aidosti toteutunutta korkoa. Pankkien maksuvalmiusluotoissa käytetty korkeampi korko on nimeltään discount rate. Finanssikriisin yhteydessä 2000-luvun lopulla keskuspankki asetti koron myös ylimääräisille talletuksille, jotka olivat perinteisesti olleet korottomia.

Valuuttainterventiot

Keskuspankki huolehtii maan ulkoisesta maksuvalmiudesta pitämällä valuuttavarantoa. Tosin valuuttavaranto on mm. Yhdysvalloissa, Englannissa ja Japanissa valtiovarainministeriön tai muun ministeriön hoidossa. Ministeriö vastaa myös mahdollisista valuuttainterventioista yhteistyössä keskuspankin kanssa. Kehittyneissä maissa varantoa on yleensä 5–10 % vuositason BKT:stä eli suunnilleen saman verran kuin taseen velkapuolella on setelistöä. Yhdysvalloilla reservivaluuttamaana on valuuttavarantoa huomatta-

vasti vähemmän. Toisaalta Yhdysvaltain keskuspankilla on paljon kultaa, noin kolmannes maailman keskuspankkien kultavarannoista. Oleellinen ero muihin keskuspankkeihin on se, että Fed voi huolehtia dollareillaan kotimaisen likviditeetin ohella myös maan kansainvälisestä likviditeetistä.

Valuuttavaranto muodostuu pääasiassa lyhytaikaisista sijoituksista reservivaluuttoihin, joista tärkeimpiä ovat dollarin ohella euro, jeni, punta ja Sveitsin frangi. Vähäisiä määriä varantosijoituksista on myös pienissä, hyvin hoidetuissa valuutoissa, kuten Kanadan dollareissa ja Tanskan kruunuissa. Sijoitukset ovat lähinnä valtion markkinapapereita ja pankkitalletuksia mutta osin myös muita, pidempiaikaisia sijoituksia. Keskuspankeilla on myös kultaa, tosin suuresti eroavia määriä. Tätä vanhaa hyödykerahaa on yhä varalla pahimpia rahatalouden kaaoksia varten. Kulta on yleensä keskuspankkien taseissa arvostettuna hyvin halpaan historialliseen hintaan.

Valuuttavarantoa tarvitaan ennen kaikkea kiinteän valuuttakurssin puolustamiseen, kuten Suomessa menneinä vuosikymmeninä. Kiinteän valuuttakurssin maissa varantoa pitäisi olla melko paljon. Puhtaasti kelluvan valuuttakurssin järjestelmässä keskuspankki ei osta eikä myy valuuttaa sen enempää avista- kuin termiinimarkkinoillakaan. Näin ollen keskuspankin valuuttainterventioiden likviditeettivaikutusta ei tule myöskään pankkeihin. Kelluvan kurssin oloissa vaihtotaseen ja pääomanliikkeiden yleisölle ja valtiolle tuoma likviditeetti jää pankkien ulkomaiseksi likviditeetiksi. Eri syistä myös kelluvan kurssin maat pitävät yleisesti varsin suuria valuuttavarantoja. Syynä voivat olla varautumistarpeet, mutta vahvan talouden ja valuutan maissa suuria varantoja kertyy usein markkinapaineissa jopa selvästi vastoin maan omia toiveita.

Ohjatussa, ns. likaisessa kellunnassa keskuspankki ajoittain vaikuttaa kurssiin interventioillaan, eli ulkomaanvaluuttojen ostoilla ja myynneillä. Kysymys on normaaleista valuuttakaupoista pankkien välisillä markkinoilla, yleensä kotimaassa. Eri varantovaluuttojen määräisiä interventioita voidaan tehdä tarpeen mukaan. Normaalisti käytetään avistainterventioita, ja näistä tulee myös välitön likviditeettivaikutus (kahden päivän kuluttua). Keskuspankin ostaessa valuuttaa pankkien ulkomainen likviditeetti muuttuu niiden kotimaiseksi likviditeetiksi keskuspankissa. Valuutat siirtyvät ulkomaisessa pankissa kotimaisen pankin tililtä keskuspankin tilille.

Valuuttainterventio on osin määrittelykysymys. Käytännössä keskuspankit tekevät sellaisiakin valuutanvaihtoja, asiakaskauppoja, joita ei lueta valuuttainterventioihin. Tällaisilla valuutanvaihdoilla on kuitenkin sama vaikutus valuuttavarantoon ja likviditeettiin sekä ehkä osin valuuttakurssiinkin. Lähinnä on kysymys valtioiden valuuttakaupoista, esimerkiksi ulkomaisten lainojen varojen kotiuttamisista, jotka saatetaan toteuttaa keskuspankin kautta. Myös mm. ulkomaisia asekauppoja ei salaamissyistä useinkaan makseta yksityisten pankkien kautta vaan ne hoidetaan keskuspankeissa.

Valuuttainterventioksi tulkitun operaation voi määritellä seuraavaan tapaan. Se toteutetaan valuuttamarkkinoilla, ja sen tarkoituksena on vaikuttaa valuuttakurssiin. Normaalisti se julkistetaan ja tilastoidaan valuuttainterventioksi. Julkistamisintressi riippuu tosin valuuttakurssijärjestelmästä. Likaisen kellunnan interventioita halutaan usein jopa erityisesti korostaa julkisuudessa kurssivaikutuksen vahvistamiseksi. Sen sijaan kiinteäkurssijärjestelmässä oman valuutan välttämättömät tuki-interventiot halutaan yleensä nimenomaan salata ainakin jonkin aikaa. Tästä syystä käytetään ehkä termiini-interventioita, joiden vaikutus tulee näkyviin taseessa valuuttavarantoon ja pankkien likviditeettiin halutun, ehkä useiden kuukausien viipeen kuluttua.

Keskuspankit eivät koskaan julkista tietoisesti interventioaikeitaan, sillä ne aiheuttavat välittömän reaktion. Valuuttaoperaatioita ja yleensä myös muita operaatioita koskeva luottamuksellisuusvaatimus onkin tiukka, ellei strategiana ole nimenomaan ennakoiva markkinoiden ohjaus. Keskuspankkien johtajat esittävät kuitenkin joskus erehdyksessä enemmän tai vähemmän selviä viitteitä operaatioista. Kuulijoiden informaatioedun vuoksi tämä voi aiheuttaa epätasa-arvoisia markkinareaktioita, ja asia muistetaan yleensä pitkään markkinoilla ja tiedotusvälineissä.

Kelluvien kurssien järjestelmässä valuuttainterventioilla on sekä aito markkinoiden kysyntä- tai tarjontavaikutus että psykologinen vaikutus, sillä interventio osoittaa keskuspankin toiveet valuuttakurssin suunnasta. Yleensä keskuspankit eivät voi vaikuttaa ratkaisevasti valuuttamarkkinoiden tasapainoon, koska tämä voi vaatia markkinoiden valtavan volyymin vuoksi epärealistisen suuria kauppoja. Toisaalta varsinkin Aasian suuret maat ovat toteuttaneet todella massiivisia valuuttainterventioita valuuttakurssiinsa vaikuttaakseen. Lähinnä ylijäämämaat Kiina ja Japani ovat ostaneet valuuttaa jarruttaessaan valuuttansa vahvistumista. Kelluntaa toteuttavissa länsimaissa harvinaisilla interventioilla tavoitellaan lähinnä vain psykologista vaikutusta.

Interventiot eivät voi normaalisti muuttaa markkinoiden perussuuntaa eivätkä vahvojen perustekijöiden vaikutuksia. Psykologinen teho häviää useimmissa tapauksissa nopeasti, mikä osaltaan rajaa interventiot melko poikkeuksellisiksi. Interventioita käytetään lähinnä kahdessa eri tilanteessa. Ensinnäkin niillä voidaan tasoittaa hyvin nopeita ja yllätyksellisiä hetkellisiä kurssipaineita, ja toiseksi niillä voidaan yrittää vauhdittaa kurssikehityksen käännettä hyvin heikkojen tai vahvojen kurssien käännepisteiden lähellä.

Kiinteän kurssin järjestelmässä korkopolitiikka keskittyy valuuttavarannon ja valuuttakurssin ylläpitämiseen. Kiinteä kurssin ylläpitäminen on täysin vapaiden pääomanliikkeiden oloissa kuitenkin erittäin vaikeaa ja onnistuu hyvin pitkäaikaisesti yleensä vain poikkeustapauksissa, kuten Tanskalle euroalueen välittömänä naapurina ja ERM2-järjestelmään osallistuvana. Pienet keskuspankit, kuten aikoinaan Suomen Pankkikin, ovat yrittäneet suojata valuuttaansa – usein epäonnistuen – suurilla, BKT:hen suhteutettuna 5–10 prosentin interventioilla eli käytännössä koko varannollaan ja osin myös velalla. Keskuspankit lainaavat varantoa toisiltaan, kansainvälisiltä järjestöiltä (IMF) ja myös yksityisiltä markkinoilta. Keskuspankkien kesken on yleisesti solmittu pysyvästikin valuuttavarannon tukemisen mahdollistavia swapsopimuksia.

Ns. neutraloiduilla tai steriloiduilla valuuttainterventioilla tarkoitetaan sitä, että valuuttakauppojen likviditeettivaikutukset keskuspankkirahaan ja rahamäärään kumotaan tekemällä samassa yhteydessä vastakkaisia kotimaisia avomarkkinaoperaatioita. Käytännössä keskuspankit eivät yleensä kytke avomarkkinaoperaatioitaan suoraan valuuttainterventioihin, vaan interventiot ja niiden likviditeettivaikutukset otetaan huomioon normaaleissa interventiomenettelyissä. Niissä maissa, joissa valtiovarainministeriö vastaa valuuttainterventioista, likviditeettivaikutus pankkeihin ja rahamäärään tulee neutraloiduksi automaattisesti. Ministeriö nimittäin laskee valuutan ostoja vastaavasti liikkeeseen omia valtion velkapapereita eli rahoittaa näillä valuutan oston.

Rahapolitiikan toteutus ja vaikutus

Keskuspankin rahapolitiikkaa ja sen vaikutusmekanismia käsitellään tässä yhteydessä vain pääpiirteittäin menemättä varsinaisesti rahapolitiikkaa koskevaan teoriakeskusteluun. Miten ja millä välinemuuttujilla rahapolitiikkaa tulisi toteuttaa ja mitä kautta, miten ja minkä aikaviipeen kuluttua politiikka vaikuttaa talouteen, ovat jatkuvasti kiistanalaisia kysymyksiä. Näitä teemoja koskevia teorioita ja mielipiteitä on paljon.

Valtiovalta täsmentää keskuspankin tehtävät. Euroalueen rahapolitiikasta todettiin Maastrichtin sopimuksessa lyhyesti: Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. Tätä täydennettiin siten, että EKPJ tukee yleistä talouspolitiikkaa, kuitenkin niin, ettei tämä rajoita hintatason vakauden tavoitetta. Useille keskuspankeille on asetettu ainoaksi ohjenuoraksi inflaatiotavoite, osin jopa numeroarvoltaan valtion täsmentämänä. Yhdysvalloissa keskuspankilla on kuitenkin kaksoistavoite: sekä hintavakaus että työllisyys.

Keskuspankit ovat itsekin halunneet jo pitkään korostaa yhden tavoitteen, ensisijaisesti hintavakauden (inflaatiotavoitteen) tärkeyttä, koska keskuspankin välineistöllä, käytännössä pelkällä ohjauskorolla, ei voi perustellusti tavoitella useita päämääriä. Teo-

riahan kertoo, että talouspolitiikan tavoitteita voi olla vain yhtä monta kuin on talouspolitiikan välineitä. Keskuspankit toimivat kuitenkin ristipaineissa. Poliitikot ja suuri yleisökin edellyttävät keskuspankilta käytännössä peräti kolmea vakaustavoitetta: hintavakautta, talouskasvun vakautta ja rahoitusmarkkinoiden vakautta.

Teoriamaailma pelkistää mielellään todellisuuden johonkin malliin ja painottaa yhtä tavoitetta. Käytännössä eri tavoitteet liittyvät osin toisiinsa, joten kysymys on ennen kaikkea tavoitteiden painotuksesta. Viime vuosikymmeninä on korostettu ensisijaisesti hintavakautta ja toissijaisena sen rinnalla talouskasvun vakautta. Kuitenkin vuosina 2007–2008 alkanut rahoituskriisi pakotti tarkastelemaan huolellisesti taas myös rahoituksen vakauskysymyksiä. Osa asiantuntijoista on silti lähtenyt siitä, että rahoituksen kasvuun liittyvät vakausongelmat on käsiteltävä varsinaisesta rahapolitiikasta erillisinä käyttäen niiden ohjaukseen hallinnollisia sääntelymenetelmiä. Itse rahapolitiikka-termin kannalta tämä on tietysti erikoista. Onko politiikka rahapolitiikkaa, jos se ei missään mielessä painota rahan ja rahoituksen määrällistä kehitystä?

Rahapolitiikkaa varten on kehitetty pelkistettyjä selkeitä ns. regiimejä ja sääntöjä. Todellisuus ei kuitenkaan tahdo erikoisen hyvin sopeutua mihinkään niistä. Joskus – lähinnä keynesiläisyyden valtakaudella sodan jälkeen – rahapolitiikkaa ylipäätään on pidetty tehottomana. Sitten erityisesti 1970–1980-luvulla muutamat suuret keskuspankit pyrkivät käyttämään monetaristisessa hengessä varsin täsmällisenä välitavoitteena rahamäärää. Järjestelmä ei toiminut ainakaan tiukasti sovellettuna. Se kaatui osaltaan ns. Goodhartin lakina tunnettuun ilmiöön, jonka voi muotoilla seuraavasti: mikä tahansa rahamäärämuuttuja, joka valitaan rahapolitiikan välitavoitteeksi, menettää valinnan myötä informaatioarvonsa. Epävakaus johtuu siitä, että valittuun välitavoitemuuttujaan alkaa kohdistua sellaista mielenkiintoa ja painetta, ettei se käyttäydy enää normaalilla tavalla.

Vapailla rahoitus- ja valuuttamarkkinoilla tavoitteeksi voidaan asettaa vain yksi tai kaksi seuraavista kolmesta: valuuttakurssi, korko ja rahan (rahoituksen) määrä. Kolmas määräytyy markkinoilla. Käytännössä nykyisin voidaan asettaa joko korkotavoite tai valuuttakurssitavoite. Rahamäärä on tavoitteena liian epävakaa. Puhtaan kellunnan oloissa valuuttapolitiikalla ei ole merkitystä, koska silloin toteutetaan vain korkopolitiikkaa, rahapolitiikkaa. Valuuttakurssi kelluu vapaasti markkinoiden mukaan, tosin paljolti myös korkopolitiikan ohjaamana mutta ei sen tavoittelemana. Politiikassa keskitytään kotimaiseen hintavakauteen korkoa ohjaamalla. Valuuttapolitiikkaan kuitenkin turvaudutaan, jos keskuspankki katsoo tarkoituksenmukaiseksi puuttua valuuttakurssikehitykseen interventioiden avulla. Rahoitusta säännöstelevässä taloudessa – sikäli kuin säännöstely pitää – rahapolitiikalle ja valuuttapolitiikalle voidaan asettaa erilliset tavoitteet. Voidaan asettaa kiinteä valuuttakurssi ja toteuttaa samalla omaa rahapolitiikkaa. Kehittyneissä maissa raha- ja valuuttamarkkinoiden säännöstelystä on luovuttu, mutta useimmissa maailman maissa se on yhä arkipäivää ainakin jossakin laajuudessa.

Joitakin vuosikymmeniä sitten rahapolitiikan välittymismekanismia tarkasteltiin yleisesti erottaen rahapolitiikan välineet, välitavoitteet ja lopputavoitteet. Välineenä oli lähinnä joko korko tai pankkien likviditeetin ohjaus. Välitavoitteilla oli indikaattorin asema. Siten rahapolitiikan välineillä ei olisi tarkoituksenmukaista pyrkiä lopputavoitteeseen suoraan, vaan niillä tulisi ohjata ensi vaiheessa välitavoitetta, esimerkiksi rahamäärää, pankkiluottoja tai valuuttakurssia, joista vaikutus vasta välittyisi lopputavoitteeseen. EKP asetti aluksi strategiassaan rahamäärälle M3 välitavoitetta väljemmän (4,5 prosentin) viitearvon. Sittemmin M3:n korostusta vähennettiin, ja se onkin jäänyt melko viitteelliseksi. Ohjauskorkoa ei ole ohjattu viitearvon ja M3:n kehityksen mukaan.

Kun lopputavoitteena on 1990-luvulta alkaen korostettu hintavakautta, on samalla politiikan vaikutusmekanismin kuvausta pelkistetty voimakkaasti. Yleisesti vaikutusmekanismi esitetään ilman välitavoitetta niin, että rahapolitiikan vaikutus menee suoraan korosta inflaatioon. Keskustelua käydään lähinnä siitä, kuinka pitkä on vaikutusviive. Yleensä sen katsotaan olevan puolesta vuodesta kahteen vuoteen. Tosiasiassa keskuspankki joutuu hintavakauden ohella kiinnittämään huomiota paitsi kasvuun ja

vakauteen myös muihin tavoitteisiin kuten työllisyyteen ja ulkomaiseen kilpailukykyyn. Eri tavoitteiden painotukset vaihtelevat, ja keskustelu on paljolti paitsi analyyttistä myös poliittista. Keskustelu rahapolitiikan tavoitteesta, vaikutusmekanismista ja välineistä pyrkii ajoittain alkamaan aivan alusta.

Rahapolitiikan välittymismekanismia ei tarkastella nykyisin yleensä yksityiskohtaisesti juuri siitä syystä, ettei rahapolitiikan välitavoitteita korosteta. Rahapolitiikkaa koskevissa teorioissa ja malleissa rahapolitiikan vaikutus pelkistetään voimakkaasti ja niin, ettei rahoituksen määrämuuttujia ole mukana. Jopa rahapolitiikan ratkaisujen perustelu on pyrkinyt käytännössä rajoittumaan suppeaan, paljolti kunkin hetken muodin mukaiseen muuttujajoukkoon ja analyysiin. Vanha välittymiskanavia koskeva linjanveto liittyy siihen, meneekö vaikutus ensisijaisesti markkinakoron vain määrämuuttujien kautta. Poolen klassisen analyysin tulos oli se, että jos rahamuuttujien kehitys on epävakaata, politiikassa on ohjattava korkoa, ja jos reaalimuuttujien kehitys on epävakaata, on painotettava rahakehityksen vakauttamista.

Rahapolitiikan vaikutus talouteen ja sen eri muuttujiin välittyy lukuisten eri kanavien kautta. Näitä ovat mm. korkokanava, valuuttakurssikanava, varallisuuskanava, pankkiluottokanava ja tasekanava (vaikuttamalla tiettyihin tase-eriin vaikutetaan myös joihinkin muihin). Vaikutuskanavia on selvitetty sekä teoriassa että käytännössä, mutta näkemykset välittymisen yksityiskohdista ovat edelleen vaihtelevia ja riippuvat osin kunkin maan instituutioista. Muutamiin teorioissa keskeisiin kanaviin näkee markkina-analyyseissä vedottavan hyvin vähän, jos ollenkaan. Toisaalta käytännön analyyseissä tarkastellaan ilmiöitä, joita ei juuri näy teoreettisissa malleissa. Kanavat liittyvät toisiinsa ja menevät usein päällekkäin. Kysymys onkin paljolti eri näkökohtien painotuksista.

Rahoitusmarkkinat eivät käytännössä toimi täysin tehokkaasti. On informaatiovajeita, kohtuutonta riskinottoa, virhearvioita jne. Luotonantajilla ei ole aina riittävästi tietoa asiakkaistaan. Vapaillakin rahoitusmarkkinoilla esiintyy luotonsäännöstelyä, ja se lisääntyy markkinoiden häiriöissä. Luotonsäännöstelyllä voidaan tarkoittaa eri tekijöitä, kuten suurta koron riskilisää, suurta omarahoitusosuutta, vahvoja vakuuksia, tavallista kriittisempää velanhoitokyvyn arviointia tai pidättymistä luotonannosta kokonaan. Lisäksi luotonantajan luotonantomahdollisuudet voivat ehtyä rahoituksen lähteiden häiriytyessä tai oman pääoman tullessa rajoitteeksi. Jos näin käy pankkisektorissa laajasti, toteutuu ns. luottolama.

Rahapolitiikan säännöt koskevat sitä, minkä periaatteen mukaan korko asetetaan. Yleinen tapa arvioida rahapolitiikan kireyttä on ollut Taylorin sääntö. Tämän säännön avulla on tutkittu empiirisesti keskuspankkien korkokäyttäytymistä, ja sääntö on toiminut yleensä – paitsi kriisivaiheessa – melko hyvin. Kuitenkaan mikään keskuspankki ei ole perustanut politiikkaansa suoraan tähän sääntöön. Taylorin säännön lähtökohtana on keskimääräinen tasapainokorko. Sitten katsotaan, missä määrin ennustettu inflaatio poikkeaa tavoitellusta inflaatiosta, ja toisaalta, mikä on tuotantokuilu, ts. missä määrin toteutuva tuotanto poikkeaa potentiaalisesta tuotannosta. Ennustetun inflaation hitaus ja tuotannon vähäisyys edellyttävät korkoa, joka on alempi kuin tasapainokorko – ja päinvastoin. Sääntö kertoo myös, kuinka keskuspankki painottaa inflaatiota ja tuotantoa keskenään. Säännön käytön vaikeuksiin kuuluu joidenkin muuttujien epämääräisyys; varsinkin inflaation ja potentiaalisen tuotannon ennusteet ovat epävarmoja.

☼

Hintavakaustavoitteen täsmällisyydestä on eri versioita. Tiedotusvälineissä ja markkinoilla ei yleensä osata – eikä ole usein tarpeenkaan − erottaa teorian ja politiikan puolella täsmennettyjä termejä, kuten inflaatiotavoite ja hintavakaustavoite. Näistä edellinen on ideologialtaan täsmällisempi. Erikseen on vielä hintatasotavoite, jossa ei päämääränä ole hintojen nousuvauhdin rajaaminen vaan tietyn hintatasouran tavoittelu. Tämä on vaativampi tavoite, sillä siinä poikkeukselliset inflaatiojaksot, esimerkiksi hintojen nousu, on korjattava päinvastaisella kehityksellä. Lamanaikaisen hitaan inflaation, jopa deflaa-

tion, vastineeksi on vaadittu hintatavoitteiden löysäämistä joksikin aikaa. Inflaatiotavoitetta käytettäessä unohdetaan menneet poikkeamat ja katsotaan vain tulevaisuutta.

Erityisesti 1990-luvulla mm. Englannissa ja Ruotsissa yleistyi tarkasti määritellyn inflaatiotavoitteen käyttö rahapolitiikan strategiana. Inflaatiotavoitteen asettaminen kertoo täsmällisesti keskuspankin tehtävän. Lähimmän vuoden tai parin inflaatio lukuarvoineen – yleensä 2 prosentin seuduilla – on rahapolitiikan selkeä lopputavoite. Järjestelmään kuuluvat inflaation analyysi ja ennustaminen sekä päätöksenteon avoimuus. Korkoratkaisut perusteluineen sidotaan inflaatioennusteeseen. Täsmällinen inflaatiotavoite asettaa käytettävälle hintaindeksille suuria vaatimuksia; usein on käytetty jotakin kuluttajahintaindeksistä pelkistettyä pohjainflaatiomuuttujaa. Inflaatiotavoitejärjestelmän ongelmana ovat toisaalta juuri selkeys ja pelkistys, jotka eivät aina sovi monimutkaiseen maailmaan.

Tavoitteena voidaan pitää myös epämääräisempää, kuitenkin lukuarvoltaan täsmennettyä keskipitkän aikavälin hintavakautta. EKP pitää keskipitkän aikavälin kuluttajahintojen nousulle asettamaansa lukuarvoa ”alle 2 % mutta lähellä sitä” hintavakauden määritelmänä. Tavoitetta voidaan painottaa myös ilman täsmennettyä lukuarvoa, kuten aiemmin Yhdysvalloissa. Lamavuosien aikana Yhdysvalloissa asetettiin sekä inflaatiota että työttömyyttä täsmentäviä lukutavoitteita. Keskipitkän aikavälin tavoite vähentää satunnaisten erien vaikutusta, eikä siinä ole hintaindeksin valinnalla suurta merkitystä, koska satunnaiset erot tasoittuvat ajan mittaan. Jos rahapolitiikkaa ei perusteta tiukasti parin lähivuoden inflaatioennusteeseen, menetetään selkeydessä, mutta saavutetaan ehkä realismissa, koska muitakin merkittäviä muuttujia voidaan ajoittain ottaa huomioon.

Koska kriisiaikana nollakorkopolitiikka ja määrällinen keventäminen eivät riittäneet useissa maissa talouden elpymiseen, jotkut katsoivat, että rahapolitiikka voisi keskittyäkin arvosuureiden, nimenomaan nimellisen BKT:n kasvun vakauttamiseen melko nopeaksi, 5 prosentin tasolle. Tämä merkitsisi inflaatiotavoitteen kasvattamista lamavaiheessa. Nimelliseen BKT:hen perustuvan politiikan hyvien puolien vastineena olisivat ilmeisesti hinta- ja reaalikehityksen epävakaus tavoitteen sisällä ja sen tuoma markkinoiden epävarmuus. Nimellistä BKT:tä koskeva ennakoiva tilastointi on myös epävarmaa; ennakkotietoja muutetaan useaan otteeseen, mikä tekee politiikan epävakaaksi.

Korkopolitiikalla on rajansa. Se ei hoida kaikkia hintavakausongelmia. Aktiivisen korkopolitiikan vaikeuksiin kuuluu sen oikea ajoitus. Talouden ennusteet ovat epävarmoja, ja niihin perustuvat voimakkaat koron liikkeet voivat ajoittua ja käytännössä usein ajoittuvatkin väärin. Tämä on ehkä keskeisin argumentti varovaisen korkopolitiikan puolesta. Pahimmillaan korkopolitiikalla voimistetaan talouden vaihteluja. Tiukkojen inflaatio- ym. tavoitteiden asettaminen johtaa helposti voimakkaasti vaihtelevaan korkokehitykseen. Äärimmäisillä koroilla on paitsi talouskehitystä vakauttavia vaikutuksia myös kielteisiä vaikutuksia. Niiden myötä mm. reaali- ja rahoitusvarallisuuden hinnat vaihtelevat voimakkaasti, koska yleensä rahapolitiikkaa ei toteuteta varallisuushintojen kehityksen lähtökohtien mukaan.

Hyvin korkeat korot voivat aiheuttaa etuihinsa nähden kohtuuttomia kustannuksia, jopa rahoituskriisin. Toisaalta hyvin matalat korot eivät välttämättä hoida kaikenlaisia lama- ja deflaatiotilanteita. Ne tarjoavat yleensä tuottoisia mahdollisuuksia spekulanteille. Hyvin matalien korkojen on todettu mm. lisäävän pankkien riskinottohalukkuutta. Matalilla koroilla houkutellaan taloudet ylivelkaantumaan, vieläpä hyvin heikot taloudet, jotka eivät pysty ehkä maksamaan edes keskimääräisiä korkoja. Löysä politiikka estää liian heikkojen yritysten luovan tuhon, eli se ylläpitää käveleviä kuolleita (zombeja), näköalattomia yrityksiä, jotka pysyvät pystyssä vain lähes nollakoroilla eivätkä kykene lyhentämään velkaansa. Tämä sitoo resursseja tehottomaan käyttöön. Rahapolitiikka voi toimia mielekkäästi vain kohtuullisissa rajoissa osana yleistä talouspolitiikkaa.

Kriisi 2000–2010-luvulla herätti paljon kritiikkiä sitä edeltänyttä, pelkistettyyn inflaatiotavoitteeseen ja yleensäkin hintavakauteen painottunutta politiikkaa kohtaan. Erityisesti arvosteltiin liiallista uskoa markkinoiden tehokkuuteen ja luontaiseen vakauteen

sekä välinpitämätöntä suhtautumista rahoituksen kasvuun. Niinpä kriisin myötä palattiin osin menneeseen korostamalla myös rahoituskasvun ohjaamisen merkitystä. Pankkiluottojen ja rahamäärän kasvun rajoittaminen ei olekaan välttämättä hintavakaustavoitteen vaihtoehto, vaan sitä täydentävä, välitavoitteen luonteinen ilmiö. Keskuspankkien korkostrategioissa tulisi ilmeisesti olla varaus pitkäaikaisen liiallisen luotonkasvun rajoittamiseksi ja liian vaimean luotonannon vauhdittamiseksi. Velkakriisin tai pitkäaikaisen velkadeflaation välttämiseksi taloutta tai mitään sen keskeistä sektoria ei saisi päästää velkaantumaan kohtuuttomasti. Laaja kansainvälinen kokemus kriiseineen osoittaa, ettei velkaantuvien maltti riitä aina pitämään velkaantumista kohtuullisena ilman rahapolitiikan antamaa ”tukea”. Rahoituksen määrällisellä kasvulla on se erityispiirre, että se on liiallisena johonkin rajaan asti inflatorinen, mutta voi päätyä lopulta velkakriisin myötä myös laman ja deflaation lähteeksi.

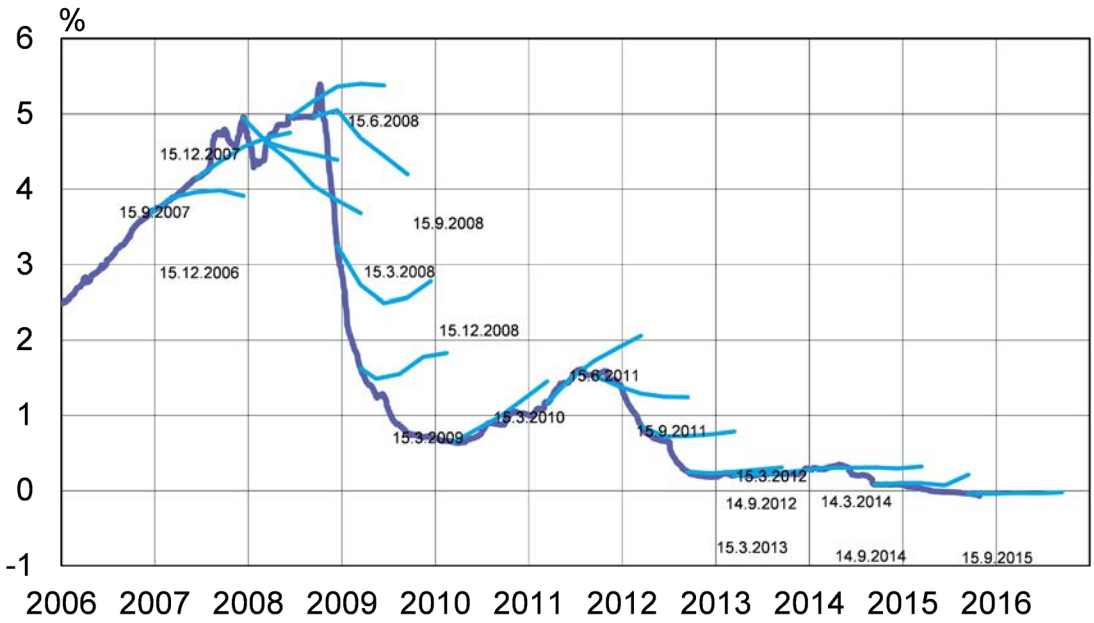
Rahapolitiikkaa koskeva keskuspankin kommunikointi

Markkinat – eli eri rahoitusvaateiden markkinoilla toimivat sijoittajat, analyytikot ja kauppaa käyvät diilerit – ennustavat talouspolitiikkaa, myös korkopolitiikkaa. Tämä näkyy lyhytaikaisissa futuurikoroissa (kuvio 15). Korkorakenteesta voidaan jopa johtaa keskuspankin muutamien lähimpien korkokokousten odotettujen korkoratkaisujen todennäköisyydet. Kuitenkaan sen enempää keskuspankkien ennakoinnit kuin markkinoiden ennusteetkaan eivät osu kovin hyvin kohdalleen. Käännepisteitä ei osata ennakoida ja yleensä korkoennusteissa ollaan varovaisia.

Tuottokäyrän lyhimmät korot (ns. lyhin pää) määräytyvät suoraan rahapolitiikan ohjauskorosta ja sen lähiajan näkymistä (korkoa korolle laskien vuositasolle muutettuna). Jos rahapoliittisen koron odotetaan laskevan, tuottokäyrä on laskeva ainakin lähi-

Kuvio 15.

Toteutunut ja odotettu 3 kk:n euriborkorko



Odotettu korko on laskettu korkotermiininoteerauksista.
Lähde: Reuters.

kuukausina – ja päinvastoin. Usein tällaisessa tilanteessa, varsinkin kun markkinoilla koronmuutosodotus on voimakas eikä keskuspankki heti reagoi, sanotaan keskuspankin tulevan käyrän jäljessä (behind the curve). Tavallista on, että markkinat odottavat ja toivovat löysempää rahapolitiikkaa kuin keskuspankki tavoittelee. Rahapolitiikkaa ei voida kuitenkaan jättää markkinoiden hoidettavaksi.

Korkopolitiikan ennakoinnin suhteen keskuspankeilla on ollut erilaisia käytäntöjä. Yleensä menneinä vuosikymmeninä pidättäydyttiin korkoratkaisujen ilmoittamisesta etukäteen. Keskuspankit ovat olleet vaiteliaita aikomuksistaan, ja joskus on jopa korostettu keskuspankkitoiminnan mystiikkaa. Rahapolitiikan teoriakin on välillä lähtenyt siitä, että ollakseen tehokasta politiikan on oltava odottamatonta.

Viime vuosikymmeninä on päinvastoin painotettu politiikan peruslinjan avoimuutta. Vaikka keskuspankki ei sitoutuisikaan etukäteen korkopäätöksiinsä, se voi antaa vihiä lähiajan korkoratkaisusta. Keskuspankkien johto esiintyy paljon julkisuudessa, ja sen lausuntoja seurataan tarkasti. Usein eri henkilöiden lausunnot tulkitaan ristiriitaisiksi. Ennen korkopäätöksiä onkin yleensä tietty rauhoitusaika, ehkä viikko, jolloin keskuspankki pidättäytyy rahapolitiikkaa koskevista lausunnoista. Keskuspankin korkoratkaisusta on varoitettu ennakkoon eri tavoin. Keskuspankki voi esittää näkemyksensä talousennusteessaan. Kun keskuspankki on jo aiemmin täsmentänyt rahapolitiikan strategiansa – eli sen, mihin muuttujiin korkoratkaisut perustuvat – korkonäkymä voidaan päätellä ennusteen pohjalta. Lisäksi ennusteeseen vakiintuu helposti sanamuotoja, joiden käytön tulkitaan viestivän korkolinjasta. Toinen mahdollisuus keskuspankille on käyttää avoimesti melko ilmeisiä koodisanoja, esimerkiksi luonnehdintaa strategian kannalta kriittisen muuttujan seurannan tarkkuusasteesta, kuten EKP on ajoittain tehnyt. Kolmas mahdollisuus on todeta avoimesti normaalikielellä korkoratkaisun todennäköisyys erilaisine varauksineen.

Avoimen politiikan etuna on pidetty, että se auttaa vakauttamaan lyhyen aikavälin markkinakehitystä ja ankkuroimaan keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatio-odotuksia ja pitkiä korkoja. Nämä vaikuttavat eniten talouden päätöksiin ja mm. varallisuushintoihin. Kun korkopäätös on odotettu, korkorakenne on sopeutunut jo etukäteen siihen, eivätkä markkinakorot juuri muutu korkopäätöksen tulessa markkinoille. Jos taas korkoratkaisu on yllättävä, korkorakenne reagoi välittömästi – ja usein epävakaasti − päätöksen julkistamisen jälkeen. Koska ainakin rahapolitiikan yleisperusteet tunnetaan markkinoilla, lyhytaikaisten markkinakorkojen liike edeltää normaalisti rahapoliittisen koron liikkeitä.

Inflaatiotavoitteen yleistyttyä alettiin myös lähiajaksi tavoiteltu korkoura esittää yhä avoimemmin ja täsmällisemmin. Varsinkin kriisin yhteydessä 2010-luvulla useat keskuspankit korostivat ennakoimaansa korkouraa. Sekä rahapolitiikan strategia tavoitteineen ja välineineen että talousennusteet julkistettiin, ja ohjauskoron ennustettu tarkka ura kerrottiin etukäteen. Jotkin keskuspankit ovat tosin pysyneet varovaisempina. Isompi kysymys on ollut aito sitoutuminen ennakoidun korkouran toteuttamiseen lähivuosina, eli ns. ennakoiva viestintä, forward guidance. Lamavaiheessa Yhdysvaltain keskuspankki meni tälle tielle nimenomaan sitoutumalla pitämään ohjauskorkonsa ainakin 2–3 vuoden ajan hyvin matalana eli nollan tuntumassa. Kehitys sidottiin pidemmälläkin aikavälillä tiettyihin työttömyyden ja inflaation lukuarvoihin. Tämän katsottiin tehostavan koron vaikutusta tilanteessa, jossa koron nollataso ja erittäin laaja määrällinen keventäminen eivät riittäneet elvyttämään riittävästi taloutta.

Ennakoivan viestinnän tyyppisellä ohjailulla lienee jonkin verran vaikutusta, mutta menetelmään liittyy epävarmuutta. Taustalla on usko keskuspankin vahvaan ohjausvoimaan markkinoiden psykologian kautta. Tavoitemuuttujat, kuten työttömyysaste, ovat tilastoiltaan epävarmoja ja tulkinnanvaraisia. Myös talousennusteet ovat epävarmoja, ja niitä joudutaan ehkä nopeastikin muuttamaan. Keskuspankit joutuvat joustamaan sitoumuksissaan tilanteen mukaan. Politiikan uskottavuus voi heikentyä nopeasti. Tilanne voi mennä vaikeaksi yllättävien suurten häiriöiden tapauksessa, jolloin korkopolitiikassa voidaan joutua poikkeamaan jyrkästikin ennakoidulta uralta. Keskuspankki menettää ainakin ennusteittensa uskottavuutta.

Keskuspankin talousennusteella on suuri merkitys sekä rahapolitiikan toteuttamisessa että julkistetun ennusteen tapauksessa politiikan ennakoinnissa. Ennuste on väistämättä ehdollinen ja epävarma, eikä sitä yleensä markkinoilla pidetä juuri sen varmempana kuin muiden keskeisten laitosten ennusteita. Siten markkinat käyttäytyvät ehkä pikemminkin omien (konsensus)ennusteidensa mukaan kuin keskuspankin ennusteen edellyttämällä tavalla. Kysymyksiä liittyy jo siihen, mikä on ennusteen luonne. Onko se joitakin maltillisia oletuksia käyttäen tehty arvio talouden ja sen eri osamarkkinoiden kehityspaineista (kuten ennuste yleensä) vai periaatteessa tietyn taloudellisen tavoitteen toteuttava ennustelaskelma? Jos ennuste on selvästi tavoitteellinen inflaation suhteen, eli ennusteen tulee päätyä inflaatiotavoitteen mukaiseksi, korkouran valinta ei ole oikeastaan keskuspankin johdon päätös vaan korkouran tulisi syntyä ekonomistien analyysin tuloksena.

Korko-oletus on ennusteen kannalta hankala. Sille on monta vaihtoehtoa, joista mikään ei ole yleensä ongelmaton: vallitseva korko vakiona, markkinoiden futuurikorot tai keskuspankin valitsema korkoura. Keskuspankin talousennusteen tulisi olla johdonmukainen siten, että korkoura vastaa talouskehitystä. Useiden vuosien ajan kiinteänä pidettävä korko voi olla keskuspankin asettama tavoiteura, mutta pelkkänä ennusteen pohja-arviona se on usein epärealistinen. Markkinoiden futuurikorkojen käyttö ennusteen oletuksena on outoa tilanteessa, jossa keskuspankin ennustenäkemys poikkeaa markkinoiden konsensusnäkemyksestä. Jos keskuspankki näkee ylikuumenemisen pahenevan, mutta markkinoiden mielestä talous on jo heikkenemässä – jolloin futuurikorot ovat lasku-uralla – keskuspankin ennustetilanne laskeviksi oletettuine korkoineen on outo.

Jos rahapolitiikka on uskottavaa, eli sen katsotaan kykenevän pitämään inflaation tavoitetasolla, myös pitkä korko alenee hiukan rahapoliittisen koron laskiessa. Tämä perustuu osin matematiikkaan, eli odotettu pitkä korko vastaa kyseisen ajanjakson lyhytaikaisten korkojen keskiarvoa, mutta muutokseen liittyy myös psykologiaa: usko hitaan inflaation toteutumiseen vahvistuu. Jos taas rahapolitiikka ei ole uskottavaa ja löysän politiikan pelätään johtavan inflaation kiihtymiseen, pitkäaikainen korko nousee inflaatiopelon vuoksi. Tällöin ohjauskoron laskiessa odotetaankin hieman pidemmällä aikavälillä ajauduttavan politiikan kiristämiseen ja rahapoliittisen koron nostoon. Korkopäätöksen yhteydessä on kiinnostavaa todeta pitkäaikaisen koron reaktio.

Rahapoliittisen koron muutoksen vaikutus valuuttakurssiin tai myös osakekurssiin menee usein eri suuntiin riippuen markkinoiden eri tasapainomuuttujia koskevista odotuksista. Valuuttakurssiteorioiden normaali lähtökohta on, että koron nosto vahvistaa valuuttaa, koska se lisää halukkuutta sijoittaa siihen. Kuitenkin on odotusmekanismeja, joiden vuoksi koron nosto heikentää valuuttaa. Liian voimakkaan koronnoston katsotaan ehkä vaimentavan talouskasvua, joka saattaa heikentää valuuttaa. Koron nostoa voidaan myös pitää merkkinä siitä, että keskuspankki pelkää inflaation kiihtyvän, mikä myös saattaa heikentää valuuttaa. Koron nosto pudottaa yleensä osakekursseja, mutta jos noston tulkitaan perustuvan keskuspankin yllättävän positiiviseen näkemykseen talouden kehityksestä, osakekurssit voivat myös kohota.

Määrällinen keventäminen

Rahapolitiikan perusperiaatteisiin kuuluu, että pankkijärjestelmän likviditeettikriisissä keskuspankin tulee olla valmis tarjoamaan likviditeettiä rajattomasti pankkien maksuvalmiuden turvaamiseksi ja siten rahoitusjärjestelmän toimivuuden ja vakauden takaamiseksi. Tämä englantilaisen Bagehotin periaate periytyy jo 1800-luvulta ja on aika tiukka, eli rajattomasti luottoa tarjotaan vakaille pankeille turvaavia vakuuksia vastaan ja korkealla korolla. Niinpä likviditeetin tarjonnan harkinta vaikeutuu, jos kysymys ei ole enää aidoista likviditeettiongelmista vaan myös pankkijärjestelmän kannattavuus- ja muista toimintavaikeuksista. Melko erityyppisestä ja jo kyseenalaisemmasta likviditeetin

runsaasta tarjonnasta on kysymys silloin, kun ei hoideta enää tilapäistä rahamarkkinoiden likviditeettivajausta, vaan likviditeettiä tarjotaan poikkeuksellisen runsaasti puhtaasti talouden elvyttämiseksi.

Tärkeimmät keskuspankit reagoivat vuosina 2007–2008 kärjistyneeseen rahamarkkinakriisiin ja erityisesti sitä seuranneeseen pitkäaikaiseen hitaan kasvun kauteen erilaisin ns. epätavanomaisin rahapoliittisin toimin kaikissa kolmessa edellä mainitussa tarkoituksessa eli maksuvalmiuden takaamiseksi sekä rahoitusjärjestelmän toimivuuden ja talouden vakauden turvaamiseksi. Tosiasiassa menetelmät olivat pääosin vanhoja, vuosikymmeniä sitten säännöstelyn aikana käytettyjä likviditeetin tarjontamenetelmiä ja keskuspankin luotonantoa. Määrällisesti operaatiot olivat kuitenkin ennennäkemättömiä. Keskeisten keskuspankkien taseet kaksin-, kolminkertaistuivat kolmannekseen BKT:stä, Japanissa paljon ylikin. Likviditeettikriisille tyypilliseen tapaan keskuspankit tarjosivat aluksi pahoin häiriintyneille markkinoille veronmaksajien takaamaa likviditeettiään, ja erittäin runsasta likviditeetin tarjontaa jatkettiin sitten talouden elvyttämiseksi. Näiden operaatioiden vastaeränä keskuspankin taseen veloissa pankkien talletukset keskuspankissa kasvoivat.

Kriisin alkuvaiheessa kaikkien pankkien yhteinen nettoerä keskuspankissa ei siis juuri muuttunut, mutta bruttosaamisten ja velkojen lisäys oli suuri. Tämä johtui siitä, että pankit vetivät talletuksensa pois toisista, epävarmoina pitämistään pankeista ja siirsivät varansa keskuspankkiin. Epävarmat pankit joutuivat lainaamaan ne sieltä. Keskuspankki sai itselleen pankkien vastaavat riskit eli laajasti koko (suppeasti määriteltyjen) rahamarkkinoiden riskin. Näin kävi, vaikka luotonanto pankeille perustui tietysti vakuuksiin, jotka tosin olivat kriisin heikentämiä. Toisena, akuutissa kriisivaiheessa toissijaisena tavoitteena oli, että pankit käyttäisivät varmentunutta likviditeettiään luotonantoon ja talouden elvyttämiseen.

Tämän vakauttavan likviditeettituen ohella monet keskuspankit tukivat valtionlainamarkkinoita, asuntomarkkinoita ja osin muitakin markkinoita ostamalla suuria määriä velkapapereita. Vastaavasti pankkien talletukset keskuspankissa lisääntyivät. Samalla operaatiolla tehdään siis kaksi elvyttävää toimenpidettä: annetaan tukea pitkille obligaatiomarkkinoille ja lisätään yleisesti rahamarkkinoiden likviditeettiä. Toimenpiteellä halutaan kaikkien korkojen laskevan, eli niin sanotusti painetaan koko tuottokäyrää alas. Tuntuvan vaikutuksen aikaansaaminen rahoitusmarkkinoiden pitkän aikavälin korkoihin vaatii määrältään erittäin suuret keskuspankin interventiot, eli keskuspankin on ostettava merkittävä osa kaikista markkinoilla olevista arvopapereista. Tähän toimintaan liittyy keskuspankin tuloksen kannalta riskejä. Onhan mahdollista, että sijoittajat pitävät likviditeettiään vain odottaen, että voivat markkinakorkojen noustua ostaa paperit keskuspankilta takaisin alentunein hinnoin. Operaatio siirtää tuloja keskuspankilta spekulatiivisille sijoittajille.

Rahamäärän kehityksen kannalta tilanne on erilainen sen mukaan, ostaako keskuspankki paperit pankeilta vai yleisöltä. Jos paperit ovat peräisin pankkien salkuista, rahamäärä ei lisäänny. Sikäli kuin yleisö myy paperit, sen talletukset pankeissa lisääntyvät, samoin tässäkin tapauksessa pankkien likviditeetti keskuspankissa. Elvytysvaikutus on jälkimmäisessä tapauksessa suurempi. EKP:n operaatioiden yhteydessä tosin paperit tulivat usein luottolaitoksilta, joiden pankkitalletusten lisäyksellä ei ollut välittömästi suurta reaalikysyntävaikutusta.

Epävarmuutta liittyi siihen, mitkä olivat ja ovat vastakin keskuspankin, myös eurojärjestelmän, määrällisesti keventävien toimien tosiasialliset vaikutukset. Luotu löysä rahahan voi mennä useisiin eri tarkoituksiin. Se voi 1) jäädä pelkästään pankkien talletuksiksi eurojärjestelmään ilman muita vaikutuksia, 2) se voidaan käyttää pankkien ja rahoituslaitosten omien pitkäaikaisten velkojen maksuun, 3) sillä voidaan ostaa valtioiden velkaa, 4) se voidaan sijoittaa yksittäisistä euromaista toisiin tai 5) euroalueen ulkopuolelle tai 6) se voi johtaa yleisölle suuntautuvan luotonannon lisäykseen.

Usein uutisissa tulkinta oli ja on, että eurojärjestelmän luotonanto on jäänyt pankkien talletuksiksi keskuspankkiin. Näin annetaan ymmärtää, ettei muita vaikutuksia ole.

Uutisointi on todennäköisesti harhainen, sillä asiaa ei voi päätellä pankkien keskuspankissa olevien talletusten perusteella. Kaikissa tapauksissahan eurojärjestelmän taseeseen jää luotonannon vastineena vastaava määrä talletuksia, keskuspankkirahaa. Eivät maksuvälineet, eli keskuspankkiraha ja pankkiraha, häviä kansantalouden tasolla siitä syystä, että niillä maksetaan. Ne vain vaihtavat omistajaa. Vaikka pankit käyttävät varojaan keskuspankkirahalla maksaen kohdissa 2–5 mainittuihin kohteisiin, keskuspankkiraha pysyy eurojärjestelmän taseessa. Nämä talletukset eivät voi hävitä muuten kuin että niillä kuoletetaan eurojärjestelmän taseen saamispuolen eriä, lähinnä lainataan vähemmän perusrahoitusoperaatioissa.

On mahdollista ja tavallistakin, että keskuspankin pankkeihin kohdistamat kevennysyritykset pysähtyvät paljolti siihen, että pankit jättävät interventioista saamansa varat passiivisiksi talletuksiksi keskuspankkiin. On toteutunut vain rahoitusmarkkinoiden sisäinen vaihtokauppa, swap, kun pankit ja keskuspankki vaihtavat keskenään velkainstrumentteja ja talletuksia. Koko talouden tasolla neljä tase-erää muuttuu, eikä muuta. Rahoituksen määrät eivät taloudessa muuten reagoi, joten siltä osin taloudellinen vaikutus on todennäköisesti melko olematon. Näin on epäilemättä käynyt usein euroalueellakin, ainakin tilapäisesti. Toisaalta jos keventävät operaatiot tehdään obligaatiomarkkinoilla, vaikkapa vain pankeilta obligaatioita ostamalla, tähän liittyvä koron laskuvaikutus elvyttää jonkin verran pitkän koron kautta.

Kevennysoperaatiot voivat myös mennä pankkien omien pitkäaikaisten velkojen maksuun. Rahamarkkinoiden likviditeetti siirtyy pankkien obligaatioista luopuville sijoittajille. Näistä melkoinen osa on pankkeja. Reaalivaikutukset talouteen voivat olla pieniä, paitsi verrattuna tilanteeseen ilman tukioperaatioita, jolloin jotkin pankeista olisivat voineet joutua vaikeuksiin. Pankit käyttivät rahoitusta Etelä-Euroopassa myös valtioiden tukemiseen ostamalla runsaasti oman valtionsa velkaa. Myöhemmin EKP siirsi tavoitteensa selkeästi suuren yleisön rahoittamiseen.

Eurojärjestelmän toteuttama rahoituksen tarjonta ei ensi vaiheessa vaikuttanut maksuliikkeen piirissä sanottavasti kansallisten keskuspankkien välisiin nettoeriin. Sikäli kuin likviditeetin kasvun myötä vilkastuneilla obligaatioiden jälkimarkkinoilla myyjät olivat euroalueella ostajia pohjoisempana, maksuliikkeen alueellinen tasapaino muuttui, sillä rahamarkkinoiden likviditeettiä siirtyi maksujen myötä eteläisten maiden rahamarkkinoilta pohjoisten maiden rahamarkkinoille.

Keskuspankin taseen paisuminen ei ole välttämättä ongelma eikä aiheuta inflaatiota lamavaiheissa – vaikka sillä tätä vähän jopa tavoitellaan – mutta taseeseen liittyy riskejä, kun pitää valmistautua määrällisen keveyden purkamiseen. Tilanteen hoitamiseksi on useita mahdollisuuksia. Nopea arvopapereiden myynti takaisin markkinoille ei ole todennäköisesti mahdollinen ilman markkinahäiriöitä, paitsi siinä tilanteessa, että talous kääntyisi aivan liian vahvaan kasvuun. Jos asunto- ja valtionlainamarkkinoiden likviditeetti- ja korkotuki halutaan säilyttää vielä, kun on tarpeen ryhtyä sitomaan pankkien likviditeettiä, obligaatioita ei voida myydä pois. On mahdollista ryhtyä mm. tekemään obligaatioilla lyhytaikaisia repokauppoja. Obligaatiot myydään pois vain lyhyeksi määräajaksi. Tuossa tilanteessa joudutaan ehkä toteuttamaan erityyppisiä operaatioita likviditeetin sitomiseksi, esimerkiksi sijoittamalla valtion varoja keskuspankkiin. Se on ollut vanha perinteinen keino. Pankkien talletushalukkuuteen voidaan vaikuttaa myös puuttumalla talletusten korkoon.

Julkisuudessa esitettiin velkakriisin aikana myös keskuspankin hallussa olleiden valtion velkapapereiden mitätöimistä, jolloin niitä ei tarvitsisi myydä takaisin markkinoille. Ilmeisesti jotkut jopa kuvittelivat valtionvelan tällöin häviävän, kun se pyyhittäisiin pois kahden valtioninstituution väliltä. Näin ei tietenkään aidosti voi tapahtua. Valtion tilastoitu bruttovelka olisi kyllä pienentynyt, mutta keskuspankki olisi kärsinyt luottotappion ja näin valtion omistus keskuspankista olisi kutistunut vastaavasti (ja valtio olisi menettänyt tulevia keskuspankin voittoja). Osin tämä velan häviämistä koskeva ajattelu liittyi ilmeisesti siihen, että valtionpapereiden vastineena keskuspankin veloissa olevia pankkien talletuksia – keskuspankkirahaa – ei joissakin ajatusmalleissa tulkita velaksi.

Markkinapaperit voisi tietysti muuttaa myös määräaikaiseksi tai periaatteessa vaikkapa ikuiseksi velkakirjalainaksi keskuspankilta valtiolle, jolloin myös keskuspankin korkoriskiä voitaisiin rajata.

Laajojen operaatioiden yhteydessä syntyi keskustelua, tarjoavatko tällaiset monentyyppiset markkinaoperaatiot pysyvästikin ohjauskorkoa täydentävän lisäinstrumentin keskuspankille. Näin keskuspankki voisi tavoitella muitakin päämääriä kuin hintavakauden toteuttamista, esimerkiksi reaalikasvun tukemista tai rahoituskasvun rajaamista. Epäilemättä keskuspankille tuli tiettyä pelivaraa tällaisessa osto- ja myyntitoiminnassa eri markkinoilla, varsinkin kun operaatiot ja niiden myötä tase laajenivat ennennäkemättömän suuriksi. Silti operoinnin käyttömahdollisuus on todennäköisesti rajallinen. Toiminta rajoittuu papereiden ostojen tapauksessa kriisitilanteiden tukemiseen ja myyntien tapauksessa ehkä voimakkaiden kuplien hillintään.

Toista maailmansotaa seuranneen säännöstelykauden lopulla pitkäaikaisista markkinaoperaatioista ja suhdannetalletuksista luovuttiin juuri siksi, että niiden teho osoittautui heikoksi vapailla raha- ja arvopaperimarkkinoilla. Tosin operaatiot olivat tuolloin suhteellisen maltillisia. Operaatioiden vaikutukset koettiin kansantalouden kannalta epävarmoiksi ja yllättäviksi, samoin niiden vaikutus keskuspankin tulokseen. Arvopapereiden haltijana keskuspankki altistuu suurelle korkoriskille. Rahoitusmarkkinoiden pitkäaikainen löysyys aiheuttaa yleisen laman aikanakin osin liiallista velkaantumista. Se tarjoaa mahdollisuuksia spekulaatioihin ja spekulanteille tilaisuuden jopa laajaan melko riskittömään arbitraasiin keskuspankin tuella. Spekulantit voivat ottaa lyhytaikaista rahoitusta ja sijoittaa joksikin aikaa melko turvallisesti pitkäaikaisiin papereihin.

☼

Koska keskuspankkien määrälliset operaatiot rahamarkkinakriisin aikana keskittyivät käytännössä likviditeetin tarjoamiseen erilaisille instituutioille, niiden vaikutus suuren yleisön kysyntään jäi välilliseksi ja heikoksi. Niinpä tehtiin ehdotuksia, että keskuspankit järjestäisivät rahoitusta suoraan kotitalouksille joko lainaamalla välittömästi niille tai suorastaan lahjoittamalla merkittäviä rahasummia kaikille kotitalouksille tai kansalaisille. Viime mainitussa on kysymys ns. helikopterirahasta.

Tällainen kotitalouksien ostovoiman tukeminen kuuluu periaatteessa selvästi finanssipolitiikan alueelle. Eräissä maissa valtio onkin lahjoittanut kansalaisille šekkejä tai talletuksia kysynnän tukemiseksi. Vaikutus ei ole ollut kovin merkittävä, sillä ainakin hyvätuloiset tyypillisesti säästävät tällaisen satunnaisen lisätulon. Euroalueen valtiot voisivat tietysti tehdä jotakin vastaavaa, mutta samalla valtioiden velka-aste nousisi ilmeisesti joitakin prosenttiyksikköjä, jotta toimenpiteellä olisi näkyvä vaikutus kulutukseen ja asuntoinvestointeihin.

Toimenpiteen tarjoaminen juuri keskuspankkien toteutettavaksi johtuu tietenkin siitä, että operaatiolle saataisiin lisätehoa tekemällä se elvyttävästi keskuspankkirahalla ja ilman, että valtionvelka kasvaisi. Sama likviditeettivaikutus tulisi, jos vastaava valtion rahanjako rahoitettaisiin lainalla keskuspankista, mikä on euroalueella kiellettyä. Koska kuitenkin talouden likviditeetti on ollut lamavuosina jo kaikilta osin runsas, keskuspankkirahoituksen likviditeettivaikutus olisi jäänyt vähäiseksi.

Periaatteessa olisi tietenkin mahdollista järjestää rahoitusta kotitalouksille keskuspankista joko suoraan tai pankkien kautta. Tosin keskuspankille olisi käytännössä suuritöistä hoitaa tämä tuki suoraan yksittäisille kansalaisille, ja kohdentamiseen tarvittaisiin joka tapauksessa valtionhallinnon apua. Helikoptereista seteleitä lapioimalla sitä ei voitaisi tehdä. Jos rahoitus järjestettäisiin lainana, se olisi normaalia keskuspankin lainanantoa, jonka vastaeränä taseen veloissa olisivat aluksi joko setelistön määrän kasvu, sikäli kuin laina annettaisiin seteleinä, tai pankkien talletukset, jos lainaraha hyvitettäisiin pankkitileille. Jos taas kysymyksessä olisi lahjoitus, samat velkaerät kasvaisivat mutta samalla keskuspankin oma pääoma vähenisi lahjoituksen verran. Valtio menettäisi siis pääomaa, eli tässäkin tapauksessa valtio olisi lahjoituksen maksajana.

Koska kansalaiset omistavat sekä keskuspankin että valtion, edellisessä tapauksessa keskivertokansalaiset lainaisivat itseltään nuo rahat ja jälkimmäisessä tapauksessa keskivertokansalaiset ottaisivat omista varoistaan tuon lahjoituksen itselleen. Keskituloinen ei hyötyisi rahoitusjärjestelystä, mutta osin toteutuisi tulonsiirtoa hyvätuloisilta veronmaksajilta pienituloisille. Lainan osalta kysymyksessä olisi lähinnä pakolla tuputettu kulutusluotto. Varmaan lähinnä pienituloiset kuluttaisivat rahat, mutta monet pitäisivät myös varansa ennallaan. Helikopteriraha aiheuttaisi ilmeisesti kertaluonteisen kulutushuipun, mutta sekin olisi paljolti vain kulutuksen aikaistamista, sillä tosiasiassa kansalaiset maksaisivat lähivuosina tuon ”ilmaisen” ilon veroillaan keskuspankin lopetettua voitonjakonsa.

Ei ole syytä sekoittaa tähän tapaan raha- ja finanssipolitiikkaa. Valtio hoitakoon tulonsiirtopolitiikan ja rahoittakoon sen avoimesti. Monissa muissakin yhteyksissä ehdotellaan enemmän tai vähemmän hämäämismielessä finanssipolitiikan tekoa keskuspankin rahoitusvarojen ja oman pääoman kustannuksella.

Negatiiviset nimelliskorot

Vuosina 2007–2008 alkaneiden talousvaikeuksien aikana rahapolitiikan rajoitteeksi tuli törmäys rahapolitiikkakorkojen nollarajaan. Ohjauskorkoja painettiin jonkin verran myös nollarajan alapuolelle, ja monet markkinakorotkin laskivat hiukan nollaa alemmaksi. Yhdeksi vaikeudeksi koettiin hitaan inflaation aikana se koron nollarajasta seuraava epäsymmetrinen tilanne, että rahapoliittista korkoa oli mahdollista laskea selvästi vähemmän kuin sitä oli mahdollista nostaa. Tätä tilannetta käytettiin osin perusteena pitkään jatkuneelle matalan koron politiikalle, eli korkoa oli mahdollista nostaa helposti ja paljon, jos inflaatio kiihtyisi, mutta sitä ei voitaisi juuri laskea, jos deflaatiopaineet lisääntyisivät.

Lähinnä akateemisen maailman piiristä tehtiin myös ehdotuksia painaa nimelliskorot yleisesti negatiivisiksi. Lähtökohtana on näkemys, että talouksissa säästetään liikaa suhteessa investointeihin. Tilanne voidaan teoriassa korjata korkotasoa alentamalla. Kuitenkin koroissa oli laskeuduttu nollatasolle jo ennen kuin säästämisen ja investointien tasapaino toteutui. Niinpä katsottiin, että tulisi luoda järjestelyt, joiden kautta nimellinen korkotaso voitaisiin painaa niin paljon negatiiviseksi, että tasapaino löytyy ja deflatorinen ylisäästäminen loppuu.

Kuitenkaan asia ei ole käytännössä yksinkertainen. Yleisesti negatiivisten nimelliskorkojen maailmaan ei ole aihetta eikä varmaan mahdollisuuksiakaan mennä. Yleensä katsotaan, että negatiivisiin korkoihin menemisen estää ennen kaikkea setelistön olemassaolo. Jos käytössä olisi vain virallista elektronista rahaa, kansalaisilla ei olisi vaihtoehtoa, jolloin maksuvälineen korkotaso olisi helppo asettaa vaikka kuinka negatiiviseksi. Tästä syystä on ryhdytty vaatimaan setelistön poistamista kokonaan maksuvälineenä. Setelistön käyttämisen sanotaan myös olevan nykymaailmassa jo tehoton ja kannattamaton maksutapa. Tärkeänä perusteena seteleistä luopumiselle esitetään myös harmaan talouden ja varsinkin kansainvälisen rikollisen toiminnan vaikeuttaminen. Maailmalla huumepomoilta väitetään löydetyn kerrostalon korkuisia setelipinoja ja joltakin korruptiovirkamieheltä painoltaan jopa tonnin verran setelinippuja.

Setelistöön liittyy paljon näkökohtia. Ensinnäkin nykyinen setelistön määrä on keskuspankkien varastot mukaan lukienkin suhteellisen pieni. Selvästi negatiivisten talletuskorkojen tilanteessa setelien nostoja jouduttaisiin varmaan esimerkiksi kustannusrasittein rajoittamaan. Setelien hallussapitoon liittyy aina ainakin hiukan ”negatiivista korkoa” eli varastointikustannuksia sekä varastamis- ja tuhoutumisriskejä. Setelitön yhteiskuntakaan ei olisi ongelmaton. Elektroniseen rahajärjestelmään kohdistuu väistämättä häiriöitä, ja varajärjestelmä tarvitaan ainakin kotitalouksien joitakin maksuja, kuten ruokaostoksia, varten. Pieniarvoiset setelit ja kolikot riittäisivät tavallisen kansan jokapäiväisiä ostoksia varten. Poistamalla suuret setelit lisättäisiin oleellisesti negatiivisten

korkojen mahdollisuutta. Samoin vaikeutuisi rikollisten toiminta. Kuitenkin rikolliset voivat käyttää ja kehittää muita keinoja ja peiteltyjä maksuvälineitä. Kulta ja muut jalometallit käyvät melko isoihin maksuihin ja säilytystarpeisiin. Bitcoinin tyyppiset yksityiset maksuvälineet kokisivat varmasti suuren tulemisen.

Kuitenkin suurimmat epäilykset on syytä kohdistaa negatiiviseen korkoon sinänsä. Ilmiötä ei pitäisi ylipäätään kutsua koroksi ollenkaan. Korko sananakin – samoin kuin muiden kielien vastaavat termit, ränta, interest ym. – viittaa pääoman tuottoon. Ns. negatiivinen korko ei ole luonteeltaan tuottokäsite, vaan se on oikeastaan pääoman leikkaamista, pakkolunastusta, konfiskointia, vaikka erä maksettaisiinkin erikseen. Normaalistihan maksettu korko lisätään pääomaan, ja kaipa negatiivinen korkokin veloitetaan periaatteessa pääomasta. Maksuun ei pitäisi suhtautua tulonsiirtona vaan pääomansiirtona. On periaatteessa aivan eri asia säädellä korkotulovirtaa tai korkomenovirtaa kuin puuttua pääomaan, vaikka siinä samoja euroja leikataan tai ei leikata. Myös kansan psykologia toimii varmasti juuri näin. Tallettajat napisevat, jos korko lasketaan nollaan, mutta he raivostuvat, jos heidän talletuspääomastaan leikataan jokin prosenttimäärä, joka menee pankkien hyväksi ja edelleen velallisten velkojen maksuun.

Monet keskuspankit ovat kokeilleet pientä negatiivista korkoa pankkien keskuspankkirahoituksessa. Kokeilu on toteutunut ilman suurta hälyä. Pankit eivät napise tavallisen kansan tapaan, koska ne eivät ole lopullisia säästäjiä ja menettäjiä. Ne antavat mahdollisuuksien mukaan vahingon kiertää. Pankeille kustannus on helpointa periä takaisin luottojen lisäkorkona tai palvelumaksuina. Tällä on kuitenkin rajansa, ja negatiivisten korkojen politiikka onkin ajan mittaan rasittanut pankkien tulosta, mikä voi aiheuttaa luotonanto- ja vakausongelmia. Myös isoilta yrityksiltä on useissa maissa peritty pieniä maksuja talletuksista, mutta tavallisten kotitalouksien perustalletuksille asetetut negatiiviset korot lienevät kaukana. Monille rahoituslaitoksille, erityisesti eläkevakuutuslaitoksille laajasti negatiivinen korkorakenne aiheuttaisi vaikeuksia. Maksuperusteiseen eläkesopimukseen (eläke riippuu eläkesijoituksen tuotosta) perustuvat eläkkeet menevät nollaan.

Rahoituspääomaa tietysti useinkin pakkolunastetaan, mutta se on normaalia valtion toteuttamaa pääomaverotusta. Keskuspankille ei pidä antaa verotusoikeutta, ei ainakaan rahoituspääomien verotukseen eikä suuriin pääomansiirtoihin tallettajien ja velallisten kesken. Valtion alijäämän kattamiseksi rahoituspääomia koskeva kansanedustajien hyväksymä vero on varmasti yksi mahdollinen väline. Ns. negatiivinen korko on enimmillään todella rankkaa varallisuuden siirtoa. Sitä ajavat teoreetikot ovat puhuneet tarpeesta mennä jopa useiden prosenttien suuruiseen negatiiviseen korkoon. Jos oletetaan toimenpiteen ulottuvan kaikkiin talletuksiin, keskuspankin asettama vero ja pääomansiirto olisivat siis myös useita prosentteja BKT:stä. Ei yksikään hallitus uskalla tehdä suuruusluokaltaan lähestulkoonkaan tuollaisia veroratkaisuja. Akateemiset teoreetikot uskaltavat. Tietysti pahassa palkka- ja hintadeflaatiossa tämänsuuntainen ratkaisu voisi olla perusteltu. Melkoista ihmettelyä aiheuttaisi negatiivinen luottokorko, kun velkaa ottaville alettaisiin maksaa rahallista korvausta. Asuntojen, kiinteistöjen ja osakkeiden hintojen kuvioista loppuisivat asteikot. Suurehkojen negatiivisten korkojen vaikutukset ovat laajasti tuntemattomia. Vakausriskit olisivat ilmeisiä.

Negatiivinen nimelliskorko vastaa periaatteessa inflaatioveroa eli sellaista inflaatiomenetystä (valtion hyväksi), jota nimelliskorko ei korvaa. Negatiivisen nimelliskoron vaatijoiden vaihtoehtona onkin inflaatiovauhdin lisääminen. Keskuspankkien tulisi sallia oleellisesti nykyisin tavoiteltua, noin kahta prosenttia voimakkaampi inflaatio, vaikkapa 4 prosentin vauhti. Kun lisäksi nimelliskorko pidettäisiin nollassa tai ainakin inflaatiovauhtia alempana, saavutettaisiin sama tavoite. Näinhän on tehtykin menneinä aikoina säännöstelyoloissa. Eri asia on, oliko se hyvää talouspolitiikkaa, reilusta pelistä puhumattakaan. Vapailla markkinoilla tuntuvasti negatiivisten reaalikorkojen aikaansaaminen on vaikeampaa. Sijoitukset menisivät ulkomaille.

Toinen tärkeä negatiivisen koron kritiikin kohde on edellä esitetyn teoreettisen mallin kyseenalaisuus käytännössä. Mallin mukaan korko on ainoa ja ratkaiseva tekijä sääs-

tämisen ja investointien tasapainon määräytymisessä. Kuitenkaan suuri osa säästämisestä ei riipu kovin paljon korosta, eikä varmaan suuri osa investoinneistakaan. Negatiivinen korko voi osin jopa lisätä säästämistä, mm., jos tallettajat haluavat ylläpitää likviditeettitasonsa. Kaikissa pääsektoreissa säästetään eri syistä. Julkisen sektorin säästäminen riippuu hyvin vähän korkotasosta. Yritykset eivät hanki voittoja eivätkä kerää sisäistä rahoitusta varsinaisesti korkojen vuoksi. Eläkevakuutuslaitokset ovat useissa maissa suuria säästäjiä. Niidenkään rahastokertymä ei periaatteessa johdu ensisijaisesti korkotasosta, vaikka korkotasolla on tietysti suuri vaikutus rahastojen tuottoihin. Kotitalouksien säästämisen kannalta korkotasolla on merkitystä, mutta monissa maissa kotitalouksien säästö on vain pieni osa kokonaissäästämisestä. Liian usein puhutaankin vain kotitalouksista, kun teoretisoidaan koron säästämisvaikutuksia. Koron vaikutus investointeihin on yleensä selvä mutta joiltakin osin käytännössä vähäinen. Ainakin julkiset investoinnit päätetään yleensä eri perustein.

Kun säästämisen ja investointien tasapainottomuuteen halutaan puuttua tilanteessa, jossa korko on jo nollatasolla, kannattaisi korjailla suoraan säästämiseriä. Globaalisti öljyntuottajien ylijäämät ovat olleet pahimmasta päästä häiriöiden aiheuttajia, joten öljyä voitaisiin verottaa enemmän kuluttajamaissa. Eläkkeiden rahastoinnin kansantalouden tason analyyseissä tulisi päästä virheellisestä mikroajattelusta tarkoituksenmukaiseen makroajatteluun (asiaan palataan viimeisessä luvussa). Tulonjakoa tulisi tasoittaa kohtuullisesti, jos on tarpeen vähentää säästämistä. Joissakin tilanteissa säästämistä voitaisiin avoimesti rangaista, mutta tässä tulisi olla varovainen, koska yleensä ja useimmissa maissa nimenomaan säästämisen (ja vaihtotaseen) vajaus on helposti syntyvä ja pitkään jatkuva rakenteellinen vika. Tärkeintä olisi kuitenkin saada tukitoimin investointiaste nousemaan. Tehokkaiden investointien vähäisyys on ollut varsinkin laman aikana selvästi isompi pulma kuin säästämisen liiallisuus. Negatiivisilla koroilla saadaan negatiivista tuottoa tuovia reaali-investointeja.

Julkisen talouden ”setelirahoitus”

Valtion menojen rahoitus suoraan keskuspankista on vanha kiistakysymys, joka nousee kehittyneissäkin maissa ajoittain julkisuuteen. Euroalueella keskustelun piti olla turhaa, koska EU:n sopimukset kieltävät valtion suoran rahoittamisen keskuspankista. Kriisioloissa EKP:kin on joutunut ostamaan valtioiden velkaa, tosin jälkimarkkinoilta ja rahapoliittisten tarpeiden vuoksi. EU:ssa kysymys nousee esiin myös sikäli, että eräiltä osin on epäselvää, mikä on keskuspankkirahoitusta. Tosiasiassa euroalueellakin valtioita voidaan välillisesti rahoittaa keskuspankkijärjestelmästä jopa erittäin suurilla summilla.

Euroalueen keskuspankilta on kielletty valtionobligaatioiden osto emissiosta mutta ei jälkimarkkinoilta. Tämän eron peruste on siinä, että kun obligaatiot ostetaan jälkimarkkinoiden erilaisilta sijoittajilta, ostojen katsotaan rahoittavan kyseisiä sijoittajia, ei valtiota. Lisäksi ostoilla pyritään vaikuttamaan yleisesti pitkäaikaiseen korkotasoon. Raha ei siis mene suoraan valtion tilille kuten menisi suoraan emissiosta ostettaessa. Ahtaasti ottaen vain viime mainittu tulkitaan valtion monetaariseksi rahoittamiseksi. Jälkimarkkinatoiminta on normaali osa rahapolitiikan välitysmekanismia. Käytännössähän valtionpaperit ovat obligaatiomarkkinoiden ydinosa.

Monilla keskuspankeilla on salkussaan (taseessaan) markkinoilta ostettuja valtionpapereita. Jos keskuspankki ostaa runsaasti valtionpapereita, se tekee tilaa valtion lainanotolle. Markkinoilla toimiva yksikkö voi olla jopa pelkkä valtionpapereiden välittäjä. Rajatapaus on myös tilanne, jossa keskuspankki toimii valtionvelan liikkeeseenlaskijana, valtiokonttorina. Tämän yksikön hallussa voi olla emissiosta jääneitä valtionpapereita, jotka myydään vähitellen. Tavallaan paperit on siis keskuspankki ottanut mutta ei ostanut suoraan emissiosta. Paperit eivät tule keskuspankin taseeseen eivätkä valtionvelkaan, mutta ovat ikään kuin puolimatkassa. Jotkin euroalueen keskuspankit pitävät myös valtion kassavaroja taseessaan. Kassavarojen poikkeuksellisen supistamisen voi

myös rinnastaa setelirahoitukseen. Samoin setelirahoitusta on selvästi poikkeuksellisen suuri keskuspankin oman pääoman tulouttaminen valtiolle.

Kuitenkin tärkein valtion keskuspankkirahoituksen joustomahdollisuus euroalueella on, että pankit ostavat suoraankin valtionvelkaa ja käyttävät nämä velkapaperit keskuspankkivelan vakuutena. Tätä mekanismia pyrittiin rahaliittoa luotaessa rajoittamaan siten, että keskuspankkivelan vakuuksiksi hyväksyttiin laajasti myös yksityisiä papereita (mikä toisaalta helpotti yksityistä monetaarista luototusta). Useat euroalueen maat ovat käyttäneet pankkikanavaa laajasti valtionsa rahoitusta hoitaessaan.

Keskuspankki on periaatteessa helppo ja rajaton rahoituksen lähde valtiolle, mutta vain suljetussa taloudessa. Nykyaikaisessa avoimessa markkinataloudessa tilanne on toinen, sillä valtion rahoitus keskuspankista johtaa helposti kiinteän kurssin vallitessa (pienen) maan ulkomaisiin maksuvalmiusvaikeuksiin ja kelluvan kurssin tapauksessa valuuttakurssiongelmiin. Keskuspankkirahoitus on tuskin missään tilanteessa kovin hyvä valtion menojen rahoitustapa. Sitä on suositeltu lähinnä syvien kriisien lievittämiseksi ja korkeiden korkojen aiheuttamien kustannusten keventämiseksi. Koska tyhjästä luotu keskuspankkirahoitus on kuitenkin omiaan heikentämään sekä sisäistä että ulkoista tasapainoa, se on pitkän päälle tarpeettoman riskipitoinen politiikan keino. Markkinataloudessa on muitakin, ongelmattomampia rahoituksen lähteitä. Euroalueen yksittäisten valtioiden rahoitukseen liittyy omia tärkeitä erityistekijöitään. Niitä käsitellään tuonnempana euroalueen yhteydessä.

Äärimmäisissä kriiseissä keskuspankin rahoitustuki voi olla valtiollekin viimeinen mahdollisuus. Pankkikriiseissä, kun keskuspankit joutuvat turvautumaan erittäin laajoihin pankkien rahoituksen tuki-operaatioihin, jotka selvästi ylittävät normaalin likviditeettituen, herää kysymys, rahoittavatko ne itse asiassa toimintaa, joka kuuluisi valtiolle. Vaihtoehtonahan tavallaan on, että keskuspankki lainaisi valtiolle ja se pankeille. Laajaan pankkitukeen keskuspankista liittyy epäilemättä samoja tasapainokysymyksiä kuin julkisen alijäämän rahoittamiseen.

Keskuspankin paperiseteleihin perustuvalla aidolla valtion setelirahoituksella on nykyisin kehittyneissä maissa vain muodollisjuridista merkitystä. Kolikot ovat usein (mm. euroalueella) välitöntä valtionvelkaa, mutta niiden merkitys valtiontalouden rahoituksessa on mitätön. Kolikot voivat myös olla (mutta eivät ole euroalueella) keskuspankin taseessa molemmilla puolilla, saamisena valtiolta ja velkana yleisölle. Erotus on keskuspankin holvissa.

Valtion tai muiden julkisen talouden yksiköiden lainanotto suoraan keskuspankista on joskus kehittyvissä talouksissa suurimittaista. Keskuspankin lainananto valtiolle voidaan toteuttaa suoraan velkakirjalainoina tai valtion markkinapapereiden ostona, varsinkin suoraan emissiosta. Käytännössä vain rahataloudeltaan heikoissa maissa valtio rahoittaa setelikassoilla merkittävästi menojaan. Normaalisti valtio ei nosta seteleitä vaan saa aluksi velkansa vastineena likvidin talletuksen keskuspankkiin maksujaan varten.

Valtio voi myös tarjota turhan paljon pankkirahaa yleisölle purkamalla talletuksiaan tai ottamalla lainamuotoista rahoitusta pankeista menojensa maksuun. Tämä on erityisen merkittävää, jos pankeille on annettu etuja tästä sijoitustoiminnasta tai pankit on suorastaan velvoitettu siihen. Tämä julkisen talouden rahoitusmuoto kasvattaa siten rahamääriä. Valtion omaa likviditeettiä eli valtion pankkitalletuksia ei lueta rahaan, koska valtion likviditeetin pito ja käyttö katsotaan osaksi julkisen vallan politiikkaa. Likviditeetti siirtyy kuitenkin yleensä nopeasti valtiolta yleisön tileille. Kuntia ei pidetä monissa maissa samanlaisina yhteisen hyvän ajajina, ja likviditeetin katsotaan vaikuttavan niiden käyttäytymiseen, joten niiden talletukset luetaan yleisön rahaan.

Rahan luonnin siirtäminen kokonaan valtiolle

Nykyaikainen raha syntyy keskuspankin ja pankkien taseissa valtion valtuuttamana, eli se on ns. fiat- rahaa (englannin kielen fiat tarkoittaa valtuutusta). Koska pankit ovat yksityisiä, omia etujaan ajavia yrityksiä, on jo kauan esitetty näkemyksiä, että pankkien asema rahan luojana aiheuttaa kansantalouteen epävakautta ja jopa talouskriisejä. Niinpä on ehdotettu rahan luonnin siirtämistä kattavasti valtiovallan, lähinnä keskuspankin toteuttamaksi. Eräs, itse asiassa jo varsin vanha, 1930-luvulle palautuva ehdotus olisi ottaa maksuliikkeessä käytettävä raha välittömästi ja kauttaaltaan julkisen vallan hallinnolliseen ohjaukseen. Tällöin julkinen valta voisi suoraan ohjata maksuliikkeessä olevien varojen määrää. Kysymyksessä olisi perinteistä monetarismia tiukempi ohjausjärjestelmä, jossa turvauduttaisiin rahan määrän hallinnolliseen kiintiöimiseen.

Kaikki maksuliikkeeseen liittyvät talletukset olisivat tällöin valtion monopolipankissa, lähinnä keskuspankissa, tai vaihtoehtoisesti pankkien olisi talletettava maksuliiketileilleen tulevat varat edelleen keskuspankkiin. Olisi siis voimassa 100 prosentin varantovelvoite. Pelkistetyimmillään pankeilla ei olisi luotonantoa ollenkaan, vaan niiden taseessa olisivat velkoina maksuliiketilit (eli yleisön raha) ja saamisina talletukset keskuspankissa. Viranomaiset asettaisivat näille varoille vakaan kasvu-uran. Pankkien vakaus paranisi ratkaisevasti, eli se tulisi jopa täydelliseksi, samanveroiseksi kuin keskuspankin. Tällä järjestelmällä olisi myös se etu, että rahan luontiin liittyvä edullinen velka ja siihen liittyvä tuloetu tulisi kokonaan julkisen sektorin käyttöön. Raha laskettaisiin liikkeeseen periaatteessa antamalla sen tarkoituksenmukaiseksi harkittu määrällinen kasvu ensi vaiheessa keskuspankista lainana valtiolle, joka menojensa (alijäämänsä) kautta siirtäisi rahat yleisön maksutileille.

Tällainen valtionpankin maksuliikerahan tase – velkapuolella vain maksuliikeraha ja saamispuolella vain saamiserä valtiolta – muodostaisi erillisen osan keskuspankin taseesta. Näin muut tase-erät eivät sekoittaisi rahan kehitystä. Käytännössä yksityiset pankit hoitaisivat yksityisten asiakkaiden maksuliiketilejä keskuspankissa, joten asiakas ei olisi suoraan yhteydessä keskuspankkiin. Hän ei välttämättä edes huomaisi suurta eroa nykyjärjestelmään.

Pankki ei voisi tässä järjestelmässä normaaliin tapaan ensi vaiheessa myöntää tyhjästä luottoa, koska luoton vastineena syntyvä talletus ei jää pankille, vaan on talletettava keskuspankkiin. Jos pankissa maksuliiketalletus siirtyisi määräaikaistalletukseksi, pankki voisi antaa sitä vastaavasti luoton (taseessa maksuliiketalletus häviää, samoin sitä vastaava keskuspankkitalletus). Pankilla pitää olla luoton myöntämistä varten tili keskuspankissa tai ehkä toisessa pankissa, jossa raha siirtyy pankin tililtä luoton saajan tilille. Näin kaikki yksityiset rahalaitoksetkin olisivat luonteeltaan vain ns. rahoituksen välittäjiä. Niillä olisi velkana maksuliiketalletusten ohella vain melko pitkäaikaisia määräaikaistalletuksia tai arvopapereita ja näitä vastaavasti yleisöluottoja taseissaan.

Äärimmäisissä vakausehdotuksissa esitetään jopa määräaikaistalletustenkin poistamista ja asiakkaiden varojen siirtämistä pankeissa riskirahastotyyppisiin sijoituksiin. Pankkien vakautta voitaisiin tietysti parantaa siirtämällä tällä tavoin markkinoiden riskejä talletusasiakkaille. Tällainen ei ole kuitenkaan ollut tähän saakka politiikan lähtökohtana, eivätkä tallettajat varmaan laajasti tällaista hyväksy. Rahoitusmarkkinoiden vakautta on ehdotettu parannettavaksi myös siten, että talletusten ohella muutkin lyhytaikaiset sijoitukset pitäisi sallia vain valtionvelkaan, ei yksityisiin sijoituksiin. Tämäkin on varmasti käytännössä epärealistista.

Tässä yhteydessä esitetään näkemystä, jonka mukaan tällainen, ehkä erittäin suuri keskuspankin taseen veloissa oleva ja edelleen valtiolle lainattu raha – samalla tavalla kuin normaali keskuspankkiraha – ei ole velkaa ollenkaan, vaan voitaisiin tulkita keskuspankkiin ja viime kädessä valtiolle tehdyksi oman pääoman tyyppiseksi sijoitukseksi. Velallehan on tyypillistä, että sillä on jokin kuoletusaikataulu ja sille maksetaan markkinakorkoa. Tällaisen ns. velattoman rahan lähtökohtana on se selvä tosiasia, että keskuspankki, kansallista keskuspankkirahaa luovana monopolina, voi luoda itselleen vel-

kaa, jonka ehdot se pystyy itse asettamaan. Tämähän on yksi rahapoliittisen vallan perusedellytyksiä. Keskuspankkirahan luontaista kysyttyä määrää vastaava velka on automaattisesti pysyvää velkaa ilman erääntymisen määräaikaa. Koska tällä rahoituksella ei ole kuoletusaikataulua eikä sille tarvitse maksaa korkoa – ja sitähän voidaan mukavasti vaikka verottaa ns. negatiivisella korolla – voidaan innokkaimmillaan tietysti puhua vaikka velattomasta rahasta, velattoman rahoituksen luomisesta. Siitä käytetään joskus myös nimitystä positiivinen raha.

Koska keskuspankin taseessa olisi valtionpapereiden vastaeränä tätä velatonta keskuspankkirahaa, on valtionvelkakin siinä tavallaan samanarvoista samoilla ehdoilla, eli sekään ei ole muka oikeastaan valtionvelkaa. Sitäkään ei tarvitsisi kuolettaa, eikä sille maksaa korkoa. On vieläpä ehdotettu, että keskuspankki kuittaisi nämä erät vastakkain ja hävittäisi ne keskuspankin taseesta, jolloin merkittävä osa valtionvelasta katoaisi! Monissa tarkasteluissa tällaiseen kasvavaan velattomaan velkaan on suhtauduttukin aivan kuin ikuisen unelman toteumana: velat muuttuvat tuloiksi. Korottoman ikuisen velan nykyarvo lähenee todellakin nollaa, mutta tässä yhteydessä näkemys ei ole mielekäs. Rahavelka on kyllä käytännössä pysyvä mutta samalla rahaa pitävien kannalta koko ajan likvidi. Pysyvyyskään ei ole ehdottoman varma. Valtio voisi joutua maksamaan suuren osan siitä takaisin joissakin ääritapauksissa, esimerkiksi jos bitcoinin tyyppinen yksityinen velaton maksuväline todellakin vastoin odotuksia selvästi yleistyisi. Velat palaisivat tietysti myös, jos pankeille palautettaisiin rahanluonnin mahdollisuus.

Kansantalouden peruskäsitteitä ei pidä sekoittaa. Monopolipankin rahavelka ei ole ehkä hoitomenoja aiheuttavaa velkaa, mutta velkaa se tietysti on. Kansantalouden tilinpidon periaatteiden mukaan tasapainoisen talouden piirissä on aivan yhtä paljon rahoitusvaroja ja erilaisia velkasitoumuksia, ml. oman pääoman ehtoinen rahoitus yrityksiin. Yhden velka on toisen saaminen. Tämän velkaerän kutsuminen jonkinlaiseksi oman pääoman eräksi on outoa. Valtio ei ole osakeyhtiö, jota omistetaan. Osakepääomalle odotetaan osinkoja. Oman pääoman idea on nurinkurinen siinäkin mielessä, että sijoittajalle oma pääoma on riskisijoitus, mutta valtion rahaahan pidetään juuri sen riskittömyyden vuoksi. Valtion rahavelka on oleellinen osa kansantalouden velkarakenteita, ja se, että tämä velka on pysyvää eikä siihen liity hoitomenoja, on toissijaista. Valtionvelan ehdoilla on velkarasituksen kannalta tietysti merkitystä ja suurikin merkitys, jos hoitomenot ovat poikkeuksellisen pienet tai suuret. Oleellista ei ole se, ettei valtion tarvitse ehkä koskaan maksaa eikä hoitaa tätä velkaa, vaan oleellista on, että valtio takaa milloin tahansa ja kaikissa tilanteissa vastaavansa juuri tästä velasta. Tässähän on fiat-rahan perusidea.

Ehdotetun kaltaisella semanttisella tempulla saadaan aikaan ihmeellinen kansantalouden velkojen katoaminen. Täysin vailla realismia on ajatella, että talletustilien sosialisoinnista syntyvä uusi velaton velka jätettäisiin sisällyttämättä valtion velkatilastoihin ja syntyvä uusi kertaluonteinen rahoitus – useita kymmeniä prosentteja BKT:stä – käytettäisiin valtion menoihin tai veronalennuksiin. Tällä uudella velalla tietysti maksetaan pois valtion entisiä velkoja, ettei velka-aste kohoa. On aivan eri päätös, halutaanko rahajärjestelmän muutoksen yhteydessä paisuttaa myös valtion alijäämää.

Uudessa järjestelmässä rahoitusmarkkinoiden erät lähinnä vain jäsentyisivät uuteen järjestykseen. Kun vanhassa järjestelmässä pankit rahoittavat yleisöä ja vaikkapa vakuutuslaitokset valtiota, niin uudessa järjestelmässä pankkien luotot siirtyvät annetuiksi valtiolle ja vakuutuslaitokset siirtävät sijoituksensa valtiolta yleisölle. Yleisön entisenlainen velantarve on tietysti hoidettava. Ilmeisesti olisi mm. perustettava erilliset asuntoluottolaitokset, jos talletuspankit ovat aikaisemmin huolehtineet asuntolainoista. Sektoreiden kokonaisvelat pysyvät periaatteessa ennallaan. Vastaavasti myös korkotulot ja menot jakautuvat osin uudelleen, kuitenkin lähinnä valtion eduksi. Sen enempää julkinen kuin yksityinenkään velka ei riipu käytännössä siitä, miten raha lasketaan liikkeeseen. Velkaantuminen määräytyy aivan eri tekijöiden perusteella.

Koska keskuspankkiin kertyisi hyvin suuri talletusvaranto, valtionvelka tulisi ilmeisesti tätä kautta pääosin katetuksi. Jos oletetaan esimerkiksi, että keskuspankin taseeseen tuleva rahamäärä olisi 60 % BKT:stä, euromaiden sopimuksen mukainen suurin sallittu valtionvelka tulisi näin rahoitetuksi. Jos keskuspankki asettaisi rahamäärälle 5 prosentin kasvu-uran, rahamäärä kasvaisi vuosittain 3 % BKT:stä, eli valtion tämänsuuruinen vuotuinen alijäämä tulisi automaattisesti katetuksi. Valtio rahoittaisi näin velkansa varmasti ja hyvin halvalla, jopa ilmaiseksi. Jos talous lisäksi kasvaisi 5 prosentin nimellistä vauhtia, valtion velka-aste pysyisi jatkuvasti ennallaan 60 prosentissa.

☼

Päällisin puolin tällainen ajatusrakennelma on – ilman ihmeellistä velkojen katoamistakin – varsin vaikuttava. Yleisö saa vakaat talletukset, pankkisektori on vakaa ja valtio saa vakaan ja edullisen, ehkä jopa ilmaisen velkavarannon. Vuosikymmenien mittaan useat kansainväliset tunnetutkin ekonomistit ovat kannattaneet tämänsuuntaisia näkemyksiä. Kuitenkaan käytännössä rahan tarjonnan keskittämiseen ei ole missään markkinatalousmaassa menty. Järjestelmään sisältyy paljon käytännöllisiä ja poliittisiakin ongelmia. Olisi vaikea saada markkinatalousmaissa toteutetuksi näin laaja rahoitusjärjestelmän tosiasiallinen sosialisointi. Markkinoille tulisi hankalia rajoitteita ja jäykkyyksiä. Rahoitusjärjestelmän perustoiminnot ja eri sektoreiden rahoitusvirrat tulisivat järjestetyiksi uudella tavalla.

Käytännössä on vaikea määritellä maksuliiketilejä. Kuinka pitkäaikainen talletus on maksuliikerahaa? Käytännössä rahamääriin on luettu yleisesti talletuksia maturiteetiltaan kahteen vuoteen asti. Lyhytaikaisia talletuksia siirretään tarpeen mukaan käyttelytileille, maksuliiketileille. Eri maissa rahakäsitteet M1–M3 ovat määrältään noin 20–120 % BKT:stä. Länsimaiden keskuspankkien tase on perinteisesti ollut alle 10 % BKT:stä, mutta määrällisen keventämisen aikana taseet ovat suurentuneet jopa kolmannekseen BKT:stä ja ylikin. Jos pankkiraha siirrettäisiin laajasti keskuspankin taseeseen, tämä laajenisi edelleen tuntuvasti. Ainakin alkuvaiheessa olisi vaikeaa määritellä, olisiko tarkoituksenmukainen maksuliikerahan määrä 30, 50, 60 vai 80 % BKT:stä. Mitä suppeammin kiintiö määriteltäisiin, sitä vahvempia olisivat ilmeisesti järjestelmän sisäiset paineet mm. korkoihin.

Keskuspankki voisi ehkä monopolinsa turvin toteuttaa maksuliiketilien kasvu-uran, vaikka käytännössä epävakautta ilmenisi eri syistä. Alkuvaiheessa raha tulisi eri pankkeihin valtion maksujen kautta. Pelkästään tietyn määrän valtiolle lainaamalla keskuspankki ei varmaan saisi rahamäärän kasvu-uraa täsmennetyksi – ainakin rahan tarjonnan ulkomainen komponentti jäisi avoimeksi – vaan ura täytyisi kai asettaa pankkien varantotalletuksille. Se voitaisiin määrätä joko kiintiöimällä pankeittain tai korkopolitiikalla. Todennäköisesti syntyisi maksuliikevarojen kysyntään ja tarjontaan keskittyvät pankkien väliset markkinat. Kokemus on osoittanut, että ainakin normaalijärjestelmässä yritys vakioida tiukasti rahamäärän kasvu johtaa voimakkaasti vaihtelevaan korkokehitykseen. Mitkä olisivat sen vakausvaikutukset? Mikä olisi ylipäätään korkopolitiikan merkitys tällaisessa järjestelmässä? Viime vuosikymmeninä rahapolitiikka on perustunut pääasiassa vaikuttamiseen koron kautta ja rahamäärän ohjaus on jäänyt toissijaiseksi. Tuskinpa painopisteen siirtäminen takaisin rahamäärän täsmälliseen ohjaukseen olisi tarkoituksenmukaista.

Herää myös kysymys, millä perustein rahamäärän ura yksityiskohdiltaan asetetaan. Otetaanko menneiden vuosikymmenien monetarismin mukaisesti lähtökohdaksi suoraviivaisen vakaasti kasvava rahamäärä, esimerkiksi talouden inflaation ja reaalikasvun trendin perusteella, vai pyritäänkö maksuvälineiden määrän ohjauksessa myös suhdannepoliittisiin tai muihin tilapäisiin tavoitteisiin? Ainakin viime mainitussa tapauksessa ollaan tekemisissä periaatteessa melko normaalin määrällisen rahapolitiikan kanssa.

Tärkeänä perusteena maksuliikevarojen sosialisoinnille on esitetty, että rahan luonnista luopuminen vakauttaisi pankkijärjestelmää merkittävästi. Kuitenkaan ei ole ollen-

kaan taattua, että maksuliikevarojen hallinnollinen kiintiöinti todella vakauttaa laajasti rahoitusmarkkinat. Rahoitusmarkkinoiden vakauden riskit eivät ole olleet aina erityisesti juuri maksuliikkeessä eivätkä maksuliikepankeissa vaan usein laajasti ja vaihtelevasti eri puolilla rahoitusjärjestelmää, mm. luotto- ja johdannaismarkkinoilla. Vaikka pikaisen talletuspaon tarve ja mahdollisuus poistuvat, markkinoille jää mm. spekulaatioille herkkiä rahamarkkinarahastoja, ja vaikka pankeilla olisi vain melko pitkäaikaisia talletusvelkoja, niitäkin erääntyy koko ajan. Luotonannon, esimerkiksi asuntolainojen, myöntämisen laaja irtaantuminen paikallisista pankeista lisäisi todennäköisesti luottomarkkinoiden riskejä.

Maksuliikerahan siirtäminen kattavasti keskuspankin velaksi on katsottu valtiontalouden ja jopa koko kansantaloudenkin tulojen kannalta hyvin edulliseksi. Kuitenkin valtion tuloetu perustuisi paljolti monopoliin. Kun kilpailevat yksityispankkien talletukset siirretään valtion monopolipankkiin, tämä voi tietenkin määrätä niiden koron vaikka nollaan tai periä jopa maksua niiden pitämisestä. Tämä toteutettaisiin pääasiassa pankkien asiakkaiden, joskin myös omistajien kustannuksella. Tilannetta voi verrata rahamarkkinoiden verotuksen tuntuvaan kiristämiseen. Rahan siirtämiseen valtion hallintaan ei sisälly koko kansantalouden kannalta mitään erityistä ilmaista lounasta.

Ylipäätään on hankala eritellä etukäteen tarkasti järjestelmän yksityiskohtia, samoin sitä, mikä olisi koko rahoitusjärjestelmän tarkoituksenmukainen rakenne. Tällaiset hiukan teoreettis-utopistiset ajatusrakennelmat perustuvat moniin markkinapelkistyksiin, ja jos niitä alettaisiin soveltaa käytännössä instituutioiltaan erittäin monimuotoiseen rahoitustoimintaan, törmättäisiin varmasti moniin yllätyksiin ja jouduttaisiin lukuisiin hankaliin tulkintaongelmiin ja rajanvetoihin – sekä rajojen kiertoihin. Nämä teoriat perustuvat tyypillisesti myös suljetun talouden maailmaan. Nykymaailmassa eri maiden rahoitus- ja rahamarkkinat ovat tiiviisti integroituneet. Raha ja rahoitus liikkuvat rajojen yli. Nykyisessä avoimessa maailmassa maksuja voitaisiin hoitaa joustavasti ulkomailla.

Ei ole syytä uskoa helppoihin ratkaisuihin. Liian usein uusia ratkaisuja perustellaan ensisijaisesti vertaamalla ehdotetun järjestelmän hyviä puolia vanhan järjestelmän huonoihin puoliin. Aina pitäisi selvittää myös vastakkaiset tekijät. Vaikutukset olisivat, kuten aina, osin ennakoimattomia. Pankkien vastuuttomuutta ei pidä liioitella. Yleisökin vaatii aina löysää rahapolitiikkaa ja paljon halpoja luottoja ja vaatisi näitä myös velattoman rahan maailmassa. Vastuu rahatalouden vakaudesta on viranomaisilla. Rahoitusmarkkinoiden laajeneminen ja siinä erityisesti pankkien ja näitä lähellä olevien laitosten osuus on pidettävä hyvin hallinnassa sekä markkinapohjaisin välinein että hallinnollisin säätelykeinoin. Nykyiset politiikan järjestelmät ja välineet riittävät pääpiirteissään tähän.

Rahapolitiikka ja rahoitusmarkkinoiden vakaus

Rahapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoiden vakautta käsiteltiin menneinä vuosikymmeninä melko erillisinä politiikkalohkoina. Kuitenkin näitä toiminta-alueita koskevat kysymykset ovat liittyneet entistä tiiviimmin toisiinsa varsinkin viime vuosina, ja alueiden koordinaatioon on kiinnitetty lisääntyvästi huomiota. Rahapolitiikan ja rahoitusvakauskysymysten suhteita koskeva historia on vaihteleva. Menneinä vuosisatoina pankkitoiminta kehittyi vahvasti yksityisenä, jolloin yksittäiset pankit altistuivat suurille vakavaraisuus- ja likviditeettiriskeille. Pankkien säätely oli vähäistä, ja kun pankit toimivat todella omalla vastuullaan, ne olivat pääosin hyvin varovaisia. Niiden oli pidettävä erittäin suurta omaa pääomaa ja runsasta maksuvalmiutta.

Tärkeitä taloudellisia vahvuuksia liittyi pankkien omistamiseen. Pankkiiriomistajat olivat aitoja vastuunkantajia. Aikaisemmin esimerkiksi amerikkalaisten investointipankkien toiminta oli partnership-muotoista, ja pankit olivat selkeästi omistajiensa hoidossa ja vastuulla. Se antoi epäilemättä ryhtiä vastuunkannolle. Nykyisin erittäin suuriksi kasvaneiden kansainvälisten pankkien omistus on väistämättä pahasti pirstoutunutta, eikä pankkia omistajana ohjaa ehkä kunnolla kukaan. Pankkeja hallitsee osakekurssi. Suur-

ten pankkien pilkkomista on usein esitetty, ja yksi syy pienentää pankkeja olisi se, että omistus tulisi taas todennäköisesti keskitetymmäksi ja vastuullisemmaksi.

Kun sitten erityisesti 1800-luvun loppupuolelta alkaen keskuspankit alkoivat tukea rahamarkkinoiden likviditeettiä, talletussuojaa kehitettiin ja pankkien vakausvalvontaa yleisesti vahvistettiin, pankit saattoivat, myös viranomaisten sallimana, vähentää oleellisesti maksuvalmiuttaan ja oman pääoman määrää taseessaan. Pahan 1930-luvun talouskriisin ja toisen maailmansodan jälkeen rahoitusmarkkinoita ja pankkeja säädeltiin ja rahoitustoimintaa jopa määrällisesti säännösteltiin länsimaissa voimakkaasti. Rahapolitiikka sisälsi useimmissa maissa vahvoja säännöstelyelementtejä, mihin liittyi pankkitoimintaa vakauttavia piirteitä. Julkinen valta valvoi rahoituslaitoksia, ensisijaisesti pankkeja mutta myös vakuutuslaitoksia, joilla on monissa maissa hoidossaan pitkäaikaisina sijoituksina suuria määriä eläkevaroja. Perinteisesti valvonta on ollut varsin ahdasrajaista eli laitoskohtaista ja juridista. Valvojat seurasivat, että rahoituslaitokset toimivat lakien ja määräysten mukaan ja että laitosten omat valvonta- ja riskienseurantajärjestelmät ovat kunnossa. Pankeilta edellytettiin yksityiskohtaista sisäistä riskien seurantaa ja sijoitustoiminnalle sekä erilaisille riskipositioillekin oli asetettu rajoituksia.

Säännöstelykaudella länsimaissa ei ollut todella suuria pankki- tai talouskriisejä. Kuitenkin kaikki säännöstelytyyppiset ja monet lievän sääntelynkin tyyppiset ratkaisut ovat hankalia. Epäselvässä ja vuotavassa säännöstelyjärjestelmässä venyvä moraali voittaa ja rehellisyys kärsii. Tiukkojen rajoitusten oloissa joko pankki kiertää säännöt tai raha kiertää pankit. Normaali rahoitus siirtyy epämääräisiin laitoksiin ja instrumentteihin, mikä mm. hämärtää edelleen rahoitusmarkkinoiden analyysiä. Sääntelyn hyvien puolien vastineena on aina vaikeuksia: säännösten kiertämistä ja siihen liittyviä riskejä, kannustimien vääristymistä, epäoikeudenmukaisuutta, tehottomuutta, vastuiden hämärtymistä. Näistä ilmiöistä oli saatu säännöstelykaudella kokemuksia, ja se vauhditti osaltaan markkinoiden vapauttamista.

Rahoitusmarkkinoita vapautettiin merkittävästi 1900-luvun viime vuosikymmeninä. Pankkeja koskevia rajoituksia poistettiin, kuten mm. raja-aitoja talletus- ja investointipankkien väliltä. Uusia riskipitoisia instrumentteja ja rahoitusjärjestelmiä luotiin. Säännöstelyajattelu taantui, ja lisääntyvästi uskottiin vapaiden rahoitusmarkkinoiden itsesääntelyyn ja luontaiseen vakauteen. Markkinoiden kehittymisen, laajenemisen ja kansainvälistymisen myötä pankkitoiminta tuli entistä herkemmäksi erilaisille riskeille ja vaarallisten riskipelien pelaamiselle.

Toisaalta vastapainoksi laadittiin uusia, entistä monipuolisempia vakaussäädöksiä erityisesti Kansainvälisen järjestelypankin piirissä (ns. Basel I- ja Basel II säännökset). Säännösten laatiminen on kuitenkin osoittautunut vaikeaksi, ja niiden vaikutusten ennakkoarviointeihin on sisältynyt puutteita. Säännökset hoitavat eräitä riskejä mutta voivat lisätä joitakin muita. Basel II sääntelyn eräät hyvää tarkoittaneet säädökset, erityisesti juuri eri sijoituksille asetetut erilaiset pääomavaatimukset, myötävaikuttivat vuosina 2007–2008 alkaneen kriisin syntyyn ja syvyyteen. Vakaussäännösten kielteisiin piirteisiin on kuulunut myös niiden suhdanteita voimistava vaikutus, mikä on vähentänyt säännösten hyötyä koko rahatalouden ohjauksessa. Pankkien voitot ja oma pääoma sekä luottojen vakuutena käytettävät varallisuuserät paisuvat korkeasuhdanteissa, mikä lisää luotonannon mahdollisuuksia. Lamavaiheissa tilanteesta kehittyy päinvastainen: vakuudet heikkenevät ja pankkien tappiot vievät luotonantomahdollisuudet ja luovat ns. luottolaman. Sikäli kuin vakaussääntely on irtaantunut juridisesta pankkitoiminnan kontrollista, valvonta on alkanut ohjata pankkien, jopa yksittäisten pankkien liiketoimintaa. Kysymykseksi tulee, missä määrin virkamiehillä on tähän edellytyksiä.

Riskien seuranta ja analyysi ovat viime vuosikymmeninä kehittyneet mutta osoittautuneet osin liian teoreettiseksi. Pankit ovat rakennelleet laajoja, teknisesti hienoja malleja ja todennäköisyysjakaumia tunnuslukuineen, mutta yhä ollaan melko avuttomia niiden tosiasioiden suhteen, jotka liittyvät muuttuvan reaalimaailman satunnaisuuteen ja arvaamattomuuteen. Suuri osa riskeistä on täysin arvaamattomia vailla minkäänlaista ennakoitavaa todennäköisyysjakaumaa. Riskit eivät jakaudu satunnaisesti, vaan tyypilli-

sesti kumuloituvat luonteeltaan yllättävissä kriiseissä. Virheellisten tilastojakaumien ns. häntäriskejä pidettiin äärimmäisen epätodennäköisinä. Kuitenkin niitä realisoitui, ja ne myötävaikuttivat osaltaan alkaneeseen kriisiin.

Toisaalta viranomaiset eivät ole halunneet rajata riskejä liiaksi. Markkinoiden toiminta ja sen vaatima varovaisuus edellyttävät, että tappioriski on olemassa koko ajan. Rahoituslaitoksen perusidea on, että laitos välittää rahoitusta ja kantaa välitystoimintaan liittyvät riskit. Rahoitustoiminnan tulos syntyy olennaisilta osiltaan juuri riskien hallinnoinnista. Tästä laitos veloittaa asiakkailtaan markkinakilpailun rajaaman tulon. Rahoitustoiminnan riskien hallintaan näyttää liittyvän se ilmeinen ikävä piirre, että sikäli kuin julkinen valta pyrkii eri menetelmin vähentämään pankkien riskejä, aggressiivisimmat laitokset kehittävät vastaavasti uusia erilaisia riskipositioita näin lisätuottoja saadakseen. Toimintaan liittyy liian usein moraalia koettelevaa käyttäytymistä, uhkapeliä (moral hazard). Koetaan, että voitot ja bonukset ovat yksityisiä mutta isot riskit ja niistä seuraavat mahdolliset ylivoimaiset tappiot voidaan sosialisoida veronmaksajille.

Jo 1990-luvun kriisien jälkeen alettiin kehittää kokonaistaloudellista vakausseurantaa ja makrovakauspolitiikkaa, joilla pyritään hoitamaan koko kansantalouden ja pankkijärjestelmän keskinäisiä riskejä. Länsimaiden rahoitusmarkkinoita pahasti ravistelleen, vuosina 2007–2008 alkaneen kriisin myötä koko rahajärjestelmän vakauskysymykset nousivat hyvin keskeisiksi. Syntyi laaja epävarmuus ja suoranainen epäluottamus sen suhteen, miten nykyaikainen vapaa rahoitustoiminta pystyy täyttämään keskeiset tehtävänsä taloudessa. Vakauskysymyksiä alettiin selvittää perin pohjin.

☼

Erityisesti vuosituhannen vaihteen aikoihin pyrittiin monissa keskuspankeissa muuttamaan rahapolitiikan perinteistä painotusta. Taustalla olivat ennen kaikkea inflaatiotavoiteajattelun korostuminen sekä se teoreettinen näkemys, että yhdellä politiikan välineellä voidaan hoitaa vain yhtä asiaa. Omaksutun näkemyksen mukaan rahapolitiikan tulee tukea ohjauskorollaan nimenomaan reaalitalouden hintatasapainoa, ei vanhaan tapaan ensisijaisesti rahoitusmarkkinoiden tasapainoa. Rahamarkkinoiden luontaisen vakauden ajattelu omaksuttiin laajasti myös rahapolitiikan päättäjien piirissä, ja niinpä nämä lähtivät yleisesti siitä, että inflaatioon painottuva korkopolitiikka sopii myös rahoitusmarkkinoille. Rahapolitiikalla ohjataan lyhytaikaista korkoa, joka puolestaan ohjaa muita korkoja ja talouden vakaata inflaatio- ja reaalikehitystä ja tämä edelleen vakaata varallisuushintojen kehitystä. Kun siis rahoitusmarkkinat ovat luontaisesti tehokkaat ja suhteellisen vakaatkin, rahoitusmarkkinoiden seuranta ja analyysi voitiin jättää rahapolitiikassa suhteellisen vähälle huomiolle.

Korko on hinta, joka periaatteessa tasapainottaa korollisen rahoituksen kysynnän ja tarjonnan. Jos korolla ohjataankin välittömästi inflaatiota, niin millä kansantalouden rahoitustasapaino turvataan? Erityisesti Yhdysvaltain keskuspankin piiristä oli lähtöisin näkemys, että rahoitusmarkkinoiden mahdollisten epävakausilmiöiden korjaaminen ei todellakaan kuulu rahapolitiikan strategian alueelle, vaan nimenomaan rahoitusmarkkinoiden vakaudesta vastaavien viranomaisten tehtäviin. Inflaatiotavoitetta erityisesti korostaneet keskuspankit ja ekonomistit panivat vuosina 2007–2008 alkaneen rahoituskriisinkin pitkälti pankkien vakausvalvonnan syyksi. Epäilemättä joiltakin osin näin myös oli; erityisesti asuntolainamarkkinoiden riskit samoin kuin pankkien taseiden ulkopuolella pelattu riskipeli jäivät aivan liian vähälle valvojien huomiolle.

Inflaatiotavoitetta painottaneet keskuspankit alkoivat tuottaa rahoitusmarkkinoiden vakausraportteja. Raportit jäivät kuitenkin melko yleispiirteisiksi markkinoiden kehityksen kuvailuksi. Niissä ei kyetty ennakoimaan kohtuullisesti markkinoiden riskitilannetta eikä vuosina 2007–2008 alkanutta laajaa kriisin kärjistymistä. Oikeastaan keskuspankit, vakausviranomaiset tai markkinat eivät voikaan periaatteessa ennustaa kovin täsmällisesti tulevaa kriisiä, jos uskotaan jonkin verran tehokkaiden markkinoiden hypoteesiin. Jos tällainen ennuste markkinoilla tehdään, kriisi toteutuu heti eikä tulevaisuudessa.

Kriisi kuitenkin tuli yllättäen ja osoitti kouriintuntuvasti, ettei kuluttajahintojen vakauteen painottuva korkopolitiikka välttämättä turvaa rahoitusmarkkinoiden maltillista ja tasapainoista kehitystä. Rahoitustasapaino kehittyy omaan tahtiinsa.

Talous- ja pankkikriisi toi rahoitusvakauden riskien väheksymisen seuraukset näkyviin. Hintavakaus ja rahoitusvakaus eivät olleetkaan saman asian kaksi eri puolta. Tämä hinta- ja rahoitusvakauden ristiriita ilmenee joissakin muissakin tilanteissa. Kun esimerkiksi talouden tuottavuus paranee nopeasti, inflaatiopaine on ehkä pieni, jolloin inflaatiotavoite edellyttää matalaa ohjauskorkoa. Kuitenkin rahoitusmarkkinat tasapainottavan koron tulisi nopean tuottavuuskasvun oloissa päinvastoin olla korkea. Matala korko johtaa liialliseen rahoituskasvuun.

Kansantalouden rahoituskasvun ohjaamisen siirtäminen vakausvalvonnalle ei ole yksinkertaista. Siitä kertovat jo edellä todetut virheet. Rahapolitiikan tarpeet eivät ole olleet valvojien ensisijainen näkökulma. Tosiasiassa vakaussäädösten ja vakausvalvonnan käyttö rahoitusmarkkinoiden yleiseen ohjaukseen on hankala asia. Vakausvalvojille ollaan sälyttämässä vaikeita vastuita. Osin palaillaan jopa samantapaiseen sääntely- ja säännöstelyjärjestelmään, kuin monien maiden rahapolitiikassa sovellettiin sodanjälkeisinä vuosikymmeninä. Säädöksin pyritään rajoittamaan (tai tukemaan) sekä luottojen tarjontaa että kysyntää. Näin täytyy tehdä ainakin, jos puhtaasti inflaatioon painottuva rahapolitiikka säilyy pitkiä aikoja hyvin löysänä ja pankit täytyy hallinnollisin keinoin pitää vakaina ja maltillisesti kasvavina. Vakausvalvonnan painotus on samalla siirtynyt pankkikohtaisesta tarkastelusta kohti koko pankkijärjestelmää koskevia vakauskysymyksiä. Siirtymä ei ole pelkkää yhteenlaskua, sillä systeemiriskien ongelmissa kokonaisuus ei ole osiensa summa.

Vaikka korkopolitiikka painottuisikin inflaation ohjaamiseen, vakaussääntely on tarpeen toteuttaa tiiviissä yhteistyössä rahapolitiikan kanssa, sillä sääntelytoimet vaikuttavat rahapolitiikkaan ja rahapolitiikka sääntelyyn, varsinkin kun valvonta on laajentunut koko pankkijärjestelmää painottavaksi. Tiukka sääntely, kuten selvä oman pääoman kasvattamisen vaatimus, lamauttaa rahoitustoimintaa ja aiheuttaa ehkä rahapolitiikalle vaikeuksia. Vakaussäännökset ja säännöstelytoimet yleensäkin sekoittavat helposti normaalia markkinainstrumenttien hinnoittelua ja saavat aikaan epätoivottavaa säännöstelyarbitraasia. Valtionvelan suosiminen omaa pääomaa mitoitettaessa aiheuttaa ajoittain vaikeuksia rahapolitiikalle helpottaessaan valtioiden ylivelkaantumista ja suunnatessaan luottovaroja pois yksityiseltä sektorilta. Mitä enemmän korkotaso poikkeaa rahoitusmarkkinoiden edellyttämästä tasapainokorosta, sitä hankalampaa vakausviranomaisten toiminta ilmeisesti on.

Vakausvalvonta voi parhaimmillaan taata pankkijärjestelmän keskeisten osien toiminnan, mutta ei ole selvää, että samalla tulisi turvatuksi myös rahatalouden ja kansantalouden vakaa kasvu. Kotitaloudet ja yritykset voivat olla vaikeuksissa – ja ovat monissa maissa olleetkin – ilman, että pankit ovat yleisesti kriisissä. Rahapolitiikan toteuttamiseen riittää yleispiirteisempi kuva rahoituksen kokonaisuudesta kuin vaaditaan kokonaisrahoituksen säätelyyn vakausvalvonnan kautta, vaikka toisaalta vakausvalvonta pystyy käyttämään täsmävälineitä eri ongelma-alueiden hoitoon. Jos erilaiset pankkien vakavaraisuus- ja likviditeettivaatimukset tehdään kovin tiukoiksi – eivätkä pankit onnistu niitä kiertämään − pankit menettävät kilpailukykyään. Rahoitusta siirtyy erilaisiin rahastoihin ja harmaille markkinoille. Se ei ole rahapolitiikan kannalta toivottavaa. Pankkikriisissä tuli ongelmia säädösten kiertämisestä, ja kuitenkin jo vanhat säädökset tuomittiin liian kevyiksi.

Kriisi saattoi myös hämmennyksiin rahoituskehityksen ohjausta koskeneet hallinnolliset vastuut. Rahoitusmarkkinoiden vakaan kehityksen turvaaminen on välttämätöntä myös rahapolitiikan toteuttamisen kannalta. Oli selvitettävä, miltä osin vakausvastuut kuuluvat rahapolitiikalle (keskuspankille), miltä osin vakausvalvonnalle (joka myös on usein keskuspankin vastuulla), miltä osin valtiovarainministeriöille ja kansanedustuslaitoksille, jotka joutuvat hoitamaan kriisipankit ja maksamaan menetykset. Jopa vahvim-

min inflaatiotavoitetta painottaneet keskuspankit ovat varovasti myöntäneet, että korkopolitiikassa joudutaan ottamaan huomioon myös rahoituskehityksen vakaus.

Jonkinlainen talouspoliittinen kontrolli rahoituskasvulle joka tapauksessa tarvitaan. Liian monet markkinoilla operoivat pelaavat ylisuurilla riskeillä ja laajentavat toimintaansa, mikäli mahdollista, eikä tämä käytös koskaan muuksi muutu. Markkinapelaajaa kiinnostaa kunkin yksittäisen diilin tulos, ei kansantalouden rahoitustasapaino. Yksityinen pankkisektori kokonaisuutena ei halua eikä voi omin päinsä hoitaa rahapolitiikan ikuista perustehtävää, kansantalouden rahoituksen kokonaiskasvun rajaamista.

Rahoitusmarkkinoiden vakausvalvonta

Kriisin yhteydessä ja sen jälkeen on esitetty runsain määrin ehdotuksia vakausjärjestelmän parantamiseksi. Yleisellä tasolla maailman parantaminen on helppoa. Kuitenkin kun vakausasioistakin kaikkine myös asiantuntijoille vaikeasti hahmottuvine ja ristiriitaisine yksityiskohtineen, markkinarealiteetteineen ja eri intressiryhmien vastakkaisine etuineen pitäisi päättää, prosessi tahtoo pysähtyä hämmennykseen. Yleensä saadaan aikaan vain vesitettyjä ratkaisuja. Tällä alueella hallintakyvyn rajat tuntuvat olevan lähellä. Miten erilaiset sääntelyratkaisut vaikuttavat rahoitustoiminnan kokonaisuuteen ja kuinka kokonaisuus heiluttaa erilaisia yksittäisiä vakausriskejä? Mikä on yhteisen hyvän kannalta parasta?

On esitettykin, että ainakin talletussuojan piirissä olevien pankkien toimintoja tulisi rajoittaa yksinkertaisemmiksi tai toimintoja suorastaan estää säädöksillä ja erityisveroilla. Tämä taas liittyy kysymykseen aitojen markkinoiden eduista ja haitoista ja samalla tietysti kysymykseen säännöstelyn eduista ja haitoista. Yhdysvalloissa oli aikaisemmin, 1930-luvun laman muistona, lakisääteisestikin (ns. Glassin – Steagallin laki) erotettu talletuspankit investointipankeista, mutta tämä erottelu oli jo 2000-luvulla hämärtynyt. Talletustoiminta edellyttää tiukempaa julkista valvontaa kuin riskipitoisempi investointipankkitoiminta, joka ei ole maksujärjestelmän kannalta keskeinen. Englanninkielisissä maissa arvopaperirahoitus on ollut vanhastaan tärkeä ja investointipankit ovat toimineet tällä alueella. Manner-Euroopassa tällainen operointi on ollut perinteisesti pieni osa normaalin talletuspankin toimintaa, joskin arvopaperistumista on jo pitkään ollut myös siellä.

Pankkien luokittelu riskitoiminnoiltaan erilaisiin ryhmiin lisäisi vakautta, mutta voi epäillä, toimisiko järjestelmä enää käytännössä. Talletuksenluonteisia sijoituksia tehtäisiin myös investointipankkeihin ja erilaisiin rahastoihin paremmilla tuotoilla houkutellen, ja syvässä kriisissä voisi olla poliittisesti mahdotonta jättää nämä kansalaisten ehkä suurimittaiset varat menetysten uhreiksi. Vakausvalvonnan suuriin ongelmiin kuuluu rajanveto erilaisiin valvonnan ulkopuolella oleviin laitoksiin, joita valvottavat ovat jopa tarkoituksella luoneet. Kilpailun lisäämiseksi ja veronmaksajien riskien vähentämiseksi on esitetty suurten pankkien syntymisen estämistä, fuusioiden rajoittamista tai jopa pankkien jakamista. Kansainvälisen pankin tapauksessa ratkaisuksi on mm. esitetty pankin luopumista haarakonttorimallista ja toiminnan jakamista maakohtaisesti tytärpankkeihin, joilla on oma tase ja pääoma. Tämä selkeyttäisi konkurssimenettelyä, mutta esitys on kaiken kattavana jo nykymaailmassa epärealistinen. Pankkien jakaminen maittain voisi olla myös yksittäisten maiden pankkikriisejä lisäävä tekijä.

Pankkitoiminnan viime vuosikymmeninä lisääntyvästi integroituessa sekä kansallisesti että kansainvälisesti pankkien väliset kytkennät ovat korostuneet. Rahoituslaitokset liittyvät eri vaademarkkinoiden kautta tiiviisti toisiinsa, jolloin yhden suuren pankin tai muutamien keskeisten pankkien vaikeudet laajenevat väistämättä koko järjestelmää koskeviksi. Tämä näkyi kriisin aikana rahamarkkinoilla, jotka euroalueellakin kuihtuivat joksikin ajaksi pankkien väliltä lähes kokonaan. Systeemiriskin korostaminen liittyy siihen, että näyttää olevan entistä vaikeampi sopeutua keskeisen pankin kriisiin ilman, että pankkijärjestelmä kokee laajasti vakavia häiriöitä. Suuri pankki on ehkä liian suuri päästettäväksi kaatumaan taloutta kohtuuttomasti vahingoittavalla tavalla. Vastakkaise-

na riskinä on, että pankki on liian suuri pelastettavaksi realistisesti veronmaksajien varoilla, erityisesti pienissä maissa.

On vaikea saada kattavia kansainvälisiä sopimuksia monista keskeisistä kysymyksistä, kuten kuka valvoo, kuka vastaa ja kuka maksaa. (Euroalueen vakausvalvontaan liittyviä omia ongelmiaan käsitellään tuonnempana.) Esimerkiksi talletussuojan vastuu on hankala. Koska talletussuojalla turvataan ensisijaisesti kunkin maan oma maksujärjestelmä, myös vastuun siitä tulisi kaiketi olla kyseisellä maalla. Mutta kuinka tämä hoidetaan kansainvälisen pankin tapauksessa? Onko kriisipankin hädissään maksamat ylikorkoiset spekulatiiviset talletukset korvattava vieläpä korkoineen täysin ja myös ulkomaalaisille? Tietty vaikeus on sekin, että kansainvälisen toiminnan tilastointi on osin tulkinnanvaraista niin valvontaa kuin rahapolitiikkaa ja monia muita tarpeita varten.

☼

Rahoitustoimintaa pyritään vakauttamaan vähentämällä riskejä ja lisäämällä pankkien riskinkantokykyä. Keskeisintä on pankkien vakavaraisuusvaatimusten kiristäminen sekä yleisesti että erikseen riskipitoisimpien toimintojen osalta ja uutena asiana likviditeetin säätely kansainvälisin sopimuksin. Arvopapereiden, johdannaisten ja reposopimusten edellyttämää oman pääoman vaatimusta on haluttu kasvattaa. Pankkien oman pääoman sisältöä on selkeytetty poistamalla luonteeltaan epäselviä eriä. Omaan pääomaan ei hyväksytä esimerkiksi ns. hybridivaateita, jotka ovat velkamuotoisia, mutta koronmaksu riippuu pankin tuloksesta. Taseen ulkopuoliset vastuut halutaan tiukempaan valvontaan. Vakaussääntelyn suhdanteita vahvistanut luonne on pyritty muuttamaan suhdanteita tasoittavaksi. On pyritty erityisesti luomaan mahdollisuuksia edullisiin luottotappioym. varauksiin huipputulojen aikana. Valvojien oikeuksia puuttua pankkien toimintaan, johdon asemaan, voitonjakoon ym. on haluttu lisätä.

Vaateiden riskiluokittelu ja oman pääoman vaatiminen riskiluokittelun mukaan ovat sinänsä pääpiirteissään hyvin perusteltu kokonaisuus. Kuitenkin riskien arviointi on hankalaa ja voi olla ristiriitaista eri tilanteissa. Luokittelu luo kannusteita sen ehtojen kiertämiseen ja vaikuttaa rahoituksen kohdentamiseen. Se, että tällaiset tekijät määrittelevät pankin sijoitusten kohdentamista, ei ole välttämättä optimaalista kansantalouden rahoituksen kannalta. Talouden kasvu samoin kuin parhaimmillaan pankkien rahoitustoimintakin perustuvat innovaatioihin ja riskipitoisiin uutta luoviin projekteihin. Viranomaisten on vaikeaa ja kyseenalaista mennä tiukasti rajaamaan erityyppisiä luottoriskejä. Yhä raskaampi sääntelyrasitus jarruttanee myös uusien pankkien tuloa markkinoille ja pahentaa pankkien keskittymisestä aiheutuvia ongelmia. Pankkijärjestelmä tarvitsisi lisää kilpailua keskittymisen ja ylisuurten voittojen hillitsemiseksi.

Rahoitusmarkkinoiden juridiikka kirjanpitosäädöksineen on oma ongelmansa. Kirjanpidon pitäisi palvella ainakin yrityksen johdon, sijoittajien, verottajien, vakausvalvojien, rahapolitiikan ja tiedotusvälineiden tarpeita. Vakausvalvojien tarpeet eivät aina ole ensisijaisia. Paitsi pankit myös valvojat voivat joskus pahimmissa kriisivaiheissa peitellä pankkien riskejä parempia aikoja toivoen, mikä taas on ristiriidassa sijoittajien etujen kanssa. Kriisitilanteissa mm. pankkien hallussa olevat arvopaperit menettävät arvoaan tai muuttuvat markkinoiden puuttuessa arvoltaan epämääräisiksi. Kun pääperiaate on markkinahinnan mukainen papereiden arvostus, tilanne on hämmentävä. Ei ole mielekästä kaataa pankkeja pelkästään arvopapereiden tilapäisen arvonpudotuksen vuoksi. Valvojat ovatkin hyväksyneet mm. mallipohjaisia hinnoitteluja.

Julkisen vallan pankkitoiminnalle antaman takuun olisi syytä olla vastikkeellista. Nykyisinkin pankit saavat käytännössä ilmaiseksi valtion takaaman talletussuojan, vaikka tämä tarjoaa pankeille selvän taloudellisen edun. Niidenhän ei tarvitse maksaa näiden talletusten korossa riskilisää. Valtion potentiaaliselle pankkituelle on esitetty monenlaisia korvausmahdollisuuksia. Pankki esimerkiksi keräisi taseeseensa vakuusrahastoa, jota ei luettaisi pankin omaan pääomaan vaan velaksi valtiolle. Pankin ajautuessa vaikeuksiin tätä valtion rahastoa muutettaisiin valtion omistamiksi osakkeiksi, jolloin samal-

la valtion sananvalta pankissa kasvaisi. Tällaiset valtion vakausvaraukset vastaisivat erityisiä yksityisiä obligaatioita, ns. convertible contingents, jotka muuttuvat kriisitilanteessa korottomiksi ja edelleen omaksi pääomaksi. Nämä yksityiset ”coco”-nstrumentit on luotu joustavaksi riskienhallintavälineeksi, mutta juuri siitä syystä niiden hinnoittelu on osoittautunut vaikeaksi ja epävakaaksi.

On tavoiteltu myös suurimpien pankkien ylimääräistä verotusta veronmaksajien tosiasiallisen takuun vastapainona ja veron rahastoimista pankkikriisejä varten. Tämä veronmaksajien kannalta hyvä malli on kannusteiden kannalta ilmeisen kyseenalainen. Siinähän, kuten muissakin yhteisvastuullisissa järjestelmissä, maltilliset pankit pantaisiin maksamaan kilpailevien peluripankkien tappiot. Vaikeutena on myös, että erillisen riskirahaston olisi oltava tavattoman suuri, jotta sillä olisi resursseja kattaa pankkikriisien kustannukset. Jättirahaston luominen on tuskin realistista, sen sijoitustoiminta olisi hankalaa ja vielä hankalampaa sijoitusten realisoiminen kriisitilanteessa. Suurten pankkien erityisen verotuksen hyviin puoliin kuuluisi, että se jarruttaisi pankkitoiminnan keskittymistä.

Aikaisemmin pankkien likviditeetti ei ole ollut kansainvälisesti säädeltyä. Uudet likviditeettiä koskevat toimet ovat aiheellisia, mutta niihinkin liittyy avoimia kysymyksiä. Ei ole helppo määritellä likviditeetin määrällistä tarvetta eikä sen perusteita. Oleellisia eroja liittyy siihen, missä muodossa likviditeetti on. Pankkien välinen rahoitus on likviditeettiä yksittäisten pankkien kannalta mutta ei välttämättä koko järjestelmän kannalta. Käytännössä suuri osa likviditeetistä jouduttaneen sijoittamaan valtion velkapapereihin, mikä helpottaa merkittävästi ja turhaan valtioiden rahoitusta ja sekoittaa näiden papereiden markkinoita. Perusongelma niidenkin osalta on, ovatko ne todella likvidejä erityisesti juuri kriiseissä, jolloin niiden tukea eniten tarvittaisiin.

Pankit eivät vakaudu pelkästään myönteisillä tukitoimilla. Konkurssin, vastuullisten erottamisen ja realisoitumattomien bonusten menettämisen uhka antavat enemmän ryhtiä riskien harkintaan kuin loputtomien suojaverkkojen virittäminen. Kansantalous kärsii hetkellisesti suurista konkursseista, mutta parhaimmillaan tuotannontekijät siirtyvät entistä paremman yrityksen käyttöön.

Pankin ajautuessa selvitystilaan sen toiminta ei saisi heti pysähtyä, sillä tämä aiheuttaa markkinahäiriöitä. Osakkeenomistajat ja pitkäaikaiset obligaatio-, johdannaisym. sijoittajat joutuisivat kärsimään menetyksiä, ainakin niin, että saamisia muutettaisiin oman pääoman ehtoisiksi. Maksajina olisivat viime kädessä pankkien rahoittamat vakuusrahastot ja veronmaksajat. Pankkikonkursseille on tarpeen saada erityinen joustava ja nopea menettely. Ongelmapankkien saneerausta ajatellen pankeilla pitäisi olla valmius myydä ongelmiin joutuneita yksiköitään. Mahdollista uudelleenjärjestelyä varten niitä itseään voidaan vaatia tekemään etukäteen potentiaalisia saneerausohjelmia, testamentteja.

Pankkien todennäköisyyttä joutua vaikeuksiin on arvioitu stressitesteillä. Näiden pohjaksi oletetaan erilaisia markkinahäiriöitä, koron poikkeuksellista nousua, tiettyjä luottotappioita jne. Sitten yritetään pankkien varojen ja velkojen reagoinnin pohjalta laskea, missä määrin pankit kestäisivät tällaisia häiriöitä. Oletukset on kuitenkin vaikea asettaa realistisesti. Potentiaalisia aitoja riskejä ei voi juuri arvioida. Testien tulokset vaaditaan yleensä julkaistaviksi.

☼

Uusien, osin monimutkaistenkin rahoitusinstrumenttien luomiseen suhtauduttiin pitkään hyvin myönteisesti ja vakausvalvonnan piirissä sallivasti. Niillä on selviä markkinoita tehostavia piirteitä, mm. ne lisäsivät suojausmahdollisuuksia. Kuitenkin ne samalla sallivat spekulaatiopelin lisääntymisen, ja taitamattomien käyttäjien käsissä on monimutkaisten instrumenttien käytöstä seurannut raskaita tappioita. Kriisin myötä kritiikki näitä instrumentteja kohtaan lisääntyi tuntuvasti, samoin epäluulo, ja monien instrumenttien markkinat kuihtuivat vähäisiksi ainakin tilapäisesti. Eräs esillä ollut keino parantaa

uusien instrumenttien hallintaa olisi perustaa – lääkemaailmasta mallia ottaen – erityinen instituutio, joka tutkisi uusien instrumenttien ominaisuudet ja vaikutukset, samoin mahdolliset vahingolliset sivuvaikutukset markkinoille. Laitos antaisi instrumentille käyttöluvan käyttöohjeineen. Lääkemallin mukaan lupa olisi pohjana myös globaalille käytännölle.

Johdannaisiin, erityisesti luottojohdannaisiin, liittyvät riskit ovat voimakkaasti korostuneet. Uusia instrumentteja luotaessa on menty yhä epävarmemmille alueille. On esimerkiksi kiinnitetty huomiota luottoriskinvaihtosopimusten (credit default swaps, CDS) luonteeseen. Nämä instrumentihan ovat eräänlaisia luottoriskien vakuutuksia. Perinteisesti vakuutetaan satunnaisia vahinkoja, mutta eiväthän liiketoiminnan onnettomuudet tule satunnaisjakauman mukaan. Lamakausina niitä tulee paljon yhdessä rysäyksessä. Tosin CDS-instrumenttien hinnoittelussa on kysymys samasta riskilisästä, joka näkyy velan korossa; sekin on tavallaan vakuutusmaksu. Luottoriskinvaihtosopimukset voivat myös vaikeuttaa yrityksen rahoitusjärjestelyjä, sillä saamisensa sopimuksella turvanneet sijoittajat eivät suostu maksujärjestelyihin. Tulkintaongelmia liittyy muihinkin rahoitusjärjestelyihin.

Uusien markkinainstrumenttien käyttöä on yritetty saada avoimemmaksi siirtämällä niiden käyttöä pörsseihin ja selvityskeskuksiin. Nämäkin ovat hankalia kysymyksiä, sillä pankkien erillisten asiakassopimusten, eli ns. OTC-markkinoiden, jyrkkä rajaus vähentäisi varsinkin pienten yritysten suojaustapoja. Selvityskeskusten toimintakaan ei ole riskitöntä. Nekin voivat kaatua veronmaksajien syliin. Rahoitusinstrumentin selvityskeskuksen etu OTC-markkinoihin nähden on, että kaatuvan yrityksen saamisten ja velkojen bruttoerät voidaan selvityskeskuksen piirissä nettouttaa ja nettoerälle on asetettu vakuus. Vakuutena olevat marginaalimaksut voivat toisaalta kasvaa kohtuuttoman suuriksi.

Rahoituksen ja myös johdannaissopimusten laaja julkisuus on merkittävä vakautta lisäävä tekijä. Uudessa-Seelannissa otettiin jo takavuosina vakausvalvonnan päälinjaksi nimenomaan hyvin laaja pankkien toiminnan julkistaminen, jolloin periaatteessa pankkien omistajat, asiakkaat ja muut sidosryhmät hoitaisivat viranomaisten puolesta pitkälti pankkien vakausvalvonnan.

Joka tapauksessa on tärkeää turvata rahoitustoimia huonosti hallitsevien instituutioiden ja varsinkin tavallisen kansalaisen kuluttajansuoja, eikä pelkästään kansalaisen itsensä, vaan myös koko järjestelmän vakauden kannalta. Kokemukset puijatuksi tulemisesta aiheuttavat uutisotsikoita ja tarpeetonta markkinoiden epävakautta. Pankkien ja rahastojen voitot ja bonukset eivät saa perustua heikommin informoidun osapuolen, ainakaan kotitalouksien, harhauttamiseen.

Varallisuuden hintakuplat

Rahoitusmarkkinoille syntyy yleisesti kahdenlaisia epätasapainoilmiöitä: toisaalta talouden ylivelkaantumista ja ylilikviditeettiä ja toisaalta osake-, asunto- ja kiinteistövarallisuuden hintakuplia tai oikeastaan niiden liiallista rahoitusta. Pahin on tilanne, jossa nämä kaikki esiintyvät samanaikaisesti, kuten tapahtui laajasti 2000–2010-luvun kasvu- ja lamavaiheissa. Velkaantuminen ja ylilikviditeetti eivät välttämättä liity tiiviisti toisiinsa, mutta yleensä ne esiintyvät samanaikaisesti, muodostavathan niihin liittyvät vaateet paljolti pankkien ja muiden rahoituslaitosten taseiden eri puolet. Kuplat eivät siis ole ainoa asia, johon rahapolitiikan on otettava kantaa. Toinen ja oikeastaan tärkeämpikin on ylivelkaantuminen.

Teoriatasolla määritellään usein, että markkinoilla ei ole kuplaa, jos hintojen korkea taso selittyy ns. fundamenteilla, talouden perusmuuttujilla. Äärimmillään kuplan ei katsota koskaan toteutuvan, sillä hintojen takana on tämän näkemyksen mukaan aina tietty rationaalinen näkemys. Varovaisemmin ehkä esitetään, ettei kuplaa voida erottaa talouden perusmuuttujista johtuvasta varallisuushintojen vaihtelusta. Yleensä ei sentään aja-

tella näin teoreettisesti. Keskuspankitkin toimivat monesti ristipaineissa. Ne tavoittelevat usein elvyttävää varallisuusvaikutusta politiikallaan. Jos vaikutus on suuri, voi kysyä, näkyvätkö varallisuushinnoissa fundamentit vai onko kyseessä pelkkä kuplaan pumpattu ilma. Toisaalta keskuspankeilta voidaan odottaa jonkinlaista kuplien torjuntaa. Ne painottavat mielellään, ettei niillä ole kuplien torjunnan suhteen sen suurempaa viisautta kuin on markkinoilla toimivilla sijoittajilla. Kuitenkin monet talousanalyysin muuttujat ovat yhtä epämääräisiä tai epämääräisempiä kuin varallisuuskuplat, kuten tuotantokuilu – jonka pohjalta kyllä tehdään rahapolitiikkaa – ja sen taustalla potentiaalinen tuotanto.

On vaikea eritellä, milloin varallisuushintojen nousu perustuu tai ei perustu fundamentteihin. Pääoman arvo on periaatteessa sen odotettujen nettotuottojen nykyarvo, ja tämä on varmasti aina enemmän tai vähemmän utuista. Asiantuntijoidenkin näkemyksissä varallisuuden arvosta, eli tulevista tuotoista, on tyypillisesti suuri hajonta. Myös asuntojen hintoja on hankala yleensä perustella pelkillä talouden reaalitekijöillä. On lähinnä semantiikkaa, missä vaiheessa varallisuushintojen trendin ylitystä haluaa nimittää kuplaksi. Vaikka varallisuuskuplasta ei olisikaan varmuutta, voidaan toimia todennäköisyyden pohjalta. Varallisuuskupla erottuu yleisen tulkinnan mukaan hyvin silloin, kun kyseisen muuttujan hinta on noussut selvästi omaa historiaansa ja yleistä hintatasoa nopeammin ja on selvästi trendinsä yläpuolella.

Oleellisinta vakauden kannalta ei kuitenkaan ole se, missä määrin hintatason nousu on fundamentteihin perustuvaa tai spekulatiivista, vaan se, missä määrin hintatason kalleus perustuu riskipitoiseen velkaantumiseen. Pahimmillaan kuplassa inflatoituvaa varallisuutta käytetään jatkuvasti lisättävän velan vakuutena, mikä sallii kuplan kiihtyvästi paisuvan. Rahoitusmarkkinoiden epävakaus johtuu varsinkin kuplan rahoituksesta monetaarisella pankkivelalla.

Aidosti velkavetoisena ei pitkä ja tasapainoinen talouden reaalikasvu ole mahdollinen. Pankkien luotot voivat kasvaa keskimäärin vain suunnilleen talouden nimelliskasvun mukaisesti, korjattuna maltillisella rahoitusrakenteiden kehityksellä. Talouden tuottavuuden kasvua vauhdikkaammin kehittyviä luotettavia rahoituskohteita, perusteltuja investointeja, ei löydy juuri. Jos luotot lisääntyvät välillä elvytyshengessä selvästi nopeammin, niiden on kasvettava välillä hitaammin. Oikeastaan ei pitäisikään ensisijaisesti korostaa kuplien torjuntaa, vaan tärkeämpää olisi estää trendinomainen ylivelkaantuminen. Kuplat syntyvät juuri ylilikviditeetin ja sen tukeman luottoekspansion oloissa. Vaarallista osake- ja kiinteistömarkkinoiden hintakuplaa ei synny ilman rahoituksen keveyttä ja laajaa luottorahoitusta.

Yleisesti ennen lamaa hämmästeltiin erityisesti Yhdysvaltain keskuspankin korostamaa tarvetta suhtautua kupliin epäsymmetrisesti. Kasvavaan kuplaan ei osata eikä tule puuttua. Sen sijaan puhkeavaan kuplaan on reagoitava voimakkaasti. Kuplan tuomat ongelmat on parempi siivota jälkikäteen. Tälle asenteelle annettiin Fedin pääjohtajan mukaan nimi ”Greenspan put”, sillä siinähän varallisuusspekulanteille annetaan tavallaan varallisuuden myyntioptio eli mahdollisuus myydä sijoituksensa ilman nopeaa kurssien ja hintojen laskua. Vuosina 2007–2008 kärjistyneen rahoituskriisin jälkeen Fed muutti suhtautumistaan kupliin tasapuolisemmaksi ja varovaisemmaksi.

Keskuspankin tarjoaman runsaan likviditeettituen ohella julkinen valta on torjunut nopeaa kurssien laskua myös kieltämällä osakkeiden ns. lyhyeksimyynnin (short selling). Lyhyeksimyynti voidaan toteuttaa vähän eri tavoin, vaikkapa futuurimarkkinoilla. Tällöin osakkeita, joita ei itse vielä omisteta, myydään toimitettaviksi tulevaisuudessa nykyiseen korkeaan futuurihintaan. Osakkeet ostetaan sitten myyntiajankohtana markkinoilta tuon ajan alempaan hintaan. Näin spekulantit vahvistavat alkuvaiheessa hinnan syöksyä ja tekevät laskeneilla hinnoilla voittoa. Lyhyeksimyynnin kieltäminen on osoittautunut melko tehottomaksi jo sinänsä, mutta myös, koska asiallisesti sama operaatio voidaan tehdä osakkeita lainaamalla. Tällöin spekulantit lainaavat osakkeita määräajaksi repokaupoilla ja myyvät ne heti ajatuksenaan ostaa paperit takaisin hinnan pudottua. Tämän jälkeen he palauttavat lainan. Tältäkin osin politiikassa ollaan epäsymmetrisiä: kasvavassa kuplassa ei kielletä vastaavasti osakkeiden ostoja, jotka kiihdyttävät hinnan nousua.

Epäilemättä kuplien torjuntaan kriittisesti suhtautuva suuntaus on oikeassa siinä, ettei todella vahvojen spekulatiivisten kuplien torjunta ole ilmeisesti koskaan onnistunut korkopolitiikalla. Mutta riittääkö siihen vakausvalvonnan säätelyvälineistökään? Kuplien torjunta ei ole onnistunut ylipäätään markkinapohjaisilla talouspolitiikan välineillä. Spekulaatiokiihko perustuu välillä niin vahvoihin utuisiin tuotto-odotuksiin ja markkinasonnien laumalaukkaan, ettei sille saada vastapainoa millään realistisella politiikalla.

Varallisuushintoihin puuttuminen ei voi olla vain ohjauskorkoasia, sillä tarvittava korkotaso olisi usein talouden kasvun ja hintakehityksenkin kannalta kohtuuttoman kova. Korkopolitiikan inflaatiotavoitteeksi ei voi ottaa osakekursseja tai asuntojen hintoja. Tyypillisestihän osakkeiden tai kiinteistöjen hinnat nousevat kuplassa ainakin 10–20 prosentin vuosivauhtia ja hetkellisesti usein nopeamminkin. Suhteellisen vakaiden kuluttajahintojen oloissa ohjauskoron nostaminen yli tällaisen tuoton on tietenkin mahdotonta. Tosin näin korkeita korkoja ei tarvittaisikaan, koska korko vaikuttaa muutenkin kuin suoraan varallisuuden rahoituksen kautta. Jo paljon alemmat korot rauhoittavat taloutta ja kiinteistö- ja osakemarkkinoita.

On joka tapauksessa ilmeistä, että vakausviranomaisten tehtävä on sitä hankalampi, mitä kauempana korkotaso on rahoituskehityksen tasapainokorosta. Kuplaan on tarpeen puuttua monin raha- ja vakauspolitiikan välinein sekä vielä finanssipolitiikallakin. Koron ohella luottojen kasvua voidaan hillitä vakuuksilla ja muilla luottoehdoilla, pankkien oman pääoman vaatimuksilla, julkisen vallan veroratkaisuilla, ym. interventioilla, ainakin vahvoilla verbaalisilla interventioilla, mm. rajaamalla julkisen vallan tukilupauksia. Myös keskuspankki voi käyttää entisiä epätavanomaisia menetelmiä. On esimerkiksi mahdollista vaatia kuplien torjunnassa korottomia talletuksia keskuspankkiin niiden luottojen vastineena, joissa vakuutena käytetään osakkeita, kiinteistöjä tai asuntoja.

Toisaalta ei kuplia ole tarpeen eikä aiheellistakaan täysin torjua, ei myöskään niiden puhkeamista. Se, että kohtuullinen kupla paisuu ja ikävästi puhkeaakin silloin tällöin aiheuttaen vahinkoja pelureille, on aivan asiallista ja jopa välttämätöntä markkinoiden kunnollisen toiminnan kannalta. Pieni rytinä silloin tällöin pitää riskilisät realistisina ja käyttäytymisen varovaisena. On käytännössä täysin mahdoton ajatus, että julkinen valta poistaisi suhteellisen vapailta rahoitusmarkkinoilta riskit pääosin tai edes kuplariskit. Näin voi tehdä vain suunnitelmataloudessa, eikä tietysti siinäkään. Tällaisilla riskittömillä markkinoilla ongelmana on käytännössä riskien syntyminen kuitenkin jotakin kautta pitkän vakaan kauden aikana mm. suurten velka- ja likviditeettivarantojen kertyessä. Amerikkalaisten paljon kiittelemä ja joidenkin lähimain loputtomaksi ennustelema vuosituhannen vaihteen seudun pitkäaikainen ns. suuri vakauden kausi (great moderation) päättyi sekin lopuksi rytinään vuosina 2007–2008.

Rahoitusmarkkinoiden kriisiherkkyys

Oikeastaan koko ajan maailmantaloudessa jossakin maassa tai joissakin maissa on rahoituskriisin tyyppisiä ongelmia. On myös ajoittain laajoja, maasta ja maanosasta toiseen leviäviä pankki- ja talouskriisejä. Monet maat ovat jopa mukana kansainvälisissä konflikteissa ja suoranaisissa sodissa, jotka panevat rahoitusjärjestelmän kovalle koetukselle.

Kehittyneetkin rahataloudet ajautuvat ajoittain kriiseihin. Tämä on erikoista, koska kriiseistä on paljon kokemuksia ja kyky ohjata taloutta on hyvä. Yleensä kriisin syyt ovat kaikissa osapuolissa. Yrityksissä ja kotitalouksissa on aina halukkuutta riskipitoiseen ylivelkaantumiseen. Yksityisissä pankeissa on osa, joka turvautuu aggressiiviseen laajenemisstrategiaan, ja sitä muukin pankkisektori ajoittain harhautuu seuraamaan. Kansainvälisessä rahoituksessa on epätasapainoja, ja lyhytaikaiset sijoitukset ovat suuria ja epävakaita. Valtiot elvyttävät ja velkaantuvat. Keskuspankkeihin kohdistuu lähes jatkuvan paine löysään politiikkaan päin poliitikkojen, tiedotusvälineiden, markkinoiden ja yleisön suunnalta, jolloin talouden rahoitus laajenee liikaa. Jossakin vaiheessa ollaan

velkaongelmissa, jotka ehkä melko pienikin vaikeasti ennakoitava häiriö laukaisee laajenevaksi kriisiksi.

Nykyaikaiset markkinat ovat laajat, herkät ja heikosti läpinäkyvät. Uusia hankalasti hallittavia instrumentteja luodaan kaiken aikaa. Kaikesta viisaudesta ja kokemuksesta huolimatta yhä uudelleen kompastellaan, ja ehkä kerran sukupolvessa ollaan todella pahoissa vaikeuksissa. Vaikka kriisien todennäköisyyttä pystytään jonkin verran ennakoimaan, niiden täsmällinen alkamisen syy ja ajoitus tulevat aina yllätyksenä. Usein kriisi kärjistyy myös rahapolitiikan vuoksi, kun liian löysän kauden jälkeen lopulta myöhässä ryhdytään voimakkaasti kiristämään politiikkaa.

Erityisesti monilla kehittyvillä talouksilla on pysyviäkin vaikeuksia pitää talouttaan järjestyksessä. Taloutta leimaavat vahva valtion toteuttama säännöstely, inflaatio, tehottomuus ja korruptio. Rahoitustoiminta voi olla yksikertaista, pankit ovat pieniä ja epävakaita. Keskuspankin setelistön merkitys maksujärjestelmässä on suuri. Kilpailukyky on heikko ja valuuttakurssin vaihtelu suurta.

Hyvin toimivat rahoitusmarkkinat vaativat hyvin toimivat yhteiskunnan perusrakenteet. Oleellisia ovat poliittinen vakaus ja oikeusturva. Jos maassa ei ole kohtuullisesti toimivaa hallintoa eikä yleistä turvallisuutta, ei siellä ole myöskään kunnollisia rahoitusmarkkinoita. Vakauteen ja oikeusturvaan sekä korruption vastaisuuteen liittyy väistämättä vapaiden tiedotusvälineiden olemassaolo. Tärkeitä ovat myös kehittynyt liikemoraali sekä vakaa ja toimiva oikeuslaitos. Maassa on oltava kohtuullinen yritystoimintaa ja rahoitusinstituutioita koskeva lainsäädäntö, konkurssilainsäädäntö jne. Rahoitustoiminta perustuu luottamukseen ja sopimuksiin sekä niiden pitävyyteen jopa yli vuosikymmenien. Ellei tehdä selvää eroa tulonsiirtorahoituksen, oman pääoman ehtoisen rahoituksen ja luottorahoituksen välillä, taloudessa joudutaan maksamaan suuret luottojen riskilisät.

Monien maiden markkinoita leimaavat heikosti toimivat rahoitusinstituutiot. Rahoitustoiminta vaatii melkoisen taitotiedon. Menestyksellisen rahoitustoiminnan ehtona on myös ennustettavasti toimiva finanssi- ja rahapolitiikka. Rahoitusmarkkinat eivät toimi hyperinflaatiossa. Monissa instituutioiltaan heikosti kehittyneissä talouksissa ns. inflaatiovero on keskeinen valtion tulonlähde, kun verotus ei kunnolla toimi. Inflaatiovero on sukua setelirahoitukselle. Valtio rahoittaa menonsa lainaamalla inflatorisella tavalla keskuspankista tai pankeista. Reaalisesti valtion menot tulevat rahoitetuksi siten, että inflaatio siirtää yleisön reaalisen ostovoiman velkaa pyörittävälle valtiolle. Mitä nopeammin yleisö pyrkii inflaatiotaloudessa eroon valtion alijäämästä syntyvistä rahoistaan, sitä nopeammin inflaatio pyörii ja vie rahojen ostovoimaa.

Joissakin kehittyvissä talouksissa on löysän, populistisen talouspolitiikan perinne. Jatkuva elvyttävä finanssi- ja rahapolitiikka johtaa tyypillisesti ylivelkaantumiseen ja inflaatioon, joka vie ulkomaisen kilpailukyvyn. Näiden kahden tekijän yhdistelmä on erittäin vaikea hoitaa, ja tulos on melkein poikkeuksetta velkakriisi. Erityisen vaarallinen velkaantumismuoto heikolle taloudelle on ulkomainen rahoitus ja siinä erityisesti lyhytaikainen pankki- tai rahastorahoitus. Tämä raha hakee hetkellisiä suuria tuottoja, mutta ongelmien ilmetessä se pyrkii nopeimmin pois maasta. Tämä laukaisee usein velkakriisin.

Rahoitustoiminnan häiriöt

Rahoituslaitosten ja -markkinoiden toiminta kokee normaalioloissakin monenlaisia katkoksia ja toiminnan häiriöitä. Maksuliikkeessä sattuu lyhyitä katkoksia, on uudistus- ja huoltotöitä, tietojen käsittely häiriintyy, virukset sekoittavat toimintoja, henkilöstö voi lakkoilla jne. Tällaisia rutiinihäiriöitä varten on varajärjestelmiä ja varajärjestelyjä, mutta myös asiakasyleisö joutuu ajoittain sopeutumaan pieniin katkoksiin. Normaalit häiriöt hoituvat ilman isoja ongelmia koko järjestelmän kannalta. Myös vakavampia häiriöitä voi sattua normaalioloissakin. Pankin tai jopa useiden pankkien keskeiset toiminnot häiriy-

tyvät suuronnettomuudessa, esimerkiksi suuressa tulipalossa tai terrori-iskussa. Nykyisin on varauduttava myös maailmanlaajuisiin sairausepidemioihin, pandemioihin. Vakava pandemia saattaisi lamauttaa laajasti raha- ja rahoituslaitosten työntekijät.

Markkinahäiriöt ovat yleensä kuitenkin taloudellisia. Keskeinen pankki tai koko rahajärjestelmä ajautuu kriisiin. Pankin voi olla vaikea saada markkinoilta uutta rahoitusta, sen riskipreemio kasvaa ja rasittaa edelleen sen tulosta. Kun oman pääoman minimi uhkaa alittua, pankin olemassaolo joutuu vaaraan. Jos kriisi ei hoidu pelkästään rahoituslaitoksen omilla toimilla, viranomaiset puuttuvat tilanteeseen. Näitä tilanteita varten on erilaisia järjestelmiä. Pelkkä tilapäinen likviditeetin vajaus hoituu todennäköisesti normaalin keskuspankkirahoituksen turvin, mutta mahdollisesti keskuspankki joutuu antamaan myös poikkeuksellista likviditeettitukea. Tällaisia varten on etukäteen varauduttu keskuspankkien erityisjärjestelyillä. Keskuspankit antavat kuitenkin periaatteessa vain likviditeettitukea. Likviditeetin ja vakavaraisuuden tukemisen raja on epäselvä. Kriisipankin likviditeettihäiriö kärjistyy nopeasti vakavaraisuuskysymykseksi, koska pankki joutuu maksamaan markkinarahoituksestaan ylivoimaisen suurta riskilisää. Tuki saattaa lopulta realisoitua vakuuksien käytöstä huolimatta keskuspankin osittaiseksi tappioksi.

Oman pääoman riittävyyttä koskevan kriisin sattuessa pankilla on myös mahdollisuus supistaa tasettaan, jolloin se saa vakavaraisuussuhteensa säilymään. Se vähentää sijoituksiaan myymällä arvopapereita, kiinteistöjä ja mahdollisesti supistaa myös velkakirjamuotoista luotonantoaan. Näin se saa myös parannetuksi likviditeettiään. Sikäli kuin oman pääoman riittävyyttä koskevaan kriisiin joutuu suuria pankkeja ja maan pankkijärjestelmä yleisesti, taloutta kohtaa ns. luottolama (tämä termi tarkoittaa nimenomaan tällaista tilannetta). Pankeilla ei ole edellytyksiä normaaliinkaan luotonantoon, vaikka luottokelpoisia asiakkaita olisi. Lisäksi pankkien sijoitusten myynti painaa varallisuusarvoja ja syventää lamaa. Kansantalouden vauriot uhkaavat kasvaa suuriksi.

Luottolaman uhkaan valtio joutuu puuttumaan, ja tällöin kysymys on todennäköisesti suuresta summasta veronmaksajien rahoja. Tilanne on poliittisesti vaikea, mutta veronmaksajien kannalta vaurioiden korvaaminen yhteisistä varoista on melko varmasti pienempi paha kuin syvenevä talouden syöksykierre. Kriisin ennakoiminen on vaikeaa, sen tarkkaa luonnetta, syvyyttä ja kestoa ei tiedetä ja toimenpiteiden valmistelu vie aikaa. Toisaalta rahoitus- ja valuuttamarkkinat reagoivat kriisiin nopeasti. Toimenpiteet osoittautuvat ehkä joko liian vaisuiksi tai liian jyrkiksi.

Tukitoimia koskeva uutisointi on usein epäselvää sikäli, että uutisessa ei selvitetä, onko valtion rahojen käytön osalta kyseessä likviditeetin tueksi annettu laina, oman pääoman ehtoinen sijoitus vai jo lopullinen veronmaksajien rahojen menetys. Tiedotusvälineissä näitä aivan eriluonteisia tukia on usein laskettu yhteen. Ainakin alkuvaiheessa on kyseessä yleensä vain lainamuotoinen likviditeettituki, jonka ei tarvitse merkitä menetystä veronmaksajille. Valtio rahoittaa antamansa rahoitustuen alkuvaiheessa omalla lainanotollaan. Lainoihin ja pääomasijoituksiin liittyvä mahdollinen menetys ja sen suuruus selviävät ehkä vasta vuosia myöhemmin, kun niistä takaisin saatu rahoitus selviää. Joskus tukitoimista tulee loppujen lopuksi valtioille tuottoja.

Varsinainen pankkien vakavaraisuuteen kohdistuva rahoitustuki tai lopullisesti menetetty tappioiden kattamisrahoitus tulee valtiovarainministeriöltä. Tätä tukea on annettu erilaisin menetelmin, joista keskeisimpiä ovat olleet seuraavat.

1. Pääomasijoitus pankkeihin joko pääomalainalla tai ostaen pankin osakkeita alhaisella osakekurssilla tai pankin kansallistaminen kokonaan.
2. Pankille ja pankkijärjestelmälle annetaan valtion takaus (Suomessa pankkiponsi vuonna 1993).
3. Kriisipankkien hoitamattomia lainoja ym. ostetaan alhaisella hinnalla erityiseen varainhoitoyhtiöön, roskapankkiin.
4. Pankkeja lopetetaan kokonaan, esimerkiksi myymällä niiden osat erikseen.

Joiltakin osin kaikkia näitä menetelmiä käytettiin myös Suomen pankkikriisissä 1990-luvun alkupuolella. Kriisitilanteessa, markkinoiden pahasti häiriydyttyä, operaatioiden hinnoittelu ja laajuus ovat vaikeita kaikissa vaihtoehdoissa. Usein päätöksiä joudutaan tekemään hyvin nopeasti, vajavaisin tiedoin ja vakavan kriisin kaatuessa päälle kriisiviikonloppuna. Jälkeenpäin päättäjien saama kritiikki on usein kovaa, onhan veronmaksajien varoja mennyt paljon.

Sikäli kuin pankkien ongelmat aiheutuvat joidenkin luotonottajaryhmien maksuvaikeuksista, julkinen valta voisi usein tukea pikemminkin suoraan näitä ryhmiä. Varsinkin asuntovelkaisten kotitalouksien sekä velkaongelmiin joutuneiden pienten ja keskisuurten yritysten suora tuki saattaisi vähentää kansantalouden kokemia vaurioita tuntuvasti.

Säännöstelyn harkinnan vaikeus

Vakavimmillaan kansantalous ja rahoituslaitokset voivat joutua poikkeusoloihin, joissa kriisi johtuu muista kuin taloudellisista tekijöistä. Suomessa näitä oloja säätelee erityinen valmiuslaki ja vielä vakavampaa tilannetta varten on sotatilalaki. Valmiuslain mukaisia poikkeusoloja ovat sellaiset kuin ydinonnettomuus, ulkomaankaupan estyminen, vakavat sairausepidemiat ja sodanuhka tai sota. Valmiuslakia ei siis voida soveltaa normaaleissa talouskriiseissä.

Valmiuslain mukaisissa kriiseissä on julkisen vallan mahdollista turvautua poikkeustoimiin, mm. hyödykemarkkinoiden, rahoitusmarkkinoiden ja ulkomaisten pääomanliikkeiden sääntelyyn tai suoranaiseen määrälliseen säännöstelyyn. Säännöstelyn tyyppiseen toimintaan mentäisiin varmaan vain todella pakottavissa tilanteissa. Selvin, joskaan ei vielä itsestään selvä, olisi säännöstelyn tarve sotatilan tyyppisissä oloissa. Kehittyneissä talouksissa on laaja-alainen markkinoiden toiminnan ohjaaminen, jopa säännöstelyn kautta, monistakin syistä poissuljettu aivan pahimpia kriisejä lukuun ottamatta. Merkittävän markkinoihin puuttumisen estävät kansainväliset sopimukset, sääntelytoimien taloudellinen kyseenalaisuus ja niiden toteuttamisen vaikeus käytännössä. Euromaissa rahoitusmarkkinoiden säännöstely vaatii EKP:n myötävaikutusta.

Markkinoihin puuttuminen äkkinäisellä säännöstelyllä on nykymaailmassa erittäin vaikeaa. Rahoituslaitokset ja yritykset ovat kansainvälistyneet, niillä on toimintoja lukuisissa maissa ja jopa keskeiset pääkonttoritoiminnot voivat olla hajautettuina eri maissa. Tehtäviä on siirretty alihankkijoille, ja toimintoja on ulkoistettu ympäri maailmaa. Toimialojen rajat ovat erilaisia määräyksiä ajatellen hämärtyneet ja rahoitusinstrumentit monimutkaistuneet. Valuuttaraja – ja ehkä kymmeniäkin valuuttarajoja – menee yrityksen sisällä. Tosin yritykset joutuvat mm. verotuksen ja tilastoinnin vuoksi tekemään rajankäynnin eri maissa tapahtuvien toimintojen osalta. Joka tapauksessa tehokkaiden sääntelyn luonteisten, mutta samalla markkinoiden kannalta neutraalien säädösten laatiminen on vaikeaa ja käytännössä edes kohtuullisen tyydyttävästi mahdotontakin.

Kriisin alkuvaihe ja välitön spekulaatio ovat vaikeita hallittaviksi. Periaatteessa valtavat määrät likviditeettiä voisi lähteä maasta muutamissa tunneissa, mutta vain, jos likviditeetin säätelyjärjestelmä tämän sallii. Tosiasiassa – vastoin yleistä käsitystä – tällainen nopea rajaton pääomapako ei ole mahdollinen. Pääomapakohan on jotenkin rahoitettava, ja valuutaltaan itsenäisen maan viranomaisten resurssit loppuvat nopeasti, jolloin siirto ulkomaille ei onnistu. Erittäin suuri pääomapako on mahdollinen oikeastaan vain yksittäisestä euromaasta, sillä euroalueen keskuspankkijärjestelmä joutuu sen käytännössä rahoittamaan. Sen sijaan valuutaltaan itsenäisen maan valuuttakurssi romahtaa valuuttakurssijärjestelmästä riippumatta.

On epäselvää, miten tällaisesta rajusta häiriöstä selvitään. Markkinat voidaan sulkea muutamaksi päiväksi, mutta se ei paljon auta, kun vaikeudet ovat pitkäaikaisia. Jos viranomaiset eivät ehdi, halua tai osaa toimia, toteutuu markkinaratkaisu eli yksityinen säännöstely. Pankeilta loppuu likviditeetti, ja ne joutuvat panemaan lapun luukulle. On

erittäin vaikea katkaista erityisesti ulkomainen rahoitustoiminta tai rajoittaa sitä jyrkästi aiheuttamatta suurta sekaannusta.

Rahatalouden kannalta tärkeintä on maksuliikkeen toimiminen niin kotitalouksien kauppa-asioissa kuin yritysten välilläkin. Jos maksuliike pysähtyy, koko talous pysähtyy. Pankkien on toimittava, ja talletustileillä on voitava operoida kaikissa oloissa ilman pitkiä katkoja. Tietoverkoissa, sähkön saannissa ja monessa muussa ei saa olla pitkiä häiriöitä. Ulkomaisen maksuliikkeen jatkuminen on tärkeää. Valtion on voitava hoitaa maksunsa. Todella vakavassa kriisissä rahoitustoiminnot on pyrittävä toteuttamaan kansantalouden ja sosiaalisten olojen kannalta tärkeysjärjestyksessä.

Maksuliikkeessä voidaan palata vain rajoitetusti setelistöön. Yritykset eivät voi toimia setelikassojen turvin. Pankkien luottotoiminnassa, vakuutuslaitosten, arvopaperimarkkinoiden, pörssin ym. toiminnassa voidaan sallia kriisitilanteissa katkoksia. Jatkuessaan katkokset kasaavat vaikeuksia kaikille osapuolille. Rahoitusvaateita ei ole monilta osin paperidokumentteina vaan pelkästään tietojärjestelmissä tilikirjauksina. Siksi kriisivalmisteluissa on kiinnitetty erityistä huomiota siihen, että rahoitusvaateista on riittävästi varmuuskopioita, etteivät tällaiset tiedot voi hävitä lopullisesti.

Tärkeä peruste säännöstelystä pidättymiselle on myös, että säännöstelyn purkaminen on hankalaa ja riskialtista. Säännöstelyn turvaverkkojen poistaminen altistaa yritykset ja kotitaloudet testiin, josta ne eivät kansainvälisen kokemuksen mukaan usein selviä ilman vakavia häiriöitä.

Säännöstelyn toteuttaminen

Kehittyneen länsimaailman ulkopuolella säännöstely on yhä arkipäivää. Noin 2/3 maailman maista säännöstelee raha- ja valuuttapoliittisessa tarkoituksessa ainakin jossakin määrin kotimaista rahoitustaan sekä ulkomaisia pääomanliikkeitään ja valuuttamarkkinatoimintoja. Säännöstelytalous perustuu haluun ohjata taloutta ja sen tasapainoa keskitetysti rajoittaen voimakkaasti markkinoiden vaikutusta. Rahoitusta ohjataan yleensä poliittisesti valittuihin kohteisiin, paljolti valtion kautta. Äärimmillään rahoitus menee sodan tai lähes vastaavan vakavan kriisin aikana paljolti sen aiheuttamiin kustannuksiin.

Säännöstely on eriasteista. Säännöstelyn laajuutta ja tiukkuutta on vaikea arvioida. IMF on yrittänyt laatia eri maiden säännöstelyn astetta kuvaavia indeksejä. Kansainväliset vertailut ovat hankalia, koska säännösten kokonaiskuva on yleensä hämärä ja niiden soveltaminen vaihtelee. Säännöksiä sovelletaan tiukemmin tai löysemmin ja niitä kierretään, laillisesti tai laittomasti. Rahoitustoimia voidaan estää myös kustannusrasitteilla eli niihin liitetyillä korottomilla talletusvelvoitteilla tai suoranaisilla veroilla. Myös hallinnollista byrokratiaa, aikaa vievää jarrutusta ym. voidaan käyttää pääomanliikkeiden samoin kuin kaupan esteenä.

Rahoitus- ja valuuttamarkkinoita säännösteltäessä voidaan määrätä, ja usein myös määrätään, kaikki kolme seuraavista keskeisistä kokonaistaloudellisista muuttujista: valuuttakurssi, kotimainen korkotaso ja rahoituksen määrä. Vapailla markkinoilla näistä voidaan talouspolitiikalla määrätä vain yksi tai kaksi ja kolmas määräytyy vapaasti.

Kotimaisten rahoitusmarkkinoiden määrien ja korkojen säännöstely on käytännössä helpompaa kuin ulkomaisten osapuolien kanssa tehtävien toimien ohjaus. Ulkomaisten pääomanliikkeiden sääntelykin voi käydä helpoimmin sitomalla kotimaista rahoitusta, lähinnä rajoittamalla talletusten ja muiden sijoitusten nostoja. Kotimaisia korkoja yleensä säädellään voimakkaasti, eli ne kiinnitetään hyvin mataliksi. Vakavimmissa kriiseissä säännöstellään lisenssijärjestelmin ulkomaankauppaa ja muita vaihtotaseen eriä.

Tiukka pääomanliikkeitä ja valuuttatoimia koskeva säännöstelyjärjestelmä perustuu käytännössä väistämättä länsimaiden lainsäädännössä poikkeukselliseen negatiiviseen periaatteeseen, eli pääsääntönä oli yleiskielto: säädöksissä määrätään, mikä oli sallittua, ja kaikki muu on kiellettyä. Yleiskielto eristää maan valuuttamarkkinat ja pääomanliikkeet sekä korot laajasti kansainvälisistä markkinoista. Markkinoiden kehittyessä sää-

döskokoelma paisuu suureksi. Säännöstelyn loppuvaiheessa siirrytäänkin normaaliin positiiviseen periaatteeseen, eli kaikki on sallittua, paitsi se, mikä nimenomaan kielletään.

Pääomanliikkeiden tiukan säännöstelyn pääperiaatteet ovat yleensä seuraavantapaisia: Pitkäaikaiset sijoitus- ja velkaoperaatiot sekä kotimaahan että ulkomaille vaativat viranomaisilta sopimuskohtaisen luvan. Lupia annetaan välttämättömiin tarkoituksiin ja lähinnä reaali-investointeihin. Lyhytaikaiset finanssisijoitukset, kuten ulkomaiset talletukset, ovat pääosin kiellettyjä kumpaankin suuntaan, samoin erilaiset johdannaissopimukset. Viennistä ja luvallisista ulkomaisista lainoista saadut valuutat tulee kotiuttaa määräajassa kotimaiseen pankkiin ja vaihtaa kotimaanrahaan, eli on saatettu voimaan ns. kotiuttamisvelvollisuus. Merkittävistä pääomanliikkeiden eristä suhteellisen vapaina, ehkä ajallisesti tai määrällisesti rajoitettuina, on ulkomaankauppaan välittömästi liittyvä rahoitus maksuaikojen muodossa tai muutenkin. Matkavaluutalle asetetaan kiintiöitä tai yksittäislupia. Tilanteiden mukaan lupia myönnetään välillä tiukemmin, välillä löysemmin.

Säännöstelyjärjestelmälle on tyypillistä, että pankit toimivat ahtaissa rajoissa. Luottojen määriä ja kohdentamista säädellään suoraan tai epäsuorasti, pankkien anto- ja ottolainauskorkoja – ja siis korkomarginaalia – säädellään, lisäksi yleensä otto- ja antolainauskorkoja ohjataan verotuksella. Pankkien ulkomaisille erille ja valuutta-asemalle asetetaan rajoja. Myös pankkien palvelumaksuja kontrolloidaan. Pankkien likviditeetti turvataan keskuspankkirahoituksella, jota ehkä käytetään myös pankkitoiminnan ohjaukseen erilaisia marginaalikorkojärjestelmiä soveltamalla.

Laaja-alainen säännöstely vaatii talousennusteen, jota voi olla kriisitilanteissa vaikea tehdä. Siihen olisi liitettävä rahoitusennuste kaikista keskeisistä sektoreista. Tämän realistisuutta on arvioita vallitsevien rahoitusrajoitteiden mukaisesti. Tässä kehikossa on hahmoteltava ja kohdennettava välttämättömät rahoitusvirrat. Eriasteisin lupajärjestelmin on pyrittävä kiintiöimään nämä virrat yksittäisiksi rahoitustoimiksi.

Säännöstely vuotaa. Useissa säännöstelevissä maissa taloudellinen moraali on huono ja korruptio kukoistaa. Maksutasetilastotkin tilastoeroineen osoittavat, että laittomia rahoitustoimia ja pääomansiirtoja on paljon. Rajanveto sallitun ja kielletyn välillä on minkä tahansa hyödykkeen säännöstelyssä vaikeaa, ja erityisen vaikeaa se on rahoituksessa rahoituskanavien ja instrumenttien suuren jouston vuoksi. Mitä kansainvälisemmäksi ja kehittyneemmäksi talous käy, sitä hankalampaa on säännöstely. Tosin talouden ja tekniikan kehittyessä myös kontrollimahdollisuudet paranevat, esimerkiksi mahdollisuudet valvoa maksuliikettä. Säädösten laillinen kiertäminen helpottuu markkinoiden kehittyessä ja kiertomahdollisuuksien näin lisääntyessä. Loppuvaiheessa turhautuminen säännöstelyn vuotamiseen todennäköisesti vauhdittaa viimeisten rajoitusten poistamista.

Rahoituksen määrällinen säännöstely vaikuttaa monella tavoin talouden toimintaan. Tämä on otettava huomioon silloin, kun analysoidaan säännösteltyjä kehittyviä talouksia. Normaalit markkinatalouden käyttäytymiskaavat eivät välttämättä päde. Esimerkiksi vaihtotaseen tulkinta muuttuu, jos ulkomaisia pääomanliikkeitä säännellään tiukasti. Tällöin vaihtoaseen alijäämää ja sen kehitystä on tulkittava vain varovasti ulkomaakaupasta, esimerkiksi hintakilpailukyvystä käsin. Vaihtotaseen vajehan rajautuu pitkälle jo siitä, että sen rahoittavat pääomanliikkeet on rajattu. Tätä tosiasiaa Suomessakin hyödynnettiin vaihtotaseen vajeen rajoittamisessa 1970-luvulla.

Vaikka valuuttamarkkinatoiminnot ja pääomanliikkeet ovat länsimaissa vapaita, on näissäkin maissa yhä jonkinlaisia rajoituksia. Ne perustuvat yleensä veronkierron, rahanpesun (rikollisella toiminnalla hankittujen varojen siirtäminen normaaleiksi sijoituksiksi) tai muun laittoman toiminnan estämiseen. Lisäksi on mm. YK:n asettamia rajoituksia taloudelliselle toiminnalle joidenkin maiden kanssa. Näiden myötä jonkinasteisia rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden valvontajärjestelmiä on kaikissa maissa.

Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen

Länsimaiden rahoitus- ja valuuttamarkkinat toimivat nykyisin ilman säännöstelyä, ja muukin sääntely on suhteellisen lievää, varmaan osin liiankin lievää. Kuitenkin länsimaiden markkinoiden vapaus on enimmäkseen viime vuosikymmenien tulosta. Kotimainen rahoitus vapautettiin tosin yleisesti jo toisen maailmansodan jälkeen. Reservivaluuttamaana Yhdysvallat oli suhteellisen vapaa ulkomaisilta pääomanliikkeiltään jo varhain, mutta useimmat muut länsimaat vapauttivat keskeiset ulkomaiset pääomanliikkeensä vasta 1970–1980-luvulla. Monissa kehittyvissä talouksissakin on yleensä siirrytty vapaampaan suuntaan. Itse asiassa kaikkein vapaimmat maat löytyvätkin kehittyvistä talouksista. Nämä maat toimivat usein veroparatiiseina, joissa liikkuu paljon kyseenalaisin operaatioin (vero- ym. säädösten kierron kautta) syntynyttä harmaata ja täysin rikollista rahaa.

Rahoitus- ja valuuttamarkkinat on vapautettu joissakin maissa nopeasti, melkein kertaratkaisuna. Yleensä kuitenkin pelätään tällaiseen ratkaisuun liittyviä vakausriskejä, joten liberalisointi pyritään toteuttamaan varovasti vaiheittain. Vaikka pääsuunta säännöstelyssä on ollut yleisesti – muun muassa IMF:n ja muiden kansainvälisten järjestöjen suositusten perusteella – vähittäiseen vapautumiseen päin, on säännöstelyä vaikeuksin myötä usein myös kiristetty. IMF:kin hyväksyy vaikeissa tilanteissa väliaikaisen säännöstelyn.

Eri markkinoiden vapauttaminen määräytyy osin sen mukaan, miten talouspolitiikan ohjausjärjestelmää halutaan muuttaa markkinoiden vapautuessa. Rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden vapautuessa talouspolitiikan mahdollisuudet rajautuvat oleellisesti. Kun pääomanliikkeet vapautetaan, pitäisi olla valmius joko luopua kiinteästä valuuttakurssista tai omasta korkopolitiikasta. Näin ei kuitenkaan käytännön poliittisissa realiteeteissa välttämättä tehdä. Niinpä joudutaan vaikeaan tasapainoiluun poliittisesti ohjatun valuuttakurssin ja korkopolitiikan välillä.

Markkinoiden liberalisoinnissa voidaan edetä monin eri tavoin. Yksittäisiä toimenpiteitä joudutaan harkitsemaan ainakin seuraavista näkökulmista: vapautetaanko ensin kotimaiset rahoitusmarkkinat (määrällinen kehitys, luottokorot, talletuskorot, vääristävä verotus) vai ulkomaiset pääomanliikkeet ja valuuttamarkkinat, sekä toiseksi, missä järjestyksessä maturiteetiltaan tai muilta ominaisuuksiltaan eri markkinat vapautetaan (lyhytaikainen rahoitus, pitkäaikainen rahoitus, eri sektoreiden rahoitus, johdannaismarkkinat jne.).

Yleensä on lähdetty siitä, että kotimaiset rahoitusmarkkinat tulisi vapauttaa ensin. Ne olisivat näin valmiimmat ottamaan vastaan talouden avautumisesta aiheutuvat paineet. Toisaalta on myös esitetty, että pääomanliikkeiden vapauttaminen ensin pakottaisi kotimaanmarkkinat sopeutumaan nopeasti. Yleensä kuitenkin sekä kotimaisia markkinoita että valuuttamarkkinoita ja pääomanliikkeitä vapautetaan vaihtelevasti rinnakkain. Normaalisti kotimaanmarkkinoiden tärkeimmät vapauttamistoimet etenevät jonkin verran etuajassa.

Yleinen kansainvälinen käytäntö on, että pääoman tuontia ollaan valmiimpia vapauttamaan nopeammin kuin pääoman vientiä. Tavallisesti on ensi vaiheessa vapautettu yritysten ja rahoituslaitosten pitkäaikaisia, ulkomaanrahan määräisiä operaatioita. Toisaalta voi olla paineita jatkaa rakenteellisten kriteerien painotusta sekä pääoman tuonnissa että pääoman viennissä. Pankkien mahdollisuutta antaa lainoja ulkomaille väljennetään vähitellen. Valuuttatermiinisopimuksia sallitaan ehkä rajoitetusti kaupallisten riskien suojaukseen jo aikaisessa vaiheessa, mutta vapaaksi johdannaiset tehdään vasta viime vaiheessa.

Oman valuutan määräisten erien vapauttamista pyritään yleensä viivästämään, koska näin voidaan rajata ulkomaalaisten operaatioita kotimaan rahamarkkinoilla. Pitkäaikaisen kotimaanrahan määräisen rahoituksen vapautuminen johtaa vastaavan kotimaisen koron kansainvälistymiseen, joten maa menettää tältä osin taloudellista itsenäi-

syyttään. Pitkäaikaiset erät eivät toisaalta aiheuta kovin paljon kotimaisen likviditeetin epävakautta.

Pankkien ja yritysten likvidien erien vapauttaminen on tärkeä kysymys oman rahapolitiikan toteuttamisen kannalta. Jos likvidien erien vaihteluvara on ulkomaisten sijoittajien vuoksi suuri, valuuttavaranto asettaa kiinteän tai ohjatun valuuttakurssin tapauksessa ahtaan rajan politiikalle. Revalvaatiospekulaatiot vaikeuttivat likviditeetin hallintaa ja aiheuttavat ylikuumenemisriskejä. Toisaalta ulkomaalaisten tulo kotimaisille rahamarkkinoille voi vakauttaakin näitä markkinoita, jos ulkomaalaisten operaatiot ovat vastapainona kotimaisille spekulaatioille. Kansainvälistymisen myötä rahalle syntyvät kansainväliset markkinat. Valuutalla ryhdytään käymään kauppaa maan rajojen ulkopuolella. Säännöstelyä on usein eri maissa kiristetty uudelleen, kun vapautustoimien on katsottu vaarantavan likviditeetin kehitystä ja rahapolitiikan mahdollisuuksia.

Keskeisiin talouspoliittisiin ratkaisuihin liberalisointiprosessissa kuuluvat päätökset siitä, millaisia veroratkaisuja siinä yhteydessä tulisi tehdä. Säännöstelykauteen tyypillisesti liittyvistä, velkaantumista suosineista veroeduista pitäisi luopua aikaisessa vaiheessa.

Markkinoiden liberalisoinnista seuraa usein vakavia tasapaino-ongelmia, jopa syviä kriisejä, kuten Pohjoismaissa 1990-luvun alussa. Säännöstelyn padot murtuvat. Pankit ja niiden asiakkaat eivät malta pysyä varovaisina uusissa vapaissa oloissa. Myös viranomaiset voivat olla heikosti valmistautuneita rahoitusjärjestelmän epävakauteen ja uudenlaiseen talouspolitiikan ohjaukseen. Paljon riippuu myös maan ulkoisista olosuhteista ja kansainvälisestä suhdannevaiheesta. Monet maat ovat selvinneet edullisten olosuhteiden turvin ilman suuria häiriöitä markkinoiden vapauttamisesta, jopa nopeasta vapauttamisesta. Kelluva valuuttakurssi helpottaa yleensä oleellisesti sopeutumista uuteen tilanteeseen.

Tobinin vero

Suhtautumisessa rahoitusmarkkinoihin ja erityisesti valuuttamarkkinoihin on havaittavissa laaja kirjo vapaiden markkinoiden ylistämisestä niiden lähes täydelliseen tuomitsemiseen. Länsimaissa pääomanliikkeet ja valuuttamarkkinatoiminnot ovat varsin vapaat. Joitakin kotimaisia rahoitustoimia on verotettu, esimerkiksi osakkeiden pörssikauppaa, mutta yleisesti markkinaoperaatioita ei veroteta, vaikka joskus säännöstelyn aikana sitäkin on tehty. Valuuttamarkkinoita säädellään tai ainakin seurataan lähinnä vain riskien vähentämiseksi ja rikollisten toimintojen ehkäisemiseksi.

Valuutta- ja rahoitusmarkkinoiden laajuus ja spekulatiivisuus ovat nostaneet esiin vaatimuksia näiden markkinoiden ohjaamiseksi tiukalla verotuksella. Ns. Tobinin vero on tietty yleisidea, mutta ilmeisesti esittäjänsäkin usein ymmärtävät sen huonosti. Ollaankin tekemisissä vaikean asian kanssa. Yleisesti ottaen Tobinin verolla pyrittäisiin hiekkaa rattaisiin heittämällä jarruttamaan herkkiä operaatioita, jolloin toivottaisiin valuuttakurssi- ja rahoituskehityksen vakaantuvan. Perusajatus on ymmärrettävä, ja Tobinin verolla on laajaa poliittista kannatusta. Tällainen vero on joissakin maissa ehdollisena yleislakina jopa hyväksytty, eli sovellettavaksi, mikäli vastaava laki tulisi kansainvälisesti laajasti käyttöön.

Tobinin veron käyttöönottoa harkittaessa tulisi täsmentää, mihin sillä pyritään ja mihin se kohdennetaan. Verolle on esitetty erilaisia tavoitteita. Alkuperäinen Tobinin ajatus oli jarruttaa verolla ulkomaisia pääomanliikkeitä ja niiden rahamarkkinavaikutuksia. Esitys tuli 1970-luvun alussa, jolloin länsimaissakin vielä oli laajasti rahoitusmarkkinoiden säännöstelyä ja ulkomaiset pääomanliikkeet olivat vähäisiä. Verolla oli tarkoitus rajoittaa pääomanliikkeiden aiheuttamia rahamäärän vaihteluja ja tukea näin nimenomaan kotimaisen rahapolitiikan itsenäisyyttä.

Kuitenkin nykyisin Tobinin verolla tarkoitetaan usein vähän eri asioita. Nyt ideana olisi jarruttaa valuutanvaihtoa tai aktiivisia kotimaisia rahoitustoimia asettamalla niille

verorasitteita. Tällä uskotaan olevan spekulaatiota vähentävä ja mm. valuuttakurssia vakauttava vaikutus. On esitetty myös pientä veroa lähes kaikille rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden toimille, jolloin veron tavoitteena olisi estää lyhytaikainen, kapein marginaalein käytävä spekulatiivinen kauppa. Tällainen kaupankäynti on laajaa monilla markkinoilla, ja sitä voi pitää ehkä sosiaalisesti turhana ja eräiltä osin markkinoiden häiriöitä lisäävänä. Vaikka vero olisi pieni, prosentin murto-osia kaupan arvosta, se voisi tuottaa merkittäviä summia – ellei se todella lopeta laajasti kaupankäyntiä. Varmaan tällaistakin veroa kierrettäisiin paljon, ellei sitä saataisi laajasti eri maita koskevaksi, oikeastaan kattavasti globaaliksi. Jotkin EU-maat ovat jo vuosia valmistelleet jonkinlaista Tobinin veroa, ja yhtenä vaikeutena on ollut juuri veron mahdollinen ulottaminen ulkomaisiin toimijoihin.

Sikäli kuin Tobinin verolla tavoitellaan maksutaseen ulkomaisten erien verottamista, olisi päätettävä, halutaanko vakauttaa kotimaista likviditeettiä (tai korkoja) vai valuuttakurssia. Tämä painotus ratkaisee sen, mitä toimintoja veron tulisi periaatteessa määrätä. Jos verolla halutaan jarruttaa pääomanliikkeitä ja näin kotimaisen likviditeetin tai rahamäärän vaihtelua, se olisi kohdistettava likviditeettiin vaikuttaviin maksutaseen eriin. Pääomanliikkeisiin kohdistuva verotus olisi ehkä määriteltävissä, ainakin rajallisena. Sen sijaan verolain laatiminen valuuttakaupoille voi olla kovan työn takana. Valuuttamarkkinat sekä kotimaiset ja kansainväliset rahoitusmarkkinat ovat tavattoman laajat, kansainväliset ja herkkäliikkeiset. Instrumentteja ja rahoitustapoja on paljon, ne ovat eriluonteisia ja joustavasti muunneltavissa ja yhdisteltävissä. Markkinat toimivat keskeisten valuuttojen osalta erittäin pienin marginaalein.

Tobinin verolla on haluttu myös ylipäätään koota varoja kansainvälisiltä pankeilta, suuryrityksiltä ja valuuttapelureilta paitsi yleisesti valtiolle myös esimerkiksi köyhien maiden auttamiseen. Jos halutaan ensisijaisesti saada suurilta pankeilta tai muilta kansainvälisiltä yrityksiltä varoja kehitysapuun tai muihin hyviin tarkoituksiin, on varmasti syytä valita jokin paljon yksinkertaisempi veropohja. Yksittäisten rahoitustoimien ja operaatioiden verotus on hankalin mahdollinen veropohja mm. veronkierron ja markkinoiden häiriöiden kannalta. Oma erillinen kysymyksensä tietysti on, kuka veron viime kädessä maksaa. Maksaja on epäilemättä pääosin rahoitusmarkkinoiden perusasiakas. Tobinin veroon nähden eri asia on varsinkin vuosina 2007–2008 alkaneen rahoituskriisin yhteydessä kasvanut kiinnostus lisätä pankkien verotusta. Tämä tehtäisiin rahoitusmarkkinoiden yleisen vakauden parantamistarkoituksessa, ei yksittäisten rahoitustoimien rankaisuna.

Tobinin veroa on helppo kritisoida. Ensinnäkään ei ole mitään syytä uskoa, että verottaminen vaikuttaisi merkittävästi valuuttakurssia tai muitakaan markkinoita vakauttavasti. Markkina-aktiivisuuden supistaessaan vero mahdollisesti ajoittain lisäisi epävakautta. Valuutanvaihtovero aiheuttaisi kierto-operaatioita, ja sen vaikutus kurssikehitykseen voisi olla arvaamaton. Ei valuuttakurssi eikä mikään muu markkinahinta synny pelkästään kaupoista vaan ennen kaikkea odotuksista. Jos jokin kehittynyt vakaa maa ilmoittaisi äkkiä saattavansa voimaan valuuttamarkkinoilla merkittävän Tobinin veron, maan valuutan kurssi putoaisi tuntuvasti jo ennen ensimmäistä valuuttakauppaa. Ehkä Tobinin vero saattaisi vakauttaa kriisissä olevan kehittyvän talouden kehitystä.

Pyrittiinpä mihin tavoitteeseen tahansa yksittäisille rahoitustoimille asetetun veron määrittely mielekkäällä tavalla ja markkinoiden kannalta suhteellisen neutraalisti on erittäin vaikeaa. On tietysti ajateltavissa, että erittäin pieni vero kaikille mahdollisille operaatioille (myös vähittäiskaupan maksuille ja seteliautomaatin käytölle) jotenkin toimisi muuttamatta oleellisesti markkinoita. Rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden monien taloustoimien luonnehdinta on hankalaa ja tulkinnanvaraista myös kirjanpidossa ja rahoitustilastoissa. Rajojen vetäminen on lähes toivotonta. Veronalaisia toimintoja muunneltaisiin verottomiksi tai rajatapauksiksi. Operaatioita siirrettäisiin ulkomaille, niitä nettoutettaisiin, pelkistettäisiin yhteen valuuttaan – kiertoa kierron päälle. Kuka kykenisi laatimaan yksityiskohdissaan verolain? Voivatko tavalliset oikeusistuimet tulkita käytäntöjä,

joiden luonteen ymmärtäminen on parhaille asiantuntijoillekin vaikeaa? Yritysten asiantuntijat ja juristit olisivat aina oikeusistuimien edellä.

Yksinkertainen esimerkki verotusongelmasta voisi olla valuuttamarkkinoiden swap. Valuuttaswapissa tapahtuu yhdessä operaatiossa kaksi vastakkaista valuuttakauppaa, avistakauppa ja sille vastakkainen termiinikauppa. Kummankaan osapuolen koko valuuttapositio ei muutu missään vaiheessa, eli swapilla ei ole vaikutusta valuuttakurssiin, ja valuuttaswap onkin korkoinstrumentti. Olisiko tällaista swapkauppaa verotettava kahtena valuuttakauppana, yhtenä valuuttakauppana vai ei valuuttakauppana ollenkaan? Entä millä periaatteella valuuttaoptiota tulisi verottaa? Entä kaikkia niitä yhdistelmämahdollisuuksia, joita mm. optioihin liittyy, yhdistelminä vai erikseen?

Tässä, kuten kaikessa rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä, vaikeutena ovat arvaamattomat sivuvaikutukset. Sääntelyyn on aina liittynyt niitä ja sitä enemmän, mitä vapaammat markkinat ovat. Ns. eurodollarimarkkinat syntyivät Eurooppaan 1960-luvulla juuri Yhdysvaltain markkinoiden säätelyn ja kustannusrasitteiden vuoksi. Tässä tapauksessa kustannusrasitteilla vauhditettiin todella merkittävästi – kylläkin varmaan myönteisesti − kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden syntyä. Ehkä Tobinin verollakin olisi yhtä hyödyllisiä sivuvaikutuksia.

Tobinin veron tyyppiset sääntelytoimet ovat lähinnä kehittyvien talouksien yksikertaisiin oloihin sopivia välineitä, joilla tilapäisesti voidaan ehkä vakauttaa häiriötilanteeseen joutuneita kotimaisia rahoitusmarkkinoita. Kehittyneissä talouksissa Tobinin veron tyyppisten välineiden kehittelyn tulisi kuulua korkeintaan vakavien poikkeusolojen vaatimiin valmisteluihin. Rahoitusmarkkinoita pitäisi verottaa järjellä eikä tunteilla. Huonosti valmisteltu verojärjestelmä aiheuttaa sekaannusta, ja siitä joudutaan luopumaan pian.

Kansainvälinen clearing-järjestelmä

Poikkeusoloihin ja säännöstelykausiin kuuluvissa järjestelyissä maksuclearing-järjestelmillä on ollut oma merkittävä osansa. Toisen maailmansodan jälkeisissä oloissa clearing-järjestelmää sovellettiin kansainvälisesti jonkin aikaa varsin laajasti. Suomessa ja Suomen Pankissa sillä oli pitkään, 1980-luvun loppuun, saakka tärkeä asema nimenomaan Neuvostoliiton kanssa käydyssä kaupassa. Clearing-järjestelmä voi olla kahden maan välinen eli bilateraalinen, tai mukana on monta maata, jolloin se on monenkeskinen, multilateraalinen.

Clearing-järjestelmän tavoitteena on välttää vieraan valuutan käyttö. Sitä käytetään, jos ulkomaiden kanssa ei voida tai haluta käyttää vierasta valuuttaa tai edes kummankaan osallistujamaan valuuttaa. Kumpikin osapuoli kahdenvälisessä clearing-järjestelmässä käyttää vain omaa rahaansa. Järjestelmän taustalla on oleellisena perustekijänä, ettei maiden välinen kauppa ole vapaata, vaan tiukasti sopimuspohjaista. Kaiken kaikkiaan on siis kysymyksessä suunnittelutalouden järjestelmä.

Järjestelmä perustuu keskuspankeissa pidettäviin clearing- eli selvitystileihin. Maiden väliset maksut kulkevat näiden tilien kautta. Kummassakin maassa tuojat maksavat tuontinsa oman rahansa määräisesti liikepankin välityksellä keskuspankkiin, ja vastaavasti viejät saavat maksut viennistään omassa rahassa liikepankin kautta keskuspankista. Kummatkaan eivät siis joudu maksujen osalta ollenkaan ulkomaanvaluuttojen kanssa tekemisiin. Eri asia on, että kauppasopimukset on tehty jommassakummassa tai kolmannessa valuutassa. Valuuttakurssiriskitöntä clearing-kauppa ei siis ole.

Kauppasopimukset maiden välillä on periaatteessa tehty kaupan tasapainoon perustuviksi. Siten tuojat tarvitsevat maksujaan varten rahaa juuri saman verran kuin viejät rahaa järjestelmästä saavat. Myös keskuspankki saa rahaa sisään yhtä paljon kuin se maksaa ulos. Bilateraalimaiden keskuspankkien välillä on puolestaan tili, jota kautta maiden väliset maksut hoidetaan. Ihannetapauksessa tilikin pysyy tasapainossa. Vaikka tili on jommankumman valuutan määräinen, sen tasapaino turvaa sen, ettei valuuttakurssiriskiä synny.

Käytäntö ei toimi aivan näiden ideaalien mukaan. Ensinnäkin tuonnin ja viennin maksut eivät ajoitu aivan samanaikaisiksi, joten keskuspankkien väliselle tilille on määriteltävä tilisaldon vaihtelurajat. Ihannetapauksessa saldo vaihtelee sattumanvaraisesti kummallakin puolella, jolloin mahdollisella korollakaan ei ole juuri merkitystä.

Tosiasiassa aikoinaan Suomen ja Neuvostoliiton tilisaldon kehitykseen liittyi suuria ongelmia. Tilin saldo pysyi pitkiä aikoja yksipuolisena, enimmäkseen niin, että Suomen Pankilla oli saaminen Gosbankilta. Periaatteessa tämä oli sidottua valuuttavarantoa, joka olisi sallinut tuonnin lisäyksen Neuvostoliitosta. Kuitenkin Neuvostoliitolla oli yleensä suurempi halukkuus ostaa Suomesta kuin suomalaisilla Neuvostoliitosta. Niinpä tämä sidottu varanto oli Suomen Pankille jokseenkin arvotonta ja jopa vahingollista. Se seisoi käyttämättä, eikä sille maksettu korkoa. Suomen Pankki tavallaan subventoi kauppaa korottomalla lainalla Neuvostoliitolle. Lisäksi tälle ruplamääräiseen tiliin liittyi sen soveltamisen loppuvaiheessa melkoinen valuuttakurssiriski.

Ehkä vielä suurempia vaikeuksia tuli siitä, että Neuvostoliitto omilla maksumääräyksillään heilutti Suomen rahamarkkinoiden likviditeettiä ja Suomen rahapolitiikkaa. Tosin tällaiset vaihtelut pystyttiin paljolti ennakoimaan ja ottamaan pankkien rahoitusta säädeltäessä huomioon. Tilanne paheni edelleen, kun kaupassa alettiin käyttää suuria luottojärjestelyjä, jotka eivät sopineet ollenkaan clearing-kaupan perusideaan. Kun Neuvostoliitto maksoi laivatoimitusten ennakkoja Suomen telakoille, se ei itse asiassa maksanut mitään, vaan määräsi Suomen Pankin maksamaan markoissa laivanrakentajille nämä ennakot. Tällaiset järjestelmät kuuluvat säännöstelykauden erikoisuuksiin.

Rahapolitiikan ohjauksen filosofiaa

Talouspolitiikassa voi erottaa kaksi peruslinjaa, joista toista voi sanoa keynesiläisyydeksi ja toista ehkä yksinkertaisesti vain markkinahenkiseksi. Nämä linjat näkyvät vahvasti rahoitusilmiöitä sekä raha- ja talouspolitiikkaa käsittelevässä kansainvälisessä keskustelussa, joskin vaimeammin Suomessa.

Reippaasti pelkistäen näiden politiikkalinjojen vastakohtaisuutta voisi luonnehtia seuraavaan tapaan. Keynesiläisyys korostaa talouden ohjausta säätelemällä huoltotaseen kysyntäpuolta, siis kulutusta ja investointeja, kun taas markkinahenkinen näkemys painottaa tarjonnan, siis tuotannon, edellytysten tukemista. Jälkimmäinen näkemys lähtee ehkä jopa vanhasta Sayn laista, jonka mukaan tuotanto luo oman kysyntänsä, eli tuotannon yhteydessä syntyvät samalla ne tulot, joilla tuotetut hyödykkeet ostetaan. Keynesin perusideoihin taas kuului, ettei tuloja käytetä riittävästi ostoksiin vaan niistä säästetään liikaa, jolloin hyödykkeet jäävät ostamatta ja tuotanto lamaantuu. Sen vuoksi korkotaso olisi pidettävä matalana ja kuluttajien ostovoimaa on tuettava.

Keynesiläisyys turvautuu hyödykkeiden kysynnän tukemiseksi vahvasti valtion finanssipolitiikkaan, valtion alijäämiin. Keynesiläinen on harvoin huolestunut valtionvelasta. Samoin suositaan suhteellisen heikkoa valuuttakurssia viennin edistämiseksi. Keynesiläinen politiikka on yleensä kasvuhakuista ja työllisyyttä korostavaa. Keynesiläisyys korostaa suhdannepolitiikan tärkeyttä, koska markkinatalous katsotaan epävakaaksi. Tänään on hoidettava tehokkaasti tämän päivän ongelmia, ja tulevat ongelmat on hoidettava sitten aikanaan.

Markkinahenkinen näkemys puolestaan korostaa nimensä mukaisesti markkinoiden luontaisen vakauden tärkeyttä edellytyksenä tehokkaalle tuotantotoiminnalle ja kestävälle kasvulle. Hintavakautta ja rahoitusmarkkinoiden vakautta korostetaan. Julkisen talouden koko, alijäämä ja velka on rajattava maltillisiksi. Sekä sisäisesti että ulkoisesti vakaa raha on turvattava, korko on pidettävä riittävän korkealla ja valuuttakurssi vahvana. Rahoituksen kasvu on pidettävä kurissa. Äärimmillään kaipaillaan jopa kultakantaa.

Siinä missä keynesiläinen pelkää deflaatiota, markkinahenkinen pelkää inflaatiota. Markkinanäkemys väheksyy suhdannetasausta ja korostaa rakenteellisia tekijöitä. Tämän päivän politiikassa on otettava huomioon myös huomisen ja ylihuomisen ongel-

mat. Usein lamavaiheissa nämä näkemykset vaikuttavat ristiriitaisilta (ekonomistit ovat joka asiassa eri mieltä…), mutta kumpikin osapuoli voi olla oikeassa. Toiset painottavat lähiajan tavoitteita ja toiset kauempana olevia.

Keynesiläisyyteen kuluu tyypillisesti näkemys, että markkinat, varsinkin rahoitusmarkkinat ovat perusluonteeltaan epävakaat ja häiriöihin taipuvaiset. Tämä on tietenkin vastoin markkinahenkisen näkemyksen perusideologiaa. Koska keynesiläinen elvytyspolitiikka ottaa usein riskejä hinta- ja rahoitustasapainon suhteen, tämä politiikka johtaakin helposti rahoitus- ja valuuttamarkkinahäiriöihin. Näihin ollaan mielellään valmiita puuttumaan lisääntyvän sääntelyn ja jopa säännöstelyn ja verotuksen keinoin. Markkinahenkinen näkemys vastustaa lähes kaikkea tällaista ja korostaa pikemminkin sitä, että suhdannehäiriöt seuraavat niin tässä kuin yleensäkin vain keynesiläisen suhdannepolitiikan epäonnistumisesta. Tasapainohäiriöiden syynä on elvyttävä finanssi- ja rahapolitiikka.

Keynesiläisen kysyntää keinotekoisesti tukevan politiikan ongelmaksi voi muodostua lopulta julkinen ja yksityinen ylivelkaisuus, joka lamauttaa niin alijäämäpolitiikan kuin korkopolitiikankin. Tarjonta olisikin saatava jotenkin vastaamaan kysyntää. Kysyntä ei tule rajoitteeksi, jos markkinoille tuodaan sellaisia uusia tuotteita, joita kysyjät todella haluavat kysyä. Tämähän on näkynyt erityisesti uuden elektroniikan käyttöönoton räjähdysmäisessä laajenemisessa. Talouden kasvu voi olla sekä kysyntäjohteista että tarjontajohteista.

Näkemyserot pelkistyvät vahvasti käsitykseen markkinoiden, varsinkin rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden luontaisesta vakaudesta ja epävakaudesta. Tämä jo pitkään jatkunut – ja varmaan loputtomiin jatkuva – erimielisyys kertoo siitä, että markkinoiden vakauden luonteesta on todellakin vaikea saada selvää. Teoriassa markkinat ovat vakaat ja tehokkaat, mutta vain jos oletukset ovat hyvin rationaaliset: vapaa kilpailu todella toimii markkinoilla, osallistujilla on oikea ja tasapuolinen tieto ja osaaminen, toiminnan pelisääntöjä noudatetaan, kannustimet ovat oikeat jne.

Käytännössä tällaiset oletukset pitävät vain osin paikkansa. Siitä näkemysero pitkälti johtuukin. Ajoittain – ehkä enimmäkseen – markkinat käyttävät informaatiota kohtuullisen tehokkaasti ja ovat melko vakaat, mutta on myös tosiasia, että ajoittain markkinakäyttäytymisestä puuttuu pitkäjänteinen järjenkäyttö tai se on muuten vastuutonta. Markkinatoimintoja hallitsevat varsin lyhytaikaiset operaatiot, ja pitkäaikaisia harkittuja sijoituksia tehdään liian vähän. Kuplat syntyvät juuri spekulatiivisesta lyhytjännitteisestä laumakäyttäytymisestä. Ihminen ei ole tietokone, vaan markkinapelaajien tunne-elämä on usein hyvinkin herkkävireistä. Toisaalta ei ihminen ole tietokone siinäkään suhteessa, että suunnitelmatalous olisi osoittautunut kovin onnistuneeksi järjestelmäksi.

Sosialististen maiden rahatalous

Sosialistisilla suunnitelmatalouksilla oli 1900-luvulla maailmantaloudessa suuri osuus, mutta 1990-luvulla järjestelmät enimmäkseen murtuivat, ja nykyisin kattavasti valtiollistettuja tuotantojärjestelmiä on vain harvoissa maissa. Suunnitelmatalouksissa, kuten entisessä Neuvostoliitossa, rahataloudella on aivan toissijainen merkitys. Suunnitelmatalouden järjestelmä perustuu reaalitalouden suunnitteluun, ja sekin painottuu nimenomaan tuotannon suunnitteluun. Hinnat olivat Neuvostoliitossa kauttaan valtion määräämiä ja muuttuivat harvoin loppuvuosia lukuun ottamatta.

Neuvostoliiton alkuaikoina suunniteltiin utopistisesti jopa luopumista kokonaan rahan käytöstä ja hyödykkeiden jakamista joidenkin suunnitteluperiaatteiden mukaan. Kuitenkin tällaiset sotakommunismin kokeilut loppuivat alkuunsa. Osoittautui mahdottomaksi pyörittää taloutta ilman rahaa ja rahoitusjärjestelyjä. Kun talous oli aluksi varsin yksinkertainen, suunnittelu ilmeisesti onnistui melko tyydyttävästi. Kuitenkin ajan mittaan talouden monipuolistuessa miljoonien erilaisten tuotteiden tuotantoketjujen suunnittelu alkoi olla ylivoimaista.

Sosialistisissa maissa toimivat varsin laajat rahoitusinstituutiot mutta eivät markkinapohjaisina. Korkoja käytettiin, mutta niillä ei ollut merkitystä talouden ohjauksen kannalta. Valtiohan maksoi niitä itseltään itselleen erilaisissa valtionyrityksissä. Ruplan valuuttakurssi oli hallinnollinen ja melko mielivaltainen. Virallinen kurssi koski vain osaa ulkomaisista toimista. Tosiasiassa ulkomaankaupassa eri hyödykkeille oli eri kursseja, eli valuuttakursseja saattoi olla tuhansia. Neuvostojärjestelmän kaatuessa turistikurssi oli ulkomaalaiselle kymmenen kertaa edullisempi kuin virallinen ruplan kurssi.

Teollisuuden, maatalouden, ulkomaankaupan ja joidenkin muiden toimialojen rahoitusta varten olivat erityiset pankit, jotka jakoivat valtion rahoitusta kokonaissuunnitelman mukaan. Säästöpankki keräsi yleisöltä talletuksia valtiolle. Itse asiassa kotitalouksien tekemät talletukset koettiin ongelmaksi, koska ne eivät olleet suunnitelman mukaisia. Tosin joskus yleisöltä kerättiin rahaa obligaatioillakin. Kotitalouksille annettiin tuloja nimenomaan kulutusta varten, ja jos kotitaloudet säästivät, ne eivät ostaneet suunnitelman mukaisia tavaroita. Tavarat jäivät siis kauppoihin. Yleensä kuitenkin halutuista tavaroista oli suuri vajaus kaupoissa (defitsiittitavarat). Ostajajonot tasapainottivat markkinoita. Valtio huolehti kaikista investoinneista, myös asunnoista.

Tällaisessa järjestelmässä pankit eivät olleet oikeastaan pankkeja vaan valtion rahoitusta suunnitelman mukaan eri tarkoituksiin kohdentavia valtion virastoja. Neuvostoliiton keskuspankki, Gosbank, oli suuri laitos, joka hoiti normaalien keskuspankkien tapaan setelistön liikkeeseenlaskun ja keskeiset maksuliiketoiminnot – hitaasti − mutta muuten se vastasi hyvin vähän länsimaiden keskuspankkeja. Rahapolitiikkaa ei oikeastaan normaalissa mielessä ollut. Keskuspankki oli ehkä pikemminkin suuri valtion investointirahasto, joka ohjaili suunnitelmien mukaisia rahoitusvirtoja.

Sosialistisen kokeilun loppuaikoina järjestelmään alettiin lisätä markkinaelementtejä, mutta itse asiassa ei kovin paljon rahoitustoimintaan. Uudistuksilla pyrittiin tehostamaan resurssien käyttöä ja motivoimaan yrityksiä ja työntekijöitä. Järjestelmään alkoi syntyä hintapaineita ja inflaatiota, mikä hämärsi tilastoja ja vaikeutti suunnittelua. Siirtyminen markkinatalouteen oli Neuvostoliiton rahoitusjärjestelmässä kaoottinen. Raju inflaatioaalto pyyhkäisi pääosin pois velat ja saamiset.

Euroalue

Rahaliiton erityispiirteet

Talous- ja rahaliitto (Economic and Monetary Union, EMU) on muuttanut ratkaisevasti monia jäsenmaidensa rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden piirteitä. Euroalueen rahoitusmarkkinoilla on oikeastaan kolmenlaisia ominaisuuksia entiseen verrattuna: osaksi rahatalous on ennallaan itsenäisen talouden tapaan, osin itsenäisen talouden piirteet ovat saaneet uuden merkityksen rahaliitossa ja joiltakin osin rahatalous on integroitunut yhtenäiseksi euroalueen rahataloudeksi. Integroituminen on yhä rajallista ja koskee ennen kaikkea suppeasti määriteltyjä rahamarkkinoita. Toisaalta eri maiden luottomarkkinat ovat yhä valtaosin kansallisia. Kansallisten keskuspankkien toiminta ja mm. euroalueen maiden väliset maksutaseet näyttävät paljolti entisiltä, mutta kyseessä ovat paljolti uudet toiminnot ja ilmiöt.

Rahaliiton suunnittelu ja valmistelu alkoi vaiheittain jo vuosikymmeniä ennen sen alkua, käytännössä erityisesti vuonna 1979, jolloin luotiin valuuttapoliittista yhteistyötä varten Euroopan valuuttajärjestelmä (European Monetary System, EMS). Sen perusosia olivat korivaluutta ecu (European currency unit) ja valuuttakurssimekanismi (Exchange Rate Mechanism, ERM).

Ecu oli EU:n jäsenmaiden valuutoista muodostettu korivaluutta, jonka painoja ajoittain muutettiin mm. uusien maiden tullessa mukaan, minkä ohella painot valuuttakurssien vaihdellessa hiukan muuttuivat. Ecun nimellisarvo asetettiin alussa samaksi kuin IMF:n luoma erityinen nosto-oikeus SDR, ja kun SDR oli alkujaan dollarin arvoinen, ovat nykyisin euro, dollari ja SDR nimellisarvoltaan melko lähellä toisiaan. Ecuja oli käytännössä kaksi eli virallisen korin mukainen rahayksikkö ja toisaalta tilivaluuttana aidosti markkinoilla käytetty kaupallinen ecu. Niiden korot ja kurssit erosivat hiukan toisistaan.

Valuuttakurssimekanismi ERM (ERMI) oli monimutkainen EU-maiden valuuttojen yhteiskelluntajärjestelmä, jossa tosin kaikki valuutat eivät yleensä olleet mukana. Siinä ei ollut ankkurivaluuttaa, vaan rahat olivat periaatteessa tasa-arvoisia. Käytännössä kuitenkin valuutat liikkuivat pääosin Saksan markan mukana. Valuutoille oli määritelty ecukurssit ja valuuttojen keskinäiset keskuskurssit ja viime mainittujen ympärillä vaihtelurajat, jotka olivat yleensä ±2,25 % vuoteen 1993 asti ja sen jälkeen noin ±15 %. Ecu ei ollut ERM-järjestelmässä, eikä täsmällisiä rajoja suhteessa ecuun ollut. Täsmällisiä kaksoisrajoja ei tietysti voinut olla, mutta tietyissä vaihtelevissa rajoissa valuutat liikkuivat myös ecuun nähden. Suurten valuuttojen tapauksessa nämä rajat olivat ahtaammat, koska niiden paino oli ecukorissa isompi. ERM oli kuitenkin joustava, sillä siinä tehtiin ajoittain pieniä valuuttakurssien sopeutuksia. ERM esti kilpailevat devalvaatiot mutta salli melko joustavasti maiden nimellisen kilpailukyvyn korjaamisen yhteispäätöksin.

Maastrichtin sopimus vuosien 1991–1992 vaihteessa täsmensi rahaliiton aikataulun. Vuoden 1994 alusta aloitti erityinen laitos, Euroopan rahapoliittinen instituutti (European Monetary Institute, EMI) rahaliiton valmistelut. Se muuttui vuonna 1998 Euroopan keskuspankiksi (EKP). Vuosien 1992–1993 rauhattoman kauden ja valuuttakurssimekanismin väljentämisen jälkeen valuuttakurssien kehitys vakaantui melko hyvin.

Vuoden 1999 alusta rahaliitto alkoi. Tuolloin 11 maan kansalliset rahat, aluksi vain tilivaluuttoina, vaihdettiin erityisten muuntokertoimien avulla euroksi siten, ettei muutos ecusta euroksi muuttanut valuutan arvoa. Euroopan keskuspankki otti samalla vastuun euroalueen rahapolitiikasta. Suuri yleisö huomasi muutoksen käytännössä selvästi vasta kolme vuotta myöhemmin eli vuoden 2002 alusta, jolloin kansalliset setelit ja kolikot vaihdettiin euroihin.

Myöhemmin rahaliittoon on liittynyt useita maita, mutta kaikki EU:n jäsenmaat eivät ole tulleet rahaliiton jäseniksi. Ulkopuolelle jääneet maat toteuttavat edelleen omaa, enemmän tai vähemmän itsenäistä rahapolitiikkaansa erilaisin valuuttakurssijärjestel-

min. Osa on ollut mukana valuuttakurssimekanismissa ERMII. Se on edeltäjäänsä nähden yksinkertainen, sillä euro on siinä ankkurina. Valuutoille on määritelty euron suhteen keskuskurssi ja vaihtelurajat, enimmillään ±15 %.

Rahaliiton taustalla olivat laajasti Euroopan integraatioon liittyneet yleispoliittiset tavoitteet, mutta myös taloudellisia etuja tavoiteltiin. Ennen kaikkea euromaat halusivat keskinäisen kaupan tiivistämistä ja tehokkaampia eurooppalaisia rahoitusmarkkinoita sekä mm. alueen sisäisten valuuttaspekulaatioiden lopettamista. Poliittisiin tavoitteisiin kuului tosiasiallisen rahapoliittisen vallan siirtäminen EU:ssa Saksan Bundesbankilta alueen yhteiselle keskuspankille. Se, että Saksa suostui tähän, edellytti varsin tiukkojen rahapolitiikan ehtojen ja tavoitteiden hyväksymistä: uudelle keskuspankille piti taata laaja itsenäisyys ja rahapolitiikan strategia omaksuttiin pitkälti Bundesbankilta. Voitiin melkeinpä lähteä siitä, että euroalueen rahaksi tuli Saksan markka, jonka nimi vain muutettiin euroksi.

Rahaliiton luomiseen liittyi paljon idealismia, eikä luodun järjestelmän vaikeuksia ja heikkouksia osattu kunnolla ennakoida. Järjestelmästä tuli pelkistetty, ja mm. vakausasiat jäivät kansallisiksi. Tavoitteita asetettiin lähinnä julkiselle taloudelle. Finanssipolitiikka jäi kansalliseksi, mutta sille asetettiin rajoituksia. Koska voimakkaasti velkaantuvan eurovaltion uskottiin aiheuttavan muillekin euromaille vaikeuksia, mm. koron nousua, asetettiin julkisen talouden alijäämää ja velkaa koskevia rajoitteita. Julkinen alijäämä rajoitettiin vakaus- ja kasvusopimuksella korkeintaan 3 prosenttiin ja julkinen velka 60 prosenttiin BKT:stä. Lähtökohta on sentapainen, että jos talous kasvaa 5 prosentin vuosivauhtia – 2 prosentin inflaatio ja 3 prosentin kasvu – niin 3 prosentin alijäämät johtaisivat korkeintaan 60 prosentin velka-asteeseen. Tosiasiassa useilla mailla oli jo rahaliiton alussa korkeampi velka-aste, mutta velka-asteiden katsottiin alijäämärajoitteen vuoksi alenevan. Jäykkä yhdenmukainen kiintiö ei ole osoittautunut kovin realistiseksi, eikä se tosiasiassa kohtele tasapuolisesti rahoitusrakenteiltaan erilaisia maita. Täsmälliset rahoituksen rajat ovat aina kyseenalaisia ja varsinkin niissä pysyminen, kuten euroalueen valtioidenkin rahoituskehitys on osoittanut.

Valtion rahoittaminen EKP:stä kiellettiin. Keskuspankki sai kuitenkin oikeuden ostaa valtion velkapapereita jälkimarkkinoilta rahapolitiikan ohjaustarkoituksessa. Valtion velkapapereiden ostoilla markkinasijoittajilta vaikutetaan yleisesti näiden likviditeettiin ja pitkäaikaiseen korkotasoon mutta ei periaatteessa valtion rahoitukseen. Valtionobligaatioiden ostojen pitäisi olla keskuspankille lähinnä tilapäistä markkinoiden ohjausta. EKP on käyttänyt tätä mahdollisuutta myöhemmin laajasti erilaisissa kriiseissä ja talousvaikeuksissa.

Euromaa voi edelleen vaikuttaa talouteensa ennen kaikkea valtion tulojen ja menojen rakenteen kautta, eli veropolitiikalla ja julkisilla menoilla, samoin laajemmin kansantalouden rakennepolitiikan avulla. Tulopolitiikan merkitys voi myös olla yhä suuri. Suoraan rahoitusmarkkinoihin vaikuttavan politiikan, jolla valtio lievittäisi oman maansa kannalta väärän korkotason aiheuttamia ongelmia, ei pitänyt olla tarpeen eikä toisaalta laajasti mahdollista.

Rahaliitto tarkoitettiin pysyväksi, peruuttamattomaksi. Säädöksiä rahaliiton purkamisesta ei siis laadittu. Rahaliitossa on kuitenkin ollut kriisivaiheita, joissa on puhuttu jopa jonkin maan irtaantumisriskistä. Euroopan unionin sopimuksissa ovat itse unionista eroamista koskevat säädökset, ja niinpä on yleisesti esitetty, että eroaminen rahaliitosta johtaisi myös eroamiseen EU:sta. Toisaalta on korostettu, että koska sopimuksissa ei ole rahaliitosta eroamisen mahdollisuutta, maata ei voida erottaa euroalueesta. Vaikka maa siis ajautuisi käytännön markkinapaineissa eroon euroalueen rahoitus- ja maksujärjestelmästä sekä joutuisi ottamaan käyttöönsä kansallisen rinnakkaisrahan, se voisi halutessaan roikkua mukana rahaliitossa. Maa voisi periaatteessa mm. saada EKP:ltä eromääräistä keskuspankkirahoitusta, sikäli kuin ehdot täyttyvät. Tällöin myös maan muut vastuut euroalueessa säilyisivät.

Rahaliittoa suunniteltaessa oli julkisuudessa esillä eräänä vaihtoehtona järjestelmä, jossa euro olisi luotu EU-alueelle rinnakkaisena rahana kansallisten rahojen lisäksi.

Kussakin maassa olisi siis vallinnut kilpailu oman rahan ja euron välillä. Parempi näistä olisi periaatteessa voittanut. Mahdollisesti kummallekin rahalle olisi vakiintunut jonkinlainen oma käyttöalueensa. Rahaliiton aikanakin eri tahot ovat esittäneet kriisimaille tätä vaihtoehtoa eli oman rahan luomista euron rinnalle ainakin väliaikaisesti. Siihen liittyisi kuitenkin paljon käytännön ongelmia ja epäselvyyttä vastuun jakautumisesta mm. rahapolitiikassa. On vaikea kuvitella, että tällaisen rinnakkaisvaluuttaa käyttävän maan edustaja voisi esimerkiksi olla edelleen mukana EKP:n neuvostossa päättämässä muiden maiden rahapolitiikasta oman rahapolitiikan ohella. Tuskin asia menisi aivan näin. Euroalueesta irtaantumisessa on joka tapauksessa korkea kynnys, ja viime kädessä asia on täysin poliittinen.

☼

Rahapolitiikkaa toteuttaa eurojärjestelmä, jonka muodostavat Euroopan keskuspankki ja euron käyttöön siirtyneiden maiden kansalliset keskuspankit. Eurojärjestelmä on terminä luotu kuvaamaan järjestelyä, jossa vain osa Euroopan keskuspankkijärjestelmään (EKPJ) ja EKP:hen kuuluvista keskuspankeista osallistuu yhteisen rahapolitiikan toteuttamiseen. Muut EU-maiden keskuspankit osallistuvat vain toissijaisesti EKP:n työhön.

Kaikkien euroalueen jäsenmaiden keskuspankkien pääjohtajat ovat olleet yhdessä EKP:n kuusijäsenisen johtokunnan kanssa EKP:n neuvostossa päättämässä rahapolitiikasta, mutta jäsenmaiden määrän lisäännyttyä otettiin vuoden 2015 alusta käyttöön vuorottelujärjestelmä, jossa äänioikeudet kiertävät. Politiikka perustuu koko euroalueen talouskehitykseen. Rahaliiton lähtökohtiin kuului ajatus, että hyvä euroalueen rahapolitiikka on hyvää myös kaikille yksittäisille jäsenmaille. Sikäli kuin jäsenmaan talous kehittyy samaa tahtia yhteisten talousmuuttujien kanssa, politiikka vastaa suoraan maan tarpeita. Muiden maiden on sopeuduttava muuten. EKP:n rahapolitiikan välineet ja järjestelmät ovat kompromissi euromaiden entisistä kansallisista ratkaisuista, mutta pääpiirteissään ne vastaavat yleisiä kansainvälisiä käytäntöjä. Keskeiset osat ovat vähimmäisvarantojärjestelmä, luotto- ja talletusmahdollisuus keskuspankissa sekä erilaiset likviditeetin huutokauppa- ym. säätelymenettelyt. Politiikka ja sen valmistelu ovat jäsenmaiden kannalta samantapaisia kuin ennenkin, mutta politiikkaa valmistellaan nyt tietysti vain koko euroalueen tasolle.

Kansallisten keskuspankkien operatiivinen toiminta on muuttunut varsin vähän. Osin se on vähentynyt, osin lisääntynyt. Rahapoliittisia ja valuuttaoperaatioita toteutetaan kansallisten keskuspankkien kautta. Valuuttavarantoa hoidetaan yhä pääasiassa kansallisissa keskuspankeissa. Kaikki keskuspankit analysoivat sekä oman maan että euroalueen taloutta rahapolitiikkaa varten. Maksuliike toimii koko euroalueelle laajentuneena. Euroalueen erityispiirteisiin kuuluu, että maiden välinen maksuliike kulkee keskeisiltä osin keskuspankkien kautta. Maksuliikettä toteuttava järjestelmä on nimeltään TARGET2. Setelistön huolto jatkuu kansallisesti, tosin paljolti ulkoistettuna, tutkimus- ja julkaisutoiminta jatkuu, tilastointitehtävät ovat selvästi lisääntyneet samoin kielenkäännökset. Eurojärjestelmän yhteistyö hoituu englannin kielellä. Uutta on hyvin laajamittainen osallistuminen erilaisiin eurojärjestelmän komiteoihin ja työryhmiin. Niitä on kaikilla keskuspankkitoiminnan alueilla.

Euroalueen keskuspankkijärjestelmän taseiden rakentaminen on vaatinut useita keskittämiseen liittyviä ratkaisuja. Olisi ollut mahdollista keskittää kaikki tai ainakin tärkeimmät rahapoliittiset toiminnot EKP:hen ja EKP:n taseeseen, jolloin kansallisten keskuspankkien taseet olisivat menettäneet pääosin merkityksensä. Näin ei tehty, vaan EKP:n operatiivinen toiminta ja EKP:n tase jäivät suppeiksi, ja mm. raha- ja valuuttapolitiikkaan liittyvät operaatiot toteutetaan valtaosin kansallisissa keskuspankeissa ja kirjataan näiden taseisiin. Raha- ja valuuttapolitiikan operaatioiden ja setelistön hajautetun käsittelyn myötä keskuspankkien kautta hoidettavan maksuliikkeen nettoerät tulivat myös taseisiin. Kansallisilla keskuspankeilla on rajoitetusti myös omia toimintojaan rahapolitiikan ulkopuolella. Ne julkaisevat taseensa oman käytäntönsä mukaan yleensä

kerran kuukaudessa. Koko eurojärjestelmän (EKP ja kansalliset keskuspankit) yhdistetty tase esitetään viikoittain. EKP:n suppeahko tase julkaistaan vain vuoden lopussa.

Rahapolitiikkaa ja rahamarkkinakehitystä koskevan analyysin kannalta tasekirjausratkaisuilla ei ole normaalioloissa juuri merkitystä. Pari merkittävää seikkaa on kuitenkin syytä todeta. Se, että rahapolitiikan operaatiot ym. kirjataan kansallisten keskuspankkien taseisiin, on selkeyttänyt euromaiden kriisin aikana maakohtaisten ilmiöiden havaitsemista ja tulkintaa (tosin kaikkien keskuspankkien taseet eivät ole aivan avoimia). Jos operaatiot olisivat olleet vain EKP:n taseessa, rahamarkkinoiden ja eri maiden ongelmat olisivat tietenkin olleet samoja, mutta ne eivät olisi näkyneet ulkopuolisille havainnollisesti keskuspankkien erissä, vaan tiedot olisi pitänyt kerätä hankalasti ja epävarmasti kunkin maan maksutase- ja pankkitilastoista. Toinen näkökohta liittyy mahdollisuuteen, että sopimuksia ei noudatettaisi, äärimmillään euroalueen kaoottisesti hajotessa. Tällöin kirjauskäytännöllä olisi varmaan merkitystä, koska kansallisen keskuspankin ja maan (valtion) vastuu on ilmeisesti erilainen sen mukaan, kulkeeko erien kirjaus kansallisen keskuspankin taseen kautta vai suoraan maan pankkien ja EKP:n välillä.

Joidenkin erien analyyttinen merkitys kansallisen keskuspankin taseessa on vähentynyt. Yhteinen setelistö jaetaan kunkin keskuspankin taseeseen eurojärjestelmän osuuksien – avaimen – mukaan. Maiden osuus perustuu kokonaistuotantoon ja väkilukuun; Suomen osuus on noin 1,8 %. Lisäksi 8 prosenttia setelistöstä on EKP:n taseessa. Aivan eri asia on, kuinka paljon setelistöä tosiasiassa on eri maista laskettu liikkeeseen ja paljonko sitä on maan rajojen sisällä. Erityisen paljon setelistöä lähtee liikkeeseen eräistä Keski-Euroopan maista. Joistakin keskuspankeista (Portugali, Itävalta) setelistöä ei ole laskettu liikkeeseen juuri ollenkaan, vaan maan setelistö on matkailijoiden tuomaa.

Kun setelistö on taseissa avaimen mukaisena, liikkeeseenlaskun ja tasekirjauksen erotus on kirjattu euroalueen keskuspankkien keskinäisiin eriin. Saksan Bundesbankin kaltaisissa keskuspankeissa, joissa liikkeeseenlaskut ylittävät tasekirjauksen, keskinäisiin eriin tulee velkaa eurojärjestelmälle. Toisaalta keskuspankit, joissa tasekirjaus ylittää todellisen liikkeeseenlaskun, kirjaavat vastaavan saamisen eurojärjestelmältä. Menettelyä voi pitää loogisena mutta varsin keinotekoisena, ja se hämärtää taseiden tulkintaa. Koska nämä setelistön käsittelyerot pyrkivät taseissa kumuloitumaan yksipuolisesti, niitä on jossakin vaiheessa pyyhittävä pois.

Kansalliset keskuspankit vastaavat valtaosin omista menoistaan. Merkittävää on kuitenkin, että keskeinen osa tuloista on yhteistä eurojärjestelmässä. Yhteinen tulo on ns. rahoitustulo, eli korkotuotto, seigniorage, koko alueen liikkeellä olevasta keskuspankkirahasta. Sen tuottama korko lasketaan yhteisten periaatteiden mukaisesti ja tulo jaetaan avaimen mukaan. Järjestelmästä hyötyvät ne keskuspankit, joiden setelistö on perinteisesti ollut keskimääräistä pienempi. Ilmeisesti kaikki hyötyvät hiukan, koska eurosetelistön määrä on lisääntynyt odottamattoman paljon. Yhteiseen rahapolitiikkaan liittyvät riskit on sovittu yleensä yhteisvastuullisiksi, mutta osa riskeistä on kansallisia.

Kansallisia piirteitä jäi paljon

Rahaliitto muutti paljon, mutta paljon jäi myös ennalleen. Osittain vaikutukset ovat helposti nähtävissä, osittain vaikutuksia on mahdoton arvioida mm. siksi, että muutokset liittyvät myös yleiseen kansainvälistymiseen. Rahaliiton alkuvaiheessa puhuttiin yleisesti, että yksittäiset euromaat olisivat enää aluetalouksia, joilla ei ole omaa rahoitustaloutta, inflaatiota ym. omia rahoituspiirteitä. Äärimmillään euroalueen voi kyllä periaatteessa tulkita yhtenäiseksi kansantaloudeksi, jonka sisäisiä ilmiöitä olisi tarpeen seurata vain rajallisesti. Tällainen on kuitenkin epärealistista, sillä ei yhteinen raha vielä tee käytännössä yhtä yhteistä kansantaloutta.

Euroalueen osalta on voitu omaksua esimerkiksi se ääriasenne, ettei kansallista inflaatiota enää ole ja että inflaation käsite toimii vain koko yhtenäisen raha-alueen kat-

tavana ja kansallisesti on kyse euroalueen sisäisistä suhteellisten hintojen muutoksista. Tämä ei ole kuitenkaan tarkoituksenmukaista. Näkemys on suorastaan vaarallinen. Niin kauan kuin rahaliiton piirissä on suhteellisen laajasti omaa talouspolitiikkaa toteuttavia kansantalouksia, niissä toteutuu myös kansallinen inflaatiokehitys.

Inflaation ja yleensäkin kustannuskehityksen tulkinta kokonaisuuden ja osien kannalta ei ole rahaliitossa kuitenkaan yksinkertaista, vaan vaatii aihepiireittäin erittelyä. Usein tulkinta on näkemyskysymys, ja ratkaisu riippuu siitä, mitä seikkaa halutaan korostaa. Euroalueen yleinen hintakehitys on pitkän päälle tärkeämpi muuttuja myös kansallisissa tarkasteluissa, mutta lyhyellä ja keskipitkälläkin aikavälillä kansallisella hintaindeksillä on erittäin paljon merkitystä. Tämä pääperiaate ei kuitenkaan kaikilta osin päde. Kun euroalueen yksittäisen maan analysoinnissa käytetään kansallista hintaindeksiä, pitäisi aina muistaa, että se ei ole koko totuus. Pitäisi myös katsoa, miten asia ja sen tulkinta muuttuisi, jos käytetäänkin kansallisesti euroalueen yleisindeksiä.

Tosiasiassa kansantaloudet eivät ole rahaliitossa ratkaisevasti muuttuneet; ensisijaisesti vain raha- ja valuuttapolitiikka on yhteistä. Kansallisia piirteitä jäi paljon, joskin rahaliitossa niiden merkitys on osin erilainen. Vain muutamilla alueilla, kuten pankkien välisillä rahamarkkinoilla, yhdentyminen oli heti euroalueen alkuvuosina voimakasta. Toisaalta vuosina 2007–2008 alkanut länsimaiden rahoitus- ja talouskriisi johti osin jopa kansallisten rahamarkkinoiden uuteen eriytymiseen.

Raha syntyy yhä kussakin euromaassa toimivien pankkien luotonannosta. Kuitenkin rahaa liikkuu entistä enemmän ja ilman rajoituksia jäsenmaiden välillä. Pankkien väliset markkinat ovat normaalioloissa tiiviisti integroituneet. Sen sijaan pienten ja keskisuurten yritysten sekä erityisesti kotitalouksien rahoitus on edelleen vahvasti kansallista. Sillä, onko ulkomaa jokin euromaa vai ulkopuolinen maa, on vain rajallinen merkitys yksittäisen euromaan likviditeetin kannalta. Euromaassa toimivat pankit eivät ole enää täysin riippuvaisia oman maansa keskuspankista, vaan ne voivat saada normaalioloissa likviditeettiä helposti toisten euromaiden rahamarkkinoilta.

Erillisen valuuttakurssin ja valuuttapolitiikan katoaminen on vähentänyt kansallista valuutta-analyysiä. Tärkeitä näkökohtia on kuitenkin säilynyt. Euroaluetta luotaessa ja esiteltäessä erehdyttiin usein pelkistämään niin, että euron myötä maan valuuttakurssiongelmat loppuvat. Näin ei tietenkään ole käynyt. Yksittäisen maan nimellinen (valuutta) kurssi on kuitenkin kiinteä vain euroalueeseen nähden. Tosiasiassa yksittäisen euromaan hintakilpailukyky ja (valuutta)kurssi vaihtelevat yhä pääpiirteissään entiseen tapaan, joskin indeksillä mitattuna (kun euromaat ovat mukana) entistä vähemmän. Dollariin nähden maiden (valuutta)kurssi voi heilua jopa enemmän, verrattiinpa nykytilannetta entiseen kiinteän tai kelluvan kurssin aikaan. Suomen markka liikkui yleensä lyhyellä aikajaksolla dollarin ja Saksan markan välillä, mutta rahaliitossa liikutaan ikään kuin Saksan mukana. Erityisen tärkeää on, että kunkin maan reaalinen (valuutta)kurssi liikkuu myös euroalueeseen ja eri euromaihin nähden inflaatioerojen myötä.

Euromaille voidaan laskea periaatteessa entiseen tapaan ulkomaankauppaan perustuvia valuuttaindeksejä. Kuitenkin euron yleiset valuuttaindeksit on perusteltua laskea vain koko alueen ulkomaankaupan suhteen. Koska yksittäisellä euromaalla ei ole omaa valuuttaa, on sovittu, ettei kansallisia laskelmia kutsuta valuuttakurssi-indekseiksi, vaan ulkomaankauppapainoiseksi kilpailukykyindikaattoriksi. Suomenkin indikaattori vaihtelee yhä vähän eri tahtiin kuin koko euroalueen kauppapainoinen indeksi (kuvio 16). Siinä on joskus jopa 5 prosenttiyksikön ero. Ilmeisesti ruplan heikkenemisen vuoksi Suomen hintakilpailukyky ei parantunut vuosina 2014–2015 yhtä paljon kuin euroalueen maissa kokonaisuutena.

Rahaliittoon mentäessä esitettiin myös näkemyksiä, että yksittäisten euromaiden maksutaseet menettävät rahaliitossa merkityksensä. Yksittäisen jäsenmaan ulkomaisen maksutaseen valuuttapoliittinen merkitys lähimain hävisikin, vaikka suurten maiden ja kriisiin joutuvien pienten maidenkin maksutasevaikeuksilla on edelleen valuuttakurssivaikutuksia euroon. Sen sijaan maan ulkomaisen velkaantumisen kannalta todellisuus on osoittautunut rahaliiton käytännössä kovaksi. Yksittäisen euromaan ulkomaisten vel-

Kuvio 16.

kaerien merkitys on jopa voimakkaasti korostunut, varsinkin euromaiden välisten pääomanliikkeiden tultua erittäin joustaviksi. Koska kansalliset vastuut säilyivät, euroalueen valtioiden, yritysten ja kotitalouksien veloilla on yhä tärkeä asema. Kansallinen ylivelkaantuminen ja sen myötä velkakriisit olivat edelleen mahdollisia ja jopa entistä todennäköisempiä ja kovempia, mikä pian jouduttiin kokemaan.

☼

Joiltakin osin maakohtainen rahoitustilanne – kuten reaalikorko, koron riskipreemio ja rahoituserien kasvu – voi olla ja on kriisiaikana ollutkin rahaliiton eri maissa hyvin erilainen. Näin on kuitenkin vain lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä sekä kriisivaiheissa. Pitkän päälle kaikkien on sopeuduttava, hyvällä tai pahalla, varsin läheisesti samaan tahtiin.

Rahaliitto toi reaalikorkojen merkitykseen hankalan erityistekijän. Maassa, jossa kansallinen inflaatio on nopea, kansallisesti laskettu reaalikorko on (normaalioloissa) erityisen matala, ja vastaavasti maassa, jossa inflaatio on hyvin hidas, kansallisesti laskettu reaalikorko on korkea. Jos nopea inflaatio heijastaa ylikuumenemista kyseisessä maassa ja hidas inflaatio lamaa, reaalikorkoihin perustuva käyttäytyminen pyrkii voimistamaan suhdanteita. Reaalikorko tulisi erityisesti tästä syystä arvioida kussakin maassa, ainakin pitkän aikavälin tarkasteluissa, euroalueen keskimääräisen inflaation pohjalta.

Korkojen deflatointia koskevat periaatteet pätevät myös vastaavien rahoitusvarantojen deflatointiin. Pitkäaikaiset varantomuuttujat, kuten velka- ja saamisvarannot, tulisi yleensä, ja ehkä suorastaan aina, deflatoida kussakin euromaassa euroalueen yleisindeksillä. Velka on määritelty euroalueen euroissa ja pitkän päälle velka hoidetaan ja

maksetaan euroalueen euroilla, ei kansallisilla (inflaatio)euroilla. Tilapäiset kansalliset inflaatio- ja deflaatiovaiheet eivät vaikuta pitkäaikaiseen velkaan. Pitkäaikainen velka ei menetä arvoaan kansallisen inflaation mukaan vaan viime kädessä euroalueen inflaation mukaan. Vastaavasti yksittäisen maan deflaatiossa velan arvo ei nouse kansallisen deflaation mukaisesti vaan laskee euroalueen inflaation mukaisesti. Eurot ovat euroalueen euroja.

Kuitenkin maassa, jossa tuottavuus kohenee rakenteellisesti ja pysyvästi keskimääräistä nopeammin ja joka vastaavasti inflatoituu muita nopeammin, velan voisi oikeastaan deflatoida myös kansallisella indeksillä. Samoin maassa, jossa tuottavuus paranee pysyvästi keskimääräistä hitaammin ja jossa kansallinen kustannuskehitys täytyy pitää vastaavasti keskimääräistä vaimeampana, pitäisi ehkä kuitenkin käyttää pikemminkin kansallista indeksiä. Jälkimmäisessä tapauksessa euroalueen yleisindeksi antaa liian myönteisen kuvan. Eurot ovat yhä euroalueen euroja, mutta velan rasitus on raskaampi kuin nopeasti kasvavan maan tapauksessa.

Kun kansallisia velkavarantoja suhteutetaan BKT:hen, BKT:n arvo pitäisi oikeastaan laskea käyttäen kansallisen hintamuuttujan asemasta euroalueen hintamuuttujaa. Ongelma on siinä, että maa voi esimerkiksi alentaa velka-astettaan voimakkaalla kotimaisella inflaatiolla, mutta tämähän on tuhoisaa rahaliitossa, sillä inflaation tuoma kilpailukyvyttömyys todellisuudessa pahentaa velkaongelmaa. Varmaan selkeämpää olisi kuitenkin tehdä jokin muu BKT:n arvon korjaus, esimerkiksi käyttää kilpailukykyisellä valuuttakurssilla laskettua (korjattua) BKT:n arvoa (tätä käsitellään tuonnempana teoksessa). Kansallisen hintakilpailukyvyn kehitys suhteessa euromaihin täytyy luonnollisesti laskea kansallisen inflaation pohjalta, sen suhteena euroalueen yleiseen inflaatioon. Reaalitulon laskennassa varmaan kansallinen indeksi on tärkeämpi, koska tulkinnan perspektiivi on yleensä varsin lyhyt. Usein tämä on kuitenkin lyhytnäköistä.

Rahaliiton vaikeudet

Talous- ja rahaliittoon mentäessä ei kyllin laajasti ymmärretty, kuinka paljon taloudellista ja talouspoliittista pelivaraa yksittäiset kansantaloudet ja eri talousyksiköt menettivät, eikä toisaalta sitä, kuinka kurinalaista yksittäisten maiden ja talousyksiköiden käyttäytymistä rahaliitto vaatii. Maiden rakenteellisiin heikkouksiin ei kiinnitetty riittävästi huomiota. Yhteinen raha-alue on tosiasiassa vaativa ja politiikan kannalta vaikea järjestelmä, regiimi. Kaikesta yhteisöllisyyden korostuksesta huolimatta euroalueesta tuli ensisijaisesti kivikova kiinteän valuuttakurssin alue. Tämä asettaa talouksien toiminnalle, erityisesti kustannuskehitykselle ja velkaantumiselle, erittäin tiukat rajat.

Rahaliitto sellaisenaan ei ole hyvä eikä huono. Se on yksi tekninen rahapoliittinen järjestelmä. Jokaisessa järjestelmässä on omat piirteensä ja vaatimuksensa. Kelluvan kurssin järjestelmä on joustava, sallii monenlaista politiikkaa ja käyttäytymistä ja sopii myös holtittomasti hoidetuille kansantalouksille. Rahaliitossa keskeinen kysymys on, halutaanko ja kyetäänkö sen maissa ja talousyksiköissä sopeutumaan juuri tämän järjestelmän asettamiin vaatimuksiin. Nykyisenlainen euromaiden pelkistetty rahaliitto on varmaan tarkoituksenmukainen ja kansainvälisesti kilpailukykyinen ratkaisu, mutta vain, jos toimitaan sen edellyttämien rajoitteiden mukaan. Muuten se johtaa vaikeuksiin. Tosiasioiden vajavainen huomioonottaminen johti euroalueen vakavaan kriisiin jo ennen sen ensimmäisen vuosikymmenen loppua.

Suunnitteluvaiheessa esitettiin teoriamaailman hengessä mahdolliseksi vaikeudeksi lähinnä vain se, että maihin kohdistuisi rahaliitossa ns. epäsymmetrisiä šokkeja. Tällä tarkoitetaan tilannetta, jossa alueen ulkopuolelta tulevat häiriöt aiheuttavat eriasteisia ongelmia eri maissa tai häiriöt ovat muuten odottamattomia. Epäsymmetrisiin šokkeihin ei ollut rahaliitossa mahdollista reagoida yksittäisen maan etujen mukaan raha- tai valuuttapolitiikalla. Niiden hoitamiseen piti varautua kussakin maassa lisäämällä kansantalouden omia joustoja eri menetelmin. Näitä käsiteltiin erilaisissa selvityksissä,

mutta kaiken kaikkiaan sopeutumisvaatimukset jäivät vähälle huomiolle. Valmisteluissa ei korostettu juuri ollenkaan, että yksittäiset maat voisivat omin toimin pilata taloutensa tasapainon. Kaikkien kuviteltiin sopeutuvan joustavasti ja rationaalisesti rahaliiton tiukkoihin rajoitteisiin.

Tällainen lähtökohta on rationaalisten ekonomistien yleinen virhe. Oletetaan, että talous toimii rationaalisesti ja optimaalisesti, ja jos ongelmia ilmenee, ne tulevat ulkopuolelta eivätkä omista toimista. Kriisimaissa omat sotkutkin kuvaillaan mielellään epäsymmetrisiksi, ja myös EU:n teksteissä sanaa šokki käytetään usein aika väljästi. Ulkopuoliset šokit ovat harvinaisia ja usein lieviä hyvin yleisiin omatekoisiin ”šokkeihin” verrattuna. Rahaliitossa on mukana paljon psykologiaa, tunnetta, intressejä, tietämättömyyttä, perinteitä ja jäykkyyksiä. Käytännössä nämä tekijät on kuitenkin pakko puristaa rahaliiton koviin realiteetteihin.

Vakava 2000-luvun ensimmäisen vuosikymmenen lopulla vaiheittain alkanut euroalueen syvä ja pitkäaikainen lamakausi ei johtunutkaan ensisijaisesti ulkopuolisista häiriöistä, vaikka kansainvälinen kriisi alkoikin Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoilta vuonna 2007. Euromaiden kriisi ei aiheutunut monilta osin myöskään julkisista alijäämistä eikä veloista, vaikka ne ylittivät yleisesti niille asetetut rajat. Euroalueen kriisi seurasi eräiden yksittäisten maiden elämisestä yli varojensa ja tämän tuomasta kilpailukyvyttömyydestä. Kansantaloudet eivät sopeutuneet yhteiseen kovaan eurokuriin rationaalisesti.

Tosiasiassa rahaliitto on järjestelmänä helposti epävakaa, labiili. Yksittäisen maan taloudella on järjestelmän herkistämä taipumus heilahtaa pois tasapainosta. Taloudesta hävitettiin valuuttakurssin myötä sen automaattinen vakautusmekanismi. Koska maakohtainen valuuttakurssi ei reagoi maan talouden kuntoon – vahvasti kasvavassa tai hyvin hoidetussa maassa vahvistuen ja heikossa, huonosti hoidetussa maassa heiketen – maat ajautuvat helposti myönteiseen tai kielteiseen kierteeseen eli pitkäaikaisiin rakenteellisiin sykleihin. Hyvin hoidettu maa saa tätä kautta rahaliitosta ylimääräistä hintakilpailuetua, joka kumuloituu monin tavoin myönteisesti mm. rahoitustasapainossa. Etu on tosin helposti määräaikainen. Se aiheuttaa myönteisyydessään vakausriskejä sekä ehkä ajan mittaan talouden tehottomuutta ja lopulta tasapainottomuuksia. Revalvoituminen olisi perusteltu.

Kielteinen kierre on puolestaan erittäin vaarallinen. Vaikka rahaliittoon valmistauduttaessa piti täyttää melko tiukkoja inflaatioon, valuuttakurssiin, julkiseen talouteen ja korkoon liittyneitä kriteereitä, maat menivät rahaliittoon aivan erilaisessa integraatiokunnossa. Vakavimmat ongelmat liittyivät inflaatio- ja kilpailukykyhistoriaan ja sen puutteelliseen huomioonottoon. EMU-kriteerit koskivat liian lyhyttä aikaperiodia, enimmillään vain kahta vuotta, kun niiden olisi pikemminkin pitänyt koskea kahta vuosikymmentä.

Osa maista – ns. laitamaat, myös Suomi – oli tottunut noin kymmenen vuoden devalvaatiosykleihin eli nopean inflaation, korkeiden nimelliskorkojen ja ajoittaisten devalvaatioiden kiertokulkuun. Toisaalta keskeiset maat olivat sopeutuneet päinvastaiseen eli kustannusten kurissapitoon, mataliin nimelliskorkoihin ja valuutan revalvoitumiseen. Laitamaat devalvoivat valuuttaansa voimakkaasti 1990-luvulla hyvissä ajoin ennen rahaliittoa ja liittyivät siihen aliarvostetulla, hyvin kilpailukykyisellä valuuttakurssilla (Suomi ehkä jopa selvimmin), erityisesti suhteessa keskeisiin maihin. Tämän peilikuvana keskeiset maat kiinnittyivät euroon yleisesti varsin vahvoilla kursseilla.

Useat laitamaat ajautuivat näistä lähtökohdista epävakaaseen talouskehitykseen eli ensin kovaan tasapainottomaan kasvuun ja sitten pahaan alasuuntaiseen kierteeseen. Suomi vältti ilmeisesti 1990-kriisin kovien kokemusten vuoksi tuon uran, mutta vain aluksi. Hintakilpailukyky oli alussa laitamaissa hyvä, talous kasvoi, valtion kassaan tulvi rahaa ja nimellinen korkotaso putosi omaan historiaan nähden alas. Yleisesti erehdyttiin kuvittelemaan, että rahaliitossa hinnat ja palkatkin nopeasti yhdenmukaistuvat, siis myös Etelä-Euroopassa Keski-Euroopan tasolle. Suuret palkankorotukset ja kohtalainen inflaatiokin voitiin etelän maissa aluksi sallia, mikä pudotti kansallisen reaalikoron vielä alemmaksi. Yksityinen sektori, joissakin maissa valtiokin, käytti rahaa ja velkaantui nopeasti.

Sen sijaan erityisesti Saksassa rahaliitto alkoi kansalaisten tulojen kannalta heikosti. Kilpailukyvyn ja työllisyyden korjaamiseksi palkkoja ei vuosikausiin juuri nostettu, kulutus ja kiinteistömarkkinat kituivat aluksi lamatilassa ja heikon kotimaisen kysynnän vuoksi julkinen alijäämä pyrki ylittämään 3 prosentin rajan. Kuitenkin saksalaiset oivalsivat heti alussa rahaliitossa menestymisen kannalta oleellisen asian: yksittäisen maan kannattaa pitää kustannustasonsa kurissa ja mm. pyrkiä maltillisiin, euroalueen keskitason alittaviin palkankorotuksiin. Saksan pienet naapurimaat olivat jo pitkään seuranneet Saksan palkkaratkaisuja, joten nekin menestyivät alkuvaikeuksien jälkeen.

Rahaliiton myötä yksittäisten maiden ammattiliittojen asema vahvistui mutta pitkän päälle tosiasiassa heikkeni ratkaisevasti. Vahvan ammattiyhdistysliikkeen maissa työntekijät saivat erinomaisen mahdollisuuden kaataa työnantajansa. Devalvoituminen ei voinut entiseen tapaan korjata ylimitoitettujen palkankorotusten vaikutuksia. Yritykset joutuivat selkä seinää vasten, mutta toisaalta yritysten mahdollisuudet siirtää tuotantonsa ulkomaille paranivat yhteisen rahan myötä. Erityisesti Kreikassa tuhottiin merkittävä osa maan muutenkin vähäisestä teollisuudesta.

Vakaus- ja kasvusopimuksen pohjalta voitiin vahvasti kasvavia laitamaita aluksi kiitellä ja keskeisiä maita moittia. Laitamaiden valtiontalouden (petollisen) hyvän kunnon ja sijoittajien lyhytnäköisyyden vuoksi valtionvelan riskilisät olivat mitättömiä. Pelkkä julkisen talouden kriteereiden soveltaminen ei vakauttanut kehitystä. Saksan yksityinen sektori oli euroaikana vahvasti, jopa 7−8 % ylijäämäinen suhteessa BKT:hen. Koska Saksaa painostettiin pysymään 3 prosentin julkisessa alijäämässä – jossa se ei tosin aivan pysynyt – maalle syntyi (näiden lukujen erotuksena) suuri vaihtotaseen ylijäämä. Saksalaiset pankit sijoittivat rahoitusylijäämän paljolti laitamaiden markkinoille pahentaen näiden ylikuumenemista ja vaihtotaseen epätasapainoja. Maat saattoivat perinteisiltä valuuttaspekulanteilta suojassa menettää entistä enemmän kilpailukykyään ja velkaantua entistä pahemmin.

Laitamaat inflatoivat ensin itseltään kilpailuedun pois ja jatkoivat sitten kustannusten näkökulmasta huoletonta menoaan saattaen itsensä kilpailukyvyttömiksi. Niiden inflaatio eteni (heti EMU-kriteerin tultua hintoja manipuloiden täytetyksi) lähes vuosikymmenen ajan yleisesti noin 3 prosentin vuosivauhtia, kun taas Saksa pienine naapureineen pysytteli lähimain 1 prosentin inflaatiovauhdissa. Näin koko alueen inflaatio pysyi suunnilleen tavoitellussa vajaassa 2 prosentissa, mutta euroalueen sisäiseen hintakilpailukykyyn repesi syvä kuilu. Laitamaat kokivat taas vanhan devalvaatiosyklin laskuvaiheen; parin prosenttiyksikön pysyvä inflaatioero vuosikymmenen ajan tuo parinkymmenen prosentin kilpailukykyeron, joka tyypillisesti jo johtaa valuuttakriisiin. Talousvaikeuksiin joutuneissa kilpailukyvyttömissä talouksissa yritettiin lopuksi vielä elvyttää kotimaista ostovoimaa ja kotimaista kysyntää, mikä on rahaliitossa lopullisen tuhon tie. Elvytetty ostovoima valui kilpailukykyisten maiden tuotannon tukemiseen. Sisäiset ja ulkoiset epätasapainot, kilpailukyvyttömyys ja velkakierre, veivät heikoimmat maat umpikujaan.

Laitamaiden tilannetta pahensivat samaan aikaan sattunut länsimaiden rahoitusmarkkinakriisi ja sitä seurannut syvä ja pitkä lama. Kolmantena tuli vielä reaalisen kilpailukyvyn kriisi, kun Aasian ja itäisen Euroopan maat tulivat kilpailemaan erityisesti juuri Etelä-Euroopan tuottamien hyödykkeiden (vaatteet, kengät ym.) markkinoille. Toteutuva velka- ja talouskriisi oli siten kaikin tavoin vaikeammin hoidettava kuin aikaisemmin.

Kriisiin ajautuneet valtiot ja samalla koko kansantaloudetkin menettivät laajasti luottokelpoisuutensa. Rahaliiton valmistelussa ei kiinnitetty riittävää huomiota valtion ylivelkaisuuteen, koska vakaus- ja kasvusopimuksen 60 prosentin rajan piti estää sen aiheuttamien häiriöiden syntyminen. Kriisin myötä kuitenkin monissa maissa valtiontalous ajautui suuriin velkavaikeuksiin. Koska rahaliitossa yksittäisillä valtioilla ei ollut turvanaan omaa setelipainoa, kriisivaltiot joutuivat yksityisen velallisen asemaan ja niiden riskilisät suurenivat pian muutamissa maissa kestämättömiksi. Yksityiset rahahanat sulkeutuivat, ja rahoitusta alkoi paeta näistä maista.

Kriisiin liittyvä pääomapako on rahaliitossa erilainen, ratkaisevasti herkempi kuin oman rahan tapauksessa. Yksi rahaliiton tavoitehan oli integroida alueen rahoitusmarkkinat esteettömiksi. Omassa kelluvan kurssin järjestelmässä nettomääräistä pääomapakoa ei synny, koska siinä vain valuuttakurssi devalvoituu. Euromaasta taas erittäin suuri yksityinen pääomanvienti on mahdollinen, jos maan maksuvalmius turvataan, kuten eurojärjestelmän on pakko tehdä euroalueella rahaliiton toimivuuden ja kestävyyden taatakseen. Pääomapaon toteutuessa euroalue ja EKP joutuivat tavattoman laajoin luottojärjestelyin hoitamaan kriisivaltioiden rahoituksen, samalla kun maissa pyrittiin toteuttamaan voimakkaita uudistustoimia. Rahaliitto ei saa sääntöjen mukaan suoraan tukea jäsenmaan valtiota (paitsi onnettomuuksien tapaisissa tilanteissa), mutta toisaalta kaikkien maiden ongelmia pidetään yhteisenä asiana.

Kriisimaat joutuivat pakkotilanteessa toteuttamaan ns. sisäisen devalvaation kilpailukykynsä parantamiseksi. Sisäinen devalvaatio on käsitteenä epävirallinen ja epämääräinen. Aidoimmillaan se olisi nimellisten kustannusten ja hintojen nopea ja laaja-alainen pudottaminen, ehkä jopa kymmenillä prosenteilla. Tällöin se vastaisi kilpailukyvyn kannalta melko pitkälle normaalia valuuttakurssin devalvaatiota. Iso ero on siinä, että sisäinen devalvaatio on deflatorinen, kun taas normaali devalvaatio on inflatorinen. Eräs piirre sisäisessä devalvaatiossa on, että tilastoidut velka-asteet nousevat, tosin samoin myös suhteellisesti rahoitussaamiset. Velkarasitus ei kuitenkaan kasva samoin, sillä kun sisäisen devalvaation ansiosta kilpailukyky paranee ja ajan mittaan talous elpyy, suhteellisesti suurentuneenkin velan hoito on helpompaa kuin suhteellisesti pienemmän velan hoito kilpailukyvyttömässä taloudessa (nimellisestihän velka on periaatteessa ennallaan). Sisäisessä devalvaatiossa palkkojen ja muiden tuotantokustannusten leikkaamisen yrityksille antama etu tulee käyttää ensisijaisesti kotimaisten hintojen ja vientihintojen alentamiseen. Näin kotimaisten yritysten hintakilpailukyky paranee sekä kotimaassa että ulkomailla.

Pohjalle pudottuaan kriisimaiden olisi pitänyt saada aikaan jopa päinvastainen kustannuskehitys kuin edellisellä vuosikymmenellä, ei tosin aivan, koska Saksan hidas inflaatio oli tuolloin osin hintakilpailukyvyn korjaamista. Kuitenkaan Saksa ei nyt suostunut vapaaehtoisesti inflatoitumaan edes tilapäisesti 3 prosentin vauhtia, puhumattakaan pitkäaikaisesta inflaatioltaan nopeammasta sopeutumisesta. Se pysyi pikemminkin entisessä 1 prosentin vauhdissaan. Sopeutus jäi näin kriisimaille erittäin raskaana.

Käytännössä on tietysti erittäin vaikea saada aikaan laaja-alaista hintojen ja kustannusten laskua. Lähes kaikkialla vastustetaan tiukasti nimellistulojen heikentämistä. Nimellisten suureiden laskun asemasta tällöin reaalisuureet pienenevät sekä markkinapaineiden että väistämättömän kuripolitiikan seurauksena. Mitä sitkeämmin nimellistä sopeutumista vastustetaan, sitä syvempään reaalitalouden lamaan maa ajautuu. Jos euroalueen rahapolitiikassa ei sallita – tai saada aikaan – inflaatiota, ei kuritukselle ole kuitenkaan vaihtoehtoa. Vahvat maat voisivat auttaa sallimalla vastaavasti sisäisen revalvaation. Niitä yllytettiinkin – myös EU:n elimien taholta – antamaan kustannustasonsa jyrkästi nousta. Tähän niissä ei ollut halukkuutta (paitsi Suomessa), merkitsisihän se mm. rahoitusvarojen inflaatiomenetyksiä. Kansainvälinen talouskoordinaatio on yleensäkin vaikeaa. Harva maa suostuu toteuttamaan itselleen vahingollista talouspolitiikkaa pelkästään vain muita auttaakseen. Rahoitustuet ovat poikkeus.

Kriisiajan rahoitusongelmat; TARGET2

Euroalueen rahamarkkinoiden likviditeetti muodostaa kokonaisuuden, mutta jakautuu vaihtelevasti eri maiden kesken. Likviditeetin jakauma seuraa (taseteknisesti) maiden välisten maksutaseiden kehitystä eli käytännössä eri maiden talouden tasapainoa, mm. pankkien käyttäytymistä, mutta hiukan myös keskuspankkien taserakennetta. Normaaliloissa yleisön likviditeetin liikkeiden vastaerä näkyy vastakkaisena euroalueen pankkien välisillä markkinoilla.

Pankkikriisin ilmaannuttua erityisesti vuonna 2008 pankit menettivät luottamuksen toisiinsa ja siirsivät likviditeettinsä keskuspankkiin. Vastaavasti vaikeuksissa olleiden maiden velkaiset pankit joutuvat turvautumaan oman keskuspankkinsa luottoihin. Kansallisten keskuspankkien taseet laajenivat tavattomasti. Muutos näkyi toisaalta keskuspankkien välillä maksuliiketilien, eli TARGET2-saamisten ja -velkojen vastaavana suurena lisäyksenä. Eli siis, kun jonkin maan talousyksiköt saivat muista maista maksutuloja enemmän kuin ne maksoivat muihin maihin, maan markkinoiden likviditeetti lisääntyi, samoin lisääntyivät kyseisen maan pankkien sijoitukset keskuspankissa ja samalla keskuspankin tilille euromaiden maksujärjestelmään jäi ylijäämää. Vastaavasti ketjuuntuivat alijäämät kriisimaissa: likviditeetin kadotessa ulkomaille yritykset lainasivat pankeista, pankit keskuspankistaan ja keskuspankki velkaantui TARGET2-järjestelmässä EKP:n kautta ylijäämäisille keskuspankeille.

Näin TARGET2-järjestelmän maksuliike toimii kansallisten keskuspankkien välillä ikään kuin valuuttaliikkeet toimivat aidossa kiinteäkurssijärjestelmässä, osin kuin kultakannassa. Siten keskuspankkien keskinäisten erien ja rahamarkkinoiden likviditeetin vaihtelut ovat vastaavanlaisia kuin valuuttavarannon ja likviditeetin vaihtelut kiinteäkurssijärjestelmässä.

Eurojärjestelmässä nämä liikkeet ovat kuitenkin valtaosin riippumattomia keskuspankkien vaikutuksesta. Kansallinen keskuspankki tai EKP ei tältä osin aktiivisesti intervenoi, eli se ei voi suoraan puuttua mitenkään maksuliikkeeseen. Tämä puuttumattomuus on tosiasiassa rahaliiton välttämätön perusehto; juuri se takaa euromaiden keskinäiset täysin vapaat maksut ja pääomanliikkeet ja samalla euromaiden välillä peruuttamattomasti kiinteät valuuttakurssit. Jos maksuliikkeeseen puututtaisiin (merkittävästi), markkinoilla eri maiden keskinäisiin maksuihin tulisi kitkaa, joka aiheuttaisi eri maiden rahojen välille hintaeroa eli tosiasiassa maiden välisen valuuttakurssin syntymisen ja sen vaihtelua.

Euroajan alkuvuosina esimerkiksi Espanjan pankit lainasivat runsaasti euroalueelta, lähinnä Saksasta. Lainanotto oli niin runsasta, että se ylitti maan vaihtotaseen suuren vajeen, jolloin Espanjan pankkien likviditeettiasema keskuspankissaan keveni ja Espanjan keskuspankin saaminen EKP:ltä ja välillisesti edelleen muilta keskuspankeilta kasvoi. Saksassa puolestaan pankkien asema kiristyi ja Bundesbankin velka EKP:n kautta eurojärjestelmän muille keskuspankeille kasvoi.

Rahoitusvaikeuksissa vuosina 2007–2008 tilien kehitys muuttui voimakkaasti. Tämä aiheutui siitä, että Keski-Euroopan pankit lopettivat luotonannon alijäämämaihin, minkä lisäksi rahoitusta alkoi paeta kriisiin ajautuvista maista. Vaikeuksissa olleiden maiden pankit joutuivat lainaamaan – mm. EKP:n rajoittamattomien pitkäaikaisten rahoitusoperaatioiden kautta – vajeen kattamiseksi ennenkuulumattoman suuria summia eurojärjestelmältä (taseteknisesti keskuspankiltaan). Summat olivat monin verroin suurempia kuin kansallisen rahapolitiikan aikana. Toisaalta nämä keskuspankit velkaantuivat runsaasti taseteknisesti (ja juridisesti) EKP:lle ja tätä kautta välillisesti pohjoisemmille keskuspankeille, eniten Saksan Bundesbankille. Suomen Pankin saaminen TARGET2-järjestelmässä oli suhteessa talouteen välillä jopa suurempi kuin Bundesbankin. Suomen Pankin luvussa näkyi myös pohjoismaisten pankkien vahvuus.

Enimmillään Irlannin keskuspankki välitti eurojärjestelmän rahoitusta maansa vaikeuksissa olleille pankeille määrän, joka vastasi lähimain maan vuotuista kansantuloa! Normaalin länsimaisen keskuspankin koko taseen loppusumma oli ollut yleensä vain noin 10 % BKT:stä. Myös muissa kriisimaissa keskuspankkirahoituksen määrä liikkui 50 prosentin tuntumassa BKT:stä, osin ylikin. Näistä riskeistä eurojärjestelmä oli tosin vain osaksi yhteisesti vastuussa. Jotkin keskuspankit käyttivät EKP:n luvalla laajasti myös oman valtionsa takaamaa eurojärjestelmän korkeakorkoista hätärahoitusta (ns. ELA-rahoitus, emergency liquidity assistance).

Euromaiden maksujärjestelmän, TARGET2-erien, erittäin suuret epätasapainot osoittivat havainnollisesti euroalueen sisäisten rahoitusepätasapainojen suuruuden. Maksuliikkeen erät olivat kuitenkin vain ongelmien seuraus, eivät niiden syy. Tasa-

painottomuuksia ei voida hoitaa puuttumalla maksuliiketileihin, vaikka niillekin on ehdotettu kustannuksia, kuten vakuuksia, osittaista korvaamista maksuin ym. Suuret epätasapainot ovat joka tapauksessa monessa suhteessa hankalia.

TARGET2-erien aiheuttamista luottoriskeistä on esitetty monenlaisia mielipiteitä. Nämä eräthän eivät ole, kuten usein on esitetty, keskuspankkien toisilleen myöntämiä luottoja, vaan todellakin vain keskuspankeista riippumattomia maksuliikkeestä kertyneitä tilisaldoja. Normaalioloissa maksujärjestelmän riski ei ole kansallisille keskuspankeille erillinen riski, vaan eurojärjestelmän ja euromaiden riskit liittyvät EKP:n operaatioissaan myöntämiin luottoihin ja tämän luotonannon vakuuksiin. Eurojärjestelmä on pyrkinyt pitämään vakuudet kestävinä, vaikka se on keskuspankeille aina kriisioloissa vaikeaa. Vakuusmateriaalia on jouduttu voimakkaasti laajentamaan, mutta samalla sen arvostusta vakuutena on pienennetty (”haircut”). TARGET2-velka kertoo pääpiirteissään vain saman asian kuin luotonanto kyseisen keskuspankin kautta. Yksittäisen, lähinnä ongelmamaan kansallisen keskuspankin taseessahan sen sijoituspuolen kasvua vastaa velkapuolella pääosin juuri TARGET2-velan lisäys EKP:lle. Vakuusjärjestelmän tulisi tietenkin olla eri maiden suhteen neutraali. Jos vakuusjärjestelmä suosii joidenkin maiden pankkeja, TARGET-erätkin ovat tältä osin EKP:n manipuloimia.

Eurojärjestelmän oma maakohtainen riski-indikaattori on kustakin maasta oleva eurojärjestelmän saamisten määrä yhteensä. Tätäkään ei EKP pääosin määrää, vaan se seuraa yleensä kyseisen maan pankkien keskuspankkirahoituksen kysynnästä. Eurojärjestelmän riskit ovat euromaiden yhteisiä ja rajoittuvat kunkin keskuspankin avaimen mukaiseen osuuteen. Isot potentiaaliset riskit liittyisivät mahdollisiin euroalueen hajoamisilmiöihin. Maksimiriskit voisivat olla periaatteessa suuria, mutta tuohon tilanteeseen liittyy paljon ennakoimattomia tekijöitä, ja viime kädessä määräävät ovat poliittiset ratkaisut. Mahdolliset suuret tappiot olisivat veronmaksajien menetys, mutta ne eivät estäisi kunkin kansallisen keskuspankin oman rahan määräistä toimintaa.

Rahoituksen tasapainottomuus aiheuttaa euroalueen keskuspankkijärjestelmän piirissä riskien siirtymistä kriisimaista EKP:n kautta vahvoille maille ja toisaalta erilaisia (korko)tulonsiirtoja rahoitusmarkkinoilla maiden kesken kumpaankin suuntaan. Näitä ei ollut rahaliiton säädöksissä avoimesti eritelty. Rahaliiton lähtökohtana oli, että rahapolitiikka olisi riskien, kustannusten ja tulojen osalta maiden kesken neutraalia. EKP:n piti ohjata yhtenäisellä rahamarkkinoiden ohjauskorolla koko alueen rahapolitiikkaa. Äärimmilläänhän lähdettiin siitä, ettei maiden välisiä rahoitussuhteita tarvitsisi edes seurata, niihin liittyvistä tulonsiirroista puhumattakaan.

Kun kriisissä maiden erot kärjistyivät tavattomasti, valtionvelan riskipreemio ja sen myötä paljolti myös yksityinen riskipreemio levisivät kriisimaissa useiden prosenttiyksiköiden, osin jopa kymmenien prosenttiyksiköiden suuruusluokkaan. Tällainen preemio on yhteisen rahan oloissa aito reaalinen rasite, koska se ei heijasta pysyvää inflaatio- ja devalvaatio-odotusta etuineen kuten oman valuutan tilanteessa. Väliaikaisena riskipreemio ei tosin ole kovin kohtalokas, varsinkin kun euromaiden valtionvelkojen kannan keskimääräiset korkotasot olivat vielä melko lähellä toisiaan.

Korkojen hajonnan taustalla oli normaalin luottoriskin ohella valuutanmuutosriski eli riski rahaliiton hajoamisesta. Kriisimaan rahahan devalvoituisi eurosta irtaantuessa, jolloin korkotaso nousisi voimakkaasti. Varsinkin Kreikan ja Portugalin korot olivat suhteettoman korkeita rahaliiton koroiksi. Oikeastaan rahaliiton saattoi katsoa joksikin aikaa jo hiukan ”hajonneen”. Esimerkiksi Saksan korko heijasteli osin revalvoituvan D-markan korkoa (tosin koron olisi pitänyt olla paljonkin negatiivinen) ja Espanjankin noussut korko pesetan korkoa. Euroalueen hajoamista ilmentänyt heikon maan riskilisä heijasti perustavalaatuista riskitekijää. Se on myös luonteeltaan samanlainen epäluottamuksen tuoma ylimääräinen riskilisä kuin valuuttamarkkinoiden ns. peso-ongelma.

EKP päätyi kesällä 2012 siihen, että sillä on oikeus mihin tahansa toimiin valtuuksiensa rajoissa, jopa rajattomiin tukioperaatioihin eli rahapoliittisiin suoriin kauppoihin (outright monetary transactions, OMT) euroalueen pysyvyyden takaamiseksi, tosin yhteistyössä euroalueen valtioiden kanssa ja sen perusteella, mitkä olivat näiden ehdot

kriisimaille. EKP tuki kriisimaita näiden korkoihin vaikuttamalla ja perusteli tätä, paitsi rahaliiton turvaamisella, myös rahapolitiikan välittymismekanismin tehostamisella. Markkinakorkojen vakauttamiseksihan eurojärjestelmälle sallittiin rahaliittosopimuksissa valtionvelan osto jälkimarkkinoilta. Toimenpide vaikutti markkinoihin dramaattisen vakauttavasti siitä syystä, että EKP:n lupaus tulkittiin markkinoilla siten, että päätöksellä käytännössä taattiin heikkojenkin rahaliiton maiden rahoitus kaikkien euromaiden veronmaksajien varoilla.

EKP ei voi kuitenkaan vaikuttaa ratkaisevasti korkoeroissa ilmenevään euroalueen hajoamisriskiin, valuutanmuutosriskiin. Se voi jarruttaa kehitystä likviditeettituellaan toivoen käännettä. Tilanne riippuu kaksijakoisesti siitä, sopeutuuko maa euroalueeseen vai ei ja miten markkinat tämän tulkitsevat. Jos kysymyksessä on vain aito likviditeettiongelma ja maan sopeutumiseen uskotaan, maan markkinakorko pysyy hallittavana eikä EKP:n ole tarpeen kovin paljon puuttua markkinoihin. Mutta jos maan maksukyvyttömyys ja reaalinen eurokelvottomuus käyvät ilmeisiksi ja EKP on luvannut taata maan pysymisen euroalueessa, maan velka – sekä julkinen että paljolti myös yksityinen − siirtyy periaatteessa EKP:n hoitoon ja vastuulle. Ainoa tapa kääntää markkinapaine kriisimaassa on tehdä niin uskottava talouspoliittinen ohjelma, että markkinoilla palaa usko maan kykyyn hoitaa velkansa ja pysyä eurokurissa.

☼

Muiden suurten maiden keskuspankkien tavoin myös EKP käytti talousvaikeuksien aikana 2010-luvulla määrällisen rahapolitiikan välineitä rahoittamalla ensin erittäin suurin lainajärjestelyin pankkeja ja sitten ostaen suuria määriä eurovaltioiden velkaa ja muitakin velkapapereita markkinoilta. Näin tehtiin kahteen otteeseen. Vuonna 2015 aloitetussa toisessa, laajassa ohjelmassa – laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma (expanded asset purchase programme) – ostettiin kuukausittain suuri määrä lähinnä eurovaltioiden obligaatioita alkuperäisen suunnitelman mukaan puolentoista vuoden ajan. Ohjelmaa jatkettiin myöhemmin. EKP:n johto jopa katsoi, etteivät sen mandaatti ja säädökset, aseta ylärajaa tällaisille operaatioille.

Yhdeksi ratkaistavaksi kysymykseksi tuli vastuunjako EKP:n ja kansallisten keskuspankkien kesken, koska eri maiden obligaatioilla oli erilainen riskiluokitus. Niinpä vastuuta jaettiin siten, että vain 8 % vastuusta jäi EKP:lle yhteiseksi, 12 % siirrettiin ehkä osin EU-maille yhteiseksi ostamalla EU-instituutioiden obligaatioita ja lopuista 80 prosentista kukin kansallinen keskuspankki vastasi vain omalta osaltaan. EKP:n neuvosto määritteli tämän laajan ja keskustelua herättäneen operaation luonteeltaan rahapolitiikaksi. Obligaatioiden ostojen yhteisvastuu olisi ehkä ollut vakuutusjärjestelmänä perusteltu, jos maiden riskit näkyisivät riskipreemioissa luotettavasti. Kun markkinoiden taito ennakoida riskejä on heikko ja euroalueen vastuut osin epämääräiset, oli luonnollista pysyä kansallisissa vastuissa.

Vastuun aito jakautuminen euroalueen keskuspankkijärjestelmässä on kuitenkin monimutkainen asia. Siinä on hankalasti miellettävää taselogiikkaa, juridiikkaa, sopimuksia ja politiikkaa. Lähtökohtanahan on, että eurojärjestelmä kantaa järjestelmän riskit yhdessä. Vaikka rahoitustulo tasataan, rahapolitiikkaan liittyy aina euromaiden keskuspankkien välistä taakanjakoa. Riskien kantaminen yhdessä on ymmärrettävää silloin, kun keskuspankki toimii suppean, normaalin taseen puitteissa. Tulonjakovaikutukset ovat vähäisiä, ja edulliset ja epäedulliset ratkaisut varmaan pääasiassa tasoittuvat pitkän päälle. Kun kuitenkin eurojärjestelmä alkoi ottaa operaatioillaan vastuita, jotka ovat jopa kymmeniä prosentteja euroalueen BKT:stä, riskien jakautumisen merkitys tuli oleelliseksi.

Vastuita on hämmentänyt tarve tuoda yhteisten riskien rinnalle sopimuspohjaisesti kansallisesti hajautettuja riskejä. Jo vanhastaan kansallisilla keskuspankeilla on ollut pieniä mahdollisuuksia operoida valtionpapereillakin markkinoilla ilman rahapoliittista

tarkoitusta (mm. henkilökunnan eläkerahaston varojen sijoittamiseksi). Merkittävä rahapoliittinen ratkaisu oli antaa kriisimaille mahdollisuus tukea rahoitusjärjestelmäänsä, erityisesti vakuusongelmissa olevia pankkejaan, kansallisen keskuspankin omalla riskillä ns. ELA-rahoituksen avulla. Tällöin kansallinen keskuspankki luo EKP:n luvalla tavallaan kahdenlaista keskuspankkirahaa eli euroalueen yhteistä (velkaa) ja vain kansallista (velkaa).

Yhteisessä raha- ja keskuspankkijärjestelmässä on kuitenkin mahdollista siirtää riskejä monin tavoin ja myös keskuspankista ja maasta toiseen. Esimerkiksi jos maan pankit ja valtio eivät maksa keskuspankilleen maksukriisin viime vaiheessa, järjestelmässä luotu keskuspankkiraha jää koko euroalueen vastattavaksi. Näin käy ainakin setelistön tapauksessa; setelistöönhän olisi sijoitettu viime vaiheessa rajusti. Maan tallettajat sijoittavat varansa laajasti vakaiden maiden pankkeihin, ja näin tekevät varmaan myös pankit omille sijoituksilleen. Tässä tapauksessa kansallisen keskuspankin sijoitukset oman kriisivaltion papereihin ja pankeille annettuun ELA-rahoitukseen tulevat sen taseessa rahoitetuiksi maksuliikkeen, TARGET2-järjestelmän kautta muista euromaista. Näin kriisivaltion riski siirtyy muille maille tai eurojärjestelmän yhteiseksi.

Kansallinen keskuspankki ei tietenkään kanna mitenkään oman valtionsa riskiä. Keskuspankkihan on osa valtiota. Se, että jonkin valtion velka omalle keskuspankilleen jäisi maksamatta, ei muuta tuon valtion ja keskuspankin keskinäistä asemaa ollenkaan. Keskuspankki kirjaa menetyksen tappioksi, joka katetaan kirjanpidossa omasta pääomasta, siis valtiolta. Jos eurovaltio on maksuvaikeuksissa, myös maan keskuspankki on kansallisen vastuun osalta maksuvaikeuksissa omista veloistaan. Toisaalta, jos euromaa jättää velkansa maksamatta keskuspankille ja keskuspankki eurojärjestelmälle, eurojärjestelmä voisi kuitata velan ajan mittaan jättämällä kriisimaan ilman sen osuutta rahoitustulosta. Jos maa eroaa euroalueesta, muut maat voivat joutua vastaamaan sen osuudesta keskuspankkirahaa.

Määrällisen keventämisen toimet tilanteessa, jossa inflaatiovauhti alitti vajaan 2 prosentin hintavakaustavoitteen, johti näin erittäin laajaan eurojärjestelmän sijoitustoimintaan ja erityisesti valtioiden velan ostoon keskuspankeissa. Eurojärjestelmän toiminnan ja taseen raju laajeneminen herätti kysymyksiä keskuspankin toiminnan rajoista. Toiminta pysyi, kriisitilanne huomioon ottaen, juridisesti säädösten rajoissa, mutta ylitti selvästi ne rajat, jotka sille rahaliittoa suunniteltaessa ajateltiin. Tietty erikoinen piirre taseen kasvussa on, että sen rakenne lähestyi ns. velattoman rahan edellyttämää taserakennetta, eli pankkien talletukset eurojärjestelmässä kasvoivat jopa kymmeniin prosentteihin BKT:stä. Niistä veloitettiin jopa negatiivista korkoa. Kuitenkaan kyseessä ei ole sama asia, koska keskuspankkitalletukset eivät tässä tapauksessa riipu suoraan yleisön talletusten kasvusta vaan tulevat ehkä enemmän pankkien taseen saamispuolen supistumisesta.

Kritiikkiä on kohdistunut erityisesti sopimusten pohjalta kyseenalaisen laajaan valtion velkapapereiden ostoon jälkimarkkinoilta. Valtion rahoituksen tulkinta on tältä osin näkemysasia. Jos valtioiden velanotto on runsasta tai se suorastaan lisääntyy velkamarkkinoiden kevetessä keskuspankin ostojen myötä, voi kysyä, onko laaja obligaatioiden osto enää vain rahapolitiikkaa. Ja jos valtion obligaatiot jäävät pitkäaikaisesti eurojärjestelmän taseisiin, se on selvästi valtioiden rahoittamista. Sillä, onko obligaatiot hankittu suoraan emissioista vain jälkimarkkinoilta, on juridista mutta ei pitkän päälle käytännön merkitystä. Jos tässä keskuspankki ei rahoita valtiota, niin silloinhan mikään valtion markkinapapereihin jälkimarkkinoilla sijoittava taho ei rahoita valtiota. Kuitenkin valtio tulee rahoitetuksi.

EKP:n rahoitustoimilla ja niiden korkovaikutuksilla oli jonkin verran merkitystä eurovaltioiden ja pankkien talouden tukemisen ja muutenkin tulonjaon kannalta. EKP otti itselleen näin tehtäviä, jotka kuuluvat finanssipolitiikan alueeseen. EKP joutui tietenkin toimimaan lähimain pakkotilanteessa. Poliittisesti riippumattoman keskuspankin pitäisi periaatteessa pysyä ahtaasti määritellyssä rahapolitiikan ohjauksessa ja jättää yleinen talouspolitiikka tukineen poliittisesti vastuulliselle valtioiden johdolle.

Odottamatonta onkin ollut yhteisvastuun pakkotahtinen voimakas lisääntyminen. Uudet toimenpiteet ja instituutiot tuovat uudenlaista käyttäytymistä. EKP:n tehtäväkenttä on laajentunut. Julkisuudessa käytävän keskustelun perusteella EKP:stä halutaan äärimmillään luoda kaiken kattava euroalueen rahoituslaitos. Paitsi keskuspankkia, sen olisi oltava euroalueen valtioiden rahoituksen takuulaitos, pankkitukien erikoisrahasto, euroalueen julkisten ja yksityisten investointien (välillinen) tukirahasto, veronmaksajien yleinen laaja sijoitusrahasto, euromaiden kehitysalueiden tukirahasto, erityinen Etelä-Euroopan PK-yritysten subventiorahasto ja paljon muuta. Innokkaimmissa ehdotuksissa se jälleenrahoittaisi elvytyshengessä potentiaalisesti lähes kaiken euroalueen rahoitustoiminnan.

Paluuta kansallisiin ratkaisuihin

Euron ensi vuosikymmenellä kansallisessa talouspolitiikassa yleisesti epäonnistuttiin ja päädyttiin kohtalokkaasti erilaiseen eri maiden kilpailukyky- ja rahoitustilanteeseen. Toteutuneiden inflaatioerojen vuoksi on inflaatio- ja deflaatiopolitiikka jouduttu laajasti kansallistamaan uudelleen – ilman kansallista rahapolitiikkaa. Kansallisen hintakehityksen ohjaamiseen ei ole löydetty johdonmukaista politiikkalinjaa sen enempää deflaatiota kuin reflaatiotakaan eli lisäinflaatiota tarvitsevissa euromaissa. Lähinnä on turvauduttu vanhan säännöstelykauden tapaan tulopolitiikkaan (tähän palataan tuonnempana).

Euroalueen realiteetteihin kuului kriisin yhteydessä rahapolitiikan keskittämisen ohella myös tietty palaaminen kansallisiin rahoituksen ohjaustoimiin. Tämän toteuttivat sekä EKP että kansalliset viranomaiset. Euroalueella rahapolitiikka, nimenomaan yleinen korkopolitiikka, on riippumaton yksittäisten, ainakin pienten euromaiden tilanteesta. Jotkin keskuspankit ovat menneisyydessä yrittäneet toteuttaa alueellista, maakunnallista rahapolitiikkaa – yleensä heikoin tuloksin – mutta jopa EKP on joutunut tosiasiassa ottamaan huomioon alueelliset näkökohdat. EKP on tukenut kriisimaita, ei juuri muodollisesti, mutta kuitenkin selvästi sekä likviditeetin että tulojen osalta (siis painamalla eri tavoin alaspäin kriisimaiden korkoja). Tätä on perusteltu erityisesti sillä, että on haluttu poistaa se riskilisä, joka ylittää normaalien fundamenttien vaikutuksen, eli ennen kaikkea euroalueen hajoamisriskin vaikutus. Toisaalta usein asia esitetään niinkin, että kysymys on vain markkinoiden fragmentoitumisen estämisestä tai transmissiomekanismin parantamisesta joissakin markkinasegmenteissä. EKP:llä on ollut siis hintavakaus-, kasvu- ja rahoitusvakaustavoitteen ohella jossakin määrin neljäskin, aluepoliittinen tavoite, siis taata kaikissa euromaissa yhtäläiset rahoitusolot.

Asiakaskohtaisen riskilisän on aina katsottu kuuluvan oleellisena osana normaaliin rahapolitiikan välitysmekanismiin. Ei kysymys ole markkinoiden hajoamisesta tai pirstoutumisesta, fragmentaatiosta, jos asiakkaiden riskilisät eroavat – tai sitten luottomarkkinat ovat aina ja kaikkialla fragmentoituneita. On kysymys eri korkopolitiikasta, jos toisaalta keskuspankki alentaa operaatioillaan normaalin rahapolitiikan tapaan talouden yleistä korkotasoa, kuin toisaalta se, että keskuspankki alentaa joidenkin velallisten korkoa pienentämällä näiden koron riskilisää. Jos heikkoja velallisia tuetaan yhteisin varoin ja yhteisiä riskejä ottamalla, liikutaan selvästi finanssipolitiikan alueella. Toisaalta näyttää olevan niin, että euroalueella poliitikot selvästi haluavatkin siirtää tällaista poliittisesti hankalaa finanssipolitiikkaa keskuspankin hoidettavaksi.

Kansallinen vakauspolitiikka korostuu ja vaikeutuu, kun ohjauskorko on selvästi liian matala maan taloustilanteen kannalta. Tällöin on pakko turvautua kansallisiin, lähes säännöstelyn tyyppisiin toimiin talouden tasapainottomuuksien estämiseksi, sikäli kuin euroalueen säädökset tämän kansallisesti sallivat. Vielä vaikeampi on tilanne, jos rahapolitiikka on maan kannalta aivan liian kireää, ainakin maan ollessa niin heikko, ettei se saa joustavasti ulkopuolista rahoitusta. Koko alueen yhteiset ja kansalliset järjestelmät ja politiikkavälineet ovat vaikeasti yhteen sovitettavissa. Kansallisia välineitä tarvitaan, mutta niiden käyttö voi olla ristiriidassa yhteisen politiikan kanssa. Jos kansallisia väli-

neitä laajasti sallitaan, niillä voidaan, paitsi hoitaa yhteiseen politiikkaan liittyviä vakavia kansallisia ongelmia, myös hankkia aiheettomia kansallisia etuja toisten kustannuksella. Aiheettomien etujen määrittely on epäselvää ja luo helposti poliittisia intohimoja.

Kansallisessa vakauspolitiikassa olisi syytä erottaa rahoituksen tarjontaan vaikuttava sääntely ja rahoituksen kysyntään vaikuttava sääntely. Käytettävissä on makrovälineitä ja mikrovälineitä. Paljon siitä, mitä nykyisin kutsutaan makrovakauspolitiikaksi, kutsuttiin menneinä vuosikymmeninä rahoitusmarkkinoiden määrälliseksi säännöstelyksi. Tämähän ei koske vain euromaita, vaan paljolti myös niitä maita, joissa rahapolitiikkaa toteutetaan inflaatio- ym. tavoittein, eli korkopolitiikkaa toteutetaan irrallaan suorasta kytkennästä rahoituksen kysyntään ja tarjontaan.

Rahoituksen tarjontaa voidaan ohjailla vaikuttamalla rahoituslaitosten halukkuuteen ja mahdollisuuksiin tarjota luottoja. Luottoihin voidaan kohdistaa myös niiden käyttötarkoituksen mukaan erilaisia kustannuksia, kuten oman pääoman vaatimuksia ja varantovelvoitteita. Vakuuskäytännön säätely on erityisen tärkeää. Sekä vakuuksien määrää että laatua voidaan sopeuttaa, tosin käytännössä vain kohtuullisissa rajoissa. Luottojen tarjontaan vaikuttavia välineitä on euroalueella laajasti yhdenmukaistettu. Varmaan viranomaisten tiukoilla ohjeillakin on merkitystä.

Vaikutettaessa rahoituksen kysyntään käytetään varsinkin velallisen oman rahoitusosuuden säätelyä. Myös veropolitiikka on keskeisessä asemassa. Vaikka verovähennyksillä on suuri poliittinen kannatus, niiden hyöty velallisille ei ole selvä. Ne nostavat asuntojen hintoja ja houkuttelevat ylivelkaantumiseen. Luottojen korkojen verotuksen yhdenmukaistamiseen ei euroalueella kohdistune erityisiä paineita, mutta yleisesti veropolitiikkaa pyritään koordinoimaan. Tätä perustellaan monenlaisen syin, lähinnä kilpailuneutraliteetilla, mutta myös mm. veronkierron estämisellä. Kun kuitenkin oma rahapolitiikka on jo menetetty, verotuksen laaja yhdenmukaistaminen merkitsisi euromaan oman talouspolitiikan loppumista keskeisiltä osiltaan. Myös omien rahoitusmarkkinoiden vakauttaminen vaikeutuu. Poikkeuksellisen kevyet verojärjestelyt tulisi estää, mutta verotuksen sopeuttamisen vapaus ja verokilpailu tulisi sallia suhteellisen väljissä rajoissa. Muuten väestö muuttaa.

Ilmeinen ongelma erityisesti asuntoluottojen tarjontaan ja kysyntään puuttumisessa on, että sääntely- ja säännöstelytoimet ovat poliittisesti vaikeita. Lisäksi niihin liittyy koordinointivaikeuksia viranomaisten kesken. Niitä voivat toteuttaa niin hallitus, parlamentti ja vakausviranomaiset kuin keskuspankkikin. Toimenpiteissä ollaan aina myöhässä. EU-viranomaisten patistelutkaan eivät tunnu paljon vaikuttavan.

Pankkiunioni ja muita pyrkimyksiä korjata rahaliittoa

Yleensä rahaliittoa perustellaan mm. näkemyksellä, että vain yhdessä ja yhteisen rahan turvin ”Eurooppa” voi selviytyä globaalissa kilpailussa. Näin voi olla, joskaan rahan väri tuskin on ratkaiseva kilpailutekijä. Joka tapauksessa euroalueen on saatava järjestelmästään toimiva ja tasapuolinen. Huonosti toteutettuna voi syntyä tehoton euroalue, jossa mm. vahvojen valtioiden ja pankkien resursseja tuhlataan ajan mittaan turhaan huonosti hoidettujen valtioiden ja pankkien tukeen. Liian vähän painotetaan reaalituotannon kehittämistä. Rahoitustukijärjestelmillä ei synny kovassa globaalissa maailmassa kestävää talousjärjestelmää.

Koska rahaliitto ensisijaisesti lähes kiinteäkurssijärjestelmänä on osoittautunut eräissä maissa melkein ylivoimaiseksi, rahaunionia pyritään tiivistämään laajentamalla sen piirissä pankkiunionia ja finanssipoliittista unionia. Erityisesti finanssipoliittista unionia koskevat näkemykset ovat hajanaisia. Keski-Euroopassa sillä tarkoitetaan lähinnä julkisten alijäämien keskitettyä ja entistä tiukempaa rajaamista ja valvontaa, kun taas Etelä-Euroopassa ajatellaan lähinnä reilusti laajenevia tulonsiirtoja Etelä-Eurooppaan. Vakaus- ja kasvusopimusta on tiukennettu niin, että tavoitteena on pitää rakenteellinen

julkinen alijäämä korkeintaan puolessa prosentissa BKT:stä, ja samalla sanktioita on tiukennettu. Usein ehdotellaan jonkinlaista euroalueen yhteistä budjettia ja joiltakin osin työttömyysturvan ja sosiaalietuuksien sekä verotuksen ja lainanoton yhtenäistämistä. Varsinaiset federalistit tavoittelevat jopa Yhdysvaltain tapaista liittovaltiota.

Yleisesti ja kevyesti esitetään ilmeisen epärealistista tulonsiirtounionia, jossa vaikeuksiin joutuneiden euromaiden ja jopa kilpailukyvyttömien maiden kehitys taattaisiin suurilla tulonsiirroilla, ehkä melko pysyvästikin. Näin ei tule tapahtumaan. Vakaat valtiot, heikoista maksajista puhumattakaan, eivät tahdo suostua edes nykyisiin EU-tukiin ja kehitysmaiden kehitysapuun, jotka yhdessä kasvavat vain noin 1 prosenttiin suurimpien maksajien BKT:stä. Suurimpien maksajien normaalit EU-tuet ovat olleet nettomääräisesti noin 0,3–0,4 % ja saajien 2–4 % BKT:stä. Pohjois- ja Etelä-Euroopan maiden väliset reaaliset tulo- ja varallisuuserot eivät ylipäätään ole niin suuria, että niiden laajaan tasaamiseen olisi selvä sosiaalinen tarve. Ei missään maassa tasata laajoin tulonsiirroin joidenkin kymmenien prosenttien tuloeroja.

Aluetuet uhkaavat jo nykyisinkin jopa hajottaa eräitä maita. Jugoslavia hajosi osin niihin. Riitelevässä Belgiassa flaamien tuki vallooneille arvioidaan noin 2–4 prosentiksi maan BKT:stä. Vauraassa Kataloniassa on haluja erota Espanjasta. Jotta EU-tuilla olisi rakenteelliset erot pysyvästi korjaava merkitys, niiden tulisi moninkertaistua. On kestämätöntä, jos maa kokee päässeensä ns. pehmeän budjettirajoituksen piiriin eli voi lähteä siitä, että joku muu lopulta maksaa. Eri maiden sisällä on tietysti nettomääräisesti suuriakin normaaleja yksilöllisiä sosiaalitukia alueille, joilta aktiiviväestö on muuttanut laajasti pois. Jos jotkin euromaat menettävät kohtuuttomasti työvoimaansa, tukia on tietysti perusteltua lisätä mm. kotimaahansa jääneiden vanhusten huoltamiseksi.

☼

Pankkiunionin kehittäminen sai alkunsa vuonna 2012 talous- ja pankkikriisin myötä ilmenneestä halusta erottaa valtion ja rahalaitosten keskinäiset maksuvalmius- ja velkaongelmat. On makuasia, minkätyyppistä yhteistyötä ja millaista yhteistyön astetta voidaan kutsua pankkiunioniksi. Projektin luonne tulkittiinkin eri maissa aluksi äärimmäisen eri tavoin. Äärilaitoina ovat toisaalta rahaliiton piirissä yhteisesti sovittavat, lähinnä kansallisesti sovelletut periaatteet pankkien vakauden turvaamiseksi ja toisaalta koko euroalueen kattava yhteisvastuu pankeista. Jälkimmäisessä äärinäkemyksessä lähtökohtana olisi ikään kuin toiminnassa olisi koko euroalueen veronmaksajien yhteisvastuulla toimiva yhteinen pankkikonserni.

Vahvat maat ja pankit kannattavat lähellä edellistä laitaa olevia ratkaisuja, heikot maat ja pankit lähellä jälkimmäistä olevia ratkaisuja. Järjestelmien väliin jää kirjava joukko pankkien eri toimintoja koskevia yhteisiä tai kansallisia sääntöjä, valvontaa, vastuita ja maksuvelvoitteita. Käytännössä pankkiunioni toteutuu aluksi vaatimattomin tavoittein, jolloin sen vaikutukset jäävät vähäisiksi.

Valtion ja pankkien keskinäisten riskien kytkökseen on kaksi perustavanlaatuista ratkaisulinjaa, toista voisi luonnehtia sanalla ”saksalainen” ja toista ehkä sanalla ”keynesiläinen”. Saksalainen linja on euroalueen suunnittelusta alkaen ollut, että euroalueella ei saa syntyä valtioiden rahoitusriskejä. Valtioiden rahoitusaseman on oltava jopa niin vahva, että se kestää myös kansallisten pankkien rahoitusongelmien hoidon. Tästä tuli myös euroalueen periaatteellinen lähtökohta, ja käytännössä yhteisiin pankkikriiseihin ei varauduttu rahaliittoa suunniteltaessa kaiketi ollenkaan.

Äärimmäinen ”keynesiläinen” ratkaisu puolestaan on, ettei heikollekaan valtiolle eikä sen myötä laajasti pankeille saa syntyä likviditeettikriisiä. Valtion ei pidä antaa joutua sellaisiin rahoitusvaikeuksiin, joissa se ei selviäisi kohtuullisista menoistaan tai sen olisi pakko hoitaa rahoitustaan poikkeustoimin. Ratkaisun tarjoaa joustava, rajaton keskuspankin likviditeettituki kaikissa tilanteissa tai euroalueella myös yhteisvastuullinen rahastotuki keskuspankin takaamana. ”Saksalaisen” näkemyksen mukaan keskuspank-

ki ei tietenkään saa rahoittaa valtioita suoraan eikä edes välillisesti. Euroaikana on kuitenkin väistämättä liu'uttu kohti keskuspankkirahoitukseen suuntautuvaa tukiratkaisua.

Pankkiunionia perusteltaessa toisteltiin kahta iskulausetta. Ensinnäkin tavoitteena on oltava "pankkien ja niiden isäntävaltioiden välisen kohtalonyhteyden katkaiseminen"(breaking the vicious circle between banks and sovereigns) ja toiseksi on poistettava eri maiden rahoitusmarkkinoiden eroja leimaava fragmentoituminen eli rahapolitiikan välittymismekanismin murtuminen. Nämä tavoitteet ovat täydellisinä mahdottomia käytännössä. Ne merkitsisivät sekä julkisen sektorin että yksityisten riskien tasaamista koko euroalueen kesken.

Valtion ja pankkien keskinäinen riski on kahdensuuntainen. Vakavaan kriisiin ajautuneet pankit menetyksineen vievät yleensä myös kyseisen valtion rahoitusvaikeuksiin (Irlanti, Espanja). Jos toisaalta kriisi alkaa valtiontalouden kaatumisesta, myös kotimaiset pankit, erityisesti valtionvelkaan runsaasti sijoittaneet pankit ovat vaikeuksissa ja jopa kaatuvat (Kreikassa kriisivuosien aikana kai kolmeen kertaan). Heikosti hoidettu valtio ei jaksa hoitaa heikosti hoidettuja pankkeja, eivätkä heikot pankit voi tukea heikkoa valtiota.

Pankkien ja valtioiden välisiä yhteyksiä ei ole mahdollista tai realistista eikä monilta osin tarkoituksenmukaistakaan katkaista. Sekä julkinen sektori että rahoitustoimintaa hoitava pankkisektori kuuluvat kansantalouden ydinosiin, ja on utopiaa kuvitella, että niiden keskinäinen riippuvuus olisi mahdollista katkaista jossakin tilanteessa oleellisilta osiltaan. Normaalisti pankkien riskilisä riippuu osittain asianomaisen valtion riskilisästä. Hyvin hoidetussa maassa kytkös ei ole ongelma vaan luonteva ja itsestään selvä etu. Jos maa on pääosin hyvin hoidettu, mutta pankeilla menee riskinoton vuoksi huonosti, vahva valtio voi hoitaa pankkijärjestelmän kuntoon takaamalla sen osittain tai kokonaan ja mm. hajottamalla kriisipankit. Jos taas valtiontaloutta on hoidettu epärealistisesti tai vastuuttomasti, vahvat pankit tukevat valtiota ehkä suoraankin mutta myös pitämällä maan talouden pyörimässä. Vahvojen pankkien peruslinjaan kuuluu kuitenkin, että ne eivät ole ottaneet liikaa valtion riskiä sijoituksillaan. Kahdensuuntaista vicious circle -ongelmaa ei siis ole, jos maa on kunnossa. Saksa ja Yhdysvallat, sekä ehkä jopa Suomikin 1990-luvulla, hoitivat suuret kriisipankkinsa ilman mitään erityisiä kierteitä.

Vicious circle ongelmaan puuttuminen ulkopuolelta pelkistyy huonosti hoidettujen, kilpailukyvyttömien maiden tukipolitiikaksi. Kriisipankkeja pitäisi jopa tukea niin paljon, että niiden riskilisät katoaisivat. Ei ole mahdollista turvata kauttaaltaan kriisissä olevan maan pankkeja niin, että ne toimisivat rauhallisesti kuten vakaassa maassa, mm. ilman suuria riskilisiä sekä luotonotossaan että luotonannossaan. Potentiaalinen tuki ja sitä varten luotu rahoitusjärjestelmä suosivat maksimaaliseen velkaantumiseen houkuttelevaa talouspolitiikkaa. Sen seurauksena niin valtio kuin yksityinen sektori ja pankitkin hoippuvat velkoineen kaatumisen rajoilla laskien vieraan avun varaan, jos huonosti käy.

Termiä rahoitusmarkkinoiden fragmentoituminen pitää välttää tässä yhteydessä. Kysymys ei ole poikkeuksellisesta ilmiöstä vaan täysin normaalista asiasta. Transmissiomekanismi ei ole sekaisin, jos joillakin valtioilla ja näiden maiden pankeilla on tuntuvia korkopreemioita. Päinvastoin: välitysmekanismi on kunnossa, mutta asianomaisten maiden talouden hoito ei. Tässäkin asiassa pitäisi hoitaa syitä eikä seurauksia. Asiakaskohtainen riski on syy, ja korkolisä on seuraus. Rahoitusmarkkinoiden sisäiset korkoerot, siis riskilisien erot, kaipaavat tietenkin huolellisen analyysin niiden syistä. Ilmeisesti monet kuvittelivat, että rahaliitto hävittää euromaiden korkoerot ja yhdenmukaistaa riskilisät maiden kesken. Käytännössä on käynyt päinvastoin, ja riskipreemiot ovat pyrkineet tavattomasti eriytymään.

Itse asiassa eri rahajärjestelmissä olevien valtioiden velan korot eivät ole aivan vertailukelpoisia. Maassa, kuten Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassakin, jossa valtio voi melko vapaasti velkaantua oman rahansa määräisesti – myös ulkomaille – korko ei sisällä luottoriskipreemiota. Valtionvelan kasvaessa luottoriskiä ei tule, koska keskuspankki voi rahoittaa velan nimelliset kuoletukset ja korot, mutta sijoittajien huoleksi tulee inflaatioriski tai talouden vakausriski. Toisaalta useimmat alijäämäiset pienet maat otta-

vat runsaasti vieraiden vakaiden valuuttojen määräistä velkaa. Tällaiseen velkaan liittyvät luottoriski ja riskipreemio, jotka talouden heiketessä kasvavat nopeasti. Näihin vaikeuksiin ei ole mitään turvaa, paitsi osin Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF). Yksittäiset euromaat ovat tällä välillä. Koska euro on yksittäiselle euromaalle pikemminkin vakaa vieras valuutta, eurovaltionkin velkaan liittyvät luottoriski ja riskipreemio, jotka vieläpä kasvavat helposti hyvin suuriksi. Tästä syystä jopa monet vahvat asiantuntijat ovat vaatineet yleisesti, että myös euroalueella euromaiden ja EKP:n tulisi eliminoida yksittäisten eurovaltioiden luottoriski.

Jos tämäntapainen sitoumus annetaan, kuten on jo tosin vahvasti ehdollisena annettukin, eurovaltion korko ei ole enää aito markkinakorko riskipreemioineen, vaan sisältää sekä markkinoiden tekemän riskiarvion että arvion keskuspankin tuen merkityksestä. EKP:n antama tukilupaus on pienentänyt selvästi ongelmamaiden valtion ja pankkien riskipreemiota, mikä näkyy avoimesti myös sijoittajien markkinakommenteista. Valtiot eivät ole aidosti omalla nimellään markkinoilla. Sijoittajat laskelmoivat voivansa myydä velan kohtuuhintaan EKP:lle (eurojärjestelmälle), jos vakavia vaikeuksia ilmenee. EKP on toisaalta ottanut tässä itselleen suuren ns. häntäriskin (toteutumisen todennäköisyys pieni). Yhteisen keskuspankin tuki yksittäiselle maalle on rahaliitossa oleellisesti eri asia kuin oman rahan tapauksessa, sillä rahaliitossa keskuspankki takaa kyseisen valtion velan paitsi velan nimellisarvoisesti myös reaaliarvoisesti. Tämä velkavaateiden reaaliarvon takaaminen on aivan eritasoinen tuki, ja se tulee muiden euromaiden vastuulle.

Vaatimus, ettei luottojen koroissa voida sallia maakohtaisia riskilisiä hyvin toimivilla rahoitusmarkkinoilla, on loogisesti ristiriitainen. Tuollainen järjestelmä ei ole toimiva markkinajärjestelmä. Aitojen tehokkaiden markkinoiden oleellinen tehtävähän on juuri arvioida rahoituksen käyttö tuottojen ja riskien mukaan ja hinnoitella nämä seikat korkoihin ja niiden asiakaskohtaisiin riskilisiin. Jos riskilisät manipuloidaan pois, ei olla markkinoilla vaan säännöstely- ja suunnitelmataloudessa. Tietysti tällaiset ”toimivat ja tehokkaat rahoitusmarkkinat” – eli samalla korolla halpaa rahaa, paljon, aina ja vapaasti kaikille ja kaikkiin tarkoituksiin – ovatkin monien tavoite, eikä vain etelän mailla.

Markkinoiden fragmentoitumista vastustavat vaatimukset sisältävät äärimmillään sen, että kaikki euromaat takaavat valtioiden ja pankkien kaiken rahoituksen. Riskit voidaan tietysti siirtää muille, jos nämä muut suostuvat ne ottamaan. Jos joku suostuu enemmän tai vähemmän pakosta ja ilman realistista korvausta ottamaan toisten riskit, tämä tietenkin vaatii vastineeksi mahdollisuuden vaikuttaa ratkaisevasti velallisen riskeihin. Tässä ollaan euroalueella mahdottomien poliittisten realiteettien edessä. Vastuunkantaminen ei voi olla pelkkää euromaiden välistä riitelyä, vaan edellyttäisi nykyoloissa aivan epärealistista euroalueen talouspolitiikan keskittämistä.

Pitkälle viety pankkiunioni hämärtää eri maiden ja EU- sekä euroinstituutioiden tosiasiallista vastuunkantamista. Epämääräiset velkavastuut ovat vaarallisia, sillä ne johtavat melko väistämättä moral hazard kiusauksiin. Valtion ja pankkien keskinäisen riippuvuuden katkaisun tuomiin ongelmiin kuuluisi mm. se, että valtio voi suhtautua entistä välinpitämättömämmin oman talouden kiinteistö- ja luottomarkkinoiden ylikuumenemiseen. Valtio voisi pikemminkin suosia riskipitoista kasvua, jos vastuu mm. kiinteistömarkkinoiden menetyksistä olisi paljolti euroalueella. Talousvaikeuksiin joutuneen maan hallitukselle tulee myös motivaatio pyrkiä siirtämään kustannuksiaan pankeille ja näin edelleen muiden euromaiden maksettavaksi. Kriisimaissa on mm. – sinänsä ymmärrettävästi – annettu asuntovelallisille lakisääteistä suojaa lainojen irtisanomista vastaan. Tällöin velalliset saavat asiallisesti ottaen asumistukea pankkien kustannuksella. Erityinen pulma ovat ne poikkeuksellisen laajan rahoitustoiminnan maat, jotka ovat pankkitoiminnaltaan osittaisia veroparatiiseja (mm. Irlanti, Luxemburg ja Kypros). Maat ottavat itselleen toiminnan tuotot, ja euroalueen tulisi kantaa suurelta osin riskit.

Valtion ja pankkien riskien yhteenliittyminen riippuu osin pankkien omistuksesta. Pankit voivat olla aidosti kansallisia ja kansallisessa omistuksessa, tai toiseksi ne voivat olla kansallisia ulkomaisten pankkien tytärpankkeja (tai kansallisia, pääosin ulkomaisten

sijoittajien omistamia pankkeja) tai kolmanneksi ulkomaisten pankkien sivukonttoreita. Pankkiunioni on yksittäisen maan kannalta merkittävä erityisesti ensimmäisessä tapauksessa, kun taas viimeksi mainitussa tapauksessa kansallista vastuuta ei paljon ole; huolet ovat ulkomaisilla pankeilla ja niiden kotivaltioilla. Muun muassa juuri kolmannen vaihtoehdon tapauksessa perustellaan yhteisvastuun lisäämistä. Pankkiriskien ulkoistaminen on ehkä kriiseissä maan etu, mutta toisaalta maa voi olla ilman aitoja kansallisia pankkeja joissakin tilanteissa hankalassa asemassa.

☼

Euroalueella on valmisteltu pankkiunionin ohella myös arvopaperimarkkinoiden unionia. Pankkiunioni on näistä tärkeämpi, ja erityisesti siihen liittyy laajoja vastuukysymyksiä. Arvopaperimarkkinoiden yhdenmukaistaminen on paljolti toisentyyppinen ja varmaan vähemmän ristiriitoja aiheuttava kysymys. Sen osalta tärkeitä olisivat eri maiden instituutioita sopeuttavat ratkaisut. Erilaiset lait, markkinakäytännöt, koronlaskumenetelmät, verotus ym. eristävät yhä eri maiden arvopaperimarkkinoita. Ilmeisesti yhtenäisemmät ja laajemmat arvopaperimarkkinat tarjoaisivat monia etuja. Järjestelmään sinänsä ei ilmeisesti kytkeytyisi isoja yhteisvastuita.

Pankkiunionissa on tapana erottaa kolme vaihetta: ensinnäkin koko euroalueen pankkien yhdistetty vakausvalvonta, toiseksi kriisipankkien ja pankkikriisien hoito viime kädessä jopa euroalueen yhteisin varoin ja kolmantena koko euroalueen kattava yhteisvastuullinen talletussuoja. Talletukset taattaisiin spekulaation kohteeksi joutuvassa pankissa ja maassa, ainakin johonkin rajaan asti, yhteisen takuun turvin yhteisistä varoista eli lähinnä erikseen koottavista rahastoista. Rajallinen kotitalouksien talletussuoja ei johda vielä aitoon pankkiunioniin. Neljäntenä vaiheena voisikin olla (epärealistinen) järjestelmä, jossa kaikkien sektoreiden lyhytaikaiset sijoitukset pankeissa olisivat takuun piirissä. Vasta tällainen järjestely estäisi periaatteessa laajan pikaisen talletuspaon.

Kansalliseen vakausvalvontaan katsotaan liittyneen monenlaisia puutteita. Hankalaa sen kannalta on ollut pankkien kansainvälistyminen. Tosin euroalueen sisäinen pankkien integroituminen on ollut vähäistä. Isojen maiden suurten pankkien välisiä fuusioita ei ole sanottavasti ollut. Pienissä euromaissa jopa valtaosa pankeista on yleensä ulkomaisessa omistuksessa. Kielteisenä seikkana on mainittu myös kansallisten vakausviranomaisten taipumus lakaista pankkien vaikeuksia maton alle pankkien ja koko rahoitusjärjestelmän maineen ja vakauden suojaamiseksi. Toisaalta sama peittelyn motiivi voi säilyä koko euroalueen tasolla. Yhdistetty vakausvalvonta on kuitenkin herkempi paljastamaan ainakin pieniä ja keskisuuria pankkeja, jotka heiluttelisivat kansallista järjestelmää mutta eivät koko alueen rahoitusta.

Kansallisia vakausviranomaisia syytettiin myös pyrkimyksistä säädöksillään tukea omia pankkejaan muiden euromaiden pankkeihin nähden. Kriisin aikana vakausviranomaiset pyrkivät mm. rajoittamaan sitä, mistä kansallisesta keskuspankista pankkikonsernit nostavat keskuspankkirahoitusta. Tällä perusteella vaadittiin vahvaa valvonnan keskittämistä euroalueelle, jolloin kansallisten pankkien suosiminen estyisi. Vakausviranomaisten toteuttama euroalueen sisäinen säännöstely näyttää kuitenkin olevan kaksipiippuinen asia. Toisaalta vakausviranomaisia nimenomaan syytettiin siitä, etteivät nämä toimillaan estäneet ennen kriisiä pankkien vahvaa sijoitusvirtaa Saksasta ja muista ylijäämämaista ylikuumenneisiin Etelä-Euroopan maihin ja Irlantiin.

Pankkien tervehdyttämistä ja hajottamista koskevia menetelmiä on EU:ssa vähitellen kehitetty, ja järjestelmä on moniportainen. Seuraavassa järjestelmää ja sen instituutioita käsitellään vain pinnallisesti ja varmaan epätarkasti. Jokainen kriisi on vähän erilainen, eikä ristiriidattomiin toimintakaavoihin varmaan koskaan päästä. Suuren pankin mahdolliset vakavat vaikeudet ovat euroalueella monitahoinen ongelma, jota hämmentävät euroalueen yleiset ja kansalliset intressit. Kriisipankin käsittely kuuluu eri vaiheissa euroalueen eri instituutioille. Merkittävä rajanveto liittyy siihen, onko pankki edelleen (jonkin tuen avulla) elinkelpoinen vai onko se katsottava jo toimintakyvyttömäksi. Tämän

asian selvittäminen kuuluu lähinnä EKP:lle, jonka yhteydessä toimii yhteinen valvontamekanismi Single Supervisory Mechanism (SSM). Se päättää, milloin pankki on niin suurissa vaikeuksissa, että se täytyy ottaa jotenkin käsiteltäväksi. Epäilemättä pankin kotimaalla on tilanteessa omat intressinsä eli halu saada omalle taloudelle aiheutuvat menetykset minimoiduiksi ja äärimmillään tietysti saada pankki pelastetuksi euroalueen yhteisillä varoilla.

EKP:n taakka on raskas: se vastaa vajaan 150 systeemisesti tärkeän suuren pankin valvonnasta ja valvoo samalla muiden pankkien kansallista valvontaa. Valvottavina ovat erityisesti parisataa yli maiden rajojen toimivaa pankkia ja vielä loput potentiaaliset 6 000 pankkia. Henkilökuntaa EKP:ssä olisi näissä tehtävissä alle tuhat. EKP huolehtii ensisijaisesti vain alas ajettavien pankkien tilanteen selvittämisestä, kun taas pankkien ja pankkijärjestelmän pelastusoperaatiot kuuluvat muille kansallisille tai yhteisille elimille. Pankkitoiminnan sääntöjä kehittää EU:n luoma pankkivalvojien yhteistyöelin Euroopan pankkiviranomainen (European Banking Authority, EBA).

Pankkien vakavaraisuuden ja riskien erot ovat yleensä ilmeisesti suuria. Pankkien kestävyyttä on testattu stressitesteillä. Stressitestien tulos riippuu kriteereistä, siitä, mitä muuttujia ne koskevat, kuinka yhdenmukaisiksi ne eri maissa saadaan, miten tiukoiksi ne asetetaan ja millainen kriisi oletetaan. Pankkeja pitäisi testata eri kriteereillä ja eri skenaarioilla. Riskit ja niiden realisoituminen riippuvat kunkin ajankohdan erityisongelmista. Arvioita voidaan tehdä vain spekulatiivisten skenaarioiden pohjalta. Koska pankkien tilanne kuitenkin tiedetään valvojien piirissä pääpiirteissään jo etukäteen, saadaan kriteerit sopivasti asettamalla suurin piirtein se tulos, joka halutaan. Ensimmäisissä stressitesteissä haluttiin ilmeisesti saada muodon vuoksi esille vain muutama heikko pienenpuoleinen pankki markkinoiden vakauden säilyttämiseksi. Tästä virheelliseksi osoittautuneesta varovaisuudesta saatiin kuitenkin ankaraa kritiikkiä.

Saamisten laadun arvioinneilta ja muilta riskiarvioilta ei pitäisikään odottaa liikaa, mutta ehkä niissä erottuvat sentään pääpiirteissään aivan huonoimmat ja aivan parhaat pankit. Ei ole mahdollista luokitella pankkeja lähimainkaan objektiivisesti niiden kokonaisriskien kannalta. Ilmeisesti tärkein kriteeri pankkeja arvioitaessa on maan – tai kansainvälisen pankin tapauksessa koko sen toiminta-alueen – yleinen talouden tila ja kilpailukyky. Vakaan, hyvin hoidetun maan pankit pärjäisivät lievemmällä holhouksella kuin epävakaan maan pankit. Jos joku viisas virkamies uskoo osaavansa ennakoida todella aidosti tulevat pankkiongelmat, hänen kannattaisi tietysti siirtyä isoon riskirahastoon miljardeja tienaamaan.

Yksi riskiskenaarioiden ongelmakohta on, miten euromaiden valtionvelka otetaan mukaan. Euroalueen valtiot tulisi luokitella riskin mukaan, mutta tämä korostaisi euroalueen fragmentoituneisuutta. Pankkien vakavaraisuus- ja likviditeettisäännöksissä pankkien sijoituksia riskittömään valtionvelkaan on suosittu vapauttamalla nämä sijoitukset oman pääoman vaatimuksista. Valtion riskittömyyttä on perinteisesti perusteltu sen verotusoikeudella (joka sekin on euromaissa rajallinen), mutta pääperuste lienee käytännössä ollut valtion rahoituksen helpottaminen. Samoin kaikkien valtioiden obligaatiot kelpaavat määriteltyyn pankkien likviditeettiin. Velan luottoriskiä ei varmaan oteta riskiskenaarioihin mukaan, mutta korkoon liittyvä arvonmuutosriski tähän velkaan liittyy joka tapauksessa.

Yhteisen valvonnan tärkeä etu on, että sitä kautta saadaan pankkien toiminnoille, tase-erille ym. yhteiset, ja toivottavasti myös yhteisesti sovellettavat määritelmät. Tällaiset tarvitaan esimerkiksi hoitamattomille luotoille, joita koskevat käytännöt ovat poikenneet melkoisesti (yleensä luotto on määritelty hoitamattomaksi, jos sen korkoja ja kuoletuksia ei ole hoidettu sopimuksen mukaisesti kolmeen kuukauteen). Määritelmät tarvitaan monille riskimuuttujille. Kuitenkin talouksien tuotantorakenne, rahoitusrakenne, velanhoitokulttuuri ja monet muut tekijät poikkeavat, eikä kovinkaan täydelliseen vertailukelpoisuuteen voida päästä.

Tärkeitä kysymyksiä liittyy myös siihen, kuinka avoimesti heikkenevien ja heikkojen pankkien tilanne tulisi esittää julkisuudessa. Vaikeuksia salataan, mutta huhuja ja ehkä

tietovuotojakin syntyy. Varhainen avoin ongelmien esittely olisi pankille sekä etu että suuri riski. Se pakottaisi pankin johdon ja omistajat toimimaan, mutta jos pankin julkistetut vaikeudet vievät sen kielteiseen kierteeseen talletuspakoineen, sitä ei ole helppo enää pelastaa. Pankkien kotivaltioilla on yleensä haluja pelastaa tärkeitä pankkejaan omilla rahoitustuillaan, mutta tätä rajoittaa kilpailulainsäädäntö.

☼

Valvonta vähentää pankkikriisejä, mutta ei pysty estämään niitä kokonaan. Pienikin kriisipankki voi olla markkinoiden kriittisessä tilanteessa vakava riski aiheuttamiensa todennäköisten tartuntavaikutusten vuoksi, mutta ensisijaisesti nimenomaan suuren pankin vaikeudet ovat viranomaisten päänsärky. Jo epäilykset vaikeuksista aiheuttavat usein pankille tuhoisan taantumakierteen. Pankki joutuu maksamaan ylimääräistä rahoituksestaan ja samalla perimään ylimääräistä omasta luotonannostaan. Jos vastaavat vaikeudet koskevat laajasti pankkisektoria, tilanne on maan kannalta vaikea. Se ei korjaudu muuten kuin pankkien taseita vahvistamalla ja riskejä pienentämällä. Oman pääoman saanti voi olla vaikeaa. Epäedulliset osakeannit merkitsevät menetysten realisoitumista vanhoille omistajille.

Pienten pankkien kaatuminen ei ole normaalioloissa iso kysymys; niitä kaatuu aina jonkin verran. Vuonna 2007 alkaneen kriisin aikana pienten pankkien annettiin kaatua Yhdysvalloissa varsin laajasti. Euroopan maat suojelivat enemmän pankkejaan. Yleensä tarkoituksena onkin ollut ensisijaisesti pelastaa pankit.

Kriisipankkien hoito on siirretty EU-alueella yhteisen kriisinratkaisumekanismin (Single Resolution Mechanism, SRM) vastuulle, ja käytännössä sen johtokunta hoitaa kriisipankkeja yhdessä kansallisten viranomaisten kanssa. Poliitikkojen linja ja tietysti kansalaistenkin on, että pankit itse hoitakoot asiansa. Pyrkimys on saada pankkien omistajat ja suojaamattomat velalliset maksamaan ainakin tietty osuus: junior bondholders (maksavat ensin), senior bondholders ja suurten talletusten omistajat. Kriisipankkien tukea varten on perustettu yhteinen kriisinratkaisurahasto (Single Resolution Fund, SRF), joka on varsin pieni. Sitä kuitenkin käytettäisiin vasta, kun tietty osuus (8 % pankin veloista) on otettu pankin omistajilta ja velkojilta. Viime kädessä on päätettävä, jääkö pankki jossakin muodossa olemaan, myydäänkö se osina tai kokonaan toisille pankeille vai lopetetaanko se kokonaan.

Kriisipankkien hoito on varmaan selkeämpää teoriassa kuin käytännössä. Vastuun paneminen suoraviivaisesti pankkien velkojille saattaa aiheuttaa tartuntavaikutuksia muihin pankkeihin ja mainevaikutuksia myös muille pankin kotimaan talousyksiköille. Velkojien osalta on ikäviä rajatapauksia. Eri maissa myydään epäselvillä nimillä – kai jopa talletussertifikaatin tapaisilla nimillä – pankkien juniortasoista velkaa, johon pienituloisetkin ihmiset ovat sijoittaneet eläkesäästöjään. Etelä-Euroopassa tällaisia sitoumuksia emittoineita pankkeja on kaatunut, mikä on aiheuttanut ihmisille kohtuuttomia menetyksiä (joita valtio on ilmeisesti lievittänyt ainakin Italiassa). Jo talletus- ja velkainstrumenttien nimistä pitäisi näkyä vastuun aste. Kotitalouksien sijoituksissa ei pitäisi oikeastaan voida käyttää sanaa ”talletus” muista kuin talletussuojan alaisista sijoituksista.

Lähtökohtana on ollut, että vasta jos sekä kyseinen kansallinen pankki tai koko pankkijärjestelmä että kyseinen valtio ovat maksuvaikeuksissa, turvaudutaan yhteiseen rahoitukseen. Se otetaan yhteisestä kriisinratkaisurahastosta tai viime kädessä Euroopan vakausmekanismista, EVM:stä (European Stability Mechanism, ESM), ilmeisesti kuitenkin asianomaisen pankin kotivaltion vastuulla. Tukien kehittämistä on esitetty myös vakuutusjärjestelmän hengessä, mutta tällöin ratkaistavaksi tulee, missä määrin ja miten vakuutusmaksut tulisi jakaa maiden ja pankkien riskien mukaan. Erilaiset rahastot eivät riitä pitkälle, eikä erittäin suurien rahastojen kerääminen ole tarkoituksenmukaistakaan, mm. siksi, että syvässä kriisissä niitä ei voida käytännössä realisoida. Vain keskuspankkirahoituksella voidaan hoitaa perustavanlaatuinen rahoitusmarkkinakriisi.

Euroalueella lienee vaikeaa pelastaa tasapuolisesti erilaisia pankkeja. Isoja pankkeja ja pieniä pankkeja on kohdeltava yhdenmukaisesti, samoin on taattava yhtäläinen kohtelu ison maan ja pienen maan pankeille. Ainakin, jos pankkien vakavat vaikeudet johtuvat yllättävistä ja ymmärrettävistä menetyksistä, kansallisten veronmaksajien olisi ehkä tarkoituksenmukaista maksaa osa menetyksistä vakauden ja kohtuuden vuoksi. Kaatuvien pankkien huonon maineen vaikutus ulottuu myös valtioon, mm. siitä syystä, että pankkitoiminta on julkishyödyke eli palvelee osin esimerkiksi valtion vastuulla olevaa maksujärjestelmää. Euroalueella valtion antamien kansallisten rahoitustukien ja takausten harkinta ja toteutus on kuitenkin vaikeaa, koska ratkaisuissa ei saisi rikkoa laittomia valtiontukia koskevia EU:n säädöksiä. Tukien pitäisi olla maksuiltaan markkinaehtoisia.

Suomen 1990-luvun kriisin ratkaisuissa oli varmaan pitkän päälle parempi ja taloudellisesti edullisempaakin, että veronmaksajat maksoivat kriisiin kaatuneen säästöpankkien keskuspankin Skopin ulkomaiset velat. Velat olivat suuria, mutta kuitenkin vain muutamia prosentteja BKT:stä. Osin tästä syystä suomalaiset ovat saaneet ulkomaista lainarahaa edullisesti ja saavat vastakin – elleivät jaa hankkimaansa luotettavuusetua eteläeurooppalaisille. Skopin laskut lienee kuitattu suomalaisten velallisten pienemmillä luottoriskilisillä.

☼

Talletussuojalla on kaksi tarkoitusta. Ensisijainen ja perinteinen tarkoitus on turvata kohtuullinen maksuvälineiden määrä kaikille varoja säästäneille kansalaisille kaikissa tilanteissa, erityisesti pankin kaatuessa. Toinen, ja euroalueella korostunut tarkoitus on hillitä epävakaita pääomapakoja epävarmoiksi koetuista pankeista ja maista. Julkisessa keskustelussa jälkimmäinen tekijä yleisesti korostuu. Tosiasiassahan nykyinen 100 000 euron talletussuoja ei riitä – vastoin yleistä näkemystä – vakauttamaan euroalueen talletusvirtoja tai sanottavasti edes isoja pankkeja. Herkimmin liikkuvat juuri suuret rahat, miljoonat, kymmenet miljoonat, sadat miljoonat. Jos pääomavirroille halutaan talletussuojan kautta edes jossakin määrin tehokas jarru, talletussuoja tulisi laajentaa kaikkiin likvideihin talletuksiin ja myös muutamien kuukausien määräaikaistalletuksiin. Tämä ei ole realistista.

Toisaalta 100 000 euroa on kohtuuttoman suuri summa maksuvälineiden suojaksi. Peruskansalainen ei sellaista tarvitse (paitsi ehkä tilapäisesti asuntokaupan tai perinnönjaon yhteydessä). Pienten pankkien suuret menetykset voidaan korvata, mutta harva valtio voinee vastata noin suuresta talletussuojasta laajassa kansallisessa pankkikriisissä. Nykyisen suuruiselle talletukselle annettu julkinen takuu on siis äärimmillään kyseenalainen, puhumattakaan vielä laajemmasta talletussuojasta. Jos takuut todella maksettaisiin (kansallisessa järjestelmässä), varat jouduttaisiin perimään veroina paljolti samoilta henkilöiltä (ja yrityksiltä), jotka ne saavat. Toisaalta on niinkin, että niin kauan kuin tällaisen talletussuojaan yleisesti uskotaan, se palvelee hyvin vakauspyrkimyksiä. Talletukset koetaan yleisön piirissä hämmästyttävän vahvasti suojatuiksi: nehän ovat tallettajien rahoja! Eivät tehdyt talletukset ole enää tallettajien rahoja (vaikka luetaankin rahamääriin) vaan pankkien varoja. Pankit ovat vain velkaa tallettajille.

Yleinen käytäntö on ollut, että talletussuojan alaisilla talletuksilla ei ole etuoikeutettua asemaa pankin konkurssissa. Eli jos pankki kaatuu ja talletuksiin joudutaan puuttumaan, myös talletussuojan alaisia talletuksia käytetään muiden talletusten rinnalla yhtäläisesti pankin velkojen maksuun. Tämän jälkeen 100 000 eurosta puuttuva osuus talletussuojasta maksetaan talletussuojarahastosta tai valtion varoista. Pyrkimyksenä tuntuu olevan saada suojatut talletukset konkurssissa etuoikeutetuiksi, jolloin rahastojen ja niiden maksajien lasku pienenisi. Tämä korostaisi talletusten eroa.

Talletussuoja ei ole aina ollut kaikissa maissa täydellinen. Kokemuksen mukaan 90 prosentin suoja ei ole riittänyt. Mahdollisesti suoja voisi olla 99-prosenttinen, jolloin pieni riskin tunne säilyisi. Tämä voisi vähentää myös halukkuutta sijoittaa vaikeuksissa ole-

vien pankkien yleisesti tarjoamiin ylikorkotalletuksiin. Kaikessa yksityisessä rahoituksessa olisi ehkä hyvä säilyttää pieni menetyksen mahdollisuus, sillä mikään ei ole rahoitusasioissa ehdottoman varmaa. Talletussuojalla ei saisi hävittää riskiä suurelta varojensa sijoittajalta (vakavia kriisitilanteita lukuun ottamatta). Pienten talletusten pakoriskiä spekulaatiotilanteissa liioitellaan. Peruskansalainen ei siirrä käteisvarojaan ainakaan ulkomaille. Makrotasolla ei talletuksilla tai edes varsinaisilla suurilla riskisijoituksilla ole oikeastaan mahdollisuuksia mennä minnekään; korot ja kurssit reagoivat. Jopa euroalueen sisällä varojen siirroilla on rajansa. Kreikassakin pankkiriski, euroalueesta eroamisriski ja suuri devalvaatioriski pudottivat talletuksia suhteellisen hitaasti ja vain muutamia kymmeniä prosentteja, joskin lopulta maa joutui turvautumaan talletusten nostojen ja pääomanliikkeiden säännöstelyyn.

Euroalueen mailla on ollut vaihtelevasti omia talletussuojarahastoja. Asteittain on ollut tarkoitus siirtyä euroalueen yhteisvastuulliseen talletussuojaan, mikä edellyttäisi ensin mm. kaikkien maiden yhtäläisiä talletussuojarahastoja. Lähtötilanteessa kaikkien maiden kaikkien pankkien pitäisi myös olla vakaita, eikä niillä saisi olla suuria riskipositioita, ei esimerkiksi liian paljon oman valtionsa velkaa. Perusasia on kuitenkin, että kaikki maat hoitavat talouttaan kunnolla. Yhteistä talletussuojaa koskevat näkemyserot ovat olleet suuret, sillä äärimmillään kysymys voisi olla suurista rahansiirroista – ja kuten yleensä, pääasiassa hyvin hoidetuista maista huonosti hoidettuihin maihin. Tietysti suuriin talletussuojakorvauksiin ajautuminen on epätodennäköinen ja harvinainen tapahtuma, koska sen taustalla täytyisi olla todella syvä talouskriisi ja koska kriisipankit hoidetaan yleensä muin järjestelyin. Se, että suoja kattaa lähinnä kotitalouksien talletuksia, vähentää riskejä, mutta korostaa samalla kysymystä, miksi euroalueen yhteistä talletussuojaa pidetään niin tärkeänä.

Euroalueen yhteinen rahasto on aluksi varsin pieni. Veronmaksajat eivät siis olisi ensisijaisesti eivätkä toissijaisestikaan maksajina, vaan ensin maksaisivat pankkien omistajat ja pitkäaikaiset velkojat ja vasta sitten rahastot. Talletussuoja kustannetaan eli siis rahastot kootaan pankeilta kerättävillä varoilla. Näin maksut painottuvat niihin maihin, joissa on suuri pankkisektori. Rahastojen varat tulisivat tietysti viime kädessä pankkien asiakkailta. Pankkikriisien laskut päätyvät yleensä joka kautta tavallisille kansalaisille, ovathan nämä sekä pankkien asiakkaita että veronmaksajia ja vielä mm. sijoitus- ja eläkerahastojen kautta pankkien omistajiakin. Sama on tilanne, jos pankkisotkuja hoidetaan talletussuojarahastojen asemasta muiden euroalueen rahastojen tai EKP:n varoilla.

☼

Äärimmillään euroalueen pankkiunionille asetetaan todella kovia vaatimuksia ja samalla veronmaksajille valtavia riskejä. Parhaimmillaan pankkiunionin tulisi turvata euroalueen pankkien toiminta, taata talletukset (ja paljon muuta) pankeissa, taata talletusten euromääräinen arvo maan erotessa rahaliitosta, taata rahapolitiikan välittymismekanismin yhtenäinen toiminta (siis sama talletus- ja luottokorkotaso) kaikissa maissa ja niin edelleen. Innokkaimmat ehdottavat – euron peruuttamattomuuden takaamiseksi – järjestelmää, jossa euroalueella toimisi melkein kuin yksi yhtenäinen koko euroalueen veronmaksajien takaama pankki. Pankkiunionissa ei voi olla kyse tällaisesta.

EKP:n vakausvalvonta tuo ristipaineita vakaus- ja rahapolitiikkaa koskeviin päätöksiin. Esimerkkejä on paljon: Löysä rahapolitiikka suosii riskinottoa rahoitusmarkkinoilla. Pankkien heikko kannattavuus rajoittaa koron nostoa, ja erityisen hankala on tilanne, jos ja kun kriisipankit ovat todennäköisesti huonoin vakuuksin velkaa eurojärjestelmälle, jolloin eurojärjestelmän omat pääomat ovat vaarassa. Vakauden kannalta perustellut markkinainstituutiot ja -instrumentit – esimerkiksi hyvin suuri oman pääoman vaatimus – voivat olla epätoivottavia rahapolitiikan välittymismekanismin kannalta. Riskiluokittelut kohdentavat ehkä luottoja talouden kannalta epäoptimaalisesti, jne. Toisaalta osin on tietysti hyväkin, että tällaiset tekijät harkitaan samassa instituutiossa. Laajan ja ristiriitai-

sen tehtäväkenttänsä vuoksi keskuspankki joutuu olemaan jatkuvasti eri etupiirien kritiikin kohteena.

Tosiasiassa ei minkäänlainen pankkiunioni, eikä oikeastaan mikään estä talletuspakoa huonosta pankista ja huonosti hoidetusta euromaasta. Eikä pankkivalvonta ole tähänkään saakka aina estänyt huonojen pankkien ja huonon pankkijärjestelmän syntymistä. Koska likvidien talletusten siirto on helppoa sekä ylipäätään että rahaliiton maiden kesken, pienikin epäilys häiriöstä, ehkä jo huhut pankin epävakaudesta, puhumattakaan esimerkiksi mahdollisesta lyhytaikaisesta talletusten jäädyttämisestä, saa herkimmän rahan lähtemään riippumatta talletussuojajärjestelmästä. Pankkiunioni osoittautuu vaikeaksi osaratkaisuksi, jos euroalueen sisäistä epävakautta alueongelmineen ei saada oleellisesti vähennettyä.

Pitkälle viety pankkiunioni integroisi euroaluetta rahoitustalouden alueella, mutta ei tekisi siitä vielä yhtenäistä talousaluetta. Yhtenäiset säännöt, valvonta ja turvajärjestelyt varmaan myötävaikuttaisivat mm. pankkien yhdistymiseen, jolloin syntyisi ehkä jopa koko euroalueen kattavia pankkeja hyvine ja huonoine puolineen. Merkittävä kysymys on myös, mikä on jatkossa Euroopan suurimman finanssikeskuksen ja tärkeimmän euron markkinapaikan, Lontoon, asema pankkiunionissa. Korvautuuko se euroalueen sisäisellä keskuksella, missä se on ja mitä tämä merkitsee?

Pankkiunioni ja maltillinen finanssipolitiikan yhdenmukaistaminen eivät riitä lähimainkaan – päinvastoin kuin yleensä esitetään – euroalueen kaikkien maiden pysyväksi vakauttamiseksi. Kaikissa itsenäisissä maissa ovat olleet nuo instituutiot, mutta silti niissä ilmenee usein sekä pankki- että talouskriisejä. Tuon tason integraatio ei voi riittävästi vaikuttaa koko talouden rakenteellisiin piirteisiin, kilpailukykyyn ja velkaantumiseen. Toisaalta on epäilemättä totta, että rahaliitto pyrkii väkisinkin edellyttämään myös jonkinlaisen pankki- ja finanssipoliittisen yhteistyön ja yhteisvastuun tiivistymisen. Tämä saa vahvistusta koetusta syvästä talous- ja pankkikriisistä. Tosiasiassa eräitä pankki- ja fiskaaliunionin peruspiirteitä on jo kovissa markkinapaineissa syntynyt – nimenomaan EKP:n ja koko eurojärjestelmän toimintaan. TARGET2-maksuliikejärjestelmä valtavine joustoineen on jo toteuttanut tietynlaisen euroalueen pankkiunionin. Pitkälle viety pankkiunioni keventäisi merkittävästi EKP:lle ja eurojärjestelmälle siirtynyttä vastuukuormaa.

Euroalue on yhä ensisijaisesti kiinteän valuuttakurssin alue

Maailmalla tehtävissä talousanalyyseissä esitetään yleisesti euroalueen yhdistettyjä talousmuuttujia. Joiltakin osin, kuten tuotannon, työllisyyden, inflaation ja yhteisenä valuutta-alueena osin maksutaseenkin kannalta, tällainen yhdistely on usein luontevaa ja perusteltua. Mutta toisaalta, kun puhutaan esimerkiksi euroalueen julkisen talouden alijäämästä ja euroalueen julkisen velan tasosta, ollaan jo epäselvällä alueella. Euroalueella ei ole yhteistä budjettia alijäämineen eikä yhteistä julkista velkaa. Sama koskee paljolti myös muita rahoitusmarkkinalukuja, osin myös maksutasetta. Euroalueen yhteiset muuttujat ovat laajasti vain eri asemassa olevien maiden yhteenlaskettuja tilastolukuja. Niiden summaa voi olla kyseenalaista verrata suoraan esimerkiksi Yhdysvaltain vastaaviin lukuihin.

Erityisen kyseenalainen on yleinen käytäntö tulkita euroalue suureksi suljetuksi taloudeksi. Tällä korostetaan alueen sisäistä kauppaa ja euromaiden vaihtotaseen yli- ja alijäämien kytkeytymistä yhteen. Euroajan alkuvuosina tätä tulkintaa näytti tukevan se, että euroalue oli kokonaisuutena pitkään vaihtotaseeltaan lähes tasapainossa samalla kun alueen sisällä vaihtotaseissa oli hyvin suuria vastakkaisia lukuja. Kuitenkaan Saksan vaihtotaseen ylijäämä ei pienentynyt siinä vaiheessa, kun laitamaat tasapainottivat taseitaan. Sen sijaan koko alueen ylijäämä kasvoi. Yksinkertainen vaihtotaseiden aritmetiikka onkin yleensä harhauttavaa, paitsi laajat globaalit tarkastelut. Saksan vaihtotase heijasteli maan hyvää kansainvälistä kilpailukykyä. Joidenkin yksittäisten maiden

vaihtotaseiden vaihtelulla ei ole Saksalle juuri merkitystä. Jos Saksa ei voi enää myydä näihin maihin, se myy muualle.

Euroalueella maiden keskinäinen kilpailukyky on tärkeä talouden tasapainoa koskevien arvioiden lähtökohta. Euroalueen sisällä maiden oman tuottavuuden ohella erityisesti maan omalla kustannustasolla on kilpailukyvyn kannalta ratkaiseva merkitys. Useilla euromailla alueen sisäinen kauppa on keskeisessä asemassa, mutta monilla ulkopuolinen kauppa hallitsee. Koko euroalueella ulkopuolinen kauppa on suhteellisesti suurempi kuin Yhdysvalloilla ja Japanilla. Muun muassa Suomelle kilpailukyky euroalueen ulkopuoliseen talouteen nähden on tärkeä, joten Suomen kilpailukykyvertailut eivät voi rajoittua euroalueeseen, joskin euroalue on itsestään selvä lähtökohta. Viime kädessä niin euroalue kuin yksittäiset euromaatkin kilpailevat globaaleilla markkinoilla. Euroalueen elintason määrää eri maiden tuottavuus ja ulkopuolisen kilpailukyvyn ratkaisee euron valuuttakurssi.

Euroalue on yhä ensisijaisesti erillisten kansantalouksien kiinteäkurssialue. Se eroaa tosin melkoisesti erillisten rahojen kiinteäkurssialueesta, sillä yhteinen raha sitoo maita paljon tiiviimmin ja järjestelmästä eroamisessa on iso kynnys. Lisäksi rahaliitossa on jonkin verran sekä henkisiä että rahoituksellisia tukijärjestelmiä. Rajoitteet ja tuet ovat kuitenkin rajallisia. Nykyisenlainen euroalue lähinnä vain kiinteäkurssialueena on vaativa ja vaikea kokonaisuus, mutta kurinalaisimmillaan se olisi todennäköisesti globaalissa kilpailussa varsin vahva yksikkö. Kiinteäkurssialue pakottaa maat tasatahtiseen kilpailulliseen kehitykseen. Jos tyytyy matalaan tulotasoon, voi ehkä tässäkin järjestelmässä levätä, mutta yleisesti ottaen kaikkien on juostava tasatahtia ja kovaa vahvimman talouden mukana. Tulonsiirtoihin ja sosiaalitukiin perustuva hyvinvointiyhteisö tarvitaan yksilöille mutta ei valtioille eikä pankeille.

Usein sanotaan, että euroalue ei voi toimia pelkästään kiinteäkurssialueena. Mutta voikohan se toimia myöskään erilaisten unionien yhdistelmänä? Liittovaltioon on pitkä ja luultavasti ylivoimainen matka. Federalismin lisääminen keskittämällä pankkitoiminnan, finanssipolitiikan, talouspolitiikan, sosiaalipolitiikan ja yleispolitiikan tärkeitä tehtäviä yhteisille elimille tuo paitsi etuja myös vaikeita ongelmia. Valtioiden konsensuspäätöksistä joudutaan luopumaan, pienet maat menettävät vaikutusvaltansa, poliittinen valtataistelu käy kovaksi ja repiväksi: mitä isompia asioita, sitä isompia riitoja. Tulee voittajia ja häviäjiä. Kuinkahan helposti eri maiden eurokansa hyväksyy sellaisen ”Euroopan Yhdysvallat”, jonka myötä oman maan nimi poistettaisiin maailman itsenäisten valtioiden luettelosta? Tarkoituksenmukaista olisi pyrkiä vakauttamaan nykyistä kiinteäkurssialuetta.

Euroalueen riskit ovat maakohtaisia. Ne ovat painottuneet selvästi yksittäisiin maihin. Rahoitusjärjestelyjen, erityisesti keskuspankkijärjestelmän kautta riskejä on kuitenkin siirretty aika paljon yhteisiksi eli heikoilta mailta taloudeltaan ja rahoitukseltaan vahvoille maille. Riskien siirtämisen katsotaan yleensä vakauttavan koko euroaluetta, mutta se myös lisää kokonaisriskiä, jos heikkojen maiden motivaatio asemansa parantamiseen vähenee. Riskien laaja tasaaminen veisi myös taloudeltaan vahvat maat, Saksankin, hyvin riskipitoiseen asemaan. Euroalueella ei olisi ainakaan 2010-luvun kriisin tapaisessa tilanteessa enää riskiluokittajien parhaaseen ryhmään luokittelemia maita. Euroalueesta ei tule aito yhtenäinen talousalue joidenkin erillisten unioneiden avulla, vaan se edellyttäisi merkittävää kansallisten erojen neutralointia ja laajaa euroalueen sisäistä muuttoliikettä, joka tasaa mm. työttömyyserot. Vasta näin euroalueesta tulisi ns. optimaalinen valuutta-alue. Yhdysvalloissa useimmat aikuiset elävät eri (osa)valtiossa kuin ovat syntyneet, eurooppalaisista vain muutama prosentti.

Euroopan integraatiokeskustelussa vaille korostusta jääneisiin kysymyksiin kuuluu normaali talouksien keskittymistendenssi. Tosin aluksi EU:nkin aluetukia perusteltiin juuri keskittymisen rajaamisella. Keskittymistä jarrutetaan eri maissa melko vähän aluepolitiikalla, ja usein keskittymistä jopa tuetaan, kuten Suomessa. Euroalueella on vakavana vaarana, ettei Etelä-Euroopan kriisi ole kertaluonteinen, alkuajan vauhtisokeuteen

perustunut rysäys, vaan Etelä-ja Itä-Euroopan maat – ja muitakin maita, myös Suomi – ajautuvat rakenteellisesti Euroopan kehitysalueeksi. Näin käy, elleivät ne kykene pysyvästi hoitamaan rakennekysymyksiään. Kilpailukyvytön maa menettää jatkuvasti tuotantoaan, pääomiaan ja väestöään vahvoille maille joutuen rakenteelliseen kielteiseen kierteeseen, joka on paljon vakavampi ja peruuttamattomampi kuin normaali devalvaatiosyklin kierre.

Koska euroalueella keskeiset maat ovat taloudellisesti edullisemmassa asemassa, laitamaiden tulisi jopa pyrkiä pitämään kilpailukykynsä, ainakin hintakilpailukykynsä, keskitasoa parempana. Tämä pitää myös pääomat maassa. Tällainen politiikka olisi ainoa tapa pitää euroalue kokonaisena ilman pitkän päälle kärjistyviä sisäisiä rakenne- ja väestöongelmia. Maat eivät voi luopua yhteisen hyvän vuoksi laajasti politiikkavälineistä, joilla ne voivat hallita omaa kehitystään. Jos ns. laitamaat epäonnistuvat, euroalueella nähdään pysyvästi vakavaa alueellista työttömyyttä ja suuria, poliittisesti vaikeita muuttoaaltoja. Tietysti heikon tuottavuuden maissa on pakko vaatia matalaa kustannustasoa, siis myös matalaa palkkatasoa. Se ei välttämättä pidä työvoimaa kotimaassa. Työvoimalla, tai ainakin osalla siitä, on kuitenkin vapaus valita heikkopalkkainen työ kotimaassa tai parempi palkka ulkomailla. Kohtuulliset EU-tuet heikoille maille joka tapauksessa jatkuvat. Euroalue ei pysy kokonaisena, jos maat jakautuvat pysyvästi menestyjiin ja menehtyjiin.

☼

Euroalueen tyyppisen, yhteistä rahaa käyttävän maaryhmän talouspolitiikan suuri ongelma, ilmeisesti jopa tärkein ongelma on kansallisen inflaatio- ja kustannuskehityksen hallitsemisen vaikeus. Oman rahan ja rahapolitiikan maassa kelluva valuuttakurssi hoitaa ikään kuin näkymättömänä kätenä kansainvälisen kilpailukyvyn enemmän tai vähemmän tyydyttävästi mutta joka tapauksessa oleelliselta osaltaan. Oman rahan puuttuessa pitää tämä näkymättömän käden ohjaus korvata harkinnanvaraisilla toimenpiteillä. Tämä on vaikeaa. Kilpailukyky on ongelma yleensäkin talouspolitiikalle, ja erityisen hankalaa on, että kilpailukykyasia kaikkine puolineen pitäisi ymmärtää ja hyväksyä hyvin laajasti yhteiskunnassa. Yhteisen rahan alueen maiden täytyy pysyä pitkän päälle samassa inflaatiovauhdissa, tai tarkemmin ottaen eri maiden kilpailukyvyn yhdenmukaisena pitävässä hintojen ja kustannusten muutoksessa. Maiden kansallisen hinta- ja palkkakehityksen täytyy välttämättä poiketa, sikäli kuin tuottavuuskehitys, ulkomaankaupan hintasuhde ym. asiaan vaikuttavat muut muuttujat kehittyvät eritahtisesti. Kun ei ole omaa rahaa, ei voi olla myöskään omaehtoista nimellistä palkka- ja kustannustasoa.

Rahaliittoa aikoinaan markkinoitaessa selviin virheisiin kuului korostaa rahaliiton hintoja yhdenmukaistavaa vaikutusta. Tähän uskottiin valitettavan laajasti. Vielä kriisin alkuvaiheissa näkyi kansainvälisissä tiedotusvälineissä ja talouslehtien keskustelupalstoilla Etelä-Euroopassa tämäntapaista valitusta: Minun palkkani on 1 200 euroa, mutta Keski-Euroopassa samasta työstä maksetaan 2 400 euroa. Kun olemme samassa talous- ja rahaliitossa, tämä ei voi olla oikein, vaan eroa on kavennettava. Niinpä eroa Etelä-Euroopassa kavennettiin. Jos kuitenkin talouden tuottavuus on vain puolet naapurin tuottavuudesta, palkkojen eron kaventamisyritys on tuhoisa.

Pitkällä aikavälillä rahaliitto varmaan lähentää eri maiden hinta- ja palkkatasoja, mutta nopea hinta- ja palkkatasojen yhdenmukaistuminen on mahdotonta. Sehän edellyttäisi tuottavuuden yhdenmukaistumista, mutta jopa melko pienien tuottavuuserojen kiinnikurominen voi viedä vuosikymmeniä. Erittäin vaarallisia ja vahingollisia ovatkin palkkatasojen suoraviivaiset vertailut ja niistä tehdyt pinnalliset johtopäätökset. Jos jonkin maan palkkataso on vaikkapa 80 % naapurimaan palkkatasosta, se leimataan helposti liian matalaksi ja vääräksi. Se voikin olla väärä, sillä aito kilpailukykyinen palkkataso on ehkä vain 70 % naapurimaan tasosta. Tässä tilanteessa maan välttämätöntä

deflaatiopolitiikkaa on kansalaisten erityisen vaikea hyväksyä. Kilpailukyvyttömyys laajentaa edelleen tuottavuuseroa, ja pian kilpailukykyinen palkkataso onkin vain 60 %.

Kilpailukykyanalyysin kannalta hinta- ja palkkatason seuranta on tärkeämpää kuin hintojen ja palkkojen muutoksen, inflaation, seuranta. Jokaisella euromaalla on oma kilpailukykyinen hinta- ja palkkatasonsa, joka riippuu maan tuottavuudesta ym. reaaliseen kilpailukykyyn vaikuttavista tekijöistä. Hinta- ja kustannuskehityksen ylilyönnit euroalueen yleiseen kehitykseen nähden on korjattava nopeasti vastaavasti matalampien palkkojen ja hintojen ratkaisuilla. Periaatteessa yhtä tärkeää on kuitenkin korvata toteutunut liian vaimea hinta- ja palkkainflaatio liiallisella hinta- ja palkkainflaatiolla, sillä muuten maan hintakilpailuetu jää pysyväksi ja aiheuttaa euroalueen sisäisiä ongelmia. Näin on tilanteessa, jossa koko euroalueen inflaatio on pysynyt ja pysyy kokonaisuutena vakaasti tavoitellussa noin kahden prosentin vuosivauhdissa. Jos euroalueen hintavakauskehitys poikkeaa tavoitteesta, korjausvelvoite ei ole symmetrinen. Kuitenkin tärkeintä yksittäiselle maalle on sopeutua omaan kilpailukykyiseen hinta- ja kustannustasoonsa, vastasipa hintojen kehitys rahapolitiikan tavoitetta tai ei.

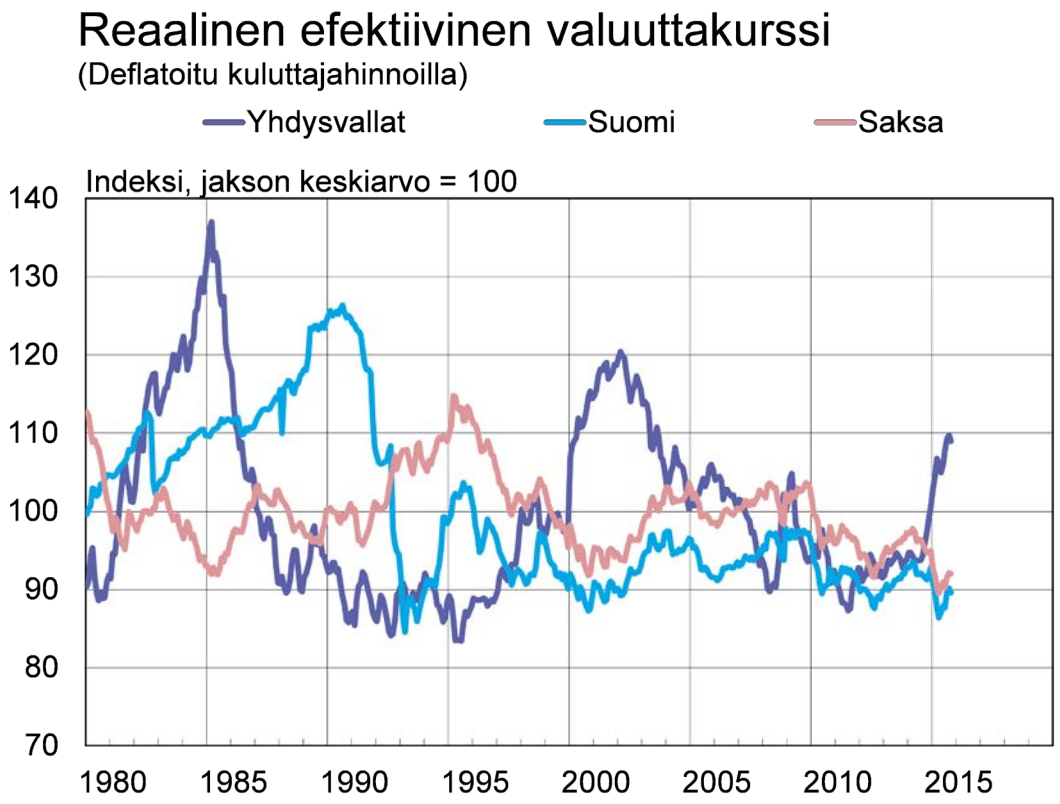
Kilpailukykyä on vaikea tarkasti vertailla. Maat ja eturyhmät puhuvat näkökohtiensa puolesta ja esittävät niitä vastaavia tilastolukuja, yleensä sopivasti valittujen muuttujien muutoslukuja sopivasti valitulta ajanjaksolta. Kilpailukyky määrittyy lukuisista tekijöistä ja käsitteistä. Se jakautuu reaaliseen kilpailukykyyn (talouden tuottavuuteen) ja hintakilpailukykyyn (kustannukset ja valuuttakurssi). Kansallinen tuottavuus tulee käydä läpi monipuolisesti ja huolellisesti. Kilpailukykyä voi ja pitää katsella sekä koko kansantalouden että eri sektoreiden ja toimialojen kannalta. Eri toimialojen ja yritysten on sopeuduttava joko reaalisesti tai hinta- ja palkkakehitykseltään omaan kilpailutilanteeseensa. Tuottavuustekijöiden, sisäisen kustannuskehityksen ja hintasuhteiden muutosten ohella tärkeä on myös euron kurssi ulkopuoliseen maailmaan nähden. Kurssilla on jonkin verran erilainen vaikutus eri maihin mm. alueen ulkopuolisen kaupan vaihtelevan merkityksen vuoksi. Ulkopuolisen kaupan rakenteellakin on merkityksensä. Kilpailukyvyn yleistasosta tarvitaan yhteenvetona pelkistetty johtopäätös selvästi määriteltynä lukuarvona yleistä talouspolitiikkaa varten.

Kilpailukyvyn indikaattoreita tulisi tarkastella tasomuuttujina ja pitkältä, 20–30 vuoden jaksolta, jotta mukana on ainakin pari taloussykliä. Esimerkiksi voi ottaa muutamien valuuttojen reaalisen valuuttakurssin (kuvio 17). Tällaiset pitkät sarjat auttavat suhteuttamaan nykytilannetta menneeseen. Kuitenkin myös niiden suhteen on paikallaan tietty varovaisuus tarkkojen johtopäätösten tekoon, sillä erilaiset rakenteelliset tekijät ovat vaikuttaneet talouteen hämärtäen myös pitkän sarjan merkitystä.

Kelluvat valuutat, kuten dollari, voivat kokea suuria kurssivaihteluja, mutta ääritasot eivät säily kauan ja yritykset kestävät ne. Euromaiden kilpailukyky heiluu osin samantahtisesti euron kurssin mukana, mutta samalla jokaisen maan on otettava huomioon oma erityinen asemansa suhteessa ulkopuolisiin valuuttoihin. Suomen markan kurssi heilui aikoinaan suhteellisen paljon, ja kurssi (kilpailukykyindikaattori) on vakaantunut euroaikana, koska ollaan mukana laajassa kiinteäkurssialueessa. Toisaalta kurssi ei ole kiinteä vaan indikaattori heiluu euron mukana ja reaalisena hiukan myös suhteessa muiden euromaiden indikaattoreihin. Hintakehityksen ero aiheuttaa pientä muutosta myös reaalisessa kurssissa. Suomen kilpailukykyetu Saksaan nähden on kaventunut euron alkuajoista. Yleisesti ottaen Suomen ulkomaankauppapainoinen kilpailukykyindikaattori (valuuttakurssi) on kuitenkin ollut euroaikana historiaan nähden varsin tyydyttävällä tasolla. Suomen ongelma ei ole ollut ensisijaisesti euron valuuttakurssissa vaan omissa tekijöissä, osin kustannusten nousussa mutta varsinkin tuottavuuden ja vientihintojen heikossa kehityksessä.

Kaikkien euromaiden yhdistetyn reaalisen ja hintakilpailukyvyn vakaa ja yhdenmukainen kehitys on vaativaa erityisesti, koska yksittäisen euromaan finanssipolitiikka ei voi suoraan vaikuttaa siihen ainakaan ratkaisevasti. Vastuu kilpailukyvystä ja tasapainosta, mm. työttömyydestä, siirtyi rahaliiton myötä selvästi entistä enemmän työmarkkinajärjestöille varsinkin vahvan ammattiyhdistysliikkeen maissa. Työntekijäjärjestöt nou-

Kuvio 17.



Ko. valuutan vahvistuessa (kilpailukyvyn heiketessä) käyrä nousee.
Lähde: BIS.

sivat joiltakin osin työmarkkinoiden heikommasta osapuolesta sen vahvemmaksi osapuoleksi. Rahaliittomaassa vahva ja vastuuton ammattiyhdistysliike voi tuhota maan talouden samaan tapaan kuin Kreikassa, ja melko pienikin pysyvä kilpailukykyero voi näivettää hiljalleen maan tuotannon. Ammattiliitot eivät voi määrätä pitkän päälle menestyvän euromaan nimellistä palkkatasoa, vaan se määräytyy objektiivisesti reaalitaloudesta ja ulkomaisista tekijöistä. Asiassa ei ole tilaa sopimiselle. Tosiasiassa ammattiyhdistysliike menetti siis rahaliiton myötä kuitenkin pääosan vallastaan. Vastuullinen ammattiyhdistysliike voi edelleen vaikuttaa kustannusten rakenteeseen eli työehtoihin ja siihen, missä määrin palkat maksetaan rahana ja missä määrin loma- ja sosiaalietuina.

Usein valitetaan, että palkansaajat joutuvat kantamaan kilpailukyvyn korjaamisessa raskaimman kuorman. Näin on välttämättä, varsinkin kun yleensä isot nimellisen kilpailukyvyn ongelmat johtuvat aiemmin toteutetuista liiallisista palkankorotuksista. Joillakin pääomavaltaisilla toimialoilla palkkojen osuus on pieni, mutta koko kansantalouden tasolla palkat ja työnantajan sosiaalimaksut kattavat vähintään puolet BKT:stä (Suomessa puolet BKT:stä ja 60 % nettokansantulosta). Yleensä on mahdoton saada missään muualla taloudessa rakenteellisesti aikaan niin merkittäviä ratkaisuja, että ne korvaisivat virheellisen palkkapolitiikan vaikutukset. Hankalasti miellettävä piirre rahaliitossa on myös kilpailukyvyn suhteellisuus alueen sisällä. Yksittäisen maan palkkapolitiikka voi olla maltillista tai jopa tiukkaa, mutta jos jotkin muut maat toteuttavat vielä tiukempaa politiikkaa, kyseisen maan suhteellinen kilpailuasema kuitenkin heikkenee. Ei siis riitä, että vertaa omaa kehitystä menneeseen, vaan omaa tilannetta on verrattava ennen kaikkea muiden suoritukseen.

Pientä poikkeamaa palkkatason keskiarvosta voi perustella jossakin tilanteessa kumpaankin suuntaan. Lievä palkkapaine ylöspäin aiheuttanee yleensä myönteistä rationalisointipainetta, joten se voi tukea tuottavuuden ja talouden kasvua. Tämän edellytyksenä on kuitenkin, että lähtötilanteessa kilpailukyky on hyvä ja lopulta palkkapaine todella saa seurakseen vastaavan tuottavuuden lisäyksen. Jos kilpailukyky on heikko tai heikohko, tulee päinvastoin pyrkiä johdonmukaisesti hintakilpailukykyä parantaviin palkkaratkaisuihin. Nopeat muutokset eivät ole yleensä hyväksi, mutta joskus ne ovat välttämättömiä.

☼

Jos puolestaan kilpailukyky on hyvä, mutta silti mennään erittäin pieniin palkankorotuksiin, maa hankkii ylimääräistä kilpailukykyetua. Tästä on syytetty varsinkin Saksaa, joka euron alkuajan kuripolitiikallaan järjesti itsensä lopulta myönteiseen talouskierteeseen. Saksaa on sittemmin jopa vaadittu korvaamaan näin hankkimansa talouden edut maksamalla suuria tulonsiirtoja itsensä kielteiseen kierteeseen saattaneille maille. Tässä ei ole tietenkään mitään mieltä. Muilla mailla oli sama mahdollisuus omaan kuripolitiikkaan ja myönteiseen kierteeseen. Nämä ovat tietysti näkökulmakysymyksiä: pohjoisessa on sanottu, että etelän ammattiliitot aiheuttivat eurokriisin liiallisilla palkkaratkaisuillaan ja etelässä on sanottu, että Saksan ja naapurimaiden ammattiliitot (työnantajat) aiheuttivat eurokriisin liian pienillä palkankorotuksillaan. Kumpikin väite pitää omalta osaltaan paikkansa.

Voi käydä myös niin, että maat tulevat ylihyveellisiksi ja alkavat kilpailla keskenään painamalla kustannuksensa toisiin nähden hyvin kilpailukykyisiksi. Tämä on tietty rahaliiton ongelma, ja euroalue voi sisältää pitkän ajan kuluessa tällaisen deflaatioharhan eli vinouden hyvin hitaan inflaation suuntaan. Oman rahan maassa tällainen ylikova kulukuri ei juuri hyödytä, sillä maan valuuttakurssi vahvistuu vastaavasti tai jopa kulukuria enemmän rahan kovan maineen levitessä. Euroalueella valuuttakurssi vahvistuu ehkä kaikkien maiden osalta hiukan, deflatoivan maan koosta riippuen. Maa pääsee kuitenkin aidosti hyötymään kuripolitiikkansa tuoman hintakilpailuedun, matalan valuuttakurssin vaikutuksista.

Euroalueellakaan kaikki maat eivät tietysti voi parantaa kilpailukykyään samantahtisesti kustannuksia alas painamalla. Jos kaikki pyrkivät keskiarvon alapuolelle, keskiarvo laskee. Keskinäinen asema ei parane, ja euron kurssi vahvistuu kuten oman rahan maan tapauksessa. Rahaliitossa olisi hintojen osalta edettävä tasatahtia yhteisen rahapolitiikan edellyttämää vauhtia. Toisaalta on myös outoa, jos oman hintakilpailukyvyn tehostamista yleisesti ohi muiden jotenkin selvästi rajataan tai suorastaan kielletään. Olisi tietenkin kilpailtava mieluummin tuottavuuden parantamisella ja uusilla tuotteilla kuin deflaatiolla. Toisaalta tuottavuuden kasvuerotkin aiheuttavat vaikeuksia, koska niihin pitäisi liittyä vastaavia kustannus- ja hintakehityksen eroja. Tuottavuuden tehostamispyrkimyksiä ei ainakaan voida jarruttaa. Euroalue ei selviä maailmanmarkkinoilla eikä säily, jos se asettaa kehitystavoitteensa heikoimpien mukaan.

Jos deflaatiotavoitteet yleistyvät ja varsinkin suuret maat pyrkivät aktiivisesti omin toimin hallitsemaan hintakehitystään, euroalueen yleinen inflaatio pysyy selvästi rahapolitiikan tavoitetta hitaampana. Tämä kehitys voi olla kova pähkinä rahapolitiikalle. Mikä on silloin EKP:n hintavakaustavoitteen asema ja miten EKP:n rahapolitiikan vaikutukset muuttuvat? Euro todennäköisesti vielä vahvistuu. Keventääkö EKP keventämästä päästyäänkin? Näinhän on jo käynyt. Ohjauskorko törmää nopeasti nollatasoon, jolloin turvaudutaan erilaisiin hätäratkaisuihin, kuten negatiiviseen talletuskorkoon eli rahoitusvarojen pidon sakotukseen tai erilaisiin määrällisen keventämisen keinoihin jopa ilman ylärajaa. Politiikassa joudutaan helposti vaikeisiin ristiriitoihin: kuluttajahintainflaatio ei ehkä kiihdy tavoiteltuun vauhtiin, mutta ainakin joissakin maissa varallisuushinnat nousevat kuplien tasolle ja rahoitusmarkkinoiden vakausriskit lisääntyvät.

Kun euromaille on haluttu hyvä ja keskeinen kansainvälinen valuutta, olisi pitänyt myös oivaltaa, että jos euro todella on tällainen, se tulee olemaan keskimäärin vahva valuutta eli myös ulkoiselta arvoltaan jonkin verran yliarvostettu. Hyvälle rahalle on aina kysyntää yleisesti ottaen varsin heikkojen valuuttojen maailmassa. Kaikki keskeiset luotettavat kansainvälisessä käytössä olleet ja olevat rahat, Saksan markka, Sveitsin frangi, Japanin jeni ja Yhdysvaltain dollari, kullasta puhumattakaan, ovat olleet yleisesti ja keskimäärin ulkoiselta arvoltaan suhteellisen vahvoja. Varsinkin euroalueen eteläisen blokin toiveet tuntuvat olevan näiltä osin pahasti ristiriitaisia. Halutaan olla mukana keskeisessä ja hyvässä kansainvälisessä rahassa, mutta samalla rahan halutaan pysyvän kilpailukyvyn kannalta heikkona ja miellyttävänä eli mielellään devalvoituvana ja inflatorisena.

Kun kilpailukyky on kunnossa, maa kestää melkoista ylivelkaisuuttakin. Tyypillisesti kuitenkin kilpailukyky- ja ylivelkaisuusongelmat kulkevat käsi kädessä, kuten euroalueellakin on käynyt. Yksityinen velkaantuminen on usein vaarallisempaa kuin julkinen velkaantuminen, ulkomainen velkaantuminen on vaarallisempaa kuin kotimainen velkaantuminen ja rahamarkkinavelkaantuminen vaarallisempaa kuin pitkäaikaisiin instrumentteihin perustuva velkaantuminen. Bruttovelka on usein, varsinkin kriiseissä vaarallisempi, vaikkakin yleensä nettovelka on kestokyvyn kannalta oleellisempi.

Mitä hitaammin euroalueen talous nimellisesti kasvaa, sitä pienempiä on julkisten ja yksityistenkin alijäämien oltava. Nimellisen nollakasvun ja positiivisten reaalikorkojen taloudessa julkinen sektori ei voi olla keskimäärin alijäämäinen, kuten ei mikään muukaan sektori eikä vaihtotase, muuten suhteelliset velkavarannot kasvavat jatkuvasti. Tämä on ollut kova tosiasia kriisimaille, joissa on ollut osin jo ennen kriisiä pysyvä julkinen ja vaihtotaseen alijäämä ja kriisin aikana talous on nimellisesti pitkiä aikoja jopa supistunut. Jo velka-asteensa säilyttääkseen nimellisiltä eriltään supistuvan maan pitäisi päästä finansseissaan ja vaihtotaseessaan ylijäämään.

Euromaiden velkaratkaisuja

Valtioiden velka-asteen mittaamisen merkitys korostui kriisin aikana velkojen kasvettua tasoille, jotka olivat eräissä maissa jo yli kaksinkertaisia euroalueen tavoitetason ylärajaan nähden. Monissa maissa myös liian suuriksi kasvaneiden yksityisten velkojen sekä ulkomaisten velkojen taso korostui. Velkojen realistiseen arvioimiseen tulisi kiinnittää paljon totuttua enemmän huomiota. Todellinen velkaantuneisuus on usein varsin epämääräinen muuttuja. On turhaa esittää kansantalouden velkalukuja desimaalin tarkkuudella, ja kun asetetaan täsmällisiä rajoja, kuten 60 % BKT:stä, pitäisi olla kriittinen lukujen tulkinnassa. Kun siirrytään markkinoilta säännöstelyn ja tukien maailmaan, jotkin asiat eivät ole välttämättä sitä, miltä näyttävät.

Tapana on mitata esimerkiksi julkisia velka-asteita suoraviivaisesti siten, että (brutto)velkavaranto suhteutetaan talouden vuositason kokonaistuotantoon. Tämä on sinänsä hyvä tapa, mutta peruslaskelmaa tulisi erityisselvityksissä täydentää eräillä tärkeillä näkökohdilla. Ehkä säännöllisestikin olisi hyvä tuottaa täydennettyjä velkamuuttujia.

Velan määrään vaikuttavat tietenkin jo valittavat tilastoinnin kriteerit. Miten velallinen rajataan? Mitä eriä ja miten arvostettuina velkaan lasketaan? Esitetäänkö velka bruttomääräisenä vai saamisilla nettoutettuna? Valtioiden tapauksessa bruttovelka on keskeinen, koska valtioiden finanssisijoitukset ovat yleensä pitkäaikaisia ja sidottuja. Valtionvelkaan ei (perustellusti) sisällytetä valtion takuita eikä eläkevastuita, mutta näilläkin on merkitystä valtion rahoitusasemaa arvioitaessa. Velka-asteita suhteutettaessa on merkitystä myös sillä, käytetäänkö nimittäjänä kansantuotetta vai kansantuloa. Kansantuloon siirtyminen kärjistää velka-aste-eroja, sillä velallismaissa kansantulo on ulkomaisten korvausten vuoksi arvoltaan pienempi kuin tuotannon arvo (paitsi Yhdysvalloissa) ja velkojamaissa päinvastoin (ei aina).

Oleellista on myös, ettei velan määrä tai edes velka-aste kerro koko asiaa, vaan velan hoidon rasitus on tärkeämpi arvioinnin lähtökohta. Hyvin hoidettu kilpailukykyinen maa hoitaa suurenkin velan, mutta kilpailukyvytön, maineensa pilannut maa voi olla vaikeuksissa jo vähäisen velkansa kanssa. Tällainen heikko maa maksaa todennäköisesti suurta koron riskilisää ja velka on paljolti rahamarkkinarahaa tai ehkä jopa ulkomaisilta spekulanteilta saatua lyhytaikaista erittäin korkeakorkoista rahoitusta. Nämä laskevat sen varaan, että jotkin kansainväliset hyväntekijät pelastavat maan ja spekulantit saavat rahansa komeine korkoineen. Välillä näin käykin. Usein on tärkeämpää katsoa maan velan kuoletusrakennetta ja korkoehtoja kuin velkakantaa sinänsä.

Normaalien tilastointiperiaatteiden ohella olisi kuitenkin kiinnitettävä huomiota myös eräisiin tärkeisiin tulkintaseikkoihin. Suhdanne- ja kilpailukykytilanne, valuuttakurssit ja korkorasitus voivat vaikuttaa oleellisesti siihen, millainen velkarasitus velallista tosiasiassa painaa.

1) Velka-asteissa olisi hyvä tehdä suhdannekorjaus. Julkista alijäämää arvioidaan euroalueella yleisesti suhdannetilanteesta puhdistettuna – miksi ei siis myös julkista velkaa? Kriisin aikana BKT ja jopa sen arvokin heikkenivät monissa maissa. Velkaantumista rajoittanut kriisipolitiikka johti yleisesti velka-asteiden nousuun pienemmistä alijäämistä huolimatta, varsinkin jos nimittäjässä BKT:n arvo aleni. Tasapainon parantaminen ja velkaantumisen taittaminen eivät ole mahdollisia ylivelkaisissa maissa ilman tilapäisiä reaalitalouden menetyksiä ja mahdollisesti ilman kohtalaista deflaatiotakin. Kun tasapaino on korjattu, mailla on mahdollisuus suhteellisen nopeaan kasvuun ainakin siltä osin kuin yhä käyttökelpoinen kapasiteetti saadaan tuottamaan. Tällöin velka-aste putoaa nopeasti.

Olisi siis perusteltua laskea velka-aste suhdannekorjatusta BKT:stä tai suoraan BKT:n trendistä – jotka molemmat tietysti ovat jonkin verran hataria muuttujia – jolloin kriisiajan velka-aste jäisi matalammaksi ja talouden nousuvaiheessa velka-asteen lasku jäisi lievemmäksi. Kriisimaiden velka-aste ei siis ole ollut kriisin pohjalla tältä osin aivan niin huono kuin tilastot näyttävät. Kuitenkin eräät muut tekijät viittaavat paljon vaikeampiin velkatilanteisiin kuin viralliset tilastot.

2) Vielä tärkeämpää on, että velka-asteita tulisi tarkastella myös siten, että nimittäjässä käytetään kilpailukykyisellä (valuutta)kurssilla laskettua BKT:n arvoa. Tämä olisi juuri rahaliitossa tärkeää euromaiden suhteellisen aseman selvittämiseksi. Parhaiten ongelma näkyy maan ulkomaisessa ja yksityisessä velassa, mutta myös julkisessa velassa, koska kilpailukyvyttömässä maassa valtio on ilman muuta pahoissa vaikeuksissa. Euromaa, joka antaa kustannustensa karata ja BKT:nsä inflatoitua selvästi muita nopeammin, näkee tilastoitujen velka-asteittensa ehkä jopa putoavan mahdollisista suurista alijäämistä huolimatta, kun talous kasvaa nimellisesti nopeammin kuin velkakanta. Toisaalta maa, joka joutuu parantamaan deflaatiopolitiikalla hintakilpailukykyään, näkee velka-asteensa nousevan. Rahaliiton alkuvuosina tulevat kriisimaat, samoin tiedotusvälineet ja kai EU-elimetkin elivät vahvasti edellisessä harhassa.

Melko valistuneetkin kommentaattorit esittävät asian yleisesti niin, että deflaatiopolitiikka vaikeuttaa velanhoitoa, koska velka-aste ja velan reaaliarvo (kansallisella indeksillä laskettuna) nousevat BKT:n arvon laskiessa. Väite ei tietenkään pidä paikkaansa. Kilpailukyvytön maa ei ehkä voi hoitaa kestävästi kohtuullistakaan velkaansa, mutta hintakilpailukykynsä korjannut maa hoitaa ylijäämillään suurenkin suhteellisen velan. Velan reaaliarvo ei laske eikä nouse kansallisen kehityksen mukaan, sillä deflaation/inflaation vaikutus on syytä laskea käyttäen koko euroalueen hintaindeksiä. Euromääräisestihän velka on pääpiirteissään ennallaan. Velan hoito ei tarkoita välttämättä velan supistamista vaan velanhoitokulujen maksamista ilman pakkoa jatkuvaan lisävelkaantumiseen.

Ei ole ilmeisesti yhtä oikeaa tapaa tulkita kilpailukykytilannetta velan kannalta. Kilpailukyvyn heikkeneminen ei esimerkiksi pahenna tilannetta lineaarisesti, vaan kilpailukyvyn pienehköt, ehkä vielä 10 prosentin poikkeamatkin keskiarvosta kestetään lyhytaikaisina kohtuullisesti, ja hyvin hoidetussa maassa ne saadaan korjatuiksi. Sen sijaan jo noin 20:tä prosenttia lähentelevä pitkäaikaiseksi koettu rahan yliarvostus johtaa vai-

keuksiin, ja tältä tasolta vielä paheneva kilpailukyvyttömyys vie tyypillisen maan nopeasti kriisiin.

Ehkä luontevin lähtökohta kuitenkin olisi, että kilpailukyvyttömän maan BKT:n arvoa pudotetaan ja siis velka-astetta nostetaan määrällä, joka on suhteessa poikkeamaan maan omasta keskimääräisestä kilpailukyvystä joko euroalueeseen tai kaikkiin maihin nähden. Mittarina voi olla reaalinen valuuttakurssi (kilpailukykyindikaattori) tai jokin muu melko luotettava kilpailukykymuuttuja. Yksittäinen maahan ei pääse velastaan omalla inflaatiopolitiikallaan rahaliitossa vaan ajautuu yhä syvemmälle, juuri päinvastoin kuin oman rahan määräisen velan tapauksessa. Kilpailukyvyltään keskimääräistä paremman maan velka-astetta olisi tulkinnassa vastaavasti alennettava. Alempi velka-aste osoittaisi tilannetta, johon maa pääsisi, jos se inflatoisi pois kilpailukykyetunsa.

Tällainen korjaus muuttaa kriisimaiden velka-asemia koskevaa kuvaa aivan dramaattisesti. Kriisiin ajauduttaessa useiden maiden tällä tavoin arvioidut eri sektoreiden velka-asteet olivat jopa kymmeniä prosentteja (tai BKT-prosenttiyksikköjä) korkeammat kuin tilastoissa esitetyt. Toisaalta Saksan julkinen velka-aste oli tämän tekijän kannalta ehkä kymmenisen prosenttia tilastoitua alempi. Vastaavasti kriisiajan tilastoissa näkyvä velka-asteiden jyrkkä nousu jäisi pois, ja korjatut velka-asteet taittuisivat varsin pian alaspäin. Kuva olisi aivan toinen kuin normaaleissa tilastoissa. Jos Suomella on 15 prosentin kilpailukykyongelma, BKT:n arvoa pitäisi alentaa tämän verran, jolloin tilastoitu suunnilleen 60–70 prosentin julkinen velka-aste onkin jo 70–80 %.

3) Sikäli kuin euromailla on muiden valuuttojen velkoja kuin euron määräistä velkaa, valuuttakursseina voitaisiin käyttää vallitsevan kurssin asemasta tasapainovaluuttakurssia eli käytännössä jonkinlaista reaalisen valuuttakurssin keskiarvoa. Näin korjattaisiin samalla jatkuvan valuuttakurssivaihtelun aiheuttama epävakaus velka-asteisiin. Tämä ilmiö korjauksineen liittyy paljolti edelliseen kohtaan, mutta siihen pitäisi kiinnittää huomiota erityisesti yksityisen velan ja maan ulkomaisen velan kannalta. Eurovaltioilla on hyvin vähän muiden valuuttojen määräistä velkaa.

4) Velkatarkasteluissa olisi syytä ottaa huomioon myös korkorasitus. Tämä on tärkeä velkanäkökulma erityisesti euromaiden tapauksessa. On selvää, että raskaita riskilisiä maksava velallinen on huonommassa asemassa kuin saman velka-asteen luotettava velallinen. Riskilisät ja korkosubventiot voitaisiin tulkita laskennallisten velkamäärien kautta, mikä selkeyttäisi euromaiden keskinäistä maksurasitusta koskevaa keskustelua (ainakin niiden kesken, jotka asian kohtuullisesti ymmärtävät). Katsomalla pelkästään riskilisien ja korkosubventioiden muutoksia on asiantuntijankin vaikea saada mielikuvaa toimenpiteen todellisesta suuruusluokasta.

Riskilisä on tavallaan vakuutusmaksu, jonka velkoja vaatii velan sen osan katteeksi, jonka hän katsoo todennäköisesti jäävän maksamatta. Jos velallisen odotetaan maksavan kymmenen vuoden kuluttua takaisin vain 90 % velasta, velkoja vaatii korkoon yhden prosenttiyksikön verran riskilisää joka vuosi kymmenen vuoden ajan. Käytännössähän esimerkiksi roskalainamarkkinat toimivat niin, että sijoittaja hajauttaa sijoituksensa laajaan joukkoon roskavelallisia, ja vaikka melkoinen osa näistä jättää ehkä kokonaankin velkansa maksamatta, runsaat riskilisät kattavat menetykset reilusti. Monet heikot maatkin, euromaista Kreikka ja hetkellisesti myös Portugali, maksoivat ajoittain jopa 10–30 prosenttiyksikön riskilisiä, jolloin jo muutaman vuoden kuluessa syvä velkakriisi katsotaan todennäköiseksi.

Velkaa tarkastellaan normaalisti velan kuoletusten suoraan yhteenlaskettuna summana, eli huominen velanmaksu ja kymmenen vuoden päässä oleva velanmaksu lasketaan sellaisinaan yhteen. Tämän tarkastelutavan taustalla on lähtökohta, että velasta maksetaan normaalia markkinakorkoa. Tästä syystä tulevaisuudessa toteutuvia velan maksuja ei diskontata nykyarvoisiksi. Huominen ja kymmenen vuoden päässä oleva sama euromääräinen maksu ovat rasitukseltaan samanarvoisia.

Euromaiden velkoja voitaisiin verrata vaikkapa siitä lähtökohdasta, että kaikki maat maksaisivat periaatteessa samaa korkoa. Tämä olisi markkinoiden riskitön korko, eli käytännössä se voisi olla Saksan korko tai kriisin ulkopuolella olevien maiden keskikor-

ko. Ajatuksena olisi selvittää, mikä olisi kunkin maan velkataso, jos sen velanhoitomenoissa koron osuus vastaisi vain sitä, mitä Saksa maksaa, ja loppu korosta olisi velan kuoletusta. Sitähän riskilisä oikeastaan onkin. Korjattu velan taso saataisiin lisäämällä riskipreemiomaksujen nykyarvo velan määrään. Tällä tavoin tarkastellen kriisimaiden velkataso olisi noussut edelleen melkoisen määrän prosenttiyksikköjä.

Samaa laskentatapaa voitaisiin ja pitäisikin käyttää, kun toteutetaan kriisimaiden korkojen alentamisia, korkosubventioita. Koron alentaminen tulisi esittää myös vaihtoehtoisena laskelmana, joka osoittaisi, mitä tämä kevennys merkitsisi toteutettuna vastaavana velan leikkaamisena pitäen korko ennallaan. Keskinäisen solidaarisuuden kannalta on lähtökohtana, että jos riskipreemiota leikataan, on myös luottoriskin alennuttava. Vastaavasti jos kriisimaa toteuttaa ohjelmaa, joka alentaa luottoriskiä, myös riskipreemiota on leikattava. Viime mainitussa tapauksessa edellä esitetyn mukaisesti arvioitu maan laskennallinen velka-aste alenee.

Aitoon hämmennykseen joudutaan siinä vaiheessa, kun kriisimaan velan korko alennetaan alle Saksan tai vakaiden maiden koron (tai alle kohtuullisen diskonttauksessa käytettävän koron). Tällöin kysymys on jo maan tilastoidun velkatason leikkaamisesta. Nyt korkoetu pitäisi esittää päättäjille ja veronmaksajille myös velan supistumisena. Tarkkoja laskelmia ei saatane, ja vastaavissa yritysmaailman laskelmissa käytetään kaiketi erilaisia laskutapoja, mutta karkea arviokin riittäisi. Laskelma on erityisen hankala nollakorkojen tuntumassa. Joka tapauksessa oleellistahan ei ole se, kuinka paljon velkaa nimellisesti on, vaan se, paljonko siitä maksetaan kuoletuksia ja korkoja ja kuinka kaukana tulevaisuudessa. Tässäkin varallisuuden arvo on, kuten yleensäkin – ei sen nimellisarvo – vaan siitä odotettujen maksujen nykyarvo. Jos velkaa muutetaan nimellisesti jopa lähes nollakorkoiseksi ja laina-aikaa vielä pidennetään yli vuosikymmenten, velasta jää jollakin kohtuullisella korolla diskontattuna nykyarvomielessä – siis aidosti – jäljelle vain rippeitä.

Edellinen velka-asteen käsittely havainnollistaa osaltaan myös velan maksamatta jättämisen vaikeutta. Velkaongelma ei pienene samassa suhteessa, jolla velkaa leikataan. Koska velallisen luotettavuus toimenpiteen myötä heikkenee edelleen, uuden velan riskilisä suurenee, samoin siitä tulevaisuudessa maksuun tulevien kustannusten nykyarvo. Näin laiminlyöty velka muuttuu suurelta osin potentiaaliseksi tulevaksi velaksi. Päinvastoin kuin monet kommentaattorit näyttävät ajattelevan, velan leikkaus ei ole velallismaalle lähimainkaan ilmainen lounas. Pahimmillaan tähänkin kehitykseen voisi ajatella liittyvän ns. peso-ongelman eli sen, että ajan mittaan tämä velkansa laiminlyönyt maksaa ehkä ylimääräisinä riskilisinä summan, joka ylittää laiminlyödyn velan määrän.

Riskilisien kierteeseen joutunut velallinen haluaa päästä osalliseksi yhteisvastuullisesta velasta. Niinpä jos aletaan käyttää yhteisvastuullista velkaa, jonkinasteisia eurobondeja, niiden käyttöönottoon tulisi liittää laskelma korkosubventioihin liittyvistä tosiasiallista pääomansiirroista. Vahvan velallisen luotettavuus on suomalaisillekin pitkän perinteen – edellisten sukupolvien velanmaksujen – antama arvokas ominaisuus. Tällä oikeastaan kansallisvarallisuuteen kuuluvalla erällä on suuri markkina-arvo, joka voidaan edellä esitettyyn tapaan laskea riskilisistä euroissakin, ainakin suhteessa muihin maihin. Luotettavuuden markkinahinta tietysti vaihtelee ajan mittaan, mutta ei läheskään yhtä paljon kuin epäluotettavuuden markkinahinta. Eurobondeissa vakaat maat luopuvat tästä pääomastaan antaen suuren osan siitä epävakaille maille. Pitääkö luovuttamisen olla vastikkeetonta?

☼

Euroalueen instituutiot joutuivat kovaan testiin 2010-luvun alkupuolella varsinkin Kreikan ylivoimaisten talousvaikeuksien vuoksi. Kreikka ajautui palkka- ja hintainflaation sekä valtion ylivelkaantumisen myötä tilanteeseen, jossa se ei enää selvinnyt rahoituksestaan. Nimellinen kansantulo ja valtionvelka kasvoivat lähes 10 prosentin vuosivauhtia euroajan alkuvuosina. Taloudenpidon holtittomuutta osoitti hyvin mm. se, että Kreikka

käytti kulutukseen pahimmillaan lähes koko kansantulonsa, eli se vähä, mikä investoitiin, tehtiin pääosin ulkomaisella velalla. Jo pelkästään kulutusasteen pudottaminen normaalille noin 80 prosentin tasolle edellytti väistämättä tuotannon suurta supistusta. Euroalue oli hankalassa tilanteessa, koska rahaliittosopimuksen mukaan yksittäistä valtiota ei saanut rahoituksellisesti tukea.

Jälkeenpäin on yleisesti esitetty, että Kreikan kriisi olisi pitänyt ratkaista heti alkuun leikkaamalla tuntuvasti Kreikan valtion suurta velkaa. Velka kasvoikin jopa lähes kaksinkertaiseksi BKT:hen nähden ja oli edellä käsiteltyjen tulkintojen pohjalta vielä paljon suurempi. Monien kreikkalaisten ja ulkomaisten ekonomistienkin mielestä Kreikan olisi pitänyt jättää paljolti kansainvälisiltä pankeilta otetut valtionlainat maksamatta. Tämä oli tietenkin mahdotonta jo siksi, että velkojen laiminlyönnin riski olisi levinnyt muihin kriisimaihin, mikä olisi mahdollisesti jopa hajottanut euroalueen.

Raskas velka ei ollut kuitenkaan Kreikan pahin tuska siinä tilanteessa, eikä vanhan velan leikkaus olisi auttanut välittömästi paljonkaan. Kriittisiä ajankohtaisia ongelmia olivat maan paha kilpailukyvyttömyys ja jatkuva suuri tarve uuden velan nostamiseen valtion valtavan alijäämän vuoksi. Maan piti keskittyä kilpailukyvyn palauttamiseen ja pahimmillaan lähes 15 prosenttiin BKT:stä kasvaneen julkisen alijäämän supistamiseen. Markkinaratkaisussa Kreikan valtio olisi siis joutunut heti leikkaamaan yli kolmanneksen menoistaan. Kilpailukyvyn palauttaminen vaati kovan talousohjelman, eli ns. sisäisen devalvaation, ja alijäämien rahoittaminen muiden euromaiden tuntuvan rahoituspanoksen. Halukkuutta rahoittaa Kreikan jatkuvaa elämistä yli varojen ei tietenkään juuri ollut. Euromaat joutuivat kuitenkin seuraavina vuosina rahoittamaan edelleen jopa 10 prosentin alijäämiä ja näin lisälainoittamaan Kreikan valtiota ja pankkeja määrällä, joka vastasi useita kymmeniä prosentteja Kreikan (yhden vuoden) BKT:stä. Euromaiden tuki Kreikan sopeutumiselle oli siis erittäin suuri. Sopeutus oli kreikkalaisille silti tietenkin raskas. Kreikan tuotanto supistui kriisin aikana kaikkiaan neljänneksen verran ja kulutus vielä paljon enemmän. Kuitenkin talous supistui vain suunnilleen sen, minkä se oli euroajan alkuvuosina holtittoman kulutus- ja velkahuuman aikana kasvanut.

Yleisesti valitetaan, että kriisimaiden saamalla tuella ei pelasteta kriisimaiden asukkaita vaan velkojamaiden pankkeja. Vaikka näin tavallaan on usein varsinkin kehitysmaiden tapauksessa, näkökohdan painotus on Euroopan demokratioiden kannalta väärä. Rahoitusavulla maksetaan maan velkaa ja tuetaan samalla nimenomaan kyseisen maan luottokelpoisuutta ja pienennetään sen riskilisää. Eurokriisin yhteydessä esitettiin yleisesti velkojien vastuuta korostavia näkemyksiä, jopa niin, että vastuuttomien velkojapankkien olisi pitänyt ottaa kriisi syykseen siinä kuin holtittomien velallisvaltioidenkin. Velallisella pitäisi olla suorastaan optio, oikeus siirtää ongelmansa velalliselle, jos velan hoito käy vaikeaksi. Tällainen ajattelu osoittaa tietämättömyyttä markkinoiden realiteeteista. Kysymys ei ole yhteisten varojen tasapuolisesta jakamisesta. Velallinen voi yrittää siirtää vastuuta velkojilleen, mutta ei pidä valittaa, jos saa tämän vastapainoksi velalleen näitä näkemyksiään vastaavan riskilisän.

Velkoja ottaa tietenkin riskinsä, mutta on selvää, että rahoitusjärjestelmä joutuu kaaokseen, jos lähtökohtana ei ole tiukka velkojenhoitovelvoite, ja näin on nimenomaan valtioiden tapauksessa. Riskipitoiset, korkeakorkoiset yksityiset lainamarkkinat ovat eri asia, mutta jos velkojen maksamatta jättämisestä tehdään yleinen käytäntö, koko kansantalous kärsii kohtuuttomasta riskilisästä. Korkomarkkinoilla toteutuu yleisesti samantapainen ylimääräinen varmuusriskilisä kuin valuuttamarkkinoilla ns. peso-ongelmana. Tällainen ylimitoitettu, jälkikäteen perusteeton riskilisä on taloudelle kohtalokas. Maan tai valtion velkoja tulisi pyytää ja antaa anteeksi vain aivan poikkeuksellisesti ja tilanteessa, jossa maan taloudenhoidon muutos on selvä. Kohtuullinen korkotaso voi toteutua vain kulttuurissa, jossa ainakin valtioiden velat ehdottomasti hoidetaan. Valtioiden veloille ei ole perinteisesti edes vaadittu vakuuksia eri syistä. Vakuuksia olisi vaikea mennä ulosmittaamaan ainakaan suuresta maasta (ennen pantiin joskus tykkiveneet asialle). Suomi toteutti ainoana Kreikalle antamansa velan osalta monimutkaisen

vakuusjärjestelyn velkapapereiden avulla. Sikäli kuin Kreikan velkaa on leikattu ja leikataan sopimuspohjaisesti, vakuudet eivät tule maksettaviksi.

Kreikan velan tapauksessa toteutettiin järjestely, jossa yksityiset velkojat luopuivat ”vapaaehtoisesti” suurimmasta osasta sijoituksiaan, mutta saivat osin vastineeksi euroalueen turvaamia saamisia. Velkajärjestely oli kansainvälisesti katsoen erittäin suuri (lahjoitus). Kreikan velka-aste putosi noin tasolta 160 % BKT:stä tasolle 130, josta se nopeasti uudelleen nousi ennätystasolle, tosin noin puoliksi BKT:n arvon putoamisen vuoksi. Kreikan valtion yksityinen velka siirrettiin vähitellen euromaiden saamisiksi. Se, että Kreikan ensimmäinen järjestely rasitti vain yksityisiä sijoittajia, herätti paljon kommentteja epätasapuolisuudesta. Kritiikki oli sikäli aiheetonta, että EKP ja euromaat eivät olleet alkuperäisiä Kreikan rahoittajia, vaan niiden haltuun joutui Kreikan velkaa vain siksi, että ne yrittivät tukea yksityistenkin velkojien asemaa. Epätasa-arvoisella ratkaisulla oli joka tapauksessa se kielteinen vaikutus, että se sai yksityiset sijoittajat pelkäämään vastaavia ratkaisuja muissa kriiseissä. Julkisen vallan on mahdoton asettaa itseään edullisempaan asemaan, koska tämä karkottaa yksityiset sijoittajat tai nämä vaativat kohtuuttoman riskilisän. Markkinoilla ei ole ilmaisia lounaita valtioillekaan.

Samantapaisia luottojärjestelyjä oli kehitysmaissa toteutettu ennenkin. Niistä esimerkkinä ovat ns. Brady-obligaatiot Latinalaisen Amerikan kriisin yhteydessä 1980-luvulla. Tärkeä terminologiakeskustelu syntyi Kreikan yhteydessä siitä, milloin ja missä suhteessa velan maksamatta jättäminen, default, toteutuu. Se tarkoittaa velallisen tulemista maksukyvyttömäksi ja velanhoidon katkeamista. Vastaava velan laiminlyöntiä kuvaava termi on credit event, jonka sisältö on määritelty sopimuksissa. Kyseessä voi olla myös selective default, jossa osa velasta jää hoitamatta. Sikäli kuin sijoituksia jatketaan vapaaehtoisesti ja vähintään entisin ehdoin, default ei toteudu. Tässä semanttinen riitely siirtyy sanaan vapaaehtoinen. Onko vapaaehtoisuutta se, että joku pakotetaan valitsemaan vapaaehtoisesti huonoista vaihtoehdoista vähiten huono? On vallinnut mm. epäselvyyttä luottoriskinvaihtosopimusten (CDS) eli Kreikan velan luottovakuutusten laukeamiskynnyksen ylittymisestä. Se ei ylity, ellei kysymyksessä ole credit event. Kreikan kriisi vaikutti myös siihen, että tulevien velkajärjestelyjen helpottamiseksi uusiin valtioidenkin obligaatiolainoihin on tullut mukaan ehdoksi ns. collective action clause. Se sallii kyseistä lainaa omistavien velkojien määräenemmistön sopia vastoin vähemmistön kantaa velkajärjestelystä.

Kreikka on ollut hyvä esimerkki siitä, kuinka heikosti velkatilasto kertoo maan velkarasituksesta. Kreikan velka kävi lähes kaksinkertaisena suhteessa BKT:hen, mitä voi pitää heikon talouden kannalta kestämättömänä. Kun kuitenkin velan ehtoja kevennettiin, maan velanhoitorasitus pieneni euroalueen keskitasoa vähäisemmäksi. Suuri osa velasta vapautettiin pitkäksi aikaa koronmaksuista ja kuoletuksista ja valtion korkoa alennettiin voimakkaasti. Näin Kreikan valtion korkomenot painuivat vain euroalueen keskitasolle kaksinkertaisesta velasta huolimatta. Kreikan nykyarvoista velkaa ei pysty kovin tarkasti arvioimaan, mutta se on joka tapauksessa euromaiden vertailussa varsin kohtuullinen. Velan nimellisarvo jäi sentään kreikkalaisille lähinnä henkiseksi rasitteeksi. Kreikka on saanut vuosikymmenien mittaan EU-tukina ja viime vuosina velan kevennyksinä lahjoitusvaroja määrän, joka vastaa ilmeisesti suunnilleen kahden vuoden BKT:tä. Kreikan kompastelu kertoo osaltaan siitä, kuinka kyseenalaisia kuitenkin ovat loputtoman ilmaisen tuen vaikutukset.

Kreikan ja muidenkin kriisimaiden velka-asemaa on haluttu keventää myös myymällä valtion omaisuutta. Tuottavan omaisuuden myynti ei kuitenkaan periaatteessa kevennä pitkän päälle valtion rahoitusasemaa, vaan toimi vaikuttaa vain likviditeettiin. Tuotannollisen omaisuuden myyntihintahan vastaa sen tuottojen nykyarvoa, eli sen rahan, minkä valtio nyt saa omaisuuden myynnistä, se menettää tulevina tuloina. Omaisuuden myynnillä onkin kriisimaassa toinen tavoite, eli valtion tehoton monopolipääoma halutaan saada tehokkaaseen käyttöön. Tätä työntekijät tietysti vastustavat. Myyntien vaikutus velan hoitoon lienee joka tapauksessa pitkän päälle vähäinen.

Kun sanotaan, että jokin pahasti ylivelkaantunut valtio ei pysty maksamaan velkaansa, todetaan tarpeeton asia. Ei mikään valtio tai maa kuoleta merkittävästi nettovelkaansa, paitsi ehkä joku öljyntuottaja, puhumattakaan sen maksamisesta kokonaan. Riittää, kun valtio pystyy hoitamaan velkaansa eli maksamaan ajallaan velan korot ja kuoletukset sekä ottamaan ainakin kuoletuksia vastaavasti uutta velkaa. (Tätähän sanonnalla usein tietysti tarkoitetaankin.) Yleensä valtiot ylläpitävät suunnilleen samaa velka-astetta yli vuosikymmenten. Pitkäaikaisten lainojen ja matalien korkojen vallitessa 100 prosenttiakin BKT:stä ylittävän velan ylläpito voi olla helppoa. Euroalueen kriisimaat voisivat hoitaa suuret velkansa, jos maat korjaavat kilpailukykynsä ja laina-ajat pysyvät pitkinä ja korot matalina – mieluummin ilman subventointia.

Kreikan velka- ja talouskriisin hoitoa arvosteltiin sekä Kreikassa että kansainvälisissä tiedotusvälineissä ankarasti ja laajasti sekä enimmäkseen asiantuntemattomasti. Aina kriisien jälkeen jälkiviisaiden on tapana pelkistää kriisin syyt ja sen hoidon virheet muutamaan enemmän tai vähemmän oleelliseen seikkaan: jos näin olisi tehty, niin ongelmaa ei olisi tullut ja se olisi ratkennut. Tietysti kreikkalaisten velkakriisit olisi hoidettu, jos euroalue olisi maksanut maan velat ja alijäämät sekä subventoinut viennin kilpailukykyiseksi sekä tietenkin vielä laatinut ja rahoittanut maan teollisuudelle uuden kehitysohjelman; sitäkin on vaadittu. Maailman parantaminen on helppoa, jos voi vapaasti ja rajattomasti jaella toisten rahoja.

On silti varmaan totta, että Kreikan runsaskätinen tukeminen muiden euromaiden veronmaksajien varoilla olisi ollut myös koko euroalueen talouden kannalta toteutunutta parempi ratkaisu. Siihen olisi kuitenkin liittynyt ylivoimaisia ongelmia, ei vähiten moraalisia. Monet Kreikan tukijat olivat myös syvissä vaikeuksissa ja ottivat vielä vastuulleen Kreikan velkoja. Olisiko tasapuolisuuden vuoksi pitänyt lahjoittaa näillekin suuria rahasummia? Latvia hoiti raskain omin toimin suuret epätasapainonsa, samoin Portugali ainakin yritti, vaikka maassa erityisesti yksityinen sektori oli paljon velkaisempi kuin Kreikassa. Entä Irlannin velkojen poispyyhkiminen, Espanjan…?

☼

Euroalueen vakauden korjaamiseksi esitetään yleisesti euromaiden korkojen yhdenmukaistamista. Tämän tekijän merkitystä liioitellaan. Euroalueen vaikeudet eivät hoituisi mitenkään oleellisesti, vaikka kaikkien eurovaltioiden velkojen riskilisät tasattaisiin. Toteutuisi vain sinänsä melko merkittävä pysyvä tulonsiirto velkansa hyvin hoitaneilta mailta taloutensa ja velkansa huonosti hoitaneille maille. Prosenttiyksikkö tai parikin sinne tai tänne eri euromaiden julkisissa menoissa ja velkojen kehityksessä ei muuta euroalueen eikä velallismaiden tilannetta miksikään. Perusongelmat ovat aivan muualla. Melko suuretkin riskilisät saisivat säilyä useita vuosia, ennen kuin raskaasti velkaiset maat kaatuisivat nimenomaan korkomenoihin.

Euroalueen rahoitusvakauden turvaamiseksi esitetään yleisesti yhteisvastuullisten obligaatioiden, ns. eurobondien, käyttöönottoa. (Eurobond on terminä tässä merkityksessä hämmentävä, koska termillä on perinteisesti toinen merkitys eli kotimaan ulkopuolella Euroopassa liikkeeseen laskettu obligaatio.) Niiden avulla kaikki maat saisivat samalla suhteellisen edullisella korolla rahoitusta. Jokainen maa vastaisi tällöinkin ensisijaisesti omasta velastaan, ja yhteisvastuu koskisi vain tilannetta, jossa jokin maa ei hoida velkaansa. Yhteisvastuu olisi kaiketi erittäin kova, ”yhdessä ja erikseen” (joint and several), eli jokainen maa, Suomikin, vastaisi äärimmillään yksinkin koko euroalueen yhteisestä velasta (noin 50 kertaa Suomen BKT!). Eurobondien etuna olisi, että tällaisten hyvin suurten yhteisten euro-obligaatiomarkkinoiden tehokkuus antaisi hiukan likviditeetistä tulevaa korkoetua. Ne tarjoaisivat myös turvallisen sijoituskohteen euroalueen pankeille ja muille sijoittajille.

Eurobondeista on esitetty monenlaisia versioita. Yleensä on haluttu lähteä liikkeelle suppeasta osittaisratkaisusta, usein siksi, että näin asia olisi helpompi viedä poliittisesti läpi lisäriskiä ottavissa maissa. Aloitettaisiin esimerkiksi lyhytaikaisilla velkapapereilla,

toisaalta vain tietty perusosa, esimerkiksi 60:tä prosenttia BKT:stä vastaava osuus maiden velasta voisi olla yhteisvastuullista ja marginaalin verran kukin joutuisi kantamaan oman riskilisänsä. On myös ehdotettu päinvastoin yli 60 prosentin velkarajan ylittävien velkojen tekemistä yhteisvastuullisiksi, mutta samalla maat velvoitettaisiin ylimääräisen velkansa systemaattiseen kuolettamiseen määräajassa. Tällaisten ehkä sinänsä perusteltujen, hyvin pitkäaikaisten ohjelmien vaikeutena on, että niihin sitoutuminen on käytännössä epävarmaa. Sitoumuksissa ei pysytä olosuhteiden muututtua, eikä rikkomisesta ole mielekästä rangaista taloudellisesti maata, joka on jo lähtökohtaisesti velkaongelmissa. Sakot tulevat vain tavalla tai toisella velkojamaiden itsensä maksettaviksi.

Korkojen tasaamista vaativien tahojen näkemyksen mukaan spekulatiivisten markkinoiden tuoma kohtuuton kuri pitäisi korvata tämäntapaisilla poliittisesti solidaarisilla sopimuksilla. Tämän ihmelääkkeen hyötyä euroalueen rakennekysymysten ratkaisuna voi kuitenkin ihmetellä. Eurobondeista on vaikea nähdä suurta hyötyä muille maille kuin niille, jotka hoitavat huonosti talouttaan. Jos kaikki maat huolehtivat taloudestaan, kuten euroalueella on kaikkien maiden ajan mittaan pakko tehdä, kaikkien maiden korkotaso on lähes sama. Näinhän oli euroajan alkuvuosina, kun kaikkien euromaiden kehitykseen suhtauduttiin kauttaaltaan hyväuskoisen myönteisesti. Kyseenalaista eurobondeissa olisi velan marginaalikoron yhdenmukaistuminen matalaksi kaikissa maissa. Se vähentäisi markkinavetoista painetta korjata huonosti hoidetussa maassa velkatilannetta. Näin yhtäläinen korkotaso pahentaisi euroalueen vaikeuksia ja pitkän päälle jopa hajoamispaineita.

Yleensä korostetaan tällaisen suuren ja vakaan instrumentin markkinoille tuomia etuja, jolloin samalla sen likviditeettietu painaa koron riskilisän hyvin pieneksi. Tältä osin eurobond olisi periaatteessa edullinen vahvoillekin maille. Tässäkään ei tulisi aivan ilmaista lounasta, ei heikoillekaan maille. Jos eurobondit alempine korkoineen olisivat todella euroalueen ja euron kannalta hyvä asia, vaa'an vastapuolelle tulisi mm. se, että euron kurssi keskimäärin vahvistuisi. Likviditeetistä tuleva korkoetukin menetetään, jos euroalueessa on ongelmamaita, koska euroalueen hajoamisriski säilyy. Ennen euroaikaa eculainoissa näkyi ajoittain selvä riskilisä, joka liittyi mahdollisuuteen, ettei euroaluetta synnykään. Riskilisästä laskettiin mm. euroalueen syntymisen todennäköisyyttä. Vastaavasti hajoamisriski tuo eurobondien korkoon oman vaihtelevan riskilisänsä, sillä hajoamisilmiöissä yhteisen velan asema käy epäselväksi. Tästä riskilisästä voitaisiin kai sitten laskeskella euroalueen hajoamisen todennäköisyyttä. Kiinnostavaa on, missä määrin ja miten hajoamisriski otettaisiin mukaan eurobondien ehtoihin. On sekä hyödyllistä että välttämätöntä, että kansalliset riskilisät säilyvät ja kertovat osaltaan maan talouden hoidon tasosta.

☼

Rahoitusvakauden häiriöihin on haluttu EU:ssa varautua rahastointijärjestelyillä. Rahastoja on luotu vasta kriisiaikana kaikessa kiireessä ja improvisoiden. Euroalueen suunnittelun hyväuskoisuutta kuvaa hyvin se, ettei tällaisista tukirahastoista euron suunnittelun yhteydessä puhuttu ollenkaan. Periaatteessahan niille ei tietenkään ollut tarvetta, koska vakaus- ja kasvusopimuksen piti taata kaikkien euromaiden vakavaraisuus ja likviditeetti. Valtioiden keskinäinen tukeminen on sopimuksilla ylipäätään kielletty. Kriisipankkien tukeminen katsottiin vahvan valtion kansalliseksi tehtäväksi.

Jos jäsenmaiden kilpailukykyyn ja velkaantuneisuuteen syntyy rakenteellisia ongelmia, niitä ei voida hoitaa rahastoratkaisuilla kuin marginaalisesti. Rakenneongelmat on hoidettava rakennepolitiikalla. Rahastotuki siirtää ratkaisua. Tilanteen voi tietysti toivoa ajan mittaan korjaantuvan, mutta se voi myös pahentua edelleen. On käytännössä mahdoton luoda niin suuria rahastoja, että niillä voitaisiin hoitaa laajoja euroalueen valtioiden ja pankkien maksuvaikeuksia ja rahoituskriisejä. Rahastotuen mahdollisuus todennäköisesti lisää riskinottoa, ja sitä enemmän, mitä suurempia rahastoja luodaan. On myös ilmeistä, että velallismaa, joka saa rahastosta suhteellisen edullisella korolla rahoi-

tusta, jää roikkumaan rahaston asiakkaaksi mahdollisimman pitkään. Maa voi siirtää korjaustoimiaan. Rahaliitossa ei voine säilyä maa, joka toistuvasti ajautuu omasta syystään kilpailukyky- ja velkakriiseihin.

Euroopan vakausmekanismi (European Stability Mechanism) luotiin kooltaan sellaiseksi, että se rahastona kattaa noin 5 % euroalueen BKT:stä. Siitä valtiot maksavat osan käteisellä oman pääoman tapaan ja loput lainataan. Tämänsuuruisella rahastolla voidaan turvata parin kolmen pienen maan rahoitus lähes kokonaan. Toisaalta rahasto ei riitä yhdenkään suuren euromaan velan hoitoon kuin tilapäisesti, ehkä vain parin vuoden ajan. Valtioiden ohella rahastosta tulisi kyetä pelastamaan myös pankit. Rahastojen (vakausväline ja vakausmekanismi) varat eivät olisi riittäneet vuosina 2007–2008 alkaneessa kriisissä alkuunkaan, ellei EKP olisi ottanut kriisimaiden pankkien ja valtioiden tukemista omaksi asiakseen summilla, jotka ylittivät reilusti varsinaisen tukirahaston koon.

Vakaiden maiden veronmaksajat ja ainakin kansanedustajat kokevat jo 5 prosenttiin tuloista nousevan tukirahaston melkoiseksi riskiksi. Sellaisenaan koko rahaston menetys ei ole vaarassa, sillä velallisvaltiot joutuessaan velkajärjestelyihin ottavat yleensä sentään 30–40 % velasta edelleen hoitaakseen. Ehkä tuetuilta kaatuvilta pankeiltakin saadaan jotakin.

Koska rahasto on kuitenkin liian pieni hoitamaan isojen valtioiden rahoitusvaikeuksia ja pankkijärjestelmän lieviäkin systeemisiä kriisejä, rahastoa on haluttu kasvattaa jopa moninkertaiseksi – mieluummin viemättä rahaston ja riskien kasvattamista kansanedustajien hyväksyttäväksi. Rahaston tehoa voisi kasvattaa eri menetelmin vivuttamalla. Toisaalta vivuttamisen vastustus on ollut vahvaa, ettei rahasto laajene tätä kautta ehkä kovinkaan paljon.

Vivutuksella veronmaksajien riskiposition yläraja ei muuttuisi, mutta positio saataisiin mahdollisimman tehokkaaseen käyttöön. Veronmaksajien riski saataisiin mahdollisimman suureksi. Saataisiin varmimmin kaikki menemään. Ajatus on, että rahaston varojen lisäksi yksityiset sijoittajat osallistuisivat riskikohteen rahoittamiseen, jopa moninkertaisella määrällä. Vivutus keskittää riskin ja tappiot ensi vaiheessa ja kokonaan tai pääosin veronmaksajien rahastolle. Yksityisten sijoittajien tappio alkaa realisoitua toissijaisena vasta, kun veronmaksajat ovat maksaneet osuutensa.

Erilaisissa vivutuksissa on samantapainen perusratkaisu. Takausmenettely olisi yksinkertainen. Rahaston varoilla taattaisiin riskikohteen rahoitukseen mukaan tulleet yksityiset sijoitukset määrättyyn rajaan asti, eli rahasto maksaisi tappiot esimerkiksi 20 tai 30 prosenttiin asti yksityisten lainasta. Vivuttamisessa luottoriskinvaihtosopimuksella (credit default swap, CDS) on tosiasiassa sama periaate, eli rahaston tarjoaisi markkinoille CDS-muodossa riskikohdetta koskevan luottovakuutuksen. Strukturoidun mallin mukaan velka pilkottaisiin riskiltään erilaisiin osiin niin, että veronmaksajien osuus kantaisi menetykset alkuvaiheessa kokonaan osuuden rajaan asti. Vasta sen jälkeen yksityiset sijoittajat menettäisivät rahojaan.

Kotimaisen rahoituksen kokonaiskuva

Huoltotaseesta rahoitustaseisiin

Edellä tässä teoksessa on käsitelty rahoitusmarkkinoiden perustehtävistä rahan luomista sekä koti- ja ulkomaisen rahan käyttöä ja rahapolitiikkaa. Tästä eteenpäin tarkastelun painopiste on rahoitusmarkkinoiden toisessa perustehtävässä, rahoituksen välittämisessä rahoitusylijäämäisiltä sektoreilta rahoitusalijäämäisille sektoreille. Siinäkin rahaan kuuluvilla vaateilla on oma asemansa, mutta rahan luominen ei korostu näissä tarkasteluissa. Rahoituksen välityksessä raha ei näy erityisasemassa. Se on rahoitusta välittävä sijoitus- ja velkaerä siinä kuin muutkin vaateet.

Rahoituksen välitys on rahoitusmarkkinoiden ydintehtäviä ja osa laajasta markkinailmiöiden kokonaisuudesta. Vielä muutamia vuosikymmeniä sitten rahoitus välittyi yleensä melko suoraviivaisesti kansantalouden pääsektoreiden välillä. Nykyaikaiset rahoitusmarkkinat ovat kuitenkin kehittyneet erittäin laajoiksi, ja rahoitusta välittyy markkinoilla moninaisten vaiheiden ja instrumenttien kautta edestakaisin. Rahoitusta ei siirry pelkästään ylijäämäisiltä alijäämäisille talousyksiköille vaan laajasti myös alijäämäisiltä ylijäämäisille. Tavoitteena ovat yleensä tehokkaasti toimivat rahoitusmarkkinat, joilla joustavasti liikkuvat korot ohjaavat rahoitusvirtoja.

Rahoitusmarkkinoilla toteutuu myös tavattoman paljon muuta rahoitustoimintaa, arbitraasia ja spekulaatiota, joilla ei ole selvää yhteyttä sektorien alijäämien rahoitukseen. Edelleen rahoitusmarkkinoihin kuuluvat johdannaismarkkinat, joilla ei yleensä välitetä rahoitusta vaan lähinnä käydään kauppaa normaalivaateisiin perustuvilla erillisillä sopimuksilla ja vaateiden ehdoilla. Tarkasteltavana on monitahoinen kokonaisuus.

☼

Kansantalouden analyysin pohjana on yleensä huoltotase, joka kuvaa hyödykkeiden tarjontaa ja kysyntää. Hyödykkeiden tarjontaeriä ovat 1) bruttokansantuote ja 2) tuonti, ja hyödykkeiden kysyntäeriä ovat 1) kulutus, 2) investoinnit ja 3) vienti. Huoltotasetarkastelun painopiste on reaalisuureissa. Arvosuureina huoltotaseen erät kertovat, kuinka paljon niitä on rahoitettu, ja sellaisina ne liittyvät tiiviisti kansantalouden rahoitusanalyysiin. Huoltotaseesta päästään eräiden muutosten kautta rahoitustarkastelujen kannalta keskeisiin sektoreiden rahoitustaseisiin.

Bruttokansantuote on arvoltaan sama kuin kansantaloudessa syntyvät tulot. Se ei ole sama kuin bruttokansantulo, eli kotimaisten talousyksiköiden tulot yhteensä, koska osa tuotannossa syntyvistä tuloista menee tuotannontekijäkorvauksina (korkoina, osinkoina, palkkoina ym.) ja tulonsiirtoina ulkomaille ja toisaalta talous saa näitä tuloja ulkomailta. Nykyisin kansantalouden tilinpidossa ja maksutasetilastoissa ulkomaisia tuotannontekijäkorvauksia kutsutaan ensituloksi ja tulonsiirtoja tulojen uudelleenjaoksi. Jatkossa tässä katsauksessa käytetään vanhoja käsitteitä, jotka ovat havainnollisempia.

Useimmissa maissa tuotannontekijäkorvausten ja tulonsiirtojen nettoerä on pieni ja talouden analyysin kannalta melko merkityksetön. BKT:n ja kansantulon erolla on kuitenkin merkitystä, kun tehdään kansainvälisiä vertailuja. Ilmiöitä suhteutetaan yleisesti BKT:hen, vaikka usein olisi perusteltua suhteuttaa kansantuloon. Ero voi olla merkittävä. Pahasti velkaisissa maissa ja toisaalta finanssikeskusmaissa ja verokeitaissa ulkomaiseen pääomaan ja työvoimaan liittyvät nettomenot tai tulot voivat muodostua suuriksi. Äärilaidoilla esimerkiksi Irlannissa BKT on ollut yleensä 10–20 % suurempi kuin kansantulo, kun taas Sveitsissä tilanne on ollut päinvastoin. Irlannista on maksettu runsaasti tuotannontekijäkorvauksia ulkomaille, kun taas sveitsiläiset ovat saaneet niitä. Tilanne ei ole ollut irlantilaisten ongelma, pikemminkin päinvastoin, sillä maan suhteettomien veroetujen vuoksi ulkomaiset yritykset siirtävät poikkeuksellisen paljon voittoja tuloutet-

taviksi Irlannissa. Tästä Irlannin valtio saa suuret verotulot, vaikka yritysveroaste on erittäin alhainen.

Huoltotaseen arvoista saadaan eräänlainen (epävirallisesti tässä määrittelemäni) ”kansantalouden tulojen ja menojen tase”. Siinä ovat tuloina 1) bruttokansantulo, 2) tuotannontekijätulot ja tulonsiirrot ulkomailta nettona sekä 3) tavaroiden ja palveluiden vientitulot. Vastaavasti menoina ovat 1) kulutusmenot, 2) investointimenot sekä 3) tavaroiden ja palveluiden tuontimenot.

Huoltotaseen tuonti ja vienti vastaavat ulkomaisen maksutaseen tavaroiden ja palveluiden taseen eriä. Kun BKT:stä siirretään ulkomaiset tuotannontekijäkorvaukset ja tulonsiirrot tuonnin ja viennin yhteyteen, saadaan maksutasetilastoa vaihtotaseeseen asti (tavarakauppa, palveluiden kauppa ja tuotannontekijäkorvaukset sekä tulonsiirrot). Toisaalta kun kansantulosta vähennetään kulutuksen ja investointien arvo, saadaan kansantalouden rahoitusylijäämä, joka vastaa maksutaseen vaihtotaseen ylijäämää.

Maksutasetilastossa vaihtotaseen vastaeränä, eli sen rahoituseränä, ovat ulkomaiset pääomanliikkeet. Ulkomaisten pääomanliikkeiden kokonaisuutta kutsutaan nykyisin maksutasetilastoissa rahoitustaseeksi (termi siis sekoittuu ikävästi sektoreiden rahoitustaseisiin). Siihen sisältyvät maan ulkomaisten saamisten ja velkojen muutokset. Aivan täsmällisesti nämä yhteydet eivät tilastoissa päde, sillä eräät pienet erät käsitellään kansantalouden tilinpidossa ja maksutasetilastoissa eri tavalla.

Bruttokansantuotetta ja yleensäkin kansantalouden tilinpitoa on arvosteltu siitä, että sen antama kuva talouden kehityksestä ja hyvinvoinnista on paljolti vajavainen. Näin tietysti onkin. BKT ei pyri kuvaamaan hyvinvointia vaan vain kansantalouden rahatalouden piirissä syntynyttä tuotantoa. Tosin BKT:hen ja kansantalouden tilinpitoon yleensäkin sisällytetään rahassa maksettujen erien ohella jonkin verran myös laskennallista, esimerkiksi asumiseen liittyvää hyvinvointia. Toisaalta mukana ei ole sinänsä tärkeää kotitaloustyötä eikä myöskään yleisesti erilaista vapaa-aikana tehtyä yksityistä työtä ja siihen liittyvää kulutusta.

Varsinainen hyvinvoinnin mittari BKT ei ole, eikä sitä ole syytä sellaiseksi tulkitakaan. Erikseen on pyritty laatimaan laajempia hyvinvoinnin mittareita, joissa mukana on myös erilaisia sosiaali-indikaattoreita. Vaikeutena mittareissa on, että muuttujia, joita ei mitata rahassa, on hankala painottaa yhteen. Mahdollisuus ilmiöiden rahamääräiseen arvostukseen tekee taloustieteestä muista yhteiskuntatieteistä erottuvan oppiaineen, mutta sellaisena se on tietenkin myös varsin rajallinen.

Rahoituserien yhteydet ja tasekytkentä reaalitalouteen

Rahoitustarkasteluja varten ja yleisesti muutenkin talous jaetaan pääsektoreihin, joita ovat kotitaloudet, yritykset, rahoituslaitokset ja julkinen sektori. Näiden rahoitustaseiden yläosa saadaan, kun bruttokansantulo, kulutus ja bruttoinvestoinnit jaetaan sektoreittain. Kullekin näistä sektoreista syntyvät näin oma bruttotulo, kulutus (jos sitä on) ja investoinnit sekä edelleen rahoitusjäämä koko kansantalouden rahoitusjäämänkin jakautuessa. Kunkin sektorin rahoitusylijäämään tai -alijäämään liittyy (tilastotaulukon alapuolella) rahoitussaamisten ja velkojen nettomuutos. Koko tätä sektoreiden rahoitustaseiden kehikkoa kutsutaan kansantalouden rahoitustilinpidoksi.

Sektoreiden rahoitustaseiden tarkastelu on tärkeä lähtökohta paneuduttaessa kansantalouden käyttäytymisen analyysiin. Käyttäytyminen tulee paljolti juuri sektoreista. Tällainen sektoreiden rahoitustaseiden kokonaiskuvaus osoittaa havainnollisesti, että eri sektoreiden käyttäytyminen on kaikilta osiltaan tiiviisti yhteydessä toisiinsa. Mikään sektori ei optimoi irrallisena omaa käyttäytymistään, vaan joutuu samalla sopeutumaan toisten ratkaisuihin.

Jokainen kansantalouden sektori – eli kotitaloudet, yritykset, rahoituslaitokset, valtio ja muu julkinen sektori – saa rahoitusta ja käyttää rahoitusta. Rahoituksen lähteet ja

rahoituksen käyttö ovat aina kaikilla aikaväleillä yhtä suuret. Rahoituksen lähteitä ovat 1) tulot ja 2) velkojen lisäys, ja rahoituksen käyttöä ovat 1) kulutus (kotitalouksilla ja julkisella sektorilla), 2) reaali-investoinnit ja 3) rahoitussaamisten kasvu. Yrityksillä ja rahoituslaitoksilla ei ole määritelmällisesti kulutusta; kahvinjuonti firman laskuun on yrityksen välituotekäyttöä ja juojan kulutusta. Yritys ei juo.

Kunkin sektorin säästäminen on sama kuin tulojen ja kulutuksen erotus. Rahoitustase voidaankin pelkistää siten, että rahoituksen lähteet ovat 1) säästö ja 2) velkojen lisäys, ja rahoituksen käyttöä ovat 1) reaali-investoinnit ja 2) rahoitussaamisten lisäys.

Säästämiskäsitteestä on huomattava sen täsmällinen käyttö kansantalouden tilinpidossa nimenomaan tulojen ja kulutuksen erona. Normaalikielessä säästämisestä puhutaan yleisemmässä merkityksessä. Yleiskielessä puhutaan mm. talletussäästämisestä, osakesäästämisestä, rahastosäästämisestä, eläkesäästämisestä, ja mainoskielessä puhutaan säästämisestä jopa silloin, kun kulutetaan jotakin alennettuun hintaan. Nämä eivät ole kansantalouden tilinpidon käsittein säästämistä. Kolmessa ensin mainitussa on kysymys sijoittamisesta rahoitussaamisiin eli rahoituksen käytön eristä. Säästäminen on eri asia, eli se on rahoituksen lähde-erä. Eläkesäästämisessä taas on kysymys säästämisen motiivista, ei itse säästämisestä. Yleensä tosin eläkesäästämiselläkin tarkoitetaan yleiskielessä sijoittamista johonkin rahoitusvaateeseen.

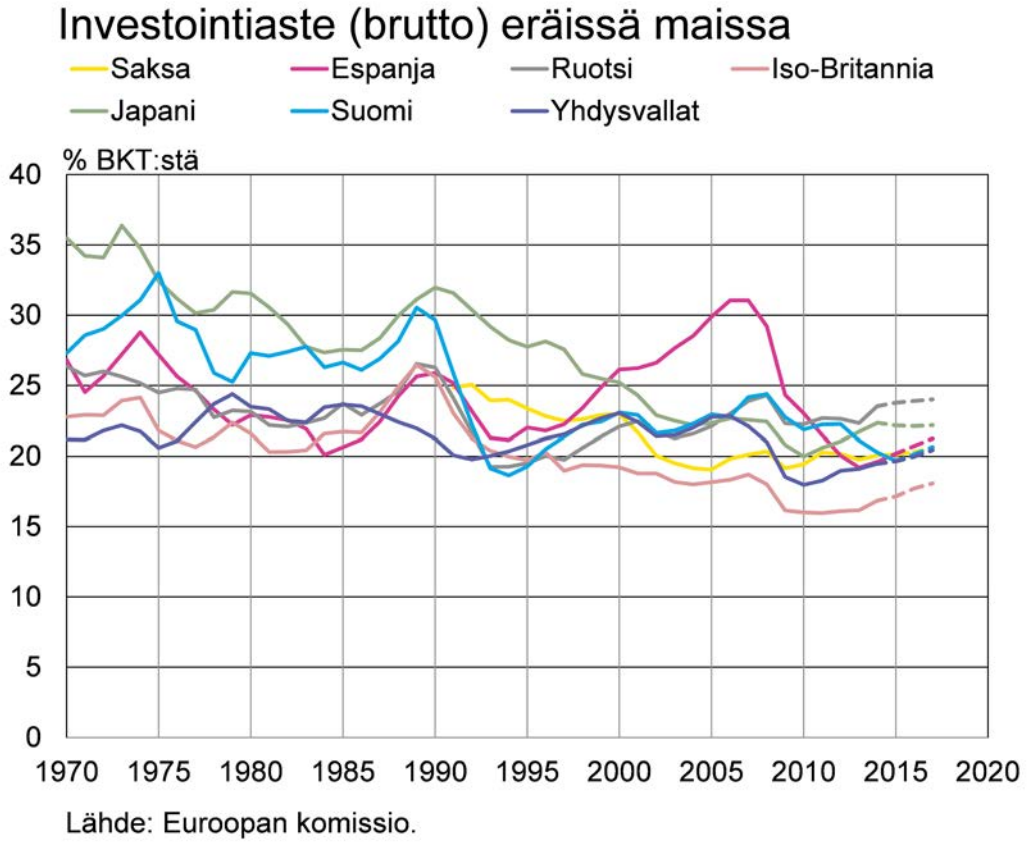
Analyysissä näitä käsitteitä ei pidä sekoittaa. Tietysti usein tulo nimenomaisesti jätetään kuluttamatta ja tehdään samalla talletus, joten kysymys on yhtenäisestä ratkaisusta. Yksittäisten kotitalouksien talletukset kasvavat yleisesti säästämispäätösten myötä, mutta koko kansantalouden tasolla talletukset kasvavat luottojen noston, eivät säästämispäätösten vuoksi. Puhutaan myös säästämisestä luottojen kuoletusten kautta. Luottojen kuoletukset ovat kyllä yleensä yhteydessä säästämiseen (usein poistoihin), mutta nämä ovat kotitalouksien rahoitustaseessa erillisiä eriä, joskin tässä tapauksessa rahoitustaseen samalla puolella.

Kansantalouden säästämiskäsitettä ei voi täsmällisesti jakaa motiivin mukaan, kuten ei sektoreidenkaan säästämistä. Jollakin tarkkuudella säästämismotiiveja – nimenomaan kansantaloustieteen käsitteen mukaisen säästämisen motiiveja – voidaan empiirisesti yrittää selvittää. Kansantaloudessa on säästävien talousyksiköiden ohella myös miinusmerkkisiä säästäjiä ainakin nettosäästön kannalta, jos henkilö kuluttaa enemmän kuin tienaa. Talletusten, osakkeiden tai rahastosijoitusten kysynnän motiivit ovat oleellisesti eri asia kuin säästämisen motiivit.

Säästämis- ja investointiasteet eroavat eri kansantalouksissa huomattavasti. Erityisesti monissa Aasian maissa ne ovat hyvin korkeita, jopa 30–40 % BKT:stä ja ylikin, kun ne länsimaissa voivat jäädä puoleen tästä. Suomessakin erityisesti investointiaste oli säännöstelykaudella korkea, mutta 1990-luvun alun kriisin jälkeen on liikuttu yleisellä länsimaisella tasolla lukuun ottamatta 2010-luvun alkupuolen pudotusta (kuvio 18). Useissa länsimaissa investointiaste laski 1990-luvun alun talousvaikeuksissa. Myös Japanin aikaisemmin hyvin korkea investointiaste on vajonnut melkein länsimaiden tasolle. Toisaalta eräissä maissa, kuten Espanjassa ja Irlannissa, on koettu myöhemminkin investointihuippuja, jota päättyivät kuitenkin rysäykseen kriisikaudella. Espanjan investointiaste jäi normaalille länsimaiselle tasolle, mutta Irlannissa asuntoinvestoinnit melkein loppuivat vähäksi aikaa. Ylijäämämaissa säästämisaste on korkeampi kuin investointiaste. Suomen säästämisaste on ollut yleensä länsimaisittain varsin korkea, joskin se laski lamavuosina.

Kun kussakin sektorissa käytettävissä olevista tuloista vähennetään kulutus ja investoinnit tai säästämisestä investoinnit, saadaan erotuksena rahoitusjäämä. Sektorin rahoitustaseessa voi olla ylijäämää, jolloin sektori sijoittaa nettomääräisesti (saamisten lisäys miinus velkojen lisäys) rahoitusvaateisiin, tai siinä on alijäämää, jolloin sektori velkaantuu nettomääräisesti. Kulutusta ja investointeja sekä rahoitussaamisten hankintaa rahoitetaan siis joko tuloilla tai ulkoisella rahoituksella, velkojen lisäyksellä. Muutokset voivat olla myös lähteiden tai käyttöerien keskinäisiä. Yksilön tasolla käykin normaalisti

Kuvio 18.



niin, että kulutusta rahoitetaan talletusvarantoa supistamalla tai sektorin tulon lisäys näkyy velan vähenemisenä. Pitkän päälle kaikki erät yleensä kasvavat.

Kotimaisten sektoreiden rahoitustaseiden rinnalle liitetään myös ulkomaat-sektori. Siinä ei esitetä koko muun maailman tuloja, kulutusta ja investointeja, vaan vain oman maan maksutaseen erät, siis tavaroiden ja palveluiden tase sekä tuotannontekijäkorvaukset ja tulonsiirrot ja edelleen maan ulkomaisten saamisten ja velkojen muutokset. Vaihtotase siinä on sama kuin kotimaisten sektoreiden rahoitusjäämien summa.

Mikään kansantaloudessa liikkuva rahoituserä ei katoa epämääräisyyteen koko talouden tasolla (paitsi tilastoinnin epätarkkuuden vuoksi), vaan se pysyy tässä kehikossa. Rahoitus siirtyy aina yhden sektorin taseesta toiseen. Minkä tahansa sektorin jokaisella rahoituserällä on vastine jonkin toisen sektorin rahoitustaseessa, tarkasteltiinpa virtamuuttujia tai varantomuuttujia. Virtana (varannon muutoksena) ja varantona sama erä on aina kahden sektorin taseessa, rahoituksen lähteenä merkillä + ja rahoituksen käyttönä merkillä -.

Edellä on tarkasteltu virtamuuttujia, eli rahoitusvaateiden tapauksessa niiden nettomuutoksia, nettovirtoja esimerkiksi vuoden aikana. Yleisesti tilastoidaan myös vastaavat rahoitusvarannot lähinnä vuoden lopun tilanteen mukaan. Varallisuustaseeseen kuuluvat varoina reaaliomaisuus sekä rahoitussijoitukset. Taseen toisella puolella ovat velat ja yrityksillä oman pääoman ehtoinen rahoitus. Kotitalouksilla ja julkisella vallalla varojen ja velkojen erotus osoittaa nettovarallisuuden. Reaalivarallisuuden arvostus ja tilastointi ovat monilta osilta koko kansantalouden näkökulmasta epävarmoja.

Rahoitusvaateet liittyvät eri sektoreiden rahoituksessa toisiinsa vaaderajoituksen kautta: yhden sektorin saamisen lisäystä vastaa yhtä suuri toisen sektorin velan lisäys. Varantotaseissa yhden sektorin saamista vastaa toisen sektorin velka. Koko taloudes-

sa, ml. ulkomainen maksutase, jokaisen vaateen muutoksen summa on nettoeränä nolla.

☼

Sektoreiden tuloja voidaan tarkastella kahdella (tai kolmellakin) tasolla: ensin sillä, mitä on kaiken kaikkiaan ansaittu, mukaan lukien osinko- ja korkotulot ja menot (eli kaikki yhteensä ns. ensitulo), ja toiseksi sillä, mitä jää käytettäväksi, kun verot, sosiaalikorvaukset ym. tulonsiirron tyyppiset menot on maksettu tai saatu. Tämä jälkimmäinen on käytettävissä oleva tulo. Kotitalouksissa se vastaa pitkälti pankkitilille tulevaa palkkatuloa. Siitä on kuitenkin vähennettävä esimerkiksi velan korot.

Yritysten rahoitus näyttää usein melko erilaiselta ennen voitonjakoa ja voitonjaon jälkeen. Rahoitustasetarkasteluissa yritysten tulo esitetään yleensä voitonjaon, siis osinkojen, korkojen ja verojen maksun jälkeen. Käytettävissä oleva tulo, samoin säästö, on yritykseen jätetty jakamaton voitto. Yritykset pyrkivät suhteellisen vakaaseen voitonjakoon, joten vuosittainen tuloksen vaihtelu jää paljolti yritykseen jätettyyn tuloerään. Hiukan varauksellisesti voi suhtautua yritysten tuloksen kommentointiin tämän käytettävissä olevan tulon perusteella. Muutenkin yritysten tulo on kansantalouden tilinpidossa varsin pelkistetty, sillä siihen eivät kuulu pääomavoittojen tyyppiset tulot.

Toinen tulojen jako liittyy brutto- ja nettotulojen erittelyyn. Brutto- ja nettoerien erotus muodostuu reaalipääoman kulumista vastaavista poistoista. Yrityksissä poistot on tuloksen laskemiseen kuuluva kirjanpidon termi, eivätkä poistot liity rahoitusvirtoihin. Kirjanpidossa poistoilla kuoletetaan ajan mittaan arvoaan menettävää varallisuutta. Nettotuloksi ei katsota sitä tuloa, joka vastaa varallisuuden kulumista, sen arvon menetystä. Nettotulo yhdessä poistojen kanssa on bruttotulo, yritysten terminologiassa kassavirta. Yrityksillä ei ole kulutusta, joten niiden tulokäsitteet ovat samoja kuin säästämiskäsitteet. Kansantalouden tilinpidossa poistot lasketaan yritysten ohella myös muille sektoreille näiden reaaliomaisuuden, mm. asuntojen, kulumista vastaavasti. Laskeminen on epävarmaa. Erityisesti lamakausina on yleensä epäselvyyttä siitä, mikä osa käyttämättä olevasta kapasiteetista on enää jatkossa käyttökelpoista.

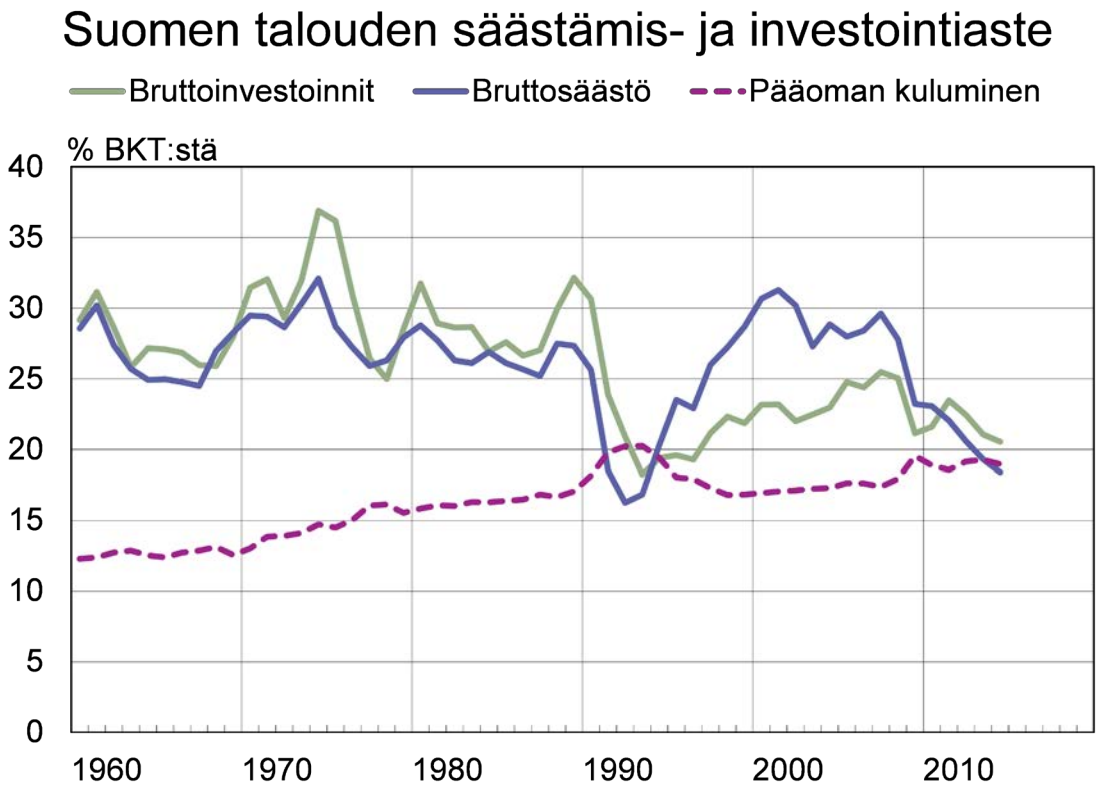
Rahoitustarkasteluissa käytetään yleensä bruttokäsitteitä: bruttotulo, bruttosäästö ja bruttoinvestoinnit. Kansantalouden tasolla bruttotulojen ja kulutuksen ero on bruttosäästö. Nykyisin kuitenkin kansantalouden tilipidon sektorikuvauksissa korostuvat nettotulo ja nettosäästö, kun sen sijaan investointeja käsitellään pääosin bruttoinvestointeina. Käytäntö on vaihteleva ja hämmentävä myös kansainvälisesti, sillä yleensä puhutaan vain tuloista, säästöstä ja investoinneista täsmentämättä, onko kysymys brutto- vai nettokäsitteestä.

Poistot ovat melko suuri erä, yleensä selvästi yli puolet bruttoinvestoinneista ja bruttosäästöstä (kuvio 19). Suomessa ne ovat vastanneet runsasta 15:tä prosenttia BKT:stä, kun taas säästö ja investoinnit ovat 1990-luvun alun jälkeen pysytelleet pääosin yli 20 prosentissa. Pahoina lamakausina, eli Suomessa 1990-luvun alun kriisissä ja myös 2010-luvun puolivälissä, poistot ovat ylittäneet vähän aikaa bruttosäästön tai bruttoinvestointien määrän. Pääomakannan lisäys on painunut hyvin vähäiseksi, mikä paljolti selittää myös kasvun pysähtymisen.

Poistot kirjanpitokäsitteenä eivät siis liity suoraan rahoitusvaateisiin. Rahoitusvaateissa poistoja vastaa yleensä kyseistä varallisuuden hankintaa varten otetun velan kuoletus, tai jos varallisuus on hankittu omalla pääomalla, poistoja vastaava rahoitus kertyy rahoitussaamisiin. Perusajatuksena on, ettei poistoihin varattua rahoitusta jaeta osinkoina ja veroina yrityksestä pois. Kun kuluva varallisuus joudutaan uusimaan, se tehdään joko uudella velalla tai poistoista kertyneellä rahoitusvarallisuudella.

Yksittäinen kotitalous ei ajattele poistojaan eikä nettotulojaan, vaikka kansantalouden tilinpidossa koko sektorin tulot ja säästäminen eritellään tämän jaon mukaan. Periaatteessa kotitalous, joka rahoittaa asuntonsa sen kestoiän pituisella lainalla, ja sitten maksaa velkansa tasakuoletuksin, tekee tämän ikään kuin poistoina asunnostaan.

Kuvio 19.



Vuoden 1975 jälkeiset havainnot kansatalouden tilinpidon uudistuksen (2010) mukaisia.
Lähde: Tilastokeskus.

Aikanaan sitten asunto on kulunut loppuun ja samalla on velka maksettu. Nettotulo on tässä tapauksessa siis tulot vähennettynä velan kuoletuksella ja nettosäästö se, mitä jää säästöön velan kuoletuksen jälkeen. Velan korko ei ole kotitalouden käytettävissä olevaa tuloa eikä säästöä; se kirjataan kansantalouden tilinpidossa tulonsiirtona pankin tuloksi ja osa pankkipalvelujen kulutukseksi.

Tilastoja käsitellessä on pidettävä erossa myös käsitteet kassapohjaisuus ja suoritepohjaisuus. Suoritepohjaisuus tarkoittaa sitä, että tapahtuma kirjataan sen ajankohdan mukaan, jolloin maksuvelvoite syntyy. Kansantalouden tilinpito, maksutaseet ja valtion tilastotkin pääosin ovat suoritepohjaisia. Kassapohjainen kirjaus perustuu siihen, milloin rahoitus todella maksetaan. Vain osittain, esimerkiksi verojen kertymässä, noudatetaan kansantalouden tilinpidossa kassaperiaatetta, eli vero kirjataan sen maksuajankohdan mukaan. Rahoitustaseiden yläosan taloustoimet ovat siis periaatteessa suoritepohjaisia. Rahoitusvaateiden tapahtumat taas kirjautuvat enimmäkseen todellisen maksuajankohdan mukaan. Tosin esimerkiksi maksutaseen pääomanliikkeiden laskentaperiaate on suoriteperusteinen. Suorite- ja kassapohjaisten taloustoimien erotuksena ovat erilaiset maksuajat ja maksuviipeet, joita saatetaan kirjata rahoitusvaateisiin, mutta ne jäävät myös paljolti ylä- ja alaosan välisiin tilastoeroihin, jotka ovat käytännössä huomattavat.

Arvonmuutokset tilastoissa

Tilastoinnin vaikeuksiin kuuluu, etteivät rahoitusasemat muutu pelkästään rahoitusvarantoja muuttavien virtojen kautta. Monilta osin rahoitusvarannot kehittyvät aivan eri tahtiin kuin niihin liittyvät virrat. Ilmeisiä ovat esimerkiksi osakkeiden ja kiinteäkorkoisten obligaatioiden markkina-arvojen muutokset, jotka ovat yleisesti paljon suurempia kuin uudet emissiot ja kuoletukset.

Samoin ulkomaanrahan määräisten vaateiden kotimaanrahan määräinen arvo liikkuu valuuttakurssien mukana. Usein on näkökulmakysymys, pitääkö kurssimuutos ottaa huomioon vai ei. Hankalampi joskin pienempi ja yleensä korjaamatta jäävä tekijä on johdannaisinstrumenttien vaikutus, joka saattaa muuttaa erän luonnetta. Valuuttakurssi on voitu vaihtaa swapsopimuksella. Valuuttakurssiehto voi olla hyvinkin monimutkainen ja sisältää optioita, joista voi todeta eräänlaisena esimerkkinä ns. monivaluuttalainat, joissa velallinen saa valita, minkä valuutan määräisenä lainaa maksetaan.

Rahoitusvaateita muutellaan ja niillä käydään jälkimarkkinakauppaa. Esimerkiksi pankkiluottoja saatetaan myydä pankin taseesta pois, eikä ole aina selvä, että luotonanto on tällöin supistunut. Rahoituslaitosten luottolukujen tulkintaa vaikeuttavat luottotappiot ja luottojen arvopaperistaminen. Luottokanta voi supistua luottotappioiden vuoksi ilman, että supistuminen olisi pankin tavoite. Arvopaperistaminen häivyttää luottoja ja parantaa pankin likviditeettiä samaan tapaan kuin arvopapereiden myynti pankin salkusta. Uutena ja vielä tilastoimattomana ilmiönä ovat mukaan tulleet velkajohdannaiset, joilla velkariski on siirretty toiseen sektoriin tai maahan.

Rahoitusinstituutiot myös muuttuvat entistä useammin ja enemmän. Osia rahoituslaitoksesta ja sen toiminnoista voidaan myydä pois. Erityisesti ulkomaisiin yrityskauppoihin liittyy järjestelyjä, jotka voivat muuttaa merkittävästi rahoitusvaateita. Esimerkiksi yrityksen (pääkonttorin) kotipaikan siirto ulkomaille hävittää yrityksen ulkomaiset varat ja velat maan ulkomaisesta varallisuusasemasta, mutta niiden tilalle tulevat toisenmuotoiset saamiset ja velat kotimaahan päin.

Eurojärjestelmän tilastosysteemeissä edellä kuvatun tapaisia ilmiöitä pyritään laajasti korjaamaan. Tällöin varanto- ja virtatilastojen yhdistäminen vaikeutuu. Liian huolellista tilastonyhräystä tulisi käytännön syistä usein suorastaan välttää. Talouden yleistilastot ovat täynnä ongelmia ja epäjohdonmukaisuuksia, ja usein niissä, varsinkin ennakkotiedoissa, on myös selviä virheitä. Virheettömiä tilastoja ei olekaan. Käyttäjän on tunnettava käyttämänsä tilastot, mitä ne kertovat ja mitä ne eivät kerro. Mitä vahvempia väitteitä haluaa esittää, sitä varmempi on oltava todistusaineistostaan. Tilastoja on aina tulkittava kriittisesti ja varovasti, mutta analyysi on silti perustettava vankasti niihin. Ilman perusteellista ja vastuullista tilastojen käyttöä on helppo tarinoida taloudesta melkein mitä vain.

Reaalikehitys ja inflaatio

Rahoitusmuuttujat ovat arvomuuttujia, ja sellaisina ne liittyvät kansantalouden tilinpidon arvosuureisiin. Kuitenkin rahoitusanalyyseissä ja rahapolitiikassa joudutaan tekemään myös ero reaalikehityksen ja hintakehityksen välillä. Rahapolitiikka korostaa inflaation hillintää, mutta sen rinnalla alisteisena on ollut reaalikasvun tukeminen. Perusristiriitaa tässä ei ole, vaan katsotaan, että turvaamalla hintavakauden rahapolitiikka tukee parhaiten kasvua pitkällä aikavälillä. Myös lyhyellä aikavälillä, hintavakauden niin salliessa, voidaan ohjata jonkin verran reaalikehitystä.

Reaalihyödykkeiden kehityttyä yhä monimutkaisemmiksi on reaali- ja hintakehityksen erottaminen vaikeutunut ja muuttunut monien tavaroiden ja palvelujen tapauksessa lähes mielivaltaiseksi. Tuottavuuden muutosta on vaikea erottaa hinnan muutoksesta esimerkiksi tietokoneissa ja matkapuhelimissa. Rahapolitiikan kannalta määrä- ja hintakehityksen ero on kuitenkin tärkeä. Joidenkin asiantuntijoiden mukaan rahapolitiikka

voisi keskittyäkin arvosuureiden, lähinnä nimellisarvoisen BKT:n vakauttamiseen esimerkiksi 5 prosentin tasolle. Käytännössä tämä ajattelu ei ole juuri ohjannut rahapolitiikkaa. Arvokehitystä vakauttavan politiikan ongelmana olisivat ilmeisesti sekä hinta- että reaalikehityksen epävakaus tavoitteen sisällä ja sen tuoma markkinoiden epävarmuus.

Rahapolitiikan perusongelmiin kuuluu kysymys, mistä inflaatio syntyy, mitkä ovat milloinkin sen syyt. Inflaatio on pohjimmiltaan monetaarinen ilmiö, eli siis väljästi tulkittuna, rahan luomisen tulos. Käytännössä suoraviivainen monetarismi ei vakaissa maissa päde. Kunkin ajan inflaatio syntyy erilaisista hyödykkeiden ja työn kysyntään ja tarjontaan liittyvistä kansallisista ja kansainvälisistä paineista, verotuksesta ym. tekijöistä. Inflaatiota ei kannata yrittää hallita lyhyellä aikavälillä rahapolitiikan välinein. Rahamäärä tai muu rahoitusmuuttuja ei käy satunnaisvaihtelunsa vuoksi lyhyellä aikavälillä välitavoitteeksi. Koron vaihteluista tulisi satunnaisia ja jyrkkiä. Rahapolitiikalla on keskeinen asema inflaation hillinnässä, mutta vain keskipitkällä aikavälillä.

Havainnollinen esimerkki inflaation syiden monimuotoisuudesta on vuosituhannen vaihteessa käyty laaja keskustelu siitä, miksi usean kymmenen vuoden inflaatiokauden jälkeen kansainvälinen inflaatio vaimeni vakaasti ja ennustajat yllättäen hyvin hitaaksi. Muutokseen esitettiin kolme perussyytä: ensinnäkin kansainvälisen kilpailun lisääntyminen liberalisoinnin ja halpamaiden kilpailun vuoksi, toiseksi varsin vahva tuottavuuden koheneminen maailmantaloudessa sekä kolmantena entistä johdonmukaisempi inflaation vastainen rahapolitiikka. Kaikki nämä varmaan vaikuttivat, mutta millaisin painoin, siitä keskusteltiin. Ilmeisesti tärkein tekijä oli kansainvälisen kilpailun kiristyminen.

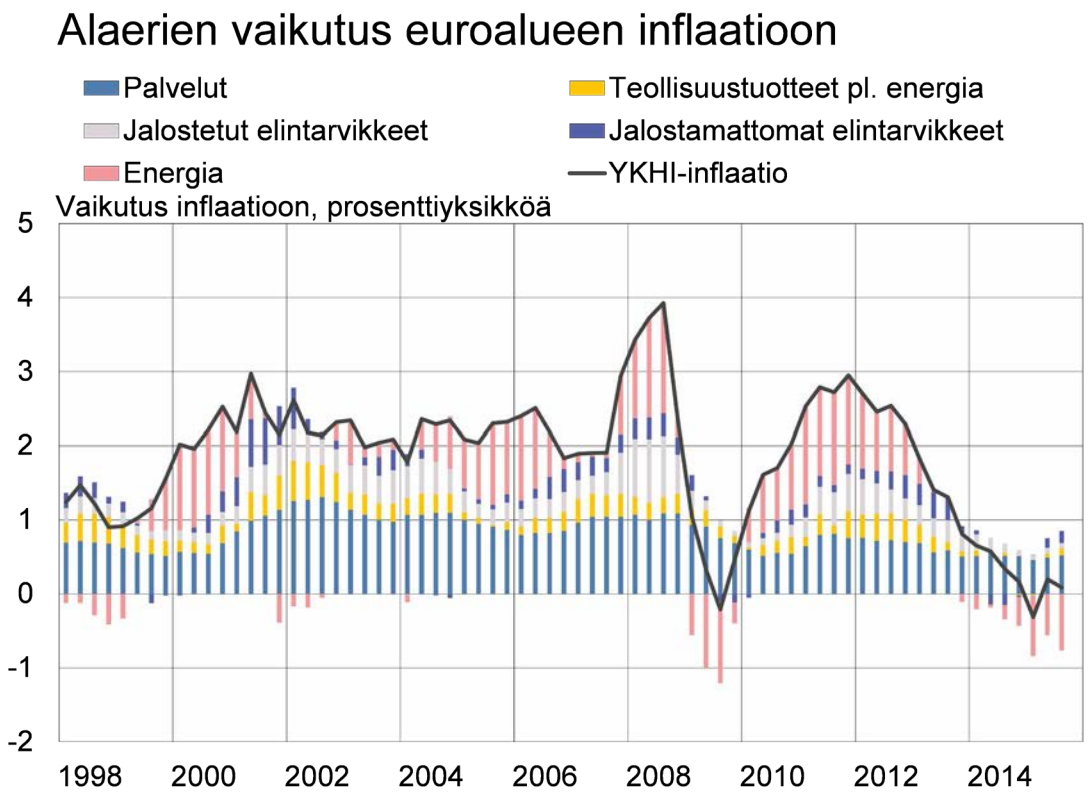
Hyödykkeiden hintojen nousuvauhdissa on hajontaa: yhdet hinnat nousevat nopeasti, toiset jopa laskevat (kuvio 20). Tämä on rahapolitiikan ongelma sikäli, että hyödykekorin rakenne vaikuttaa indeksin antamaan yleiskuvaan. Myös suuri yleisö kokee nämä tilanteet hämmentäviksi. Joidenkin kuluttajaryhmien kori kallistuu ajoittain aidosti keskimääräistä enemmän. Usein muutamat näkyvimmät hinnat saavat suhteettoman suuren huomion julkisuudessa. Kuluttajahintojen muutoksia hallitsee yleensä energian hintojen voimakas vaihtelu.

Aivan vähäinen hintojen nousu ei ole talouden kannalta häiritsevää. Pienet joustot myös hintojen nousun suuntaan saattavat helpottaa talouden sopeutumista. Yleensä keskuspankit ovat rajanneet kuluttajahintainflaation tavoitteissaan 2 prosentin tuntumaan vuositasolla. Tämänsuuruinen hintojen nousu ei juuri sekoita taloustoimien suunnittelua eikä aiheuta tuntuvia inflaatiomenetyksiä ja voittoja. Lisäksi arvioidaan, että kulutushintaindeksien laskelmat yleensä hiukan yliarvioivat hintojen nousua juuri hinta- ja määräkomponentin erottamisen vaikeuden vuoksi.

Rahapolitiikassa on korostettu yleisesti kuluttajahintainflaation vakauttamista. Kuitenkin jo tältä alueelta on useita erilaisia hintaindeksejä. Ensinnäkin voidaan tarkastella kuluttajahintaindeksiä tai yksityisen kulutuksen hintaindeksiä. Viime mainittu liittyy kansantalouden tilinpidon kotitalouksien kulutukseen, edellinen on tietyn kulutuskorin hinta, jota lasketaan useammin, yleensä kuukausittain. Indeksit ovat lähellä toisiaan, mutta niiden kattavuudessa, käsitteistössä ja laskukaavoissa on eroja. Yksityisen kulutuksen hinnassa on mm. sellaisia laskennallisia palveluhintoja, kuten varsin merkittäviä laskennallisia vuokria, joita ei ole kulutuskorissa. Joissakin maissa käytetään ns. hedonisia indeksejä, joihin sisältyy subjektiivista laadunmuutoksen arviointia. Indeksien vuosikasvu voi erota prosenttiyksikön verran tai enemmänkin, jopa pitkiä aikoja. Tämä hämmentää jo rahapolitiikan tulkintaa, kun inflaatiotavoite on 2 prosentin seuduilla.

Vielä suurempia eroja tulee siitä, että kuluttajahinnoista – kummastakin edellä kuvatusta indeksistä – voidaan puhdistaa pois epävakaita eriä ns. pohjainflaatioindikaattoreiden saamiseksi. Ajatuksena on, että poistettavat erät ovat poikkeuksellisen epävakaita tai satunnaisia, jolloin niiden häivyttäminen antaa paremman kuvan pohjalla olevasta aidosta inflaatiovauhdista. Pois jätetään yleensä herkkiä energian ja ruuan hintaeriä sekä verojen ja korkojen vaikutuksia. Varsinkin energian hinnan jättäminen pois indeksistä tasoittaa hintakehityksestä saatavaa kuvaa merkittävästi. Normaalioloissa tämä voi olla tarkoituksenmukaista, mutta jos ruuan ja energian hinnassa on rakenteellinen

Kuvio 20.



Lähde: Eurostat.

pitkäaikainen merkittävä nousu tai lasku, tulkinta aidosta inflaatiosta voi olla virheellinen.

Paljon on keskusteltu myös siitä, onko vakautettava hintataso(n nousu) vai inflaatiovauhti. Vakaan hintakehityksen oloissa näillä ei ole eroa. Kuitenkin tilanteessa, jossa hintataso erityissyistä – vaikka öljyn hinnan noustessa – hyppäyksenomaisesti kohoaa, hintatason vakauttaminen vaatisi hyppäyksen korvaamista jatkossa vastaavalla pudotuksella, kun taas inflaatiotavoite pyrkisi edelleen vakaaseen inflaatiovauhtiin. Kun inflaatio jäi 2010-luvun laman aikana yleisesti nollan pintaan, heräsi keskustelua, olisiko perusteltua sallia vastineeksi elvytyshengessä joksikin aikaa selvästi inflaatiotavoitetta nopeampi hintojen nousu. Inflaatiotavoiteajattelu puolestaan unohtaa menneet.

Hintatason kehitys on pitkän päälle tärkeää rahoitusvaateiden omistajille ja velallisille. Sen sijaan inflaation vakauttaminen, jolloin satunnaiset tasohyppäykset unohdetaan, on ehkä merkittävämpää reaalikehityksen kannalta. Hintatason vakauttaminen voi johtaa – lyhyen hintahyppäyksen jälkeen − liian tiukkaan politiikkaan, mutta pohjainflaatioajattelu ehkä liian löysään. Ainahan on selvästi keskimääräistä nopeammin nousevia hintoja, joiden vaikutus helposti yhä uudelleen selitetään pois. Deflaatiokaudella selitetään puolestaan pois poikkeuksellisesti laskevia hintoja. Rahapolitiikan perustaminen yhteen hintaindeksiin on osoittautunut hankalaksi ainakin ajoittain, joskaan ei ehkä yhtä vaikeaksi kuin sen perustaminen yhteen rahamäärämuuttujaan.

Ajoittain joissakin maissa hinnat pyrkivät laskemaan, eli joudutaan deflaatioon. Tämäkin on rahapolitiikan ongelma. Tosin on myönteistä deflaatiota ja kielteistä deflaatiota. Jos hintojen lasku johtuu voimakkaasta tuottavuuden kohenemisesta mm. tietotekniikan kehittyessä, se on myönteinen asia. Todellinen ongelma deflaatio on pahassa lamassa, jossa hintojen ohella palkatkin laskevat. Tämä lisää velkojen reaaliarvoa, mikä pahentaa taantumakierrettä. Hintojen jatkuva lasku voi myös lamauttaa kulutusta, jos-

kaan esimerkiksi kulutuselektroniikan halpeneminen ei näytä siirtäneen sen kysyntää. Eikä ruuan hintojen odotettu lasku varmaan kovin paljon ruokailuaikoja siirrä. Deflaatio on vaikea ongelma rahapolitiikalle, koska korkotaso ei voi olla yleisesti negatiivinen. Keskuspankit ovat reagoineet deflaatiopaineisiin voimakkaalla likviditeetin lisätarjonnalla ja ns. määrällisen keventämisen politiikalla. Tässä tilanteessa tarvitaan periaatteessa ns. reflaatiopolitiikkaa, jolla päästäisiin deflaatiosta lievään inflaatioon.

Paljon on keskusteltu siitä, pitäisikö seurattavan hintamuuttujan olla kuluttajahintoja laajempi, ja ennen kaikkea, tulisiko varallisuushinnat, jotka usein vaihtelevat voimakkaasti, ottaa politiikassa huomioon. Se seikka, että inflaatio on kokonaistaloudellinen ilmiö, perustelisi hyvin laajaa hintakäsitettä, ainakin melko kattavasti kyseisen ajan kulutus- ja investointihyödykevirtojen hinnat huomioon ottavaa hintamuuttujaa. Tavallisen kotitalouden kannalta asuntojen hintojen suhteellisen vakaa kehitys voi olla tosiasiassa paljon tärkeämpi asia kuin kuluttajainflaation tiukka vakaus. Asuntokauppahan tehdään ehkä vain pari kertaa elämässä, ja sillä, missä asuntojen hintakehityksen vaiheessa kaupan tekee, voi olla koko eliniän pituinen vaikutus varallisuuteen.

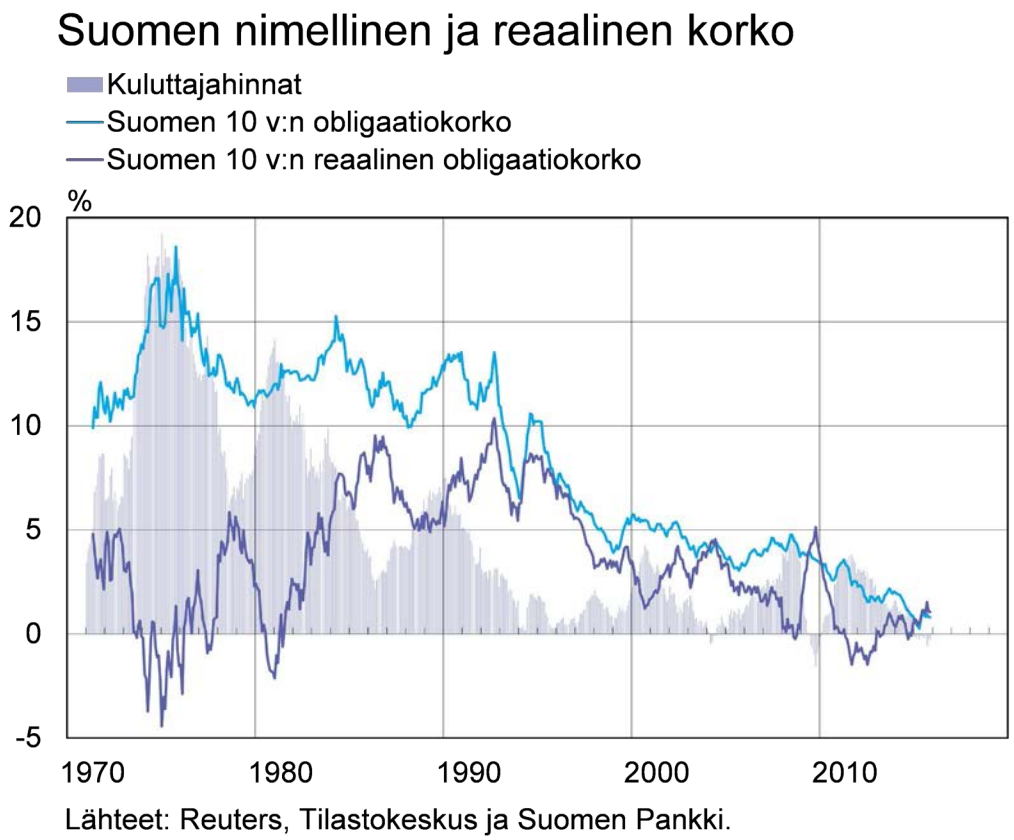
Varallisuushinnat ovat kokemuksen mukaan epävakaita ja herkkiä ylilyönteihin. Varallisuuden arvo ei tavallaan myöskään ole vain nykyajan hinta, vaan myös odotus varallisuuden tulevista tuotoista, siis tulevista tulovirroista ja niiden hinnasta. Varallisuushintoja ei pystytä rahapolitiikalla kovin hyvin hallitsemaan. Ei ole edes selkeää teoreettista lähtökohtaa arvioida, millä painolla varallisuushinnat pitäisi ottaa huomioon kuluttajahintojen ohella, jos rahapolitiikka halutaan perustaa yhteen hintamuuttujaan. On suositeltu pysymistä tutussa ja vakaassa perusindeksissä, kulutushinnoissa.

Rahoitusmuuttujia analysoidaan usein reaalisina, ja siinäkin on omat ongelmansa. Vaikeus on myös tältä osin siinä, ettei inflaatio ole yksikäsitteinen asia. Tavallisin tapa laskea reaalisia korkoja tai rahoitusmuuttujia on vähentää koron tai rahoituserän vuosikasvusta vuoden aikana toteutunut kuluttajahintojen nousu. Jos kuitenkin näkökulma suuntautuu tulevaisuuteen, deflaattorina tulisi käyttää odotettua inflaatiota, josta nykyisin kootaan systemaattisesti indikaattoritietoa.

Ajoittain reaalikorko poikkeaa oleellisesti nimelliskorosta (kuvio 21). Nopean inflaation vaiheessa 1970-luvulla Suomen pitkäaikainen reaalikorko kävi negatiivisena, vaikka nimelliskorko oli lähellä 20:tä prosenttia. Sitten 1980–1990 luvuilla sekä nimelliskorko että reaalikorko olivat Suomessa, kuten muuallakin länsimaissa erittäin korkeita mm. Yhdysvaltain inflaation vastaisen politiikan ja Saksan yhdistymiseen liittyneen politiikan vuoksi. Vuosituhannen lopulla korot laskivat, ja 2010-luvulla on taas liikuttu negatiivisessa reaalikorossa ja melkein negatiivisessa nimelliskorossakin.

Myös talletuksien ja luottojen kehitys esitetään joskus reaalisena sekä virtatietojen että varantojen osalta. Kuluttajahintojen käytössä on tällöin se ongelma, että luottojen kehitys ei liity pääosin kulutukseen vaan lähinnä investointeihin. Investoinneille on lukuisia hintamuuttujia ja eri hintojen kehityksen hajonta on ainakin ajoittain suuri. Velkamuuttujista olisi joka tapauksessa usein aiheellista käyttää investointien hintoja, ehkä joskus myös vientihintoja tai varallisuushintoja. Parasta tämänkin ongelman kannalta olisi, että talouden hintojen nousu jää niin vähäiseksi, ettei se sekoita mainittavasti rahoitusmuuttujien tulkintaa eikä ylipäätään sijoitus- ja velkaratkaisuja.

Kuvio 21.



☼

Inflaatio-ongelmaa on korjattu osin rahoitusvaateiden indeksisidonnaisuudella. Indeksiehtoa on monissa maissa käytetty paitsi palkkojen ja muiden reaalipuolen muuttujien indeksoinnissa myös rahoitusmarkkinoilla. Nykyisinkin monet maat laskevat liikkeeseen koroiltaan kuluttajahintojen kehitykseen sidottuja obligaatioita. Myös mm. talletusten korkoja on sidottu indeksiin, kuten Suomessakin 1950- ja 1960-luvulla. Suomessa oli jonkin aikaa vuoteen 1968 saakka käytössä sekä 100-prosenttisesti kuluttajahintaindeksiin sidottuja A-tilejä että 50-prosenttisesti sidottuja B-tilejä.

Indeksiobligaatioiden osuus kaikista obligaatioista on varsin vähäinen. Näille obligaatioille maksetaan pieni kiinteä korko, ja sen lisäksi sijoittaja saa hyvityksen toteutuneesta kuluttajahintojen noususta. Ilmeisesti varsinkin eläkevakuutuslaitokset ja muut hyvin pitkäaikaiset sijoittajat panevat varojaan näihin. Nämä obligaatiot ovat kiinnostavia mm. sikäli, että niiden markkinakorko suhteessa vastaavien normaalilainojen markkinakorkoon kertoo obligaatiosijoittajien inflaatio-odotuksista.

Indeksointia käytetään yleisesti lisäksi mm. eläkkeissä ja muissakin sosiaalietuuksissa. Laajamittaiseen tulojen, menojen ja rahoitusvaateiden indeksisidonnaisuuteen on talouspolitiikan kannalta suhtauduttu yleensä kielteisesti. Se jäykistää hintasuhteita tavalla, joka on monissa talouden tilanteissa vahingollista. Tyypillinen esimerkki liittyy ulkomaankaupan hintojen poikkeukselliseen muutokseen, kuten öljyn hinnan nousuun. Tällainen hinnannousu siirtää väistämättä reaalituloa ulkomaille, eikä sitä voida korvata kotimaassa talouksille. Jos indeksiehto vie tämän hinnannousun vaikutuksen suoraan palkkoihin, talous joutuu tulonjako- ja inflaatio-ongelmiin.

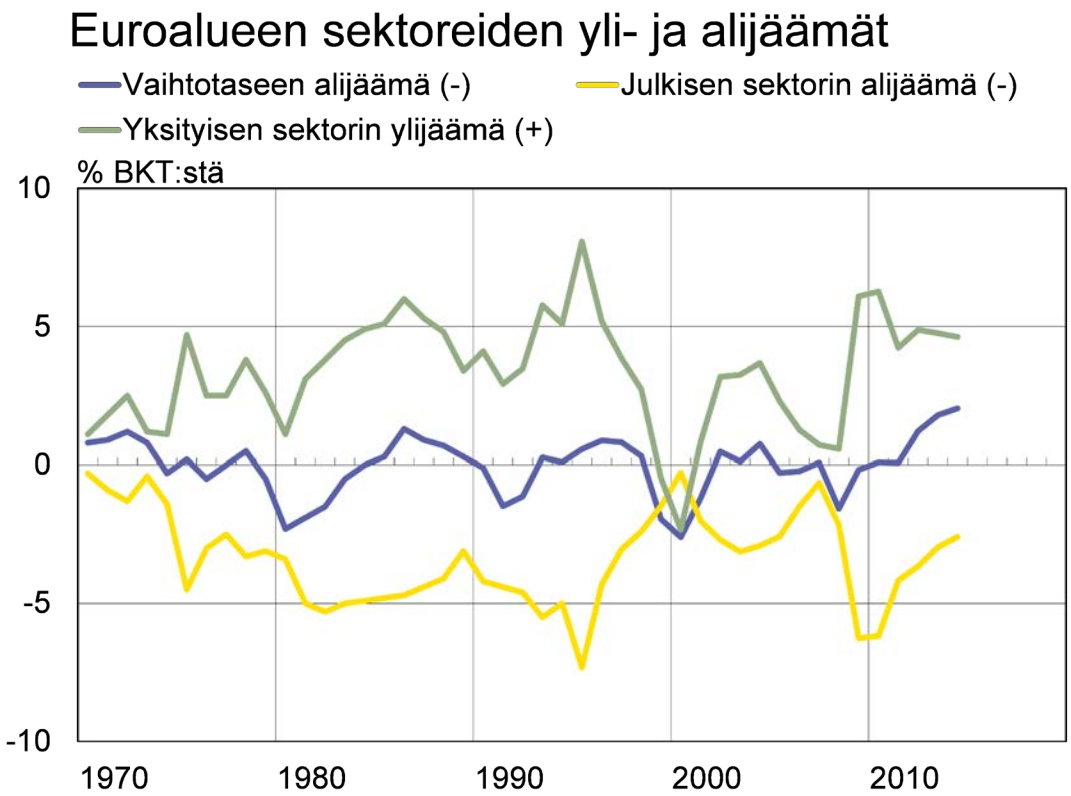
Rahoitusjäämien suuri merkitys

Kansantalouden yleisen rahoitustasapainon analysoinnissa on sektoreiden rahoitusjäämillä ja niiden keskinäisellä yhteydellä suuri merkitys. Myös kansainvälisen talouden rahoitustasapainoa tutkittaessa ovat suurten maiden tai talousalueiden rahoitusjäämät, lähinnä vaihtotaseet ja julkisen sektorin alijäämät, tärkeä lähtökohta.

Keskeinen yhteys kansantalouden rahoitustasapainon kannalta on, että kotimaisten sektoreiden rahoitus(yli)jäämien summa on sama kuin vaihtotaseen (yli)jäämä. Tämä on samalla koko kansantalouden rahoitusylijäämä tai alijäämä. Näin rahoitusjäämät kytkevät yksityisen sektorin rahoitusylijäämän, finanssipolitiikkaa heijastelevan valtion rahoitusyli- tai alijäämän ja vaihtotaseen tasapainon yhteen. Kansantalouksien rahoitusrakenteen tyypillinen perusmuoto on ollut sellainen, jossa yksityinen sektori on rahoitusylijäämäinen ja julkinen sektori lähimain vastaavasti alijäämäinen, jolloin ulkomainen vaihtotase on lähellä nollaa. Tämä on ollut myös euroalueeseen liittyneiden maiden yhteinen kokonaiskuva sekä ennen euroon liittymistä että euron aikana (kuvio 22).

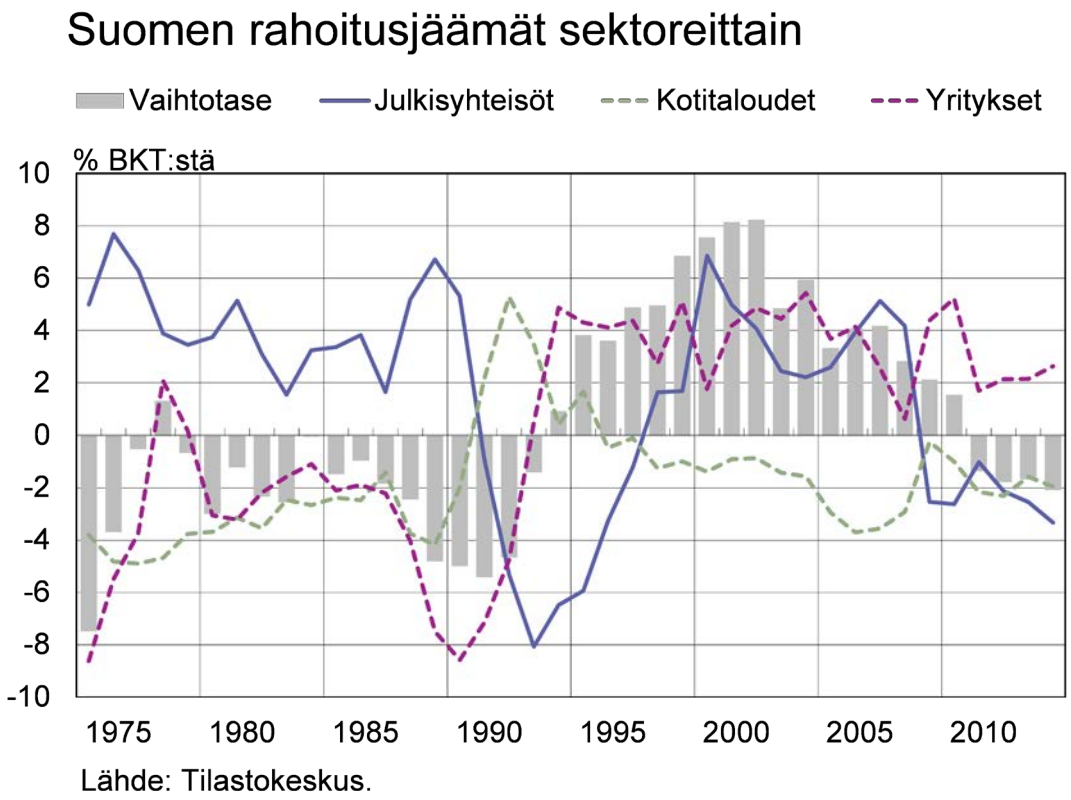
Euroalueella aikaisempi 1970-luvun alussa näkynyt ali- ja ylijäämien pienuus liittyi paljolti tuonaikaiseen säännöstelytalouteen, joka esti suurien jäämien syntymisen. Myöhempien vuosikymmenten pitkäaikaiset suuret yli- ja alijäämät olivat mahdollisia vain, koska voimakas inflaatio esti vastaavien velkavarantojen kasvun kestämättömiksi. Euroalue on ollut euroaikanakin kokonaisuutena yleensä tasapainossa siten, että vaihtotase on vaihdellut nollan seuduilla ennen 2010-luvulla kasvanutta vaihtotaseen ylijäämää. Euroalueeseen liittymisen ehdot aiheuttivat yli- ja alijäämien tilapäisen katoamisen vuosituhannen vaihteessa, ja toisaalta lähinnä ylikuumeneminen supisti julkisia alijäämiä ennen vuosina 2009–2010 alkanutta euromaiden velkakriisiä.

Kuvio 22.



Lähteet: Euroopan komissio, IMF WEO (lokakuu 2015), Euroopan keskuspankki ja Macrobond.

Kuvio 23.



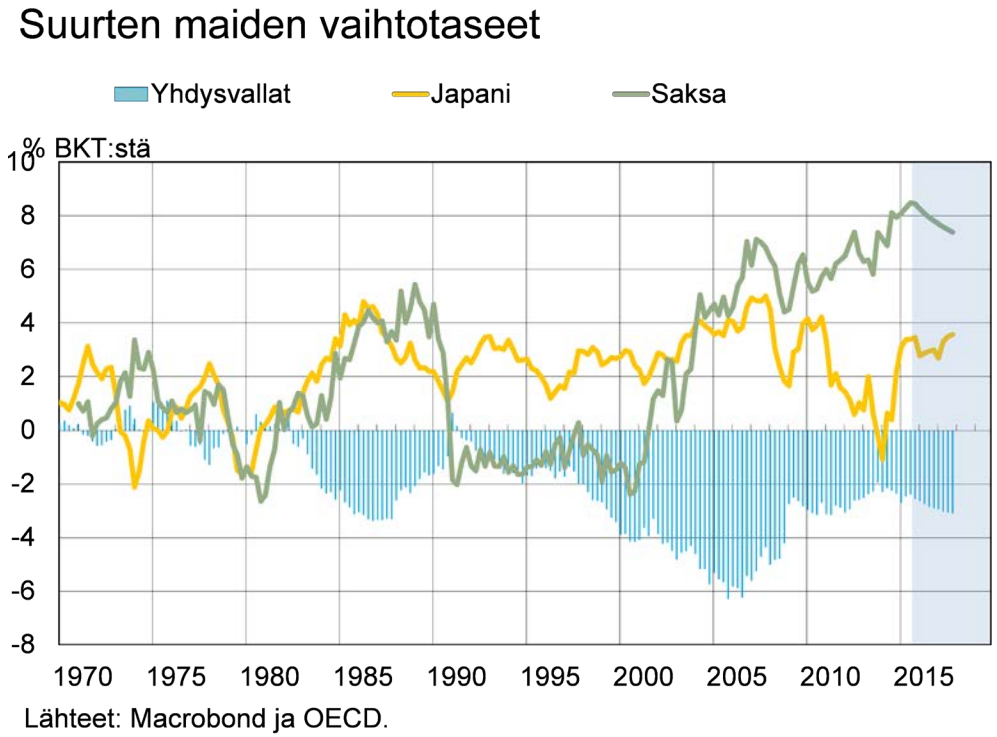
Suomen jäämäkehitys poikkesi 1900-luvun loppupuolen säännöstelyn kaudella eurooppalaisesta perusmallista sikäli, että julkinen sektori oli ylijäämäinen (varsinkin jos eläkerahastojen kertyminen otetaan mukaan) ja yksityinen sektori alijäämäinen jopa niin paljon, että maalla oli lähes aina merkittävä vaihtotaseen vajaus (kuvio 23). Tilanne muuttui kaikilta osin aivan päinvastaiseksi 1990-luvun alun kriisissä. Vuosituhannen vaihteessa Suomen talous oli kotitalouksia lukuun ottamatta rahoitusylijäämäinen. Julkisen talouden ylijäämät tulivat vuosituhannen alkuvuosinakin pääasiassa eläkerahastojen kertymästä.

Yritysten rahoitusasema säilyi vielä 2010-luvun alkupuolella vähän ylijäämäisenä paljolti investointien vähäisyyden vuoksi, ja kotitalouksilla oli tyypillinen pieni alijäämä. Sen sijaan vuonna 2009 toteutui voimakas muutos huonompaan sekä julkisen talouden jäämässä että vaihtotaseessa. Tätä voi selittää kumminkin päin: ehkä julkisen talouden alijäämä veti myös vaihtotaseen alijäämäiseksi tai julkinen talous reagoi elvyttävästi viennin heikkenemiseen. Julkisen talouden huomattava heikkeneminen vuonna 2009 tuli valtiontaloudesta, mutta myös eläkerahastojen kertymä on hiljalleen vaimentunut. Ilman rahastokertymää finanssipolitiikan olisi pitänyt olla tiukempaa rahaliiton alijäämäkriteerin vuoksi.

Koska vaihtotaseen ylijäämä on eri sektoreiden ylijäämien summa, se on samalla eri sektoreiden säästämisen summan ja investointien summan erotus. Jäämätarkastelusta onkin hyvä siirtyä katsomaan, minkä sektorin säästämis- tai investointierästä mahdollinen erikoinen rahoitusjäämäkehitys johtuu. Esimerkiksi suuri vaihtotaseen alijäämä seuraa usein yritssektorin poikkeuksellisen vahvoista investoinneista tai valtion heikosta tulokehityksestä ja voimakkaasta kulutuksesta eli ehkä jopa negatiivisesta säästämisestä.

Rahoitusjäämien tarkastelu kuuluu oleellisena osana talouspolitiikan analyysiin. Jos yksityinen sektori on voimakkaasti alijäämäinen, on julkisessa taloudessa oltava ylijäämää, tai muuten maan vaihtotase on selvästi alijäämäinen. Toisaalta jos yksityinen sek-

Kuvio 24.



tori on voimakkaasti ylijäämäinen, voi valtiontalous olla alijäämäinen eli elvyttävämpi ilman, että vaihtotaseen alijäämä tulee politiikan rajoitteeksi. Usein puhutaan jonkin maan kaksoisvajeesta. Sillä tarkoitetaan sitä, että maalla on suuri alijäämä sekä julkisessa taloudessa että vaihtotaseessa. Tässä tapauksessa yksityisen sektorin jäämä on ehkä lähellä nollaa. Taloudeltaan ylikuumenneelle maalle on tyypillistä, että sekä yksityinen sektori että vaihtotase ovat raskaasti alijäämäisiä, mutta valtion kassaan tulvii rahaa ja vie sen ehkä jopa selvästi ylijäämäiseksi. Velka- ja talouskriisin iskiessä tilanne muuttuu nopeasti julkisen ja yksityisen sektorin kannalta päinvastaiseksi. Usein valtio elvyttää jopa niin voimakkaasti, että yksityisen sektorin rajusta säästämisestä huolimatta vaihtotase pysyy vajauksellisena.

Käytännössä eri maat ovat rahoitusjäämiltään eri asemissa osin rakenteellisesti ja osin suhdanneluonteisesti. On maita, kuten Italia ja Belgia, joissa valtio on ollut pitkiä aikoja alijäämäinen ja raskaasti velassa, mutta joissa yksityinen sektori on ollut vastaavasti ylijäämäinen ja nettovelkoja. Suurta ulkomaista velkaa ei näillä mailla ole ollut. Saksan ja sen eräiden naapurimaiden rahoitusrakenne on taas ollut sellainen, että yksityinen ylijäämä on suuri (useita prosentteja BKT:stä) ja valtio vain lievästi alijäämäinen, jolloin mailla on vaihtotaseen ylijäämää ja sen kertyminä huomattavan suuri ulkomainen nettosaaminen. Monilla mailla, Yhdysvalloillakin, on puolestaan ollut pitkään kaksoisvaje, eli sekä julkinen talous että vaihtotase ovat reippaasti vajauksellisia, usein 3–5 % BKT:stä. On myös velkaongelmamaita, joissa sekä julkinen että yksityinen sektori ovat alijäämäisiä ja vaihtotaseessa on vajausta näiden alijäämien summan verran, ehkä jopa yli 10 % BKT:stä.

Maailmantalouden keskeisimmillä mailla on ollut melko säännöllisesti joko suuri vaihtotaseen ylijäämä tai alijäämä (kuvio 24). Ylijäämämaita ovat olleet Japani ja Saksa sekä myöhemmin myös Kiina, kun taas alijäämää ovat viime vuosikymmeninä tuottaneet Yhdysvallat ja Iso-Britannia. Vielä 1970-luvulla jäämät olivat pieniä kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kehittymättömyyden vuoksi.

Rahoitusjäämätarkastelu painottuu yleensä julkiseen sektoriin, yrityksiin ja kotialouksiin, mutta näitä voidaan käsitellä alasektoreittainkin. Yleensä julkisessa sektorissa käsitellään valtiota erikseen sen talouspoliittisen roolin vuoksi ja paikallishallinto jää suuresta merkityksestään huolimatta vähemmälle huomiolle, koska sen kehitys on normaalisti suhteellisen vakaata. Julkiseen sektoriin mahdollisesti kuuluvia sosiaaliturvarahastoja on myös syytä tarkastella erikseen. Yrityksistä voidaan erottaa rahoituslaitokset, jotka jaetaan usein keskuspankkiin, pankkeihin ja muihin rahoituslaitoksiin. Näiden tulot ja investoinnit ovat koko kansantalouden mitassa vähäisiä, mutta rahoitusvaateet sitäkin merkittävämpiä.

Rahoitustilinpidon mukaista julkisen sektorin rahoitusjäämää käytetään joskus julkisen alijäämän mittarina. Useimmiten ollaan kuitenkin kiinnostuneita pelkästään valtion alijäämästä, ja yleensä julkisuudessa käytetään eri alijäämäkäsitettä kuin tässä käsitellyissä rahoitustaseissa. Normaalisti valtion alijäämällä tarkoitetaan luotonottotarvetta, joka sisältää myös valtion finanssisijoitusten rahoituksen. Kansantalouden tilinpidon ja rahoitustilinpidon alijäämässä ei ole mukana valtion finanssisijoitusten lisäystä, joka voi olla joskus huomattavan suuri.

Rahoitusjäämätarkasteluja voidaan täydentää sekä säästämisen ja investointien tasapainon analyysillä että erillisten saamisten ja velkojen kehityksen tarkasteluilla. Näin saadaan hyvin monipuolinen kuva kansantalouden rahoituksesta sekä talouden rahoitustasapainon asteesta ja ongelmista. Tällä on suuri merkitys yleistä talouspolitiikkaa suunniteltaessa ja myös esimerkiksi verotusta kehitettäessä. Myös kansainvälisissä rahoitusanalyyseissä kytketään yleisesti yhteen suurten maiden eri sektoreiden rahoitusjäämiä, erityisesti valtioiden alijäämiä sekä vaihtotaseita ja niihin liittyviä pääomanliikkeitä.

Kansainvälisissä vertailuissa on kuitenkin otettava huomioon osin huomattavat kansalliset tilastoinnin ja instituutioiden erot. Varsinkin julkinen sektori rajautuu eri maissa eri tavoin. Esimerkiksi eläkesäästäminen ja paljolti julkisen sektorin omistamat yritykset voivat olla joko julkisessa tai yksityisessä sektorissa. Myös kotitalouksien ja yritysten rajankäynti on hankalaa mm. ei-yhtiömuotoisen yritystoiminnan ja asuntojen omistuksen vaihtelevan käsittelyn vuoksi. Monissa maissa, varsinkin kehittyvissä talouksissa, pienyritystoiminnan ja maatalouden suuri merkitys korostaa kotitalouksien asemaa.

Julkisen sektorin ali- ja ylijäämät

Kansantalouden kaikista sektoreista julkista sektoria analysoidaan eniten ja siinä nimenomaan valtiontaloutta. Puutteena voi pitää, että sitä analysoidaan yleisesti erillään kansantalouden muista sektoreista ikään kuin mitä tahansa yksittäistä talousyksikköä. Kuitenkin valtion vastaeränä taloustoimissa on yksityinen sektori, ja molemminpuolinen vaikutus on väistämätön. Finanssipolitiikka vaikuttaa yksityiseen sektoriin ja yksityisen sektorin käyttäytyminen valtion verotuloihin ja menoihin. Valtiolla on osin myös ulkomaisia eriä. Kaiken kaikkiaan kansantalous joustaa sekä reaali- että rahoitusresurssien osalta tarpeen vaatiessa ulkomaihin päin.

Koko julkisen sektorin tilastoluvut perustuvat pääosin kansantalouden tilinpitoon. Kuitenkin erityisesti rahoitusvaateita koskevia tietoja joudutaan useita tarkoituksia varten täydentämään. Koko sektorin analyyttinen tilastointi on ollut EU:ssakin heikohkoa, mutta EMU-kriteerit sekä EU:n vakaus- ja kasvusopimus ovat pakottaneet parantamaan tilastointia ja yhdenmukaistamaan EU:n jäsenmaiden tietoja, missä tosin ei koskaan täysin onnistuta. Jäämiä voidaan erottaa sekä sen mukaan, mitä instituutioita julkiseen sektoriin luetaan, että sen mukaan, mitä eriä jäämiin luetaan. Lisäksi erilaiset kirjanpitotekijät, mm. arvostukset ja ajoitukset, aiheuttavat omia vaikeuksiaan.

Tilastoinnin ongelmat ovat kärjistyneetkin juuri EMU-kriteerien valvonnan yhteydessä. Talous- ja rahaliiton asettama julkisen talouden tasapainovaatimus oli alusta alkaen erittäin tiukka eli alijäämä periaatteessa nollatasolla (myöhemmin hiukan joustettu) ja

korkeintaan 3 % sekä bruttovelka enintään 60 % BKT:stä. Mailla on ollut vaikeuksia kriteerin täyttämisessä, ja usein sitä rikottiin jo ennen vuosina 2007–2008 alkanutta syvää kriisiäkin. Tilanne on houkutellut enemmän tai vähemmän sallittuihin kirjanpitotemppuihin, kuten aina rahoituseriä säännösteltäessä. Tuloja on aikaistettu ja menoja viivästetty, meno- ja velkaeriä on siirretty julkisen sektorin ulkopuolelle, johdannaisilla on temppuiltu. Dollarivelkaa on muutettu swapilla eurovelaksi matalaan historialliseen kurssiin (erotus maksetaan valtiolle etukäteen) ja julkisen sektorin tuloja on myyty etukäteen ilman, että tilannetta on tulkittu velan lisäykseksi. Tietysti pelivara tällaiseen on vähäinen ja yleensäkin rajallinen erilaiseen puliveivaukseen. Lisäksi kätköt paljastuvat ja purkautuvat ennen pitkää ja kärjistävät tilannetta.

Rahoitustilinpidon mukainen valtion rahoitusjäämä syntyy tulojen, kulutuksen ja investointien erotuksena. Usein sekin on jo alijäämän puolella. Jos rahoituksen käyttöön lisätään valtion tekemät finanssisijoitukset, päästään valtion lainanottotarpeeseen (ml. kassavarojen käyttö). Käytetyistä valtiontalouden alijäämäkäsitteistä yleisin onkin (netto) lainaottotarve. Se on yleensä se alijäämä, josta valtion alijäämänä puhutaan. Netto tässä tarkoittaa nostojen ja kuoletusten erotusta. Kun tästä alijäämästä vähennetään korkomenot, päästään perusjäämään. Joskus puhutaan uusien lainojen nostotarpeestakin bruttomielessä, erityisesti rahoitusongelmien vaivatessa. Lisäksi lasketaan EMU-kriteerin mukaista alijäämää (EMU-kriteeri koskee siis koko julkista sektoria). Rahoitustilinpidon mukaista valtion alijäämää käytetään yleensä, kun tarkastellaan kansantalouden sektoreiden rahoituksen yhteenliittymistä.

Kansantalouden tilinpidon mukainen valtiontalous perustuu pääosin tulojen ja menojen suoriteperusteisuuteen, eli erät tilastoidaan sen mukaan, milloin maksuvelvoite syntyy. Kuitenkin verot ovat osin kassapohjaisia. Verojen osalta tilastointiperusteiden ero onkin merkittävä. Eri maissa vaihteleva osa veroista jää rästeiksi ja lopulta kokonaan maksamatta. Jos verot kirjataan suoriteperusteisesti maksuvelvoitteen mukaan, valtiolle tulee tilastoiduksi verotuloja liikaa rästien kasvun verran, jolloin tilastoitu alijäämä jäisi epärealistisen pieneksi.

Valtion tapauksessa esitetään myös sen oman kirjanpidon mukaisia toteutuneita lukuja, joiden luokittelut eivät vastaa aina kansantalouden tilinpidon käytäntöjä. Kansantalouden tilinpito ei sisällytä tulokäsitteisiin mm. pääomavoittojen ja tappioiden tyyppisiä eriä. Usein kommentoidaan myös budjettilukuja eli niitä lukuja, jotka ovat tulo- ja menoarviossa. Nämä luvut ovat velvoitepohjaisia. Ne on tarkoitettu toteutumaan, mutta ei välttämättä kyseisenä budjettivuonna, vaan ns. siirtomäärärahat voivat siirtyä seuraavaan vuoteen. Osa suunnitelluista menoista jää toteutumatta, tai joihinkin menoihin varatut rahat eivät riitä, joten on tehtävä lisäbudjetteja. Maksujen ajoittumiseenkin liittyy ongelmia. Valtion lainaottoa on saatettu kirjata sille budjettivuodelle, jonka lainaottovaltuuksiin se kuuluu, vaikka laina on nostettu eri vuonna. Velan markkinahinta voi erota sen nimellishinnasta, ja velan valuutta on voitu swapsopimuksella vaihtaa, jolloin käytettävä valuuttakurssi voi olla epäselvä.

Valtio kattaa pääosan rahoitustarpeestaan pitkäaikaisilla obligaatiolainoilla, jotka lasketaan liikkeeseen kotimaanrahan määräisinä. Suuri osa obligaatioista – varsinkin ulkomaanrahan määräisistä − ostetaan ulkomaille, sillä valtioiden luottokelpoisuus on yleisesti hyvä ja lainat ovat suuria ja likvidejä. Pienissä maissa valtio lainaa usein myös ulkomaanvaluutassa. Näin Suomikin teki suuressa määrin 1990-luvun alun kriisin aikana, mutta euroaikana valuuttavelka maksettiin kokonaan pois. Valtion ulkomainen valuuttavelka ei ole normaalioloissa terve ilmiö mm., koska se aiheuttaa valuuttakurssipaineita ja varsinkin kiinteäkurssijärjestelmässä sekoittaa finanssipolitiikkaa raha- ja valuuttapolitiikkaan. Vakaassa tasapainoisessa taloudessa valtio voi rahoittaa alijäämänsä kotimaanrahan määräisesti ja pääasiassa kotimaasta.

Lähinnä öljy- ja finanssikeskusmaita lukuun ottamatta valtioilla on yleensä suuri bruttovelka, mutta usein myös runsaasti rahoitussijoituksia, lähinnä valtionyhtiöiden osakkeita sekä erityistä, usein tuettua lainanantoa. Kun puhutaan valtionvelasta, tarkoitetaan lähes aina bruttovelkaa. Nettovelka (velat miinus saamiset) voi olla hyvin pieni.

Suomessakin valtiolla on ollut rahoitussijoituksia keskimäärin suunnilleen yhtä paljon kuin velkoja. Sijoitukset ovat pääosin pitkäaikaisia. Valtion suuren osakeomistuksen arvo heiluu voimakkaasti. Valtion kassavarat ovat kotimaisissa tai ulkomaisissa pankeissa tai lyhytaikaisissa markkinapapereissa. Valtion kassaliikkeestä syntyy rahamäärävaikutuksia.

Monissa maissa valtio, eli lähinnä valtiovarainministeriö, hoitaa maan valuuttavarantoa. Tämä kasvattaa valtion bruttovelan määrää, kuten Japanissa. Kun valtio ostaa valuuttaa varantoonsa, se laskee liikkeeseen omia velkapapereitaan ja rahoittaa näin valuutan oston. Samalla se neutraloi valuutan oston rahamarkkinoiden likviditeettiä lisäävän vaikutuksen. Valtion tekemä valuuttainterventio lisää siis näissä maissa yhtä paljon sekä valtionvelkaa että saamista, valuuttavarantoa.

Finanssipoliittinen elvytys

Valtion rahoitustasapainoa käsitellään paljon talousteorioissa. Esimerkiksi ns. ricardolainen ekvivalenssi lähtee siitä, että julkisen sektorin alijäämän tai velan kasvaessa (tai vähentyessä) yksityinen sektori lisää (vähentää) vastaavasti ylijäämäänsä. Yksityinen sektori varautuu näin veronmaksuun, koska se tietää joutuvansa pitkän päälle hoitamaan julkisen velan. Osin tällaista käyttäytymisen tendenssiä varmasti on, mutta on myös muita mekanismeja, jotka aiheuttavat näiden sektoreiden jäämien vastakkaiseen liikkeen. Näin käy erityisesti, jos vaihtotaseen vajeelle on rajoitteita. Suljetussa taloudessahan, jossa vaihtotaseen saldo on määritelmällisesti nolla, julkisen ja yksityisen sektorin jäämien vastakkainen liike on ehdoton identiteetti. Tulkinnanvaraiseksi jää, kumpi osapuoli hallitsee kehitystä ja mistä syystä.

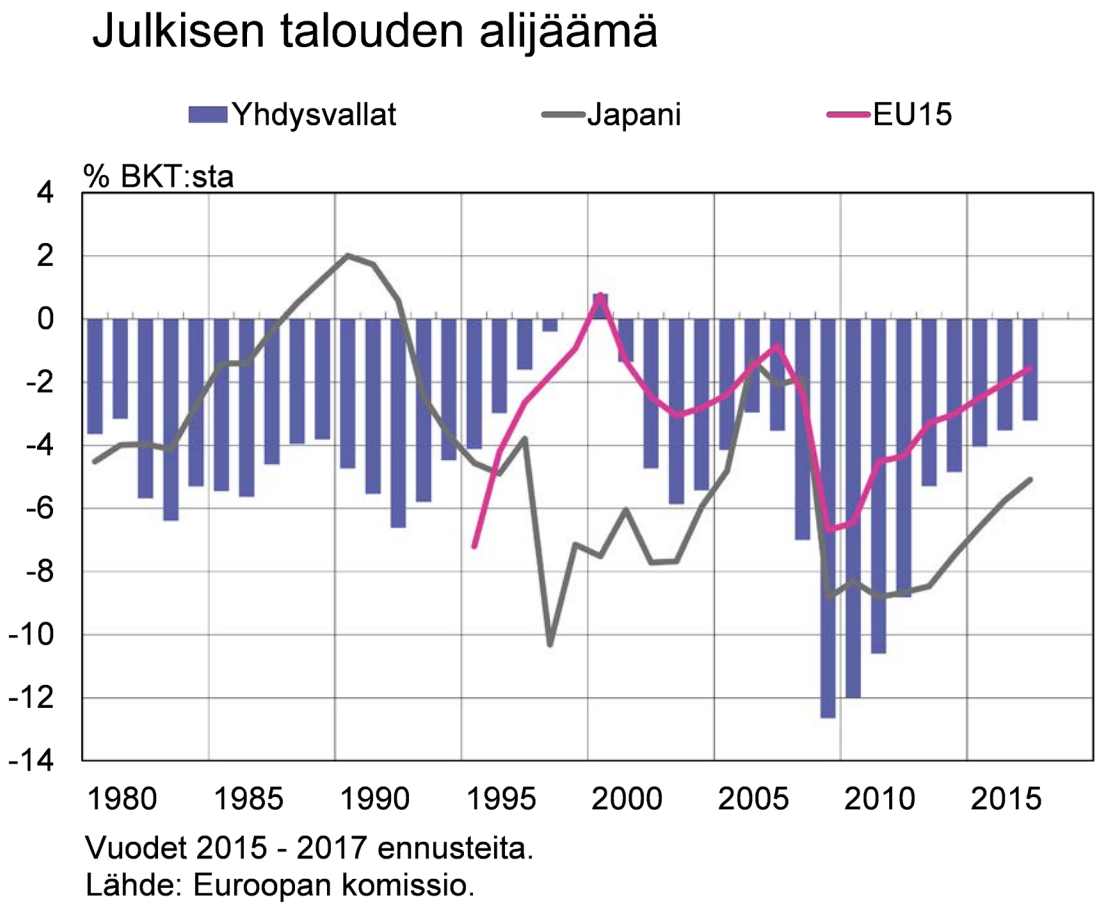
Julkisen sektorin ja yksityisen sektorin jäämät liikkuvat siis yleensä vastakkaisiin suuntiin: kun valtion asema paranee, yksityisen sektorin asema heikkenee. Vaihtotase joustaa jonkin verran. Vastaavasti mitä suurempi on valtion nettovelka, sitä suurempi on yksityisen sektorin nettosaaminen, ellei vaihtotase ole kumuloinut ulkomaista velkaa. Valtion nettovelan supistaminen yleensä heikentää yksityisen sektorin rahoituksellista nettoasemaa, ellei kehitys näy vaihtotaseen ylijäämänä ja maan ulkomaisen velan supistumisena tai saamisten kasvuna.

Valtion rahoitusaseman parantaminen edellyttää siis yleensä sitä, että yksityinen sektori suostuu heikentämään omaa asemaansa. Jos näin ei käy, talous pyrkii lamaantumaan. Jos taas valtio elvyttää lisäämällä alijäämäänsä, yksityisen sektorin on parannettava omaa asemaansa, tai muuten vaihtotase heikkenee. Nämä ovat suhdannetasauksen perusanalyysia. On hankala arvioida, mikä on kulloinkin tarkoituksenmukainen valtion alijäämä ja mikä on optimaalinen valtionvelan taso. Joka tapauksessa finanssipolitiikkaa käytetään yleisesti suhdanteiden tasaamiseen ja erityisesti syvien talouskriisien hoitoon. Toisaalta huonosti hoidetuissa talouksissa lama ja kriisi voi saada alkunsa nimenomaan valtiontalouden ongelmista, ylivelkaantumisesta ja maksuvaikeuksista. Tällöin finanssipolitiikkaa ei voida käyttää ainakaan lisävelkaantumisen kautta talouden ongelmien hoitoon.

Yleensä länsimaissa valtiontaloutta hoidetaan vastuullisesti ja kriisit alkavat yksityisen sektorin vaikeuksista. Rahoituskriiseihin joudutaan liiallisen yksityisen velan vuoksi. Menneinä vuosisatoina liiat velat poistuivat konkurssien kautta äärimmillään periaatteella: mikä on mädäntynyttä, mädäntyköön. Positiivisemmin tulkiten velkojen annettiin kadota markkinaratkaisuna heikon tuotannon ”luovan tuhon” kautta. Näin meneteltiin yleisesti vielä 1930-luvun kriisin yhteydessä. Luovan tuhon arvioitiin johtavan uuden tehokkaamman tuotannon syntymiseen.

Keynesiläisen ajattelun myötä on myöhemmin velkakriiseihin reagoitu niin, että yksityinen velka on eri tavoin laajasti sosialisoitu julkiseksi velaksi. Valtioiden alijäämät vaihtelevatkin voimakkaasti (kuvio 25). Japanin valtio elvytti jähmeää talouttaan suurin alijäämin 1990-alusta lähtien vuosikymmenien ajan niin, että velka-aste nousi yli 200 pro-

Kuvio 25.



sentin. Yhdysvallat pääsi vuosituhannen vaihteessa hetkeksi ylijäämään, mutta elvytti kymmenen vuotta myöhemmin jopa yli 10 prosentin alijäämin ja päätyi noin 100 prosentin velka-asteeseen. Joissakin euromaissa ajauduttiin samaan, mutta lähinnä Saksan tiukan linjan vuoksi euroalueen yhteenlaskettu jäämä on ollut selvästi pienempi.

Suoraan tai konkurssien yhteydessä yksityisiä velkoja siirtyy valtiolle kriiseissäkin varsin vähän, joten velkojen sosialisoinnissa on pääosin kysymys yksityisen ja julkisen sektorin välisen tulonjakomuutoksen vaikutuksesta säästöön ja rahoitusjäämiin sekä velkoihin ja saamisiin. Valtion menoja lisätään ja samalla suhdanneautomatiikka karsii verotuloja, ehkä verotusta muutenkin kevennetään; erotus katetaan runsaalla luotonotolla. Valtion rahoitusaseman heikkeneminen näkyy yksityisen sektorin rahoitusaseman paranemisena. Tämä ei tosin välttämättä auta velallisia, vaan paljolti kysymys on siitä, että lamassa voimakkaasti säästämistään lisäävä yksityinen sektori sijoittaa säästöjään suoraan tai välillisesti valtionvelkaan.

Vaikeassa kriisissä, kuten vuonna 2008 alkaneessa syvässä taantumassa, siirtyi useimmissa euromaissa BKT:hen nähden jopa useiden kymmenien prosenttiyksiköiden suuruinen summa yksityisistä nettoveloista julkiseen velkaan. Tämänsuuruinen siirtymä korjaa jo tuntuvasti yksityistä rahoitusasemaa. Rahoitusaseman paraneminen elvyttää taloutta, mutta vaikutusta vaimentaa ehkä valtion alijäämien nostama korkotaso. Tämän politiikan riskinä on, että mikäli talous ei elvytyksen myötä pääsekään vahvaan nousuun, valtion rahoitustilanne jää heikoksi ja aiheuttaa taloudelle pitkäaikaisia ongelmia.

Valtion rahoitusasema voi olla kriisin alkaessa suhteellisen hyvä. Tätä voi kiitellä, mutta asia ei ole yksinkertainen. Valtion pienen velan peilikuvahan on heikohko yksityinen rahoitusasema, ilmeisesti huomattava yksityinen velka. Jos valtionvelka olisi ollut

suurempi ja yksityinen pienempi, ei olisi ehkä jouduttu niin syvään velkakriisiin. Itse asiassa useissa maissa toteutuukin kriisivaiheissa kansantalouden velkarakenteiden normalisoitumista, tosin yleensä selvästi yliampuen. Valtion vahva rahoitusasema huononee ehkä jopa valtiontalouden kriisiksi asti.

Suurten yksityisten tai julkisten velkojen vastineena on velkaisissa maissa usein laajalti ulkomainen velka. Jos maa on lamaan tai kriisiin joutuessaan jo raskaasti velkaantunut ulkomaille, pelivaraa on finanssipolitiikassa vain vähän. Voimakas julkisen alijäämän ja velan lisääminen todennäköisesti pahentaa edelleen ulkomaista rahoitusongelmaa. Valtion lainojen riskilisä kasvaa helposti juuri ulkomaisten sijoittajien epäluulon vuoksi. Kotimainen velka on tässäkin suhteessa luotettavampaa.

Julkisen talouden kestävyys

Julkisen talouden elvytystoimille asettaa rajan julkisen talouden kestävyys pitkällä aikavälillä. Valtio saattaa joutua toistuvien elvytystoimiensa myötä vaikeasti hallittavaan velkaantumiskierteeseen. Vaikka valtiolla on rajaton verotusoikeus kansalaisiinsa nähden, käytännössä veroasteella on paitsi poliittinen raja myös talouden realiteetteihin perustuva raja. Talouselämä ja yhteiskuntarauha eivät kestä mitä tahansa veroastetta. Valtiontalous päätyy vararikkoon, valtion maksukriisiin ja velkojen maksamatta jättämiseen tai ainakin velkojen uudelleenjärjestelyihin. Velkojat joutuvat tyytymään siihen, että vain osa veloista tulee kuoletetuiksi.

Sikäli kuin talous ei nimellisesti kasva, valtiolla ei voi olla alijäämää ilman, että velkaaste jatkuvasti nousee. Toisaalta mitä nopeammin maan talous kasvaa, sitä enemmän maan julkinen talous voi olla vajauksellinen ilman, että suhteellinen velkaantuneisuus lisääntyy. Kriittinen tekijä kansantalouden velkojen pitkän ajan kehitystä arvioitaessa on reaalikoron suhde talouden reaalikasvuun. Jos reaalikorko on alhaisempi kuin talouden kasvuvauhti, valtionkin velka pysyy todennäköisesti rajallisena. Jos kuitenkin talouden kasvuvauhti jää alle reaalikoron, valtionvelka on räjähtävällä uralla, ellei valtiolla ole riittävän suurta ns. perusjäämää. Tämä jäämäkäsite ei sisällä valtion korkomenoja. Saman asian voi todeta yksinkertaisemminkin siten, että tilanne säilyy hallittuna, jos alijäämien myötä valtionvelka kasvaa suhteellisesti hitaammin kuin BKT:n arvo.

Raskaasti velkaiset valtiot esittävät mielellään perusjäämää (alijäämä ilman korkomenoja) kuvaavan luvun julkisen alijäämän indikaattorina. Tämä voi olla hämääävää velan hoitoa arvioitaessa. Kansainväliset järjestötkin käyttävät usein ensisijaisena perusjäämän käsitettä. Tämä johtunee siitä, että perusjäämällä on oma merkityksensä kasvavassa taloudessa ja toisaalta maassa, joka aikoo lopettaa velkansa ja sen korkojen hoidon. Jos talous kasvaa korkotasoa vastaavaa vauhtia ja perusjäämä on nollatasolla, valtion velka-aste pysyy ennallaan. Talous ja velka kasvavat siis samaa vauhtia. Sopivasti kasvavassa taloudessa korkojakaan ei siis oikeastaan tarvitse itse maksaa – niitä vastaavat varat voi ottaa lisävelkana. Kuitenkin nollakasvun taloudessa (vanhan velan) korot on maksettava tai velka-aste nousee. Jos maa haluaa jättää velkansa kuoletukset ja korot hoitamatta, sille riittää, että perusjäämä on positiivinen. Korkoja vastaava alijäämä poistuu, eikä valtio tarvitse uutta velkaa – tilanteessa, jossa se ei ilmeisesti sitä oikein saisikaan.

Menneisyydessä valtioilla on ollut ajoittain hyvinkin suuria velkavarantoja. Niistä on päästy lähinnä kolmella eri menetelmällä: maksamalla velat aidosti, jättämällä velat maksamatta tai inflaatiolla. Jonkin verran suuriakin velkoja on vähitellen todella sopimusten mukaisesti maksettu valtaosin pois. Erityisesti kehittyvissä talouksissa tyypillisiä ovat olleet vararikot ja velkojen uudelleenjärjestelyt, jolloin velka on vastaavasti jäänyt velkojien maksettavaksi. Länsimaissa suuria julkisia velkoja on syntynyt varsinkin sotien yhteydessä, mutta näistä veloista on yleisesti päästy sotien mukanaan tuoman inflaation kautta. Toisen maailmansodan jälkeenkin velkoja hoidettiin laajasti inflaatiolla ja mataliksi säännöstellyillä koroilla. Kansalaiset, ennen kaikkea tallettajat ja muut sijoitta-

jat, maksoivat siis ns. inflaatioveron – yksityisten sijoitusten arvonmenetyksellä kuitattiin valtionvelka. Inflaatiopolitiikallakin velka tuli siis reaalisesti aidosti maksetuksi, tosin ilman maksajan suostumusta. Tallettajat olivat maksajia erityisesti silloin, kun valtionvelka oli rahoitettu keskuspankista ja pankeista. Hävitettiinpä mikä tahansa velka miten tahansa, joku sen aina reaalisesti maksaa. Tämä tosiasia jää yleensä erilaisilta maailmanparantajilta huomaamatta. Usein olisi hyvä avoimesti selvittää, olisiko jokin muu maksutapa parempi ja oikeudenmukaisempi.

Vapaiden markkinoiden oloissa valtionvelkaa ei ole mahdollista hoitaa inflaatiolla ainakaan kovin suuressa määrin. Valtionkin korot nousevat inflaation myötä, eikä reaalikorko todennäköisesti juuri laske – heikon talouden tapauksessa reaalikorko päinvastoin pikemminkin vain nousee inflaation myötä. Valtionvelan uusi rahoitus tulee kalliiksi. Suurin inflaatioriski on kiinteäkorkoisten pitkäaikaisten valtionobligaatioiden omistajilla. Kasvava valtionvelka aiheuttaa normaalioloissa myös keskuspankin rahapolitiikalle vaikeuksia. Velan kasvaessa ehkä myös inflaatio-odotukset voimistuvat. Jos keskuspankki reagoi tähän korkoa nostamalla, valtion velkatilanne edelleen pahenee. Suuri valtionvelka lamauttaa näin todennäköisesti laajasti sekä finanssi- että rahapolitiikan toimintamahdollisuudet.

Usein lähdetäänkin näkemyksestä, että valtionvelan kasvaessa pitkäaikainen korko nousee, sillä valtio joutuu maksamaan niukkenevasta marginaalirahasta yhä enemmän. Erityisen jyrkästi korko alkaa nousta siinä vaiheessa, kun herää epäilyksiä valtion kyvystä hoitaa velkaansa. Välttämättä korkotaso ei kuitenkaan velan kasvaessa nouse, nimenomaan silloin, kun valtio reagoi alijäämällään runsaaseen yksityiseen säästämiseen. Erittäin vahvasti säästävässä taloudessa, kuten eläkkeisiin säästävässä Japanissa, pitkäaikainen korkotaso on voinut pysyä hyvin matalana valtion voimakkaasta velkaantumisesta huolimatta. Valtio nostaa rahoitusmarkkinoilta sinne tulvivan yksityisen ylijäämän.

Julkisen talouden kestävyyttä ei voikaan suoraan arvioida velan määrän perusteella. Jos korkotaso on matala ja velkojina ovat vahvasti säästävät omat kansalaiset eikä maalla ole ulkomaista nettovelkaa, asetelma on aivan erilainen kuin päinvastaisessa tilanteessa. Pienikin valtionvelka voi tulla ongelmaksi, jos se on lyhytaikaista velkaa ulkomaalaisille ulkomaisessa valuutassa. Ensin mainitun tyyppisessä tilanteessa valtion velkatilanne on usein säilynyt vakaana vielä siinäkin tapauksessa, kun velka suhteessa BKT:hen on runsaan sadan prosentin, jopa kahdensadan prosentin tasolla. Toisaalta jälkimmäisessä tapauksessa puoletkin tästä velkatasosta tulee helposti ongelmaksi, varsinkin tilanteessa, jossa korot nousevat ja velan uusimismahdollisuus tulee syystä tai toisesta epävarmaksi. Euroalueen maille asetettu 60 prosentin velkaraja BKT:hen nähden on jossakin määrin mielivaltainen, ja sitä väitetään usein tarpeettoman matalaksi. Kuitenkaan se ei ole vielä täysin turvallinen kriisiaikoja ajatellen. Saatujen kokemusten mukaan vakava talous- ja pankkikriisi voi hyvin kaksinkertaistaa tuon velka-asteen, jolloin kriisimaa on myös valtionvelan kannalta syvissä vaikeuksissa.

Kehittyneissä maissa julkisen talouden tilaa vaikeuttaa heikkenevä väestörakenne. Eläkeläisten määrä suhteessa työssä oleviin kasvaa. Tämä rasittaa monin tavoin lisääntyvästi julkista taloutta, mm. sairauksien hoitomenot kasvavat ja eläkkeiden rahoitusrasitus lisääntyy, tosin eläkejärjestelmästä riippuen. Suuren valtionvelan hoito voi käydä pienenevälle työvoimalle ylivoimaiseksi. Mitään finanssipolitiikkaan tai rahastointiin perustuvaa ihmekeinoa kärjistyvän eläkeongelman ratkaisuksi ei ole. Väistämätön kehityssuunta on eläkeiän nostaminen. Tätä aihepiiriä tarkastellaan tämän selvityksen lopussa.

Yritysten ja kotitalouksien rahoitus

Yritysten ja kotitalouksien rahoituksen kansainvälistä vertailua vaikeuttaa se, että sektorit rajautuvat eri maissa eri tavalla. Ongelmallisia rajatapauksia on paljon, myös suhteessa julkiseen sektoriin. Kotitalouksiin luettavan yksityisen, ei-yhtiömuotoisen yritystoiminnan osuus on eri maissa erilainen, eläkkeiden rahastointi on voitu järjestää vaihtelevasti kotitalouksien, yritysten, rahoituslaitosten tai julkisen sektorin tileissä. Omistusasuntojen osuus vaihtelee. Suomelle erikoinen laaja asunto-osakeyhtiösektori luettiin aikaisemmin kotitalouksiin, mutta nykyisin yrityksiin. Valtion yritystoiminnan osuus vaihtelee. Eroja on paljon.

Pääpiirteittäin kuitenkin kansantalouden tilinpidon mukainen yritysten bruttosäästö (bruttotulo), eli yrityksiin jätetty jakamaton voitto, on yleensä noin 10–15 % BKT:stä tai kansantulosta. Kotitaloudet saavat kansantulosta yleensä jonkin verran yli puolet ja julkinen sektori pääosan lopusta, runsaat 20 %. Ulkomaiden osuus vaihtelee. Nämä ovat käytettävissä olevan tulon osuuksia. Kaikista tuloista julkisen sektorin kautta kiertää yleisesti yli 40 %, mutta suuren osan tuloistaan julkinen valta jakaa tulonsiirtoina lähinnä kotitalouksille.

Yritysten jakamaton voitto on yritysten analyysiä varten vajavainen erä. Tärkeämpi analyysin lähtökohta on yleensä yritysten tulos ennen voitonjakoa, siis mukaan lukien erityisesti osinkojen ja verojen merkitys. Se, kuinka paljon yritykset vuosittain jakavat omistajilleen voitostaan riippuu monenlaisista tekijöistä. Yritykseen kertyvät varathan ovat omistajien varoja, ja on toissijaista, jaetaanko niitä kulloinkin vai ei. Jos voittoja jaetaan, yhtiön arvo laskee periaatteessa vastaavasti. Yleensä voitonjako pyritään pitämään suhteellisen vakaana yli suhdanteiden, joten tuloksen vaihtelu jää paljolti jakamattomaan erään. Välillä osinkoja kuitenkin jaetaan normaalia enemmän, välillä vähemmän lähinnä yrityksen taserakenteesta riippuen. Turhaksi koettu kertynyt pääoma, jolle ei ole omia sijoitusnäkymiä, jaetaan pois, ja toisaalta pitkäaikainen heikko tuloskehitys estää väistämättä merkittävän voitonjaon.

Yrityssektorin investointien arvo on usein lähellä sen tulorahoituksen, säästämisen osuutta, mutta joissakin maissa varsinkin ylikuumenemisen loppuvaiheessa selvästi säästämistä suurempi. Yrityksillä on siis useimmiten rahoitusalijäämää, kuten Suomessa ennen 1990-luvun alun kriisiä, mutta niillä saattaa olla ajoittain tuntuvaa rahoitusylijäämääkin, kuten Suomessa tuon kriisin jälkeen on ollut. Yritysten rahoitustaseen erien suhdannevaihtelu on varsin suurta, suurempaa kuin kotitalouksissa, joten sen vastaerä on paljolti ulkomailla ja julkisessa sektorissa. Kotitalouksien kulutus ja investoinnit jäävät useimmissa maissa hiukan pienemmiksi kuin tulot, ja kotitaloudet lisäävät näin nettomääräisesti rahoitussaamisiaan, vaikka velatkin yleensä nopeasti kasvavat. Varat ja velat ovat tietenkin paljolti eri kotitalouksilla.

Monissa länsimaissa yritysten tulo-osuus on jonkin verran kasvanut viime vuosikymmeninä. Osin tässä näkyy inflaation vaimenemisen vaikutus: säännöstelykauden inflaatioetu on jäänyt pois, ja velat on nyt maksettava aidosti tuloilla. Muutoksessa näkyy varmaan myös pyrkimys vahvempaan rahoitusrakenteeseen. Toisaalta tätä vastaan on toiminut ajatussuunta, jota erityisesti yritysvaltaajat ovat ajaneet. Sen mukaan laiska oma pääoma ja likviditeetti on investoitava tuotantopääomaan tai jaettava omistajille.

Kun yritysten tulo-osuuden kasvun ohella myös julkisen sektorin alijäämiä on pyritty karsimaan (ennen vuosina 2007–2008 alkanutta kriisiä), on länsimaissa yleisesti käynyt niin, että kotitalouksien rahoitusasema on joutunut sopeutumaan vastaavasti heikompaan rahoituskehitykseen. Erityisen selvä tämä kehitys oli Suomessa 1990-luvun kriisissä. Sen jälkeen sekä yritysten että valtion rahoitusasema parantui voimakkaasti, tosin pääosin vaihtotaseen paranemiseen johtaen. Suomessa kotitalouksien nettosäästämisaste on ollut lähellä nollaa, mutta silti kotitaloudet säästävät bruttomielessä varsin paljon asuntokannan kulumista vastaavien poistojen kautta. Kotitalouksien rahoitusasema on joka tapauksessa ollut Suomessa heikko. Rahoituspuolella se on näkynyt kansainvälisesti vertaillen erityisesti kotitalouksien vähäisinä rahoitussijoituksina, ei niinkään erityi-

sen suurena velkojen määränä. Tosin Suomessakin kotitalouksien velka-aste on tuntuvasti noussut. Kotitalouksien vähäinen sijoitustoiminta, mm. osakkeisiin, on ongelma yritysten kotimaisen omistuksen kannalta.

Yritysten omistus ja rahoitusrakenne

Eri maiden rahoitusjärjestelmät on ollut tapana jaotella anglosaksisiin markkinakeskeisiin ja mannereurooppalaisiin pankkikeskeisiin järjestelmiin. Viime vuosikymmeninä muutos on yleisesti vienyt pois pankkipainotteisesta rahoituksesta. Muutoksen merkitys ei liity pelkästään rahoituksen jakaumaan velkarahoituksen ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen välillä vaan myös yrityksen toimintaa koskevaan päätösvaltaan. Ainakin suuret yritykset ovat lisääntyvästi irtaantuneet sekä Euroopassa että Suomessa pankkien määräysvallasta.

Kansantalouden rahoituskehityksen ja rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta yritysten velkakäyttäytyminen on keskeisimpiä ilmiöitä. Yrityksen oman pääoman käyttöön ja velkaantumiseen liittyy paljon mikrotason näkökohtia, joihin ei kuitenkaan tässä selvityksessä ole tarpeen kovin paljon paneutua. Eräin vahvoin oletuksin yrityksen velkaantuneisuudella ei ole sen arvon kannalta merkitystä. Todellisuudessa jo verotuksen ero – korkomenojen verovähennysoikeus – merkitsee paljon. Ottamalla velkaa ja käyttämällä sitä tuottavasti voi oman pääoman tuottoa saada lisätyksi jopa moninkertaiseksi. Englannin kielessä velan käyttöä sanotaankin vipuvaikutukseksi, vivutukseksi (leveraging).

Suomi siirtyi yritysrahoituksessa säännöstelyajan jälkeen velkapainotteisesta ja pankkikeskeisestä järjestelmästä melko markkinakeskeiseen järjestelmään. Säännöstelyn ja inflaation aikana reaalivarallisuutta ja velkaa pidettiin mahdollisimman paljon ja varallisuuden arvonkorotuksilla ja vastaavilla osakkeiden ilmaisanneilla hoidettiin pitkälti oman pääoman vaatimukset. Markkinoiden kehityttyä ja hintakehityksen vakauduttua reaalipääoman käyttöä oleellisesti tehostettiin. Tuotantopääomaa ryhdyttiin laajasti vuokraamaan. Samalla oman pääoman ehtoisen rahoituksen merkitys korostui. Omaa pääomaa saatiin runsaasti niin Suomessa kuin yleisesti muissakin maissa sisäisen rahoituksen kautta pitkään jatkuneen hyvän kannattavuuden myötä. Suomessa kansalliset arvopaperimarkkinat eivät ole kuitenkaan kehittyneet erityisen laajoiksi.

Suomalaisten pörssiyhtiöiden osakkeista yli puolet on yleensä ollut ulkomaisessa omistuksessa. Nimenomaan suurimmat ja kansainvälisimmät yhtiöt ovat kelvanneet ulkomaisille sijoittajille, ja niissä suomalaiset omistajat ovat olleet joissakin tapauksissa vain pienenä vähemmistönä. Suomessa ei ole kansainvälisesti katsoen näkyvää osakerikkaiden ryhmää. Valtiokin on vähentänyt yritysomistuksiaan, ja ostajina ovat tyypillisesti olleet juuri ulkomaalaiset sijoittajat. Samantapainen on kehitys ollut yleisesti pienissä maissa.

Muutosten myötä on kuitenkin herätty huomaamaan tehokkaan omistuksen merkitys ja mm. ulkomaiseen omistukseen liittyvät riskit. Ulkomaiseen omistukseen liittyy yleensä voittopuolisesti etuja, uutta tietotaitoa ja markkinointia, mutta helposti myös ongelmallista vallan käyttöä ja tuotannon erityisen herkkää luisumista ulkomaille. Omistukseen liittyy vallankäytön ohella monenlaisia rahoitusrakenteeseen ja velkaantumiseen liittyviä näkökohtia. Yrityskulttuuri on erilainen eri maissa. Japanissa ja Keski-Euroopassakin yritykset koetaan vakaiksi, yrityksen eri intressiryhmiä yhdistäviksi sosiaalisiksi organisaatioiksi, kun taas anglosaksissa maissa yritykset ovat äärimmillään sijoittajien kauppatavaraa. Viime mainituissa maissa on korostetusti otettu tavoitteeksi yrityksen markkina-arvon nostaminen. Suomi lienee yrityskulttuuriltaan näiden välimaastossa.

Epäilemättä aidointa omistajan intressiä osoittaa yrittäjäomistaja tai sijoittaja, joka on kiinnostunut lähinnä yrityksen reaalituotannosta ja sen kehittämisestä pitkällä aikavälillä. Sijoittaja hakee markkinoiden edellyttämää tuottoa tätä kautta, ja voittojen ajoittu-

misella ja yrityksen rahoitusaseman vaihtelulla on vain toissijainen merkitys. Perinteinen sukuomistus on monessa suhteessa säilyttävää. Yrityksen tulosta ei pyritä optimoimaan vuosineljänneksestä toiseen vaan ehkä neljännesvuosisadasta toiseen, sukupolvien yli. Myös julkinen valta on yleensä konservatiivinen omistaja. Sen omistuksen perusteena on ensisijaisesti tuotantoon, mm. maan huoltovarmuuteen liittyviä tavoitteita. Näiden aikoinaan Suomessa hyvin keskeisten omistajaryhmien suhteellinen merkitys on vähentynyt.

Tavallisten yksityishenkilöiden suorat pörssiosakesijoitukset ovat suhteellisesti vähentyneet niin Suomessa kuin muuallakin. Silti on myös paljon aktiivisia piensijoittajia. Yksityishenkilöt hoitavat osakesijoitukset paljolti osakerahastojen välityksellä. Sijoitusrahastoilla on ensisijaisesti tuottotavoite, mutta rahastot pyrkivät tuottoihin aktiivisen sijoitustoiminnan ja yritysanalyysien avulla. Sijoitusrahastojen merkitys osakekurssien muotoutumisessa on suuri, ja rahastot ovat osaltaan luomassa aktiivisia markkinoita. Usein sijoitusrahastoilla ei ole intressiä käyttää omistajan valtaa eli pyrkiä vaikuttamaan yritysten johtoon ja yrityksen reaalitoimintaan. Ne hajauttavat pääosin sijoituksensa laajalle pieniin osiin riskien vähentämiseksi.

Ulkomaiset omistajat suomalaisissa yrityksissä ovat ilmeisesti pääosin pitkäaikaisia sijoittajia, kuten eläkerahastoja. Eläkevakuutuslaitokset ja muut vuosikymmeniksi sijoittavat laitokset ovat kiinnostuneita vakaista tuotoista, eivät yritysten toiminnasta. Eläkevakuutuslaitokset sijoittavat merkittävästi valtioiden velkaan mutta ovat myös yritysten rahoittajia. Sijoitukset painottunevat lähinnä osakeindeksejä vastaaviin sijoituksiin tai ovat vain muuten hajautettuna suuriin kansainvälisiin yrityksiin, joiden osakkeet ovat likvidejä. Epäilemättä tarvitaan myös tällaisia passiivisia, tuottoa painottavia sijoittajia, koska muuten ei oman pääoman ehtoisiin sijoituksiin löydy riittävästi rahoitusta.

Yritysjärjestelyt ovat lisääntyneet: yrityksiä ostetaan ja pilkotaan, osia myydään pois ja toisia toimintoja ostetaan tilalle. Amerikkalaistyylinen yritysten valtaus ja saneeraus levisivät vuosituhannen vaihteessa yritysrakenteiltaan vanhoilliseen Keski-Eurooppaan. Saksassa ja Ranskassa ilmiö sai poliitikoilta osin vihaisen vastaanoton. Pääomasijoittajat hakevat terveitä mutta tehottomasti hoidettuja ja usein ylilikvidejä, osakemarkkinoilla aliarvostettuja yrityksiä. Nämä sijoittajat toimivat ostoissaan pitkälti velkarahalla, ja ostettua yritystä voidaan käyttää velan vakuutena. Näihin kauppoihin liittyykin usein suuria velkajärjestelyjä. Pääomasijoittajat lisäävät yrityksen tehokkuutta ensisijaisesti kuluja karsimalla. Yrityksen johto vaihdetaan, rönsyjä ja työntekijöitä vähennetään, likviditeetti tyhjennetään ylimääräisinä osinkoina pääomasijoittajille itselleen sekä yritykseen jäänyt tehokas ydinosa myydään sen jälkeen.

Pääomasijoittajan etu taloudelle on se, että tällainen sijoittaja on uhka laiskoille pörssiyrityksille, niiden omistajille ja yritysjohtajille. Ilmeisesti tämä uhka on ollut Suomessakin yhtenä yrityssaneerausten vauhdittajana. Yritysmaailma on jatkuvaa olemassaolon taistelua. Toisaalta yrityskaappauksen uhka voi pakottaa yritykset lyhytnäköisiin ja yrityksen pitkäaikaisen kasvun kannalta vahingollisiin saneerauksiin. Vieläkin spekulatiivisempia sijoittajia lienevät monet riskirahastot ym. riskisijoittajat, jotka eivät oikeastaan rahoita mitään vaan vain koko ajan ostavat ja myyvät.

Yritykset ja osakemarkkinat tarvitsevat erilaisia sijoittajaryhmiä. Valtiot ovat uudestaan kiinnostuneet maansa strategisten toimialojen ja yhtiöiden omistuksesta. Ne ovat myös luoneet ns. venture capital tukijärjestelmiä aloittaville yrityksille, joilla ei ole vakuuksia lainoja varten. Suomessa eräänä linjanvetona on tullut esiin ulkomaille sijoitettujen eläkevarojen käyttö kotimaisiin investointeihin. Kuitenkaan perinteisellä pääomavirtojen ohjailulla ei ole vapaan rahoituksen oloissa enää säännöstelyajan veroisia mahdollisuuksia. Eläkevaroja ei pitäisi tuhlata yritysten subventointiin.

Osakeomistuksissa pyrkii toteutumaan ns. home bias, eli sijoitetaan suhteellisen lähellä sijaitseviin yhtiöihin. Suomessa ongelmana on varsinkin kotitalouksien vähäinen osakeomistus. Jos yritysten lähialueilla ja kotimaassa ei ole sijoittajia, yritykset ovat alihintaisia ja näin alttiita ulkopuolisille hyökkäyksille. Vahva paikallinen omistus on omiaan

tukemaan yritystoiminnan pysymistä kotimaassa ja kotiseudulla, vaikka se ei osakkeiden tuoton osalta olisikaan aivan edullisin ratkaisu.

Vaihtotaseen asema keskeisenä tasapainomuuttujana

Suljetun talouden tarkasteluissa ei ole ulkomaita sen enempää ulkomaankaupan kuin pääomanliikkeidenkään kannalta. Nykymaailmassa suljetun talouden tarkastelu voi tuntua tarpeettomalta, mutta se on silti tärkeä lähtökohta. Pitkällä aikavälillä jokainen maa on rahoitussuhteissa suljettu talous sikäli, ettei mikään maa voi velkaantua (hintakehitykseltään vakaassa maailmassa) loputtomasti ulkomaille tai hankkia ulkomaisia saamisia. Ennen kaikkea kuitenkin: maailmantalous kokonaisuutena on suljettu talous. Silti taloudellisen analyysin lähtökohtana on yleensä laajasti ulkomaisia taloustoimia toteuttava kansantalous. Melko pitkälläkin aikavälillä maan ulkomaisen maksutaseen eri osataseet voivat olla merkittävästi epätasapainossa.

Tärkein maksutaseen eri välitileistä on vaihtotase, vaihtotaseen ali- tai ylijäämä. Vaihtotase onkin todella keskeinen talouden muuttuja, sillä se kytkee yhteen kotimaisten hyödykemarkkinoiden, kotimaisten rahoitusmarkkinoiden ja ulkomaisten pääomanliikkeiden tasapainon tai pikemminkin epätasapainon. Vaihtotaseen saldo ilmenee lopputuloksena lukuisista kansantalouden reaali- ja rahoituspuolen arvomuuttujien identiteeteistä. Kansantalouden rahoitustasapainoa voidaan tarkastella erityisesti seuraavista näkökulmista, joissa vaihtotase on määritelty ylijäämänä:

1. Kansantulon ja kotimaisen kysynnän erotus
2. Kotimaisen säästämisen ja investointien erotus
3. Kotimaisten sektoreiden rahoitusylijäämien summa
4. Ulkomaankaupan ja palvelujen, tuotannontekijäkorvausten ja tulonsiirtojen nettosumma
5. Kotimaisten talouksien kaikkien rahoitussaamisten ja velkojen kasvun erotus
6. Maan ulkomaisten saamisten ja velkojen kasvun erotus
7. Monetaarisen ja ei-monetaarisen nettorahoituskasvun summa.

Kaikki nämä seitsemän muuttujaa ovat yhtä suuria ja sama kuin vaihtotaseen ylijäämä. Keskeisimpiä näistä muuttujista ovat maksutaseen vaihtotase, säästämisen ja investointien ero sekä maan ulkomaisen nettosaamisen kasvu.

Näistä seitsemästä yhden muuttuminen edellyttää, että talous sopeutuu niin, että ne kaikki muuttuvat saman verran. Esimerkiksi suuren investointitavaran, kuten matkustajalentokoneen tai matkustajalaivan, tuonnin yhteydessä tapahtuu periaatteessa seuraavaa. Investointitavaran tuonnin toteutuessa tavaraa ei yleensä makseta heti vaan sovitun maksuajan jälkeen (tai on maksettu jo ennakkomaksuja). Tuonnin yhteydessä vaihtotaseen vaje kasvaa (edellä kohta 4), kotimainen kysyntä kasvaa, mutta ei tulo (kohta 1), kotimainen investointi kasvaa mutta ei säästäminen (kohta 2), yritysten rahoitusalijäämä kasvaa (kohta 3), yritysten kauppavelka kasvaa mutta ei rahoitussaaminen (kohta 5), maan ulkomainen velka kasvaa mutta ei saaminen (kohta 6) ja muiden kuin rahalaitosten velka kasvaa (kohta 7).

Siinä vaiheessa, kun yritys maksaa tuontinsa, vain rahoituserät muuttuvat, mutta vaihtotase ei muutu: yrityksen talletustili supistuu ja kauppavelka poistuu, pankin talletusvelka supistuu mutta sen ulkomainen velka kasvaa, maksutaseessa kauppavelka muuttuu pankin ulkomaiseksi velaksi.

Tämä yhtä suurien ylijäämien moninaisuus osoittaa, että käytännössä talouden rahoitustasapainon tulkinta voi perustua hyvin erilaisiin tekijöihin. Vaihtotase ei ole vain viennin, tuonnin ja muiden vaihtotase-erien summa, vaan sitä on tärkeää analysoida myös erityisesti säästämisen ja investointien tasapainon ja kansantalouden rahoitussaamisten ja -velkojen näkökulmasta. Usein tärkein vaihtotaseen muutoksen liikkeelle

paneva voima voidaan tunnistaa, kuten edellä suuri tuontitapahtuma, mutta lopputuloksen taustalla voi olla myös monien voimien epämääräinen kokonaisuus. Keskeisimmät vaikuttavat tekijät tyypillisesti myös vaihtelevat ajan myötä. Varsinaiset syyt eivät ole tietenkään näissä tase-erissä, vaan talousyksiköiden käyttäytymiseen vaikuttavissa erilaissa taloudellisissa, poliittisissa, psykologisissa ym. tekijöissä.

Suurta vaihtotaseen alijäämää pidetään yleisesti pahana ongelmana. Usein se onkin, mutta ei välttämättä. Joskus vaihtotaseen vaje osoittaa suorastaan talouden vahvuutta. Jos vaje on suuri, mutta ulkomaille velkaannutaan pitkäaikaisin rahoituserin ja tuontiresurssit investoidaan tehokkaaseen tuotantopääomaan, talouden näkymät myös vaihtotaseen jatkon kannalta ovat hyvät. Jos kuitenkin ulkomaille velkaannutaan yksityistä tai julkista kulutusta paisuttaen ja ehkä vielä lyhytaikaisella pankkirahoituksella, vaihtotaseen vajaukset johtavat ennen pitkää talouden vaikeaan velkasopeutukseen. Toisaalta suuri vaihtotaseen ylijäämäkin voi kuvastaa pikemminkin maan talouden heikkoutta, jos se johtuu investointien vähäisyydestä.

Taloudellinen analyysi painottuu normaalisti reaalipuolen kehitykseen, jopa pelkkään huoltotaseen arvioimiseen. Huoltotaseessa edellä luetellut tapahtumat näkyvät vain investoinneissa ja tuonnissa. Sikäli kuin reaalipuolen analyysissä tarkastellaan myös reaalipuolen sektoritaseita, yritysten investoinnin ohella näkyy yritysten rahoitusalijäämän ja vaihtotaseen vajeen kasvu. Rahoitustarkastelut ovat usein irrallisia; ehkä on ennakoitu talletuskehitystä, jossa laivakaupan suuri maksu jää varmaan ottamatta huomioon, ja maksutase kertoo tuonnin ohella velan kasvaneen.

Harvoin kansantalouden taloustapahtumia analysoidaan niin yksityiskohtaisesti kuin edellä, eikä se ole usein tarpeenkaan. Yksittäisiä tapahtumia voi harvoin edes erottaa koko kansantalouden luvuista. Sen sijaan eri sektoreiden merkittävät käyttäytymismuutokset menevät ajoittain selvästi läpi koko reaali- ja rahoitusmuuttujajoukon. Avoimissa talouksissa kotimaista kehitystä ja rahoitusmarkkinoita on aina tarkasteltava yhteydessä maksutaseeseen. Ulkomaille maksettavalla maksulla täytyy olla maksutaseessa jokin vastaerä, jolla maksu tosiasiassa maksetaan. Yleensä jäännöserä on juuri pankkien ulkomainen asema, jonka piiriin maksuliike ja sen nettosaldo kuuluvat.

Kansantalouden velat

Kansantalouden analyysi, myös rahoitusanalyysi, painottuu normaalisti virtasuureisiin. Kuitenkin kansantaloutta olisi tärkeää tarkastella myös varantoportfolioita käyttäen. Koko taloudella on reaali- ja rahoitussaamisten sekä rahoitusvelkojen tase, samoin nämä taseet ovat talouden keskeisillä sektoreilla. Kaikkien maiden kattavia rahoitustaseita ei ole tilastoitu. Yleensä rahoitusvarat ja velat on tilastoitu ainakin vuositasolla, mutta reaalivarallisuutta koskevia tietoja ei usein ole saatu. Nykymaailmassa tilanne on mennyt entistä hankalammaksi sikäli, että varantoportfolioita pitäisi täydentää johdannaissopimusten vaikutuksilla.

Kansantalouden reaalivarallisuudesta on tehty arvioita, mutta ne ovat epävarmoja. Asuntokannan arvo on suhteellisen luotettavasti arvioitavissa, mutta tuotannollisen pääoman määrän ja arvon mittaaminen on jo aika vaikea tehtävä. Reaalivarallisuuden arvo vaihtelee hyvin paljon suhdannetilanteen mukaan. Lamavaiheissa sitä epämääräisesti tuhoutuu. Reaalipääomaa on kehittyneissä talouksissa joka tapauksessa määrä, joka vastaa usean vuoden BKT:n arvoa.

Rahoitussaamisia ja velkoja (kumpiakin) on liikkeellä määrä, joka suurusluokaltaan voi vastata jopa lähimain kymmenkertaisesti yhden vuoden BKT:tä, finanssikeskusmaissa paljon enemmänkin. Määrä riippuu hyvin paljon rahoitusmarkkinoiden rakenteesta. Yksinkertaisessa pankkikeskeisessä rahoitusjärjestelmässä rahoitusvaateiden määrä on oleellisesti tuota suhdelukua pienempi. Toisaalta järjestelmässä, jossa on paljon rahoituksen välittäjiä ja erilaisten arvopapereiden markkinoita ja joissa sama rahoi-

tus välittyy useiden vaiheiden kautta, suhdeluku on suuri. Tätä suhdelukua käytetään joskus eri maiden rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyyden mittarina.

Velka-asteet nousivat vuosituhannen vaihteen seuduilla voimakkaasti useimmissa maissa. Erityisesti kotitalouksien velkaantuneisuus kasvoi ennätykselliseksi. Velkaantuneisuuden lisäys ei tullut pelkästään asuntoluotoista ja elinkeinonharjoittajien luotoista, vaan yhä useammat kotitaloudet elävät kulutusveloissa. Yritysmaailmassa on oppisuuntia, jotka suosivat velkoja ja vähättelevät lyhytnäköisesti yritysten kalliin oman pääoman merkitystä. Lisääntyvä velkaantuneisuus pahentaa velkakriisien riskiä. Valtaosin yritykset kuitenkin pyrkivät vuosituhannen alkuvuosina parantamaan rahoitusasemaansa. Niin kotitalouksissa kuin yrityksissäkin velkojen ohella saamiset kasvoivat, mutta varat ovat tietenkin paljolti eri yksiköillä kuin velat.

Sektoreiden velkojen ja saamisten rakenteissa näkyy pääasiassa rahoitusjäämien kumuloitunut vaikutus. Eri maissa saamis- ja velkatilanne on erilainen. Suuria eroja on myös bruttoerissä. Vaikka sektoreiden nettoasema voi olla sama, toisessa maassa sektorilla on sekä saamisia että velkoja paljon enemmän. Usein näille eri maiden ja sektoreiden bruttorahoituseroille ei näy aivan ilmeisiä selityksiä. Kotitaloudet ovat monissa maissa voimakkaasti säästävä sektori, joka velkaantumisen ohella hankkii runsaasti rahoitussijoituksia. Sen varat ovat yhä paljolti talletuksissa, mutta monissa maissa rahastosijoitukset ovat myös suuret. Toinen paljon rahoitussijoituksia tekevä sektori ovat eläkevakuutuslaitokset. Kuitenkin myös yritykset ja julkinen sektori tekevät merkittävästi sijoituksia. Useissa maissa näillä on rahoitussaamisia lähes yhtä paljon tai joskus enemmänkin kuin velkoja.

Useimmissa kehittyneissä maissa sekä kotitalouksien että julkisen sektorin bruttovelka on 50–100 % BKT:stä. Eräissä maissa kotitalouksilla on velkaa jopa vuotuista BKT:tä enemmän, joissakin toisissa maissa taas julkisella sektorilla. Eri sektoreista yrityssektori on yleensä muita velkaisempi, nimenomaan, jos osakepääoma lasketaan mukaan velkoihin. Tyypillisessä kansantaloudessa jo pelkästään osakepääoman arvo vastaa suunnilleen yhden vuoden BKT:tä, joskin suhde myös heiluu useita kymmeniä prosentteja osakekurssien myötä.

Nykyisin maan ulkomaista saamis- ja velkavarantojen kokonaisasemaa kutsutaan tilastoissa ulkomaiseksi varallisuusasemaksi. Terminologia on kuitenkin häilyvää; usein puhutaan ulkomaisesta velasta, vaikka se sisältää myös oman pääoman ehtoiset erät. Useimpien maiden ulkomaiset erät ovat pääosin ulkomaanvaluutan määräisiä, joten kotimaan rahassa mitattu velka vaihtelee paljolti valuuttakurssien mukana. Euromaiden velat ovat kuitenkin lähinnä euromääräisiä.

Eri maiden ulkomainen varallisuusasema poikkeaa huomattavasti: osa maista on suuria velkojia, osa suuria velallisia. Suurten maiden saamis- ja velka-asemat ovat pääosin korkeintaan 20–40 % BKT:stä. Yhdysvalloilla on ollut suunnilleen tuon verran velkaa, Japanilla ja Saksalla saamisia. Pienillä finanssikeskusmailla ja öljyntuottajilla on huomattavasti tätä suurempiakin nettosaamisia, mutta toisaalta jotkin maat ovat velassa ulkomaille jopa vuotuisen BKT:nsä verran

Ulkomaiset pääomanliikkeet ja kansainvälinen rahoitus

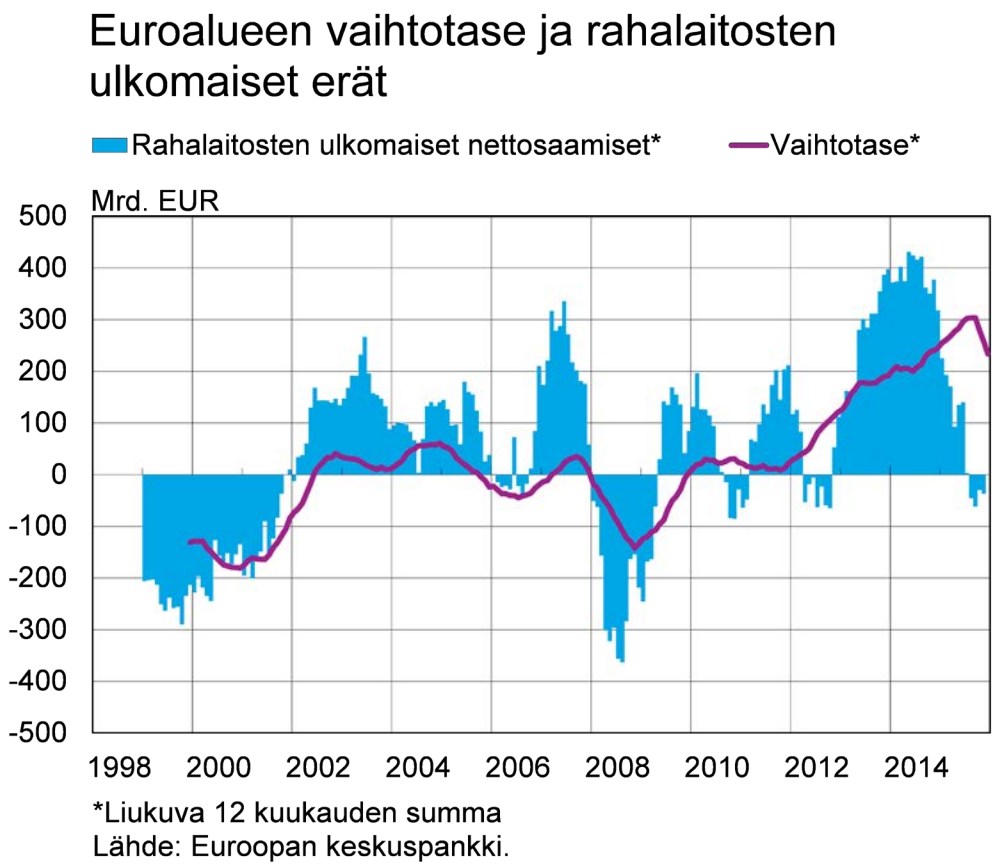
Maksutase tasapainottuu normaalisti pankkien taseissa

Maksutase on tilastolaskelma, joka kattaa maan ulkomaisten taloustoimien arvot rahoitusvirtoina. Sen ulkopuolelle jäävät johdannaissopimukset, niiden tiettyä pientä maksuvaikutusta lukuun ottamatta. Maksutase terminä on hiukan harhainen, sillä kysymys ei ole kaikilta osin aidoista maksuista. Tuontia ja vientiä ei ole kaikilta osin vielä maksettu, ja maksamaton osuus tulee pääomanliikkeisiin. Muutenkin maksutaseen laskentaperuste on suoriteperusteinen, ei maksuperusteinen.

Perustavanlaatuinen looginen tosiasia on, että maksutase on aina tasapainossa. Maksutaseeseen kirjattuja tapahtumia maasta ulkomaille ja ulkomailta maahan on aina ja kaikilla aikaväleillä yhtä paljon. Tasapaino syntyy siitä, että ulkomaiseen taloustoimeen liittyy kaksi kirjausta: yleensä itse toimi ja se rahoituserä. Käytännön maksutasetilastoissa tilastoerot ovat tosin yleensä merkittäviä.

Usein puhutaan silti epämääräisesti maksutaseen ali- tai ylijäämästä. Tällöin tosiasiassa tarkoitetaan jotakin maksutaseen alaerien ali- tai ylijäämistä, reaalitarkasteluissa usein kauppa- tai vaihtotasetta, raha-analyysissä ennen kaikkea yleistasetta tai vastaavaa eli rahalaitosten ulkomaisen nettoaseman muutosta. Osataseet voivat tietysti olla vain poikkeuksellisesti tasapainossa. Yleensä niissä on merkittävästi ali- tai ylijäämää (kuvio 26).

Kuvio 26.



Rahalaitosten ulkomaisten nettosaamisten lisäys syntyy vaihtotaseen ylijäämän ja muiden sektoreiden nettopääomantuonnin summana. Euroalueella vaihtotaseen vaihtelut ovat yleensä olleet selvästi vähäisempiä kuin pääomanliikkeiden vaihtelut. Euroajan alkuvuosina euroalueen vaihtotase oli alijäämäinen ja alueelta vietiin pääomaa, mikä painoi euron valuuttakurssia. Sitten pääomanliikkeet kääntyivät tuontivoittoisiksi, mikä yhdessä lievästi ylijäämäisen vaihtotaseen kanssa vahvisti euroa. Vuosina 2007–2008 alkaneen kriisikauden aikana pääomanliikkeet vaihtelivat samalla kun lähinnä Etelä-Euroopan kriisimaat korjasivat vaihtotaseitaan. Koko alueelle tuli Keski-Euroopan maiden aiheuttama merkittävä vaihtotaseen ylijäämä. Ylijäämä näkyi kriisin alkuvaiheessa voimakkaasti myös pankkien ulkomaisen saamisen lisäyksenä, mutta suuri osa siitä johtui myös pääomantuonnista. Pankkien ulkomaiseen erään liittyy yleensä samantapainen rahamäärän muutos.

Maksutaseeseen kuuluvat arvosuureina seuraavat reaalipuolen taseet, joilla on virtamuuttujina suora yhteys kansantalouden tilinpitoon. Ensinnäkin on tavaroiden viennistä ja tuonnista syntyvä kauppatase. Toiseksi se muodostaa yhdessä palveluiden viennin ja tuonnin kanssa tavaroiden ja palveluiden taseen, joka on toisaalta osa kansantalouden huoltotaseesta. Tästä päästään vaihtotaseeseen lisäämällä edelleen (vanhoin käsittein) tuotannontekijäkorvausten tase ja tulonsiirtojen tase.

Nykyisin tuotannontekijäkorvauksia kutsutaan ensituloksi ja tulonsiirtoja tulojen uudelleenjaoksi. Tuotannontekijäkorvaukset ovat pääosin pääomille maksettuja korkoja ja osinkoja, osin myös ulkomailta tai ulkomaille hankittuja palkkatuloja. Tulonsiirtoihin kuuluvat lähinnä kehitysapu, EU-maksut ja yksityiset tulonsiirrot. Viime mainitut ovat monissa kehitysmaissa ja joissakin Euroopankin maissa suhteellisen suuria, kun ulkomaille muuttaneet työntekijät lähettävät avustuksia kotiväelleen.

Omana, yleensä pienenä eränä vaihtotaseen ja rahoitustaseen (pääomanliikkeiden) välissä esitetään pääomansiirrot. Ne eivät ole selkeästi edellä mainittuja virtamuuttujia mutta eivät myöskään pääomanliikkeiden muotoista saamista tai velkoja luovaa rahoitusta. Pääomansiirtoja ovat tyypillisesti investointiavustukset ja anteeksi annetut lainat sekä luottotappiot. Pääomansiirroilla on joillekin maille, myös EU:ssa, suuri merkitys. Jos tarkastellaan esimerkiksi maan velkaantumisvauhtia, normaalia vaihtotaselukua tulee korjata pääomansiirroilla, koska pääomansiirrot keventävät velkaantumista sikäli, ettei niitä tarvitse maksaa takaisin. Nykyisin pääomansiirtoja kutsutaan maksutasetilastoissa pääomataseeksi, kun taas vanhojen käsitteiden mukaan tämä tarkoitti pääomanliikkeiden kokonaisuutta, joka taas on nykyisin (hämäävästi) rahoitustase.

Muilta osin vaihtotaseen saldoa vastaa periaatteessa yhtä suuri maan velkaantumisen muutos. Jos maan tuonti on suurempi kuin vienti, merkitsee alijäämä sitä, että tuontia on maksamatta enemmän kuin viennistä on saatu tuloja, joten jossakin muodossa, vaikkapa kauppaluottona, maalle on syntynyt ulkomaista velkaa.

Vaihtotaseen vastaerässä, rahoitustaseessa, esitetään maan ulkomaiset pääomanliikkeet. Ulkomaiset pääomanliikkeet jaettiin aikoinaan pitkäaikaiseen pääomaan, lyhytaikaiseen pääomaan ja valuuttavarannon muutokseen. Markkinoiden kehitys on häivyttänyt jaon vaateen pituuden mukaan, ja sittemmin ulkomainen rahoitustase on jaettu suoriin sijoituksiin, arvopaperisijoituksiin, muihin sijoituksiin, johdannaisiin ja valuuttavarantoon. Suorat sijoitukset sisältävät oman pääoman ehtoisen rahoituksen lisäksi merkittävänä eränä myös eri maissa toimivien yritysten sisäiset lainat. Näillä on aitoakin käyttöä, mutta niitä käytetään myös kansainväliseen tuloksen manipulointiin ja veronkiertoon asettamalla niille jossakin määrin mielivaltaisia yrityksen sisäisiä korkoja.

Johdannaiset ovat maksutaseessa yhä hyvin pieni erä. Erään ei sisälly johdannaissopimusten bruttoarvoja, jotka olisivat monissa maissa erittäin suuria. Erässä ovat vain periaatteessa sopimusten mukaan maksettaviksi tulevat nettoerät virtamuuttujana. Tässä ilmenee johdannaismarkkinoiden oleellinen peruspiirre: vaikka markkinat ovat sopimusten bruttomääriltään tavattoman laajat, sopimuksista seuraavat nettomaksut jäävät vähäisiksi, ehkä vain muutamaan prosenttiin tai prosentin murto-osiin bruttoeristä.

Termi yleistase jättää jäännöseräksi maksutaseesta keskuspankin valuuttavarannon muutoksen. Aikaisemmin yleistase kattoi myös pankkien ulkomaisten erien muutoksen, ja sellaisena se oli hyödyllinen, sillä se kertoi maksutaseen vaikutuksen laajasti rahamarkkinoihin, rahamäärään. Tällä erällä oli, ja vastaavalla erällä on vieläkin, rahan tarjonta-analyysin kannalta keskeinen asema. Se kertoo sen osan rahoituksesta, jonka talouden muut sektorit kuin rahalaitokset (talletuspankit ja keskuspankki) ovat siirtäneet valuuttarajan yli. Vastaerä on rahalaitosten ulkomaisten erien nettomuutos.

Maksutase tasapainottuukin juuri pankkien maksuliikkeen myötä. Kun maksutaseessa toteutuu yritysten tai muiden sektoreiden kuin rahalaitosten liiketoimi – koskipa se tavaroita, palveluita, tuotannontekijäkorvauksia tai rahoitusvaateita – sen vastaerä on yleensä rahalaitosten ulkomaissa erissä. Eli kun amerikkalainen ostaja maksaa euroalueelle ostoksensa, amerikkalaisen ostajan talletus Yhdysvalloissa supistuu ja euroalueen myyjän talletus euroalueella kasvaa, ja samalla euroalueen pankkisektorille syntyy saaminen Yhdysvaltain pankkisektorilta. Tämä syntyy automaattisesti maksuliikkeen tuloksena. Joillekin pankeille jää aina kansainvälisen maksuliikkeen jäännöspositio, joka ei ehkä hetkellisesti vastaa pankkien toiveita. Kelluvakaan valuuttakurssi ei tähän reagoi, ellei tällainen maksujen jäännöserä pyri muodostumaan hyvin suureksi.

Rahalaitosten ulkomaisella nettoasemalla on tärkeä merkitys raha-analyysissä. Pääomanliikkeet, pankkien ulkomainen nettoasema, rahamäärä ja luotot sekä vielä valuuttakurssikin korreloivat usein, eli ne liikkuvat osana samaa käyttäytymistä. Jos kyseessä on kiinteän valuuttakurssin järjestelmä ja suuri maksu ulkomaille, keskuspankki todennäköisesti joutuu tekemään valuuttaintervention eli myymään tuojayrityksen tarvitseman valuutan varannostaan. Tällöin pankkien velka keskuspankille kasvaisi eikä pankkien oma ulkomainen velka. Rahamäärän tai luottojen muutos jäisi ennalleen; siihen ei interventio vaikuta tässä tilanteessa.

Yleisesti pätee esimerkiksi toteamus (sikäli kuin näin tapahtuu): koska yritysten pääomantuonti oli suurempi kuin vaihtotaseen vajaus, kotimaiset rahamarkkinat kevenivät. Voidaan ajatella niin, että vaihtotaseen vajaus vie ulkomaille kotimaista rahaa, kun taas pääomantuonti kasvattaa rahamäärää, kun se vaihdetaan kotimaanrahaksi. Nettomääräisesti tuo tilanne lisää rahamäärää. Näin myös taseteknisesti periaatteessa käy. Käytännössä tosin muut taloustoimet, mm. valtion rahoitustoimet, voivat sekoittaa tuota kuvaa. Pankeissakaan markkinoille syntyvä lisärahoitus ei välttämättä näy talletusten kasvuna, vaan se voi mennä myös luottojen kuoletuksiin.

Joka tapauksessa kansantalouden likviditeettianalyysissä on aina tarkasteltava myös maksutase-erien vaikutus. Vaihtotaseen ylijäämä sellaisenaan keventää rahoitustilannetta, alijäämä kiristää. Pääomantuonti (muiden kuin rahalaitosten) keventää rahamarkkinoita ja lisää periaatteessa rahamäärää, pääomanvienti vaikuttaa päinvastoin.

Maksutaseen erät tilastoidaan yhdessä valuutassa niiden valuuttaehdosta riippumatta. Maksutasetta analysoitaessa on syytä unohtaa (ainakin aluksi) vaateen valuuttaehto. Valuuttaehdolla ei ole välttämättä kytkentää rahoitusvaateiden kehitykseen. Rahoitusvirrat toimivat omien identiteettiensä mukaisesti, ja tästä poiketen valuuttaehdot muodostavat oman erillisen identiteettijärjestelmänsä, josta enemmän tuonnempana.

Ulkomaisten erien osuus maiden rahoituksessa on kasvanut nopeasti. Vielä 1980-luvulla ulkomaisten saamisten ja velkojen (molempien) suuruus oli eri maissa yleisesti suunnilleen sama kuin vuositason BKT, mutta se on kasvanut tähän nähden kaksin- tai kolminkertaiseksi. Suomessa osuus on ollut selvästi keskimääräistä pienempi. Ulkomaisen nettovelan ongelmarajana pidettiin 1970-luvulla vielä 20:tä prosenttia BKT:stä, kun nykyisin yhden vuoden vajaus – eli nettovelan lisäys – voi kasvaa pienissä maissa lähelle tätä. Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden laajeneminen on lisännyt tavattomasti rahoitusmahdollisuuksia mutta myös kansainvälisten rahoituskriisien mahdollisuutta.

Maksutaseen erityispiirteitä, ulkomainen velka

Maksutaseen tilastointi on käynyt vaikeaksi rahoituslaitosten, yritysten ja markkinoiden kansainvälistyttyä. Käsitteitä, instituutioita, instrumentteja ym. koskevat ongelmat ovat suuret. Ilmiöiden kohdentaminen maakohtaisesti käy entistä hankalammaksi. Veroedut saavat yritykset jakamaan toimintojaan analyyttisesti katsoen harhaanjohtavalla tavalla, vaikka viranomaiset pyrkivät tätä estämään. Siirtohinnoittelulla – eli yli- tai alihinnoittelemalla hyödykkeiden siirtoja yrityksen eri maissa sijaitsevien yksiköiden välillä – siirrellään voittoja maasta toiseen, mikä samalla sekoittaa ulkomaankaupan hintatilastoja. Pääomakorvausten tase voi olla joissakin maissa tästä syystä outo. Suorissa sijoituksissa on osakemuotoisen rahoituksen lisäksi runsaasti yrityksen sisäisiä lainoja. Näiden tulkinta velaksi tai omaksi pääomaksi on näkökulmakysymys. Monissa maissa toteutuu laajoja tilastoimatta jääviä, luvattomia, jopa rikolliseen toimintaan liittyviä pääomanliikkeitä.

Tämäntapaisiin maksutasetilastoinnin moninaisiin ongelmiin ei ole aihetta tässä yhteydessä paneutua. Ongelmia ei ole toisaalta syytä liioitella. Pääpiirteissään tilastot kuvaavat sen, mitä niiden on tarkoituskin kuvata. Seuraavassa otetaan kuitenkin esiin joitakin maksutasetta koskevia, talousanalyysin kannalta huomiota kaipaavia seikkoja.

☼

Pankkitilastojen ongelmiin kuuluu kansainvälisten pankkien koti- ja ulkomaisen toiminnan erottaminen. Kun pankkitoiminta hoidetaan tietokoneilla maiden rajoista riippumatta, on usein sopimusasia, miten esimerkiksi talletukset ja luotot kirjataan. Maassa toimiva erillinen tytärpankki ei ole tilastoinnille ongelma, koska se rinnastuu kotimaisiin pankkeihin. Mutta jos pankki toimii sivukonttoreita käyttäen ulkomailta käsin, on ollut epäselvää, ovatko sivukonttoreihin tehdyt talletukset kotimaisia vai ulkomaisia. Koska Suomen ohella monissa maissa ulkomaisilla pankeilla on jopa enemmistöasema, maan rahoitustilastot vääristyisivät pahasti, jos ulkomaisten pankkien sivukonttoreiden erät kirjattaisiin maksutaseeseen ulkomaisiksi veloiksi ja saamisiksi eikä kotimaisiin pankkitilastoihin.

☼

Oman pääoman ehtoisten erien tuottojen kirjaamiseen maksutaseeseen ja kansantalouden tilinpitoon liittyy käytäntöjä, jotka hämmentävät tilastolukujen tulkintaa. Tärkeä on erityisesti suorien sijoitusten tuottojen ja portfoliosijoituksissa olevien osakkeiden tuottojen erilainen tulkinta ja vastaava kirjauskäytäntö. Suoran sijoituksen ja portfoliosijoituksen välinen raja on maksutasetilastoinnissa sopimuksenvarainen. Sijoitus on suora sijoitus, jos yksi sijoittaja hankkii yli 10 prosentin osuuden yrityksestä ja käyttää sitä vastaavaa omistajan valtaa. Tätä pienemmät sijoitukset ovat portfoliosijoituksia.

Sekä suorien sijoitusten että portfoliosijoitusten tapauksessa jaetut osingot kirjataan maksutasetilastoissa maksetuiksi omistajilleen. Kuitenkin suoran sijoituksen tapauksessa sekin tuotto, joka jätetään jakamatta, tulkitaan ikään kuin jaetuksi osingoksi. Toisin sanoen ulkomailla saatu tuotto arvioidaan ja katsotaan sijoittajan ja tämän kotimaan saamaksi tuloksi. Tämä tulo sisällytetään sijoittajan kotimaan kansantuloon, säästöön, vaihtotaseen ylijäämään. Maksutaseessa sen vastaeräksi kirjataan uusi sijoitus suoriin sijoituksiin.

Portfoliosijoitusten jakamattomia tuottoja ei jaeta kaiketi tiedonsaannin vaikeuksien vuoksi, vaan ne jäävät sijoituksen kohdemaan kansantuloon, säästöön, vaihtotaseen ylijäämään ja ulkomaisiin sijoituksiin. Ongelmana on, että näin syntyy ulkomaista piiloomistusta. Varsinkin vuosituhannen vaihteen tienoilla Suomen kansantulo, säästö ja vaihtotaseen ylijäämä kirjautuivat Nokian jakamattomien voittojen vuoksi tavallaan liian suuriksi. Omistus näkyi kuitenkin ulkomaisessa varallisuusasemassa (Suomen tapauk-

sessa velassa), koska sen voi katsoa sisältyneen Nokian osakkeiden arvoon. Virtatarkastelun virhe siis korjautuu varannossa.

☼

Oman pääoman ehtoiset erät heiluvat osakekurssien mukana. Suomen erikoisuus oli Nokian suuruuden aikana sen osakepääoma. Tämä maailmanluokan yritys oli arvoltaan suurimmillaan reilusti yli Suomen vuotuisen BKT:n arvon. Nokian osakkeiden huikea markkina-arvo näkyi vuosituhannen vaihteessa Suomen ulkomaisen varallisuusaseman pari kertaa BKT:n suuruisena negatiivisena määränä. Yrityksen velka ja saaminen tilastoidaan yrityksen kotimaan mukaisesti, vaikka, kuten Nokian osalta, yrityksen toiminta keskittyi aivan valtaosin ulkomaille. Nämä ilmiöt heijastivat vain maksutaseen tilastoinnin ongelmia, eivät suomalaisten velkaongelmaa. Nokia keräsi tuloksensa 99-prosenttisesti ulkomailta, ja ulkomaalaiset maksoivat pohjimmiltaan myös Nokian osingot.

Joskus on herätetty kysymys, miten Suomen ulkomaiselle nettoasemalle käy, jos suuri kotimainen yritys muuttaa juridisen (pääkonttorin) sijaintinsa ulkomaille ilman, että tuotantotoiminta ym. muuttuu. Suuria yritysten kotipaikan vaihtoja tapahtuu silloin tällöin. Muutot eivät periaatteessa juuri vaikuta maan nettoasemaan, mutta yksittäisten maksutasesarjojen muutokset ovat suuria. Esimerkiksi yrityksen ulkomaisten omistajien osakesijoitukset Suomeen häviävät ja vastaavasti maksutaseeseen tulevat suomalaisten omistajien sijoitukset tähän nyt ulkomaiseen yritykseen. Käytännön tilastointi voi aiheuttaa eroa nettoasemaankin. Suuren yrityksen poistuminen Suomen tilinpidosta aiheuttaisi ehkä tasopudotuksen Suomen BKT:hen, kansantuloon, säästämiseen ja vaihtotaseen ylijäämään jakamattomien voittojen vaikutuksen vuoksi. Suomen ulkomainen varallisuusasema ehkä varantomielessä paranisi, vaikka periaatteessa muutos ei toteudu.

☼

Ulkomainen velka kumuloituu periaatteessa vaihtotaseen vajauksista. Käytännössä arvonmuutokset hämärtävät tätä yhteyttä. Pienissä heikon valuutan maissa velka on lähes kokonaan vieraiden valuuttojen määräistä, joten velan määrä kotimaanvaluutassa riippuu valuuttakurssista. Inflaatio (velkavaluuttamaan inflaatio) vie hiljalleen velan samoin kuin saamisenkin arvoa. Markkinakorkojen kehitys muuttaa kiinteäkorkoisten arvopapereiden arvoa.

Yhdysvaltain maksutaseen tapauksessa on laajasti ihmetelty sitä, että vaikka Yhdysvallat on ollut selvästi nettovelassa ulkomaille, sen ulkomailta saamat pääomankorvaukset ovat olleet suuremmat kuin maksut ulkomaille. Yhdysvaltain nettovelka on tuottanut tuloa Yhdysvalloille! Kattavaa selitystä ilmiöön ei ole, mutta osin tilanne johtuu niistä eduista, joita reservivaluuttamaan asema tuo. Ristiriita on saanut huomion kiinnittymään tilastoinnin epävarmuuksiin.

Pääomakorvausten nettoerät korreloivat yleensäkin heikosti ulkomaisen nettovarantoaseman kanssa. Vahvojen talouksien (Yhdysvallat, Sveitsi, UK) tuottosuhde on keskimääristä parempi ja heikkojen talouksien tuottosuhde on huono mm. suurten riskilisien vuoksi. Monet ulkomaiset sijoitukset tuottavat heikosti, mm. yleensä valuuttavaranto. Monissa tapauksissa nettovelkojan asemassa oleva maa maksaa nettona pääomakorvauksia ulkomaille. Eri rahoitusvaateiden tuotot eroavat mm. taitotietojen, turvallisuuden ja likviditeetin mukaan. On selvää, että juuri Yhdysvallat on vahva näissä asioissa.

Pääomakorvausten nettotuotoilla mitattuna maailmantalouden tasapaino-ongelma muuttuukin oleellisesti. Yhdysvallat ei ole luonteeltaan velallismaa vaan nimenomaan muu maailma kuin Yhdysvallat, Japani ja EU:kin. Tämä häivyttäisi osin sitä ihmettelyä, joka koskee pääoman virtausta kehittyvistä talouksista Yhdysvaltoihin. Epäilemättä nettopääomamenoilla on nettovelka-aseman ohella oleellinen merkitys arvioitaessa maan

rahoitusaseman kestävyyttä. Ei velka ole erityinen ongelma, jos siitä ei tarvitse maksaa korkoa ja mahdollinen kuoletus voidaan aina uusia.

☼

Ajoittain tiedotusvälineissä ja akateemisessa maailmassa setelistön merkitystä, mm. sen liikkeiden valuuttakurssivaikutuksia, liioitellaan. Nimenomaan suhteessa ulkomaisiin pääomanliikkeisiin ja valuuttamarkkinoiden volyymeihin setelistöllä ja sen ulkomaisilla liikkeillä on todella vähäinen merkitys. Periaatteessa seteli on tietenkin yksi valuuttainstrumentti, jolla on kurssivaikutus.

Jos jossakin siirrytään laajasti dollariseteleistä euroseteleiden käyttöön, tuon alueen pankkeihin tulee dollariseteleitä ja niistä nostetaan euroseteleitä. Pankki lähettää dollarit Yhdysvaltain keskuspankille ja saa dollaritalletuksen. Vastaavasti pankki joutuu hankkimaan eurosetelit eurojärjestelmältä. Ostaakseen eurosetelit pankin on hankittava valuuttamarkkinoilta europositio myymällä tuo saamansa dollaripositio. Näin maailman valuuttamarkkinoilla euro vahvistuu ja dollari heikkenee. Kurssivaikutus on kuitenkin olematon; setelien vaihto on prosentin murto-osa maailman valuuttamarkkinoiden vaihdosta. Tosin nettoerissä sen merkitys on jonkin verran suurempi.

Maahan tulee aina sama määrä rahoitusta kuin sieltä lähtee

Maksutase on aina tasapainossa. Maasta lähtee ulos aina nettomääräisesti vain täsmälleen vaihtotaseen ylijäämän verran pääomaa, ei mitään muuta. Samoin maahan tulee nettomääräisesti täsmälleen vaihtotaseen alijäämän verran rahoitusta. Tämän ohella on kuitenkin erityisen merkittävää, että lyhyellä aikavälillä ei edes pääomanliikkeissä liiku nettomääräisesti rahaa. Koska lyhyessä spekulaatiotilanteessa vaihtotase ei käytännössä juuri muutu, ei myöskään pääomanliikkeiden nettoerä muutu. Jokaisella maksutaseen tapahtumalla on vastaerä. Kaikella myydyllä ulkomaisella rahoituksella on oltava ja on ostaja.

Valuuttaspekulaatioiden piinatessa jotakin maata tiedotusvälineet uutisoivat usein siihen tapaan, että rahoitus pakenee maasta tai pääomapako romahdutti maan valuuttakurssin, tai jossakin toisessa yhteydessä: sijoittajat vetävät varansa Yhdysvalloista. Tällainen on kyllä havainnollinen kielikuva mutta tarkkaan ottaen virheellinen. Hyvin lyhyellä aikavälillä maasta ei lähde nettomääräisesti ulkomaille yhtään rahoitusta, olipa spekulaatio kuinka kova tahansa. Kaikki sijoittajat eivät voi vetää yhtä aikaa varojaan Yhdysvalloista, eivät ylipäätään yhtään dollaria. Virheellinen ajattelu tulee siitä, että yleistetään se mikrotason ilmiö, että yksittäinen talousyksikkö voi viedä pääomaa ulkomaille milloin tahansa, myös spekulaatiossa, jos säännöstelyä ei ole. Virheellinen ajattelu liittynee myös kiinteän valuuttakurssin maailmaan, jossa yksityinen sektori voi viedä nettomääräisesti pääomaa, mutta keskuspankki tai valtio joutuu sen rahoittamaan. Koko talouden pääomanliikkeiden nettosumma on tässäkin nolla.

Ulkomainen spekulantti voi myydä amerikkalaisen dollarivaateensa, vaikka obligaation, naapurilleen, mutta tämä ei muuta Yhdysvaltain nettoasemaa. Jos spekulantti myy obligaationsa Yhdysvaltoihin, hän saa vastineeksi talletuksen Yhdysvalloista, eikä nettoasema nytkään muutu, vaikka velan rakenne muuttuu. Jos spekulantti siirtää tämän dollaritalletuksen eurooppalaiseen pankkiin, hän myy talletuksensa eurooppalaiselle pankille talletukseksi Yhdysvaltoihin. Ulkomaalaiset eivät todellakaan pääse Yhdysvaltain velkapapereista kokonaisuutena pelkillä finanssioperaatioilla eroon. Eroon sijoituksista pääsee vain, jos ostaa amerikkalaisen hyödykkeen, vaihtotaseeseen kuuluvan erän. Tällöin Yhdysvaltain vaihtotase paranee ja maan nettovelka eli ulkomaalaisten nettosijoitus pienenee.

Spekulanttien dollarivaateiden myyntiä (eli Yhdysvaltain velkaerän supistumista, pääomaerän vientiä) vastaa toisten sijoittajien pääoman tuonti eli dollarivaateiden osto.

Rahoituksen viennille on löydyttävä spekulaatiossakin aina vastaava rahoituksen tuonti. Tämä hoituu eri valuuttakurssijärjestelmissä eri tavoin. Kelluva kurssi, eli valuuttojen välinen hinta, sopeutuu spekulaatiossa niin, että markkinat tasapainottuvat. Valuutan on myyntipaineessa nopeasti heikettävä, jopa usein yliampuen, kuten maksutaseteorioissa esitetäänkin. Valuutta heikkenee niin paljon, että sille löytyy hiljalleen lisääntyvästi ostajia. Ostajat näkevät jo mahdollisuuden valuuttakurssin vahvistumiseen. Spekulanttilauman häntäpään juoksijat jäävät kurssin yliampuessa pelin maksumiehiksi.

Kiinteän kurssin oloissa puolestaan julkinen valta, ensi vaiheessa keskuspankki, joutuu valuuttavarantoaan myymällä kattamaan yksityisen sektorin nettoviennin, ja jos tämä ei riitä, valtio lainaa ulkomailta. Tässä tapauksessa interventioiden määrä sopeutuu, ei valuutan hinta. Jos valuuttakurssi ei pidä, se sopeutuu ja keskuspankki kärsii kurssitappiona spekulanttien voitot.

Vaikka maksutaseidentiteetti määrää, että maahan tulee kaikilla aikaväleillä aina täsmälleen sama määrä rahoitusta kuin sieltä lähtee, maksutaseen rahoitus ei ole aina ongelmatonta. Maa voi joutua maksukyvyttömäksi, jolloin se ei enää saa ulkomaista lainarahoitusta. Maksutaselaskelman tasapaino toteutuu nytkin; maa ei voi tässä tilanteessa ostaa ulkomailta mitään. Ja vaikka velat jäävät maksamatta, identiteetti toteutuu, sillä maksamatta jäävät velat kirjataan pääomansiirtoihin velkojamaalta velallismaalle.

Spekulaatiossakin rahalaitosten erillä on keskeinen merkitys, ja pankit voivat olla vaikeuksissa. Jos keskuspankki ei tee valuuttainterventioita, pankeille koko ryhmänä ei synny tarvetta lainata keskuspankista, mutta yksittäisille pankeille lainaustarvetta tulee. Tällöin toisille pankeille kertyy keskuspankkiin saamisia. Pahimmillaan pääomapako joudutaan kriisimaissa patoamaan ulkomaisten pääomanliikkeiden ja valuutanvaihdon säännöstelyllä. Periaatteessa voidaan säädellä sekä rahoituksen määrää että hintaa. Länsimaisissa talouksissa säännöstely on monista syistä suljettu vaihtoehtona pois, mutta siihen on pakko mennä, jos valuutat yksinkertaisesti loppuvat.

Tarkkaan ottaen ei siis pääomapako – koska sitä ei nettomääräisesti tapahdu – romahduta valuuttakurssia, eikä rahoitus pakene spekulaatiossa maasta, ei varsinkaan Yhdysvalloista. Sanonta on sikälikin epätarkka, ettei paine valuuttakurssiin useinkaan tule voittopuolisesti pääomanliikkeistä vaan valuuttakaupoista, mm. johdannaismarkkinoilta. Täsmällisemmin voisi muotoilla valuuttaan kohdistuneen epäluottamuksen tai myyntipaineen tai ehkä pääomanvientipaineen romahduttaneen valuuttakurssin. Korostuneita kielikuvia voi tietenkin joskus käyttää, kun tietää, mitä puhuu. Puhutaanhan yleisesti auringon noususta ja laskusta vielä 500 vuotta Kopernikuksen jälkeen.

Siitäkin voisi filosofoida, onko käsite pääomanliike myös pelkkä kielikuva. Itse asiassahan mitään konkreettista pääomaa ei liiku maiden välillä, ellei nyt turistien taskuissa kulkevia seteleitä pidetä pääomana. Oikeastaan pääomanliikkeiden yhteydessä vain joihinkin rahoitusvaateisiin liittyvät omistusoikeudet siirtyvät maasta toiseen. Esimerkiksi talletuksen omistus vaihtuu kotimaiselta talousyksiköltä ulkomaiselle talousyksikölle. Käytännössä on silti varmaan selkeämpi ajatella, että siinä ikään kuin jokin näkyvä rahoitus liikkuu maiden välillä.

Valuuttakauppojen suhde ulkomaisiin pääomanliikkeisiin

Valuuttamarkkinoiden toiminta ja valuuttaehdot ovat enimmäkseen aivan eri asia kuin ulkomaiset pääomanliikkeet. Kysymys on kahdesta eri ulottuvuudesta, vaikka usein muuttujien kehitys on myös samansuuntaista. Ulkomaiset pääomanliikkeet muodostavat oman identiteettijärjestelmänsä ja valuuttapositiot omansa, ja kumpikin käyttäytyy omalla tavallaan. Näiden käsitteiden heikko hallinta aiheuttaa ajatusvirheitä ja hämmennystä. Se ei ole ihme, sillä asiantuntijoillekin asioiden erittely voi olla joissakin tilanteissa hankalaa.

Pääomanliikkeet ja valuuttakaupat samaistuvat vain hyvin yksinkertaisessa järjestelmässä, käytännössä lähinnä pienen, voimakkaasti säännöstellyn maan tapauksessa.

Sen raha ei ole kansainvälinen valuutta, joten maan ulkomaankaupan maksut ja pääomanliikkeet ovat kaikki ulkomaanrahan määräisiä. Jos maa lisäksi kieltää valuuttakaupan muuten kuin tällaisiin kaupallisiin tarkoituksiin, pääomanliikkeet ja valuuttaehdot ovat lähellä toisiaan.

Näin ei tapahdu kehittyneissä talouksissa. Maan ulkomaiset maksut ja pääomanliikkeet voivat olla minkä tahansa valuutan määräisiä. Suurimmissa maissa pääomanliikkeet ovat laajasti oman rahan määräisiä, Yhdysvalloissa melkein kokonaan, kun taas pienissä maissa tapahtumat ovat valtaosin vieraan valuutan määräisiä. Ulkomaiseen pääomanliikkeeseen voi siten liittyä valuuttakauppa tai olla liittymättä. Tilannetta hämmentää vielä se, että maksutase-erän hinnoitteluvalutta, laskutusvaluutta ja maksuvaluutta voivat olla eri valuuttoja. Monissa maissa (ei enää Suomessa) maksutasetta tilastoidaan myös joko laskutus- tai maksuvaluutan mukaan.

Valuuttakaupoista vain murto-osa liittyy kaupallisiin maksuihin. Vapaiden markkinoiden valuutanvaihdosta yli 95 % on näistä riippumattomia. Valuutanvaihtoihin voi liittyä rahoitusvaateiden muutos jossakin finanssikeskuksessa, tai valuutanvaihto voi olla johdannaiskauppa eli swap, termiini, futuuri tai optio. Johdannaiskauppojen nimellinen volyymi onkin monin verroin suurempi kuin rahoitusvaateiden kaupankäynti. Yksipuolisella johdannaiskaupalla on periaatteessa sama vaikutus valuuttakurssiin kuin rahoitusvaateeseen liittyvällä avistakaupalla. Johdannaiskauppa koskee valuuttakurssin suojausta tai on avointa positiota lisäävää spekulatiivista kauppaa.

Valuuttakurssin muutos voi siis liittyä tai olla liittymättä valuuttakauppoihin, samoin ulkomaisiin pääomanliikkeisiin. Valuuttakurssi on kahden valuutan välinen hinta, ja niin tässä kuin muillakin markkinoilla hinta voi muuttua täysin kauppojen määrästä riippumatta ja myös ilman kauppoja. Nopeaan hinnanmuutokseen voi tietysti välillä liittyä myös suuri kauppojen määrä. Valuutan hinta riippuu, kuten minkä tahansa muunkin hyödykkeen hinta, kysynnästä ja tarjonnasta. Taustalla on lähinnä kaksi ilmiötä: kaupalliset transaktiot ja odotukset.

Valuuttaa vaihdetaan pohjimmiltaan kaupallisten tarpeiden mukaan. Valuutan kaupalliseen kysyntään ja tarjontaan tulee käytännössä vaihtelua, joka saattaa näkyä epävakautena hinnassa. Tämä tuo jo hintaspekulaatiota markkinoille. Jos valuutan hinta näyttää painuvan poikkeuksellisen alas, spekulantti ostaa sitä – ja päinvastoin. Käytännössä valuuttakurssit liikkuvatkin ensisijaisesti odotusten ohjaamina. Vaikka valuuttakurssia ei voi ennustaa, sitä ennustetaan, ja kurssi on näiden ennusteiden painotettu keskiarvo. Usein valuuttakurssi muuttuu dramaattisen jonkin uutisen vaikutuksesta hetkessä useita prosentteja ja ilmeisesti ilman mainittavaa valuuttakaupan volyymia.

Valuuttakauppojen kytkeminen ajatuksellisesti pääomanliikkeisiin on hankalaa, koska valuuttatoimet voivat olla hyvin erimuotoisia. Valuutta-aseman muutokseen liittyy periaatteessa aina valuuttakurssivaikutus, mutta ei välttämättä likviditeetin muutosta. Jos muutos perustuu avistakauppaan, likviditeetti muuttuu jossakin siitä riippuen, kuka position ottaa. Yleisön eri valuuttojen määräiset talletukset voivat myös muuttua.

Kun maksutaseessa toteutuu yrityksen kauppatapahtuma – koskipa se tavaroita, palveluita, tuotannontekijäkorvauksia tai rahoitusvaateita – sen vastaerä on viime kädessä rahalaitosten ulkomaisissa erissä. Eli kun amerikkalainen ostaja maksaa euroalueelle ostoksensa, ostajan talletus Yhdysvalloissa supistuu ja myyjän talletus euroalueella kasvaa. Samalla euroalueen pankkisektorille syntyy saaminen Yhdysvaltain pankeilta. Ei ole paljon merkitystä, toteutetaanko tämän kaupan maksut dollareissa vai euroissa. Jos amerikkalainen maksaa dollareissa, myyjä saa dollaritalletuksen. Jos amerikkalainen maksaa euroissa, hän joutuu ostamaan ne dollareilla pankiltaan, jolloin dollari periaatteessa heikkenee. Amerikkalainen pankki ostaa eurot eurooppalaiselta pankilta. Siten joko eurooppalainen sijoittaja tai pankki saa dollarimääräisen sijoituksen, ja voi joko pitää tämän dollariposition tai suojata sen tai vaihtaa euroiksi. Jos sijoittaja tai pankki vaihtaa sen euroiksi tai suojaa sen johdannaisilla euromääräiseksi, dollari heikkenee myös tässä tapauksessa.

Markkinoiden ammattilaiset käsittelevät valuuttapositioitaan kokonaisuutena ja irrallaan maksutapahtumista. Rahoitusproblematiikka on eri asia kuin valuuttapositiota koskeva problematiikka. Varsinkin pienen maan keskuspankille rahoitusvirtojen ja valuuttapositioiden erillinen seuranta on monessa suhteessa välttämätöntä. Valuuttakurssiin kohdistuva spekulatiivinen paine ei useinkaan johdu pääomanliikkeistä vaan voittopuolisesti johdannaismarkkinoiden valuuttakaupoista. Näin oli Suomessakin melkein aina 1980–1990-luvulla. Spekulaatiotilanteessa johdannaissopimusten teko on paljon nopeampaa ja helpompaa kuin yleisesti rahoituseriin puuttuminen.

Kansainvälinen rahoitustasapaino ja rahoitusmarkkinat

Kansainväliset rahoitusmarkkinat ovat kasvaneet tavattomasti viime vuosikymmeninä. Vielä 1950-luvulla kansainvälinen rahoitus oli pääosin valtioiden ja niiden omistamien rahoituslaitosten, kuten YK:n yhteyteen perustetun Maailmanpankin hoitamaa luototusta. Koska ulkomaista rahoitusta ei ollut paljon saatavissa ja ulkomaankauppaa yleisesti säännösteltiin, maat eivät voineet kovin paljon velkaantua, eli niiden vaihtotaseen vajeet pysyivät pieninä.

Rahoitusmahdollisuudet paranivat 1960-luvulta lähtien, jolloin syntyivät ns. euromarkkinat. Euroopan finanssikeskuksissa liikkui lähinnä amerikkalaisten ja itäeurooppalaisten tekemiä dollarisijoituksia, ns. eurodollareita. Sittemmin tuli muitakin eurovaluuttoja. Niitä sanottiin eurovaluutoiksi, kun velkoja laskettiin liikkeeseen jossakin valuutassa kotimaansa ulkopuolella. Näitä varoja alettiin lainata laajasti Euroopan ja sen ulkopuolisillakin markkinoilla. Rahoitusmarkkinat ovat laajentuneet voimakkaasti maailman kehittyneissä maissa ja kansainvälisesti viime vuosikymmeninä. Markkinat ovat integroineet eri maiden rahataloudet toisiinsa. Suorat sijoitukset sekä osakkeina ja obligaatioina olevat portfoliosijoitukset ovat puolestaan kytkeneet eri maiden yritykset ja rahoituslaitokset. Markkinoilla on nykyisin bruttomääräisesti myös paljon sellaista sijoitusrahoitusta, joka ei liity reaalitalouksien tai vaihtotaseiden kehitykseen. Kansainvälisten pankkien keskinäiset lyhytaikaiset erät ovat paisuneet tavattomasti.

Kehittyneillä mailla on yleisesti bruttomääräisesti sekä ulkomaisia velkoja että saamisia kaksin- tai kolminkertaisesti BKT:hen verran. Finanssikeskusmailla tämä suhdeluku voi lähennellä kymmentä tai olla pienillä mailla moninkertaisesti ylikin. Kehitystä voi pitää pääosin myönteisenä. Rahoituskanavat ovat tehostuneet ja väljentyneet. Rahoitusmarkkinoiden tehokkuudella on kiistattomasti merkittävä vaikutus sekä yksittäisten talouksien että maailmantalouden kehitykseen. Mahdollisuus velkaantua ajoittain on tärkeää resurssien kansainvälisen kohdentamisen kannalta.

Globalisoituneen talouden uusiin piirteisiin kuuluu koron kansainvälistyminen. Markkinoiden korkotaso, nimenomaan pitkäaikainen reaalikorkotaso, pyrkii pitkälti yhdenmukaistumaan avoimissa talouksissa. Kehittyneiden maiden pitkäaikainen korko määräytyy osittain suurimman reservivaluuttamaan Yhdysvaltain markkinoilla. Tärkeäksi kysymykseksi on noussut, miten koron osittainen kansainvälistyminen vaikuttaa eri talouksiin ja niitä koskevaan analyysiin.

Rahoituskasvu on herättänyt kuitenkin myös vakavia kysymyksiä. Rahoitusmarkkinoiden kehittymiseen ja laajenemiseen liittyy ilmeisiä ongelmia. Rahoituksen joustot lisääntyminen on sallinut selvästi aikaisempaa suuremmat vaihtotaseiden ali- ja ylijäämät. Jopa yli 10 prosentin suuruiset vuotuiset alijäämät ovat olleet pienissä maissa yleisiä. Integroituneen kansainvälisen talouden tärkeä piirre on, että mailla on mahdollisuus toimia laajasti kansainvälisinä sijoittajina ja vastaavasti maat voivat myös velkaantua raskaasti. Rahoituksen saatavuuden paraneminen on houkutellutkin monia maita ylivelkaantumaan. Velkarahoitukseen liittyy riskejä sekä luotonottajien että luotonantajien puolella.

Vaihtotaseiden ali- ja ylijäämät eivät saisi olla pitkäaikaisia, sillä ne kumuloivat varantopositioita, varsinkin kun juuri velkojamaiden inflaatio on laajasti hävinnyt. On kui-

tenkin eroa sillä, missä muodossa ulkomainen rahoitus alijäämämaahan tulee. Jos rahoitus tulee yritysten suorina sijoituksina reaaliseen yritystoimintaan, tilanne on terve ja kestävä. Suoran sijoituksen tekeminen jo osoittaa, että maan maine pitkäaikaisen sijoituksen kohteena on kohtalaisen hyvä. Suora sijoitus ei voi kovin helposti paeta maasta ongelmatilanteissakaan.

Maailman ylijäämiä on sijoitettu ajoittain hyvin paljon muutamiin suuriin kehittyviin talouksiin. Välillä sijoittajat ottavat myös rohkeasti riskejä ja sijoittavat joukolla ns. carry trade rahoituksena lyhytaikaisesti ja spekulatiivisesti korkean koron valuuttoihin. Kun riski alkaa laajasti realisoitua, kaikki pakenevat nopeasti ns. turvasatamiin eli viime kädessä Yhdysvaltain ja muiden vahvojen finanssimaiden valtionpapereihin.

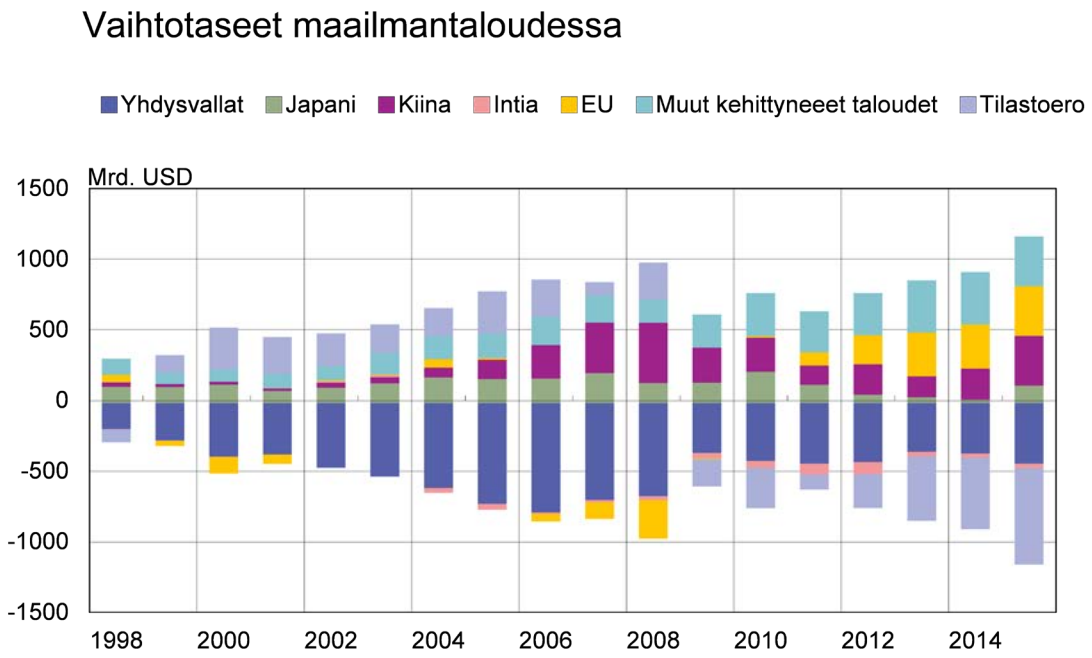
Eräänlainen perusteoria toteaa, että maailmantalous tehostuu, kun pääomat voivat hakeutua heikosti tuottavista maista hyvin tuottaviin maihin. Tällöin heikosti tuottavan maan vaihtotase muodostuu ylijäämäiseksi ja hyvin tuottavan maan vaihtotase alijäämäiseksi. Ilmiön pitäisi näkyä hyvin tuottavan maan korkeampana investointiasteena. Käytännössä teoria näyttää pätevän varsin rajallisesti. Nopean tuottavuuskasvun maat Aasiassa ovat säästäneet itse suuret investointimenonsa ja pysyneet yleisesti selvästi rahoitusylijäämäisinä. Tosin tähän on myös erityisiä syitä, kuten valuuttakurssipolitiikka, kaupan esteet ja rahoituksen säännöstely. Toisaalta voimakkaasti kansainväliseen velkarahoitukseen turvautuneet maat eivät ole välttämättä olleet nopeasti kasvavia, eikä niiden investointiastekaan ole aina erityisen korkea.

Suljetussa kansantaloudessa, kuten koko maailmantaloudessa, pätee säästämisen ja investointien välttämätön yhtäsuuruus: ei voida investoida enempää kuin säästetään eikä säästää enempää kuin investoidaan. Edellinen tosiasia koetaan yleisesti selväksi, mutta jälkimmäistä tosiasiaa ei ole yleisesti oivallettu eikä sen suurta merkitystä ymmärretty. Jos ei investoida, ei voida myöskään säästää. Jos maailmassa säästetään, on myös vastaavasti investoitava, ja jos maailmaan syntyy lisääntyvästi rahoitussijoituksia, on myös löydyttävä saman summan verran luotettavia velanottajia. Erityisesti Aasiassa on säästetty, ja länsimaissakin väestön vanheneminen on yleisesti lisännyt sekä julkista että yksityistä eläkesäästämistä.

Maailmassa on pitkään ollut yleensä enemmän säästämishaluja kuin ideoita tuottaviin investointeihin. Investoinnit ovat myös yleisesti entistä kevyempiä ja suhteellisesti halvempia. Vain vahvat investoijat ovat luotettavia luotonottajia, jotka tuottavuuden paranemisen turvin pystyvät maksamaan velan ohella myös korkonsa. Velat voivat kasvaa ongelmitta vain suunnilleen BKT:n arvon ja tuottavien investointien vauhtia. Luotettavia velanottajia ovat lisäksi yleensä valtiot veronmaksajineen, mutta monet valtiotkin olivat ennen vuosina 2007–2008 alkanutta kriisiä vähentäneet alijäämiään ja velkaansa. Niinpä kasvaneiden sijoitusvarojen luotonottajiksi oli jäänyt yhä enemmän kakkos- ja kolmosluokan asiakkaita.

Paljon keskustelua herätti maailman vahvimman talouden Yhdysvaltain voimakas velkaantuminen vuosituhannen alussa. Maailman maiden yhteenlasketuista vaihtotaseen alijäämistä oli ajoittain jopa 2/3 Yhdysvaltain alijäämää, eli maa keräsi itselleen valtaosan maailman rahoitusylijäämistä (kuvio 27). Pääosa kehittyvistä talouksista jää kuviossa nettomääräisinä jäännöserään. Samaan aikaan ylijäämää oli muilla kehittyneillä talouksilla, ja varsinkin Kiinan ylijäämä kasvoi. Ensimmäisen vuosikymmenen lopun kriisivaiheissa ali- ja ylijäämät pienenivät ja Yhdysvaltain ja Kiinan jäämätilanne tasapainottui jonkin verran. Ylijäämää alkoi kertyä varsinkin euroalueelle. Jäännöserä, siis osa kehittyvistä talouksista ja maailman tilastoero, siirtyi alijäämän puolelle.

Kuvio 27.



Yhdysvallat, Intia, Japani ja Kiina, vuosi 2015 ennuste. EU, vuodet 2013-2015 ennusteita.
Lähteet: Macrobond ja IMF World Economic Outlook (huhtikuu 2015).

Yhdysvaltain alijäämä ei sovi yleiseen teoriaan yli- ja alijäämämaista. Tällaisen vauraan, jälkiteollisen maanhan pitäisi olla pikemminkin pääomaa vievä maa, jollainen Yhdysvallat olikin sodan jälkeen. Yhdysvaltain velan analyysi selkeyttää alijäämäongelmien tulkintaa. Sitä voi katsoa eri tasapainokäsitteiden kautta. Yhdysvaltain rahoitusvajaus tuli siitä, että tuonti ylitti heikoksi jääneen viennin, vähäinen kotimainen säästäminen alitti kotimaisten investointien arvon ja Yhdysvaltain saamisten lisäys jäi velkojen lisäystä vähäisemmäksi. Kaikkia kuutta muuttujaa koskevia teorioita ja selityksiä on laadittu. Esimerkiksi velkaantumisesta syytettiin toisaalta amerikkalaisten omaa holtitonta velanottoa ja löysää rahapolitiikkaa. Toisaalta amerikkalaiset itse esittivät asian mm. siten, että he velkaantuivat, koska ulkomaalaiset halusivat investoida Yhdysvaltain tehokkaille markkinoille omien instituutioiden heikkouden vuoksi.

Yksi selvä tekijä Yhdysvaltain velkaantumisen taustalla oli maan asema vahvana reservivaluuttamaana. Yhdysvallat on monien Aasian maiden ja öljyntuottajien pankki. Maahan tulvi ulkomaisia lyhytaikaisia varantosijoituksia ja muitakin valtioiden eläke- ym. rahastojen sijoituksia, jotka ymmärrettävästi kanavoituivat paljolti Yhdysvaltain kotimaiseen luotonantoon.

Koska amerikkalaiset velkaantuvat melkein pelkästään dollareissa, Yhdysvaltain alijäämät täyttävät maailman rahoitusmarkkinat dollareilla. Ajoittain on herätetty keskustelua siitä, ovatko sijoittajat halukkaita pitämään kaikki nämä dollarit. Kuitenkaan sijoittajat eivät pääse niistä eroon vain myymällä niitä toinen toisilleen; se lähinnä painaa dollarin kurssia. Liiat dollarit eivät häviä maailmasta muuten kuin kahden varsin epätodennäköisen muutoksen myötä: joko amerikkalaiset alkavat velkaantua vieraissa valuutoissa tai maksavat ulkomaiset velkansa vaihtotaseen ylijäämillä.

Tosiasiassa Yhdysvallat ei ole ollut alijäämistään huolimatta taloutensa kokoon suhteutettuna erityisen velkainen ulkomaihin nähden, ja sen pääomakorvausten tase on ollut ylijäämäinen. Velkaa ovat supistaneet pääoma- ja kurssivoitot. Nykyisessä rahoitusmahdollisuuksien maailmassa ajoittaisia alijäämiä ja velkavarantoja voi pitää luontevina edellyttäen, että velat pystytään häiriöittä hoitamaan. Yhdysvaltain velkaongelmat

eivät ole olleetkaan maksutaseeseen liittyviä ja siinä mielessä kansainvälisiä. Yhdysvaltain rahoitusvaikeudet vuosituhannen alussa johtuivat kotitalouksien ylivelkaantumisesta ja rahoituslaitosten riskikäyttäytymisestä.

Maailman likviditeetti

Likviditeetti on käsitteenä paljolti teoreettinen ja vailla operatiivista määritelmää. On vitsailtu, että likviditeetti ulottuu juomista erilaisiin rahoitusvaroihin. Likviditeetillä on rahoituskentässä kaksi perusmerkitystä. Ekonomisteille likviditeetti eli maksuvalmius kuvaa lähinnä välittömästi käytettävissä olevan rahoituksen määrää varantomuuttujana; tämä kertoo talousyksikön mahdollisuudesta selviytyä ainakin ennakoiduista menoistaan. Markkinasijoittajille puolestaan likviditeetti kuvaa markkinoiden toimivuutta ja syvyyttä, eli markkinat ovat likvidit, kun vaihto siellä on suuri ja markkinoilla voidaan operoida suurin rahasummin ilman hinnan voimakkaita vaihteluja.

Jälkimmäisessä tapauksessa puhutaan markkinalikviditeetistä. Markkinoiden syvyys ei ole riippumaton edellisen tyypin likviditeetistä. Markkinat eivät voi olla likvidit syvyys- ja vaihtomielessä ilman rahoituksen väljyyttä. Sama ei päde toisin päin. Runsas rahoitus ei tee välttämättä markkinoista likvidejä, jos markkinaosapuolet eivät luota toisiinsa. Likviditeettikriisi voi alkaa kummankin likviditeettityypin ongelmista. Instituutioiden likviditeetti ei ole enää laajasti pankkitalletuksina, vaan perustuu paljolti erilaisten markkina-arvopapereiden myyntimahdollisuuteen ja luottolimiittien käyttöön. Pankit tukevat asiakkaittensa likviditeettiä toimimalla yritysten arvopapereiden ostajina ja välittäjinä.

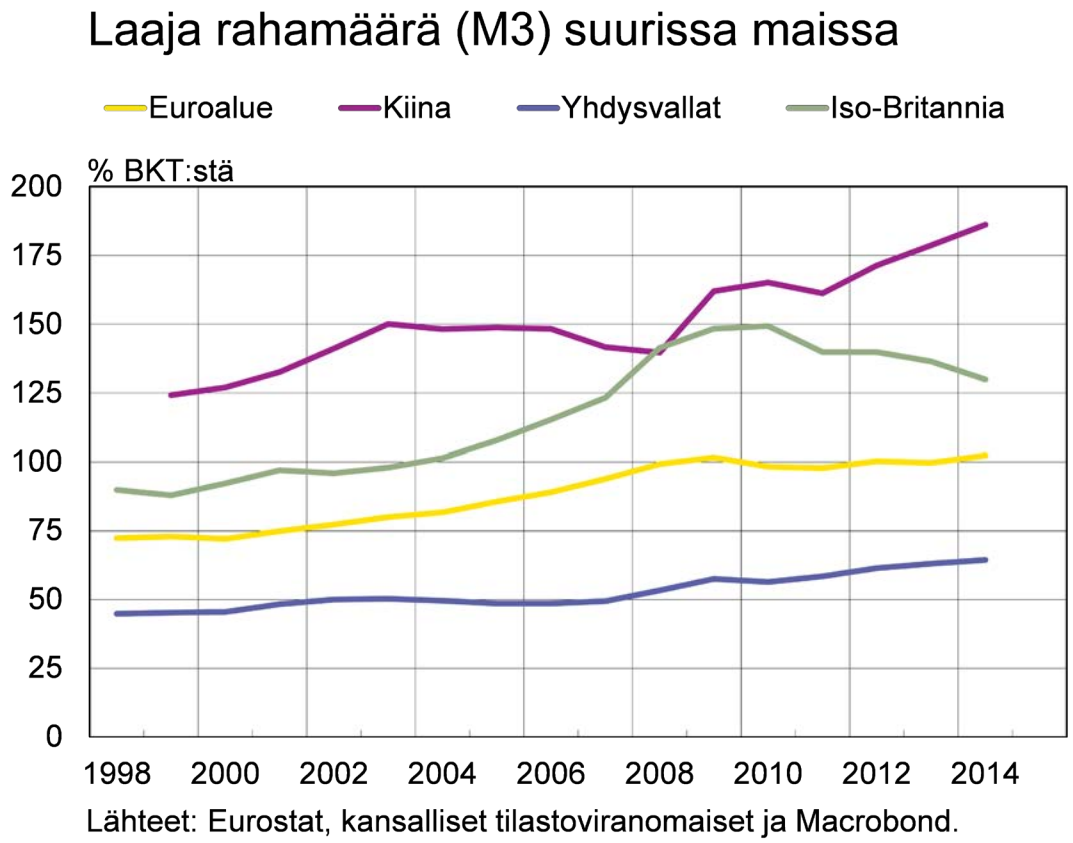
Maailman likviditeettiä on vaikea määritellä rahoituksen kokonaissummana. Sen tilastointi ei ole käytännössä mahdollista. Lähtökohtana voi kuitenkin pitää suurten maiden rahamäärää. Yhdistetyn rahamääränkin konstruoiminen on ongelmallista rahalaitosten institutionaalisten erojen, valuuttakurssien ja maiden painottamisen vaikeuksien vuoksi. Rahamäärää voi täydentää likvideillä saamisilla valtiolta, eri sektoreiden keskinäisillä sijoituksilla jne. Likviditeettiin kuuluu myös velkaantumisvara. Luottolimiiteistä on vain vajavaisesti tilastoja.

Mitattiinpa globaalia likviditeettiä miten hyvänsä, se kasvoi vuosituhannen vaihteen vuosikymmeninä voimakkaasti ja sen määrä oli pitkiä aikoja runsas molempienkin käsitteiden mukaan. Isossa-Britanniassa laajan rahamäärän suhde BKT:hen melkein kaksinkertaistui kymmenessä vuodessa ja euroalueellakin osuus kasvoi yli kolmanneksen (kuvio 28). Kiinassa kasvu oli vaimeampaa, mutta rahamäärä oli jo lähtötasoltaan runsas. Sekä rahamäärän että talouden kasvu jatkui voimakkaana. Yhdysvalloissa rahamäärää kuvaavat muuttujat ovat suhteellisen pieniä, koska maksuliikepankeissa ei ole paljon säästövaroja. Rahamääriin onkin siellä kiinnitetty viime vuosikymmeninä melko vähän huomiota. Euroopassa rahamäärän osuuden suureneminen pysähtyi lamavuosina, mutta samaan aikaan Kiinan rahatalous kiihdytti kasvuaan. Yhdysvaltain määrällinen rahapolitiikka kasvatti rahamäärää mutta ei kovin voimakkaasti.

Rahamäärien ohella luottojen määrät kasvoivat kaikkialla voimakkaasti. Luottojen saatavuus oli ennen rahoituskriisiä hyvä, näin myös euroalueella. Kansainväliset rahoitusmarkkinat laajenivat ja kansainvälisten pankkien keskinäinen rahoitus lisääntyi moninkertaiseksi erityisesti 2000-luvun alkuvuosina. Sijoituskohteita haettiin kiihkeästi, mikä mm. supisti riskipreemiot poikkeuksellisen pieniksi, ja markkinat toimivat vilkkaasti ennen vuosina 2007–2008 alkanutta rahoituskriisiä. Globaalin likviditeetin määrittelyn ohella epäselvyyttä oli sen syistä. Vaurastuminen sinänsä lisää suhteellisesti likviditeetin kysyntää. Kuitenkin ydinkysymykseksi tuli, oliko perussyynä paisuneeseen globaaliin likviditeettiin keskuspankkien löysä rahapolitiikka vai maailman säästöylijäämä, erityisesti Aasian ja öljymaiden suuret rahoitusylijäämät.

Tällaiset ilmiöt eivät ole yleensä vaihtoehtoisia selityksiä, vaan liittyvät toisiinsa. Globaalin likviditeetin paisuminen kytkettiin usein toteutuneisiin suuriin vaihtotaseiden

Kuvio 28.



ali- ja ylijäämiin. Suuria vaihtotaseiden yli- ja alijäämiä voi kuitenkin olla ilman, että tämä lisää maailman likviditeettiä. Näin käy, jos maiden rahoitusylijäämät välittyvät pitkäaikaisina sijoituksina alijäämämaille, jolloin rahamäärät eivät oleellisesti muutu. Runsaan säästämisen ei siis tarvitse näkyä likviditeetin lisäyksenä. Toisaalta globaali likviditeetti voi olla runsas, vaikka kaikkien maiden vaihtotaseet olisivat tasapainossa. Kuitenkin vuosituhannen ensimmäistä vuosikymmentä luonnehtivat sekä ennätykselliset vaihtotaseiden epätasapainot että löysä lyhytaikainen rahoitus.

Likviditeetti on laajasti monetaarinen ilmiö, ja globaalin likviditeetin taustalla oli tuolloin ja on yleensäkin laajasti keskuspankkien toiminta, niiden korko- ja valuuttapolitiikka sekä sijoituspolitiikka. Kaikki keskuspankit eivät vaikuta samalla tavoin globaaliin likviditeettiin. Nimenomaan reservivaluuttamaiden keskuspankkien käyttäytymisellä on keskeinen merkitys. Näiden maiden on helppo harjoittaa yliekspansiivista politiikkaa, koska ne voivat rahoittaa alijäämänsä likvideillä veloillaan. Alijäämän rahoitus lisää maailman rahaperustaa eli reservivaluuttojen määrää.

Likviditeetin lisääjänä eivät olleet pelkästään ylijäämämaiden vaihtotaseet vaan myös maiden harjoittama sijoituspolitiikka vaikutti rahoitustasapainoihin. Ylijäämämaat suosivat lyhytaikaisia sijoituksia, paljolti keskuspankkien tekeminä. Sijoituksia tehtiin sekä valtioiden papereihin että pankkitalletuksiksi, ja viimeksi mainitut lisäsivät edelleen rahalaitosten laajenemishaluja. Keskuspankkien sijoitustoiminta oli seurausta niiden valuuttainterventioista, joiden peilikuvana olivat kotimaisen rahaperustan lisäys ja edelleen jopa kerrannainen kotimaisen likviditeetin kasvu. Ylijäämämaiden keskuspankkien runsas sijoitustoiminta johtui myös erityistekijöistä. Monien Aasian maiden ja öljymaiden ylijäämät keskittyivät autoritaarisille, säännöstelyyn tai ainakin julkiseen ohjaukseen tur-

vautuville maille, jolloin ylijäämien tuomat valuutat kertyivät valtioille ja keskuspankeille. Jos ylijäämien tuomat valuutat olisivat jääneet yksityiselle sektorille, ne olisi varmaan sijoitettu pitkäaikaisemmin tai niitä olisi käytetty laajasti hyödykkeiden tuontiin.

Alijäämämaassa kotimainen kysyntä ylittää tuotannon. Alijäämämaan vaihtotase ei voi olla voimakkaasti vajauksellinen muuten kuin siinä tapauksessa, että maan kotimainen rahoitustilanne on löysä ja ulkomaalaisten halu sijoittaa maahan on erityisen vahva. Reservivaluuttamaat ja yksittäiset rahaliiton maat ovat velkaantumisen suhteen erikoisasemassa. Kummallakin on se etu, että ne voivat velkaantua muita maita helpommin oman valuuttansa määräisesti ilman, että niiden tarvitsee kovin pian pelätä valuuttakriisiä. Euromaalle velkakriisi kuitenkin lopulta tulee.

Kansainväliset velkaongelmat

Samat globaaliin säästämiseen ja löysään rahapolitiikkaan liittyvät tekijät, jotka aiheuttivat likviditeettiongelmia, toivat velkaongelmia ja loivat osaltaan kansainvälisen velkakriisin vuosina 2007–2008 ja sen jälkeen. Maailmassa oli tarpeettoman paljon luoton tarjontaa ja aivan liian vähän luototuskelpoisia luotonottajia. Markkinakorot pysyivät pitkään erityisen matalina ja riskipreemiot pieninä. Luottoja tyrkytettiin heikoillekin asiakkaille. Pitkäaikainen matalan koron politiikka piti vilkkaana ns. carry trade kaupankäyntiä, jossa spekulatiivisesti lainataan alhaisen koron valuutassa ja sijoitetaan korkean koron valuuttaan.

Kehittyvissä talouksissa vakavat rahoituskriisit ovat olleet tavallisia. Niitä on eriasteisia. Suurimpia ovat viime vuosikymmeniä olleet Latinalaisen Amerikan kriisi 1980-luvun alkupuolella ja eräiden Aasian maiden ja Venäjän kriisit 1990-luvun lopulla. Näiden ohella pieniä yksittäisten valtioiden velkakriisejä on ollut kutakuinkin joka vuosi. Tyypillisesti osa veloista jää maksamatta.

Kehittyvät taloudet velkaantuvat usein riskirahoituksen, kuten pankkilainojen, ja korkeiden korkojen kautta. Valtiot joutuvat maksamaan jopa 5–10 prosenttiyksikköä (500–1 000 peruspistettä) yli parhaiden länsimaiden valtioiden korkojen. Poliittinen johto ottaa tällaista velkaa – vastuuttomasti mutta varmaan usein lähes pakkotilanteessa − vaikka sitä on lähes mahdoton hoitaa. Luoton antava spekulatiivinen luotonantaja puolestaan arvioi, että kriisi ei toteudu aivan lähivuosina, jolloin luotottaja ehtii nauttia korkeita korkotuloja jonkin aikaa. Kun kriisi lähestyy, luotonantaja myy ajoissa velan jo alennuksella jollekin vähemmän valistuneelle sijoittajalle. Lainat alkavat kiertää alihintaisina eli korkeakorkoisina spekulatiivisina sijoituksina kansainvälisillä jälkimarkkinoilla.

Kriisin lähestymiselle on tyypillistä, että maa ei enää saa pitkäaikaisia lainoja, ja vaan joutuu turvautumaan lyhytaikaiseen pankkiluototuksen. Velkaongelman käydessä ylivoimaiseksi joudutaan velkojen uudelleenjärjestelyihin, ja kriisimaa saa ehkä kansainvälistä rahoitusapua. Usein kriisimaan saama apu menee välillisesti kansainvälisille velkojille, mikä lisää näiden spekulatiivista luototusmotiivia. Kansainväliseen apuun liittyy, kuten kaikkiin ylivelkaantuneiden kriisiapuihin, ilmeinen moral hazard ongelma.

Velkojen anteeksianto ja tervehdytysohjelmat ovat tavallisia köyhimpien maiden tapauksessa. Normaalisti on myös velkojan etu, että velanhoito-ongelma ratkaistaan realistisesti velallisen maksumahdollisuuden mukaan. Näitä tilanteita varten ovat omat optimointiteoriansa, joilla velkoja minimoi oman menetyksensä velkatilanteen huononnuttua. Kehitysmaiden velkapapereilla käydään kauppaa hintoihin, jotka voivat olla vain murto-osa niiden nimellisarvosta.

Toisaalta velan maksamatta jättäminen ei ole velalliselle kustannukseton ratkaisu. Ilmaisia lounaita ei ole. Sitoumuksen rikkomisesta seuraa rangaistus, ja se on markkinoilla usein monin verroin ankarampi kuin oikeusistuimesta saatu. Epäluotettavan velallisen velanmaksu jatkuu tosiasiassa uuden velan riskilisinä. Jos maa jättää muutaman kymmenen vuoden välein velkansa maksamatta, se joutuu periaatteessa välivuosina

maksamaan riskilisinä velkojen laiminlyöntiä ja siis myös velan normaaleja kuoletuksia vastaavan määrän.

Vaikka kriisejä on ollut ajoittain myös kehittyneissä maissa, Suomessakin, maailmantalouden yllätti maailman vakaimman talouden, Yhdysvaltain ajautuminen sisäiseen rahoituskriisiin vuosina 2007–2008. Kriisin laukaisi varsinkin Yhdysvaltain heikkolaatuisiin asuntoluottoihin liittyneiden ongelmien paljastuminen, ja epävarmuus levisi nopeasti kansainvälisessä pankkijärjestelmässä. Kriisi sai alkunsa Yhdysvalloista, mutta se ei ollut dollarikriisi eikä ensisijaisesti kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kriisi, vaikka roskalainoja oli myyty Yhdysvalloista paljon myös muihin maihin. Tärkeät valuuttakurssit eivät kovin rajusti reagoineet. Vaikka Yhdysvaltain pankit horjuivat, maan ulkomainen rahoitus ei ollut vaikeuksissa. Päinvastoin, välillä rahoitusta tulvi Yhdysvaltoihin, koska maa koettiin sen omassa kriisissäkin turvasatamaksi.

Yhdysvaltain subprime-asuntolainoitus oli vain oire yleisemmästä ongelmasta eli siitä, että maailmaan oli kertynyt liikaa ja liian heikkolaatuista velkaa. Maailman keskeisten maiden (poikkeuksena lähinnä Saksa) yksityisten ja julkisten velkojen määrät olivat kasvaneet ennätystasoille. Kriisi levisikin vähitellen useisiin pahasti ylivelkaisiin talouksiin myös euroalueella. Näissä ylivelkaisuus painottui vaihtelevasti julkiseen tai yksityiseen sektoriin, ja yleisesti myös pankit olivat vaikeuksissa. Kriisi johtui osin uusista innovaatioista ja pankkien sääntelyn lieventämisestä. Velkariskejä lisäsivät sekä Yhdysvalloissa että globaalistikin luottojen jälkimarkkinakauppa ja luottojohdannaiset. Näiden avulla oli myyty amerikkalaisten osin erittäin heikkoa luottomateriaalia laajasti paitsi Yhdysvaltain markkinoille myös kansainvälisille rahoitusmarkkinoille.

Elvyttävä raha- ja finanssipolitiikka sekä pankkien tuki torjuivat tehokkaasti kriisin syvenemisen, mutta aiheuttivat myös ongelmia kansainväliselle rahoitusjärjestelmälle. Keskuspankkien voimakkaan määrällisen elvyttämisen vuoksi jo ennestäänkin liialliset velat lisääntyivät. Yksityisten velkojen määrää supistettiin monissa kehittyneissä maissa, mutta samalla valtiot velkaantuivat nopeasti ja paljon. Löysä kansainvälinen rahoitus hakeutui varsinkin kehittyviin talouksiin, joiden velka-asteet nousivat yleisesti yhä edelleen ennennäkemättömän korkeiksi.

Kansainvälinen työnjako – siirrelläänkö pääomia vai työvoimaa?

Erilliset kansantaloudet ovat viime vuosikymmeninä suuntautuneet kohti tuotannontekijöiltään yhä vahvemmin integroitunutta maailmantaloutta. Pääomaa on liikkunut jo paljon, ja myös työvoima siirtyy kasvavassa määrin. Erityisesti Yhdysvalloista on tullut uudelleen runsaasti laillisia tai laittomia siirtolaisia vastaanottava maa, mutta myös Eurooppaan tulee paljon työvoimaa. Kun Euroopan väestörakenne on heikkenemässä, on esitetty suurtakin työvoiman hankkimista alueen ulkopuolelta.

Globalisaatio on vaikea koettelemus erityisesti kehittyneiden maiden heikosti koulutetulle työvoimalle. Yksinkertaisia työpaikkoja siirtyy runsaasti halpatuotannon maihin. Toisaalta vain pieni osa kansantalouden toiminnoista voidaan siirtää ulkomaille, ja esimerkiksi henkilökohtaisia palveluja ei voida. Monilta osin pääoman siirtymisen estävät vastaanottavan maan epävarma talouspolitiikka ja heikko infrastruktuuri. Kansainvälisen sijoitustoiminnan erikoispiirre on ollut se, että vaikka kehittyneet maat tekevät suoria sijoituksia kehittyviin talouksiin, nettopääomavirta on suuntautunut Aasiasta teollisuusmaihin. Työvoiman siirtyminen on yleensä ongelmallisempaa kuin pääoman siirtyminen.

Työvoiman ja pääomien liikkeet näkyvät maksutaseissa. Pitkäaikaisesti ulkomailla asuvat työntekijät lähettävät omaisilleen kotimaahan suuria rahamääriä, joilla on usein merkittävä asema sekä työllistävän maan että varsinkin vastaanottavan maan maksutaseessa. Monissa köyhissä maissa vaihtotaseen tuloista suuri osa on ulkomailta saatuja palkkakorvauksia. Jos taas pääoma liikkuu toiseen suuntaan, sijoitus näkyy ensin

köyhän maan saamana sijoituksena rahoitustaseessa. Jatkossa se näkyy rasituksena vaihtotaseen puolella ulkomaille maksettuina pääomakorvauksina.

Lisääntyvä ulkomaisten työntekijöiden määrä aiheuttaa tilastointiin ongelmia. Näiden työntekijöiden tuotantoa ja tuloja kirjataan eri tavoin sen mukaan, kuinka kauan he ovat maassa ja minkälaisessa työsuhteessa he ovat. Tilastoinnin vaikeudet ovat suuret sekä periaatteessa että käytännössä, mm. koska suuri osa työvoimasta on harmaata. Voidaan erottaa kolme perustapausta.

Yli vuoden jaksoja maassa tekevät ulkomaiset työntekijät luetaan maassa oleviksi (resident). He rinnastuvat kotimaisiin työntekijöihin. Tuotannontekijäkorvauksissa tai ylipäätään maksutaseessa ei tapahdu mitään yli vuoden työskentelevien tapauksessa. Kansantalouden tilinpidossa lisäksi kaikki rakennustoiminta kirjataan kotimaiseksi tuotannoksi, vaikka sen toteuttaisi ulkomainen yritys. Tämä käytäntö ei vastaa maksutaseen kirjausperiaatetta. Jos yli vuoden asunut työntekijä lähtee pois maasta ja vie kertyneet tulonsa mennessään, varojen siirto ei näy kansantalouden tilinpidossa eikä vaihtotaseen erissä vaan vain rahoitusvirroissa ja varannoissa.

Alle vuoden työrupeamia tekeviä ulkomaalaisia ei lueta kotimaiseen työvoimaan. Jos työntekijä on kotimaansa yrityksen palveluksessa, hän tuottaa tämän maan BKT:tä. Maksutaseessa tällaisen työntekijän palkka kirjataan ulkomaille maksetuiksi tuotannontekijäkorvauksiksi. Kuitenkin kansantalouden tilinpidossa kotimaisiin palkkoihin sisällytetään myös ulkomaisen työvoiman palkat, vaikka työsuhde olisikin lyhytaikainen (mansikanpoimijat, rakennusmiehet). Jos työntekijä on ulkomaisen yrityksen palveluksessa vieraassa maassa (Suomessa) alle vuoden projektissa muussa kuin rakennustoiminnassa, hän tuottaa oman kotimaansa BKT:tä ja sen kansantuloa. Projekti kirjataan ostajamaan (Suomen) tavaroiden tai palveluiden tuontiin, eivätkä palkat tietysti tule sen kansantuloon.

Vertailun ongelmia: valuuttakurssit, ostovoimakorjaukset

Kansainväliset vertailut ovat hankalia monista syistä. Taloudet, hyödykkeet, instituutiot ym. eroavat toisistaan. Maat noudattavat kuitenkin nykyisin tilastojärjestelmissään periaatteessa laajalti yhteisiä, kansainvälisissä järjestöissä (YK, IMF, BIS, OECD, EU) koordinoituja tilastostandardeja. Silti käytännössä tilastoinnin erot ovat suuria.

Esimerkkinä kansainvälisen tilastoinnin ongelmista on maailman vaihtotaseiden tilastovirhe. Kaikkien maiden vaihtotasejäämien tulisi summautua nollaan; toisen maan tuonti on toisen vienti ja toisen maan saaminen on toisen velka. Kuitenkin tilastot ovat yleensä osoittaneet koko maailmalle vaihtotaseen vaihtelevaa alijäämää, mutta välillä ylijäämääkin. Maailman maiden alijäämät on useimmiten tilastoitu liian suuriksi. Tilastoeroa on yritetty selvittää ja supistaa.

Eri maiden talouksien vertailutiedot joudutaan muuttamaan yhden valuutan määräisiksi. Kansainväliset vertailutiedot muutetaan yleisesti dollareiksi. Koska dollarin valuuttakurssit vaihtelevat jopa useita kymmeniä prosentteja, muiden valuutta-alueiden asema muuttuu kurssimuutosten mukana. Joidenkin asioiden kannalta kurssivaihtelun sisältävät luvut antavat asiallisen tuloksen, esimerkiksi turistin kustannuksia vertailtaessa. Yksi mahdollisuus välttää kurssivaihtelun ongelma on käyttää kiinteää valuuttakurssia, esimerkiksi pitkän aikavälin keskiarvoa.

Jos talouksien kokoa verrataan vallitsevin valuuttakurssein, kokoerot heiluvat suhdanteittain kymmeniä prosentteja. Yhdysvallat on välillä suurempi talous kuin EU ja sitten päinvastoin, vaikka talouskasvu olisi väliaikana sama. Venäjän talouskriisin aikana vuosituhannen vaihteessa ruplan kurssi putosi hetkeksi niin alas, että nimellisellä kurssilla laskien Venäjän BKT:n arvo putosi jopa Hollannin BKT:n suuruiseksi, mikä herätti huomiota. Asialla ei ollut tietysti juuri merkitystä. Vallitsevin hinnoin ja valuuttakurssein rikkaat maat näyttävät todella rikkailta ja tulotasoltaan alhaiset maat todella köyhiltä. Köyhissä maissa on palkkojen ohella myös hintataso erittäin matala. Tukanleikkuun

hinta eli tuotannon arvo voi olla vain jokin prosentti siitä, mitä se on kehittyneimmissä maissa, vaikka reaalinen tuotanto on sama. Kuilu on hämmästyttävä. Köyhien maiden kilpailukyky on niin heikko, että ne tarvitsevat erittäin aliarvostetun valuuttakurssin. Viennin on oltava hyvin kannattavaa ja tuonnin kallista.

Näistä syistä kansainvälisissä tarkasteluissa käytetään laajasti ostovoimakorjattuja lukuja, joita lasketaan kansainvälisissä järjestöissä, esimerkiksi IMF:ssä ja Maailmanpankissa. Ostovoimakorjaus voidaan tehdä vähän eri tavoin käyttäen esimerkiksi kuluttajahintoja tai yleisemmin kotimaisen kysynnän hintoja. Perusidea on, että kunkin maan kyseinen hyödykekori lasketaan Yhdysvaltain hintatason mukaisena, ja valuuttakurssia korjataan samalla suhteella, jolla laskelmassa kyseisen korin hinta nousee tai laskee. Nämä laskelmat esitetään joko indekseinä tai usein myös yhteisen valuutan määräisinä, yleensä Maailmanpankin mukaan ”kansainvälisinä dollareina”.

Maakohtaiset ostovoimakorjatut dollariluvut näyttävät aivan erilaisilta kuin dollarin markkinakursseihin perustuvat. Jos maassa (kuten Suomessa) hinnat ovat kalliimmat kuin Yhdysvalloissa, ostovoimakorjaus pienentää maan talouslukuja, ja jos hinnat ovat alemmat, kuten tyypillisesti kehittyvissä talouksissa, maan talouslukujen arvo kohoaa. Köyhimpien maiden talouden arvo nousee korjauksessa moninkertaiseksi ja keskivauraidenkin talouksien tulotaso tyypillisesti 2–3-kertaiseksi.

Ostovoimakorjatuilla luvuilla laskettuna sekä Yhdysvallat että EU olivat 2010-luvun alkupuolella noin 20 % maailmantaloudesta, euroalue noin viidenneksen pienempi. Markkinakurssein ne ovat selvästi suurempia, ja osuus vaihtelee valuuttakurssien mukana. Yhdysvallat oli sekä markkinakurssein että ostovoimakorjatuilla luvuilla laskien suurin talous. Markkinakurssein se oli noin kaksinkertainen toiseksi nousseeseen Kiinaan nähden. Japani oli vähän pienempi ja edelleen pienempänä tuli Saksa. Toisaalta Intia ja Venäjä olivat markkinahinnoin vain runsas kymmenesosa Yhdysvaltain taloudesta. Jos luvut kuitenkin muutetaan Maailmanpankin ostovoimakorjatuiksi kansainvälisiksi dollareiksi, Kiina pääsi jo Yhdysvaltain tasolle, Intia nousi Japanin yläpuolelle (asukasluku on kymmenkertainen) ja Japani jäi vajaaseen kolmannekseen Yhdysvalloista. Venäjä nousi ostovoimakorjatuilla luvuilla laskettuna Saksan tasolle ja reiluun viidennekseen Yhdysvaltain taloudesta.

Ostovoimakorjaus tekee aikasarjavertailut mielekkäiksi. Valuuttakurssin vaihtelu poistuu. Maailmantaloudessa ostovoimakorjaus alentaa tuntuvasti kehittyneiden maiden painoa verrattuna vallitsevin hinnoin ja valuuttakurssein tehtyyn tarkasteluun. Jos talouden kasvu on kehittyneissä maissa hitaampi kuin kehittyvissä talouksissa, ostovoimakorjatuin luvuin laskettu koko maailmantalouden kasvuprosentti on suurempi kuin vallitsevin hinnoin ja valuuttakurssein painotettu kasvuprosentti.

On näkökulmakysymys, kumpaa painotusta on käytettävä. Tiedotusvälineissä puhutaan usein sekavasti milloin kummastakin. Maailmankaupan kannalta realistisempi on vallitsevin hinnoin ja kurssein tehty tarkastelu, mutta ongelmana on mm. valuuttakurssin aiheuttama painojen vaihtelu vuosittain. Ostovoimakorjaus tasoittaa kurssivaihtelun, mutta antaa melkoisen painon maille, joilla ei ole maailmankaupassa paljon merkitystä. Jos tarkastellaan pitkän aikavälin kasvupotentiaalia tai vaikkapa sotilaallista potentiaalia, antaa ostovoimakorjaus paremman kuvan. Se kuvaa, asukasta kohti laskettuna, nimityksensä mukaisesti paremmin myös väestön tosiasiallista elintasoa.

Ostovoimakorjaus antaa samalla ns. ostovoimapariteetin mukaiset valuuttakurssit. Ostovoimapariteettiteorian mukaan nämä ovat eräänlaiset tasapainokurssit, koska niiden mukaan kummankin maan hintataso on sama. Ostovoimapariteettiteoria on paljolti teoriaa. Se ei pidä käytännössä juuri ollenkaan paikkaansa eikä selitä valuuttakurssin kehittymistä. Ostovoimapariteetin mukaisilla valuuttakursseillakin mitattuna köyhät maat säilyvät vielä vertailuissa köyhinä. Vaikka hintataso nostetaan, samoin suhteellisesti palkat, palkat säilyvät silti kansainvälisesti verraten pieninä, koska näissä maissa tuottavuus on heikko.

Arvopaperimarkkinat

Muut rahoituslaitokset, sijoitusrahastot

Talletuspankkien merkitys rahoituksen välityksessä on eri maissa yllättävän erilainen. Osin tämä johtuu siitä, että pankkikäsitteen rajaus vaihtelee; maassa voi olla mm. erityisiä investointipankkeja. Pankkien ja toisaalta ns. muiden rahoituslaitosten ja arvopaperimarkkinoiden osuus eroaa eri maissa merkittävästi, ja rahoitusmarkkinoiden laajuus sinänsä voi olla suuri tai pieni suhteessa kansantalouteen.

Muissa rahoituslaitoksissa on erilaisia instituutioita, lähinnä erityyppisiä sijoitusrahastoja, erillisiä asuntoluottolaitoksia ja kiinteistöluottoja välittäviä kiinnitysluottolaitoksia sekä vakuutuslaitoksia. Viime mainittuja lukuun ottamatta nämä rahoittavat luotonantonsa paljolti markkina-arvopapereilla. Pankkisektorin koko riippuu muun muassa siitä, hoitavatko maan pankit laajasti asuntojen rahoitusta vai rahoitetaanko asunnot erityisistä asuntoluottolaitoksista.

Eri maiden instituutiot poikkeavat toisistaan myös siksi, että juridiikkaa, säätelyä, tilastointia ym. koskevat rajankäynnit vaihtelevat. Esimerkiksi EKP:n luokitteluissa muita rahoituslaitoksia sisällytetään varsin paljon rahalaitossektoriin (oikeastaan luottolaitoksiin) siitä syystä, että niille on varsin väljästi myönnetty keskuspankkirahoitusoikeuksia. Erityisesti pankkien rajankäynti sijoitusrahastojen ja asuntoluottolaitosten suuntaan onkin epäselvä. Viime mainittuihin tehdään yleisesti talletuksia tai talletusten luonteisia sijoituksia. Näillä sijoituksilla on vain osittain rahan ominaisuuksia. Joissakin maissa jopa rahamarkkinarahastotilejä voidaan käyttää maksamiseen.

Keskuspankin eri tehtävien kannalta muilla rahoituslaitoksilla on vaihteleva asema. Jos niillä ei ole keskuspankkirahoitusoikeutta, niiden merkitys on rahapolitiikan kannalta toissijainen. Silti niillä on oleellinen merkitys talouden yleisen velkaantumisen kannalta, ja niiden vakaus on tärkeää. Pankkien vakaussäädösten kiristäminen johtaa helposti varjopankkien luomiseen erilaisten rahastojen muodossa. Rahamarkkinarahastot ja muut sijoitusrahastot kokevat häiriötilanteissa helposti sijoituspaon ja aiheuttavat yleisen rahamarkkinakriisin. Jos asuntoluottolaitokset rahoittavat asuntoluottoja lyhytaikaisella rahoituksella, ne altistuvat maksuvalmiuskriisille.

Sijoitusrahastot ovat kasvattaneet osuuttaan rahoitusmarkkinoilla. Joskus todetaan, että osuus on suurentunut pankkien talletusten kustannuksella. Näin ei ole laajasti käynyt, koska myös pankkien taseet ovat kasvaneet kansantalouksien kasvua nopeammin. Aktiivisen sijoitustoiminnan lisääntyminen on – vaikka onkin osin vienyt varoja talletustileiltä – osaltaan lisännyt likviditeetin kysyntää. Kun tallettaja siirtää varansa sijoitusrahastoon, talletus siirtyy tallettajan tililtä sijoitusrahaston talletustilille. Sijoitusrahasto ostaa osakkeita, jolloin talletus siirtyy osakkeiden myyjän tilille, jne. Talletus ei katoa, ellei joku maksa pankille velkaansa tai rahaa siirry valtion tilille tai ulkomaille.

Sijoitusrahastot sijoittavat erilaisilla periaatteilla. Rahastot pyrkivät yleensä lyömään jonkin tavoitetason, kuten yleisen korkotason tai osakeindeksin. Ne keskittyvät valitsemiinsa kohteisiin, jolloin sijoittaja tietää suunnilleen, mihin varat on kohdennettu ja missä määrin niillä otetaan riskejä. Erityisesti johdannaisten käyttö ja ns. strukturoidut tuotteet, joissa on yhdistetty erilaisen riskin sisältäviä instrumentteja, voivat olla ongelmallisia ja hämäriä. Rahastojen mainonnan moraali on koetuksella; liian usein annetaan yksipuolisen myönteinen kuva. Jos mainoksessa puhutaan ensisijaisesti tuoton mahdollisuudesta, rahaston pitäisi itse kantaa mahdolliset tappiot, muuten se pettää.

On rahamarkkinarahastoja, korkorahastoja ja osakerahastoja, joista osa keskittyy riskipitoisempiin, osa vähemmän riskipitoisiin kohteisiin. Rahamarkkinarahaston riski on pieni, mutta niin on yleensä tuottokin. Kuitenkin kaikilla rahastoilla on riskinsä, eikä niillä ole julkisen vallan antamaa takuuta, ei rahamarkkinarahastoillakaan. Sikäli kuin sijoitukset ovat muissa kohteissa kuin (luotettavan) valtion omissa tai valtion takaamissa sijoituskohteissa, sijoitukseen sisältyy luottoriski.

Osa rahastoista pelaa melko vapaasti riskipeliä eri instrumenteilla, mm. johdannaisilla. Jos esimerkiksi korkorahasto pelaa johdannaisilla, se ei ole enää aito korkorahasto, jonka tuotto riippuu normaaliin tapaan markkinakorkojen kehityksestä. Sitä ei pitäisi edes kutsua korkorahastoksi. Jos operointi johdannaisilla on laajaa, se hämärtää täysin rahaston luonteen. Rahaston tuotto ja tappio voivat olla mitä tahansa, eikä tuotto vastaa enää todennäköisesti lähellekään rahaston perussijoitusten yleistä markkinatuottoa. Johdannaisilla saadaan ns. vipuvaikutuksen kautta pienienkin sijoitusten tapauksessa aikaan suuria voiton ja tappion mahdollisuuksia. Äärimmillään rahasto on melkein pelkkä ruletti.

Yleensä riskipeliä pelaavat rahastot ovat suuria ns. hedge funds rahastoja, jotka eivät edes ota sijoitettaviksi piensijoittajien varoja. Hedge tarkoittaa suoja-aitaa, joten nimi on hiukan yllättävä, kun nämä ovat yleensä nimenomaan riskeillä pelaavia rahastoja. Vakiintunutta suomenkielistä nimeä näillä ei kai ole; puhutaan usein suojarahastoista tai vipurahastoista (yleensä Suomen Pankin teksteissä riskirahastosta). Nimen tausta on se, että vaikka nämä rahastot ottavat riskejä, ne myös suojaavat niiltä mm. johdannaisilla. Alkujaan rahastot painottivatkin suojauspuolta. Sittemmin niiden ideana on ollut rakentaa monimutkaisia riskien ja suojausten kokonaisuuksia erityyppisistä sijoituksista, jotta näin saataisiin parempi riskien ja tuottojen suhde kuin aivan perussijoituksilla. Alkuaikoina tällaisia arbitraasituottoja tulikin runsaasti, mutta toiminnan näillä alueilla voimakkaasti laajennuttua kilpailu on vienyt helpot voitot. Kriisivaiheissa nämäkin rahastot ovat kärsineet suuria tappioita. Sijoittajan tuottoa vähentää myös se, että rahasto ottaa selvästi suuremman palkkion kuin tavallisen kansan sijoitusrahasto.

Alkuaikoina nämä riskirahastot sijoittivat vain osakkaittensa omia varoja, mutta sittemmin ne ovat käyttäneet myös velkavipua eli sijoittaneet velkarahaa. Tämä on lähentänyt niitä investointipankkeihin, joskin näiden rahastojen riskipeli on yhä laajempaa. Riskirahastoista on kasvunsa ja velkojensa myötä tullut rahoitusmarkkinoille merkittävä lisätekijä, myös vakauden ja epävakauden kannalta. Eräiden hedge funds riskirahastojen vaikeudet aloittivat vuonna 2007 rahoituskriisin leviämisen, mutta kaiken kaikkiaan nämä riskipelurit eivät olleet kriisissä keskeisimpiä ongelmien aiheuttajia vaan osin jopa vakauttivat tilannetta.

Erikoinen kansainvälinen rahastotyyppi on myös eräiden valtioiden ylijäämävarojen rahastointi. Tällaisia rahastoja ovat perustaneet monet öljyntuottajamaat mutta myös eräät Aasian vahvat ylijäämämaat, lähinnä Kiina ja Singapore. Lähi-idän öljyntuottajat sekä Venäjä ja Norja ovat rahastoineet suuria määriä öljy-ylijäämiään. Joillakin mailla, Norjallakin, on ollut rahastoituna yhden vuoden tai useammankin vuoden BKT:tä vastaava määrä varoja. Kaikkiaan tällaisissa valtioiden rahastoissa on kuitenkin ollut varoja vain määrä, joka vastaa muutamia prosentteja maailman BKT:stä ja vielä pienempää osuutta maailman kaikista sijoitusvaroista. Hedge funds rahastoissa on varoja ollut suunnilleen saman verran.

Kovin vaikutusvaltaisista valtioiden varoista ei siis ole kysymys. Kuitenkin näiden rahastojen sijoituspolitiikka on herättänyt ajoittain keskustelua. Päinvastoin kuin avoin Norjan rahasto ne eivät yleensä julkista sijoituksiaan, joskin useat niistä ovat hiljalleen avautuneet. Niiden on epäilty osin pelaavan poliittista tai ainakin teollisuuspoliittista peliä. Ilmeistä kuitenkin on, jos varat todella halutaan säilyttää tuleviin kotimaisiin menoihin, on vaikea pelata juuri muuta peliä kuin markkinoiden normaali sijoitustoiminta edellyttää. Kriisin aikana nämä rahastot sijoitustoimillaan pikemminkin vakauttivat kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden toimintaa.

Arvopaperimarkkinoiden pääpiirteitä

Arvopaperimarkkinoilla on tärkeä osa rahoituskehityksen tulkinnassa. Sijoittajien ja arvopaperirahoituksen suurten käyttäjien piirissä obligaatio- ja osakemarkkinoiden analyysi onkin kehittynyttä ja laajaa. Markkinoilla korkojen muutoksistakin puhutaan yleises-

ti niin tarkasti kuin peruspisteinä. Peruspiste on prosentin sadasosa, eli siis 10 peruspistettä on 0,1 % (tai prosenttiyksikköä). Kansantalouden rahoitusanalyysi ei tarvitse yhtä perusteellista työtä. Rahapolitiikalle obligaatioiden ja osakkeiden emissioilla ja ylipäätään rahoituksen määrätiedoilla on toissijainen merkitys rahalaitosten pääerien kehitykseen verrattuna siitä huolimatta, että arvopaperimarkkinat ovat yleensä paljon suuremmat kuin pankkien luotot ja talletukset.

Sen sijaan arvopaperimarkkinoiden koroilla sekä obligaatioiden ja osakkeiden hinnoilla on hyvin suuri informaatioarvo myös rahapolitiikan analyysissä. Kiinteäkorkoisten obligaatioiden hinnat vaihtelevat käänteisesti markkinakorkojen mukaan, ja osakkeiden hinnat vaihtelevat yleisesti vielä paljon enemmän. Markkinoiden volyymilla ja likviditeetillä on merkitystä lähinnä sitä kautta, että nämä vaikuttavat arvioihin siitä, kuinka luotettava on markkinoiden korkojen informaatioarvo.

Keskuspankit eivät normaalioloissa pyri omilla avomarkkinaoperaatioillaan vaikuttamaan suoraan pitkäaikaisiin arvopaperimarkkinoihin. Monet keskuspankit tosin operoivat normaalioloissakin jonkin verran pitkäaikaisillakin valtion velkapapereilla likviditeettiin vaikuttaakseen tai vain varojaan sijoittaakseen, mutta operaatiot ovat normaalioloissa niin pieniä, etteivät ne juuri vaikuta arvopapereiden hintoihin. Vain poikkeuksellisesti tai poikkeusoloissa keskuspankit ovat tavoitelleet selvää vaikutusta pitkäaikaisiin korkoihin nimenomaan interventioillaan. Tällöin vaaditaan kuitenkin erittäin suuria operaatioita. Yhdysvaltain, Japanin ja euroalueen keskuspankit katsoivat tarpeelliseksi ostaa kriisin yhteydessä 2010-luvulla valtionlainoja sekä asunto- ja muita lainoja markkinoilta määrän, joka suuruusluokaltaan vastasi jopa kymmeniä prosentteja BKT:stä. Tämä moninkertaisti keskuspankkien taseen koon.

Arvopaperimarkkinat ovat kehittyneissä maissa kooltaan laajin osa rahoitusmarkkinoista. Usein jo valtionobligaatioita ja muita valtion lainapapereita on liikkeellä maan laajan rahamäärän verran eli 50–100 % BKT:stä. Yksityisiä korkopapereita on liikkeellä vielä enemmän, joskin ne ovat enimmäkseen rahoituslaitosten liikkeeseen laskemia ja myös näiden ostamia, joten ne sisältyvät osin rahoituslaitosten luottoihin ja pieneltä osin rahamääriinkin. Osakkeiden markkina-arvo heiluu voimakkaasti – välillä jopa kaksinkertaistuu ja sitten puolittuu – mutta pörssiosakkeiden arvo vastaa keskimäärin suuruudeltaan useimmissa maissa suunnilleen yhden vuoden BKT:tä. Kehittyvissä talouksissa arvopaperimarkkinat ovat pienemmät ehkä valtion velkapapereita lukuun ottamatta. Yksityiset sijoitukset painottuvat siellä pankkitalletuksiin ja jopa setelistöön.

Eri maiden markkinoilla esiintyy monennimisiä instrumentteja, joilla on erilainen juridinen asema ja kirjava joukko ominaisuuksia. On lyhytaikaisia valtionvekseleitä, pankkien talletus- ja sijoitustodistuksia, yritystodistuksia, pitkäaikaisia debentuureja, obligaatioita ja vaihtovelkakirjoja ym. Esimerkiksi debentuurilla on eri maissa eri ominaisuuksia, mutta se on obligaation tyyppinen ja ehkä konkurssissa heikommassa asemassa kuin obligaatio. Syndikoidut lainat ovat yksittäisiä suuria lainoja, joista syndikaattiin kuuluvat useat pankit ostavat oman osansa ja joille ei ole varsinaisia jälkimarkkinoita. Vaihtovelkakirjoihin liittyy oikeus vaihtaa ne jossakin vaiheessa osakkeiksi. Oman pääoman ehtoista rahoitusta lähentelevät myös ns. hybridilainat (pankkien omaan pääomaan niitä ei enää hyväksytä), joiden koron maksu riippuu yrityksen tuloksesta, samoin obligaatiot, jotka muuttuvat osakepääomaksi kriisitilanteessa (ns. ”cocos”, contingent covertible bonds).

Arvopaperien määrien tilastointi on osin hankalaa. Yleensä lainat lasketaan liikkeeseen kotimaassa, mutta on myös ulkomailla emittoituja ulkomaisiksi ja kansainvälisiksi lainoiksi luokiteltuja lainoja, ja usein näitä on tilastoissa vaikea erottaa. Instrumenttien määrittelyt ovat epämääräisiä ja vaihtelevat maittain, ja korko- ja valuuttaehdot samoin kuin mm. kuoletusehdot voivat olla kirjavia. Korkokaavat ja koronlaskukäytännöt ovat yksityiskohdiltaan osin erilaisia eri maissa.

Arvopaperimarkkinat jaetaan emissiomarkkinoihin ja jälkimarkkinoihin. Emissioissa lasketaan liikkeeseen uusia obligaatioita ja osakkeita. Kuoletukset vähentävät niitä. Obligaatioita kuoletetaan joko kertakuoletuksina tai vähitellen, mutta on myös lainoja,

joilla ei ole kuoletusaikaa ja kuoletus on jotenkin vapaaehtoista. Obligaatioiden ja osakkeiden markkinat ovat käytännössä valtaosin jälkimarkkinoita; olemassa olevia papereita ostetaan ja myydään. Tosin paperimuodossahan nämä paperit eivät enää juuri ole, vaan tileinä tietokoneissa. Keskeisillä arvopapereilla on laajat johdannaismarkkinat, joita varten on myös erillisiä pörssejä.

Arvopaperimarkkinoiden organisointiin kuuluu eri instrumenteille luotu markkinatakaajajärjestelmä. Markkinatakaajina toimivat pääosin suurimmat pankit. Ne ovat sitoutuneet joka hetki ostamaan ja myymään ilmoittamaansa hintaan esimerkiksi valtionlainoja. Markkinatakaajat muodostavat keskeisen osan kyseisen instrumentin markkinoista, ja paljolti niiden piirissä syntyy markkinahinta. Mikäli ne ovat haluttomia ostamaan jotakin instrumenttia, ne pudottavat hintatarjoustaan, jolloin paperille tuleva tuotto, eli markkinakorko, nousee. Markkinatietojärjestelmät, Bloomberg, Reuters ym. julkistavat näitä tietoja ajantasaisesti ruuduillaan.

Rahoitusmarkkinoilla arvopapereita käytetään runsaasti lyhytaikaisten markkinaoperaatioiden vakuutena. Pankit käyvät hyvin paljon repokauppaa, joissa arvopapereita käytetään asiallisesti ottaen lyhytaikaisten lainojen vakuuksina. Tällöin pankin riski ei vaikuta lainauksen hintaan, vaan kauppaa käydään vaikkapa valtion riskillä. Arvopapereita myös lainataan repokaupoilla eli takaisinostosopimuksilla mm. lyhyeksimyyntejä varten; näitä tehdään laskevien kurssien (nousevien korkojen, inflaatio- ja luottotappiouhan ym.) riskin varalta.

Obligaatiomarkkinat

Suurten valtioiden obligaatiot muodostavat obligaatiomarkkinoiden keskeisen osan. Niiden liikkeessä oleva määrä on suuri; valtion bruttovelka on yleensä suunnilleen 50–100 % BKT:stä. Koko velka ei ole markkinapapereita, mutta suurin osa on aktiivisesti vaihdettavia obligaatioita. Vakaiden valtioiden lainojen markkinat ovat likvidit ja maailmanlaajuiset. Lainoja on lyhyistä vekseleistä tai velkasitoumuksista normaalisti maturiteetiltaan 10 vuoden obligaatioihin asti ja usein vielä 30 vuoden lainoihin asti. On myös tätä pitempiä lainoja mm. vakuutuslaitosten sijoituksia varten. On jopa periaatteessa ikuisia valtionlainoja, konsoleita, ainakin Isossa-Britanniassa. Niille maksetaan säännöllisesti tietty korko, ja niitä voi ostaa ja myydä jälkimarkkinoilla.

Valtioiden lainat ovat hajaantuneet laajasti maailmalle ja rahoituslaitoksiin. Niistä on usein vain pieni osa kotimaan kotitalouksien ja yritysten hallussa, joten nämä eivät rahoita suoraan omaa valtiotaan kovinkaan paljon. Välillisesti kotimaan kotitalouksien ja yritysten rahoitus on kuitenkin ratkaisevan tärkeä. Tilinpidollisesti ja paljolti käyttäytymismielessäkin valtionvelan vastaeränä on kotitalouksien ja yritysten rahoitusvarallisuus. Mitä enemmän valtiolla on velkaa, sitä enemmän yleisöllä on rahoitussaamisia tai maalla ulkomaista velkaa. Valtionvelan supistaminen heikentää yleisön nettorahoitusasemaa, ellei yleisö korvaa tätä sijoittamalla ulkomaille vaihtotaseen ylijäämään myötävaikuttavalla tavalla.

Valtioiden ohella rahoituslaitosten lainat hallitsevat korkopapereiden markkinoita. Toisaalta rahoituslaitokset, erityisesti vakuutuslaitokset, ovat myös keskeisimpiä sijoittajia arvopaperimarkkinoilla. Monissa maissa erityisesti asuntoluottolaitokset ovat suuria obligaatioiden liikkeeseenlaskijoita. Yhdysvaltain obligaatiomarkkinoilla toimivat asuntoluottojen rahoituslaitokset (tunnetaan epävirallisilla nimillä Fannie Mae ja Freddie Mac) jälleenrahoittavat obligaatioillaan lähes puolet Yhdysvalloissa eri laitoksista myönnetyistä asuntoluotoista. Nämä asemaltaan vähän epämääräiset laitokset ajautuivat kriisin aikana selvästi valtion hoiviin, ja Fed on joutunut tukemaan niitä ja niiden kautta Yhdysvaltain asuntomarkkinoita. Laitokset ovatkin niin luotettavia, että ulkomaiset keskuspankit sijoittavat muiden mukana jonkin verran niiden arvopapereihin. Muiden yritysten kuin rahoituslaitosten liikkeeseen laskemien obligaatiolainojen osuus on selvästi pienempi.

Obligaatiot voivat olla ehdoiltaan varsin kirjavia, räätälöityjä kulloisenkin yrityksen rahoitustarpeiden mukaan, mistä syystä niiden vertailu on hankalaa. Obligaatiosijoittajien suojaamiseksi yrityslainoissa voi olla esim. irtisanomisehtoja, jotka tulevat voimaan yritysjärjestelyissä. Kuitenkin valtioiden lainanoton ytimen muodostavat ehdoiltaan pelkistetyt standardilainat. Valtiot laskevat näitä jäätelöhenkisiä ”pelkkä vanilja” lainoja liikkeeseen juuri markkinoita selkeyttääkseen. Niistä markkinakorko saadaan suhteellisen puhtaana, ja valtioiden lainojen korot muodostavatkin korkovertailujen lähtökohdan.

Monet valtiot emittoivat kuluttajahintoihin indeksoituja obligaatiota. Niillä on pieni kiinteä korko ja tämän lisäksi kuluttajahintojen nousua vastaava tuottoetu. Sijoittajien inflaatio-odotuksen voi suoraan nähdä obligaatioiden koroista niissä maissa, joissa esiintyy rinnakkain normaaleja nimelliskorkoisia obligaatioita ja ehdoiltaan muuten samanlaisia indeksiobligaatioita. Näiden korkoero kertoo odotetun keskimääräisen inflaation jäljellä olevalta laina-ajalta. Tulkintaa tosin vaikeuttaa mm. obligaatioiden likviditeettiero, joka vaikuttaa epälikvidimmän indeksiobligaation korkoa nostavasti, jolloin inflaatiokomponentin osuus jää hiukan liian pieneksi.

Vakaiden kehittyneiden maiden lainat on luokiteltu parhaisiin riskiluokkiin. Raskaasti velkaisten tai epävakaiden maiden velan luottoluokitusasteiden kirjo on laaja ja ulottuu asiallisesti ottaen sijoituskelvottomiin kriisimaiden lainoihin asti. Parhaidenkin yritysten lainoja pidetään riskipitoisempina kuin yrityksen kotivaltion lainoja, koska valtio voi periaatteessa hoitaa velkansa yrityksiä verottamalla. Tosin poikkeuksellisesti vahva yritys tai valtion poikkeuksellisen suuri lainanotto on voinut hetkellisesti kääntää tämän korkosuhteen.

Yrityslainamarkkinoilla on myös suririskisten yritysten (luokitus alle ns. investment grade tason) suurituottoisia obligaatioita, joita kutsutaan yleisesti roskalainoiksi. Molemmat nimitykset ovat oikeita. Jos tuottoa tulee, se voi olla 10–20 %, mutta myös yrityksen kaatumisen riski on suuri. Nämä obligaatiot ovat tosiasiassa lähellä oman pääoman ehtoista rahoitusta, ja niissä on otettu selkeästi huomioon yrityksen huomattava konkurssiriski. Hajauttamalla varansa laajasti näihin lainoihin sijoittaja voi saada korkeiden korkojen ja luottotappioiden yhteistuloksena keskimäärin kohtuullisen, osapuilleen hyvien obligaatioiden korkoa vastaavan tuoton.

Luottojen luokittelulaitokset (Moody’s, Standard & Poor’s ja Fitch) perustavat arvionsa lähinnä menneisyydestä saamiinsa tietoihin yritysten ja valtioiden riskien todennäköisyyksistä. Luokittelijoilla on laaja aineisto yrityksistä, rahoituslaitoksista ja valtioista, näiden suoriutumisesta ja sortumisesta ongelmiin. Tältä pohjalta ne arvioivat yrityksen tai valtion maksuvaikeuksien todennäköisyyden. Yhdysvaltain asuntomarkkinoilta vastaavaa riskihistoriaa ei ennen vuosina 2007–2008 alkanutta kriisiä ollut, mikä selittää luokituslaitosten pahat virheet subprime-lainojen luokituksissa. Laitokset luokittelevat luottotappioriskiä, eivät esimerkiksi papereiden markkinoiden likviditeettiriskiä. Kotimaanrahan ja ulkomaanrahan määräisten lainojen luokitus on yleensä erilainen.

Luokituslaitosten arviot ovat vain suuntaa antavia. Niihin on luotettu liikaa, ja mm. rahoituslaitosten vakautta koskevia säädöksiä on sidottu luokituksiin. Luokituslaitokset saavat tulonsa luokituksista luokiteltaviltaan, minkä on epäilty haittaavan luokitusten neutraalisuutta. Luokituslaitoksia on varmaan arvosteltu liikaakin. Joka tapauksessa tällaisia periaatteessa puolueettomia arviointilaitoksia tarvitaan, kaikkine virheineenkin. Reittauksen pienillä muutoksilla ei ole yleensä sanottavaa vaikutusta koron riskilisään. Tietty tärkeä raja on siinä, että jos luokitus putoaa alle tason ”investement grade”, monien rahoituslaitosten, esimerkiksi vakuutuslaitosten säännöt kieltävät sijoittamasta tällaisiin lainoihin. Tällaisen rajan rikkoutuminen saattaakin aiheuttaa tuntuvan reaktion kyseisen velallisen papereiden hinnoissa.

Obligaatiomarkkinoiden monipuolinen kehitys ei ole sujunut ilman ongelmia. Erittäin riskipitoiseksi on osoittautunut lainojen, ennen kaikkea asuntolainojen, paketoiminen yhteen ja myyminen edelleen sijoittajille obligaatioina. Tällaisia instrumentteja ovat pankkilainojen yhdistelyissä käytetty CDO (collateralised debt obligation) ja obligaatioiden paketoinnissa käytetty CLO (collateralised loan obligation). Parhaimmillaan nämä

järjestelyt edustavat merkittävää markkinoiden kehitystä. Kuitenkin suuria luottoriskejä on myös piilotettu näihin jälkimarkkinainstrumentteihin, ja ne on myyty hyväuskoisille ostajille.

Tämäntapaiset eri lainoista ja niiden erilailla riskiluokitelluista osista rakennetut ns. strukturoidut tuotteet ovat aiheuttaneet tappioita, joista näyttävin on Yhdysvaltain subprime-asuntolainoista vuonna 2007 alkanut kriisi. Heikkoja asuntolainoja paketoitiin yhteen ja sitten laina jaettiin riskeiltään erilaisiin osiin. Riski, eli lainan hoitamatta jäävä osuus, keskitettiin vaikkapa 5 prosentin ja edelleen 20 prosentin osuuteen lainasta. Loppuosa 80 prosenttia tulkittiin riskittömäksi (luokituslaitokset siis erehtyivät luokittelemaan sen parhaaseen riskiluokkaan) ja myytiin sijoittajille edullisella korolla. Riskipitoisimmat osat, ns. myrkkypillerit, antoivat periaatteessa, jos tappioita ei tullut, erittäin hyvän tuoton, mutta tosiasiassa kaikki kärsivät raskaita menetyksiä. Sotkua lisäsi vielä se, että riskejä oli myyty edelleen luottoriskinvaihtosopimuksilla (CDS), joista AIG-vakuutusyhtiö kärsi erittäin suuret tappiot.

Obligaatioiden korko

Obligaatiomarkkinoiden tärkeä ja rahoitusmarkkina-analyysien kannalta keskeinen piirre on kiinteäkorkoisten obligaatioiden markkinahinnan voimakas vaihtelu käänteisesti markkinakoron mukaan. Koska kiinteäkorkoinen obligaatio tuottaa vuosittain rahamäärältään kiinteän tulovirran, muuttuu obligaation arvo niin, että tulovirran suhde obligaation kulloisenkin markkina-arvoon vastaa markkinakorkoa. Markkinakoron noustessa siis ennestään liikkeellä olevien kiinteäkorkoisen obligaation arvo putoaa, ja markkinakorkojen laskiessa obligaatiovarallisuuden arvo nousee.

Liikkeellä olevien obligaatioiden suuren määrän vuoksi obligaatioiden arvon vaihtelulla on useissa maissa suuri varallisuusvaikutus ja sitäkin kautta huomattava kokonaistaloudellinen merkitys. Toisaalta kiinteäkorkoisilla instrumenteilla lainaa ottaneille velallisille markkinakoron heilahtelulla ei ole merkitystä. Näille velallisille kiinteäkorkoinen laina on koron puolesta riskitön.

Korkovaikutus obligaation arvoon on sitä suurempi, mitä pitempiaikaisesta paperista on kysymys. Jos kuoletus on lähellä, arvon muutos jää vähäiseksi, mutta 10–30 vuoden obligaation arvo muuttuu korkosuhdanteiden mukana ehkä jopa kymmeniä prosentteja. Ilman määrättyä kuoletusaikaa liikkeeseen laskettujen, ikuisten konsoleiden arvo heilahtaa koron muutoksessa periaatteessa suoraan käänteisesti, eli jos markkinoilla pitkäaikainen korko nousee kaksinkertaiseksi (3 prosentista 6 prosenttiin), konsolin arvo putoaa puoleen.

Vaihtuvakorkoisessa obligaatiossa tätä arvonmuutosta juuri ei tule, koska sen korkoprosentti ja sille maksettu rahamääräinen korko muuttuvat viitekoron mukaan. Vaihtuvakorkoisia obligaatioita on markkinoilla kuitenkin varsin vähän suhteessa kiinteäkorkoisiin. Vaihtuvakorkoisen lainan korkoriski on lainanottajalla, joskin tämä voi suojata asemansa koronvaihtosopimuksella.

Valtion korko on periaatteessa riskitön, ja luokituslaitokset ovat yleensä luokitelleet keskeisten valtioiden lainat pääosin parhaaseen riskiluokkaan. Yleisesti puhutaan riskittömästä korosta, mutta vahvankin valtion korossa on aina pieni velanhoitoriski. Heikoilla valtioilla velanhoito-ongelmia on useinkin, mutta kehittyneiden maiden suoranaiset velan laiminlyönnit tai sijoittajien kannalta epäedulliset velan uudelleenjärjestelyt ovat harvinaisia.

Markkinoiden korkorakennetta seurataan valtion eripituisten velkapapereiden korkojen kautta. Näiden korkojen muodostama aikarakenne, tuottokäyrä, kertoo odotuksista. Monista maista ei kuitenkaan ole saatavissa kattavaa valtionvelan maturiteettirakennetta eikä siis myöskään pelkästään valtionlainoihin pohjautuvaa tuottokäyrää. Tällöin tuottokäyrään joudutaan yhdistelemään erilaisen riskin papereita, mikä hankaloittaa

tuottokäyrän tulkintaa. Yksityisten lainapaperien koroissa on merkittäviäkin riskilisiä, jotka heijastavat yritysten riskiluokituksia.

Joitakin kotitalouksille tarkoitettuja lainoja voidaan myydä obligaation nimelliseen hintaan, mutta käytännössä markkinaobligaatioiden liikkeeseenlaskukurssi ei ole sama kuin niiden nimelliskurssi. Se ei ole sitä tarkkaan ottaen koskaan, koska myynti perustuu markkinatilanteeseen. Joitakin obligaatioita voidaan myydä tarkoituksellisesti alennettuun hintaan (deep discount paperit), jolloin niillä on alhainen nimellinen korko. Tällaisille obligaatioille ei välttämättä makseta muodollisesti korkoa ollenkaan, vaan tällaisen nollakuponkilainan liikkeeseenlaskuhinta on niin halpa, että korko kertyy liikkeeseenlaskuhinnan ja nimellisen kuoletushinnan erotuksena. Tämä käytäntö on yleinen lyhytaikaisissa markkinapapereissa, jolloin niitä kutsutaan diskonttopapereiksi.

Arvopapereiden hinnan vaihtelu tuo markkinoille tärkeän riskitekijän. Sillä on merkitystä mm. pankkien tuloksen kannalta, koska pankeilla on usein suuri obligaatiosalkku. Korkoriskiä kuvaavana tunnuslukuna on yleisesti käytössä duraatio. Se esitetään kyseisen, eripituisten lainojen portfolion osalta lukuarvona, jonka voi tulkita vuosissa, esim. 4 vuotta. Lukuarvo kertoo, että yleisen korkomuutoksen (eli hiukan epärealistisesti kaikki korot muuttuisivat saman verran) tuomat menetykset ja tuotot kumoavat toisensa 4 vuoden kuluttua. Eli kun korot nousevat, kiinteäkorkoiset arvopaperit menettävät arvoaan, mutta toisaalta kohonnut korko tuo muilta osin portfoliolle lisätuottoja, jotka kattavat menetyksen neljässä vuodessa. Duraation voi tulkita myös niin, että mainitussa esimerkissä yhden prosenttiyksikön koron nousu pudottaa aluksi portfolion arvoa 4 %, mutta 1 prosenttiyksikön verran kohentunut korkotuotto tuo tämän neljässä vuodessa takaisin. Mitä pitempiaikaisia sijoituksia salkussa keskimäärin on, sitä pitempi on duraatio ja sitä riskipitoisempi salkku on lyhyellä aikavälillä.

Pitkäaikaisten markkinakorkojen määräytyminen

Korkokehityksen ennustaminen on vaikeaa, ja jopa jälkikäteen sen tarkka selittäminen on ongelmallista – joskaan ei yhtä ongelmallista kuin valuuttakurssin käyttäytymisen selittäminen. Pitkäaikaisten markkinakorkojen katsotaan syntyvän pääosin muutamista talouden perustekijöistä, mutta lyhyellä aikavälillä hyvin monet taloudelliset ja poliittisetkin tekijät vaikuttavat niihin. Normaalioloissa pitkäaikainen korko muodostuu pääasiassa neljästä tekijästä: talouden pitkän aikavälin kasvuodotuksista, inflaatio-odotuksista, velalliseen liittyvästä riskistä ja lainan likviditeetistä. Korkotason lisääntyvä kansainvälistyminen on hämärtänyt tätä peruskaavaa yksittäisen maan tapauksessa.

Riskittömän reaalikoron asettuminen reaalikasvun tasolle johtuu siitä, että koron tulee tasapainotilassa vastata vaihtoehtoisen reaali-investoinnin tuottoa. Markkinat yhdenmukaistavat tietyin varauksin kaikkien sijoitusten tuoton. Talouden kasvuvauhti vastaa reaali-investointien tuottavuuden paranemista (kun työvoima on ennallaan ym.). Jos reaalisijoituksen tuotto on (riskillä korjattuna) parempi kuin arvopaperimarkkinoiden korko, markkinoilta kannattaa lainata rajattomasti reaalisijoituksia varten. Lainanantajat eivät tähän tietenkään suostu, eikä heillä ole rajattomasti varojakaan, joten korko nousee. Jos taas reaalisijoituksen tuotto on alempi kuin korko, luottoja ei kysytä ja korkoa on laskettava, kunnes tasapaino toteutuu. Näin siis nopean tuottavuuskasvun taloudessa on periaatteessa korkea reaalikorkotaso ja hitaan tuottavuuskasvun taloudessa matala reaalikorkotaso.

Nimelliskoron muodostuksessa inflaation merkitys on ilmeinen. Luotonantaja vaatii korvauksen inflaatiossa menettämästään pääoman arvosta. Inflaatiokomponentti ei analyyttisesti katsoen olekaan korkoa, vaan hyvitys rahoituspääoman arvon alenemisesta. Sitä ei pitäisi esimerkiksi verottaa korkona.

Koron ottaminen oli aikoinaan kiellettyä länsimaissa – Vanhan testamentin pohjalta kristinuskossa ja juutalaisuudessa – ja on vieläkin osin puhdasoppisessa islamilaisessa maailmassa. Kielto oli itse asiassa edellä todettujen periaatteiden mukaan teoreettisesti

perusteltu antiikin maailmassa, jossa ei juuri ollut tuottavuuden kasvua eikä metallirahamaailmassa ainakaan jatkuvaa inflaatiota. Alkujaan kielto epäilemättä koskikin nimenomaan koronkiskontaa. Reaalikasvun ja inflaation maailmassa nykyistä islamilaista tulkintaa voi tietysti arvostella. Mutta jos nykyisinkin kasvu ja inflaatio pysähtyvät, kuten viime vuosikymmeninä ja vuosina on monissa maissa käynyt, markkinoiden korkotaso asettuu itsestään ilman rahapolitiikkaakin lähelle nollaa. Tosin yksittäisessä maassa, kuten lähes nollakasvusta kärsineessä Japanissa, pitkä korko säilyi hyvin kansainvälisenä korkona selvästi positiivisena myös silloin, kun länsimaissa korot olivat vielä selvästi positiivisia.

Luotonsaajan takaisinmaksukykyyn liittyvä riskilisä, riskipreemio on myös ilmeinen ja tärkeä osa korkoa. Se saattaa kasvaa ongelmiin ajautuneissa maissa ja yrityksissä useisiin prosenttiyksiköihin, jopa kymmeneen prosenttiyksikköön ja velkakriisin uhatessa tietysti paljon ylikin. Korossa on myös toinen, yleinen epävarmuuslisä, eli suuri epävarmuus korkotason yleisestä kehityksestä nostaa koron riskipreemiota.

Riskipreemio on tavallaan luotonantajan asettama hinta lainan riskiä koskevan option tai vakuutussopimuksen kirjoittamisesta. Luotonantaja varautuu preemiomaksulla mahdolliseen luoton menetykseen. Hinta on sitä korkeampi, mitä suurempi on menetysriski. Jos vastaavasti luotonottaja hankkii luotolleen luotettavan takaajan, esimerkiksi valtion, luoton korko on alempi eli lähellä valtion korkoa, mutta takaaja perii velalliselta vastaavan preemiomaksun (ellei valtio subventoi kyseistä toimintaa hinnaltaan alennetulla tai ilmaisella takuulla). Optio tämä tilanne ei ole velallisen kannalta siinä mielessä, ettei velallisella ole juuri vapaasti valittavaa oikeutta jättää lainansa maksamatta. Luotonantaja voi myös suojata saamisensa luottoriskinvaihtosopimuksella (CDS), jonka hinta on myös tuo sama riskipreemiota vastaava maksu.

Rahoitusinstrumentin jälkimarkkinoiden hyvä likviditeetti alentaa korkoa. Tällainen instrumentti on normaalioloissa likviditeetiltään melkein kuin käteistalletus. Markkinapapereita käytetäänkin likviditeetin sijoituskohteina, ja ne voidaan myydä välittömästi pankeille käteistalletuksen saamiseksi. Jos taas paperin likviditeetti on huono, kuten on ehkä tilanne pienehkön, tuntemattoman yrityksen papereiden tapauksessa, paperista voi olla tarpeen vaatiessa hankala päästä eroon. Tällöin sijoittaja vaatii hyvityksen korkeampana korkona. Likviditeettipreemiot ovat kuitenkin pieniä, yleensä prosenttiyksikön kymmenyksiä, joten niillä ei ole samaa merkitystä kuin riskipreemioilla.

Edellä kuvattuihin periaatteisiin perustuu yleinen tapa arvioida markkinoiden kasvu- ja inflaatio-odotuksia vertaamalla valtioiden riskittömien nimelliskorkoisten ja indeksiobligaatioiden korkokehitystä. Indeksiobligaation markkinakoron katsotaan kuvaavan tuottavuuden pitkän aikavälin nimellistä kasvuodotusta ja obligaatioiden korkojen erotuksen pitkän aikavälin inflaatio-odotusta. Jako ei ole aivan selvä jo mm. siitä syystä, että tyypillisesti indeksiobligaation markkinat toimivat heikommin, jolloin sen korkoa nostaa epälikvidiyslisä. Tältä osin kasvuodotus tulee hiukan, yleensä ilmeisesti desimaalin tai parin verran, yliarvioiduksi ja inflaatio-odotus aliarvioiduksi. Menetelmä toimii melko hyvin normaalioloissa. Kriisissä on yleensä käynyt niin, että koron painuessa poikkeuksellisen alas erityisesti kasvuodotus on vääristynyt liian vaisuksi. Inflaatioennuste näyttää yleensä olleen varmempi.

Korko on myös korvaus kulutuksen siirtämisestä ajassa. Siten pieni diskonttaustekijä kuuluu rahoitusmarkkinoille. Harva antaisi naapurilleen kulutusluoton ilman jonkinlaista korvausta, vaikka tietäisikin saavansa sen vuosien päästä täysiarvoisena takaisin. Yleensä sijoittajat vaativat pitkäaikaisista sijoituksista vähän enemmän korkoa, joten tuottokäyrä on pitkällä aikavälillä keskimäärin hiukan nouseva.

Pitkäaikainen korko ei määräydy vapailla markkinoilla välittömästi rahapolitiikasta. Rahapolitiikka voi käytännössä vaikuttaa suoraan vain hyvin lyhyisiin korkoihin. Keskuspankit määräävät suoraan tai välillisesti yleensä ensisijaisesti yhden koron, jonka maturiteetti on eri maissa yhden päivän (yön) ja kahden viikon välillä. Tätä pitemmät korot määräytyvät rahoitusmarkkinoilla, ja mitä pitempien vaateiden kiinteistä koroista on kysymys, sitä täydellisemmin ne ovat markkinatekijöiden määräämät. Keskuspankki

ohjaa normaalioloissa pitkää korkoa välillisesti lähinnä pitämällä inflaation ja erilaiset riskilisät mahdollisimman hyvin tavoitteittensa mukaisena.

Mitä luotettavampaa rahapolitiikka on, sitä vakaampina pitkäaikaiset korot pysyvät lähellä talouden tuottavuuskasvun ja hintavakaustavoitteen mukaista tasoa. Jos hyvin uskottava keskuspankki ilmoittaa pitkäksi aikaa tulevaisuuteen korkopolitiikkansa, pitkäaikainen korko reagoi tähän. Yksinkertainen matematiikka ei kuitenkaan yleensä päde ainakaan juuri vuotta pidemmälle, ja lyhyiden ja pitkien korkojen ero muuttuu erilaisten odotusten ohjaamana. Joka tapauksessa pitkäaikainen korko kertoo niin keskuspankille kuin muillekin varsin hyvin hintavakaustavoitteen saavuttamisesta. Usein korkopäätöksen uskottavuus näkyy suoraan pitkäaikaisen koron reaktiossa. Jos rahapoliittista korkoa inflaatiouhan vuoksi nostetaan, kertoo pitkäaikaisen koron putoaminen, että politiikan onnistumiseen uskotaan. Jos taas pitkäaikainen korko nousee, politiikan onnistumista epäillään markkinoilla.

Käytännössä korkokehitys ei mene useinkaan aivan näiden neljän perustekijän määrittelemää korkouraa. Poikkeukselliset velkarahoituksen kysyntä- ja tarjontatekijät voivat sekoittaa pitkäksikin aikaa koron perusuran. Erityisten kysyntä- ja tarjontatekijöiden vaikutukset voivat näkyä kasvu- ja inflaatio-odotuksissa, mutta paljolti ne ovat myös näistä irrallisia.

Korkoihin vaikuttavia erityistekijöitä voivat olla maailman mitassa laaja yksityisen sektorin ylisäästäminen ja vähäinen luottojen kysyntä investointeihin sekä suurten maiden tai maaryhmien julkisen talouden poikkeukselliset suuret tai pienet rahoitustarpeet. Lisäksi obligaatioiden kysyntää ja tarjontaa voi tulla mm. poikkeuksellisista sijoitus- ja suojaustarpeista mm. eläkevakuutussijoituksissa ja asuntojen rahoituksessa sekä keskuspankkien runsaista varantosijoituksista. Ajoittain korot reagoivat valuuttakurssipaineisiin. Erityisesti 2010-luvun rahoitus- ja talouskriisissä keskuspankitkin ovat suurilla markkinaoperaatioillaan painaneet alas pitkäaikaisia korkoja.

Valtioiden alijäämien kasvu on aiheuttanut ajoittain keskustelua näiden alijäämien vaikutuksesta pitkäaikaisiin korkoihin. Erityisesti Yhdysvalloissa teoreetikkojen koulukuntajako on ollut välillä jyrkkä: toisten mielestä markkinakorot eivät juuri reagoi valtion alijäämiin, toisten mielestä reagoivat voimakkaasti. Asia riippuu epäilemättä mallista, eikä kysymykseen liene käytännössäkään aivan suoraviivaista vastausta. Tässäkin kysyntä ja tarjonta määräävät. Koron reaktio riippuu mm. suhdannetilanteesta, talouden säästöylijäämästä ja siitä, kohdistuuko obligaatiomarkkinoille yritysten ja ulkomaiden luotontarjontaa vai ei. Jos markkinoilla on yksityisen säästämisen myötä löysää rahaa, valtionvelan tarjonta ei ilmeisesti erityisemmin nosta korkoa, mutta jos markkinat ovat muutenkin kireät, korkovaikutus voi olla tuntuva. Euroalueellakin valtioiden tavoiteltua suurempien alijäämien korkovaikutus oli euron alkuvuosina olemattoman pieni, mutta vuosikymmenen lopun kriisi kasvatti ongelmavaltioiden riskilisää nopeasti.

Myös säädösten muutokset, sijoittajien suojausstrategiat ym. tekijät aikaansaavat ajoittain tarpeen lisätä tai vähentää pitkäaikaisia korkosijoituksia, millä on korkovaikutuksia. Joissakin maissa on mm. eläkevakuutustoiminnan uusista säädöksistä syntynyt tarpeita sijoittaa lisääntyvästi pitkäaikaisiin vaateisiin. Taustalla on ollut viranomaisten vaatimus saada eläkerahastojen sijoitusten pituus lähemmäs eläkevastuiden realisoitumisen ajankohtaa. Yhdysvalloissa esiintyy ajoittain sikäläiseen asuntojen rahoitusjärjestelmään liittyviä tarpeita muuttaa sijoitusten maturiteettia.

Jotkin Aasian keskuspankit pyrkivät pitämään suhteellisen vakaata dollarikurssia, ja valuuttansa vahvistumispaineissa ne joutuvat ostamaan dollarivaateita niiden tuotosta riippumatta. Valuuttavarantoja sijoitetaan tyypillisesti juuri valtion velkapapereihin, pääosin kuitenkin lyhytaikaisiin. Aasian keskuspankit ovat ajoittain rahoittaneet jopa suurimman osan Yhdysvaltain vajauksista, jolloin ne ovat samalla painaneet alas dollarin markkinakorkoja.

Monet muutkin tekijät voivat aiheuttaa hetkellistä kiinnostusta sijoittaa poikkeuksellisen paljon tai vähän pitkäaikaisiin vaateisiin. Kansainväliset korot reagoivat voimakkaasti poliittisiin kriiseihin ja pääomapakoihin kriisimaista, joskin vaikutukset jäävät

yleensä lyhytaikaisiksi. Obligaatioiden hintaa ja korkoja heiluttavat usein myös häiriöt muilla markkinoilla, erityisesti osakemarkkinoilla. Voimakkaat pyrkimykset pois osakkeista pudottavat osakkeiden hintoja ja nostavat usein juuri obligaatioiden hintoja ja päinvastoin.

Vapaiden pääomanliikkeiden ja vapaasti kelluvien valuuttakurssien maailmassa eri maiden riskittömät odotetut pitkäaikaiset reaalikorot eivät voi yleensä poiketa kovin paljon toisistaan. Tosin täydelliseen yhdenmukaistumiseen on pitkä matka, eikä sellainen tietysti koskaan toteudu. Voi kuitenkin jo kysyä, missä määrin on enää olemassa kansallista riskitöntä pitkäaikaista reaalikorkoa, ja jos tällaista ei ole, mitä kaikkea siitä seuraa. Pääomat hakeutuvat parhaiden tuottojen maihin. Tämä yhdenmukaistuminen tuo ainakin teoriassa ongelmia maille, joissa reaali-investointien tuotto on heikko. Kansallista on vain inflaatio- ja maariskilisä. Vielä nykyisin globaali riskitön korkotaso määräytyy eniten Yhdysvaltain talouden mukaisesti. Kuitenkin Yhdysvallat näyttää olevan joutumassa siihen kannaltaan epämiellyttävään asemaan, että senkin markkinakorkotaso riippuu lisääntyvästi ulkomaiden tilanteesta ja ulkomaisista sijoittajista eikä aina niinkään maan omasta taloudesta ja talouspolitiikasta. Euroalueellakin yksittäisen maan kehityksen vaikutus yhteiseen korkotasoon vähenee.

Korkojen vertailun ongelmia

Korkojen tarkka vertailu on markkinoilla varsin laaja ongelma, jonka tosin tietokoneet nykyisin tehokkaasti hoitavat. Rahapolitiikka ja yleinen rahatalouden seuranta eivät juuri vaadi korkokaavojen, koronmaksukäytäntöjen ym. aiheuttamien ongelmien huomioon ottamista, sillä ne koskevat hyvin pieniä yksityiskohtia ja näkyvät pääosin vain peruspisteinä eli prosenttiyksikön sadanneksina. Eri maiden käytännöissä on monenlaisia teknisiä eroja, ja esimerkiksi koronmaksujen ajoittuminen vaikuttaa noteerauksiin.

Osa korkonoteerauksista koskee 360 päivän, osa 365 päivän jaksoa. Tällaiset vuosikorot eivät siis ole täsmälleen kalenterivuoden korkoja. Viiden päivän ero vuosikorossa vastaa vajaata 1,4:ää prosenttia korkomaksuissa. Siten esimerkiksi 10 prosentin korko 360 päivän noteerauksena tuottaakin 10,14 % 365 päivässä. Näin 360 päivän sama korkonoteeraus on todellisuudessa parempi kuin 365 päivän korkonoteeraus. 360 päivän mittaisen vuoden käyttö on yleisempää, koska se on käytännöllinen sisältäessään 12 tasan 30 päivän kuukautta. Korkoprosentit esitetään yksinkertaisena vuotuisena korkona. Alle vuoden korot kuvaavat koron kertymistä vuositasolla ilman kertyneen koron uudelleensijoituksen antamaa tuottoa.

Normaalisti voidaan ekonomistianalyyseissä käyttää suoraan tiedotusvälineissä esitettyjä korkoja ilman sen kummempia selityksiä. Aivan merkityksettömiä kaikki erot eivät ole. Varsinkin korkeiden nimelliskorkojen tilanteessa, yli 10 prosentin tasoilla, korkokaavojen erot saattavat näkyä jo prosentin kymmenyksenä. Isoja eroja saattaa tulla verojen vaikutuksesta, sillä verotus eroaa maittain, mutta markkinatietovälineiden koroissa tämä tekijä on yleensä korjattu.

Arvopapereiden pitkäaikaiset korot ovat laskennallisia tuottoja, ns. yieldejä. Tuotto lasketaan sinä yhteisenä korkona, jolla obligaation korkojen ja kuoletusten tulevat virrat diskonttaamalla saadaan senhetkinen obligaation markkinahinta. Tosiasiassa lienee niin, että tuottokäyrä saa muotonsa markkinoilla ja yksittäiset eri maturiteettien korot lasketaan siitä takaisin päin. Tuottokäyrä lasketaan periaatteessa muuntamalla parhaalla mahdollisella tavalla kaikki korot vuotuiseksi tuotoksi. Alle vuoden korot lasketaan korkoa korolle kaavan mukaan. Tuottokäyrä on tärkeä markkinakehityksen informaatiolähde. Siitä voi laskea minkä tahansa markkinoiden odottaman lyhyen maturiteetin mittaisen koron eli futuurikoron uran tulevaisuudessa.

Normaalitilanteena pidetään sitä, että tuottokäyrä on hiukan nouseva, eli pitkät korot ovat korkeammalla kuin lyhyet korot. Tämän ilmiön selitykseksi on esitetty erilaisia teo-

rioita. Pääasiassa lienee kysymys yksinkertaisesti aikapreferenssistä eli siitä, että sijoittajat suosivat likvidejä sijoituksia ja vaativat pitkille sijoituksille jonkin verran lisäkorkoa.

Talousanalyyseissä käytetään yleensä valtionvelan koroista laskettua tuottokäyrää. Markkinoilla merkittävämpi on parhaiden pankkien välisiin eripituisiin koronvaihtosopimuksiin perustuva ns. swapkäyrä. Swapkorot ovat olleet normaalisti riskitekijän vuoksi hiukan korkeammat kuin valtion riskittömät obligaatiokorot, mutta mm. valtion poikkeuksellinen lainanotto on voinut kääntää hetkellisesti joiltakin osin tämän suhteen. Operaatioita on myös siirretty selvityskeskuksiin, mikä on pienentänyt yksityistä riskiä. Swapkorkojen nimitys tulee siitä, että näitä korkoja käytetään varsinkin korkojohdannaisten markkinoilla, joilla tehdään koronvaihtosopimuksia eli eripituisia kiinteäkorkoisia sopimuksia vaihdetaan vaihtuvakorkoisiin sopimuksiin tai päinvastoin. Swapkorot lasketaan eri periaatteella kuin obligaatioiden korot, mistä syystä swapkäyrä poikkeaa vähän vastaavien obligaatioiden tuottokäyrästä. Swapkorko on kertakuoletuslainan korko, tuotto taas lasketaan tasakuoletuslainasta. Pitkät swapkorot ovat suunnilleen samalla tasolla arvopapereiden tuottokäyrän pitkien korkojen kanssa vain silloin, kun tuottokäyrä on vaakasuora. Jos tuottokäyrä on nouseva, saman tuoton antava swapkorko on alempi kuin vastaava tuottokäyrän obligaatiokorko.

Osakemarkkinat

Osakemarkkinoiden informaatioarvo on hyvin suuri. Kurssikehitystä pidetään yleensä parhaana talouden kehitysnäkymiä koskevana pikaindikaattorina. Erityisesti epävakaissa oloissa osakekurssien kehitystä kommentoidaan tiedotusvälineissä näyttävästi päivittäin.

Osakkeiden arvo heijastaa yrityksen odotettuja voittoja. Yleensä määritelläänkin, että osakkeiden arvo on niiden odotetun nettotuottovirran diskontattu nykyarvo. Valtaosa osakkeen arvosta voi olla utuista odotusta taitotietoon perustuvista tulevista suuristа voitoista, joita koskevat näkymät ehkä nopeastikin muuttuvat. Yrityksen arvo riippuu myös sen rahoitusvarallisuudesta ja reaaliomaisuudesta, nimenomaan sen vaihtoehtoisesta käytöstä. Tämä arvo yritykselle jää, vaikka tulonäkymiä ei olisikaan. Yrityksen reaaliomaisuudella on varsinkin uusissa kasvavissa yrityksissä vain pieni osuus osakkeiden arvossa.

Se tosiseikka, että osakkeiden arvo heijastaa tulevien tuottojen odotusta, ulottuu myös koko kansantalouteen. Tästä johtuu se merkittävä tosiasia, joka markkinoilla ja tiedotusvälineissä jää usein vaille huomiota, eli että pitkän päälle kansantalouden osakepääoman arvo kehittyy suunnilleen samaa vauhtia kuin kansantalouden kokonaistuotannon arvo. Osakkeiden yleisindeksit eivät voi kovin kauan nousta huomattavasti kansantuloa nopeammin, mutta eivät myöskään paljon hitaammin. Yleisindeksi ja osakepääoman arvo kehittyvät normaalisti melko samaa tahtia, sillä indeksiin kuuluva yritysjoukko muuttuu suhteellisen hitaasti. Osakkeiden arvon ja kansantulon suhde on kuitenkin trendinomainen, sillä melko pitkälläkään aikavälillä osakkeiden tuotto ei ole korreloinut kovin hyvin talouden kasvuvauhdin kanssa.

Osakkeiden arvon ja kansantulon yhteys seuraa siitä, että yritysten voittojen osuus kansantulosta säilyy väistämättä pitkän päälle suhteellisen vakaana. Kansantaloutta on pakko hoitaa niin, että yritystoiminnan tulo-osuus taloudessa säilyy kohtuullisena mutta ei myöskään kasva poikkeuksellisen suureksi. Voittojen kansantulo-osuudessa on suhdanneluonteisia ja kansallisia eroja, ajoittain tason muutoksiakin. Kansainvälisten yritysten poikkeuksellinen osuus ja arvo kotimaan pörssissä vaikuttavat tähän suhteeseen. Joka tapauksessa kuitenkin yritysten tulevan tulovirran odotettu nykyarvo, joka on pääasiassa juuri osakekurssien arvo, pysyy ajan mittaan suunnilleen vakiona suhteessa kokonaistuotantoon. Pitkällä aikavälillä osakekurssien tai osakepääomien markkinaarvon – kuten tietysti kansantalouden kaikkien suurten nimellissuureiden – täytyy nous-

ta suunnilleen samaa vauhtia kuin nimellinen kansantulo kasvaa, korjattuna maltillisella rahoitusrakenteiden kehityksellä.

Hyvin hoidetussa kansantaloudessa riittävästi hajautettu osakeomistus on siten suhteellisen varma sijoitus pitkällä aikavälillä. Hajautuksenkin kannalta riskiksi tosin jää sellainen laaja-alainen kriisi, jossa vanhat yritykset laajasti kaatuvat ja korvautuvat uusilla. Nopeasti kasvavassa taloudessa myös yrityskenttä todennäköisesti muuttuu melkoisesti, jolloin tulisi ajoissa siirtää varansa taantuvista yrityksistä vahvojen kasvunäkymien yrityksiin vaikkapa seuraamalla pääpiirteissään osakkeiden yleisindeksin painoja. Kohtuullista uudelleenarviointia sijoitustoiminta aina vaatii.

Osakkeiden markkina-arvon suhde BKT:hen riippuu muistakin tekijöistä kuin yritysten tulo-osuudesta. Erityisesti se riippuu osakkeiden riskipreemiosta. Koska osakkeet ovat riskipitoisempia kuin obligaatiot, varsinkin valtioiden obligaatiot, osakkeilta vaaditaan selvästi näitä parempi tuotto, riskipreemio. Tämä preemio riippuu monista tekijöistä, mm. osakemarkkinoiden epävakaudesta ja osakesijoitusten hajautusmahdollisuuksista. Ajan mittaan preemio on pienentynyt, mikä on ilmennyt osakekurssien suhteellisena nousuna. Osakkeiden arvo ei voi preemionkaan vaihtelun vuoksi nousta moninkertaiseksi. Jos siis sijoittajat tyytyvät pienempään tuottoprosenttiin yrityksen ja kansantalouden riskien vähentyessä, osakepääomien arvo suhteessa kansantuloon kasvaa ehkä tuntuvastikin. Tämä on kuitenkin epävarma tasosiirtymä, joka varmaan myöhemmin paljolti palautuu.

Osakemarkkinoiden kehitystä seurataan osakeindeksien avulla. Niissä osakkeiden arvon kehitystä painotetaan yleensä osakepääoman markkina-arvoilla; tosin vanha keskeinen Yhdysvaltain Dow Jones indeksi on painottamaton, mutta se on silti toiminut pitkän päälle varsin hyvin. Indeksejä on laadittu paljon ja monien kriteerien mukaan, lähinnä maantieteellisesti ja toimialoittain. Eri pörssien kehitys on nykyisessä integroituneessa maailmassa varsin samansuuntaista. Osin tämä johtuu siitä, että samoja yhtiöitä noteerataan eri pörsseissä.

Osakemarkkinoiden markkinakäytännöt ovat erittäin kehittyneitä ja monimuotoisia. Osakkeilla käydään tavallisten ostojen ja myyntien ohella johdannaiskauppaa. Osakekursseilla operoimiseen liittyvät lyhyeksimyynnit. Lyhyeksimyynnin voi toteuttaa futuurikaupalla myymällä toimitettaviksi tulevaisuudessa osakkeita, joita ei vielä omista; myyntiajan tullessa osakkeet voi (toivottavasti) ostaa markkinoilta alemmalla hinnalla. Saman voi tehdä lainaamalla osakkeita ensin vaikkapa repokaupalla ja myymällä ne välittömästi tarkoituksena ostaa ne takaisin hinnan pudottua. Korkokustannuksen näistä operaatioista joutuu maksamaan. Nämä spekuloinnit voimistavat kurssiliikkeitä.

Erityisesti juuri osakemarkkinoilla markkinoiden epävakautta mitataan ja seurataan käyttäen käsitettä volatiliteetti. Siitä esiintyy lähinnä kaksi muunnosta. Se voidaan laskea menneisyydestä kurssin vaihtelun hajontana tai tuleva volatiliteetti voidaan purkaa optiomarkkinoilta, koska volatiliteetti sisältyy optioiden hinnoittelukaavaan. Volatiliteettia käytetään muuttujana erilaisissa mallirakennelmissa.

Osakkeisiin sijoittamisen strategioita on paljon. Mitä riskipitoisempi osake on, sitä parempaa tuottoa siltä odotetaan. Osakkeiden tapauksessa periaatteessa edullisin sijoitus on osakeindeksin mukainen sijoitus. Vaikka jokaisen yksittäisen osakkeen odotettu tuotto on sama, koko indeksin mukaisessa tuotossa riski on pienin. Ns. beeta-arvo osoittaa osakkeiden vaihtelun herkkyyttä suhteessa vertailuindeksiin; jos beeta on yli yhden, vaihtelu on voimakkaampaa kuin vertailuindeksissä. Yksittäisistä osakkeista saa parempia tuottoja, jos pystyy ennustamaan näiden osakkeiden kehitystä paremmin kuin keskimäärin muut sijoittajat. Osakkeisiin sijoittamista on laajasti automatisoitu. Nykyisin käytetään paljon yleensä suoraan osakeindekseihin (sekä muihin sijoituskohteisiin) sidottuja rahastoja (Exchange Traded Funds, ETF), joihin liittyy jonkin verran automaattista kaupankäyntiä. Laajan automatisoinnin myötä suuri osa osakekaupasta reagoi salamannopeasti erilaisiin markkinoihin vaikuttaviin tietoihin (high frequency trading), mikä aiheuttaa ajoittain voimakkaita markkinaheilahteluja.

Osakemarkkinoiden lyhyen ja keskipitkän ajankin liikkeitä ohjaa tyypillisesti voimakas psykologia. Enimmäkseen markkinoita leimaa vakaa usko rauhallisesti jatkuvan nousutrendin säilymiseen, mutta ajoittain markkinat valtaa vahva tunnepitoinen usko erinomaiseen voittokehitykseen ja sitten taas syvä pessimismi kurssien pudotessa. Tämän osakekurssien vaihtelun aktiivinen spekulaatio vahvistaa ajoittain käsittämättömiksi kupliksi. Osakekurssit heiluvat päivittäinkin usein monta prosenttia.

Rahoitusmarkkinoiden riskitekijöihin kuuluu osakeostojen rahoittaminen velkarahoituksella. Voimakkaissa kurssinousuissa tähän on halukkuutta. Osakkeet ovat yleensä luoton vakuutena, ja mitä korkeammaksi niiden arvo nousee, sitä enemmän voi ottaa velkaa. Kun osakkeiden kurssit kääntyvät laskuun, sijoittajat ovat alttiita luottotappioille. Estääkseen tämän pankit voivat vaatia sijoittajia realisoimaan osakkeensa ja maksamaan velkansa tai ne vaativat lisää vakuuksia (marginaalimaksuja). Tämä voimistaa osakekurssien laskua.

Joskus analyyseissä osakkeiden ja reaalivarallisuuden arvon nousu rinnastetaan säästämiseen. Arvon nousu ikään kuin korvaa vähäistä säästämistä niin yksittäisen kotitalouden kuin koko kansantaloudenkin tasolla. Tämä voi pitää paikkansa vain rajoitetusti ja keskimääräistä onnekkaampien osalta. Yleensä osakkeiden ja reaalivarallisuuden vahva arvonnousu on tilapäistä ja pahimmillaan pelkkä inflatorinen kupla. Osakkeiden yleisindeksin talouskasvua nopeamman arvonnousun voikin usein tulkita varallisuuden inflaatioksi. Koko kansantalouden tasolla ja kansantalouden tilinpidon käsittein tarkasteltuna se ei todellakaan ole säästämistä; parhaimmillaan se on odotusta tulevasta säästämisestä. Tämäntapainen ajattelu on taustalla, kun korostetaan osakkeiden hinnannousun varallisuusvaikutusta. Todellista säästöä ja varallisuutta syntyy vain tuotannon kautta.

Keskuspankit eivät ole reagoineet yleensä korollaan osakekurssien nousuihin, ja joissakin keskuspankeissa tätä passiivisuutta on jopa korostettu. Keskuspankki voikin vaikuttaa vain rajallisesti näihin suuriin markkinoihin ja niiden spekulatiivisiin kurssiliikkeisiin. Yleisesti on tosin lähdetty siitä, että kurssiromahduksissa keskuspankin tulee tukea markkinoita tarjoamalla niille likviditeettiä. Riskiksi on tullut kuitenkin, että tällainen epäsymmetrinen reagointi merkitsee hintatakuun antamista näille spekulatiivisille markkinoille. Tilannetta on verrattu keskuspankin tarjoamaan put-optioon, jossa spekulanteille tarjotaan takuu osakekurssin laskun tapauksessa ainakin niin, että jyrkkä lasku oleellisesti hidastuu. Koska varallisuuden hintakupla vaikutti oleellisesti vuosina 2007–2008 alkaneeseen rahoituskriisiin, on keskuspankkien valmius reagoida osakekurssien nousuun ainakin periaatteessa lisääntynyt.

☼

Korkojen vaikutuksessa osakekursseihin erotetaan kaksi perustekijää. Ensinnäkin koron muutos vaikuttaa osakesijoitusten rahoituskustannuksiin luottokorkojen tai ostoa varten nostettavien sijoitusten korkojen kautta. Toiseksi korko on diskonttaustekijänä, kun osakkeiden tulevia tuottoja diskontataan nykyarvoon. Koron muutos vaikuttaa kumpaakin kautta samaan suuntaan. Koron nosto pudottaa osakkeiden hintoja tekemällä niiden rahoituksen kalliimmaksi, ja (diskonttaus)koron nousu alentaa tulevien tuottojen nykyarvoa. Koron lasku vaikuttaa päinvastaisesti.

Rahapolitiikan vaikutuskanavissa on myös osakkeiden arvon kautta menevä vaikutustie. Tällainen on Tobinin q-teoria, jossa q mittaa yrityksen markkina-arvon suhdetta pääomakannan uusimiskustannuksiin. Koron noustessa q pienenee, kun vaihtoehtoisten rahoitussijoitusten tuotot pudottavat osakkeiden hintoja ja yritysten arvoa suhteessa reaali-investointien hintaan. Jos yritys nyt haluaa lisää tuotantopääomaa, sen on edullisempaa ostaa toinen yritys kuin ryhtyä itse reaali-investointiin. Koron laskiessa käy päinvastoin: yritykset kallistuvat suhteessa reaali-investointeihin ja kiinnostus reaali-investointeihin lisääntyy.

Yritysten arvoa seurataan yleisesti ns. P/E-luvulla (price/earnings). Se on osakepääoman hinnan suhde yrityksen tuottoon. Se on siis osakkeiden tuoton käänteisluku. Jos P/E-luku on 20, osake tuottaa 5 %. Se ei ole sama suhde, jonka mukaan tuottoa kulloinkin jaetaan osinkoina. Tuotto voi olla joko toteutuva tai ennustettu. P/E-luku on yleensä koko talouden tasolla keskimäärin 10–20, mutta vaihtelee yksittäisissä yrityksissä hyvinkin välillä 5–50. Suhde riippuu siis sekä tuotosta että osakekurssin tasosta. Suuri luku toteutuu hyvin vahvojen kasvuodotusten vallitessa; nykytuotto on pieni mutta tulosnäkymät hyvät.

Osakkeilla ei ole kuoletusaikataulua. Nykyisin on kuitenkin tavallista, että yritykset ostavat omia osakkeitaan pois markkinoilta. Ilmiö on kaiken kaikkiaan aika erikoinen. Takaisinostot vastaavat kuitenkin osinkojen maksua omistajille. Takaisinostoihin turvautuminen johtuu erityistekijöistä, mm. verotuksesta, mutta yritysjohto voi myös katsoa, että omat osakkeet ovat markkinoilla aliarvostettuja, jolloin niiden ostaminen on edullista. Normaalin osingonmaksun yhteydessä yrityksen osakepääoman markkina-arvo, samoin yhden osakkeen arvo, putoaa periaatteessa maksetun osingon verran. Omien osakkeiden ostossa tilanne on asiallisesti sama, mutta se näkyy eri tavalla. Tässä tapauksessa käteismaksuna ”osingon” saavat vain ne, jotka myyvät pörssissä osakkeensa yritykselle, ja yrityksen osakepääoma supistuu vastaavasti. Muiden omistajien osakkeiden arvo ei periaatteessa muutu, eli muut omistajat saavat osinkonsa tavallaan osakkeiden arvonnousuna verrattuna tilanteeseen, jossa osingot olisi jaettu normaaliin tapaan. Ilmeisesti osakkeiden hinnatkin usein tällaisessa tilanteessa nousevat. Tällaista voitonjakoa, kuten tietysti poikkeuksellista osinkojen jakoakin, voi usein pitää negatiivisena ilmiönä; yritysjohto ei keksi varoille tuottavaa reaali-investointikohdetta.

Samaan tapaan myös kansantalouden tilinpidossa normaali osingon maksu ja voitonjako omien osakkeiden ostojen kautta tulkitaan eri tavalla. Osingon maksu on tulonjakoa, eli se vähentää yritysten tuloa ja näkyy saajasektorin, esimerkiksi kotitalouksien, tulona. Sen sijaan osakkeen takaisinosto on rahoitusvaateen muutos, loogisesti vastakkainen ilmiö osakkeen liikkeeseenlaskulle. Se ei siirry tilastossa yrityssektorin tulosta kotitalouksien tuloon. Osakkeen takaisinostossa vain rahoitustilinpidon alaosassa yrityksen osakevelka ja talletus vähenevät ja kotitalouksien rahoitustaseessa osakesaaminen vähenee ja talletus kasvaa. Osingonjaon tapauksessa rahoitustilinpidossa käy niin, että yritysten tulo ja talletus supistuvat ja kotitalouksien tulo ja talletus kasvavat.

Osingonjakoa yrityksestä sen omistajille verotetaan yleisesti. Se merkitsee yrityksen tulon kaksinkertaista verotusta. Yrityshän maksaa jo tuloksestaan tuloveron, ja sen jälkeen yritykseen jäävä jakamaton voitto on omistajien rahoitusvarallisuutta. Voitonjako on omistajan kannalta vain oman rahoitussijoituksen vaihtamista toiseen muotoon, lähinnä pankkitalletukseksi. On erikoista rasittaa tuntuvalla verolla tällaista omien varojen vaihtoa muodosta toiseen. Tätä tulkintaa ei muuta se, että kansantalouden tilinpidossa normaali osingonjako katsotaan kotitalouksien tuloksi. Pohjimmiltaan kysymys on siitä, ettei yrityssektori ole aito omistaja, eikä sillä ole oikeastaan aitoa omaa tuloakaan; kaikki yritysten tulohan on lopullisten omistajien tuloa. Kaksinkertaista verotusta on yleensä kuitenkin lievennetty. Veroasteet ovat alhaisia ja sovelletaan erilaisia vähennyksiä. Joissakin maissa verotetaan vain osingonjakoa, ei yrityksen varsinaista tuloa.

Rahamäärä ei muutu (suoranaisesti) jälkimarkkinoiden vaikutuksesta

Joissakin markkinatilanteissa kommentoidaan yleisesti tiedotusvälineissä ja markkinoilla ja jopa asiantuntijoiden lausunnoissa tähän tapaan: eilen rahaa siirtyi osakemarkkinoilta obligaatiomarkkinoille. Voidaan myös todeta: sijoituksia pakeni osakemarkkinoilta rahaan. Kysymys on taas kielikuvista, jotka eivät oikeastaan pidä paikkaansa.

Tosiasiassa suljetun kansantalouden kokonaisportfolio on lyhyellä aikavälillä jokseenkin vakio. Näin on erityisesti arvopapereiden, kuten osakkeiden ja obligaatioiden,

määrä. Minkään vaadeluokan papereiden tai johdannaisten kokonaismäärä ei muutu (suljetun) kansantalouden sisällä lyhytaikaisen spekulaation aikana, vaikka spekulaatio olisi kuinka kova, ei myöskään vaateisiin sitoutunut rahoitus. Ostot ovat aina yhtä suuret kuin myynnit. Erilaisten arvopapereiden kokonaismäärä muuttuu vain uusemissioiden tai kuoletusten kautta. Vain vaateiden markkina-arvo muuttuu, esimerkiksi osakevarallisuuden arvo nousee ja obligaatiovarallisuuden markkina-arvo laskee. Rahoitusta ei kansantalouden tasolla nettona siirry mihinkään. Arvopaperin ostaja saa arvopaperin, josta myyjä luopuu. Arvopaperien määrä ei muutu, ja ostajan talletus siirtyy myyjän talletukseksi. Rahamäärä ei muutu. Myös pääomavoittojen suhteen spekulaatio on nollasummapeliä. Spekulaatiossa on kysymys siten tilanteesta, jossa vaateiden määrät ovat vakiot ja hinta hoitaa markkinoiden tasapainottamisen.

Suljetun talouden rahamäärä muuttuu vain pankkien taseiden, lähinnä pankkiluottojen kautta. Tämän myötä suljetussakin taloudessa arvopaperikauppa voi tietysti vaikuttaa pankkien taseisiin ja myös rahamäärään. Näin käy esimerkiksi, kun ostaja rahoittaa ostonsa luotolla ja myyjä pistää rahansa talletuksiksi. Tätä kautta rahamäärä voi kasvaa suhteellisen nopeastikin ja tyypillisesti myös kasvaa osakemarkkinoiden kuplan paisuessa. Onneton sijoittajakunta ostaa tyhjää osakeinflaatiota velaksi. Tässä kuitenkin osakkeiden kurssit ja rahamäärä kehittyvät samaan suuntaan.

Rahamäärän kehityksen suuntaa ei voi aina suoraan arvata arvopaperimarkkinoiden paineen perusteella. Esimerkiksi osakekurssin nopean nousun yhteydessä rahamäärä voi kasvaa, pysyä ennallaan tai pienetä. Rahamäärä kasvaa, jos ostaja lainoittaa ostonsa velalla ja myyjä lisää talletuksiaan. Rahamäärä taas pysyy ennallaan, jos kumpikin osapuoli operoi talletuksillaan tai luotoillaan. Rahamäärä supistuu, jos ostaja vähentää talletuksiaan ja myyjä maksaa velkaansa.

Jos kauppaa käydään ulkomaiden kanssa, markkinavaateiden määrä yksittäisen maan tilastoissa kuitenkin muuttuu. Kun arvopaperi myydään ulkomaiselle ostajalle, kotimaassa arvopapereiden määrä pienenee ja rahamäärä kasvaa. Tässä tapauksessa kotimaassa sijoitus todellakin siirtyy arvopapereista rahaan ja ulkomailla rahasta arvopapereihin.

Virheellistä väitettä – osakemarkkinoilta siirtyi rahaa obligaatiomarkkinoille – voi puolustella lähinnä seuraavilla näkökohdilla. Siinä painotetaan niiden aktiivisten spekulanttien toimintaa, jotka siirsivät sijoituksiaan osakkeista obligaatioihin ja jätetään huomiotta vastavirtaan pelaajat, jotka tekivät vastakaupat. Siinä puhutaan markkinapaineesta, ei kauppojen kautta syntyneestä lopputuloksesta. Siinä puhutaan vaadekannan arvonmuutoksesta (osakekannan arvo laski, obligaatioiden nousi), tai sanonta on yleisesti kuvainnollinen. Asiatekstissä löysiä kielikuvia on syytä välttää.

Johdannaismarkkinat

Johdannaismarkkinoilla ei käydä kauppaa perinteisillä rahoitusvaateilla vaan niihin perustuvilla kuvitteellisilla johdannaisinstrumenteilla ja rahoitusvaateiden yksittäisillä ehdoilla. Tyypillisesti operaatioilla ei ole suoria likviditeettivaikutuksia rahoitusmarkkinoilla, joskin niihin liittyy operointimaksuja, ja erääntymisvaiheessa realisoituu todennäköisesti jonkinlaisia maksuja. Joidenkin instrumenttien täsmällinen luonne on kiistanalainen, mikä aiheuttaa ongelmia, sillä niiden tulkinta kirjanpidossa, tilastoissa, analyysissä, verotuksessa ja monessa muussa asiassa voi olla epäselvä. Muun muassa luottoriskin kattamiseen ja hinnoitteluun liittyy järjestelyjä, joissa on vaihtelevasti optioiden, vakuutuksen ja takuun ominaisuuksia.

Johdannaisia käytetään markkinoilla laajasti, eikä vain riskien suojaukseen vaan myös aktiiviseen arbitraasiin ja spekulaatioon sekä myös monenlaiseen sääntely-, kirjanpito- ja verotussäädösten kiertoon. Seuraavassa ei eri johdannaisia käsitellä systemaattisesti vaan esitetään näkökohtia johdannaismarkkinoiden merkityksestä keskeisten kansantalouden rahoitusanalyysien kannalta. Valuuttajohdannaisia on käsitelty edel-

lä valuuttamarkkinoiden yhteydessä, samoin erikseen vähän korkojohdannaisia ja osakejohdannaisia, joiden merkitys on kasvanut perinteisen osakekaupan kustannuksella.

Johdannaiskaupankäynti kohdistuu tulevaisuudessa odotettuihin tuottoihin ja kustannuksiin, ja siinä pyritään joko suojaamaan positioita tai hankkimaan tuottoja avoimilla positioilla. Jo vuosikymmeniä on käyty vilkkaasti arvopapereiden futuuri- ja optiokauppaa sekä kauppaa korkoehdolla ja valuuttaehdolla, kuten korkofutuureilla ja valuuttatermiinisopimuksilla. Hiljalleen on kehitetty hyvin monenlaisia johdannaisia ja niiden yhdistelmiä.

Rahapolitiikan analyysin kannalta joillakin johdannaismarkkinoilla on suuri merkitys. Rahamäärässä johdannaismarkkinat eivät juuri näy, eivätkä yleensäkään rahoitusvirroissa ja varannoissa. Johdannaiset sekoittavat kuitenkin korkoa, valuuttaehtoa ym. esittäviä perustilastoja. Johdannaisillahan tyypillisesti muutetaan korko- ja valuuttakurssiehtoja. Siten perustilastoissa esitetyt korkotasot ja valuuttakurssitasot on voitu muuttaa muuksi. Toisaalta on myös sellaisia johdannaisiksi tulkittuja järjestelyjä, joissa pankin luotto siirtyy pois taseesta. Tällaistenkin syiden vuoksi riskien keskittymät taloudessa tunnetaan vajavaisesti. Vakaudesta vastaavat viranomaiset yrittävät hoitaa tämän ongelman.

Johdannaismarkkinoiden koko on suuressa määrin tulkinnanvarainen asia, ja sitä on hankala verrata perinteisten vaateiden markkinoihin. Yleisesti kokoa liioitellaan. Johdannaisten teoreettinen määrä maailmanmarkkinoilla on sinänsä sekä vaihdon että voimassa olevien sopimusten kannalta valtava. Sopimuksia on moninkertainen määrä rahoitusvaateisiin nähden. Korkofutuureja on ollut bruttomääräisesti voimassa lähes kymmenkertainen määrä maailman vuositason BKT:hen nähden. Valuuttajohdannaisia sentään on vain vähän maailman BKT:tä pienempi määrä, samoin luottoriskinvaihtosopimuksia (CDS). Tilastot ovat epävarmoja. Suuri bruttomäärä johtuu siitä, että sopimuksia ei peruuteta, vaan jos otettu positio halutaan kääntää, tehdään uusi vastakkainen sopimus.

Sopimusten valtavalla määrällä ei kuitenkaan ole todellista merkitystä, koska se kuvaa vain johdannaissopimusten taustalla olevien kuvitteellisten instrumenttien bruttoarvoa. Esimerkiksi korkofutuureissa merkitystä on vain kuvitteellisen sopimuksen korolla, joka on tietysti vain muutamia prosentteja bruttosopimuksen arvosta. Jos sopimuksen tavoitteena on operoida koron vaihdolla (kiinteästä korosta vaihtuvaksi tai päinvastoin) tai koron muutoksella, toteutuva voitto tai tappio on edelleen todennäköisesti vain pieni osa tuosta korostakin. Siten johdannaissopimuksista seuraavat maksut ovat lopulta vain jokunen prosentti tai prosentin murto-osa sopimusten bruttoarvosta. Silti kysymys on globaalisti suuresta liiketoiminnasta.

☼

Korkofutuurilla voi ostaa tai myydä korkovirran tulevasta ajankohdasta määräajaksi eteenpäin, vaikkapa vuoden kuluttua alkaen puoleksi vuodeksi. Sopimuksen korko määräytyy tuottokäyrän pohjalta, siis markkinoiden arvioimista futuurikoroista. Koron voi periaatteessa täsmentää haluamakseen korko-optiolla. Futuurikorkojen ennustearvo on yleensä heikko. Ne perustuvat talouden kehitystä koskeviin konsensusennusteisiin, eikä futuurikorkojen ennustearvo ei ole parempi kuin talouden ennusteiden arvo. Tuottonäkymien muutoksia koskevat uutiset vaikuttavat korkoihin heti, samoin kuin valuuttakursseihinkin ja osakekursseihin. Välitöntä vaikutusta tosin vähentävät hiukan diskonttotekijät, korkokehitystä koskevat odotukset.

Erilaisia instrumentteja, kuten osakkeita, voi myös ostaa jostakin tulevaisuuden hetkestä alkaen. Rahoitusvaateiden futuurihinnat eroavat nykyisistä hinnoista lähinnä korkotekijän verran. Niihin ei siis varsinaisesti sisälly aitoa ennustetta tulevasta hintakehityksestä, sillä se sisältyy jo nykyiseen hintaan. Syy tähän pelkistettyyn tulevan ja nykyhinnan suhteeseen on se, ettei näillä instrumenteilla ole juuri tuotanto- ja varastoin-

tikustannuksia ja markkinat ovat hyvin tehokkaat. Varastointikustannus on tavallaan vain korko.

Sen sijaan raaka-aineiden, kuten metallien, futuurihintoihin sisältyy varastointikustannuksia. Korkokulut ovat jo sinänsä osa varastointikustannuksia. Öljyn tapauksessa ongelmaa monimutkaistaa se, ettei sitä ole mahdollista varastoida suuria määriä. Tällöin futuurihinta kertoo jo aidosti siitä, mihin suuntaan asiantuntijat odottavat öljyn hinnan kehittyvän. Esimerkiksi maatalouden futuurihinnat sisältävät satonäkymiin liittyviä odotuksia, eli ne perustuvat mm. sääennusteisiin. Tai toisin päin: maatalouden futuurihinnoista voi periaatteessa purkaa markkinoiden odotuksia sään kehittymisestä.

Valuutta- ja korkoswapeissa vaihdetaan olemassa olevien vaateiden kassavirtoja. Korkoswapissa vaihdetaan korkovirtoja: kiinteän koron antavan paperin omistaja alkaa saada määräajaksi tai pysyvästi vaihtuvaa korkoa ja vaihtuvan koron omistavan paperin omistaja kiinteää korkoa. Näiden markkinoiden pohjalta noteerataan swapkorkoja, jotka ovat tärkeitä markkinakorkoja. Koska näiden operaatioiden riski on pieni, korot ovat lähellä valtion korkoja, joskus osin jopa näitä matalampia. Kun tällainen kassavirtojen vaihto tehdään normaaliin tapaan vallitsevien markkinahintojen perusteella, kummankin osapuolen saamien kassavirtojen nykyarvo asetetaan samaksi, jotta kauppa on molemmille osapuolille yhtä edullinen. Sopimuksen nettoarvo on siten tekohetkellä nolla. Markkinahintojen tämän jälkeen jatkaessa kehitystään sopimus kehittyy vaihdellen toiselle osapuolelle edulliseksi, toiselle epäedulliseksi. Tilanne on tietysti kummankin kannalta vakaa, jos kumpikin on käyttänyt sopimusta korkopositionsa suojaukseen. Sopimuksen arvo siis muuttuu sen voimassaoloaikana. Tilastoihin, esimerkiksi maksutasetilastoon, otetaan tällaiset sopimusten arvojen muutokset ja varantona sopimusten realisoitumassa oleva arvo.

Kuitenkin markkinoilla tehdään mm. valuuttaswapsopimuksia myös markkinakursseista poikkeavien hintojen perusteella. Tähän käytäntöön voi olla eri syitä, mutta juuri sillä luodaan käteviä ja äärimmillään hyvin peiteltyjä mahdollisuuksia säädösten kiertoon. Tällaisessa sopimuksessa toinen osapuoli häviää vaihtoon liittyvissä virroissa, mutta saa siitä vaikkapa kertakorvauksen sopimuksen alussa tai lopussa. Näin voidaan manipuloida erilaisia tilejä ja tilastoja. Yritysten kirjanpitosäädöksissä tällaista toimintaa on pyritty korjaamaan, mutta jopa valtiot ovat käyttäneet swap-järjestelyjä tiliensä kaunistelemiseen. Ilmeisesti olisi syytä rajata laajasti markkinakursseista poikkeamista swapsopimuksia kuten yleensäkin markkinasopimuksia tehtäessä. Tässä on jälleen esimerkki rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ja verotuksen vaikeuksista.

Johdannaismarkkinat sallivat myös ns. synteettisten instrumenttien luomisen. Tällä tarkoitetaan sitä, että ostamalla markkinoilta erillisiä tietyn vaateen ominaisuuksia, kuten luottoriskin, korkoehdon ja valuuttakurssiehdon, sijoittaja voi rakentaa näiden vaadeehtojen yhdistelmänä tietynlaisen kuvitteellisen arvopaperin. Tällä saattaa saada markkinoillakin hiukan arbitraasivoittoa, mutta usein synteettisiä instrumentteja käytetään säädösten ja säännöstelyn kiertämiseen.

☼

Vuosituhannen vaihteen jälkeen laajenivat erityisen paljon luottojohdannaiset, joilla myydään luottoriskejä ilman, että itse luottosopimusta myydään kuten luottojen jälkimarkkinakaupassa. Näin tavallaan hankitaan luoton takaisinmaksulle vakuutus. Johdannaissopimuksilla voidaan käydä kauppaa joustavasti ostaen ja myyden, mikä sallii mm. jatkuvan pelaamisen riskikohteilla ja äärimmillään pahentaa spekulaation kohteena olevan yrityksen tai valtion tilannetta.

Instrumenttina on ennen kaikkea luottoriskinvaihtosopimus (credit default swap, CDS). Siinä sopimuksen kirjoittaja sitoutuu vastaamaan ostajan eduksi sopimuksen alla olevasta velasta. Luottoriskinvaihtosopimuksen tarkasta luonteesta kiistellään, mutta se on ehkä lähinnä vakuutussopimus, jolla suojataan perustana olevan vaade. Oleellista on, että luottoriskinvaihtosopimuksia voi ostaa (ellei tätä ole nimenomaan kielletty) myös

ilman, että omistaa perustana olevaa vakuutettavaa instrumenttia, mikä tekee siitä varsinaisen spekulaatiovälineen.

Kuitenkaan luottoriskinvaihtosopimukset eivät ole yksipuolisesti velallisen vastaisia operaatioita, vaan ne ovat markkinoiden sisäistä vedonlyöntiä. Luottoriskinvaihtosopimuksen ostaja kyllä ottaa velallisen vastaisen position, mutta vastaavasti sopimuksen kirjoittaja ottaa position velallisen puolesta. Paine velalliseen nähden riippuu siitä, kumman osapuolen taholta aloite tulee. Luottoriskinvaihtosopimus on OTC-markkinoilla käytetty instrumentti, eikä sen ostajia eikä kirjoittajia (jotka ottavat vastuun sopimuksesta) ennen vuosina 2007–2008 alkanutta kriisiä yleisesti tunnettu eikä tilastoitu. Luottoriskinvaihtosopimusten osoittauduttua kriisin kannalta varsin keskeiseksi peli-instrumentiksi sopimusten seuranta tiivistyi.

Perusajatus luottoriskinvaihtosopimuksen käytössä on yksinkertainen ja vastaa koron normaalin riskilisän kauppaamista. Jos yrityksen tai valtionvelan riskilisä (suhteessa toisen valtion velkaan) on vaikkapa 1 prosenttiyksikkö, CDS-markkinoilta voi ostaa 10 miljoonan euron velalle vakuutuksen 100 000 eurolla. Kummassakin tapauksessa varaudutaan 1 prosentin todennäköisyydellä velan menetykseen. Tosiasiassa CDS-sopimuksen riskilisä ei esimerkiksi valtioiden tapauksessa heijasta täysin velan menetysriskiä, vaan CDS-markkinoita käytetään mm. maalimiittien asettamien rajojen suojaukseen.

Nämä hyvin laajoiksi kehittyneet luottoriskinvaihtosopimusten markkinat osoittautuivat erittäin riskipitoisiksi. Yritysriskien vakuuttaminen onkin ongelmallista ja osin suorastaan kyseenalaista, koska riskit liittyvät lähinnä suhdanteisiin eivätkä seuraa luontevasti satunnaisjakaumia. Luottoriskinvaihtosopimusten hinnoittelu on monien velallisten tapauksessa vaikeaa. Kriisissä asuntoluottojen johdannaissopimukset aiheuttivat niitä kirjoittaneille suuria tappioita. Näidenkin markkinoiden etu on niiden tuoma likviditeetti riskien kattamiseen, mutta niihin liittyy myös ongelmia, joiden vuoksi näiden markkinoiden toiminta vaatii ilmeisesti lisääntyvää valvontaa ja ohjausta.

Englanninkielisessä markkinaterminologiassa käytetään termejä short ja long, esimerkiksi lyhyt positio (velkapositio) ja pitkä positio (saamispositio), samoin mm. short selling (lyhyeksimyynti). Puhutaan ”shorttaamisesta”, joka on lähinnä keinottelua laskevilla vaateiden hinnoilla. Sillä voidaan tarkoittaa talousyksikön saamisten myymistä (ajatuksena ostaa ne ehkä myöhemmin halvemmalla takaisin) tai myös velalliseen kohdistuvan position suojaamista (eli tavallaan saamisen myymistä sekin). Tällaiseen spekulatiiviseen lyhyeksimyyntiin ryhdytään, kun odotetaan kyseisen talousyksikön rahoitusaseman heikkenevän, eli sen osakekurssi todennäköisesti laskee ja velkojen riskilisä kasvaa. Yrityksen tai valtion heikkenevien näkymien tilanteessa on edullista ostaa CDS-markkinoilta suojaus kyseisen yksikön veloille. Riskilisän sitten kasvaessa tämän suojaussopimuksen arvo nousee, jolloin sen myymällä saa voiton. Tällaiset heikkenevällä velallisella voittoa tekevät spekulantit herättävät laajasti paheksuntaa.

Vakuutuksen perinteinen perusajatus on ollut, että vakuutuksen saa ottaa reaali- ja rahoitusvarallisuuden omistaja, siis se, jolla on omistukselleen aito suojausintressi. Luottoriskinvaihtosopimus voidaan kuitenkin tehdä irrallaan sen perustana olevasta velasta, eli vakuutuksenottaja ei omista vakuuttamaansa arvopaperia. CDS-sopimusten perusongelma onkin, että ne sallivat suuren ylivakuuttamisen. Yleensähän lähdetään siitä, että vakuutettavaa kohdetta ei pitäisi voida ylivakuuttaa, koska se tuo yllykkeen myötävaikuttaa vakuutuksen kohteen tuhoutumiseen ja sen myötä ylimitoitetun korvauksen hankkimiseen. Johdannaisilla voidaan suojata velka vaikka moneen kertaan, joskin tämä lienee ollut poikkeuksellista spekulaatioissakin. Rahoituslaitokset voivat kirjoitella itselleen edullisin ehdoin tällaisia vakuutussopimuksia ulkopuolisille spekulanteille markkinatilanteen mukaan. Spekulanttia kiinnostaa tässä tilanteessa velallisen kaatuminen tai suorastaan sen kaataminen. Varsinaisella velkojallakaan ei ole enää kannustinta esimerkiksi suostua velallisen velkojen uudelleenjärjestelyihin, koska vakuutuksella voi turvata koko velan.

CDS-sopimusten laajaa käyttöä epäilemättä rajoittaa se, että niiden kirjoittaminen on riskipitoista, eikä kirjoittajan ole ilmeisesti useinkaan helppo suojautua ottamaltaan vakuutusriskiltä. Hän voi myydä sen edelleen mutta mahdollisesti jo melkoisella tappiolla. Valvonnan tulisikin kattaa erityisesti myös näiden riskinottajien tilanne. Suuria menetyksiä on toteutunut joko liiallisen riskinottohalukkuuden tai puutteellisten laskelmien ja mallien vuoksi.

Epäterveeksi koettujen piirteiden vuoksi on ollut pyrkimyksiä puuttua sääntelyn menetelmin CDS-markkinoihin, jopa kieltämällä kokonaan ainakin vailla oman saamisen suojaamisintressiä tehdyt spekulatiiviset CDS-sopimukset. Sama koskee toista laskevien markkinoiden suojauskeinoa, lyhyeksimyyntiä. Ilmeisesti näiden toimintojen merkitystä erilaisissa spekulaatioissa on yleisesti liioiteltu, mutta koska toiminta koetaan erityisen kielteiseksi, poliittinen valmius kieltoihin on herkässä.

Asia liittyy yleisempään ongelmaan: missä määrin on hyödyllistä kieltää kaikkein kätevimmät ja herkimmät spekulaatiovälineet, jollaisia johdannaiset juuri tyypillisesti ovat? Joiltakin osin rajoitukset ja kiellot voivat olla tarkoituksenmukaisia. Kuitenkin on ilmeinen tosiasia, että kielloilla tehtäisiin vain hiukan kiusaa spekulanteille mutta samalla vaikeutettaisiin perusteltuja suojausmahdollisuuksia. Varsinaisia spekulaation kohteita, huonosti hoidettuja yrityksiä ja valtioita, markkinavälineitä koskevat kiellot eivät pelasta. Spekulaatiot perinteisiä instrumentteja käyttäen saattaisivat olla joiltakin piirteiltään, esimerkiksi likviditeetti- ja velkavaikutuksiltaan, jopa pahempia.

Herkimmät spekulaatiot voivat olla joskus hyödyllisiäkin kohdistaessaan yleisen huomion piileviin riskeihin. Esimerkiksi Kreikan vastaiset spekulaatiot vuonna 2009 alkoivat tilanteessa, jossa sekä maan omat että EU:n viranomaiset suhtautuivat maan ongelmiin vielä varsin rauhallisesti, ja kuitenkin tilanne oli jo todella paha. Spekulantteja ruhjottiin julkisuudessa, mutta tosiasiassahan he antoivat aivan oikean varoituksen ja saivat viranomaiset toimimaan. Suoranaisten kieltojen asemasta olisi varmaan realistisempaa keskittyä CDS-markkinoiden instituutioiden, tiedonsaannin ja avoimuuden lisäämiseen.

☼

Johdannaiskauppaa käydään standardituotteilla pörsseissä tai erikseen sopimuspohjaisesti lähinnä pankeissa ns. OTC-markkinoilla (over the counter). Peruspääomaa ei johdannaiskaupoissa varsinaisesti tarvita, mutta tietenkin kauppoihin liittyy jonkinlaisia kustannuksia ja vakuuksina käytettäviä marginaalimaksuja. Ainakin suuret johdannaiset on haluttu juuri valvonnan vuoksi siirtää pörsseihin tai erillisiin selvityskeskuksiin. Tällaisessa kauppapaikassa kauppa toteutuu tosiasiassa sopimusten rikkomisen osalta suojattuna, sillä nettopositiolle pitää olla kate, ns. marginaalimaksu. Kaatuneen osallistujan saamiset voidaan käyttää hänen velkojensa maksuun. Pörssi ei ota tappioriskiä. Jos sijoittajan positio alkaa mennä tappion puolelle, hänen on lisättävä vastaavasti marginaalimaksuaan tai luovuttava futuurisopimuksestaan.

Pohjimmiltaan ja parhaimmillaan johdannaisia käytetään toissijaisesti liiketoiminnassa syntyvien riskien pienentämiseen. Kuitenkin johdannaismarkkinat tarjoavat myös riskipelaajille suuria mahdollisuuksia. Koska kaikki peliin pantu raha jaetaan osanottajien kesken, voittojen todennäköisyys on – ainakin asiansa osaavalle − merkittävästi parempi kuin veikkauksessa ja lotossa, joissa suuri osa sijoitetuista panoksista menee hyväntekeväisyyteen.

Johdannaissopimuksilla saadaan samoja tuottoja tai riskejä kuin vaadeoperaatioilla, mutta helpommin ja halvemmalla. Ne sallivat monilta osin ns. vipuvaikutuksen, eli pienellä alkupanoksella voidaan saada aikaan hyvin suuri riskipositio mahdollisine voittoineen ja tappioineen. Johdannaiset tekevät erilaiset suojausoperaatiot helpoiksi ja nopeiksi. Suojaus tai spekulointi käy yksikertaisesti tekemällä tulevaa osakekurssi-, valuuttakurssi- tai korkokehitystä koskevia futuurikauppoja. Ennen kuin johdannaismarkkinoita oli käytettävissä, sama piti tehdä omaa pääomaa ja velkaa käyttäen. Spe-

kulantti osti omilla tai velkarahoillaan osakkeet heti ja myi ne puolen vuoden kuluttua kalliimpaan hintaan.

Kuitenkin myös nykyisin velkavipua käytetään paljon, ja se on usein osaltaan markkinoiden varallisuus- ja velkakuplan osatekijänä. Velkavipu toimii yksinkertaisesti niin, että pienen oman pääoman lisäksi otetaan suuri laina, ja nämä varat yhdessä sijoitetaan riskikohteeseen. Jos operaatio onnistuu, voitto on niin suuri, että velan ja sen korkojen maksun jälkeen tuottoprosentti omalle pääomalle voi olla huomattava; se ehkä jopa moninkertaistaa pääoman määrän. Mutta myös tappioriski on suuri, ja koko oma pääoma menee helposti. Hyväuskoinen toiminnan luotottajakin voi menettää melkoisesti.

Erityisen vaarallista peli on sekä pelaajien itsensä että koko rahatalouden kannalta, jos tällä menetelmällä rakennetaan kerroksittainen rahastorakennelma, jossa ylempien kerrosten rahastojen omat pääomatkin perustuvat tosiasiassa velkaan. Näin on pienen alkuperäisen oman pääoman vipuvaikutus suorastaan korotettu potenssiin. Hyvin suuret velkavarannot lepäävät tämän alkuperäisen pienen oman pääoman päällä. Näitäkin on finanssiviisaudella rakenneltu.

Johdannaismarkkinoista tekee hyvin monimuotoiset se, että johdannaisia myös yhdistellään. Eri instrumentteja on mahdollista yhdistellä eri tavoin riskin luonteen mukaan. Näin käytännössä räätälöidäänkin asiakaskohtaisesti tehokkaita rahoitus- ja suojausjärjestelmiä. Tämä tekee osaltaan kokonaiskuvan saamisen maailman johdannaismarkkinoista ja niihin liittyvistä kokonaispositioista vaikeaksi, suorastaan mahdottomaksi. Lähinnä vain instrumenttien kokonaismääristä on eri markkinaorganisaatioiden ja Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) yhteen kokoamia tilastotietoja. Tilastointia on kuitenkin velkakriisin opetusten myötä voimakkaasti lisätty.

☼

Koko kansantalouden kannalta keskeinen perusasia on, että johdannaismarkkinat ovat nollasummapeliä aivan samoin kuin rahoitusvaateina esiintyvien arvopapereiden jälkimarkkinat. Yksittäisten talousyksiköiden tasolla niillä voidaan häivyttää riskejä ja niillä voidaan laajentaa riskipositiota spekulatiivisten tuottojen saamiseksi. Koko suljetun kansantalouden tasolla niillä voidaan kyllä hävittää kokonaisriskiä siinä mielessä, että riski voi niiden avulla hajautua heikoilta yksiköiltä riskit paremmin kestäville yksiköille. Vastakkaiset, kielteisiksi koetut riskipositiot voidaan johdannaiskaupalla hävittää kummaltakin osapuolelta.

Erityisesti on kuitenkin huomattava, että yleisessä spekulaatiotilanteessa, jossa kaikki pyrkivät kääntämään positioitaan samaan suuntaan, johdannaismarkkinat eivät auta ketään. Vain sopimusten hinta reagoi, kunnes spekulaatio tasapainottuu. Avotaloudessa suojaus onnistuu sikäli kuin johdannaismarkkinoilla saadaan riskiä siirretyksi ulkomaille.

Johdannaismarkkinoiden riskit ovat osoittautuneet yksittäisille sijoittajille suuriksi osin jo siitä syystä, että instrumenttien ymmärtäminen ja hallitseminen on vaikeaa ja niiden käsittelyssä tehdään virheitä. Toimintaa on perustettu teoreettisiin, käytännössä joskus pahasti epärealistisiin malleihin ja todennäköisyysjakaumiin. Ennen kaikkea on otettu kohtuuttoman suuria avoimia positioita. Markkinoiden valtava volyymi kertoo erehdysten realisoitumisen todennäköisyydestä. Toisaalta useissa sopimustyypeissä, esimerkiksi vastakkaiset sijoitukset sisältävissä valuuttaswapeissa, nettoriski jää pieneksi. Useinhan vastapuolen katoaminen merkitsee vain riskiposition muuttumista, ei vielä realisoituvaa menetystä. Avoimeksi tulleen riskiposition voi heti kattaa uudelleen.

Johdannaismarkkinoilla operoimiseen liittyy suuria riskejä varsinkin asiantuntemattomille asiakkaille. Näiden markkinoiden suhteen tarvitaan kuluttajansuojelua ja jonkinlaisia rajoituksiakin. Paikallishallinnon, järjestöjen, pienten yritysten ja tavallisten kotitalouksien tulisi välttää operointia näillä markkinoilla tai ainakin rajata se yksinkertaisimpiin instrumentteihin, kuten koron- ja valuutanvaihtosopimuksiin. Sama pätee paljolti

myös sijoitusmarkkinoiden ns. strukturoituihin tuotteisiin, joissa on usein hyvin hämärästi yhdistetty riskittömiä ja suuren riskin sisältäviä osia. Maailmalta on runsaasti onnettomia esimerkkejä mm. paikallishallinnon ja järjestöjen taitamattomista seikkailuista jopa hyvin suurin rahasummin johdannaismarkkinoiden monimutkaisessa todellisuudessa. Vastuita selvitellään sitten vaikeissa ja kalliissa oikeusprosesseissa.

Markkinoiden tehokkuutta ja väärinkäytöksiä

Tehokkaat rahoitusmarkkinat helpottavat merkittävästi yksittäisen talouden rahoitusta ja suojautumista riskeiltä. Tehokkailla markkinoilla on muutamia vahvoja ominaisuuksia. Tyypillinen piirre sisältyy sanontaan: markkinoilla ei ole ilmaisia lounaita. Tämän taustalla on se tosiasia, että mitään itsestään selviä ilmaisia etuja ei ole, mutta ei ole myöskään aiheettomia kustannuksia, monopolivoittoja ym. Kaikki kustannukset ja riskit hinnoitellaan. Riskien kattamisesta saa kohtuullisen tuoton ja vastaavasti riskiltä suojautumisesta joutuu maksamaan. Toinen tehokkaiden markkinoiden erikoisuus on, että hintojen kehitystä ei voi yleensä systemaattisesti ennustaa. Tehokkailla markkinoilla ei tähän ole satunnaisen yksittäisen talousyksikön kannalta tarvettakaan. Talousyksikkö voi ottaa markkinahinnan annettuna, omalta kannaltaan parhaana, tai ainakin hyvänä, lähtökohtana kaupalleen.

Pääosin voi lähteä siitä, ettei kukaan voi ennustaa systemaattisesti tehokkaiden valuutta- ja rahoitusmarkkinoiden kehitystä. Jos jollakulla todella olisi pysyvä markkinahintojen ennustamisen taito, hänestä tulisi nopeasti äärettömän rikas, koska hän voittaisi kilpailijansa jatkuvasti pelaamalla vaikka kuinka suurilla panoksilla. Markkinakorkojen, valuuttakurssien ja osakekurssien kehitys seuraa voittopuolisesti satunnaislukuja. Käytännössä on tietysti pitkän päällekin hiukan keskimääräistä parempia pelaajia, mutta silloin on oltava myös keskimääräistä huonompia. Sijoitustensa myötä markkinoille on vuosikymmenten mittaan syntynyt paljon miljonäärejä ja koko joukko miljardöörejäkin, mutta paljon on myös omat säästönsä, perityn omaisuutensa ja velkarahansa hävittäneitä. Markkinoilla pelanneissa talous- ja finanssiteorioiden huippuprofessoreissa on sekä miljardöörejä että suuren kohun saattelemia epäonnistujia.

Tehokkailla markkinoilla eri instrumenttien tuotot yhdenmukaistuvat tietyin oletuksin ja tietyissä rajoissa. Tuottojen odotettu yhdenmukaisuus syntyy markkinoiden arbitraasista. Jos jollakin osa-alueella tuotot näyttävät paremmilta kuin toisella, sijoittajat myyvät jälkimmäisiä instrumentteja ja ostavat edellisiä, jolloin näiden hinnat muuttuvat ja tuotot yhdenmukaistuvat. Markkinat yhdenmukaistavat paitsi korot myös kaikki muut tuotot, osakkeiden tuotot, kiinteistöjen tuotot jne. korjattuina kuitenkin mm. riskitekijöillä ja likviditeetti-, verotus- ym. eroilla. Markkinat – äärilaidalla riskirahastojen (hedge funds) analyytikot ja diilerit – hakevat koko ajan monimutkaisilla strategioillaan tasapainoa eri markkinoiden tuottojen kesken. Rahoitusmarkkinat on kytketty tätä kautta entistä monipuolisemmin myös erilaisiin hyödykemarkkinoihin.

Satunnaiselle sijoittajalle on pääpiirteissään samantekevää, sijoittaako obligaatioihin, osakkeisiin vai kiinteistöihin. Joiltakin osin tuottonäkymät ovat paremmat mutta riskit suuremmat. Kukaan ei tiedä etukäteen varmaksi, mistä tulee lopulta paras ja mistä huonoin tuotto. Samoin on yleensä periaatteessa samantekevää, mistä lainansa ottaa, jos saa aidolla markkinahinnalla. Tosin jo pysyvä asiakassuhde luotonantajaan parantaa informaatioedun vuoksi todennäköisesti korkoehtoa.

Tehokkaisiin markkinoihin on kohdistettu kuitenkin myös paljon kritiikkiä. Erityisesti rahoitusmarkkinakriisin yhteydessä keskusteltiin paljon siitä, missä määrin nykyaikaisten rahoitusmarkkinoiden kehitys ja nimenomaan niiden uudet innovaatiot todella ovat tehostaneet markkinoiden toimintaa. Kriisinhän laukaisi – joskaan ei pohjimmiltaan aiheuttanut − nimenomaan uusien instrumenttien, erityisesti asuntoluottojen arvopaperistamisen ja luottoriskinvaihtosopimusten holtiton käyttö. Saatiinkohan näillä hyötyjä vai

ensisijaisesti tappioita koko yhteiskunnan kannalta? Ovatko rahoitusmarkkinat kaikkine instrumentteineen todella teorioiden mukaisesti tehokkaat, parhaat mahdolliset?

Normaalioloissa rahoitus- ja valuuttamarkkinat toimivat epäilemättä pääpiirteissään varsin tehokkaasti. Kuitenkaan todellisuus ei ole lähimainkaan teoreettisten vaatimusten mukainen. Tehokkaiden markkinoiden kannalta markkinoiden ja niiden toimijoiden tulisi periaatteessa olla varsin ihanteellisia; vaaditaan oikeaa, tasapuolista tietoa ja osaamista, täydellistä kilpailua, oikeita kannustimia, reiluja avoimia pelisääntöjä ja muuta vastaavaa. On ilmeistä, että nämä ehdot täyttyvät vajavaisesti ja ajoittain huonosti. Usein sijoittajat ja velalliset ottavat selvästi liikaa riskejä, eivät ymmärrä tekemisiään, käyttäytyvät ilmeisen epärationaalisesti, harhautuvat hämmästyttävään laumakäyttäytymiseen ja spekulaatioihin ainakin pidemmällä aikavälillä katsottuna.

Uusien instrumenttien marginaalihyöty on varmaan pienentynyt. Vakava ongelma uusissa keksinnöissä, erityisesti juuri kriisin laukaisseissa instrumenteissa on niihin sisältyvä luottoriskien hämärtyminen. Riskin siirtäminen pois alkuperäiseltä luotonmyöntäjältä ehkä jopa useiden edelleenmyyntien kautta voi johtaa vastapainona positiiviselle riskien hajauttamiselle pahaan riskien hämärtymiseen ja vaarallisiin riskikeskittymiin. Varmaan käy usein niin, että kun markkinoilla huomataan joku osapuoli, joka ei hallitse kunnolla toimiaan väärine näkemyksineen ja malleineen, tälle myydään nopeasti pahimmat riskisopimukset. Tällainen suuri riskikeskittymä jää lopulta veronmaksajien hoidettavaksi.

Nimenomaan monimutkaisimpiin instrumentteihin liittyy ongelmia yhteiskunnan kannalta. Todennäköisesti näistä instrumenteista saatava hyöty on ylipäätään marginaalinen ja kyseenalainen. Vielä pahempi on, että ilmeisesti usein monimutkaisten instrumenttien ja rahoitusjärjestelyjen ideointi ja käyttö on lähtenyt sääntelyn, verojen, kirjanpidon ym. kiertämisen tarpeesta ja ehkä välillä jopa heikommin informoidun osapuolen tietoisesta hämäämisestä.

☼

Markkinoilla on mahdollisuuksia tehdä tulosta myös poikkeuksellisilla tai rikollisilla menetelmillä. Hyvin suurilla sijoittajilla, puhumattakaan näiden mahdollisista kartelleista, saattaa olla mahdollisuus omilla toimillaan manipuloida hintoja, eli nämä suursijoittajat voivat ainakin ajoittain järjestellä hintakehitystä niin, että voivat ostaa halvalla ja myydä kalliilla. Tiedotusvälineissä näkyvimmät asiantuntijat, gurut, voivat vaikuttaa markkinahintoihin myös tarkoitushakuisilla analyyseillään. On hyvä olla varovainen, kun markkinoilla aktiivisesti toimiva asiantuntija esittää mielipiteitään. Kyse on ehkä puhumisesta omaan pussiin, eikä asiantuntija ainakaan puhu omia positioitaan vastaan, vaikka tähän sattuisi olemaan aitoja ja ajankohtaisia syitä.

Rahoitusinstrumenttien ja -järjestelyjen tavaton monimutkaisuus kärjistää tasapuolisen informaation ongelmaa. Tavalliselle kansalaiselle lähes mahdottoman hankalilta tuntuvat asiat ovat enimmäkseen selviä niille, jotka niitä työkseen pyörittelevät. Erityisosaamiseen keskittyneet ammattilaiset ovat yleensä ylivoimaisessa asemassa asiakkaisiinsa nähden. Rahoituslaitoksilta edellytetäänkin, että ne suhtautuvat tavallisiin asiakkaisiin eri tavoin – vahvemmin informaatiovelvoittein − kuin varsinaisiin ammattitaitoisiin markkinaosapuoliinsa.

Arvopaperistaminen ja johdannaismarkkinat monimutkaisine rakennelmineen luovat monenlaisia moraaliongelmia. Niillä voidaan räätälöidä asiakkaiden eri tarpeiden mukaan tehokkaita rahoitusjärjestelyjä, ja tämä onkin tärkeä nykyaikaisten rahoitusmarkkinoiden piirre. Toisaalta kokemusten mukaan asiakkaat eivät läheskään aina ymmärrä, mihin ovat todellisuudessa sitoutuneet ja mitä mutkikkaista sopimuksista erilaisissa tilanteissa seuraa. Pahimmillaan myönteistä riskien hajautusta on käytetty sijoittajien sumuttamiseen. Usein riidellään sitten oikeusistuimissa.

Markkinoiden informaatiossa on monia häiriötekijöitä. Liikkeelle voidaan päästää virheellisiä uutisia ja huhuja ja hyödyntää näistä seuraavia hintojen muutoksia. Selvästi

rikollista toimintaa on markkinoihin vaikuttavan salaisen sisäpiiritiedon, eli yllättävien tulostekijöiden, merkittävien yritysjärjestelyjen tai talouspolitiikkaa koskevan etukäteisinformaation hyväksikäyttö, samoin yritysten tai rahoituslaitosten tiedotuksen vääristely markkinoiden harhauttamiseksi.

Markkinoilla esiintyy myös selvää petollista rikollisuutta. Ääritapaus on ns. Ponzipeli tai pyramidipeli tai melkeinpä samaan luokkaan luettava, kielletty vaatimaton vanha ketjukirjepeli (joka oli sinänsä toimintaperiaatteeltaan aivan rehellinen; vika oli sen motivoinnissa räjähdysmäiseen laajenemiseen). Näiden pelien liikeidea on kerätä hyväuskoisilta sijoittajilta varoja, joita ei sijoitetakaan tuottaviin kohteisiin – nerokkaita optioihin perustuvia johdannaisstrategioita väitetään kyllä keksityn – vaan uudet sijoitusvarat jaetaan ikään kuin runsaina tuottoina vanhoille sijoittajille. Näin saadaan sijoitushuuma käyntiin, peli laajenee, ja mukaan tulee muhkeiden tuottojen houkuttelemina yhä uusia innokkaita sijoittajia. Näin on saatu ihmisten hyväuskoiseen ahneuteen tukeutuen monissa maissa aikaan hämmästyttävän laajoja huijauksia, jotka voivat heiluttaa jopa koko taloutta, kuten Albaniassa. Tietysti osa varoista jää peliä pyörittävien huijareiden tileille. Osa alkupään sijoittajista ehtii hyötyä muhkeista tuotoista ja ehkä myös irtaantua ajoissa. Peli sortuu viimeistään siinä vaiheessa, kun suhdanteet huononevat ja useat sijoittajat alkavat nostaa pois suuria sijoituksiaan. Peli pysähtyy ja ilmenee, ettei mitään ole. Kehittyneissä maissa viranomaiset vahtivat aika tarkkaan tällaisten pelien yrityksiä, mutta heikon hallinnon maissa pelit usein onnistuvat hyvin pitkään.

Jos joku lupaa kilpailluilla sijoitusmarkkinoilla pysyvästi ja merkittävästi keskimääräistä parempia tuottoja, hän on joko sisäpiiririkollinen, huijari tai hölmö. Reaalihyödykkeiden maailmassa voi ideoida uusia tuotteita ja tienata rehellisesti valtavia omaisuuksia, mutta rahoitusinnovaatioiden tapauksessa nerokkaan pitkäaikaisen tuottoidean todennäköisyys on todella pieni. Monien uusien monimutkaisten, laajastikin käytettyjen instrumenttien tuottoetuja on selvästi liioiteltu, minkä hyväuskoiset sijoittajat ovat saaneet kokea kukkaroissaan. Onnistuneet tekniset sijoitusstrategiat ja vahvat edut ovat korkeintaan tilapäisiä. Jotkin suuret rahastot ja tunnetut sijoittajat ovat kyllä tienanneet jopa vuosikymmenien ajan selvästi yli markkinoiden keskiarvon, mutta ehkä osin juuri kursseihin vaikuttavalla markkinavoimallaan.

Rehellisen ammattispekulantin elämää helpottaa se, että osa vastapuolista ei analysoi markkinoita. Pienet satunnaiset toimijat ottavat yleensä markkinahinnat annettuina, mikä on perusteltuakin, mutta tekevät keskimäärin huonompia kauppoja kuin ammattilaiset. Niin kauan tämä kuitenkin kannattaa, kun tappiot jäävät pienemmiksi kuin olisivat paremman tuloksen antavat analyysikustannukset. Tavallisen kansalaisen ei kannata tuhlata hetkeäkään sen seikan miettimiseen, kannattaako eurot vaihtaa dollareiksi tänään vai viikon kuluttua; se on etukäteen aivan sama. Vaihdon voi tehdä milloin tahansa vaihtopaikan ohi kulkiessaan ja vallan hyvin edes kysymättä valuuttakurssia (tosin eri vaihtopaikkojen kurssitaso on erilaisten vaihtopalkkioiden vuoksi erilainen). Osa spekulanttien vastapuolista taas ei pelaa samoilla tuloksentekosäännöillä, esimerkiksi interventioita tekevät keskuspankit. Voittojen teko näiden kustannuksella on mahdollista.

☼

Maailmassa on melkoiset, joskin kokonaisuuteen nähden vaatimattomat islamilaiset rahoitusmarkkinat, joiden erityispiirre on, ettei rahoitusvaateille saa maksaa korkoa. Islamilaisissa maissa on kahdet rahoitusmarkkinat, joista selvästi suuremmat toimivat kansainvälisten markkinoiden mukaan korkoa maksaen. Pieni osa noudattaa koronmaksukieltoa, jopa myös kansainvälisissä lainoissa. Koronmaksukielto on Koraanissa, mutta siihen pohjautuvan uskonnollisen sharialain tulkinnan tiukkuudessa on eroja eri maissa.

Herää kysymys, miten tämä rahoitus suhtautuu näkemykseen kaikkien tuottojen yhdenmukaisuudesta. Tosiasiassa se sopeutuu varsin hyvin. Islaminoppineiden lähtökohta on, että sijoittajan on osallistuttava kattavasti yritysriskiin. Tästä syystä islamissa

on suhtauduttu joskus kriittisesti myös osakeyhtiöön (yritysriskin rajaaminen osakeyhtiömuodollahan on länsimaiden talouden tärkeimpiä ja hyödyllisimpiä keksintöjä). Niinpä islamilaisten obligaatioiden tuotto on järjestetty välilliseksi siten, että sijoittaja saa jotakin kautta vuokraksi tai osingoksi järjestettyä tuottoa. Markkinoiden tietojärjestelmät esittävät tämän tuoton muunneltuna koron tapaiseksi.

Tässä yhteydessä herää myös kysymys, mikä on korkoa ja mikä muuta tuottoa, pääomavoittoa ym. Rajanveto lienee monissa tapauksissa vaikeaa muillekin kuin islaminoppineille ja verottajille. Korkoahan voidaan maksaa monien nimikkeiden avulla ja epäsuorasti. Kuitenkaan esimerkiksi korottomat deep discount lainat eivät islaminoppineille kelpaa. Korkoa voidaan maksaa johdannaisten kautta, osin vaikkapa valuuttamarkkinoiden swapeille, joissa korkoa saadaan valuuttakurssieron kautta. Luultavasti on montakin tapaa kiertää koronmaksukieltoa. Arvostetut markkinaosapuolet tuskin tähän kuitenkaan ryhtyvät.

Mitkään markkinat eivät ole täydellisiä

Raha-, valuutta- ja arvopaperikaupan siirtyminen sähköisiin kauppapaikkoihin tietokoneruuduille on lisännyt osanottajia ja kaupan määrää hyvin paljon. Hinnasta neuvotellaan sähköisillä markkinoilla koko ajan. Hyvin toimivilla markkinoilla valuutan, rahoitusvaateen ja hyödykkeen hinta liikkuu tietokoneruuduilla koko ajan, ehkä jopa monta kertaa sekunnissa. Markkinoilla on näin aina hinta, mutta toisaalta minään silmänräpäyksenä ei ole tehokkaillakaan markkinoilla itsestään selvää hintaa. Vähemmän likvidien markkinoiden toimintaa hoidetaan edelleen mm. pankkien piirissä puhelimitse. Joidenkin hyödykkeiden pörssikaupassa hinta syntyy huutokaupoissa ajoittain. Informaatioruuduilla näkyvät hinnat ovat yleensä uusimpien toteutuneiden kauppojen hintoja. Markkinoiden korko- ja muut hintatilastot tehdään lähinnä suurten toimijoiden toteutuneista kaupoista määrättynä ajankohtana päivittäin. Markkinoiden hinnoittelua sekoittavat verotus ja muut säädökset, kansalliset käytännöt, kyseisen instrumentin markkinoiden pienuus ym.

Rahoitus- ja valuuttamarkkinat toimivat monien instrumenttien osalta hyvin tehokkaasti mutta eivät ole täydellisiä. Valuuttamarkkinat toimivat paljolti muutamien kymmenien suurimpien kansainvälisten pankkien ohjaamina; nämä hallitsevat käyttäytymistä ja kursseja, tosin vain marginaalisesti. Markkinat eivät ole kasvottomia. Valuutta- ja rahamarkkinoilla on keskeisiä henkilöitä, joiden lausunnoilla on markkinoita ohjaava vaikutus. Arvopaperimarkkinat ovat laajemmat, mutta niilläkin on suuria toimijoita, joista osa voi ajoittain vaikuttaa hintoihin. Markkinat ovat tavallaan aina etukäteen oikeassa, ja kuitenkin ne usein erehtyvät jälkikäteen katsoen pahasti. Koska ennusteissa on aina hajontaa – useinhan ennusteiden viuhka on laaja – jotkin sattuvat oikeaan. Gurun maineen saa helposti, jos sattuu onnistumaan näyttävästi muutaman kerran peräkkäin. Usein kuitenkin maine himmenee nopeasti, ellei peräti katoa kerralla.

Tiedotusvälineissä näkyy päivittäin joku tai muutamia perusselityksiä korkojen, valuuttakurssien ja osakekurssien hintakehitykselle. Näkemykset voivat olla – tai olla olematta – oikeita tai merkittäviä. Päivittäisten selitysten summa ei yleensä selitä pidemmän aikavälin kehitystä. Markkinahinnan perusennuste lähitulevaisuudeksi on vallitseva hinta. Joillekin muuttujille pitkän aikavälin ennusteen lähtökohta voi olla menneisyydessä toteutunut (reaalinen) keskimääräinen hintataso. Keskipitkällä aikavälillä markkinahinnan kehitys pyrkii usein seuraamaan pitkään jatkunutta tasoa tai trendiä.

Markkinoiden käyttäytymiseen liittyykin aikasarjojen ylä- ja alatasojen seuranta. Markkinaoperaatioiden kannalta ratkaisevaksi koettu taso voi syntyä eri syistä, esimerkiksi viranomaisten aikaisemmista interventioista tai markkinoiden käänteistä. Usein psykologinen taso on myös jokin korko, valuuttakurssi ym. pyöreä luku tai historiallinen raja. Tyypillisesti hintasarjan nousu tai lasku ei mene heti tason läpi, vaan pysähtyy siihen. Usein hinta jää törmäilemään joksikin aikaa tasoa vasten eli testaa tasoa. Jos se

sitten menee tason läpi, se tyypillisesti ohittaa sen nopeasti ja selvästi ja alkaa hakea sitten uutta suuntaa tai tasoa.

Trendin, tason ym. korostaminen on paljolti psykologiaa. Ns. chartistit ovat analysoineet markkinahintaa perinteisesti yksinkertaisin aikasarjamenetelmin, usein pelkästään viivoittimella. Markkinahinnan aikasarjasta, erityisesti sen käännepisteistä, haetaan systematiikkaa ilman, että kehityksen syitä yritettäisiin analyyttisesti eritellä. Chartistien oppikirjat ovat täynnä kaikenlaisia kuvioita. Ilmeisesti sekä aikasarjan trendikehitykseen että käänteisiin liittyy sen verran psykologista vakioisuutta, että se auttaa marginaalisesti ennustamisessa. Muuten chartismia ei niin paljon harrastettaisi. Nykyisin tietokoneillaan markkinoilla pelaavat matemaatikot käyttävät paljon viivoitinta kehittyneempiä mutta vastaavanlaisia menetelmiä ja menestyvät kaiketi yleisesti varsin hyvin.

Markkinat eivät aina käyttäydy rationaalisesti optimointiteorioiden valossa. Peukalosäännöillä on oma tärkeä merkityksensä. Paljon käytetään erilaisia sattumanvaraisia menetelmiä. Hyvin tavallista on, – tämä näkyy mm. tärkeissä kansainvälisissä tiedotusvälineissä –, että kun havaitaan parin aikasarjan korreloineen vahvasti viime aikoina, aletaan uskoa – pikaisesti keksityin perustein – niiden keskinäiseen yhteyteen myös jatkossa. Menetelmä voi toimia jonkin aikaa tai olla toimimatta. Sitten etsitään kokeillen uudet sarjat.

Pienten yritysten ja kotitalouksien käyttäytymisessä suuren rationaalisuuden olettaminen on tietysti epärealistista. Sen sijaan ammattimaisten sijoittajien optimointikäyttäytymisellä on vahvat perusteet tietokoneohjelmissa. Niissä on mukana myös eri instrumenttien osin monimutkainen matematiikka, mutta siihen perustuvat myös näiden järjestelmien heikkoudet. Oiotaan todellisuuden mutkia ja valitaan mm. selkeitä käyttäytymisen perusjakaumia, jolloin optimoinnit voivat olla pahasti harhaisia. Järjestelmät on kytketty kaupankäyntirutiineihin. Pelataan jopa sekuntien tai niiden murto-osien aikajänteellä. Itse asiassa nykyisin hyvin suuri osa, jopa suurin osa osakkeiden kaupankäynnistä on kehittyneimmillä markkinoilla tällaista operointia sekunnin murto-osissa (high frequency trading). Tämä toiminta on osoittautunut ongelmalliseksi, sillä spekulanttien käyttämät samantapaiset mallit johtavat helposti joissakin tilanteissa kurssien rajuihin heilahteluihin.

Ammattimaisetkin sijoittajat ovat alttiita laumakäyttäytymiselle. Tosin mukanaolo kuplassa voi olla johonkin rajaan asti hyvin rationaalista, vaikka sitä pitäisikin mielettömänä pitkän päälle. Kuplassa optimoidaan lyhyen aikavälin nousua ja mennään markkinoiden mukana. Positiosta on vain päästävä eroon ennen kuplan puhkeamista, ja ammattipeluri sekunnin murto-osineen onkin tässä suhteessa vahvassa asemassa. Spekulanttien nopea irtaantuminen vahvistaa käännettä. Epäonnistunut peluri selviää vähimmällä perustelemalla sijoituksiaan markkinoiden laumakäyttäytymisellä: niinhän kaikki tekivät.

Laumakäyttäytymisen taustalla ovat paljolti myös palkitsemis- tai rankaisemisjärjestelmät. On yleensä turvallisinta mennä muiden mukana. Palkitsemiskäytännöt ovat osoittautuneet usein epäonnistuneiksi ja vaarallisiksi. Erityisen ongelmallisia ovat sijoitukset, joissa – kuten juuri pitkäaikaisissa luotto- ja sijoitusjärjestelyissä – tuotot tulevat tasaisesti tai jopa etupainotteisesti, mutta tappioriskit ajoittuvat sijoituksen loppupäähän. Jos tuotoista palkitaan alkuvaiheessa ylimääräisillä bonuksilla, tuhlataan varoja, jotka pitäisi rahastoida odottamaan mahdollisten myöhempien sijoitustappioiden kattamista.

Markkinoiden spekulaatiot

Sanalla spekulaatio on yleisessä kielenkäytössä kielteinen merkitys. Laskelmoivaa markkinatuottojen hankkimista ei pidetä täysin rehellisenä tai ainakaan reiluna toimintana tai kunnollisen tuottavan työnteon veroisena. Kuitenkin rahoitusmarkkinatoiminta on valtaosin juuri laskelmoivaa tuottojen hankkimista. Spekulaation mielletäänkin yleensä painottuvan riskipitoisimman toiminnan alueelle. Spekulaatiosta puhutaan varsinkin

ääritilanteissa eli kun toiminta kohdistuu talouteen tai talousyksikköön, joka on joutunut joko vaikeuksiin tai poikkeuksellisen vahvaan nousukierteeseen.

Yleensä kuvitellaan, että spekulantti hankkii helposti rahaa kunnon kansalaisten kustannuksella. Sattumanvaraisesti voi helppoa voittoa tullakin, mutta markkinoiden riskeillä pelaava spekulantti tekee hermoille käypää työtä. Huolellisen analyysin ja kalliiden järjestelmien avulla ammattisijoittaja pystyy todennäköisesti lyömään markkinat ajan mittaan. Tulee voittoja, sitten tappioita, mutta keskimäärin ei kumpiakaan kovin paljon. Joukko markkinapelaajia ja instituutioita elää markkinoiden kustannuksella. Spekulanttien voitot vastaavat kuitenkin periaatteessa myös näiden toimijoiden tuomia yhteiskunnallisia hyötyjä. Sen lisäksi, että spekulantit tekevät aktiiviset markkinat, nämä ammattisijoittajat vakiinnuttavat tuotot yhdenmukaisiksi. Näin satunnainen sijoittaja välttyy informaation hankkimiselta ja sen kustannuksilta.

Vaikka spekulaatioille on yleensä enemmän tai vähemmän aitoja perusteita, spekulantit eivät ole rationaalisia laskukoneita vaan tyypillisesti varsin tunnepitoisesti käyttäytyvä joukko. Pelin aloittavat ehkä muutamat tunnetut auktoriteetit, ja kevyempi joukko seuraa perässä.

Kohtuullisesti hoidettu yritys tai valtio ei joudu hyökkäyksen kohteeksi; spekulantin epäonnistumisen riski on liian suuri. Käytännössä markkinoilla esiintyy sekä hyvää että pahaa spekulaatiota. Rajanveto on tunneasia. Luonnollista ja myönteistä on senlaatuinen spekulaatio, jossa markkinat alkavat vieroksua huonosti hoidettua taloutta, olipa se yritys tai koko kansantalous. Riskilisät kasvavat ja rahoitus vaikeutuu. Tämä spekulaatio on usein sen kohteen oma etu. Se on terve varoitus ja pakottaa aloittamaan korjaavat toimenpiteet. Jos tätä spekulaatiota ei tulisi, talous ajautuisi ajan mittaan mahdollisesti ylivoimaisiin vaikeuksiin.

Toisaalta markkinoilla esiintyy myös kohtuutonta spekulatiivista toimintaa. Tyypillisesti spekulatiiviset markkinat hakevat, kuten luonnossa petoeläinten lauma, mahdollisten uhrien joukosta heikointa yksilöä, jonka kimppuun joukolla käydään. Uhrina voi olla huonosti hoidettu yritys tai yli varojensa elävä kansantalous, samoin idealistisesti hyviä tarkoituksia palveleva hyväuskoinen yritys tai yhteisö. Missä on peuroja, siellä on myös susia. Silmätikuksi joutunut talous- ja valuuttavaikeuksissa oleva maa päätyy usein kohtuuttoman laajan julkisuuden ja hyökkäilyn kohteeksi. Tällainen potentiaalinen tilanne on toisaalta terveellinen uhka kaikille talouksille. Ei pidä hankkiutua joukon heikoimmaksi. Olemassaolon taistelu on talouselämässä kova.

Toisaalta pahimmillaan jopa vain lieviin ongelmiin, varsinkin tilapäisiin likviditeettivaikeuksiin joutunut talous voi kohdata vahvan hyökkäyksen, jossa pyritään hyötymään uhrin kaatumisesta. Luodaan spekulaatiokierre, jossa riskilisät suurenevat ja heikentävät aidosti uhrin rahoitustilannetta. Kasvavilla riskilisillä spekuloidaan; niitä voi ostaa ja myydä nykyaikaisin instrumentein. Jopa yksittäiset vahvat spekulantit voivat hyökkäyksessään onnistua. Aidosti tuomittavaa, jopa rikollista on normaalin spekulaation ylittävä markkinoiden manipulaatio. Siinä hintoihin vaikutetaan reiluun kaupankäyntiin kuulumattomilla keinoilla, kuten kartelleilla, harhautuksilla ym.

Spekulaation kohteeksi voi kuitenkin joutua myös ”liian hyvin” hoidettu talousyksikkö, myös kansantalous, Sveitsi varsinkin. Sinne pyritään tekemään sijoituksia, jotka aiheuttavat taloudelle ehkä vakaviakin tasapainovaikeuksia. Poikkeuksellisen vakaisiin ja vahvoihin maihin sekä varsinkin niiden valuuttoihin kohdistuu ajoittain aivan kohtuuttomia spekulaatioita.

Joiltakin osin hyökkäyksiä on kilpailulainsäädännössä rajattu. Sijoittajat eivät saa sopia yhteisistä kaupoista ja hinnoista. Markkinapelaajien, spekulanttien aito kartelli onkin vahingollinen ja moraaliton keino hankkia helppoja tuottoja. Spekulanteilla pitäisi aina olla tilaisuus ja velvollisuus pelata myös toisiaan vastaan.

Valuuttakurssia ja valtionvelkaa koskevat spekulaatiot aiheuttavat usein yleisön ja poliitikkojen piirissä vahvaa suuttumusta. Poliittisesti peli onkin herkkä. Periaatteessahan valtio kontrolloi rahoitusmarkkinoita, mutta välillä rahoitusmarkkinat kurittavat kovalla kädellä poliitikkoja ja valtiota. Spekulaatioihin voidaan puuttua säätelytoimin tai rikos-

lainsäädännönkin perusteella. Jossakin jopa maan turvallisuuselimet on pantu jahtaamaan syyllisiä. Useimmiten tämä on käytännössä mahdotonta. Juhlapuheissa vaaditaan usein myös suojausinstrumenttien käytön kieltämistä spekulaatiotarkoituksiin, mutta tällaisen rajan vetäminen on yleisesti ottaen toivotonta.

Markkinoiden riskit

Rahoitusmarkkinoilla syntyy erilaisia riskejä: likviditeettiriskiä, korkoriskiä, luottoriskiä, valuuttakurssiriskiä jne. Myös ihmisiin liittyy riskejä, kuten asiantuntijoiden menetyksiä, väärinkäytöksiä ja muita. Riskiluokittelut ovat ajan kuluessa tulleet hienojakoisiksi, ja eri riskejä voidaan erottaa kymmeniä. Riskipositioita voi suojata tai avata. Koska riskit ovat satunnaisia, sijoittajan kannattaa hajottaa sijoituksensa mahdollisimman moneen kohteeseen. Periaatteessa riskin hajautus käy parhaiten jakamalla varat maailman kaikkiin sijoituskohteisiin.

Omat riskipositiot tulisi aina tiedostaa ja rajata hallittaviksi myymällä pois hyvin suuret riskit. Tavallinen kansalainenkin vakuuttaa omakotitalonsa. Koko talouden vakauden kannalta on sitä edullisempaa, mitä laajemmin taloudessa ja myös koko maailmantaloudessa eri riskit on hajautettu niille, jotka ne parhaiten pystyvät kestämään. On koko kansantalouden kannalta edullista, ettei yksittäisiä suurten riskien talousyksiköitä synny. Riskikeskittymien seuranta ja riskien hajauttamisen edistäminen on myös julkisen vallan kiinnostuksen kohteena. Tämä toiminta on rahoitusmarkkinoiden vakaudesta huolehtivien viranomaisten päätehtävä.

Riskit ovat aina sekä yksittäisen talousyksikön että koko kansantalouden ongelma, joskin ne ovat tietenkin yleensä myös oleellinen osa tuotoista – siksihän riskejä otetaan. Pahimmillaan riskit sekä keskittyvät että ketjuuntuvat voimakkaasti. Heikoilla velallisilla voi olla suuri likviditeettiriski, ja koska velkojen hoito on epävarmaa, velkojapankilla on luottoriski, ja tämä voi olla lopulta valtiontalouden ja edelleen veronmaksajan riski.

Talouteen syntyy likviditeettiriskiä tai rahoitusriskiä sitä kautta, että rahoitussijoitusten maturiteetti halutaan tyypillisesti pitää lyhempänä kuin se maturiteetti, mitä velalliset pitävät tarkoituksenmukaisena. Tämä näkyy mm. pankkien taseissa rahoituksen transformaationa: talletukset ovat lyhytaikaisia mutta luotot pitkäaikaisia. Pankki joutuu reagoimaan maksuvalmiusriskiin. Pankkien taserakenne näkyy myös korkoriskinä. Talletusten korot ovat lyhyitä korkoja, ja pankki siirtää korkoriskiä asiakkailleen antamalla lyhyeen viitekorkoon sidottuja pitkäaikaisia luottoja.

Luottoriskin hinnoittelu eli riskin näkyminen korossa on itsestään selvää. Kukaan ei vältä tätä, vaikka erilaista idealismia esiintyykin. Joskus ehdotellaan esimerkiksi köyhille maille mahdollisuutta käyttää velkansa maksussa jonkinlaista optiota, eli jättää velka osin hoitamatta, jos taloudella menee huonosti. Jos tällainen optio annetaan, se hinnoitellaan markkinoilla ikävästi korkoon riskilisäksi. Korossa näkyy myös talouden poliittinen ja hallinnollinen epävakaus, mm. rahoituksen säännöstelyn tai suoranaisen hallinnollisen mielivallan uhka. Suostuakseen lainaamaan tällaisiin oloihin luotonantaja vaatii asiaankuuluvan riskilisän, ja varovaiset sijoittajat eivät lainaakaan.

Eri sijoituskohteet ovat erilaisia, ja jos vaihtoehdot laajennetaan reaalisijoituksiin, esimerkiksi asuntoihin, sijoituskohteiden valinta on jo hankalaa. Rahoitusinstrumenttien tuotot ja riskit ovat melko selvät. Sen sijaan reaalisijoituksiin liittyy paljon muita tekijöitä, kuten varastointikulut, sijoituskohteen kuluminen jne. Reaalihyödykkeissä myös tarjonnan ja kysynnän joustamattomuus aiheuttaa helposti satunnaista tai ehkä melko pitkäaikaistakin hinnan vaihtelua.

Kun riskiä otetaan toisten kustannuksella ja riskinotto on moraalin tai hyväksyttyjen toimintaperiaatteiden vastaista, puhutaan moral hazardista. Termille ei ole hyvää suomennosta, mutta nimityksiä moraalikato ja uhkapeli on käytetty. Sananmukaisestihan moral hazard tarkoittaa lähinnä moraalia koettelevaa uhkapeliä. Moral hazardiin on erityinen kiusaus silloin, kun peluri laskee saavansa itse mahdollisen voiton mutta mahdol-

linen tappio jää muiden maksettavaksi. Näin käy esimerkiksi konkurssin uhatessa. Tulee kiusaus ryhtyä uhkapeliin isoin panoksin. Jos voittaa, omat rahat pelastuvat, ja jos häviää, tappiot jäävät joka tapauksessa velkojille. Tämä uhkapeli on käytännössä yleistä. Sitä on yritetty säädöksin estää. Samoin uhkapeliin lähtee helposti yrityksen työntekijä, jopa johtoporras, joka on toiminnallaan sattunut saamaan aikaan suuren tappion, joka ei ole tullut vielä julki. Työntekijä lähtee peliin ja ottaa riskin: jos voittaa, maine pelastuu, ja jos häviää, potkut tulevat joka tapauksessa. Usein pankeille tulee näistä tapauksista isoja tappioita, mutta tällöin pankin sisäinen kontrolli ei ole toiminut.

Kehittyneet arvopaperimarkkinat, erityisesti osakemarkkinat ovat tehokas liikemoraalin ylläpitäjä. Ne ovat kovempi tuomioistuin kuin julkinen oikeuslaitos. Markkinoilla – päinvastoin kuin oikeuslaitoksessa – jo epäilykset väärinkäytöksistä saavat usein aikaan taloudellisesti ankaran rangaistuksen yritykselle. Sen osakekurssi putoaa, kun sijoittajat siirtyvät luotettavampiin kohteisiin. Epäilykset voivat tietysti olla myös aiheettomia, eikä hyvitystä luultavasti paljon tule. Markkinat rankaisevat myös epäluotettaviksi kokemiaan valtioita, mikä herättää poliittista keskustelua.

Yksittäisten talousyksiköiden riskit kertyvät yhdessä koko kansantalouden riskiasemaksi. Kansantaloudellakin on korkoriski, maksuvalmiusriski, luottoriski, valuuttakurssiriski jne. Suljetun kansantalouden kokonaisriski ei maan sisäisten riskipositioiden myynnin yhteydessä tavallaan muutu, mutta riskikeskittymät lisääntyvät tai vähentyvät. Sekä markkinoiden että julkisen vallan tulisi toimia siihen suuntaan, että riskikeskittymiä hajautetaan ja vastakkaisia riskipositioita nettoutetaan esimerkiksi johdannaisilla. Suljetun kansantalouden kannalta tärkeä riskien piirre on se, että yksipuolisen paineen toteutuessa kokonaisriskiä ei saada siirretyksi minnekään. Kaikki eivät voi suojautua yhtä aikaa samaan suuntaan. Yleensä riskin siirto ulkomaillekaan ei spekulaatiotilanteessa onnistu laajasti.

☼

Tavallinen kotitalous joutuu eniten rahoitusmarkkinariskin kanssa tekemisiin asuntolainansa yhteydessä. Jos henkilö ottaa pitkäaikaisen ja suuren asuntolainan, joka on sidottu lyhytaikaiseen viitekorkoon, hän altistuu korkoriskille. Jos asunto on ostettu hintojen ollessa korkealla ja jos työttömyyden uhka on merkittävä, henkilö on erittäin riskipitoisessa tilanteessa. Lyhytaikainen korko voi nousta, asunnon hinta romahtaa ja työttömyys johtaa rahoitusongelmiin. Pahimmillaan hänen on pakko myydä asunto hintaan, joka ei kata velan määrää. Yhdysvalloissa on osittain käytössä järjestelmä, jossa laina liittyy asuntoon. Tällöin asunnon hintariski on luotonantajalla. Jos asunnon arvo laskee alle lainan määrän, asukas yksinkertaisesti vie asunnon avaimet pankkiin ja lähtee kävelemään – asunnottomana, mutta myös velattomana.

Lainanottaja miettii usein melko turhaan, mihin korkoon hänen olisi asuntolainansa sidottava. Käytännössä kotitaloudet sitovat lainansa tyypillisesti siihen korkoon, joka sattuu sillä hetkellä olemaan matalin. Niinkin voi tehdä, mutta ei valinta ole sen viisaampi kuin jokin muu. Tehokkaiden markkinoiden pääsääntö takaa, että odotettu korkorasitus on kaikissa koroissa pääpiirteissään sama. Lyhytaikaiset ja pitkäaikaiset korot voivat olla eri tasolla, mutta korkojärjestelmä toimii niin, että seuraavien 10 vuoden odotettu korkomeno- tai korkotulo on pääpiirteissään sama, hakipa tuottoa minkä pituiselle sijoitukselle tahansa. Voi esimerkiksi uudistaa 6 kuukauden velkaa 10 vuotta (ottaa 10 vuoden lainan 6 kuukauden korkoon sidottuna) tai ottaa kiinteällä korolla velan 10 vuodeksi. Jos jokin korko on ennusteiden perusteella edullisempi, asian ymmärtävät sitovat luottonsa siihen, jolloin markkinapaine hävittää eron. Jos keskuspankki laskee lyhytaikaista korkoa, kaikki markkinakorot laskevat vähän, koska niihin sisältyy tuo lyhytaikainen korko. Vasta jälkikäteen on nähtävissä, mikä korkovalinta olisi ollut edullisin.

Vaikka vaihtoehdot ovat pääosin samanarvoiset, vastuuta jää eri vaihtoehdoissa vähän eri tavalla lainanottajan kannettavaksi. Korkoihin ja lainaan liittyvät erilaiset riskitekijät on otettava huomioon. Korot eivät ole korkoriskin osalta samanarvoisia. Pitkässä

viitekorossa pankki tai joku muu kantaa korkoriskin ja veloittaa tämän kustannukset lainanottajalta. Lyhyessä viitekorossa korkokustannuksen voi odottaa olevan laina-ajalta vähän pienempi, mutta lainanottaja joutuu itse kattamaan korkoriskin ja kantamaan siitä tulevat kustannukset.

Asuntovelkainen kotitalous voi rajata korkoriskiään pitämällä likviditeettiä, jonka turvin voi selvitä vaikkapa parin vuoden ajan poikkeuksellisen korkeista koroista ja työttömyysjaksostakin. Riskin kattaminen likviditeettiä pitämällä ei ole ilmaista. Likvidien pankkitalletusten tai riskeiltään vähäisten sijoitusrahasto-osuuksien tuotto on pieni, alempi kuin asuntolainan korko. Korkoriskin vähentämiseen on myös muita keinoja. Osa lainasta voi olla vaihtuvakorkoista, osa kiinteäkorkoista. Asuntoluoton korolle voi myös ostaa korkokaton, jossa pankki tarjoaa asiakkaalle eräänlaisen vakuutussuojan tai korkooption. Jos korko nouse yli tämän rajan, pankki itse rahoittaa koron omasta suojauksestaan.

Jos henkilö ottaa pitkäaikaisen asuntoluottonsa kiinteäkorkoisena tai hyvin pitkäaikaiseen viitekorkoon sidottuna, korkoriski on siirtynyt pankille. Pankki kattaa näin saamansa korkoriskiposition vaikkapa johdannaismarkkinoilla. Pankki tekee koronvaihtosopimuksen (korkoswapin), jossa pankki maksaa vastapuolelle kiinteää korkoa ja saa vaihtuvaa korkoa. Koska pankin suojausoperaatio maksaa, pankki siirtää kustannukset asuntovelallisen kiinteään korkoon. Osin tästä syystä pitkäaikaiset korot ovat pitkän päälle korkeampia kuin lyhytaikaiset korot.

Vakuudet

Suurelle osalle luotonantoa ja kirjoitettuja johdannaisia vaaditaan vakuudet, jotka siirtyvät velkojan omistukseen, jos velka jää maksamatta. Luottojen vakuudet ovat käytännössä enimmäkseen markkina-arvopapereita tai kiinteistöjä. Yleensä luotonottaja voi käyttää luotolla ostamaansa yritystä, investointitavaraa tai arvopaperia pääosin luottonsa vakuutena. Repokaupassa luotonantaja ostaa luotonsaajalta määräajaksi tämän salkusta jonkin kolmannen osapuolen, erityisesti valtion, liikkeeseen laskeman arvopaperin, joka on tosiasiassa luoton vakuutena. Vakuuksien puute on ongelma erityisesti aloittaville yrityksille. Julkinen valta tarjoaa jonkin verran vakuuksia tai takuita tukipolitiikassaan.

Johdannaisten ja osin muidenkin vaateiden vakuutena käytetään vakuustalletuksia. Näillä voi olla suuri osuus mm. itsensä suojanneiden investointipankkien veloissa. Talletuksia pankit voivat käyttää tuottojen hankkimiseen. Toisaalta pankit joutuvat myös tekemään vakuussijoituksia kirjoittaessaan OTC-johdannaisia. Useissa sopimuksissa vakuus vaaditaan kumpaankin suuntaan. Riskien lisääntyessä vakuustalletuksia vaaditaan lisää, mikä kasvattaa järjestelmäriskiä. Vakuustalletukset ovat tärkeä osa nykyaikaisten rahoitusmarkkinoiden toimintaa.

Vakuudetonta tai ilman henkilötakausta annettua yleisön luototusta on mm. osa pitkäaikaisista arvopaperiluotoista ja kulutusluotoista. Vakuudettomasta kulutusluotosta joutuu maksamaan korkeampaa korkoa kuin vakuudellisesta, jopa moninkertaista, kuten luottokorttiveloista. Vakuuksien asemasta velallinen voi ehkä ostaa tai jopa saada ilmaiseksi takuun. Velkojen maksumahdollisuuksia voi ehkä osin myös vakuuttaa. Usein omaiset ja sukulaiset takaavat toistensa lainoja, joskus varsin ikävin seurauksin.

Vakuus ei välttämättä kata koko luottoa, mutta yleensä edellytetään suurin osa katetuksi. Kova kilpailu saa ajoittain rahoituslaitokset tinkimään luottojensa laadusta. Luottoja annetaan yhä epävarmemmille maksajille yhä epävarmemmin vakuuksin, eikä koron riskilisääkään kasvateta vastaavasti. Tämä on ongelmallista rahapolitiikan ja viranomaisvalvonnan kannalta. Vakuuksien vaatiminen perustuu osittain viranomaisten määräyksiin. Ne eivät ole välttämättä riittäviä. Toisaalta liian tiukat vakuusvaatimukset lähentelevät rahoitusmarkkinoiden säännöstelyä.

Joskus, kun vakuutena käytetään riskipitoisia arvopapereita, saatetaan vaatia yli 100 prosentin vakuudet. Näin tehdään myös eurojärjestelmän keskuspankkien luotonannossa rahalaitoksille; vakuudelle tehdään pieni haircut, eli siitä leikataan osa pois.

Yksi vakuuksien ongelma on, että tyypillisimpien vakuuksien (arvopaperit, kiinteistöt) arvo riippuu markkinatilanteesta. Suhdannehuipussa vakuuksien arvo on suuri, ja tämä houkuttelee velkaantumiseen. Kun sitten joudutaan lamaan, vakuuksien arvo jyrkästi laskee. Jos nyt vaaditaan lisävakuuksia ja yleensäkin tiukempaa vakuuspolitiikkaa, rahalaitokset ja viranomaiset vaikeuttavat velallisten tukalaa asemaa ja helposti syventävät lamaa.

Pankkien välinen rahoitus perustuu paljolti luottamukseen. Vakuudettoman pankkien välisen rahoituksen korossa ei ole ollut normaaliaikoina merkittävää riskilisää. Sen sijaan rahoitusmarkkinakriisi vuodesta 2007 alkaen suurensi riskilisää huomattavasti. Tämä oli ongelma libor-, euribor- ja muiden vastaavien vakuudettomiin korkoihin perustuvien viitekorkojen käyttäjille, sillä korot nousivat paljon yli normaalitekijöiden edellyttämän tason. Pankit rahoittavat toisiaan myös vakuudellisilla repokaupoilla. Näissä ei pankkien riskilisä normaalisti näy, mutta kriisissä vakuuksina käytettyihin valtionpapereihinkin voi ilmaantua lisiä.

Keskuspankkien pankeille avomarkkinakaupoissa antama luototus edellyttää vahvoja vakuuksia, joille vielä tehdään eurojärjestelmässä haircut. Yleensä kuitenkin keskuspankkien hyväksymien vakuuksien lista on pitkä. Esimerkiksi EKP on hyväksynyt vakuuksiksi laajasti sekä valtioiden velkapapereita että yksityistä velkaa. Pankkien ongelmien pahentuessa keskuspankit joutuvat päättämään, milloin pankin vakuudet loppuvat. Tämä ratkaisee pankin kaatumisen. Ongelmien ilmaantuessa keskuspankeilla on taipumus ryhtyä tinkimään vakuuksien laadusta rahoitusmarkkinakriisin laajenemisen välttääkseen. Erityisen hankalaksi EKP:lle on käynyt ongelmiin joutuneiden valtioiden velkapapereiden heikkeneminen. Pitkälle vietynä laadusta tinkiminen merkitsee vakuusjärjestelmän alasajoa. Joskus on vitsailtu, että bussiliputkin alkavat pian käydä keskuspankkiluoton vakuutena. Vastaavia ongelmia on varmasti usein myös rahoituslaitoksilla omien luottoasiakkaittensa suhteen.

Rahoitusvaateiden verotus

Rahoitusmarkkinoiden ja vaateiden verotus on oma laaja ja vaikea ongelmakenttänsä, josta loputtomasti keskustellaan. Tässä yhteydessä siitä todetaan vain joitakin perusasioita. Erityisesti yrityksen verotukseen, myös osakkeiden verotukseen, liittyy monenlaisia omistajien intressejä, yrityksen johdon intressejä, työntekijöiden intressejä, valtiontalouden intressejä, kuntien intressejä ja maan talouspolitiikan yleisintressejä. Lisäksi niin yritysten verotus kuin muukin verotus on vahvassa kansainvälisessä paineessa. Näiden tekijöiden optimointi yhteiseksi hyväksi on vaikeaa. Korkopapereiden verotus on selkeämpää, mutta sitäkin vaikeuttaa kansainvälistyminen. Verotuksen tulisi olla tarkoituksenmukainen ja oikeudenmukainen. Se ei saisi vääristää markkinoiden kannustimia.

Yritysten verotuksella on merkittäviä vaikutuksia kansainväliseen talouteen. Verokilpailu on painanut jatkuvasti veroasteita alas eri maissa. Yleiseksi piirteeksi on kuitenkin havaittu, että yritysvero tuottaa suunnilleen saman verran veroasteesta riippumatta: korkea veroaste rasittaa taloutta ja johtaa verojen ja tuotannonkin siirtoon kevyemmän verotuksen maihin.

Aivan tasaista verotuottojen kehitys ei sentään ole. Monet veroparatiisimaat ovat painaneet veroasteen yleisin säädöksin tai erillissopimuksin hyvin alas, jolloin kansainvälisten jättiyritykset maksavat kuitenkin kyseisille veroparatiisivaltioille näiden mitoissa suuria summia. Pahinta on, että monet yritykset pystyvät välttämään verotuksen lähes kokonaan, mikä moraaliongelmien ohella vääristää yritysten kilpailutilannetta. Joiltakin osin Yhdysvaltain lakien mukaan vero on kuulunut maksaa Irlannissa ja Irlannin lain mukaan Yhdysvalloissa; niinpä yritys ei ole maksanut veroa kummassakaan. Pienempi

vaiva on, että verokeinottelu hämmentää maiden välisiä maksutaseita. Yhdysvaltain erikoinen käytäntö, jonka mukaan yritysten ulkomaisia voittoja verotetaan vasta varoja Yhdysvaltoihin kotiutettaessa, on saanut aikaan, että yritykset pitävät valtavia sijoituksia ulkomailla. Äärimmäisen kevyitä verojärjestelyjä on pyritty kansainvälisin sopimuksin karsimaan. Täysin yhdenmukaiseen verotukseen ei pidä tietenkään pyrkiä, ei EU:ssakaan, sillä kansalliseen finanssipolitiikkaan tarvitaan pelivaraa.

Loppujen lopuksi verotuskysymykset ovat pitkälti poliittisia asioita. Verotuksella on ensisijaisesti valtion tulokertymään ja finanssipolitiikan ohjaukseen liittyviä tavoitteita. Rahoitusmarkkinoiden tarkoituksenmukainen verotus edellyttää myös rahapolitiikan tavoitteiden huomioonottoa. Rahoitustoiminnan verotuksen tulisi olla eri instituutioiden, rahoitusmuotojen ja rahoitusvaateiden kannalta tasapuolista, eikä verotus saisi suosia ylivelkaantumista mutta ei myöskään estää velkaantumista.

Keskuspankit ovat usein kohdistaneet veronluonteisia rasitteita rahoituseriin. Tällainen rasite on jo vähimmäisvarantojärjestelmä, jos keskuspankin talletuksille maksama korko on alle markkinakoron (eurojärjestelmän vähimmäisvarannoille on maksettu markkinakorko). Tämä rasittaa hiukan talletustoimintaa. Paljon vaikuttavampia ovat olleet ulkomaisille pääomanliikkeille asetetut vastaavanlaiset talletusvelvoitteet, joita edelleenkin käytetään kehittyvissä talouksissa.

Oma ongelmansa on verotuksen käyttö säästämisen edistämiseen ja pääomatulojen verotuksen keveys ylipäätään. Tallettamista ja vakuutussäästämistä koskevat eri maissa verohelpotukset. On myös ehdotettu verovapauksien ulottamista kaikkiin kotitalouksien sijoituksiin. Toisaalta voi kysyä, miksi pääomatuloja pitäisi verottaa oleellisesti kevyemmin kuin työtuloja. Se johtaa mm. siihen, että työtuloja naamioidaan pääomatuloiksi. Jos taloudessa on selvä rahoitusvaje, säästämisen edistäminen myös verotuksen keventämisellä voi kuitenkin olla tarkoituksenmukaista.

Koska rahoitusjärjestelyjä voidaan yleensä joustavasti sopeuttaa, lievälläkin verotuksella on helposti suuri vaikutus rahoitusvirtojen ohjautumiseen. Rahoitusvirrat hakeutuvat pois verotuksen piiristä. Tämä on erityisen selvää kansainvälisten yritysten tapauksessa. Kotitalouksien vaateiden verottaminen on helpompaa, mutta sekin on johtanut veronkiertoon. Varat on sijoitettu ulkomaisiin verottomiin finanssikeskuksiin. EU:n piirissä on päästy sopimukseen sijoitustietojen toimittamisesta muiden EU-maiden veroviranomaisille.

Rahoitusmarkkinoiden verotuksessa on epäselvää, kuka veron joutuu tosiasiassa maksamaan. Se riippuu käyttäytymisen joustoista. Talletusten verovapauden aikana Suomessakin ihmeteltiin, menikö veroetu todella tallettajille vai pankin omistajille tai luottoasiakkaille. Lopulta 1990-luvun alussa talletukset saatettiin lähdeverotuksen piiriin. Verovapaus oli sodan jälkeisenä inflaatiokautena sinänsä kohtuullista, koska talletettajat saivat vain poikkeuksellisesti reaalista korkotuloa. Oikeus vähentää luottojen korot verotettavasta tulosta poistettiin, ja vain vakio-osa korkomenoista tuli suoraan verovähennyskelpoiseksi. Tätäkin on sittemmin supistettu. Aikaisempi runsas veroetu valui epäilemättä laajasti paitsi pankeille myös erityisesti asuntojen myyjille, rakentajille ja maan myyjille. Veroetu kapitalisoitui asuntojen hintoihin ja nosti niitä. Korkotuen vähentäminen pienentää nykyisten asunnon omistajien varallisuutta. Uusien asunnon ostajien kannalta tulos on ehkä lähellä neutraalia, sillä vaikka he menettävät veroedun, he saavat asuntonsa halvemmalla.

Ajoittain keskustellaan omistusasuntojen asuntotulon verottamisesta. Keskustelu loppuu kuitenkin heti, sillä kansalainen on vihainen. Minkä oman asuntotulon? Asuminenhan aiheuttaa vain menoja! Hän kuitenkin ymmärtää vuokralla asuessaan, että vuokraisäntä maksaa vuokratulostaan veroa. Niinpä hän siirtyy omistusasuntoon päästäkseen maksamasta vuokraa − siis maksaakseen itselleen vuokraisännän tulon. Nyt hän ei katso aiheelliseksi maksaa siitä veroa. Epäsymmetriaongelma on se, että ostettuaan asunnon kansalainen saa verotonta asuntotuloa ja kuitenkin saa tehdä tulonhankintaa varten ottamastaan velasta verovähennyksen. Neutraali on joko järjestelmä, jossa asuntotuloa verotetaan ja asuntoluoton korolle annetaan veroetu, tai toisena vaih-

toehtona asuntotuloa ei veroteta mutta asuntoluoton korolle ei myöskään anneta verohelpotusta.

Erityisesti vuosina 2007–2008 alkaneeseen kriisiin liittyneiden pankkitukien vuoksi nousivat pankkien verotukseen liittyvät kysymykset kansainvälisen analysoinnin kohteeksi. Kriisissä pankit saivat julkista tukea, tosin paljolti vain tilapäistä likviditeettitukea. Pankkien kannattavuus koheni nopeasti, ja sen myötä kasvoivat myös arvostellut pankkien bonukset. Tavallisten kansalaisten tuloihin nähden monikymmen- tai jopa monisatakertaiset pankkien keskeisten työntekijöiden tulot vaikuttivat siihen, että pankeille ja näille tulonsaajille säädettiin uusia veroja. Osin pankit katsoivat parhaaksi maksaa palkkalaistensa bonusverot pankin kassasta. Niin bonukset kuin verotkin jäävät pitkän päälle tietysti enimmäkseen pankkien asiakkaiden maksettaviksi. Bonuskeskustelu vaimeni sittemmin, kun nollakorkopolitiikan ja negatiivistekin korkojen politiikan vuoksi pankkien kannattavuus yleisesti heikkeni.

Rahoitusmarkkinoiden tuotto kansantaloudelle

Nykyaikaisten rahoitusmarkkinoiden kehitys on ollut tärkeä osa kansantalouksien kasvuprosessia ja suurelta osin myös talouskasvun välttämätön ehto. Rahoitustoiminnan kasvuvaikutusta on yritetty määrällisestikin mitata, ja usein tuloksiksi on saatu, että vaikutukset ovat merkittäviä ja pysyviä. Tuottavuusetuja on nähty paitsi kansallisessa rahoituskehityksessä myös euroalueen ja globaalin rahoitustalouden antamissa uusissa mahdollisuuksissa.

Etujen mittaaminen on kuitenkin epävarmaa. Ilmeisesti johonkin rajaan asti rahoitusmarkkinoiden kehitys vaikuttaa selvästi myönteisesti, mutta sen jälkeen hyöty pienenee nopeasti. Erityisesti vuosina 2007–2008 alkaneen kriisin yhteydessä − sen taustoissahan uusilla ilmiöillä oli keskeinen asema − useat kansainväliset asiantuntijat esittivät arveluja, että kriisiä edeltäneenä aikana rahoitustoiminnan kehitys ei enää tuonut yhteiskunnallista hyötyä tai että osin oli jo jouduttu negatiivisten marginaalihyötyjen alueelle. Kritiikki kohdistuu ennen kaikkea vaateiden jälki- ja johdannaismarkkinoihin. Eräs maailman tunnetuimpia ja varakkaimpia sijoittajia kutsui johdannaismarkkinoita rahoitusmarkkinoiden joukkotuhoaseeksi.

Eroa on jo siinä, arvioidaanko tuottoja koko kansantalouden ja sen kasvun kannalta vai rahoitusmarkkinoiden sijoittajakunnan kannalta. Sijoittajien tuotot ovat laajasti yhdenmukaisia kansantalouden tuottojen kanssa. Kuitenkin kansantalouden tuottokäsite on suppea. Pääomavoitot eivät ole kansantulon mielessä tuottoja, mutta sijoitustoiminnassa niillä on suuri merkitys. Pääomavoittoja ei suljetussa kansantaloudessa nettomääräisesti juuri ole; kyseessä on lähinnä sijoittajien keskinäinen nollasummapeli. Varallisuutta syntyy pohjimmiltaan vain tuotannosta (ja luonnonvaroista). Velalla pelataan entistä enemmän tuottopeliä, jopa uhkapeliä, samaan tapaan kuin varoillakin.

Rahoituksen välityksen hyöty talouden tehokkuuden kannalta perustuu ennen kaikkea siihen, että säästämis- ja investointipäätökset voivat eriytyä. Jos rahoitusmarkkinat toimivat vajavaisesti, säästäjä joutuu sijoittamaan varansa omistuksessaan oleviin reaalikohteisiin: koneisiin ja asuntoon. Toisaalta tehokkaita reaali-investointeja ideoinut tuottaja joutuu tyytymään siihen investointien määrään, minkä pystyy säästöillään rahoittamaan. Talouden tuottavuus jää pahasti alle optimaalisen. Tehokkailla rahoitusmarkkinoilla säästäjien ja investoijien tarpeet kohtaavat. Säästäjä voi sijoittaa varojaan eri instrumentteihin haluamansa maturiteetin, riskien ym. tekijöiden mukaan ja toisaalta reaali-investointeja tekevä sijoittaja saa määrältään ja ehdoiltaan investoinnilleen sopivaa rahoitusta. Potentiaalinen tuottavuuskehitys voi toteutua täysimääräisesti.

Rahoitusmarkkinat eivät tee tehtäväänsä ilmaiseksi. Rahoitustoiminnasta sen käyttäjät joutuvat maksamaan varsin paljon. Yleensä rahoitustoiminnan osuus länsimaiden kokonaistuotannosta on ollut 5–10 %. Rahoitustoiminnan kustannukset vastaavat ilmeisesti siitä saatavaa hyötyä.

Korot ja yleensäkin tuotot asettuvat periaatteessa kansantalouden reaalituottavuuden kasvun tasolle. Yleisesti ottaen siis keskimääräinen sijoittaja voi odottaa saavansa pitkän päälle rahoitusmarkkinoilta talouden tuottavuuskasvua vastaavan tuoton. Se on tehokkaiden rahoitusmarkkinoiden taloudessa parempi kuin heikosti toimivien rahoitusmarkkinoiden taloudessa. Samoin ylipäätään vahvasti kasvavassa taloudessa tuotot ovat hyviä mutta nollakasvun taloudessa jäädään myös pääoman tuotoissa ajan mittaan nollan tuntumaan.

Kun aikoinaan rahoitusta välitettiin yksinkertaisesti perusinstrumenteilla, rahoitustoiminnan ja sen tuottojen jakautuminen osanottajien kesken näkyi selkeästi. Vaateiden jälkimarkkinoiden ja erityisesti johdannaismarkkinoiden voimakas laajeneminen on muuttanut tilanteen. Jälki- ja johdannaismarkkinat kohdentavat tuottoja eri tavalla. Juuri tämäntapainen toiminta on herättänyt epäilyksiä näiden markkinoiden hyödystä kansantaloudelle. Varmasti huomattava osa jälki- ja johdannaismarkkinatoiminnoista hyödyttää yhteiskuntaa marginaalisesti lähinnä likviditeetin hoitoa ja riskien suojausta tukiessaan, mutta toisaalta toiminta maksaa ja riskit lisääntyvät, sekä yksityiset että vakavat systeemiriskit.

Joka tapauksessa suuri osa pankkien, rahastojen, yritysten ja kotitalouksien jälkimarkkina- ja johdannaismarkkinatoiminnoista on melko puhdasta nollasummapeliä, jota voi verrata kasinotoimintaan tai internetin laajaan nettipokeriin. Jokainen panee peliin rahojaan, ja pelin myötä rahat jaetaan uudelleen. Tietysti markkinapelin taustalla ovat taloudelliset suureet ja niitä koskevat näkemykset ja laskelmat. Käytännössä kuitenkin talousilmiöiden ennustettavuus on rajallinen ja tulos on valtaosin sattumanvarainen samaan tapaan kuin korttipelissä. Kokenut ja taitava pelaaja pitkän päälle voittaa, joskus paljonkin, huonompien kustannuksella. Myös markkinapeleissä on pelaajia, jotka ovat valmiita ottamaan suuria riskejä suurien voittojen saamiseksi. Pankkimaailman miljoonabonukset eivät merkitse lähimainkaan sitä, että kyseiset henkilöt tuottaisivat samassa määrin aidosti bruttokansantuotetta.

Aiheellisesti nykyisiä rahoitusmarkkinoita kritisoidaan siitä, että ne painottavat liian paljon keskinäistä peliään ja liian vähän reaalikehityksen tukemista. Ne maat, joissa rahoitusmarkkinat ovat erityisesti laajentuneet, eivät ole kokeneet poikkeuksellista talouden kasvua viime vuosikymmeninä. Pikemminkin niiden reaali-investointi- ja säästämisasteet ovat olleet keskimääräistä matalampia. Yhä monimutkaisempiin instrumentteihin perustuva markkinatoiminta on koko sijoittajajoukon yhteistuloksen kannalta jokseenkin hyödytöntä. Ottaen huomioon välityskustannukset sijoittajajoukon rajahyöty lienee lisääntyvästi negatiivinen.

Tavallisen kansalaisen mukaanmeno tähän peliin on kyseenalaista. Hän on pääosin maksaja. Tavallisella kansalaisella ei ole yleensä pelurin motivaatiota, valmiutta maksaa pelin järjestäjille pelaamisen ilosta ja jännityksestä. Hän haluaa sijoittaa varansa tulevia tarpeita varten. Hänen kannattaa luultavasti pysyä suhteellisen selkeissä perusinstrumenteissa ja niiden perustuotoissa, hajauttaa sijoituksensa talletuksiin, obligaatioihin, osakkeisiin ym. joko suoraan tai selkeiden rahastosijoitusten välityksellä. On epätodennäköistä, että suuret sijoittajajoukot saisivat monimutkaisilla strategioilla sen parempia tuloksia kuin varsin yksikertaisilla strategioilla. Rahastot ja pankit ovat välityspalkkioineen ainoita varmoja hyötyjiä.

Rahoitustoiminnan tuottojen nollasummapelin korostuminen näkyy siinä, että rahoitusmarkkinoiden rahamääräinen koko suhteessa reaalitalouteen on jatkuvasti kasvanut. Suhdeluku voi olla jo 5– 10-kertainen. Reaalituototthan tulevat vain reaalitaloudesta, mukaan lukien tosin myös rahoitustoiminnan tuotanto. Rahoitustoiminnan liiallisuuksia on haluttu rajata tiukalla sääntelyllä, säännöstelyllä, kielloilla ja veroilla. Parempi olisi luultavasti rajata niitä toisaalta yleisellä raha- ja rahoituspolitiikalla sekä toisaalta maltillisesti ja realistisesti rajoja asettavalla sääntelyllä. Myös suuren yleisön omaa vastuuta pitäisi korostaa. Ei pitäisi tavoitella epärealistisin toivein epärealistisia tuottoja.

Markkinoiden käydessä yhä vaikeammin tajuttaviksi ja hallittaviksi suuren yleisön valistamisen ja kuluttajansuojelun merkitys korostuu. Myynnin ja mainosesitteiden vas-

tuullisuuden merkitys kasvaa; harhauttaa ei saa. Jos puhutaan vain voiton mahdollisuudesta ja kuitenkin tulee tappiota, rahaston tulisi korvata tappio asiakkaalleen. Kuluttajansuojelun perusteella olisi ehkä syytä kieltää − tai ainakin tehdä tiukasti valvotuksi − vaativien instrumenttien tarjonta kotitalouksille, pienille yrityksille, järjestöille ja paikallishallinnolle.

Eläkkeiden rahoitus

Voiko kansantalous säästää liikaa?

Tässä viimeisessä jaksossa tarkastellaan varsin laajasti ja seikkaperäisesti eläkerahastojen merkitystä kansantaloudessa. Eläkkeiden rahastoinnilla on sinänsäkin suuri merkitys kansantalouden rahoituskysymyksissä, mutta seuraavan tarkastelun tavoitteena on myös käyttää eläkkeiden rahastointia esimerkkitapauksena keskeisestä kansantalouden rahoitusprosessista, jolla on laajat yhteydet rahoitustalouden eri osiin. Erityisesti halutaan korostaa niitä eroja, joita on toisaalta kansantalouden yksittäisen yksikön ja toisaalta koko kansantalouden rahoitustoiminnan välillä. Koko kansantalous toimii oleellisesti tiukemmin rajoittein kuin yksittäinen kotitalous, yritys tai rahoituslaitos. Makronäkökulma on näissä asioissa aivan eri asia kuin mikronäkökulma. Lisäksi jaksossa pohditaan, mitä rahoitusmarkkinat voivat tehdä ja mitä ne eivät voi tehdä.

Kansantalouden rahoituksen kokonaisuuden hahmottaminen ja esittäminen on hankalaa. Eläkkeiden rahastointiakin joutuu pelkistämään perusskenaarioihin, joiden kokonaisuus hahmottuu vaikeasti käytännössä. Eläkkeiden rahastoinnilla on epäilemättä paljon myös muita yhteyksiä talouden toimintaan kuin tässä käsiteltävät. Reaalitaloudessa rahastointi voi vaikuttaa ja antaa takaisinkytkentöjä monin tavoin yritysten toimintaan sekä ihmisten käyttäytymiseen ja työmotivaatioon.

Voimakas eläkkeiden rahastointi liittyy kansantalouden säästämisanalyysiin. Säästäminen on periaatteessa erittäin hyvä asia kansantalouden kannalta, mutta kuitenkin vain johonkin rajaan saakka. Liiallinen säästäminen muodostuu äärimmillään ongelmaksi. Yleensä ongelma esitetään keynesiläisittäin riittämättömän kysynnän aiheuttamana työttömyytenä: jos säästetään eikä kuluteta, tuotantotoiminta tältä osin pysähtyy ja talous ajautuu lamaan.

Seuraavassa eläkkeiden rahastointiin liittyvää säästämisongelmaa tarkastellaan laajemmin ja rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta. Säästäminen vastaa tässä tarkastelussa käsitteenä kansantalouden tilinpidon säästämiskäsitettä tulon ja kulutuksen erotuksena. Se ei siis merkitse yleiskielen mukaisesti sijoittamista rahoitusvaateeseen, kuten esimerkiksi termeissä talletussäästäminen ja osakesäästäminen, eikä oikeastaan edes termiä eläkesäästäminen, jolla myös yleensä tarkoitetaan sijoittamista johonkin rahoituskohteeseen eläkepäiviä varten. Jatkossa tosin tässäkin käytetään termiä eläkesäästäminen normaalikielen mukaisesti eli hiukan väärin kuvaamaan aitoa säästämistä eläkkeitä varten.

Rahoitusmarkkinoiden keskeinen tehtävä on rahoituksen välittäminen tarkoituksenmukaisesti ja tehokkaasti rahoitusylijäämäisiltä yksiköiltä rahoitusalijäämäisille yksiköille. Rahoitusvaateilla siirretään ostovoimaa talousyksiköltä toiselle. Yksittäinen talousyksikkö voi siis antaa rahoitusta tällä hetkellä toiselle talousyksikölle reaalisia menoja varten tai se voi saada velkasuhteen kautta tällä hetkellä reaalista ostovoimaa toiselta talousyksiköltä.

Tämän ohella yksittäinen talousyksikkö voi rahoitusvaateilla siirtää myös omaa ostovoimaansa tulevaisuuteen, eli yksittäinen kotitalous tai henkilö voi pidättyä nyt kulutuksestaan ja tallettaa varat vaikkapa pankkiin ja käyttää ne vuosien tai vuosikymmenien kuluttua kulutushyödykkeiden ostoon. Yksittäiselle kotitaloudelle tai muulle talousyksikölle reaalihyödykkeiden ostovoiman siirtäminen tulevaisuuteen onnistuu, koska jotkut toiset tekevät päinvastoin eli kuluttavat nyt ja säästävät vuosien tai vuosikymmenien kuluttua. Tässä koko suljettu kansantalous on aivan eri asemassa kuin yksittäinen kotitalous tai muu talousyksikkö.

Aivan perustavanlaatuinen tosiasia onkin, että suljettu kansantalous ei voi kokonaisuutena samaan tapaan nettomääräisesti ”rahoitussäästää” rahoitusvaateilla tulevaisuutta varten. Koko suljettu kansantalous ei voi kokonaisuutena sisäisesti sijoittaa nettorahoitussäästöjään kenellekään eikä se voi sisäisesti lainata keneltäkään. Ei ole vasta-

puolta. Niinpä koko kansantalous ei voi myöskään nostaa tulevaisuudessa tällaisia rahoitussäästöjään kulutukseen, kun niitä ei ole. Nettomääräisesti siis kaikki talousyksiköt yhdessä eivät voi siirtää kulutuksen rahoitusmahdollisuutta tulevaisuuteen samalla yksinkertaisella tavalla kuin yksittäinen talousyksikkö voi.

Tästä seuraa tai tähän liittyy loogisesti se, että rahoitusvaateet sellaisinaan eivät koko talouden tasolla siirrä millään keinolla reaalihyödykkeitä ajasta toiseen.

Sama asia näkyy säästämisessä ja reaali-investoinneissa. Suljettu kansantalous voi säästää vain saman ajan reaali-investointeihin. Kansantaloudessa säästämistä vastaa aina yhtä suuri reaali-investointien arvo, jos taloudella ei ole ulkomaisia talous- ja rahoitussuhteita tai nämä ulkomaiset suhteet ovat tasapainossa. Suljettu kansantalous ei voi investoida enempää kuin se säästää eikä säästää enempää kuin se investoi. Erityisesti tämä jälkimmäinen tosiasia on oleellinen ja tärkeä. Avoin talous voi sijoittaa ulkomaille ylimääräistä säästöä vaihtotaseen ylijäämänä. Tässä kansantalous osana maailmantaloutta muistuttaa yksittäistä taloutta kansantalouden sisällä.

Kansantalouden säästäminen ei hahmotu selkeästi yksittäisistä säästämis- ja sijoituspäätöksistä. Kansantalouden tasolla säästäminen on todellakin vain kansantulon ja kulutuksen erotus. Se ei synny suoraan rahoitusvaateiden hankintapäätöksistä. Rahoitustaseen näkökulmasta säästäminen on myös rahoitussaamisten lisäyksen ja reaali-investointien summa vähennettynä velkojen lisäyksellä. Koko (suljetussa) kansantaloudessa rahoitussaamisten lisäyksen summa on sama kuin velkojen lisäyksen summa; jokainen velkasuhde on sekä velalliselle että velkojalle yhtä suuri.

Kansantaloudessa voidaan periaatteessa säästää liikaa kahdessa mielessä. Ensimmäisessä tapauksessa liiallisuus on lievä. Tässä kansantalouden säästämis- ja investointiasteet ovat hyvin korkeat, mutta säästöt sijoitetaan reaali-investointeihin tehottomasti. Talous ei kasva erityisemmin suurista investoinneista huolimatta. Tässä vika ei ole niinkään säästämisessä kuin investoinneissa, mutta voi olla niin, ettei runsaalle säästämiselle todella löydy kuin toissijaisia investointikohteita.

Toinen, ongelmallisempi tapaus voi olla se, että talous pyrkii säästämään enemmän kuin sillä on perusteltuja investointikohteita. Suljetussa taloudessa tämä johtaa aluksi markkinakorkotason laskuun ja sen myötä ehkä investointien jonkin määräiseen kasvuun. Myös velan käyttöön perustuva kulutus voi lisääntyä, mutta silloinhan kansantalouden ylimääräinen säästäminen katoaa. Jos kulutus- ja investointikysyntä ei reagoi aleneviin korkoihin, ja säästämispaine jatkuu, tuotanto kärsii ja talous painuu lamaan. Tässä tilanteessa innokas säästäminen on jo muuttunut talouden kannalta kielteiseksi asiaksi.

Käytännön talouselämässä voidaan säästää liikaa. Tosiasiassa länsimaiden ja eräiden muidenkin talouksien kasvuvaikeudet 2000-luvun parilla ensi vuosikymmenellä ovat johtuneet osin myös liiallisesta säästämisestä, myös eläkesäästämisestä monissa maissa mm. Japanissa ja Kiinassa. Keskimääräisesti vanheneva väestö on yrittänyt varautua eläkkeisiinsä säästämällä enemmän kuin on hyviä investointeja. Mutta miksi investoida, jos kuluttajat säästävät eivätkä kuluta? Säästämistä ja sen myötä rahoitusvaroja ja rahoitusvelkoja luotiin liikaa. Heikot sektorit ylivelkaantuivat eläkesäästöjen turvin. Saatiin velkadeflaatiota. Sekä kulutus että investoinnit pyrkivät yleisesti lamaantumaan. Tässä tilanteessa ei edes erittäin elvyttävällä talouspolitiikalla saatu talouksiin tuntuvaa kasvua.

Eläkkeiden rahoituskäytäntöjä

Vahinkovakuutuksessa ei kerätä merkittäviä rahastoja, vaan kunkin vuoden vakuutusmaksuilla pyritään pääpiirteissään kattamaan sen vuoden vakuutuskorvaukset. Isot riskit jälleenvakuutetaan, eli riskit hajautetaan. Osa isoista riskeistä myydään muille vakuutuslaitoksille, käytännössä laajasti kansainvälisille vakuutusmarkkinoille. Vakuutustoiminnan käsite on maailmalla laajentunut ilmeisesti aivan liikaa. Tämän nimikkeen alla

harjoitetaan tosiasiassa hyvinkin spekulatiivista rahoitusmarkkinapeliä erilaisen suojauksen varjolla, eikä menetyksiin ole varauduttu riittävästi rahastoinnilla.

Sen sijaan henkivakuutus- ja varsinkin eläkesäästämisessä rahastoinnin osuus on merkittävä. Siten eläkemaksut osin sijoitetaan rahoitusvaateisiin, ja sijoituksilla sekä niiden koroilla maksetaan myöhemmin eläkkeitä. Henkivakuutukseen liittyy talletustoimintaa muistuttavaa vapaaehtoista sijoittamista. Julkinen valta on asettanut tällaiselle toiminnalle sääntöjä, kuten mm. korkoehtoja, laskuperustekorkoja ja toisaalta myös veroetuja.

Kun tarkastellaan rahoitusongelmaa koko talouden tasolla, on vain toissijainen merkitys sillä, minkätyyppisestä eläkesäästämisestä on kysymys. Eläkesäästäminen jaetaan kansainvälisissä tarkasteluissa yleisesti kolmeen perustyyppiin: lakisääteinen julkinen eläkejärjestelmä (eli ns. ensimmäinen pilari), yritysten hoitama eläkejärjestelmä (ns. toinen pilari) ja yksilöllinen eläkevakuutus (ns. kolmas pilari). Näiden eri järjestelmien paremmuudesta esiintyy erilaisia mielipiteitä. Eläkejärjestelmiin voidaan analyysimielessä lisätä periaatteessa mikä tahansa muu säästäminen eläkepäiviä varten.

Eläkejärjestelmät eroavat merkittävästi eri maissa. Lakisääteiset järjestelmät perustuvat pääosin ns. jakojärjestelmään, jossa kunkin ajan aktiiviväestö maksaa suoraan saman ajan eläkeläisten eläkkeitä. Aktiiviväestöltä kerätään sen verran eläkemaksuja kuin sen hetken eläkkeiden maksuun tarvitaan. Saksassa, kuten monissa muissakin Euroopan maissa, valtaosan eläkkeistä on hoidettu ilman merkittävää rahastointia käyttäen jakojärjestelmää. Vaikka julkista ja pakollista eläkesäästämistä ei Saksassa paljon ole, maan koko säästämisaste on silti ollut korkea. Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Hollannissa taas on rahastoitu voimakkaasti. Silti Yhdysvaltain ja Ison-Britannian kokonaissäätämisaste on varsin matala. Suurin osa eläkkeistä maksetaan yksityisesti.

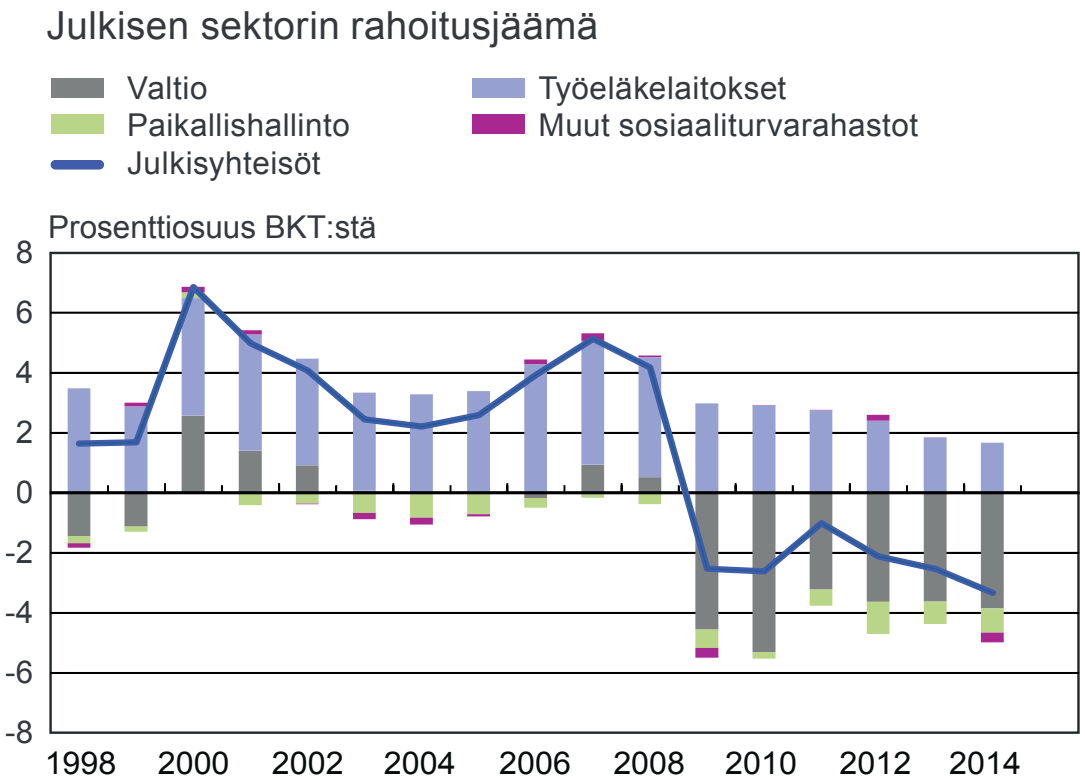
Yksityisissä järjestelmissä on pakkokin rahastoida eläkkeet laajasti, jotta vastuut tulevat luotettavasti katetuiksi. Kootut rahastot ovat mainituissa kolmessa maassa suuret, lähes vuotuisen BKT:n suuruiset. Näissä maissa käytetään paljon annuiteettimuotoista eläkevakuutusta, jossa vakuutettava siirtää varallisuutensa määräosin eläkeyhtiölle ja saa loppuiäkseen kiinteän eläkevirran.

Rahastoivat järjestelmät ovat erilaisia siinä suhteessa, minkä periaatteen mukaan eläkkeet määräytyvät. Etuusperusteisessa järjestelmässä eläke on määritelty etukäteen, joten se on periaatteessa riippumaton rahastojen tuotoista, kun taas maksuperusteisessa järjestelmässä eläkkeitä maksetaan sen mukaan, kuinka paljon rahastot tuottavat. Suomen lakisääteiset järjestelmät ovat etuusperusteisia, kun taas eri maissa yritysten hoitamien eläkejärjestelmien ja yksilöllisten eläkevakuutusten yksityisissä järjestelmissä on sekä etuusperusteisia että maksuperusteisia.

Suomessa lähes koko eläkejärjestelmä perustuu lakisääteiseen julkisen vallan säätelemään järjestelmään, joskin siinä yksityistä puolta hoidetaan lähes kuin yritysten hallinnoimaa eläkejärjestelmää. Vaikka Suomessakin eri eläkejärjestelmät ovat pääosin jakojärjestelmiä, eläkkeitä on varsinkin yksityisten työeläkkeiden osalta rahastoitu kauan ja melko paljon. Yksityisellä puolella rahastoissa on summa, joka on noin 2/3 yhden vuoden BKT:stä. Näillä varoilla voitaisiin periaatteessa maksaa kokonaan ainakin viiden vuoden eläkkeet. Valtion ja kuntien eläkerahastot kasvattavat kokonaisrahastoinnin tasolle noin 3/4 BKT:stä. Suomessa työntekijät yleisesti luulevat säästäneensä rahastoihin omat eläkkeensä. Tämä pitää paikkaansa vain pieneltä osin. Suunnilleen neljäsosa eläkemaksuista on jäänyt rahastoihin, joten pääosin eläkemaksuilla on hoidettu nykyisten eläkeläisten eläkkeitä. Suurin osa tulevista eläkkeistä jää tulevien aikojen työntekijöiden välittömästi maksettavaksi.

Työeläkelaitosten rahastojen kasvulla on ollut suuri merkitys Suomen julkisen sektorin rahoitusaseman kehityksessä. Vuosituhannen alun suuret julkiset ylijäämät johtuivat pääosin rahastojen paisumisesta (kuvio 29). Vuonna 2009 valtiontalous kääntyi selvästi alijäämäiseksi. Myös rahastojen kertymä on hiljalleen vaimentunut. Rahastojen kasvu vastasi enimmillään noin 4:ää prosenttia BKT:stä ja noin viidennestä kansantalouden säästämisestä. Sittemmin rahastojen kasvun osuus on pienentynyt puoleen.

Kuvio 29.



Lähde: Tilastokeskus.

Varsinainen eläkkeiden lisärahastointi on pääpiirteissään loppunut, ja rahastot kasvavat tuottojen ansiosta. Ilman eläkkeiden rahastointia valtio olisi ollut vuodesta 2009 alkaen vaikeuksissa rahaliiton alijäämävaatimuksen suhteen.

☼

Ihmiset varautuvat eläkepäiviin yleisesti säästämällä etukäteen sen lisäksi, että he ovat mukana lakisääteisissä eläkejärjestelmissä. Menetelmiä on monia, mutta pohjimmiltaan ne ovat samoja. Henkilö pidättyy osin kulutuksestaan ja säästää nyt, sijoittaa varojaan (saaden ehkä veroetujakin) vakuutusyhtiöön tai yleisesti talletuksiin, obligaatioihin tai osakkeisiin. Vuosikymmenien kuluttua eläkepäivinään hän nostaa näitä sijoituksiaan ja ostaa rahoilla kulutustavaroita ja palveluita. Mitä enemmän asianomainen on säästänyt ja sijoittanut, sitä huolettomampia eläkepäiviä hän voi taloudellisesti viettää.

Tämä sama yleistetään normaalisti myös koko kansantalouden tasolle. Todetaan, että kansantalouden on hyvä varautua tuleviin eläkkeisiin, ja se on suorastaan välttämätöntakin, koska väestön ikärakenne heikkenee. Eläkeläisiä, varsinkin ns. suurten ikäluokkien eläkeläisiä, on entistä enemmän suhteessa pieneneviin, eläkkeitä maksaviin ikäluokkiin.

Lakisääteistä vakuutusta hoitavien laitosten ja myös yleisesti rahoituslaitosten osalta asia esitetään niin, että nämä laitokset keräävät varoja rahastoihin ja sijoittavat ne tuottavasti. Varat on sijoitettava pitkäaikaisesti ja turvallisesti, obligaatioihin, osin riskipitoisiin osakkeisiinkin, myös ulkomaille, vaikka onkin tärkeää myös pitää kotimaisen elinkeinoelämän tukeminen mielessä. Rahastointi alentaa korkotasoa ja lisää investointeja. Näillä pääomilla ja niiden tuotoilla voidaan eläkkeitä hoitaa merkittävässä määrin.

Rahastoja purkaen voidaan helpottaa erityisesti poikkeuksellisen suurten ikäluokkien eläkkeiden rahoitusta.

Nämä yleiset käsitykset pitävät epäilemättä pääpiirteissään paikkansa. Kuitenkin tämäntapainen yleisesitys on varsin utuinen, ja sen monista kohdista voi esittää kysymyksiä. Tosiasiassa eläkkeiden rahastoinnin tarkoituksenmukaisuus, nimenomaan rahastoinnin määrän mielekkyys on hyvin monitahoinen asia. Ei ole ollenkaan itsestään selvää, että hyvin voimakkaalla eläkkeiden rahastoinnilla hoidetaan eläkeongelmaa helpommin ja tehokkaammin kuin ehkä merkittävästikin maltillisemmalla rahastoinnilla.

Eläkevastuiden tilastointi

Kaikilla kansantalouksilla on laaja tosiasiallinen määritelty tai määrittelemätön eläkevastuu, ja eläkevastuiden kokonaismäärä voidaan jollakin tarkkuudella arvioida. Systemaattista kansainvälistä tilastointia ei eläkevastuista liene. Eläkejärjestelmiä, esimerkiksi eläkerahastoja, koskevat eri maiden tiedot ovat erityyppisiä ja hankalia tulkittaviksi. Tilastoissa näkyvät vastuut ja rahastot voivat olla määritelmiltään keinotekoisia ja epämääräisiä, mutta toisaalta kansantalouden tilastoista puuttuu suuri määrä tilastoimattomia, aitoja eläkevastuita. Kansainvälisesti tulisi pyrkiä yhdenmukaistamaan eläkevastuiden ja eläkkeiden rahastoinnin tilastointia. Eläkevastuiden rahastoinnissa on mm. se hyvä puoli, että se tuo näiden vastuiden tulevan rasitteen ainakin osin näkyväksi. Tuskin missään eläkkeitä on pyritty rahastoimaan aivan kattavasti. Varmaan Norjan öljyrahasto on suurimmillaan kattanut periaatteessa hyvinkin maan tulevat eläkkeet, mutta rahastohan ei ole syntynyt eläkematematiikasta vaan öljyn korkeasta hinnasta.

Suomen yksityisten eläkkeiden rahastointi on hoidettu kansainvälisesti katsoen erikoisella tavalla. Eläkerahastojen asema on oudon epämääräinen. Järjestelmä on lakisääteinen, mutta rahastointi hoidetaan pääosin yksityisissä työeläkevakuutusyhtiöissä. Valtio päättää juridisesti eläkejärjestelmää koskevista ehdoista ja ratkaisuista, mutta kuitenkin työmarkkinajärjestöt katsovat omistavansa järjestelmän ja määräävänsä siitä. Kansantalouden tilinpidossa rahastointi sijoitettiin aluksi yksityiseen sektoriin, mutta EU-integraatioratkaisujen yhteydessä rahastot siirrettiin julkiseen sektoriin. Tämä johti mm. siihen erikoiseen tilanteeseen, että Suomen julkisen sektorin varat ovat hyvin suuret, paljon suuremmat kuin velat. Julkisen sektorin asema näkyy hämmentävästi monissa kansainvälisissä tilastoissa merkittävänä nettosaamisena useimpien muiden maiden suurten nettovelkojen joukossa.

Eläkevastuiden ja eläkkeiden rahastoinnin tilastointiin liittyy myös toisenlaisia ongelmia. Suomeen perustettiin takavuosina Valtion Eläkerahasto. Osa työntekijöiden eläkemaksuista alettiin (ikään kuin) rahastoida, ja aluksi varat sijoitettiin välittömästi valtionvelkaan. Asiallisesti ottaen ei ensin tapahtunut mitään reaalista. Osa valtion tuloista ja menoista pantiin vain kirjanpidossa kiertämään ensin eläkerahastosijoitukseen ja sitten takaisin valtiolle valtionvelan kautta. Ajatuksena oli tehdä valtion velkavastuista selvemmin näkyviä. Rahasto kasvoi, samoin valtionvelka, mutta käytännössä valtion tulot ja menot jatkuivat entiseen tapaan. Sittemmin Valtion Eläkerahaston varat on jo pääosin sijoitettu valtionvelan ulkopuolelle muihin kohteisiin. Tällainen siirtokaan ei merkitse välttämättä paljon, jos valtio samalla kattaa tämän sijoitusten siirron uudella velanotollaan.

Kuka tahansa voi perustaa itselleen kirjanpitoonsa vaikka miljoonan euron eläkerahaston ja lainata rahaston varat itselleen. Rahaston perustaja siirtää rahastoon vaikka tuhat euroa kuukaudessa ja lainaa ne samalla itselleen. Rahasto tuottaa korkoakin, mutta sen maksuhan hoituu lisäämällä vastaavasti velkapuolta. Tai voin tehdä itselleni vaikka miljardin euron eläkerahaston. Niinpä eläketurvanani on ikioma miljardin euron eläkerahasto, mutta samalla minulla on rahastolle aivan yhtä paljon velkaa. Sitten voi pohtia, kuinka paljon rahasto helpottaa eläkevuosiani.

Äärimmäinen esimerkki eläkevastuista ja niiden kattamisen menetelmästä lienee Japani. Sen eläkejärjestelmä ei ole varmasti yhtä tyhjä kuin tuo oma eläkerahastoni,

mutta hiukan sinne päin, kuten osin monien muidenkin maiden suuret eläkerahastot. Japanissa valtiolla on valtava velka, yli kaksi kertaa vuotuisen BKT:n arvo. Samalla japanilaisilla on valtavat yksityiset säästöt, paljolti eläkesäästöt, jotka seisovat joko varsinaisissa eläkejärjestelmissä tai vaikkapa pankkitileillä. Voi tulkita – todellisuutta reippaasti pelkistäen – että nämä varat on valtaosin suoraan tai välillisesti sijoitettu valtionvelkaan. Japanilaiset ovat siis tehneet eläkesäästöjä mutta välttyneet samalla verojen maksulta, kun valtion menot on maksettu lainaten markkinoilta nämä eläkesäästörahat.

Tämän tilanteen voi äärimmillään tulkita niin, että Japanin valtiolla ei ole juuri velkaa eikä japanilaisilla eläkesäästöjä. Jos nimittäin japanilaiset todella haluaisivat käyttää eläkevaransa, rahoituslaitokset perisivät varat valtiolta ja valtio verottaisi varat japanilaisilta itseltään. Eli sen, minkä japanilainen saisi eläkkeenään, hän joutuisi maksamaan ensin verona valtiolle. Eri ikäluokat ovat tietysti eri asemassa, mutta perhepiirissä raha pyörisi, eli työikäiset lapset maksaisivat pääosin sen, mitä eläkeläiset saavat. Mutta niinhän lapset maksaisivat, vaikka eläkerahastoja ei olisi ollutkaan. Japanilaisilla ei siis ole mitään reaalista eläkerahastoa, sillä he ovat vain velkojina ja velallisina itsensä suhteen. Näin kärjistetty asia ei tietysti ole, sillä epäilemättä eläkesäästämisellä on ollut reaalitaloudellisia vaikutuksia.

Voidaan myös esimerkiksi tehdä eläkerahastojärjestelyjä siirtämällä eläkevastuita lakisääteisiltä yksityisiltä eläkerahastoilta valtiolle, jolloin vastaavasti siirretään eläkerahastojen sijoituksista valtion velkapapereita valtiolle ja valtio mitätöi nämä itseensä kohdistuvat velkapaperit. Valtion velka-aste putoaa ehkä merkittävästikin. Mitä oikeastaan tapahtuu? Jossakin mielessä ei juuri mitään, toisaalta paljonkin. Tämä on eräs esimerkki siitä, kuinka epävarmoja valtioiden velkatilastot ovat. Tässä siirretään tilastoituja eläkevastuita tilastoimattomiksi. Maan tosiasialliset eläkevastuut säilyvät periaatteessa ennallaan. Eläkkeensaajien riski liittyisi siihen, että valtion on ehkä helpompi rikkoa pelkät eläkelupaukset kuin jättää avoin, velkapapereina näkyvä velkavastuu maksamatta. Tilanne on tietysti aivan toinen, jos valtio ei samassa yhteydessä ota itselleen sitä eläkevastuuta, joka vastaa mitätöitäviä valtion velkapapereita. Tällöin on kysymys pakkoverotuksesta eli eläkerahastojen varojen pakkolunastuksesta valtion menoihin. Myös tällaista on tapahtunut maailmalla (Kreikassakin valtion velkajärjestely vei suuren osan eläkerahastojen varoista). Myös tässä tapauksessa valtio joutuu jotenkin huolehtimaan menetyksiä kärsineistä eläkeläisistään.

Euroalueella julkiseen sektoriin kuuluvien rahastojen (kuten Suomessa) sijoitukset valtionvelkaan on jo nettoutettu pois julkisen sektorin ns. EMU-velasta. Suomessa EMU-velka-aste nousisi, jos sosiaaliturvarahastot siirrettäisiin yksityiseen sektoriin. Kuitenkin Suomessa sosiaaliturvarahastojen sijoitukset Suomen julkiseen velkaan ovat kutistuneet hyvin pieniksi. Suomessa sosiaaliturvarahastojen sisältyminen julkiseen sektoriin on pohdiskelun arvoinen asia, mutta sijoitusten pienuuden vuoksi tilastointiratkaisulla ei ole nykyisin oleellista vaikutusta EMU-velkaan (mutta on siis alijäämään).

Kirjanpidollinen operointi eläkerahastolla saa todellista sisältöä, kun rahastointi vaikuttaa kansantalouden reaalisuureisiin, ennen kaikkea säästämiseen ja reaali-investointeihin. Aidosti eläkkeitä turvataan rahastoinnilla oikeastaan vain, jos rahastot saadaan sijoitetuiksi lisääntyvään tuottavaan reaalipääomaan. On aina syytä yrittää eritellä, mikä rahoitusoperaatioissa on reaalista ja millä hämätään muita ja ehkä itseäkin. Eläkerahastojen koko ei kerro välttämättä hyvin siitä, mikä on kansantalouden kyky selviytyä eläkkeistään. Erityisen epäilyttäviä ovat rahastoivat eläkejärjestelmät, joissa rahastot on ”turvallisuuden vuoksi” sijoitettu poikkeuksellisen laajasti valtionvelkaan tai useat maat ovat vastavuoroisesti sijoittaneet toistensa valtionvelkaan.

Rahastoidaanko eläkeläisille rahaa vai reaalista kulutusta?

Kun tuleviin eläkkeisiin halutaan varautua reaalisesti koko kansantalouden tasolla rahastoinnin tyyppisellä ratkaisulla, ei olla pohjimmiltaan tekemisissä rahoitusmarkkinoiden tehtävän kanssa, vaan kysymyksessä on reaalitalouden ongelma. Viime kädessä tavoitteena on reaalikulutuksen siirtäminen ajassa. Nykyisestä kulutuksesta tingitään ja tulevaisuudessa vastaavasti kulutetaan enemmän. Miten kulutushyödykkeitä voidaan siirtää nykyajasta ehkä vuosikymmenien päähän tulevaisuuteen? Tämä on vaikea ja vaativa tehtävä.

Klassinen, havainnollinen esitys onnistuneesta reaalisesta varautumisesta jo vuosituhansien takaa on ensimmäisen Mooseksen kirjan kuvaus Joosefin hoitamista Egyptin viljakadoista. Joosef kokosi seitsemän lihavan vuoden aikana kaikki Egyptin maan varastotilat täyteen viljaa ja käytti viljan seuraavien seitsemän laihan vuoden aikana ja myipä sitä vielä naapurimaihinkin (tosin hinnoitteli viljan niin, että ryöväsi egyptiläisten kaiken varallisuuden faaraolle). Miten vastaava varastointi tehdään nykyaikana? Miten siirretään nyt kuluttamatta jätettäviä hyödykkeitä kulutettaviksi jopa vuosikymmenien päästä?

Kulutushyödykkeille on nimensä mukaisesti tyypillistä se, että ne käytetään loppuun nopeasti, eikä niitä pääosin voi varastoida. Erityisesti palvelut, jotka nykyisin kattavat suuren osan kulutuksesta, tuotetaan ja kulutetaan paljolti aivan samanaikaisesti. On hyvin vähän kulutustavaroita, jotka säilyvät ja joita käytetään vuosikymmeniä. Lähinnä tällaisia ovat ehkä kodin irtaimisto, taide ym. Tyypillisesti kuluttajat säästävät eläkepäiviään varten asunnon, jonka tuottamat asuntopalvelut jatkuvat vuosikymmeniä sekä työssä- että eläkkeelläolon ajan. Asunto on kuitenkin jo investointia.

Pääosin on kova tosiasia, että kunkin aikakauden kulutushyödykkeet tuotetaan ja kulutetaan kyseisellä aikakaudella eikä niitä voi siirtää ajassa. Eläkkeet maksetaan aikanaan ja eläkkeillä ostetaan juuri tuon ajankohdan hyödykkeitä. Tähän liittyy se toinen tosiasia, että kullakin aikakaudella tuotetut ja käytössä olevat kulutushyödykkeet jaetaan eläkeläisten ja työssä olevan aktiiviväestön kesken. Aina täytyy olla todellisia työikäisiä hyödykkeiden tuottajia ja eläkkeiden maksajia, vaikka rahastointi olisi kuinka suurta. Vain avotaloudessa kulutushyödykkeitä on mahdollista saada ulkopuolelta, mutta eläkkeiden hoitoon nähden vain suhteellisen vähän.

Kun eläkkeitä rahastoidaan, on erotettava kaksi varautumisen osaa. Onko näkökulma ensinnäkin se, että ensisijaisesti vain korvamerkitään eläkeläisille tulevaa nimellistä ostovoimaa? Tämä on ainakin osatavoite, melko helppo sellainen, mutta se voi jäädä tarkoituksella tai tarkoituksetta paljolti myös ainoaksi lopputulokseksi. On tietenkin hyvä tietää, kuinka paljon indeksisuojattua nimellistuloa eläkeläisille tulevina vuosina ja vuosikymmeninä luvataan. Loppu tuolloin toteutuvasta nimellisestä kansantulosta jää aktiiviväestölle.

Toinen näkökulma on se, kuinka paljon reaalituloa, eli reaalisia kulutushyödykkeitä, tulevaisuuden eläkeläisille (ja aktiiviväestölle) todella aiotaan tarjota. Jos tulevaisuutta varten rahastoidaan, rahastoja vastaavasti todennäköisesti halutaan myös turvata eläkeläisille reaaliarvoiset kulutushyödykkeet. Tämä on oleellisesti vaikeampi puoli asiaa. Menneinä vuosikymmeninä rahataloudellisissa teorioissa puhuttiin joskus siitä, että liikkeeseen laskettavalla rahalla pitää olla inflaation välttämiseksi tavarakate. Termi on hyvä kielikuva ja mielikuva. Rahastoiduille eläkkeillekin pitäisi turvata tavarakate, tai ehkä termi olisi hyödykekate, koska eläkeläiset tarvitsevat erityisen paljon myös palveluja.

Eläkkeitä rahastoitaessa on ilmeisenä vaarana, että jäädään ensimmäiseen vaihtoehtoon. Tällöin ollaan varautuneita jakamaan eläkeläisille vuosikymmenien kuluttua rahastoista vapautuvaa rahaa, mutta ilmeneekin, että sille ei ole tavarakatetta. Todellista kulutustavaroiden siirtoa yli vuosikymmenien ei olekaan tapahtunut. Rahan mukana markkinoille ei tule vastaavasti lisää tavaroita, jolloin eläkeläiset vievät kasvavan osan aktiiviväestön kulutustavaroista. Aktiiviväestö ei ehkä suostu (Joosefin tyyliseen) ryös-

töön, jolloin nimelliset eläkelupaukset yksinkertaisesti kumotaan ja eläkeläiset jäävät nuolemaan näppejään rahastoitujen eläkkeiden suhteen.

Eläkkeitä varten pitää säästää reaali-investointeihin

On itse asiassa monia kehityskulkuja, joiden vuoksi rahastoiduille eläkkeille ei synny tavarakatetta. Kehitys riippuu sekä siitä, miten kootut eläkerahastot sijoitetaan, että varsinkin siitä, miten koko kansantalous rahastojen keruuvaiheessa ja myöhemminkin käyttäytyy. Eläkkeiden rahoitusta ei pitäisi ylipäätään tarkastella erillisenä ongelma-alueena eikä sektorikysymyksenä (julkinen, kotitaloudet) vaan osana koko kansatalouden tulonjakoa, säästämistä ja investointeja. Sektoritarkastelu harhauttaa helposti yksilötason yksinkertaisiin ja virheellisiin johtopäätöksiin. Ei ole ollenkaan selvää, että koko talous käyttäytyy siten, että yksittäisen sektorin eläkesäästämisyritys johtaa aidosti vastaavaan koko talouden säästämiseen ja investointeihin. On kaksi muuta perusvaihtoehtoa.

Ensinnäkin on mahdollista, että julkisen sektorin tai kotitalouksien säästämisyritys, eli pidättyminen kulutushyödykkeiden ostoista, johtaa vain kansantalouden kulutuksen heikkenemiseen ja sen myötä tuotannon ja tulojen supistumiseen. Pahimmillaan seuraisi siis keynesiläinen kysynnän lama. Kun kulutus ja tulot heikkenevät samaa vauhtia, kansantaloudessa ei synny nettomääräisesti säästämistä, vaikka eläkerahastoa kertyy. Eläkerahasto kanavoituu rahoitusmarkkinoiden kautta lähinnä yritysten tappioiden sekä työttömien työntekijöiden kulutuksen luotottamiseen. Varsin todennäköisesti osa rahastojen varoista menetetään luottotappioina. Pian ei ole sen enempää rahastoja kuin eläkkeisiin varautumistakaan. Pahimmillaan tällainen eläkkeiden säästämisyritys voisi olla lähes katastrofi; se vain heikentää talouden kasvua ja sen myötä myös reaalista eläkkeidenmaksukykyä tulevaisuudessa. Näin huonosti tietenkin harvoin käy, mutta käytännössä ajoittain tämänsuuntaisia paineita näkyy eri maissa ja jopa maailmantaloudessakin.

Toiseksi on mahdollista, että vaikka talouden jokin osa, julkinen sektori, yksityiset eläkeyhtiöt tai kotitaloudet, säästää eläkkeitä varten, niin talouden jokin toinen osa, kotitaloudet tai julkinen sektori, hankkii nämä säästöt veloikseen rahoitusmarkkinoiden kautta ja käyttää ne välittömästi kulutukseen. Useinhan eläkerahastot sijoittavat turvallisuuden vuoksi merkittävästi juuri oman valtion velkaan tai naapurimaiden rahastot toistensa valtionvelkaan. Tällöin talous ei kokonaisuutena säästä eläkkeitä varten, vaikka eläkerahastoja kertyy ja tuotannon kasvu jatkuu. Rahastoja kerätään, mikä leikkaa yksityistä kysyntää, mutta rahat lainataan kotitalouksille ja valtiolle, jotka käyttävät ne kulutukseensa. Kulutuksen rakenne vain muuttuu, samalla rahastot ja kotitalouksien ja valtion velka kasvavat. Tavarakatetta ei synny. Vuosikymmenien mittaan kertyy ehkä suuret eläkerahastot ja sitä vastaava valtion ja kuluttajien velka. Tällainen rahoituskuvio lienee yleinen mikrotason eläkesäästämisessä, jossa osa väestöstä kokoaa yksityisiä eläkerahastoja ja osa käyttää niitä, eikä varsinaisesti yritetä nettomääräistä ostovoiman siirtoa tulevaisuuteen koko kansantalouden tasolla.

Ajatellaan vaihtoehdoksi samanlaista naapurimaata, joka ei rahastoi ollenkaan. Siellä ei makseta eläkemaksuja eikä rahoiteta niillä valtion menoja, vaan valtio rahoittaa samat kulutusmenot kansalaisten veroilla. Maalla ei ole myöhemmin eläkerahastoja mutta ei valtionvelkaakaan. Kumpi maa on paremmassa asemassa maksamaan eläkkeet? Rahastoiva maa rahoittaa eläkkeet purkamalla eläkerahastonsa, eli se irtisanoo valtionlainat, jotka valtio rahoittaa lisäämällä verotusta. Naapurimaalla ei ole rahastoja. Niinpä se maksaa eläkkeet suoraan verottamalla kansalaisiaan. Kumpikin maa on samassa asemassa. Rahastojen korko ei aiheuta oleellista eroa, koska veronmaksajien on maksettava korotkin. Rahastoinnilla olisi ehkä henkisiä vaikutuksia, mutta siitä ei olisi todennäköisesti juuri mitään hyötyä, koska eläkkeiden rahoitus olisi pääpiirteissään sama, vaikka rahastoja ei olisi ollenkaan kerätty.

Rahastoinnissa koko talouden tasolla ainoa eläkeläisille reaalikatteen – edes periaatteessa – pitkällä aikavälillä turvaava vaihtoehto on se, että rahastointia vastaavasti talouden reaali-investoinnit lisääntyvät. Rahastoa kerätessä kansantalouden kysynnän tulee toisin sanoen siirtyä kulutuksesta investointeihin. Kulutustavaroiden asemasta tuotetaan niitä vastaavasti investointitavaroita. Näin tämän ajan kulutustavaroita varastoidaan tuotannolliseen reaalipääomaan odottamaan niiden purkamista tavarakatteena vuosikymmenien kuluttua. Säästämisen lisäystä vastaa nyt investointien lisäys. Kaiken kaikkiaan pelkistettynä siis: kotitaloudet vähentävät kulutustaan ja lisäävät eläke-etuuksiaan, eläkerahastojen vastuut kasvavat ja ne sijoittavat yrityksiin, yritykset velkaantuvat ja investoivat tuotantokoneistoon.

Jos kuitenkaan yrityksissä ei ole lisäinvestointimotiivia, lisäsäästäminenkään ei onnistu. Suljetussa taloudessa säästämistä on aina vain reaali-investointien arvon verran. Kansantalouden investointimotiivit ovat oma erillinen kysymyksensä. Varmaan eläkeongelmat ja niiden rahoitus monilta osin vaikuttavat investointeihin, mutta keskeisinä tekijöinä ne eivät investointimotiiveissa ole. Eläkerahastoanalyyseissä on jokseenkin aina lähtökohdaksi otettu oletus – jos ylipäätään on mitään oletettu – että eläkesäästövarat ohjautuvat automaattisesti vastaavansuuruisiin, keskimääräisen tuoton antaviin reaali-investointeihin. Tämä oletus koko kansantalouden tasolle laajennettuna johtaa hyvin edulliseen näkemykseen eläkerahastoinnin tarkoituksenmukaisuudesta. Oletus on epävarma ja käytännössä paljolti epärealistinen, ainakin ylioptimistinen.

Keskeisiä investointioletusta tukevia vaikutuskanavia ovat korko ja osakemarkkinoiden tuotto, jotka reagoivat säästämiseen periaatteessa siten, että investoinnit lisääntyvät. Korko laskee ja osakekurssit nousevat. Kuitenkaan investoinneille merkityksellinen pitkäaikainen riskitön reaalikorko ei ole nykymaailmassa herkkä reagoimaan kansalliseen säästämisyritykseen vaan on pitkälti muuttuja, joka syntyy kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. Kansallinen riskipreemio ei riippune kovin paljon eläkesäästämisestä.

Varsinkin Yhdysvalloissa on selvitetty runsaasti talouden rahoitustasapainon ja mm. korkojen ja osakekurssien riippuvuutta väestön ikärakenteesta. Taustalla on elinkaarihypoteesin tyyppinen ajattelu, jossa nuorilla ikäluokilla voi olla jopa negatiivinen säästämisaste, vanhemmilla työssä käyvillä ikäluokilla puolestaan korkea säästämisaste ja eläkeläisillä taas pikemminkin negatiivinen. Vaikutukset näkyvät koko talouden tasolla tietenkin selvästi vain, jos ikäluokkien koko suuresti vaihtelee, mikä ei ole tilanne Yhdysvalloissa. Ennen kaikkea kuitenkin: korko ei ole ainoa investointeihin vaikuttava tekijä. Varsinkin vanhenevalla euroalueella herää kysymys, miksi investointihalukkuus lisääntyisi taloudessa, joka alkaa säästää voimakkaasti eikä kuluta ja jossa väestön ennustetaan vanhenevan ja vähenevän. Onkohan yrityssektori niin ylirationaalinen, että se alkaa varautua tulevaan kulutukseen vuosien ja vuosikymmenten kuluttua investoimalla jo nyt?

Oma erillinen kysymyksensä on, missä määrin varautuminen eläkevelvoitteisiin vaikuttaa julkisen sektorin, yritysten, kotitalouksien ja rahoitusmarkkinoiden tehokkuuteen. Kaikenlainen tehokkuuden parantaminen tietenkin helpottaa periaatteessa myös eläkeongelmaa. Eläkeongelma ilmeisesti helpottuu ilman lisäsäästämistäkin, jos investointeja saadaan tehokkaammiksi ilman investointien määrän lisäystä. Investointien määrä ja laatu ovatkin eläkkeiden hoidon kannalta ratkaisevasti tärkeämpiä kuin summittainen säästäminen.

☼

Eläkesäästämistä voi jossakin määrin analysoida erillisenä kysymyksenä, mutta se olisi aina kytkettävä talouden kokonaissäästämiseen ja kokonaisinvestointeihin. Koko talouden kannalta ei ole eroa sillä, minkä nimikkeen ja motivaation alla säästetään (eläkesäästäminen, asuntosäästäminen, yleinen talletussäästäminen jne.). Kaikki säästäminen on pohjimmiltaan samaa ja samanarvoista. Vain toissijainen merkitys on myös sillä, toteutuuko eläkesäästäminen julkisessa sektorissa vai yksityisessä sektorissa ja onko

se pakollista vai vapaaehtoista. Pakollinen eläkesäästäminen vähentää tarvetta vapaaehtoiseen yksityiseen eläkesäästämiseen, mikä näkyy selvästi myös Suomessa. Säästövarathan tulevat – eläkkeisiin säästävien talousyksiköiden omia reaali-investointeja lukuun ottamatta – rahoitusmarkkinoille ja sekoittuvat nykyaikaisilla rahoitusmarkkinoilla varsin tehokkaasti. Oleellista on se, mihin kansantalouden säästövarat lopulta kohdentuvat, ja eläkkeiden rahoitusta turvatakseen niiden tulisi päätyä hyvin tuottavien investointien rahoitukseen.

Eläkemaksujen rahoitustapaan voi liittyä ongelmia. Osin näitä maksuja maksavat työntekijät, mutta tyypillisesti yritykset on pantu laajasti hoitamaan eläkemaksut, joskin on vaikea sanoa, missä määrin yritysten omistajat, palkansaajat, yrityksen asiakkaat ja ehkä muutkin sidosryhmät niitä viime kädessä maksavat. Joka tapauksessa yrityksen sisäistä rahoitusta siirretään eläkerahastoihin, joista yritykset osin lainaavat rahoitusta takaisin. Suomen työeläkejärjestelmän alkuvuosikymmeninä 1960-luvulta lähtien suuri osa yritysten tekemistä eläkemaksuista toteutui ns. automaattisella takaisinlainauksella. Yritys kirjoitti maksuksi pelkän velkakirjan eli lainasi maksamansa eläkemaksun saman tien takaisin itselleen. Nykyisin rahat menevät kuitenkin valtaosin muualle.

Voi kysyä, mitä talous menettää siinä, että varoja siirretään aktiivisilta investoivilta yrityksiltä eläkerahastojen suhteellisen massiivisiin ja passiivisiin investointisalkkuihin. Eläkkeiden rahastointia korostavaan näkemykseen kuuluu yleensä ilmeisesti oletus, että jos varoja ei rahastoida, ne kulutetaan. Varsinkin jos eläkkeiden maksajina ovat yritykset, rahastoimattomassa vaihtoehdossa varoista joka tapauksessa melkoinen osa investoitaisiin. Jos yritykset käyttäisivät varat omiin investointeihinsa, niiden tuotto kansantaloudelle voisi hyvinkin olla parempi. Erityisen epäedullinen tilanne on, jos yritysten varat valuvat eläkerahastojen ja markkinoiden kautta välittömään kulutukseen. Eläkerahastojen kerääminen ei ole kustannuksetonta, eikä rahastojen ylläpito.

Kattava kansantalouden eläkkeiden rahastointi on ylivoimaista paitsi toteutukseltaan myös määrältään. Yksittäinen tulonsaaja voi kerätä jopa monen vuoden menoja vastaavan reaalisen eläkesäästön, mutta koko kansantalous ei käytännössä voi monistakin syistä. Se on mahdollista pikku valtioissa, öljymaissa ym., jotka voivat sijoittaa varat pääosin ulkomaille. Vaadittavat rahastot olisivat kehittyneissä maissa talouteen nähden hyvin suuret, sillä reaaliset eläkevastuut olisivat nykyhetkeen diskontattuinakin ainakin kaksinkertaiset vuositason BKT:hen nähden. Suomessa eläkesitoumukset vastaavat lähes kolmen vuoden BKT:tä. Voimakkaasti rahastoivien maiden eläkerahastot ovat noin 50–100 % BKT:stä. Täydellisesti rahastoitaessa talouden varallisuus tulisi erittäin laajasti eläkerahastojen omistukseen. Näin suurten rahastojen kerääminen olisi normaalitaloudessa lähes mahdotonta ja tuottava sijoittaminen jopa vuosikymmenien ajaksi vaikeaa ja laajasti riskipitoista.

Eläkevarat rahoitusmarkkinoilla

Eläkesäästöistä syntyvillä sijoituksilla on monenlaisia rahoitusmarkkinavaikutuksia. Näiden vaikutusten eristäminen rahoitusmarkkinoiden muusta kehityksestä on yleisesti vaikeaa, vaikka tällaista erillistä analyysiä aika paljon harrastetaan. Eläkesäästämistä varten kootut varat voidaan sijoittaa erillisiin eläkelaitoksiin, tai ne voivat tulla mm. vapaaehtoisina eläkepäiviä varten tehtyinä säästöinä yleisesti rahoitusmarkkinoille erilaisiin sijoitusinstrumentteihin.

Se, minne eläkelaitokset ja muut rahoitusinstituutiot ovat varansa sijoittaneet, ei kerro suoraan sijoitusten nettovaikutusta talouteen eikä investointeihin. Rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn ja varojen ohjailun heikennyttyä on erillisten rahoitusvirtojen seuraamisen merkitys vähentynyt. Rahoitusmarkkinat toimivat kokonaisuutena ja kohdentavat varat luottojen kysyjille entistä enemmän siitä riippumatta, mistä instrumenteista ja instituutioista varat ovat alkuaan markkinoille tulleet. Epäilemättä rahoitusvirtojen seu-

ranta auttaa edelleen monilta osin markkinakehityksen tulkintaa, mutta siinä harhaudutaan helposti liian yksinkertaistaviin johtopäätöksiin, mm. juuri tietyn säästöerän vaikutuksista. Oikeansuuntaisen tulkinnan kannalta olisi joka tapauksessa välttämätöntä luoda hyvä kokonaiskuva talouden kaikista keskeisistä rahoitusvirroista.

Usein on korostettu suurten eläkerahastojen merkitystä rahoitusmarkkinoiden yleisen kehittämisen ja tehokkuuden kannalta. Tehokkuusetuja voi eläkesäästämisen ansiosta tulla erityisesti yritysten velkarahoitukseen. Eläkerahoitus johtaa arvopaperimarkkinoiden osuuden kasvuun ja pankkirahoituksen osuuden pienenemiseen rahoituksen välityksessä. Eläkerahastojen ja laitosten tekemä laaja sijoitusanalyysi voi auttaa rahoitusmarkkinoiden tehostamisessa. Merkitystä on varmasti sillä, että eläkevarat ovat hyvin pitkäaikaisia vakaita sijoituksia. Toisaalta erityisesti voimistunut sijoitusrahastotoiminta on jo muutenkin lisännyt mahdollisuuksia muuttaa lyhytaikaiset sijoitukset pitkäaikaisiksi luotoiksi tai osakerahoitukseksi. Kielteisiä seikkoja voivat kuitenkin olla mm. eläkemaksujen kerääminen investoivilta yrityksiltä pois niiden omista pääomista ja varojen siirtäminen velkarahoitukseksi sekä se, että rahoitusmarkkinoiden kasvu lisää velkariskejä ja epävakautta. Eläkkeiden rahastoimiseen tuskin kannattaa ryhtyä ensisijaisesti rahoitusmarkkinoiden kehittämisen vuoksi.

Eläkerahastojen siirrolla ulkomaille on rajansa

Avoimessa taloudessa voidaan säästää yli investointien arvon tai päinvastoin. Kun säästöt ovat suuremmat investoinnit, maalla on vaihtotaseen ylijäämä. Jos siis maa kerää aidosti eläketurvaa investoinnit ylittävällä säästämisellä, sillä on myös vaihtotaseen ylijäämää. Tällöin eläkerahastoja vastaavat varat voidaan sijoittaa ulkomaisiin reaali- tai rahoitussijoituksiin. Jos taas varoja sijoitetaan ulkomaille eikä maalla ole vaihtotaseen ylijäämää, maa joutuu lainaamaan vastaavan summan ulkomailta. Se, että kansainvälisten pääomanliikkeiden mahdollisuus on tavattomasti lisääntynyt, ei ole oleellista. Bruttosijoituksilla ulkomaille ilman vaihtotaseen ylijäämää ei ole paljon merkitystä muuten kuin riskien hajauttamisen kannalta, mikä on sinänsä erittäin tärkeä näkökohta.

Merkittävät eläkerahastot ovat vähintään suuruusluokkaa 50 % BKT:stä, joillakin mailla yli 100 prosentinkin. Näin suurten ulkomaisten nettosijoitusten tekeminen onnistuu vain pienelle maalle, ja poikkeuksellisesti sellaisellekin, lähinnä öljyn tuottajille. Suhteessa BKT:hen maailman suurilla mailla on ollut enimmäkseen vain noin 20–40 prosentin ulkomaisia nettosaamispositioita (Japani ja Saksa) tai nettovelkapositioita (Yhdysvallat). Jos joillakin on ylijäämää, muiden maiden on oltava valmiita ottamaan ylijäämä vastaan omalla alijäämällään. Koko maailman tasolla ylijäämää ei voi olla: koko maailmantalouden tasolla säästämistä ei voida sijoittaa muuhun kuin reaali-investointeihin. Rahoitusvaateissa saamiset ja velat vastaavat toisiaan.

Maailman maat voivat pääasiassa vain hajauttaa eläkevastuitaan vastavuoroisesti toisilleen. Nettomääräisesti siirtomahdollisuudet ovat rajalliset, ja maailmantalous kestää vain pienen osan eläkerahastoista sijoitettaviksi nettomääräisesti ulkomaille. Kaikilla suurilla talousalueilla, Euroopassa, Japanissa, Kiinassa ja lievemmin Yhdysvalloissakin väestörakenne heikkenee selvästi, eivätkä väestöltään voimakkaasti kasvavat kehitysmaat voi ottaa vastaan luotettavasti suurten talousalueiden eläkevastuiden vaatimia valtavia sijoituksia. Oleellistahan sijoituksille on, että varat pitää saada vuosien ja vuosikymmenten kuluttua myös takaisin ja vielä reaaliarvoisina.

Tulevaisuutta koskevissa eläketeoretisoinneissa on ennakoitu suuriakin maakohtaisia yli- ja alijäämiä, mikä on täysin epärealistista. Tällainen ei toteudu ja jos toteutuisikin, se voisi aiheuttaa vaikeuksia. Pysyvät suuret yli- ja alijäämät johtavat valuuttakurssiongelmiin, rahoituskriiseihin ja jopa kauppasotiin. On myös tekijöitä, jotka automaattisesti jarruttavat yli- ja alijäämien syntymistä. Erityisesti valuuttakurssipaine estää suurten

kumuloituvien jäämien syntymisen. Valuuttaongelmien välttämiseksi maiden tulisikin torjua paitsi suuria kumuloituvia alijäämiä myös suuria kumuloituvia ylijäämiä.

Pikemminkin on realismia, että eläkkeiden rahoitusongelmaa on tarkasteltava pääosin suljetun talouden mallissa. Reaalimaailmaa koskevissa selvityksissä suuruusluokkaongelma toisaalta usein myös tunnustetaan – epäilemättä täysin realistisesti − siten, että sen enempää pääoman kuin työvoimankaan kansainväliset liikkeet eivät voi olla riittävän suuria kehittyneiden maiden eläkeongelman ratkaisemiseksi.

Eräissä selvityksissä eri maiden rahoitusyli- ja alijäämissä on nähty väestörakenteen ja eläkesäästämisen vaikutusta. Tällainen johtopäätös tullee lähinnä Japanin eläkesäästämisestä ja vaihtotaseen ylijäämästä sekä toisaalta Yhdysvaltain alijäämästä, joka perustuu vahvempaan väestörakenteeseen. Kuitenkin maailmanlaajuinen kokonaiskuva on eläkkeisiin varautumisen kannalta hämmentävä. Väestörakenteella on melko pieni vaikutus vaihtotaseisiin, ja vaikutus peittyy muiden säästämiseen ja investointeihin vaikuttavien tekijöiden alle. Eläkeongelmaan joutuva läntinen Eurooppa on ollut vain ylijäämäinen, kun taas vielä vaikeampaan väestöongelmaan ajautuva itäinen Eurooppa on ollut pahasti alijäämäinen energiaylijäämästä nauttinutta Venäjää lukuun ottamatta.

Sikäli kuin merkittäviä eläkevarantoja on ulkomaille onnistuttu keräämään, ja jos ne ovat säilyneet, niillä on ilmeisesti varsin helppo hoitaa aikanaan eläkkeitä. Niillä on myös tavarakate. Varoilla ostetaan ulkomailta eläkeläisten tarvitsemat ylimääräiset kulutustavat. Tämän tulee näkyä maan vaihtotaseen vastaavana heikkenemisenä ja alijäämänä.

Suomen eläkerahastojen varat on siirretty pääosin ulkomaille, ja Suomella oli samoihin aikoihin myös suuri vaihtotaseen ylijäämä. Kuitenkin Suomi on kaikkien rahoitusvarantoerien tapauksessa suunnilleen nollapositiossa ulkomaihin nähden. Siten eläkerahastovarat ulkomailla ovat vain vastineränä muille veloille, paljolti juuri ulkomaisten eläkerahastojen Suomeen tekemille sijoituksille. Suomalaiset vastaavat yhä itse eläkkeistään.

Eläkerahastojen tuotto ja sijoitusten riskit

Eläkkeiden rahastoinnin eduksi todetaan yleisesti, että sen turvin osa eläkkeistä voidaan maksaa rahastojen tuotoilla. Näin on, mutta varauksin. Sikäli kuin eläkerahastot on sijoitettu siten, että ne ovat johtaneet tuottaviin reaali-investointeihin, näistä syntyy talouteen lisää sekä kulutushyödykkeitä että niitä vastaavia reaalituloja. Eläkerahastojen onnistuneen sijoitustoiminnan myötä valtaosa näistä tuloista tulee korko-, osinko- ja vuokratuottoina eläkerahastoille, jotka voivat jakaa ne eläkeläisille. Toisaalta voi arvioida, että jos eläkerahastoja ei olisi kerätty, mutta samat rahat olisi muuten investoitu, niin tuottoja tulisi talouteen sittenkin, myös eläkkeiden maksuun.

Eläkerahastoille asetetaan usein tuottovaatimuksia. Tosiasiahan kuitenkin on, että huolellisesti hoidetuille rahastoille saadaan pitkän päälle suurin piirtein markkinoiden keskimääräinen tuotto; tuskin paljon sitä parempaa, mutta toivottavasti ei juuri sitä huonompaakaan. Koska valtaosa varoista on sijoitettuna pitkäaikaisiin markkinainstrumentteihin ja kiinteistöihin, niiden kirjanpidollinen tuotto vaihtelee vuosittain hyvin paljon. Tällä ei ole pitkän päälle suurta merkitystä. Oleellinen on pitkän aikavälin keskimääräinen realisoituva tuotto.

Sikäli kuin rahastosijoitukset ovat alkujaan johtaneet vain kulutuksen rahoittamiseen tai suorastaan tuotannon supistumiseen, ei reaalihyödykkeitä eikä myöskään reaalituloja tule talouteen lisää, ja eläkerahastojen tuotot merkitsevät vain reaalitulonjaon eroja. Osa reaalituloista on korvamerkitty eläkeläisille. Tässä tapauksessa, jossa julkinen valta ja kotitaloudet maksavat kulutusluotoistaan eläkerahastoille korkoja, eläkeläisten kulutushyödykkeet saadaan veronmaksajien ja kulutusluottojen käyttäjien kulutusmahdollisuuksien kustannuksella.

Usein yksityisissä ja osin julkisissakin eläkejärjestelmissä maksettavien eläkkeiden määrä riippuu eläkesijoitusten tuotoista, eli kyseessä on maksuperusteinen järjestelmä. Tämä helpottaa eläkevastuiden hoitoa, mutta se on samalla riski eläkeläisille. Yhdysvalloissa eläkerahastot ovat sijoittaneet suuria summia myös uusien yritysten riskipääomaan. Yhdysvaltain eläkejärjestelmä on paljolti yrityskohtainen, ja yritysten kaatuminen pakottaa usein koko joukon yrityksen eläkeläisiä palaamaan työelämään. Julkinen eläkejärjestelmä korvaa vain pieneltä osin yksityiset menetykset.

Suuret rahastot ovat alttiita inflaatiomenetyksille. Melkoinen ongelma liittyykin eläkevarojen reaaliarvon turvaamiseen jopa useiden vuosikymmenien ajan. Eläkevarat on pyritty sijoittamaan pitkäaikaisesti ja laajalle hajautetusti. Mitä varmempiin instrumentteihin sijoitetaan, sitä pienempiä ovat tuotot. Jos sijoituksille haetaan aktiivisesti tuottoja, sijoitustoiminta on riskipitoista. Julkinen valta valvoo yleensä yksityistäkin eläkesijoitustoimintaa ja asettaa sille rajoja. Julkisen vallan hallinnoimaan eläkejärjestelmään ja varojen sijoitustoimintaan liittyy omia poliittisia riskejään. Syvissä talouskriiseissä valtioilla on usein suuri kiusaus käydä käsiksi eläkerahastoihin. Tälläkin perusteella on suositeltu eläkejärjestelmän jakamista osin julkiseen, osin yksityiseen osaan.

Rahastoituihin eläkevaroihin liittyy joka tapauksessa varojen menetysriski. Se aiheutuu luotto-, pääoma- ja valuuttakurssitappioiden tyyppisten menetysten mahdollisuudesta tai inflaatioriskistä. Mitä suuremmat eläkesäästöt on koottu, sitä hankalampi ne on saada tuottavasti ja varmasti sijoitetuiksi. Tämä pätee varsinkin runsaaseen globaaliin eläkesäästämiseen. Ylisäästäminen voi jopa johtaa korkotason putoamiseen lähelle nollaa, kuten Japanissa. Tällöin eläkevarat eivät tuota, ja rahastoinnin tarve pikemminkin kasvaa. Lisäksi rahastoja menetetään luottotappioina. Tämähän on ollut 2010-luvun laman ja nollakorkojen – jopa negatiivisten korkojen – aikana jo välittömästi maksuperusteisten eläkejärjestelmien ongelma. Kun rahastot eivät tuota, jopa 80-vuotiaiden eläkeläisten on pitänyt palailla mm. Yhdysvalloissa työelämään kauppojen kassoille. On kiinnitetty huomiota mm. siihen, että kiinteistöihin ja osakkeisiin sijoitetut eläkevarat menettävät helposti arvoaan eläkesijoituksia realisoitaessa, kun eläkeläisikäluokat kasvavat ja aktiivi-ikäisiä sijoittajia on yhä vähemmän.

Sikäli kuin pääoma- ja inflaatiotappioiden tyyppiset menetykset toteutuvat kotimaisina tappioina, ne tulevat yleensä pääosin joidenkin toisten kotimaisten talousyksiköiden pääomavoitoiksi. Tällöin eläkkeiden hoitomahdollisuus ei koko talouden tasolla välttämättä heikkene. Eläkelasku olisi vain saatava voittajien maksettavaksi. Jos taas menetykset toteutuvat ulkomaisissa sijoituksissa, varat ovat kansantalouden kannalta menneet.

Pääpiirteissään voi kuitenkin lähteä siitä, että vakaissa länsimaissa hyvin hajautetut rahastot säilyttävät kohtalaisen hyvin arvonsa yli vuosikymmenien. Suuret menetykset ovat vain riskiskenaarioita pahojen talouskriisien ja inflaatiokausien varalle.

Markkinahenkisesti tai riskien hajautusmielessä on eräissä maissa sovellettu järjestelmää, jossa vakuutettu itse voi sijoittaa ehkä merkittävänkin osan lakisääteisen eläkkeen varoistaan. Tällainen mahdollisuus on varmaan hyvä asia markkinoiden kehityksen ja yritysten riskirahoituksen kannalta, mutta juuri näistä syistä sijoitustoiminta on ongelmallinen eläkevarojaan sijoittavalle yksityishenkilöille. Pelatessaan yritysmaailman riskeillä ja ammattisijoittajia vastaan onneton amatööri tuhlaa helposti pois eläkkeensä ja jää näin muun sosiaaliturvan kautta hoidettavaksi. Pieneltä osin tällainen omaehtoinen sijoitustoiminta voi olla tarkoituksenmukaista. Omilla aidosti yksityisillä eläkesäästöillään ihmisillä pitää olla mahdollisuus tehdä mitä tahansa.

Eläkeläisten määrän ja eläkesäästämisen vaikutus rahapolitiikkaan

Eläkkeiden rahastointi on osa talouden yleistä rahoituspolitiikkaa ja rakennepolitiikkaa, eikä se liity välittömästi rahapolitiikkaan. Rahastojen kartuttamisen vauhtia voidaan käyttää suhdannepolitiikan välineenä, kuten Suomessa on välillä tehtykin. Tämän näkemyksen mukaan eläkemaksujen alentaminen (rahastojen kerryttämisen jarruttaminen) suhdannetaantumissa elvyttää taloutta ja toisaalta eläkemaksujen kasvattaminen normaalia suuremmiksi vaimentaa välittömästi ainakin osin ylikuumennutta reaalikysyntää (siis nurinkurisesti myös tavarakatetta luovia investointeja), inflaatiota ja vaihtotaseen vajetta.

Korkopolitiikkaa toteutetaan pääpiirteissään pelkistettyjen mallien ja sääntöjen pohjalta. Rahapolitiikan tavoitteenasettelu on painottunut inflaation tai hintatason vakauttamiseen. Väestön ikärakenne tai eläkkeiden rahoitusjärjestelmä eivät kuulu muuttujina rahapolitiikan mitoituksessa käytettävien muuttujien kärkipäähän. Näillä tekijöillä on ainakin välillisesti merkitystä rahapolitiikan mitoitukselle – sikäli kuin väestön ikärakenne vaikuttaa todella oleellisesti säästämiseen ja tuottavuuteen. Mikäli väestön ikärakenne ja eläkesäästäminen vaikuttavat reaaliseen pitkäaikaiseen korkotasoon, sillä on vaikutusta rahapolitiikan arviointiin. Voimakas säästäminen ja heikkenevän työvoiman aiheuttama tuottavuuden hiipuminen ainakin teoriassa alentavat tasapainokorkoa. Tällöin myös rahapoliittista korkoa voidaan pitää matalampana.

Pitkäaikainen reaalikorko, joka teoriassa vastaa tuottavuuskehitystä, määräytyy lisääntyvästi maailman integroituvilla rahoitusmarkkinoilla. Tämä on kasvava ongelma maille, joiden tuottavuuskehitys poikkeaa maailman keskiarvosta. Nopeasti kasvavan maan pitkä reaalikorko – euroalueen erillisissä maissa lyhytkin reaalikorko – pyrkii muodostumaan liian matalaksi ja hitaasti kasvavan maan reaalikorko liian korkeaksi. Tämä ilmiö korostuu, sikäli kuin eläketekijät vaikuttavat tuottavuuteen. Näin on varmaan juuri euroalueella, jossa väestön vanheneminen ja eläkeiän nosto johtavat työvoiman keskiiän selvään nousuun ja ilmeisesti myös tuottavuuden heikkenemiseen. Ulkopuolelta määräytyvä liian korkea pitkäaikainen reaalikorko vaikeuttaa korkopolitiikan arviointia.

Jos eri väestöryhmät ovat elinkaarihypoteesin mukaisesti erilaisessa velka- ja saamisasemassa, korkopolitiikalla on niihin erilainen vaikutus. Ja jos maiden väestörakenne poikkeaa merkittävästi (erityisesti euroalueella), rahapolitiikan vaikutus näkyy eri tavoin eri maissa. Amerikkalaisissa tutkimuksissa pidetään osake- ym. varallisuuden hinnan vaihtelua merkittävänä vaikutuskanavana, ja sikäli kuin varallisuuden hintakehitys riippuu väestörakenteesta, tämä tulisi rahapolitiikassa ottaa huomioon. Tämän tapaisia erillisvaikutuksia on käsitelty paljonkin teoreettisissa selvityksissä, mutta niiden käytännöllinen merkitys jää pieneksi. Sikäli kuin rahapolitiikassa kiinnitetään huomiota luotto- ja rahamääriin, väestörakenteella ja eläkesäästämisellä voi olla merkitystä pankeille. Tosin eläkesäästöt ovat pitkäaikaisissa talletuksissa, joita ei yleensä lueta talouden likviditeettiin.

Eläkerahastojen purkamisen ongelma

Eläkesäästöillä, olivatpa ne lakisääteisiä tai vapaaehtoisia säästöjä, on hankittu oikeus saada osuus tulevaisuuden tuloista ja tuotetuista kulutushyödykkeistä. Laajamittainen eläkkeisiin varautuminen on näin jakanut jo etukäteen laajasti tulevat kulutushyödykkeet eläkeläisten ja aktiiviväestön sekä velkojien ja velallisten kesken. Tämä voi johtaa ristiriitoihin, erityisesti jos aktiiviväestölle jäävä osuus kulutusmahdollisuuksista kutistuu liian pieneksi. Aktiiviväestö voi supistaa työpanostaan mm. maasta muuttamalla, mikä aiheuttaa yleisen kulutushyödykkeiden tarjonnan vähenemisen.

Eläkerahastojen purkamisessa on omat ongelmansa. Rahavarojen nosto eläkesijoituksista ei sinänsä tuo lisää kulutushyödykkeitä. Kulutusmahdollisuus lisääntyy vain, jos

talous reagoi päinvastoin kuin rahastoja koottaessa. On todennäköisesti vaikeaa ohjata ja toteuttaa joustavasti tätä kehitystä. Siten varojen noston kanssa samanaikaisesti joko ajetaan alas investoitua reaalipääomaa tuottamalla sillä kulutushyödykkeitä (pääoman kulumista vastaavasti) tai ostetaan ulkomailla olleilla sijoituksilla ulkomailta kulutushyödykkeitä. Varojen purkamisvaiheessa talouden säästämisaste laskee ja vastaavasti investointiaste laskee tai vaihtotaseen alijäämä kasvaa. Tuottavaa reaalipääomakantaa ajetaan alas ja muutetaan tavalla tai toisella kulutushyödykkeiksi. Samalla rahastoista lainaa ottaneet yritykset maksavat poistoja vastaavasti velkojaan eläkerahastoille. Luodut kulutustavarat ostetaan rahastoista purkautuvilla varoilla. Näin kaikki taseet sopeutuvat johdonmukaisesti päinvastoin kuin rahastoja kerättäessä.

Yksilötasolla rahastointiprosessia (ilman rahastoa) vastaa tyypillisesti ihmisten pyrkimys säästää työuransa aikana oma asunto myös eläkepäiviä varten. Eläkevuosien ja vuosikymmenten aikana asunto tuottaa asuntopalveluja ja kuluu samalla investointisijoituksena hiljalleen pois.

Eläkerahastojen purkamisesta seuraa merkittäviä tulo- ja kysyntävaikutuksia. Jos rahastoja puretaan ilman, että luodaan reaalikehitystä tavarakatteena, talouteen luodaan nimellistä kysyntäpainetta samoin kuin millä tahansa lisärahoituksella. Eläkerahastojen sijoituksia vedetään pois ulkomailta ja kotimaisilta investoivilta ja kuluttavilta talousyksiköiltä. Sikäli kuin tämä rahoitusrasitus kohdistuu suoraan tai välillisesti kuluttaviin kotitalouksiin, nämä joutuvat kulutuksestaan tinkimällä luovuttamaan kulutushyödykkeet eläkkeensaajille. Jos taas muiden talousyksiköiden reaalikysyntä ei supistu, ne korvaavat velkansa muista lähteistä. Rahoitus niille voi tulla ulkomailta tai rahaa luovilta pankeilta, eli syntyy tyhjästä luotua monetaarista rahoitusta. Tätä tietä ollaan nopeasti normaaleissa löysän rahoituksen luomissa kansantalouden tasapaino-ongelmissa. Ylikysynnästä tulee inflaatiopaineita, tai se johtaa ulkomaiseen velkaantumiseen. Eläkerahastojen suurimittainen purkaminen vaatii taustakseen huolellisen kokonaistaloudellisen reaali- ja rahoitusanalyysin.

Voi tietysti kysyä, miten eläkkeet tulevaisuudessa hoidettaisiin, jos eläkerahastoja ei olisi kerätty. Eläkkeet olisi hoidettu koko ajan pääpiirteissään jakojärjestelmällä. Talouskehitys ei olisi välttämättä ollut kovin erilainen, mutta rahoitusrakenteet olisivat kehittyneet eri lailla. Rahastointivaihtoehdossa on investoitu velalla, jakojärjestelmässä omalla pääomalla. Rahastojen maksamiselta (ja rahastojen ylläpidon maksamiselta) välttyneiden yritysten ja kotitalouksien rahoitusasema olisi ollut parempi, säästöjä olisi näillä enemmän ja reaali-investointeja olisi tehty kai suunnilleen saman verran tai ehkä enemmänkin.

Peruskysymys on tässäkin, miten pääomakanta olisi vahvistunut kestämään reaaliset eläkemenot. Pääomakanta olisi ehkä niin vahva, että jonkinlainen tavarakate realisoituisi tässäkin. Se, mikä rahastoivassa järjestelmässä voidaan purkaa rahastoista – ja ottaa varat viime kädessä paljolti kuluttajilta – olisi koottava tulevaisuuden eläkemaksuina aktiiviväestön kulutuksesta. Mahdollisesti kummassakin järjestelmässä osa eläkkeistä voitaisiin maksaa muuttamalla reaalipääomaa kulutustavaroiksi, mutta samalla aktiiviväestö joutuu tinkimään myös kulutuksestaan ja ehkä kummassakin järjestelmässä melko samaan tapaan. Todennäköisesti kuitenkin rahastoiva järjestelmä olisi tuleville maksajille vähän kevyempi, ja ainakin vastuiden kannalta selkeämpi. Jakojärjestelmässä aktiiviväestön olisi kuitenkin vaikeampi jättää eläkeläiset nuolemaan näppejään, minkä se voisi ehkä tehdä rahastoidulta osin. Aktiiviväestö on varmasti kaikissa järjestelmissä aina aivan valtaosin eläkkeiden tosiasiallinen maksaja.

Ovatko eläkesitoumukset velkoja?

Jos tulevaisuuteen on annettu eläkelupauksia, joita ei ole katettu rahastoilla, on taloudella kattamattomia sitoumuksia. Joskus nämä sitoumukset esitetään sisällytettäviksi julkiseen velkaan. Eläkesitoumukset ovat monissa maissa niin suuria, että julkinen velka kasvaisi niiden vuoksi jopa moninkertaiseksi nykyiseen velkaan ja ehkä BKT:henkin nähden.

Eläkevelka rinnastuu normaaliin julkiseen velkaan sikäli, että sekin sisältää periaatteessa melko hyvin ennakoitavissa olevan tulevaisuuden maksujen virran. Mutta sitä ei ole mielekästä pitää velkana, eihän tälle velalle makseta korkoakaan. Tulevaisuudessa lankeavat maksut tulisi diskontata nykyarvoonsa. Luvattujen eläkkeiden arvoa on syytä pitää esillä (julkista) taloutta jatkossa rasittavina sitoumuksina. Erityisesti on outoa ottaa tulevia menoja veloiksi, vaikka ne ovatkin melko hyvin ennakoitavissa, kun tulevia verotulojakaan ei vastaavasti kirjata rahoitusvaroiksi, olkoonkin, ettei niiden kertymisestä ole vastaavaa varmuutta. Joskus tosin rahoitusanalyyseissä eräitä tuottoja diskontataan ikään kuin nykyhetken varallisuudeksi. Näin on tehty esimerkiksi tulkitsemalla keskuspankkien tulevien seignioragetulojen nykyarvo jonkinlaiseksi keskuspankin potentiaaliseksi varallisuudeksi.

Suomessa esitetään näkemyksiä, että eläkerahastot ovat työntekijöiden viivästettyä palkkaa, eikä valtiolla ole näin ollen oikeutta puuttua rahastoitujen varojen käyttöön. Jossakin mielessä näin voi olla, mutta asia ei ole aivan yksinkertainen. Työntekijät ovat kyllä viivästäneet palkkojaan eläkerahastoihin, mutta he ovat toisaalta yleensä tavalla tai toisella jo myös käyttäneet välillisesti näitä rahoja tai ovat välttyneet veronmaksulta. He ovat antaneet yhdellä kädellä ja ottaneet toisella. Luvatut eläkkeensä he kyllä saavat ainakin pääosin, mutta ne voi tulkita pikemminkin aktiiviväestön maksamiksi kuin eläkeläisten itsensä viivästettyinä maksamiksi. Varmaan Suomessa on rahastoimalla syntynyt jonkin verran tavarakatetta mm. siitä päätellen, että valtionvelka on pienempi kuin eläkerahastot. Rahastointi ei ole siis ollut pelkkää veronmaksun toteuttamista kiertotien kautta. On kuitenkin syytä muistaa, ettei 1960–1970-luvulla Suomessa ollut suuria eläkerahastoja mutta ei juuri valtionvelkaakaan.

Voi myös kysyä, onko moraalisesti oikein asettaa lakisääteisesti rahamääräisesti sitovia eläkevelvoitteita vuosikymmenien päähän tulevan sukupolven – päiväkotilasten – maksettavaksi, jos varojen tavarakatetta ei ole varmasti turvattu. Jos vanhalla sukupolvella on tämä oikeus uuden sukupolven suhteen, lienee uudella eläkkeet maksavalla sukupolvella yhtä suuri oikeus leikata näitä vanhan sukupolven etuja, jos maksaminen käy kohtuuttomaksi. Suomessa on jo annettuja eläkelupauksia melkoisesti karsittu erityisesti 1990-luvun alun kriisin aikana, kun eläkkeet olivat suurenemassa jopa selvästi työtuloja nopeammin. Eläkkeiden sitomista palkkoihin rajattiin siten, että pääosa indeksikorotuksesta riippuu kuluttajahintojen kehityksestä, ei palkkaindeksistä (tosin, jos palkat laskevat ja hinnat nousevat, eläkeläiset hyötyvät muutoksesta). Eläkerasitusta on myös muuten pyritty keventämään ottamalla mukaan eliniän pidentymisen vaikutusta.

Eläkkeiden ehdot eivät voi olla käytännössä sitovia. Ehtoja on voitava valtion päätöksillä yksipuolisesti muuttaa ja näin rikkoa sopimusehtoja, mikä ei muun velan tapauksessa ole mahdollista ilman suuria ongelmia. Vaikka näin ei tietysti pitäisi tehdä, tosiasia on, että eläkkeiden taso asettuu aikanaan sellaiseksi, mikä on tuolloin kansantalouden maksukyky, eikä sen mukaan, mitä on vuosikymmeniä sitten palkansaajille luvattu.

Kun Bismarck 1800-luvulla otti Saksassa ensimmäisenä käyttöön lakisääteisen kansaneläkejärjestelmän, eläkeiäksi asetettiin 65 vuotta. Se oli tuohon aikaan saksalaisten keskimääräinen elinikä. Siten vain suunnilleen puolet väestöstä ylipäätään pääsi eläkkeelle. Vaikka eläkkeeseen oikeuttavaa ikää on yleisesti eri maissa varsinkin 2010-luvun talouskriisien myötä korotettu, keskimääräinen elinikä ylittää nykyisin eläkeiän kehittyneissä maissa yhä yleisesti 10–15 vuodella. Lääketieteen kehityksen myötä väestön elinikä on noussut kehittyneissä maissa suunnilleen vuodella aina vuosi-

kymmentä kohti. Lääketieteen menetelmät kehittyvät ja kallistuvat, jolloin yhä vanhemman eläkeläisjoukon terveydenhoitorasitus lisääntyy suhteellisestikin. Ei ole mahdollista, että yhä suuremmat eläkeläisten joukot voisivat olla vuosikymmenien ajan pienenevän aktiiviväestön huollettavina.

Enimmäkseen puolikielinen, länsimaisen yhteiskunnan kannalta heikosti koulutettu maahanmuuttajien joukko ei rahoita maksamiensa verojen ja saamiensa sosiaalitukien nettoerällä kovin paljon eläkemenoja kehittyneissä länsimaissa. Vallitsevan palkkatason mukaisesti tätä joukkoa ei kyetä laajasti työllistämään, kun ei pystytä omaakaan vähän koulutettua väestöä. He joutuvat elättämään itsensä laajasti minimituloisina pienyrittäjinä. Kristallinkirkas tosiasia on, että mitä suurempi on suhteellisesti eläkeläisten joukko, sitä vähemmän taloudellisesti huolettomia eläkevuosia sille voidaan taata. Euroopan maissa käytetään eläkkeisiin nykyisin noin 13–15 % kansantulosta. Osuutta ei voitane juuri suurentaa, joten eläkeläisten osuuden pyrkiessä kasvamaan on joko eläkeikää nostettava tai eläkkeitä vastaavasti pienennettävä. Elinaikakertoimen käyttäminen eläkkeiden tason leikkaamiseen on välttämätöntä, ellei keskimääräinen eläkkeellejäämisikä nouse jatkuvasti.

Runsaan eläkesäästämisen hyödyllisyys ei ole itsestään selvää. Maa voi kerätä suuret eläkesäästöt ja rahastot, ja silti talous voi olla tosiasiassa huonosti varautunut eläkeongelmaan, jos säästäminen muilta osin ja investointitoiminta ovat olleet riittämättömiä. Jos talous säästää muista syistä poikkeuksellisen vähän, runsas pakollinen eläkesäästäminen voi olla tarkoituksenmukaista, ja jos talous säästää muista syistä liikaakin, on eläkkeiden rahastoinnin tarkoituksenmukaisuutta ja laajuutta syytä pohtia. Tärkeintä eläkkeidenkin kannalta on vahva investoiminen. Valtaosin eläkkeistä on huolehdittava säilyttämällä eläkelupaukset (eläkeikä, eläkkeiden taso, työvoiman aktivointi ym.) sopusoinnussa kunkin aikakauden reaalisten tuotanto- ja maksumahdollisuuksien kanssa. Rahastointi ei muuta oleellisesti eläkkeiden rahoitusongelmaa, mutta harkitusti toteutettuna lievittää sitä hiukan.

Suomen Pankin julkaisuja

Yleistajuiset selvitykset

Sarja A (ISSN-L 1238-1683, painetut julkaisut) (ISSN 1456-5943, verkkojulkaisut)
Vuodesta 2009 alkaen uudet tunnukset (ISSN 1798-1050, painetut julkaisut) (ISSN 1798-1069, verkkojulkaisut)
(Nrot 1–35: Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, ”Taloudellisia Selvityksiä”, artikkelikokoelmia vuosilta 1942–1972, suomeksi ja ruotsiksi, ISSN 0081-9476; nrot 36–92: Suomen Pankin julkaisuja, eri kielillä, ISSN 0355-6034

A:93 Jarmo Kariluoto Suomen maksutase. Laadintamenetelmät, tiedonhankinta ja vuosien 1975–92 aikasarjat. 1995. 221 s. ISBN 951-686-456-2. Englanninkielinen laitos A:98.

A:94 Juhani Laurila Finnish-Soviet Clearing Trade and Payment System: History and Lessons. 1995. 144 s. ISBN 951-686-469-4.

A:95 Jouko Rautava (toim.) Russia’s Financial Markets and the Banking Sector in Transition. Kokoomateos. 1996. 201 s. Suomenkielinen tiivistelmä. ISBN 951-686-489-9.

A:96 Paavo Peisa (toim.) Euro – yhteinen raha. Kokoomateos. 1996. 162 s. Englanninkieliset tiivistelmät. ISBN 951-686-499-6.

A:97 Juhani Hirvonen – Matti Virén Käteisrahan käyttö suomalaisissa yrityksissä. 1996. 78 s. ISBN 951-686-510-0.

A:98 Jarmo Kariluoto Finland’s Balance of Payments. Compilation methods, sources of information and the time series for 1975 to 1992. 1996. 182 s. ISBN 951-686-522-4. Suomenkielinen laitos A:93.

A:99 Markku Malkamäki (toim.) Suomen rahoitusmarkkinat 1996. Kokoomateos. 1996. 196 s. ISBN 951-686-524-0.

A:100 Harry Leinonen – Veikko Saarinen Suomalaiset maksujärjestelmäriskit ja niiden sääntely- ja valvontatarpeet. 1998. 89 s. ISBN 951-686-565-8. Englanninkielinen laitos A:101.

A:101 Harry Leinonen – Veikko Saarinen Payment system risks in Finland and the need for regulation and supervision. 1998. 89 s. ISBN 951-686-577-1. Suomenkielinen laitos A:100.

A:102 Heikki Koskenkylä (toim.) Suomen rahoitusmarkkinat 2002 (Finnish financial markets 2002). Kokoomateos. 2002. 357 s. ISBN 952-462-023-5, painettu julkaisu; ISBN 952-462-024-3, verkkojulkaisu. Englanninkielinen laitos – A:105.

A:103 Timo Iivarinen – Harry Leinonen – Matti Lukka – Veikko Saarinen Maksujärjestelmäriskien sääntely ja hallinta – suomalainen näkökulma (Regulation and control of payment system risks – a Finnish perpective). 2003. 136 s. ISBN 952-462-053-7, painettu julkaisu; ISBN 952-462-054-5, verkkojulkaisu. Englanninkielinen laitos – A:106.

A:104 Katja Taipalus – Kari Korhonen – Pertti Pylkkönen Arvopaperistaminen (Securitisation). 2003. 180 s. ISBN 952-462-067-7, painettu julkaisu; ISBN 952-462-068-5, verkkojulkaisu.

A:105 Heikki Koskenkylä (ed.) Finnish financial markets 2002 (Suomen rahoitusmarkkinat 2002). Kokoomateos. 2003. 360 s. ISBN 952-462-090-1, painettu julkaisu; ISBN 952-462-091-X, verkkojulkaisu. Suomenkielinen laitos – A:102.

A:106 Timo Iivarinen – Harry Leinonen – Matti Lukka – Veikko Saarinen Regulation and control of payment system risks – a Finnish perspective (Maksujärjestelmäriskien sääntely ja hallinta – suomalainen näkökulma). 2003. 135 s. ISBN 952-462-104-5, painettu julkaisu; ISBN 952-462-105-3, verkkojulkaisu. Suomenkielinen laitos – A:103.

A:107 Heikki Koskenkylä (toim.) Rahoitusmarkkinoiden integraatio (Financial integration). Kokoomateos. 2004. 233 s. ISBN 952-462-142-8, painettu julkaisu; ISBN 952-462-143-6, verkkojulkaisu. Englanninkielinen laitos A:108.

A:107 Heikki Koskenkylä (toim.) Rahoitusmarkkinoiden integraatio (Financial integration). Kokoomateos. 2004. 233 s. ISBN 952-462-162-2, painettu julkaisu; ISBN 952-462-163-0, verkkojulkaisu. Toinen, tarkistettu painos. Englanninkielinen laitos A:108.

A:108 Heikki Koskenkylä (ed.) Financial integration (Rahoitusmarkkinoiden integraatio). Kokoomateos. 2004. 231 s. ISBN 952-462-164-9, painettu julkaisu; ISBN 952-462-165-7, verkkojulkaisu. Suomenkielinen laitos – A:107.

A:109 Pentti Pikkarainen ja Antti Suvanto (toim.) Suomen Pankki, EMU ja rahoitusmarkkinat. (Bank of Finland, EMU and Financial Markets). Kokoomateos. 2006. 164 s. ISBN 952-462-268-8, painettu julkaisu; ISBN 952-462-269-6, verkkojulkaisu.

A:110 Päivi Heikkinen ja Kari Korhonen (eds.) Technology-driven efficiency in financial markets. Kokoomateos. 2006. 188. ISBN952-462-330-7, painettu julkaisu; ISBN 952-462-331-5, verkkojulkaisu.

A:111 Harry Leinonen Payment habits and trends in the changing e-landscape 2010+. 2008. 262 s. ISBN 978-952-462-424-4, painettu julkaisu; ISBN 978-952-462-425-1, verkkojulkaisu.

A:112 Jorma Hilpinen (toim.) Suomen talouden kansainvälistyminen 2000-luvulla rahoitus- ja maksutasetilastojen valossa. 2008. 185 s. ISBN 978-952-462-470-1, painettu julkaisu; ISBN 978-952-462-471-8, verkkojulkaisu.

A:113 Harry Leinonen (ed.) Evolving payment habits. 2009. 248 s. ISBN 978-952-462-536-4, painettu julkaisu; ISBN 978-952-462-537-1, verkkojulkaisu.

A:114 Tapio Korhonen Säännöstelystä markkinoille. Suomen Pankin raha- ja valuuttapolitiikan sääntelyjärjestelmä säännöstelyn ja liberalisoinnin kaudella 1970–1980-luvulla. 2011. 199 s. ISBN 978-952-462-649-1, painettu julkaisu; ISBN 978-952-462-650-7, verkkojulkaisu.

A:115 Tapio Korhonen Talouskriisistä rahaliittoon. Suomen Pankin raha- ja valuuttapolitiikan ohjausjärjestelmä 1990-luvun talous- ja pankkikriisissä ja rahaliittoa valmisteltaessa. 2011. 238 s. ISBN 978-952-462-651-4, painettu julkaisu; ISBN 978-952-462-652-1, verkkojulkaisu.

A:116 Marianne Palva Suomen Pankin rooli maksuliikkeen kehityksessä: kansallisista järjestelmistä yhteiseurooppalaisiin järjestelmiin. 2015. 94 s. ISBN 978-952-323-018-7, painettu julkaisu; ISBN 978-952-323-019-4, verkkojulkaisu.

A:117 Tapio Korhonen Rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden tulkintaa. 2016. 253 s. ISBN 978-952-323-113-9, verkkojulkaisu.