

# EURO & TALOUS

1 • 2008



Rahoituslaitosten systeeminen merkittävyys  
EU-maiden talletussuojajärjestelmät muutospaineessa  
Maataloushyödykkeiden maailmanmarkkinat  
ja euroalueen inflaatio  
Keskuspankkien toiminta euroalueen, Yhdysvaltojen  
ja Ison-Britannian rahamarkkinoilla



EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

## Sisällys

*Jukka Vaubkonen*

Rahoituslaitosten systeeminen merkittävyys.....1

*Jyrki Haajanen*

EU-maiden talletussuoja-järjestelmät muutospaineessa.....9

*Risto Herrala*

Maataloushyödykkeiden maailmanmarkkinat ja euroalueen inflaatio.....17

*Tom Alanen – Tuomas Välimäki*

Keskuspankkien toiminta euroalueen, Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian rahamarkkinoilla.....27

### **Euro & talous 1 • 2008**

16. vuosikerta  
(aiemmin Markka & talous)  
Lehti ilmestyy neljä kertaa vuodessa.

**Päätoimittaja**  
Erkki Liikanen

**Toimitusneuvosto**  
Jouko Marttila, puheenjohtaja  
Pentti Pikkarainen  
Antti Suvanto  
Jouko Vilmunen  
Kimmo Virolainen  
Petri Uusitalo, sihteeri

**Toimitus**  
Suomen Pankin julkaisu- ja kielipalvelut

**Tilaukset**  
sähköposti: SPjulkaisut@multiprint.fi  
osoite: Multiprint Oy  
PL 237  
00121 HELSINKI

**Painopaikka**  
Multiprint Oy, Helsinki 2008

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata,  
mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-4718 (painettu julkaisu)  
ISSN 1456-5862 (verkkojulkaisu)

**Suomen Pankki**  
PL 160  
00101 HELSINKI  
Puhelin: 010 8311  
Faksi: (09) 174 872  
www.suomenpankki.fi

# Rahoituslaitosten systeeminen merkittävyys

14.1.2008

**Systeemisesti merkittävän rahoituslaitoksen toiminnan keskeytyminen häittäisi todennäköisesti vakavasti rahoitusjärjestelmää ja koko kansantaloutta. Viranomaiset pyrkivät tunnistamaan systeemisesti merkittävät rahoituslaitokset jo normaaleina aikoina ennen kriisitilanteiden syntymistä. Rahoitusmarkkinoiden integraation myötä yksittäisen rahoituslaitoksen ongelmilla on aiempaa todennäköisemmin vakavia kerannaisvaikutuksia usean maan rahoitusjärjestelmiin ja talouksiin. Maidenvälisen kriisinhallintayhteistyön kehittämiseksi on tärkeää kyetä muodostamaan yhteinen näkemys rahoituslaitoksen systeemisestä merkittävydestä eri maissa.**

Rahoitusala on yksi säännellyimmistä ja valvotuimmista toimialoista. Sääntelyllä ja valvonnalla yritetään erityisesti ehkäistä pankkikriisejä, jotka voivat aiheuttaa kansantalouksille hyvin suuria kustannuksia. Tutkimusten mukaan pankkikriisien kumulatiiviset kustannukset voivat olla jopa kymmeniä prosentteja maan vuotuisesta BKT:stä. Suomen 1990-luvun alun talous- ja pankkikriisin kustannuksiksi arvioidaan tunnetussa tutkimuksessa 22–45 % BKT:stä, kun kustannuksia mitataan kriisin vuoksi menetetyt tuotannon arvolla.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Hoggart – Reis – Saporta (2002) Costs of banking system instability: some empirical evidence. Journal of Banking and Finance. Vol. 26, s. 825–855.

Pankki- ja rahoituskriisien potentiaalisesti suurten yhteiskunnallisten kustannusten ja kriisinhallintavalmiuksien kehittämisen vuoksi on tärkeää pyrkiä tunnistamaan ns. systeemisesti merkittävät rahoituslaitokset. Systeemisesti merkittävälle rahoituslaitokselle ei ole vakiintunutta määritelmää. Tässä artikkelissa sillä tarkoitetaan rahoituslaitosta, jonka toiminnan keskeytyminen aiheuttaisi suurella todennäköisyydellä vakavia ongelmia rahoitusjärjestelmälle ja koko kansantaloudelle. Systeemisesti merkittävät rahoituslaitokset ovat useimmiten pankkeja tai pankkiryhmiä. On kuitenkin mahdollista, että esimerkiksi vakuutusyhtiöiden tai hedgerahastojen ongelmat voisivat ääritilanteissa käynnistää koko talouden kannalta vakavan ns. systeemisen rahoituskriisin.

Kriisiin ajautuneen pankin pelastaminen on ensisijaisesti pankin omistajien vastuulla. Rahoitusjärjestelmien vakaudesta vastaavat viranomaiset, erityisesti keskuspankit, rahoitusvalvojat ja valtiovarainministeriöt, joutuvat kuitenkin varautumaan myös sellaisiin pankkijärjestelmän kriisitilanteisiin, joihin ei löydy ensisijaista ns. yksityisen sektorin ratkaisua. Ecofin-neuvosto hyväksyi lokakuussa 2007 yhteiset toimintaperiaatteet EU-maiden rajat ylittävien rahoituskriisien hallitsemiseksi.<sup>2</sup> Niiden mukaan julkisten varojen käyttämistä rahoituskriisien ratkaisemisessa ei voida

<sup>2</sup> Ecofin-neuvoston lehdistötiedote 9.10.2007.



*Jukka Vaubkonen  
ekonomisti  
rahoitusmarkkina- ja  
tilasto-osasto*

*Veronmaksajien  
rahojen käyttö  
kriisinhoitoon  
tulee kysymykseen  
vain hyvin poikkeuk-  
sellisissa tilanteissa.*

missään tilanteessa pitää itsestäänselvyytenä. Veronmaksajien rahojen käyttö kriisinhoitoon on mahdollista vain, jos yksityistä ratkaisua ei löydy ja jos kriisi uhkaa vakavasti horjuttaa koko kansantaloutta. Etukäteen ei kuitenkaan voida määritellä, missä olosuhteissa ja missä kriisin vaiheessa julkisia varoja käytetään kriisinhoitoon, mutta se tulee kysymykseen vain hyvin poikkeuksellisissa tilanteissa.<sup>3</sup>

Pankkien maiden rajat ylittävien yritysjärjestelyjen tuloksena ulkomaisten pankkien tytäryritykset ja sivukonttorit ovat saavuttaneet merkittävän aseman useiden maiden pankkimarkkinoilla. Esimerkiksi kaksi kolmesta suuresta Suomessa toimivasta pankkiryhmästä, Nordea Pankki Suomi ja Sampo Pankki, ovat ulkomaisten pankkien omistamia. Näiden pankkien tai niiden ulkomaisten emopankkien ajautuminen kriisiin olisi vakava uhka Suomen rahoitusjärjestelmän vakaudelle.

Maiden rajat ylittävien pankki- ja rahoituskriisien hoito edellyttää yhteistyötä kaikkien kriisissä osallisina olevien maiden viranomaisten välillä. Kuitenkaan maiden rajat ylittävien rahoituskriisien hallintaa koskevaa EU-tason lainsäädäntöä ei juuri ole. Tilanne on ongelmallinen erityisesti niille maille, joissa ulkomaisten

<sup>3</sup> Julkisten varojen liian avokätinen käyttö rahoituskriisien hoidossa voi johtaa ns. moraalikato-ongelmaan: rahoituslaitokset voivat liiketoiminnassaan ottaa ylisuuria riskejä, jos laitosten johto ja omistajat keräävät muhkeat palkkiot onnistumisista ja samalla uskovat veronmaksajien kattavan epäonnistuneen riskinoton kustannukset.

pankkien tytäryritykset tai sivukonttorit ovat systeemisesti merkittäviä. Suomen Pankki on esittänyt, että pankkien systeemisesti merkittävien ulkomaisten tytäryritysten ja sivukonttorien sijaintimaan, ns. isäntämaan, viranomaisten asemaa EU:n rahoituskriisien hallintaa koskevassa lainsäädännössä vahvistettaisiin.<sup>4</sup> EU-tason lainsäädännön kehittäminen edellyttää systeemisesti merkittävien rahoituslaitosten määrittelemistä. Maiden välistä yhteistyötä kriisinhallinnassa helpottaa, jos viranomaisilla on jo etukäteen yhteinen näkemys pankkiryhmän tai sen osien systeemisestä merkittävydestä.

Seuraavassa tarkastellaan ensin viime vuosina kehiteltyjä menetelmiä sellaisten pankkiryhmien tunnistamiseksi, joiden kaatuminen aiheuttaisi vakavia haittoja koko Euroopan rahoitusjärjestelmälle. Sen jälkeen tarkastellaan, minkä kanavien kautta systeemisesti merkittävien pankkien kaatuminen vaikuttaa muuhun rahoitusjärjestelmään ja reaalityöelämään. Lopuksi esitellään EU-maiden uutta yhteistä analyysikehikkoa maiden rajat ylittävien rahoituskriisien systemisten vaikutusten arvioimiseksi.

## **Suuret ja monimutkaiset pankkiryhmät**

Euroopan pankkitoimiala on keskittynyt nopeasti erityisesti viimeisen noin kymmenen vuoden aikana. Keskitymistä ilmentää esimerkiksi se,

<sup>4</sup> Euron & talouden erikoisnumero Rahoitusjärjestelmän vakaus 2007, s. 55–56.

että EU-maiden kansallisesti suurimpien luottolaitosten taseet ovat kasvaneet nopeammin kuin luottolaitosten taseet keskimäärin (kuvio 1).

Suuren monessa maassa toimivan pankkiryhmän toiminnan keskeytyminen olisi merkittävä uhka usean maan rahoitusjärjestelmien vakaudelle. Sen vuoksi tarvitaan menetelmiä niiden pankkiryhmien tunnistamiseksi, joiden toiminnan keskeytymisen todennäköiset haittavaikutukset olisivat kaikkein suurimmat.

Useimmin käytetty pankkiryhmän suuruuden mittari on taseen koko. Se on kuitenkin varsin epätäydellinen mittari pankkiryhmän systemistä merkittävyyttä arvioitaessa. Pankkiryhmä voi esimerkiksi olla tärkeässä asemassa vähittäispankkitoiminnassa. Jos sillä on kuitenkin vähän kytkentöjä muuhun rahoitusjärjestelmään, sen systeeminen merkittävyys voi olla rajallinen. Sen sijaan taseeltaan pienempi pankkiryhmä voi olla systeemisesti merkittävämpi, jos sillä on paljon kytkentöjä muihin pankkeihin. Lisäksi kasvava osuus pankkien tuloista on peräisin esimerkiksi johdannaisiin liittyvästä taseen ulkopuolisesta liiketoiminnasta. Systeemisesti merkittäviä pankkiryhmiä tunnistettaessa tulisivat taseen lisäksi käyttäviä muita tunnuslukuja, jotka mittaavat pankkiryhmien merkitystä eri liiketoiminnoissa.

Euroopan keskuspankissa on kehitetty menetelmä euroalueella toimivien ns. suurten ja monimutkaisten

pankkiryhmien (Large and Complex Banking Groups, LCBG) tunnistamiseksi, jotta niihin voidaan kiinnittää erityistä huomiota EKP:n pankkiseurannassa.<sup>5</sup> EKP käyttää tällaisten pankkiryhmien tunnistamiseen 19:ää julkiseen informaatioon perustuvaa ja yhdenmukaisesti määriteltyä tunnuslukua. Ne kuvaavat varsin kattavasti pankkiryhmien toiminnan laajuutta vähittäispankki- ja arvopaperimarkkinasidonnaisissa toiminnoissa sekä pankkien välisillä laina- ja talletusmarkkinoilla. Kehittyneen tilastotieteellisen menetelmän avulla EKP tunnistaa 36 suurta ja monimutkaista euroalueella toimivaa pankkiryhmää. Näistä 21 pankkiryhmän kotimaa on jokin euroalueen maa. Muut 15 tunnistettua pankkiryhmää ovat euro-

<sup>5</sup> EKP (joulukuu 2006) Financial Stability Review, Identifying large and complex banking groups for financial system stability.

Kuio 1.



alueen ulkopuolelta, pääasiassa Yhdysvalloista ja Isosta-Britanniasta.

EKP:n kokoamalle listalle mahtuu vain hyvin pieni osa euroalueen yli 6 000 rahoituslaitoksesta. Pohjoismaiden ja Suomen rahoitusjärjestelmän kannalta systeemisesti merkittävien pankkien ja pankkiryhmien tunnistamisessa huomio tuleekin kohdistaa näiden maiden suurimpiin pankkiryhmiin.

### **Pankkiryhmän toiminnan keskeytymisen seuraukset**

Suomessa ja useassa muussa Euroopan maassa kansallinen pankkijärjestelmä on varsin keskittynyt. Kolmen suurimman Suomessa toimivan pankkiryhmän (Nordea Pankki Suomi, OP-Pohjola-ryhmä ja Sampo Pankki) yhteenlasketut markkinaosuudet esimerkiksi vähittäistalletuksissa ja -luotonannossa ovat lähellä 80:tä prosenttia.

Markkinaosuudeltaan suuren pankin toiminnan keskeytyminen haittaisi todennäköisesti vakavasti pankin vähittäisasiakkaita. Kyselyn perusteella esimerkiksi lähes 70 % suomalaisista alle kymmenen työntekijän mikroyrityksistä ja noin 45 % 10–49 työntekijän pienistä yrityksistä käyttää merkittävästi vain yhden pankin palveluita.<sup>6</sup> On todennäköistä, että näistä yrityksistä suuren osan olisi lyhyellä aikavälillä vaikea löytää

rahoittajaa, jos niiden pääasiallisesti käyttämä pankki keskeyttäisi toimintansa. Yksittäisen pankin maksujenvälityksen keskeytyminen puolestaan vaikeuttaisi kuluttajien päivittäisten ostosten ja palveluiden maksamista, mikäli he eivät voisi käyttää pankkikorttejaan ja käteisautomaatteja. Lisäksi pankin toiminnan lakkaamisen seurauksena tappioita kärsisivät pankin velkojat ja ne tallettajat, joilla on talletussuojajärjestelmän piiriin kuulumattomia talletuksia. Myös ne tallettajat, joiden talletukset kuuluvat talletussuojajärjestelmän piiriin, kärsisivät todennäköisesti pankin toiminnan keskeytymisestä, koska pankin selvitystilaan asettamisen ja talletusten takaisinmaksun välillä voi olla varsin pitkä viive. Suomen lainsäädännön mukaan Talletussuojarahaston on maksettava talletussuojan piiriin kuuluvat tallettajien saamiset kolmen kuukauden kuluessa pankin asettamisesta selvitystilaan.<sup>7</sup>

Yksittäisen rahoituslaitoksen toiminnan keskeytymisen kokonaistaloudelliset haitat ovat suurimmat silloin, kun keskeytyminen johtaa myös muiden rahoituslaitosten toiminnan keskeytymiseen tai joko niiden vakaavaisuuden tai maksuvalmiuden huomattavaan heikkenemiseen. Systeemisesti merkittäviä rahoituslaitoksia tunnistettaessa olennaista onkin tarkastella instituutioiden välisiä yhteyksiä erityisesti pankkien välisillä lainamarkkinoilla (interbankmarkki-

*Markkinaosuudeltaan suuren pankin toiminnan keskeytyminen haittaisi todennäköisesti vakavasti pankin vähittäisasiakkaita.*

<sup>6</sup> Elinkeinoelämän keskusliiton, kauppa- ja teollisuusministeriön sekä Suomen Pankin raportti Yritysten rahoituskysely 2007, [www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/selvitykset\\_ja\\_raportit/rahoituskyselyt/index.htm](http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/selvitykset_ja_raportit/rahoituskyselyt/index.htm).

<sup>7</sup> Lähemmin Jyrki Haajasen artikkelissa tässä lehdessä.

noilla) ja maksujärjestelmissä. Lisäksi systeemistä merkittävyyttä tarkasteltaessa tulisi ideaalisesti pyrkiä arvioimaan rahoituslaitoksen toiminnan keskeytymisestä suoraan ja välillisesti syntyviä reaalityaloudellisia vaikutuksia mm. tuotantoon, työllisyyteen ja valtiontalouteen.

Eri maissa on viimeisen noin kymmenen vuoden aikana tehty lukuisia empiirisiä tutkimuksia pankkien ongelmien välittymisestä toisiin pankkeihin eli ns. tartunnasta. Tartunnat luokitellaan tutkimuksissa kahteen ryhmään. Suora tartunta aiheutuu esimerkiksi siitä, ettei ongelmiin joutunut pankki pysty maksamaan toisilta pankeilta ottamiaan lainoja. Suora tartunta voi levitä pankkien välillä myös maksu- ja selvitysjärjestelmien kautta. Tartunta on epäsuora, jos yhden pankin ongelmat saavat sijoittajat ja tallettajat epäilemään myös muiden pankkien kärsivän samanlaisista ongelmista, ja vetämään sijoituksiaan ja talletuksiaan näistä pankeista.

Valtaosassa tämän aihepiirin tutkimuksista tarkastellaan tartunnan suoraa välittymistä pankkien välisten lainamarkkinoiden kautta. Ongelmat voivat levitä herkästi näiden markkinoiden kautta, koska pankkien väliset lainat ovat usein suuria ja vakuudettomia. Tutkimukset perustuvat joko todelliseen tai simuloituun aineistoon maan pankkien kahdenvälisistä interbankvastuista. Tutkimuksissa tarkastellaan tyypillisesti tilannetta, jossa yksittäinen pankkiryhmä

äkillisesti keskeyttää toimintansa.

Tällöin sille lainoja myöntäneet pankit kärsivät luottotappiota tai pahimmassa tapauksessa kaatuvat. Pankin systeemisen merkittävyyden voidaan tulkita olevan sitä suurempi, mitä suurempi osuus maan pankkijärjestelmästä kaatuu tartunnan seurauksena.

On varsin harvinaista, että pankkiryhmän toiminnan keskeytyminen tulisi muille pankeille yllätyksenä. Poikkeuksiakin tosin on, tunnetuimpana esimerkkinä britannialaisen Barings-pankin konkurssi vuonna 1995. Useimmissa kriisitilanteissa vaikeuksiin ajautuneen pankkiryhmän ongelmat paljastuvat vähitellen, jolloin muut pankit pystyvät vähentämään ongelmapankin vastuisiin liittyviä riskejään. Tutkimustuloksiin tulee suhtautua tietyllä varauksella myös siksi, koska pankkien välisiä lainamarkkinoita koskeva aineisto on usein varsin puutteellista. Silti tutkimukset lienevät ainakin suuntaa antavia. Tutkimusten perusteella yksittäisen pankkiryhmän kaatumisen aiheuttama tartunta kaataa muita pankeja vain harvoissa tutkituissa skenaarioissa. Toteutuessaan tartunta voi kuitenkin ainakin joissain maissa olla hyvin haitallinen maan rahoitusjärjestelmän vakaudelle.<sup>8</sup> Suomen Pankin sisäisessä selvityksessä on tarkasteltu pankkien välisen tartunnan riskiä koti-

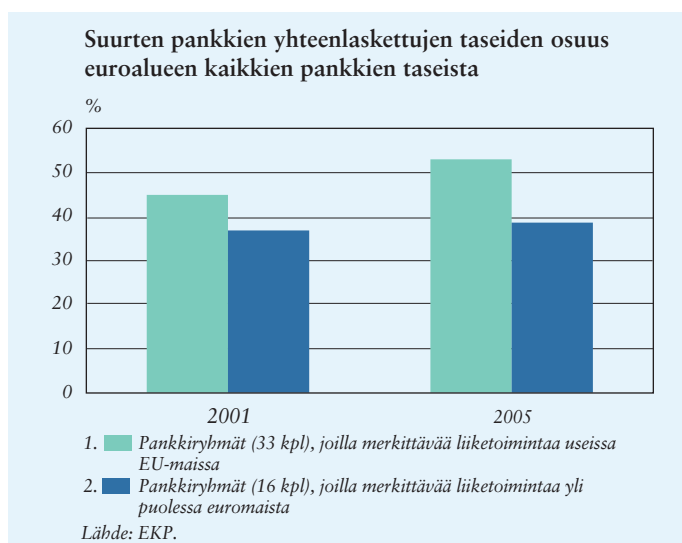
<sup>8</sup> Yhteenveto ja kriittinen arvio pankkien välisten lainamarkkinoiden tartuntaa koskevien tutkimusten tuloksista löytyvät artikkelista Christian Upper (elokuu 2007) Using counterfactual simulations to assess the danger of contagion in interbank markets. BIS Working Papers, No. 234.

*Pankkien välisten lainamarkkinoiden viimeaikaisten vakavien häiriöiden valossa epäsuoran tartunnan riski voi olla suuri.*

maisten maksujärjestelmien (POPS ja PMJ) kautta. Alustavan arvion perusteella riski, että tartunta välittyisi näiden kanavien kautta, näyttäisi pieneltä.

Tartuntaa koskevat tutkimukset saattavat aliarvioida pankkien välisen suoran tartunnan todellista riskiä ja siten pankkien systeemistä merkittävyyttä, koska niissä tyypillisesti tutkitaan vain yhtä tartuntakanavaa kerrallaan. Markkinoiden epäluottamuksesta aiheutuvan epäsuoran tartunnan riskiä on puolestaan hyvin vaikea mitata. Pankkien välisten lainamarkkinoiden viimeaikaisten vakavien häiriöiden valossa epäsuoran tartunnan riski voi olla suuri. Lisäksi taloushistorian perusteella useimmat pankkikriisit ovat aiheutuneet makrotaloudellisista sokeista. Makrotaloudellisissa kriiseissä useat pankit voivat samanaikaisesti ajautua vakaviin ongelmiin, mikä lisää tartunnan riskiä.

Kuvio 2.



## Maiden rajat ylittävien pankkikriisien vaikutusten arviointikehikko

Tulevaisuuden pankkikriisit koskettavat aikaisempaa todennäköisemmin samanaikaisesti useita Euroopan maita, koska maiden rajat ylittävien suurten finanssiryhmien lukumäärä ja koko kasvavat jatkuvasti. Voidaan identifioida ainakin 33 suurta pankkiryhmää, joilla on merkittävää liiketoimintaa useassa EU-maassa.<sup>9</sup> Näistä 16:lla on merkittävää liiketoimintaa useammassa kuin joka toisessa euro-maassa. Näiden pankkien yhteenlaskettujen taseiden osuus euroalueen kaikkien pankkien taseista on kasvanut nopeasti (kuvio 2), minkä vuoksi viranomaisten varautuminen maiden rajat ylittävien pankkikriisien hallintaan on tullut entistä tärkeämmäksi.

Nopeasti etenevän kriisin hoito voi vaatia viranomaisilta ripeitä toimenpiteitä. Tällaisissa tilanteissa on tärkeää, että viranomaisten arvio kriisin mahdollisista seurauksista eri maiden rahoitusjärjestelmien ja kansantalouksien kannalta on mahdollisimman oikea ja että viranomaiset puhuvat ”yhteistä kieltä” siitä, mitkä ovat kriisin arvioidut systeemiset vaikutukset eri maissa.

EU-maiden keskuspankkien ja pankkivalvojien yhteistyöelimet ovat valmistelleet yhteisen analyysikehikon EU-maiden rajat ylittävien rahoituskriisien systeemisten vaikutusten

<sup>9</sup> EKP (maaliskuu 2007) Financial integration in Europe.



arvioimiseksi. Ecofin-neuvosto on asettanut EU:n jäsenmaiden keskuspankkien, pankkivalvojen ja valtiovarainministeriöiden tavoitteeksi, että kehikko otetaan kansallisesti käyttöön vuoden 2008 loppuun mennessä. Kehikossa esitetään mm. rahoituskriisien mahdollisia vaikutuskanavia ja tunnuslukuja, joista eri maiden viranomaisten odotetaan keskustelevan ja vaihtavan tietoa rahoituskriisin vaikutuksia arvioidessaan. Yhteinen kehikko jäsentää viranomaisten välistä keskustelua ja helpottaa eri viranomaisten tekemien vaikutusarvioiden vertailua. Systemaattinen arviointikehikko toimii myös muistilistana, jonka avulla viranomaiset ottavat ainakin suurimman osan kriisin mahdollisista vaikutuksista ja vaikutuskanavista huomioon arvioissaan. Kattavat vaikutusarviot mahdollistavat aiempaa paremman kriisin hoidon ja siitä yhteiskunnalle aiheutuvien kustannusten minimoinnin.

Kehikossa esitetään myös lukuisia kriteerejä, joita voidaan käyttää systemisesti merkittävien pankkien tunnistamiseen. Niiden perusteella ei voida laatia lopullista listaa kaikissa kriisitilanteissa systemisesti merkittävistä pankeista, koska kriisien vakavuus riippuu mm. makrotaloudellisesta tilanteesta. Kuitenkin kriteerien perusteella voidaan tunnistaa ne pankit, joiden vakavilla ongelmilla olisi suurella todennäköisyydellä systemisiä vaikutuksia. Kriteerit ja niitä täydentävät tunnusluvut koskevat mm. pankin kokoa ja markkinaosuutta

eri markkinoilla, pankin vähittäisasiakkailla tarjoamien palveluiden korvattavuutta, pankin kytkentöjä muihin rahoitusyrityksiin erityisesti pankkien välisten lainamarkkinoiden kautta ja pankin tärkeyttä tiettyjen rahoitusmarkkinoiden osa-alueiden ja infrastruktuurien toiminnan kannalta.

### Yhteenveto

Suurimmat Suomessa toimivat pankkiryhmät ovat todennäköisesti systemisesti merkittäviä suurten markkinaosuuksiensa vuoksi. Niiden toiminnan keskeytyminen vaikuttaisi välittömästi hyvin haitallisesti vähittäisasiakkaisiin ja sitä kautta koko kansantalouteen.

On tärkeää tiedostaa, että ensisijainen vastuu kriisiin ajautuneen pankin pelastamisesta on pankin omistajilla. Julkisia varoja käytetään kriisinhoitoon vain silloin, jos kriisiin ei löydy ns. yksityisen sektorin ratkaisua ja jos kriisin todennäköiset kokonaistaloudelliset kustannukset ovat hyvin suuret. Julkisten varojen käytön tarkoituksena ei ole ensisijaisesti estää pankkia kaatumasta vaan minimoida kriisistä yhteiskunnalle aiheutuvat kustannukset.

Viime vuosina on kehitetty menetelmiä systemisesti merkittävien rahoituslaitosten tunnistamiseksi ja rahoituskriisien systemisten vaikutusten arvioimiseksi sekä julkaistu lukuisia tutkimuksia pankkien kaatumisen aiheuttamista tartuntavaikutuksista. Uusia menetelmiä ja tutkimusta voidaan hyödyntää mm. stres-

*Suurimmat Suomessa toimivat pankkiryhmät ovat todennäköisesti systemisesti merkittäviä suurten markkinaosuuksiensa vuoksi.*

sitestauksessa, rajallisten valvonta-resurssien kohdentamisessa ja maidenvälisen kriisinhallinnan yhteistyön kehittämässä. Rahoituskriisien vaikutusten arviointimenetelmissä on kuitenkin vielä paljon kehitettävää. Lisää tutkimusta tarvitaan erityisesti sellaisten menetelmien kehittämiseksi, joiden avulla viranomaiset pystyisivät aiempaa luotettavammin arvioimaan kriisitilanteiden potentiaalisia reaali-taloudellisia vaikutuksia.

*Asiasanat: pankkikriisit, suuret ja monimutkaiset pankkiryhmät, tartunta, kriisinhallinta*

# EU-maiden talletussuojajärjestelmät muutospaineessa

17.1.2008

**EU-tasolla sovittu talletussuojasäännöstö jättää jäsenvaltioille runsaasti mahdollisuuksia muokata kansallisen talletussuojajärjestelmän yksityiskohtia. Lopputuloksena on ollut varsin hajanainen ja suuriakin maittaisia eroja sisältävä talletussuojajärjestelmä, joka ei kaikilta osin ole kyennyt vastaamaan rahoitusmarkkinoiden nopeaan rakennemuutokseen. Useat talletussuojajärjestelmään tarvittavat muutokset ovat kuitenkin hankalia toteuttaa käytännössä.**

Talletussuojaa voidaan pitää järjestelyinä, jonka olemassaoloa ei yleensä havaita asioiden sujuessa hyvin, mutta ongelmien ilmaantuessa sen merkitys korostuu. Talletusten vastaanotto ja talletussuoja ovat pankkitoiminnan keskeisimpiä elementtejä ja erottavat talletuspankkitoiminnan muusta luotolaitostoiminnasta. Talletussuojajärjestelmän tehtävänä on edistää pankkijärjestelmän vakautta pienentämällä riskiä, että yksittäisen pankin ongelmat aiheuttaisivat laajamittaisen talletuspauon koko pankkijärjestelmässä.

Talletussuojajärjestelmän yleisistä pelisäännöistä on sovittu EU-tasolla (talletussuojadirektiivi 94/19/EY). Jäsenvaltiot voivat kuitenkin päättää monista järjestelmän yksityiskohdista maakohtaisesti, ja näin ne ovat myös käytännössä tehneet. Suurimmat erot eri maiden talletussuojajärjestelmien välillä koskevat talletussuojan katta-

vuutta ja sitä, kuinka suojan rahoitus on järjestetty.

Rahoitusmarkkinoiden nopea integroituminen sekä huoli talletussuojajärjestelmän mahdollisista negatiivisista vaikutuksista kilpailuun ja rahoitusmarkkinoiden kriisienhallintaan ovat synnyttäneet voimistuvaa kritiikkiä nykyistä talletussuojajärjestelmää kohtaan. Keskustelua on käyty pääosin viranomaispiireissä, mutta asia koskettaa lisäksi monikansallisia pankkiryhmiä sekä yhä enemmän myös tallettajia. Suomessa julkista talletussuojakeskustelua ovat siivittäneet Nordean tavoite muuttaa konsernin juridinen rakenne ns. eurooppayhtiöksi sekä Sampo Pankin myynti tanskalaiselle Danske Bankille. Danske Bank on ilmoittanut fuusioivansa Sampo Pankin keväällä 2008 ja jatkavansa pankkitoimintaa Suomessa sivukonttorimuodossa. Tällöin myös Sampo Pankin talletukset siirtyvät Tanskan talletussuojajärjestelmän piiriin.

## Talletussuojajärjestelmissä suuria eroja

Viimeaikainen keskustelu talletussuojajärjestelmistä ei ole koskenut niinkään yksittäisten talletussuojajärjestelmien mahdollisia puutteita vaan järjestelmien erojen aiheuttamia ongelmia rahoitusmarkkinoiden integraatiolle. Talletussuojadirektiivin säätämisen aikoihin ei osattu kuvitella, kuinka nopeasti kehitys rahoitusmarkkinoilla voi edetä. Talletussuojadirektiivissä ei olekaan otettu huomioon monia



Jyrki Haajanen  
ekonomisti  
rahoitusmarkkina- ja  
tilasto-osasto

*Rahoitusmarkkinoiden integraatio on lisännyt paineita talletussuojajärjestelmän uudistuksiin.*

*Talletussuojajärjestelmien suurimmat erot koskevat rahoitusmekanismeja ja suojan kattavuutta.*

nykyisille rahoitusmarkkinoille ominaisia piirteitä. Varsinkin yli maiden rajojen ulottuvan pankkitoiminnan voimakas lisääntyminen on nostanut esiin talletussuojajärjestelmän puutteita. Eroavuuksien pelätään aiheuttavan ongelmia myös mahdollisten rajojen yli ulottuvien rahoitusmarkkinakriisien hoidossa.

Talletussuojajärjestelmät eroavat toisistaan lähinnä kahdella tavalla: 1) suojattujen talletusten enimmäismäärät vaihtelevat maittain varsin paljon, sekä 2) järjestelmien rahoitusmekanismit poikkeavat toisistaan merkittävästi.

Talletussuojadirektiivin mukaan talletussuojajärjestelmän on taattava tallettajien saamiset vähintään 20 000 euroon saakka. Sen sijaan korvattavien talletusten enimmäismäärää ei ole rajoitettu, ja maakohtaiset erot ovat suuret. Suomessa korvattavien talletusten enimmäismäärä on 25 000<sup>1</sup> euroa. Suoja lasketaan pankkia ja tallettajaa kohti, joten asiakas voi pitää 25 000 euroa ylittävän summan suojan piirissä jakamalla talletuksensa useaan pankkiin. Talletukset ulkomaisten pankkien sivukonttoreissa kuuluvat ensisijaisesti pankin kotivaltion talletussuojan piiriin.

Talletussuojajärjestelmän rahoitusmekanismeja on käytännössä kaksi: *ex post* -mekanismi, jossa rahat kerätään jäseniltä sen jälkeen, kun jokin pankki ei enää kykene maksa-

maan vastaanottamiaan talletuksia takaisin, sekä *ex ante* -menettely, jossa varoja kerätään (ja rahastoidaan) jäseniltä etukäteen jo ennen korvausta. Etukäteen kerättävien varojen määrässä on suuria eroja maittain. Lisäksi eräissä maissa on käytössä järjestelmiä, joissa on elementtejä molemmista rahoitusmekanismeista.

### **Suomessa rahastoiva talletussuojajärjestelmä**

Luottolaitostoiminnasta annetun lain mukaan jokaisen suomalaisen talletuspankin on kuuluttava Talletussuojarahastoon. Velvollisuutensa laiminlyövä pankki voidaan erottaa talletussuojajärjestelmästä, mikä merkitsee käytännössä toimiluvan menettämistä ja pankkitoiminnan loppumista. Ulkomaisen pankin Suomessa toimiva sivukonttori voi liittyä Suomen talletussuojajärjestelmään, jos sen kotivaltion tarjoama talletussuoja on heikompi kuin Suomen ja ulkomainen sivukonttori haluaa täydentää asiakkaalleen tarjoamiensa talletusten suojaa. Ulkomaisen sivukonttorin liittyminen suomalaiseen talletussuojajärjestelmään ei siis ole automaattista, vaan pankin pitää sitä erikseen hakea. Lisäksi ulkomaisen talletussuojan pitää olla suomalaista suojaa heikompi, jotta hakemus voitaisiin hyväksyä.

Talletussuojarahastoon kerätään vuosittain kannatusmaksuja, jotka perustuvat pankin suojattujen talletusten määrään ja vakavaraisuuteen. Kannatusmaksut ovat perustuneet laskukaavaan, jossa on kiinteä osuus

<sup>1</sup> Talletussuoja kattaa esimerkiksi Islannissa n. 20 000 euroa, Ruotsissa n. 27 000 euroa, Tanskassa n. 40 000 euroa, Italiassa n. 100 000 euroa ja Norjassa n. 250 000 euroa.

sekä vakavaraisuuden mukaan vaihteleva osuus. Viime vuosina maksujen yhteismäärä on ollut n. 40 miljoonaa euroa vuodessa eli n. 0,1 % kaikista suojatuista talletuksista. Talletussuojarahastossa oli varoja 424 miljoonaa euroa (31.7.2007), mikä vastaa 1,2:ta prosenttia kaikista suojatuista talletuksista. Kerättävien kannatusmaksujen määrä perustuu 27.12.2007 voimaan tulleen lainmuutoksen myötä yksinomaan kunkin jäsenpankin vakavaraisuuteen ja kiinteästä maksuosuudesta luovutaan. Uudella järjestelyllä ei kuitenkaan ole juuri vaikutusta rahastoon vuosittain kerättävien varojen määrään. Vuoden 2007 alussa talletusten yhteismäärä jäsenpankeissa oli 83 miljardia euroa, ja tästä talletussuojan piiriin kuului 38 miljardia euroa.

Rahaston varat sijoitetaan turvallisesti Talletussuojarahaston valtuuskunnan hyväksymien periaatteiden mukaisesti. Varojen hoito on hajautettu tarjousten pohjalta jäsenien omaisuudenhoitoa harjoittaville tytäryhtiöille. Rahastolle mahdollisesti kertyvää ylijäämää ei jaeta, vaan se lisätään rahaston varoihin.

Talletussuojarahastolla ei ole valtion takausta, vaan sen maksukyky perustuu etukäteen kerättyihin varoihin ja oikeuteen saada luottoa rahaston jäseniltä. Muissa Pohjoismaissa talletussuojajärjestelmään on liitetty mahdollisuus valtion suoraan luotonantoon rahastolle tai valtion takauksen käyttöön rahaston ottamille luotoille.

On mahdollista, että myös Suomessa valtiolla olisi samanlainen rooli

talletussuojajärjestelmän toiminnassa kuin muissa Pohjoismaissa. Valtio voisi tarvittaessa taata eduskunnan suostumuksella (ja asetetuissa rajoissa) rahaston jäsenen rahastolle antaman lainan jälleenrahoituksen. Näin voitaisiin varmistaa rahaston maksuvalmius erityisesti laajamittaisesti pankkijärjestelmään kohdistuvissa kriisitilanteissa.<sup>2</sup>

Talletussuojajärjestelmien rahoitukseen liittyvät erot eri EU-maiden välillä ovat olleet yksi suurimmista esteistä talletussuojauudistuksille ja säännösten lisäyhdennäköisyykselle. Rahoitusjärjestelyjen erot eivät käytännössä kuitenkaan ole kovin suuret, sillä esimerkiksi Suomessa etukäteen rahastoitujen varojen yhteismäärä kattaa tällä hetkellä ainoastaan runsaan prosentin korvattavien talletusten kokonaismäärästä.

Ei ole olemassa mitään yleisesti hyväksyttyä tasoa, jonka mukaisen rahaston voitaisiin katsoa olevan optimaalisen kokoinen. Suomessa vallitsevan käsityksen mukaan rahastossa tulisi olla varoja sen verran, että niillä voitaisiin kattaa pienempien pankkien korvaukset kokonaisuudessaan. Suurten pankkien tapauksessa tilanne on toinen, sillä pahoissa ongelmissa talletussuojajärjestelmään rahastoidut varat eivät todennäköisesti riitä kattamaan kaikkia rahastolle esitettäviä vaateita. Rahastolla olisi silti oltava varoja sen verran, että niillä on merkitystä myös suurten pankkien korvausten hoidossa.

<sup>2</sup> Ks. Jukka Vauhkokosen artikkelia tässä lehdessä.

## Talletussuojajärjestelmän muutoksia vastustetaan

Lisääntyvien talletussuojajärjestelmämuutoksia vaativien puheenvuorojen paineessa Euroopan komissio aloitti vuonna 2005 konsultaatioprosessin, jonka tavoitteena oli arvioida talletussuojajärjestelmän toimivuutta sekä tarkastella mahdollisia muutostarpeita. Arviossa kohdistettiin erityistä huomiota talletussuojan suuruuteen ja rahoitusmekanismeihin. Osapuolilta saadut kommentit talletussuojajärjestelmän tilasta ja muutostarpeista poikkesivat toisistaan voimakkaasti, ja enemmistö vastusti muutoksia.

Komissio päätyi (marraskuussa 2006 julkistetussa) arviossaan<sup>3</sup> pitkälti samoihin johtopäätöksiin kuin muutoksia vastustavat, eli se halusi pitää nykyisen talletussuojajärjestelmärakenteen, ainakin toistaiseksi, pääosin muuttumattomana.

Komission mukaan riittävää näyttöä talletussuojajärjestelmän muutoksien tuomista eduista ja nykyisen järjestelmän haitoista ei ollut esitetty. Samalla komissio kuitenkin ilmaisi huolensa nopean integraation vaikutuksista sekä näki rahoitusmekanismien ja talletussuojan tasojen erojen olevan potentiaalisia epävakauden lähteitä rahoitusmarkkinoilla. Komissio esitti joukon ei-lainsäädännöllisiä toimia, joilla voitaisiin parantaa nykyisen talletussuojajärjestelmän toimivuutta. Lisäksi komissio ilmoitti jatkavansa (eräin varauksin) mahdollisten lainsääd-

dännöllisten muutostarpeiden selvittämistä.

Raportin tulos ei sinänsä ole yllätys, sillä monet talletussuojajärjestelmää koskevat muutosehdotukset ovat poliittisesti erittäin vaikeita ratkaistaviksi. Varsinkin maat, joissa talletussuojarahastot eivät kerää ja rahastoi varoja etukäteen, vastustavat järjestelmään tehtäviä suuria muutoksia.

Saattaa tuntua ristiriitaiselta, että kovinkaan moni maa ei ole valmis tekemään muutoksia nykyiseen talletussuojajärjestelmään, mutta silti monet tunnustavat järjestelmään liittyvät puutteet ja ongelmat. Kyse ei kuitenkaan liene niinkään talletussuojajärjestelmien yhdenmukaistuksen vastustamisesta vaan siitä, että juuri oman järjestelmän periaatteita ei haluta lähteä muuttamaan.

## Talletussuojajärjestelmien erojen vaikutuksista käytännössä

### Erot suojattujen talletusten enimmäismäärissä

Erot suojattujen talletusten enimmäismäärissä saattavat hankaloittaa pankkikilpailua sekä hämmentää tallettajia. Ongelma ei kuitenkaan käytännössä ole välttämättä niin suuri kuin ensi silmäyksellä näyttää. Ulkomaisen pankin sivukonttori voi täydentää suojansa kattavuutta isäntävaltiossa, jos sen kotivaltion tarjoama talletussuoja on heikompi. Tämä ns. topping up -periaate antaa ulkomaiselle pankille mahdollisuuden kasvat-  
taa talletussuojansa suuruutta, jos se

*Euroopan komissio ei näe tarvetta talletussuojajärjestelmän pikaisiin muutoksiin.*

<sup>3</sup> Communication of the Commission on the Deposit Guarantee Schemes (28.11.2006).

katsoo tilanteen haittaavan kilpailua. Vastaavasti tallettaja voi aina siirtää talletuksensa sellaiseen pankkiin, jossa se katsoo talletussuojan olevan parempi. Ongelma liittyykin siten ehkä enemmän ”pakkoon” kuulua kahteen (tai useampaan) talletussuojajärjestelmään kuin eroihin suojattujen talletusten enimmäismäärässä. Pankeille järjestely aiheuttaa turhaa byrokratiaa ja raportointia. Tallettajat taas saattavat joutua valitsemaan eri talletussuojajärjestelmien välillä.

#### **Erot talletussuojan rahoitusmekanismeissa**

Erityisesti pankkien näkökulmasta suojattujen talletusten enimmäismäärää suurempana ongelmana on pidettävä eroavuuksia talletussuojajärjestelmien rahoituksessa. Pankkisektorin rakennemuutos ja integraatio lisäävät jatkuvasti yrityskauppojen, fuusioiden ja muiden rakennejärjestelyjen määrää. Tilanteet, joissa pankki joutuu esim. rakennejärjestelyjen seurauksena eroamaan talletussuojarahastosta tai siirtymään toisen maan talletussuojajärjestelmän piiriin, aiheuttavat pankille lisäkustannuksia. Esimerkiksi Suomessa Talletussuojarahastolle maksettuja kannatusmaksuja ei ole ”korvamerkitty”, vaan varat ovat kaikkien rahaston jäsenten talletusten suojana. Tästä seuraa, että erotessaan Talletussuojarahastosta, pankki ei voi saada maksamiaan kannatusmaksuja takaisin (tai siirtää uuteen talletussuojarahastoon), vaan maksut jäävät vanhan järjestelmän

hyväksi. Esimerkiksi Sampo Pankin fuusio Danske Bankin kanssa siirtää kaikki Sampo Pankin talletukset Tanskan talletussuojajärjestelmän piiriin, mutta aiemmin maksetut kannatusmaksut jäävät Suomen Talletussuojarahaston haltuun.

Tallettajien kannalta kysymyksellä ei ole käytännössä kovinkaan suurta merkitystä. Tärkeämpänä voidaan pitää sitä, kuinka luotettavalla pohjalla talletussuojarahaston rahoitusjärjestelyt ovat. Voidaankin sanoa, että tallettajien kannalta todennäköisesti suurempi merkitys on sillä, onko talletussuojajärjestelmällä valtion takaus, kuin sillä, onko rahastoon kerätty etukäteen varoja, jotka kattavat vain murto-osan talletussuojan piiriin kuuluvista talletuksista.

#### **Ulkomaisten pankkien jäsenyys talletussuojarahastossa**

Ulkomaisten sivukonttoreiden mahdollisuus liittyä isäntävaltion talletussuojajärjestelmään ei välttämättä ole aivan yksiselitteistä. Direktiivin mukaan ulkomaisen pankin sivukonttori voi liittyä rahaston jäseneksi, jos sen kotivaltion talletussuoja on heikompi. Tämä tarkoittaa, että isäntävaltion talletussuojarahasto ei voi hyväksyä ulkomaisen pankin sivukonttorin jäsenhakemusta, jos se katsoo tämän kotivaltion talletussuojan olevan parempi tai yhtä hyvä. Käytännössä selkeältä näyttävä säädös saattaakin siten aiheuttaa runsaasti tulkintaongelmia. Usein ainoa selvästi vertailtava ero eri talletussuojajärjes-

*Tallettajan kannalta eri rahoitusmekanismeilla ei ole suurta merkitystä.*

telmien välillä on se, kuinka suuren määrän talletuksia kukin järjestelmä enimmillään kattaa. Järjestelmien välillä on kuitenkin myös lukuisia joukko muita eroja, joiden merkittävyyden arviointi ja paremmuusjärjestykseen saattaminen on lähes mahdotonta. Esimerkkejä näistä eroista ovat seuraavat:

- Talletussuojan piiriin kuuluvien talletusten määritelmät poikkeavat eri maissa usein toisistaan.
- Eräiden maiden nettoutussäänökset ottavat osana talletussuojajärjestelyjä huomioon myös asiakkaan velat pankille.
- Valuuttakurssien muutokset voivat hankaloittaa järjestelmien vertailua pidemmällä aikavälillä.
- Kuinka arvioidaan ja arvostetaan talletussuojajärjestelmän rahoituksen luotettavuutta kriisitilanteissa?

#### **Talletussuojajärjestelmän selkeys ja luotettavuus**

Tärkeänä kysymyksenä voidaan myös pitää sitä, kuinka selkeäksi ja luotettavaksi tallettajat talletussuojajärjestelmän kokevat. Viimeaikaiset häiriöt rahoitusmarkkinoilla osoittivat hyvin, kuinka suuri merkitys talletussuojajärjestelmän yksityiskohdilla voi olla. Tallettajat alkoivat heti nostaa talletuksiaan pois pankista, kun tieto Ison-Britannian viidenneksi suurimman asuntoluottajan, Northern Rock-pankin ajautumisesta maksuvalmiusongelmiin levisi. Tilanne rauhoittui vasta, kun valtiovarainministeriö

ilmoitti takaavansa kaikki pankin talletukset.

Syynä talletuspakoon on arveltu olleen sen, että Isossa-Britanniassa talletussuojajärjestelmään on sisällytetty 10 prosentin omavastuuosuus yli 2 000 punnan talletuksille, sekä sen, että suojan alaisten talletusvarojen maksussa on pitkäkö viive. Omavastuuosuus poistettiin sikäläisestä järjestelmästä heti tapahtuneen jälkeen. Northern Rockin esimerkki osoitti, kuinka pienestä talletuspako saattaa syntyä, vaikka taustalla olisi-kin luotettavaksi ja hyvin toimivaksi arvioitu talletussuojajärjestelmä.

#### **Onko muutoksiin todellista tarvetta?**

Talletussuojarahaston ensisijainen tehtävä on turvata tallettajien saamiset pankin maksukyvyttömyystilanteissa. On tärkeää, että talletussuojarahaston maksukyky on kaikissa tilanteissa turvattu. Epäily järjestelmän toimivuudesta tai sen kyvystä vastata velvoitteistaan saattaa aiheuttaa ongelmia koko pankkisektorin toiminnalle. Talletussuojajärjestelmän pitää myös kyetä uudistumaan, jotta se ei olisi esteenä rahoitusmarkkinoiden integraatiolle tai muulle rakennekehitykselle.

Uusien rakennejärjestelyjen myötä syntyy yhä enemmän tilanteita, joissa pankit toimivat usean talletussuojajärjestelmän alueella, sekä tilanteita, joissa tallettajien varat on suojattu joko kokonaan tai osittain ulkomaisen talletussuojarahaston kautta.

*Viimeaikaiset häiriöt rahoitusmarkkinoilla osoittivat hyvin, kuinka suuri merkitys talletussuojajärjestelmän yksityiskohdilla voi olla.*



Ongelmatilanteissa tallettaja saattaa joutua asioimaan eri maiden ja erilaisten talletussuojarahastojen kanssa, vaikka talletukset olisivat yhdessä pankissa. Lisäksi pankit saattavat joutua rakennejärjestelyjen seurauksena eroamaan tai liittymään toisiin talletussuojajärjestelmiin. Nykyinen talletussuojajärjestelmä ottaa näitä tilanteita huomioon erittäin huonosti. Erilaiset talletussuojajärjestelmät saattavat myös aiheuttaa ongelmia mahdollisissa maiden rajojen yli ulottuvissa rahoitusmarkkinakriiseissä.

Tallettajien kannalta nykyinen talletussuojajärjestelmä toimii edelleen varsin hyvin. Tallettajien asemaa hankaloittaa kuitenkin jatkuvasti kasvava määrä erilaisia ja toisistaan poikkeavia talletussuojajärjestelmiä, joiden piiriin he saattavat tahtomattaan rakennejärjestelyjen seurauksena joutua. Tilannetta helpottaisi huomattavasti, jos talletussuojarahastot sopisivat keskenään siitä, että ensisijaisesti vastuussa oleva rahasto maksaa pankin maksukyvyttömyystilanteessa tallettajalle kaikki suojan piiriin kuuluvat talletukset. Tämän jälkeen rahastot voisivat sopia keskinäiset velkansa. Näin tallettajien ei tarvitsisi asioida usean rahaston kanssa mahdollisissa ongelmatilanteissa.

EU:n nykyinen talletussuojajärjestelmä kaipaakin uudistuksia ja vieläpä mahdollisimman nopeasti. Uudistusten eteenpäinmenoa jarruttavat kuitenkin erimielisyydet rahoitusmekanismeista ja talletussuojan suuruudesta. Ilman näiden perusasioiden ratkai-

semista myös pienempien uudistusten tekeminen on käytännössä melko hyödytöntä. Talletussuojadirektiivi ei sinänsä estä valtioiden kahdenkeskisiä sopimuksia. Tällainen tie johtaisi kuitenkin ajan mittaan vain entistä monimutkaisempien rakenteiden syntymiseen, ja näiden purkaminen saattaisi muodostua nykyisiäkin ongelmia hankalammaksi.

Kyse on lähinnä siitä, milloin aika on kypsä myös poliittisesti hankalien päätösten tekemiselle. Merkittävien talletussuojajärjestelmä uudistusten voidaan odottaa saavan lisävauhtia vasta siinä vaiheessa, kun pankkisektorin rakennekehitys on edennyt nykyistä pidemmälle myös suuremmissa EU-maissa.

*Asiasanat: talletussuoja, integraatio, rakennejärjestelyt, rahoitusmarkkinat*

*Tallettaja saattaa ongelmatilanteessa joutua asioimaan usean maan talletussuojarahaston kanssa.*



# Maataloushyödykkeiden maailmanmarkkinat ja euroalueen inflaatio

21.1.2008

**Maataloustuotteiden maailmanmarkkinoiden tarkastelu inflaatiokehityksen näkökulmasta on ajankohtaista nyt, kun hinnat ovat vuosikymmenien laskun jälkeen kääntyneet nousuun. Tässä artikkelissa selostetaan maataloustuotteiden maailmanmarkkinoiden toimintaa sekä merkitystä inflaation kannalta. Ensin käydään läpi maataloustuotteiden markkinoiden pitkän aikavälin kehityspiirteitä taloustieteellisestä näkökulmasta. Sen jälkeen tarkastellaan maataloustuotteiden maailmanmarkkinoiden rakennetta sekä maataloustukia. Lopuksi arvioidaan markkinoiden hintakehitystä sekä maataloustuotteiden maailmanmarkkinahintasokkien välitymistä kuluttajahintoihin.**

Maataloustuotteiden maailmanmarkkinoiden tarkastelu johtaa seuraaviin päätelmiin:

1. Maataloustuotteiden tuotannon ja kulutuksen kansantaloudellinen merkitys on tyypillisesti suurempi matalan tulotason maissa kuin teollisuusmaissa.

2. Arvion mukaan maataloustuotteiden maailmankauppa oli vuonna 2005 kokonaisarvoltaan lähes samansuuruista kuin metallien kauppa ja hieman alle puolet polttoainesten maailmankaupasta. Aluekohtaisessa tarkastelussa merkittävänä vintimaina erottuvat Yhdysvaltain ja EU-maiden lisäksi Argentiina, Australia, Brasilia ja eräät Aasian maat. EU on

useimmissa keskeisissä maataloustuotteissa suurin tuontialue.

3. Maataloustuet ovat viime vuosina pienentyneet, ja tukien supistaminen on keskeisenä kysymyksenä esillä myös meneillään olevalla Maailman kauppajärjestön (WTO), niin sanotulla Dohan kauppaneuvottelukierroksella. Tukien väheneminen ja niiden suuntauksen muuttuminen ovat tervehdittäneet elintarvikkeiden maailmanmarkkinoita ja vähentäneet ylijäämien polkumyyntiä. OECD:n mukaan EU:n bruttokansantuotteesta käytetään hieman yli prosentti maataloustukiin.

4. Suomen maatalouden saamasta tuesta verrattuna muiden maiden vastaaviin tukiin ei ole julkaistu ajanmukaista yhteenvetoa.<sup>1</sup> Euroopan komission julkaisemien tietojen perusteella tehdyt laskelmat viittaavat siihen, että suhteessa BKT:hen Suomen maatalouden tuet olisivat olleet EU-maiden suurimmat vuonna 2005. EU-maista Suomessa ja Saksassa BKT:hen suhteutettu maataloustukien määrä kasvoi vuosina 2003–2005, kun taas muissa EU-maissa se väheni.

5. Maataloustuotteiden maailmanmarkkinahinnat ovat nousseet dollareilla mitaten nimellisesti noin kolmanneksen 2000-luvun aikana. Euron samanaikaisen vahvistumisen vuoksi euromääräisten hintojen muutos on samana aikana jäänyt vain pariin prosenttiin.

<sup>1</sup> Valtion taloudellinen tutkimuskeskus, Pellervon taloudellinen tutkimuslaitos, Maa- ja elintarviketalouden tutkimuskeskus sekä maa- ja metsätalousministeriö.



*Risto Herrala  
ekonomisti  
rahapolitiikka- ja  
tutkimusosasto*

6. Keskeisissä ennusteissa (FAO, OECD ja IMF) maataloustuotteiden maailmanmarkkinahintojen nousun nähdään pysähtyvän ja useiden tuoteryhmien hintojen kääntyvän laskuun pitkällä aikavälillä tuottavuuden kasvun myötä. Energian kallistuminen, voimakkaasti kasvavien Aasian maiden elintarvikkeiden kysynnän vahvistuminen, bioenergian kysynnän lisääntyminen, sääilmiöt sekä eläin- ja kasvitautit saattavat lyhyellä aikavälillä edelleen ylläpitää elintarvikkeiden dollarimääraisten reaalihintojen nousua.

7. Jalostettujen ja jalostamattomien elintarvikkeiden osuus euroalueen YKHI-korista on vajaa viidennes. Vuosina 2005–2007 elintarvikkeiden kuluttajahintojen nousu on kohottanut euroalueen YKHIä keskimäärin 0,4 % vuodessa. Noin viidesosa inflaatiosta on siis ollut peräisin elintarvikkeiden hintojen kallistumisesta. Vuoden 2007 aikana osuus on kuitenkin suurentunut jo noin neljännekseen.

8. Arviot maataloustuotteiden maailmanmarkkinahintojen välittyemisestä euroalueen kuluttajahintoihin vaihtelevat mm. sen mukaan, mitä menetelmää arvion perustana käytetään. Saatavilla olevien tutkimustulosten perusteella tehdyt karkeat laskelmat viittaavat siihen, että elintarvikkeiden maailmanmarkkinahintojen nousulla on merkittävä vaikutus elintarvikkeiden kuluttajahintoihin ja tätä kautta euroalueen YKHI-inflaatioon nykytilanteessa, jossa eräiden maataloustuotteiden maailmanmarkkinahinnat nousevat nopeasti.

## Maataloushyödykkeiden markkinoiden kehitys pitkällä aikavälillä

Yksi taloustieteen varmasti tunnetuimpia ennustuksia on Thomas Malthusin vuonna 1798 julkistama ennuste elintarvikkeiden tuotannon ja väestönkasvun suhteesta. Malthusin mukaan elintarvikkeiden tuotannolla on taipumus kasvaa aritmeettisesti, kun taas väestöllä on taipumus kasvaa geometrisesti. Geometrinen kasvu ajaa väestön vääjäämättömästi nälkärajalle, jossa ravinnon vähäisyys suitcase väestön kasvua.

Ennustuksen vastaisesti elintarvikkeiden tuotanto on Malthusin jälkeisenä aikana kasvanut nopeammin kuin väestö. Esimerkiksi vuosina 1960–1995, jolloin maapallon väestömäärä lähes kaksinkertaistui, maailman ruoan tuotanto kasvoi päivittäisestä 2 300 kalorista 2 700 kaloriin henkeä kohti.<sup>2</sup> Tällä hetkellä nälkää näkee lähes miljardi ihmistä, mutta ongelma ei johdu ruoan tuotannon riittämättömyydestä, vaan tulojen epätasaisesta jakautumisesta. Arvioiden mukaan jopa matalan tulotason maissa on enemmän ylipainoisia kuin aliravittuja.<sup>3</sup>

Syynä elintarvikkeiden tuotannon ripeään kasvuun on ollut teknii-  
kan, kuten kastelujärjestelmien, tor-  
junta-aineiden, lannoitteiden, jalos-

<sup>2</sup> United Nations Population Fund, More Food For More People But Not For All And Not Forever. [Http://www.unfpa.org/intercenter/food/morefood.htm](http://www.unfpa.org/intercenter/food/morefood.htm).

<sup>3</sup> Pinstруп-Andersen P. – Cheng F. (2007) Still Hungry. Scientific American. Syyskuu.

tuksen sekä korjuussa, tuotannossa ja jakelussa käytettävien koneiden ja laitteiden kehitys. Nämä ovat lisänneet merkittävästi elintarviketuotannon tuottavuutta. Ruoan tuotantoa ja hintaa koskevissa teorioissa ei enää kuljeta kohti nälkärajaa vaan tasapainoa, jossa ruoan tuotannon lisäykseen tarvittavien ponnistelujen ajatellaan vastaavan ruoan tuotannon lisäyksestä saatavaa hyötyä.

Maailmantalouden näkökulmasta yhtenä olennaisena piirteenä elintarvikkeiden ja muiden maataloushyödykkeiden markkinoilla on sekä kysynnän että tarjonnan painottuminen matalan tulotason maihin enemmän kuin näiden maiden kansantalouksien koko antaisi aiheuttaa odottaa. Kun esimerkiksi Euroopan ja Yhdysvaltain osuus maailmantaloudesta on viime vuosina ollut noin kaksi kolmannesta, näiden korkean tulotason alueiden osuus elintarvikkeiden kuluksista on kaloreilla mitattuna vain runsas kymmenesosa.<sup>4</sup> Saksalaisen tilastotieteilijän Ernst Engelin 1800-luvulla esittämän ns. Engelin lain mukaan elintarvikkeiden osuus kuluksista pienenee tulotason mukana. Ns. Pettyn lain mukaan puolestaan kansantalouden tuotantorakenne on kehityksensä alkuvaiheessa maatalousvaltainen (koska ruoka on välttämättömyshyödyke), mutta kehitty siten teollisuusvaltaiseksi ja myöhemmin palveluvaltaiseksi hyvinvoinnin kasvaessa.

<sup>4</sup> FAOSTAT.

Tulotason kohenemisen myötä myös elintarvikkeiden kulutuksessa rakenne tyypillisesti muuttuu: kulutuksen painopiste siirtyy ns. bulkkituotteista, kuten viljasta, liha- ja meijerituotteisiin ja prosessoituihin tuotteisiin. Vasta kun kaloreja riittää yli oman välittömän tarpeen, elintarvikkeita voidaan prosessoida eteenpäin tai käyttää peltoja rehun tuotantoon.<sup>5</sup>

### Maataloushyödykkeiden maailmanmarkkinoiden rakenne

Vuonna 2005 maataloushyödykkeiden viennin kokonaisarvo oli hieman yli 600 mrd. dollaria eli noin 6 % maailmankaupasta (kuvio 1).<sup>6</sup> Maataloushyödykkeiden kauppa oli näin ollen arvoltaan vajaa puolet polttoaineiden kaupasta ja lähes yhtä suuri kuin metallien kauppa. Maataloushyödykkeiden kauppa oli arvoltaan lähes kuusinkertainen metsätaloustuotteiden kauppaan verrattuna.

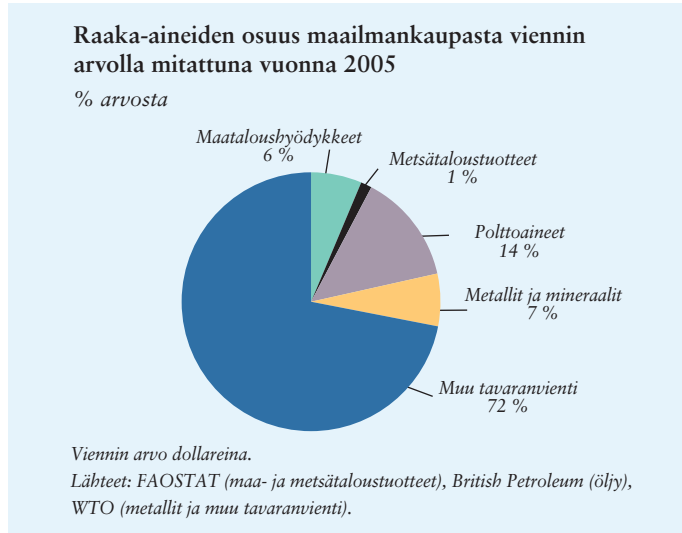
Vuonna 2005 viljatuotteiden, hedelmien, lihan ja vihanneksien kauppa kattoi noin puolet maatalous-

*Vasta kun kaloreja riittää yli oman välittömän tarpeen, elintarvikkeita voidaan prosessoida eteenpäin tai käyttää peltoja rehun tuotantoon.*

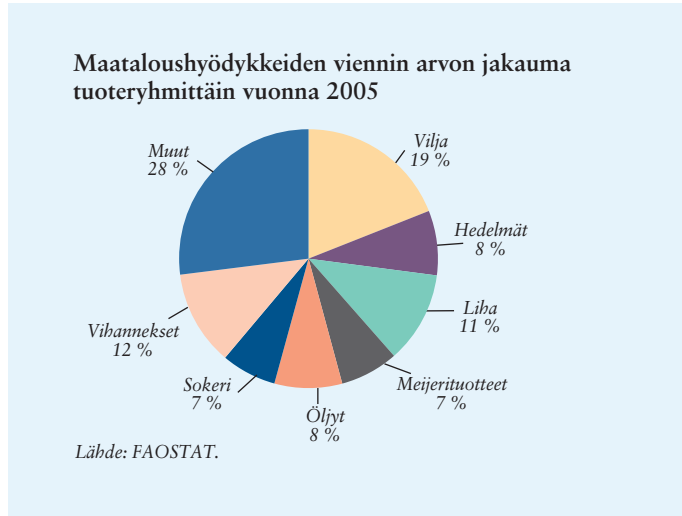
<sup>5</sup> Esim. Gehlhar M. – Coyle W. (2001) Global Food Consumption and Impacts on Trade Patterns. Teoksessa Changing Structure of Global Food Consumption and Trade. WRS-01-1. Economic Research Service. USDA.

<sup>6</sup> Vientiosuuslaskelmaan voi liittyä epätarkkuutta luokitteluongelmien vuoksi. FAOSTATin laatimista viennin arvoa koskevista tilastoista on tässä maataloustuotteiksi luettu olut ja viini, vilja, munat, eläinkuidut, hedelmät, hunaja, liha, maito, pähkinät, kasviöljyt (syötävät ja ei-syötävät), palkokasvit, juuret, kumit ja vahat, valikoidut rehut, mausteet, stimulantit, sokeri ja sokerikasvit, tupakka, vihannesöljyt sekä vihannekset. Metsätaloustuotteiksi on FAOSTATin laatimista viennin arvoa koskevista tilastoista luettu sellu, sahatavara sekä paperi ja kartonki. Metallituotteiksi on luettu WTO:n kauppatilastoista malmit ja mineraalit, ruostumattomat metallit sekä rauta ja teräs. Polttoaineet ja kaupan koko määrä on saatu suoraan WTO:n kauppatilastoista.

Kuvio 1.



Kuvio 2.



hyödykkeiden koko kaupasta, mutta myös sokerin, meijerituotteiden ja kasviöljyjen kauppa oli merkittävässä sijalla (kuvio 2). Keskeisimpien tuoteryhmien kaupan tarkastelu osoittaa, että viime vuosikymmeninä liha- ja maitotuotteiden sekä kasviöljyjen kauppa on kasvanut nopeammin kuin kaupankäynti viljalla ja sokerilla

(kuvio 3). Tämä kehitystrendi on yhdenmukainen sen säännönmukaisuuden kanssa, että taloudellisen hyvinvoinnin kasvaessa viljatuotteiden kysyntä vähenee suhteessa lihan ja meijerituotteiden kysyntään. Viimeaikaisissa arvioissa on nostettu esille erityisesti öljytuotteiden ja sokerin kysynnän kasvu, joka on osaltaan sidoksissa maataloushyödykkeiden käyttämiseen polttoaineena. Biopolttoaineiden määrä maataloushyödykkeiden maailmankaupassa on kuitenkin vielä melko pieni.

Maataloustuotteiden suurimpia viejiä olivat Yhdysvaltain ja EU-maiden ohella vuonna 2005 erityisesti Latinalaisen Amerikan maat Argentiina (mm. vilja, öljykasvit, liha, meijerituotteet) ja Brasilia (mm. öljykasvit, liha, sokerit ja trooppiset hedelmät). Merkittäviä viejiä olivat niin ikään useat Aasian maat, kuten Thaimaa (sokeri, liha, vilja), sekä Australia (vilja, öljykasvit, liha, sokeri, kuidut, meijerituotteet). Suurimpana tuojana lähes kaikissa keskeisissä tuotteissa erottui selvästi EU. Yhdysvaltain merkitys tuontimaana on paljon pienempi kuin EU:n. Taloutensa kokoon nähden suuria elintarvikkeiden tuojia ovat arabimaat, joissa luontaiset edellytykset viljelylle ovat huonot. Myös Japani, Venäjä ja Kiina erottuivat suurina ruoan tuojina.

### Kaupan sääntely ja maataloustuet

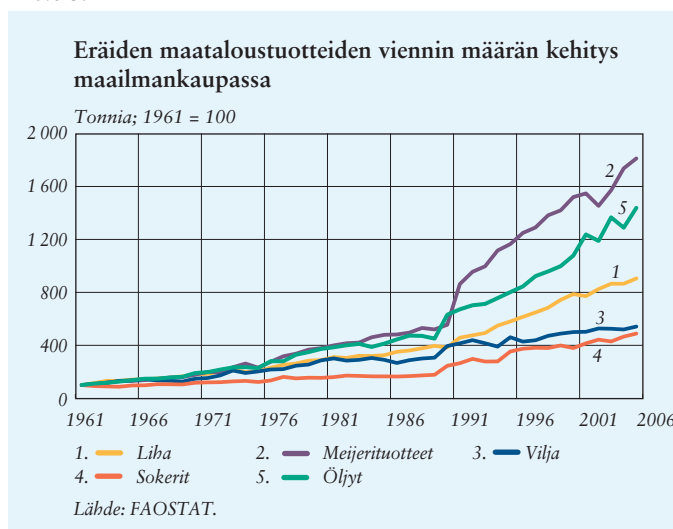
Maataloustuotteilla on historiallisesti ollut tärkeä merkitys maailmankaupan vapauttamisessa. Vapaakaupan

kannattajien ensimmäisiä suuria voitoja oli Englannin Corn Law -nimellä tunnetun suojatullijärjestelmän kumoaminen vuonna 1846. Kumoaminen johti siihen, että maissin tuonti Yhdysvalloista Englantiin kasvoi voimakkaasti. Kun teollisuus on perinteisesti ajanut tulleja suojakseen ja maatalous kannattanut vapaakauppaa, tilanne on tältä osin kääntynyt pääläelleen. Maatalouden nousu vapaakaupan jarruksi alkoi 1930-luvulla suuren laman jälkimainingeissa. Maatalouden vapaan kaupan esteeksi on pystytetty tullimuureja ja maataloutta on tuettu ulkomaista kilpailua vastaan erilaisilla tuilla. Maatalouden tukien yhtenä perusteluna on huoltovarmuuden turvaaminen maailman kaupan häiriötilanteissa.<sup>7</sup>

Viime vuosikymmeninä maatalouden tukia on vähennetty kansainvälisten kauppasopimusten mukaisesti. Tällä hetkellä on meneillään ns. Dohan kauppaneuvottelukierros, jossa vastakkain ovat erityisesti kehittyvien ja teollisuusmaiden toiveet. Hieman kärjistäen sanoen teollisuusmaat ajavat teollisuuden ja palveluiden kaupan nykyistä syvempää vapauttamista mutta haluavat samanaikaisesti suojella maatalouttaan. Kehittyvissä maissa toivotaan maataloustukien vähentämistä, mutta samalla halutaan suojella teollisuutta ja palvelualoja teollisuusmaiden kilpailulta. Suomen tavoitteeksi Dohan neuvotteluissa on

<sup>7</sup> Maatalouspolitiikan vaikutuksista maailmankauppaan lähemmin esim. Hatton T. – O'Rourke K. – Taylor A. (2007) *The New Comparative Economic History*. The MIT Press.

Kuvio 3.



valtioneuvoston maatalouspoliittisessa selonteossa linjattu toisaalta maailmankaupan vapauttaminen mutta samalla oman elintarviketuotannon turvaaminen.

OECD:n mukaan teollisuusmaiden maataloustukien määrä suhteessa BKT:hen on supistunut noin 2,5 prosentista 1 prosenttiin vuosina 1986–2006.<sup>8</sup> Tukien painopistettä on siirretty tuotannon tukemisesta erilaisten muiden tukien suuntaan. Tukimäärien vähenemisellä ja tuen painopisteen muutoksella on ollut tervehdyttävä vaikutus maataloushyödykkeiden maailmanmarkkinoihin, kun teollisuusmaiden tuotantoylijäämien polkumyynti on vähentynyt.

OECD:n mukaan eniten maataloustukia maksaneita maita ovat viime vuosina olleet Turkki ja Korea, joiden BKT:hen suhteutettu maataloustuki on ollut noin 4 %. OECD:n

<sup>8</sup> OECD (2007) *Agricultural Policies in OECD Countries Monitoring and Evaluation 2007*.

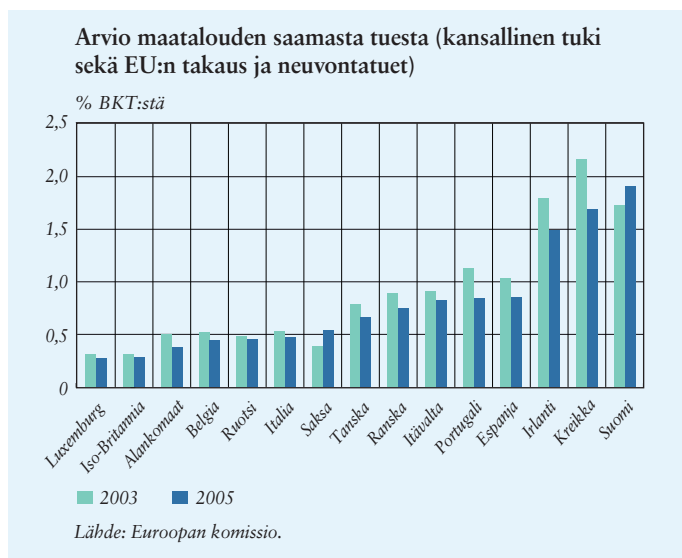
määritelmien mukainen arvio EU-maiden kokonaistuesta oli hieman yli prosentti ja Yhdysvaltain tuesta hieman alle prosentti suhteessa BKT:hen.

OECD ei erittele yksittäisten EU-maiden tukia. Suomen maatalouden

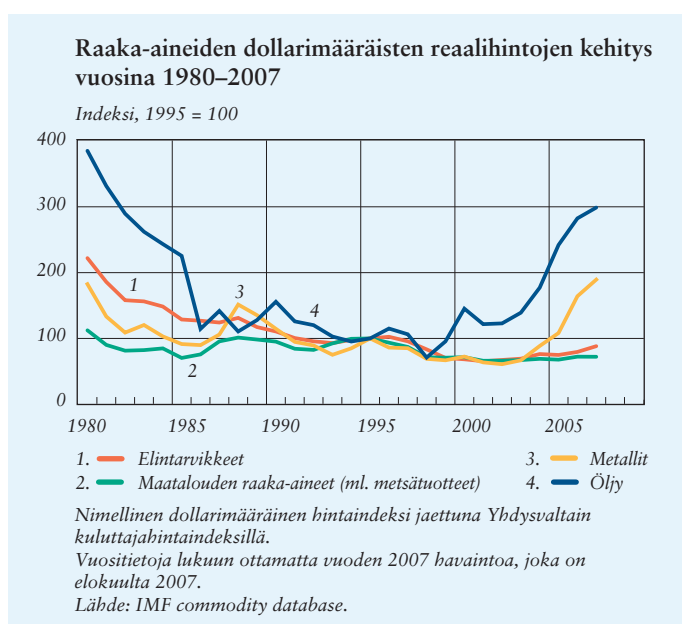
saamista tuista verrattuna muiden maiden vastaaviin tukiin ei ole julkisista lähteistä saatavilla ajanmukaista yhteenvedoa.

Maa- ja metsätalousministeriön mukaan Suomen maatalouden saaman tuen kokonaismäärää voidaan arvioida Euroopan komission tukimuodoittain julkaisemien laskelmien pohjalta. Tämän menetelmän mukaan laskettuna Suomen maatalouden saamat tuet olisivat olleet vuonna 2005 hieman alle 2 % bruttokansantuotteesta eli EU-maiden suurimmat. BKT:hen suhteutetut tukimäärät ovat vuosina 2003–2005 lisääntyneet Suomessa ja Saksassa ja supistuneet muissa EU-maissa.<sup>9</sup> Näissä laskelmissa (kuvio 4) käytetyt käsitteet eivät vastaa OECD:n käsitteistöä, joten tukitasot eivät ole suoraan vertailukelpoisia OECD:n laskelmien kanssa.

Kuvio 4.



Kuvio 5.



### Maataloushyödykkeiden maailmanmarkkinahinnat ja hintaodotukset

Maataloushyödykkeiden dollarimääräisten maailmanmarkkinahintojen nousuvaihe alkoi vuosituhaten vaihteessa, ja tällä hetkellä dollarimääräiset nimellishinnat ovat hieman yli kolmanneksen ja reaali hinnat hieman alle kolmanneksen vuosituhaten alun tasoaan korkeammalla (kuvio 5).<sup>10</sup> Euron vahvistumisen vuoksi elintar-

<sup>9</sup> Maa- ja elintarviketalouden tutkimuskeskuksen (MTT) toimittamien julkaisemattomien laskelmien mukaan suomalaisten maatalojen vuonna 2003 saama BKT:hen suhteutettu tuki olisi ollut EU-maiden kolmanneksi suurin.

<sup>10</sup> Reaali hinnat on saatu jakamalla dollarimääräiset nimellishinnat Yhdysvaltain kuluttajahintaindeksillä.



vikkeiden ja juomien *euromääräiset* maailmanmarkkinahinnat ovat tällä hetkellä nimellisesti vain pari prosenttiyksikköä kalliimmat kuin vuosittu-hannan alussa. Maataloustuotteiden hintojen nousu on vuoden 2005 jäl-keen kuitenkin selvästi nopeutunut sekä dollareilla että euroilla mitattuna.

Elintarvikkeiden yleinen hintakehitys peittää alleen varsin paljon tuoteryhmäkohtaista vaihtelua (kuvio 6). Erityisesti kasvituotteiden hinnat vaihtelevat ajoittain voimakkaasti – kymmeniäkin prosentteja kuukaudessa – mikä liittyy yleensä sääilmiöihin. Syksyllä 2007 esimerkiksi vehnän hinta nousi voimakkaasti kuivuuden uhatessa satoja keskeisillä tuotanto-alueilla maapallon eri puolilla. Mais-sin hinta taas laski, kun sateet parasivat satonäkymiä keskeisimmällä tuotantoalueella Yhdysvaltain Keski-lännessä. Biodieselin tuotantoon käytetyn palmuöljyn, kuten useiden mui-denkin kasviöljyjen, hintojen voimakas nousu puolestaan johtuu biopolttoaineiden kysynnän kasvusta.

OECD:n ja YK:n elintarvike- ja maatalousjärjestön FAO:n arvioiden mukaan maataloushyödykkeiden maailmanmarkkinahintojen viime vuosina nähty odotettua nopeampi nousu liittyy osin väliaikaisiin ja osin rakenteellisiin ilmiöihin.<sup>11</sup> Muun muassa sääilmiöiden takia viljan tuotanto on jäänyt odotettua vähäisem-mäksi. Biopolttoaineiden kysynnän

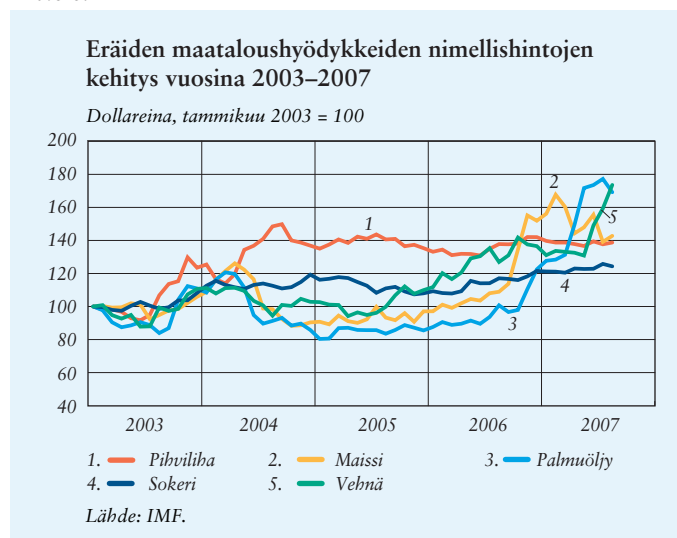
<sup>11</sup> OECD – FAO (2007) Agricultural Outlook 2007–2016, [http://www.agri-outlook.org/document/12/0,2340,en\\_36774715\\_36775671\\_37040780\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.agri-outlook.org/document/12/0,2340,en_36774715_36775671_37040780_1_1_1_1,00.html).

kasvu on nostanut kasviöljyjen, viljan ja sokerituotteiden hintoja. Meijeri-tuotteiden hintoja on taas nostanut mm. energian ja viljan hinnan kohoaminen. Maataloustukien ja tätä kaut-ta ylituotannon väheneminen on osaltaan nostanut maataloustuotteiden hintoja.

OECD:n ja FAO:n ennusteen mukaan hintakehitykseen liittyy lyhyel-lä aikavälillä paljon epävarmuutta ja kehitysura vaihtelee huomattavasti tuoteryhmittäin. Pitkällä aikavälillä maataloustuotteiden hintakehityksen nähdään määräytyvän tuottavuuden kasvun perusteella. Maatalouden tuottavuuden kasvulle on paljon tilaa erityisesti kehittyvissä maissa, joten tuotannon kasvu painaa OECD:n ja FAO:n ennusteissa maataloustuotteiden nimellishintoja vähitellen las-kuun. Voimakkainta lasku on viljan hinnassa, kun taas meijerituotteiden hinnat pysyvät melko vakaina.

*Pitkällä aikavälillä maataloustuotteiden hintakehityksen nähdään määräytyvän tuottavuuden kasvun perusteella.*

Kuvio 6.

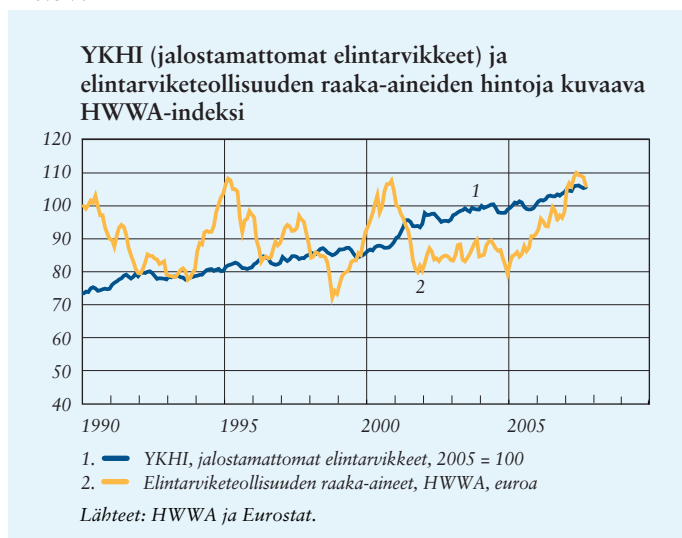


Nimellishintojen laskusta huolimatta maataloustuotteiden hinnat jäävät pitkällä aikavälillä ennusteessa selvästi vuosituhannen alun tasoon kalteimmiksi.

IMF on maataloustuotteiden hintaennusteessaan FAO:n ja OECD:n kanssa likimain samoilla linjoilla. IMF:n mukaan viime vuosien hintapiikki johtuu paljolti poikkeustekijöistä, lähinnä poikkeuksellisista sääilmiöistä, joiden vaikutuksen pitäisi jäädä lyhytaikaiseksi. Elintarvikkeiden hintojen nousua selittävinä pysyvämpinä tekijöinä IMF pitää lähinnä tukipolitiikan muutosta (biopoltoaineet) ja tuotantoponnosten, kuten energian, hintojen nousua. Myös IMF odottaa tuottavuuden kasvun kääntävän maataloushyödykkeiden nimelliset hinnat pitkällä aikavälillä laskuun.<sup>12</sup>

<sup>12</sup> IMF (2006) The Boom In Nonfuel Commodity Prices: Can it Last? World Economic Outlook. Syyskuu.

Kuvio 7.



## Elintarvikkeiden maailmanmarkkina-, tuottaja- ja kuluttajahinnat euroalueella

Jalostettujen ja jalostamattomien elintarvikkeiden paino euroalueen YKHI-indeksissä on noin viidennes. Eurostatin tilastojen mukaan jalostamattomien ja jalostettujen elintarvikkeiden kuluttajahintojen nousu vuosina 2005–2007 on lisännyt euroalueen YKHI-inflaatiota keskimäärin hieman yli 0,4 prosenttiyksikköä vuodessa.<sup>13</sup> Jalostettujen elintarvikkeiden hintojen nousuvauhti nopeutui syksyn 2007 aikana lähes 4 prosenttiin, kun se vuosina 2005–2006 oli noin 2 %.

Kuluttajahintojen muutoksia ei voida täysin yhdistää elintarvikkeiden maailmanmarkkinahintojen muutokseen (kuvio 7). Elintarvikkeiden tuonin ja euroalueen sisäisen tuotannon lisäksi myös välitysketju, kuten kuljetus ja kauppa, sekä verotus ja maataloustukipolitiikka vaikuttavat merkittävästi elintarvikkeiden kuluttajahintojen kehitykseen. Ns. *marginaalilaskelmilla* voidaan pyrkiä erittelemään tuotannon ja välitysketjun eri portaiden sekä verotuksen osuutta maataloustuotteiden kulutusmenoissa.<sup>14</sup> Euroaluetta koskevia marginaalilaskelmia ei ole, mutta vastaavat laskel-

<sup>13</sup> Jalostettujen ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen vaikutusta euroalueen inflaatioon tarkastellaan Euroopan keskuspankin syyskuun 2007 Kuukausikatsauksen kehikossa Elintarvikkeiden hintojen viimeaikainen kehitys maailmanmarkkinoilla ja euroalueella.

<sup>14</sup> Marginaalilaskelmia koskevasta kritiikistä, ks. Wohlgenant M. (2001) Marketing Margins: Empirical Analysis. Handbook of Agricultural Economics. Vol. 1. Toim. Gardner B. – Rausser G. Elsevier Science.

mat muilta alueilta auttavat hahmotamaan myös euroalueen tilannetta.

Elitzak on arvioinut, että vuonna 1994 vain noin viidennes Yhdysvaltain kotitalouksien kotimaisiin maataloustuotteisiin käyttämistä kulutusmenoista meni tuottajille.<sup>15</sup> Reed, Elitzak ja Wohlgenant puolestaan ovat raportoineet väliportaiden marginaalien Yhdysvalloissa edelleen kasvaneen eli tuottajien osuuden pienentyneen 1990-luvun aikana.<sup>16</sup> Suomalaisen kotitalouksien kokonaisruokamenoista maataloustuottajille menevän osuuden on arvioitu olleen viime vuosina 15–20 % ja tuonnin ruoan kulutusmenoista samaa luokkaa.<sup>17</sup> Niemen ja Jansikin mukaan tuottajalle menevä osuus elintarvikkeiden hinnoista Suomessa on vaihdellut viime vuosina melko paljon tuoteryhmittäin. Pienimmillään se oli ruisleivässä (5 %) ja suurimmillaan voissa (50 %).<sup>18</sup>

Paremmat tiedot puuttuessa jonkinlaisena työhypoteesina voinee pitää sitä, että välitysketjun ja verotuksen osuus ruoan kuluttajahinnoista ei euroalueella merkittävästi poikkea Yhdysvaltain ja Suomen vastavasta osuudesta. Näin ollen myös

euroalueella maataloustuottajien osuus elintarvikkeiden kulutusmenoista voisi olla 10–20 % ja tuonnin osuus (Suomen tilannetta mukaillen) samaa luokkaa. Mikäli tuonti olisi pelkkiä raaka-aineita, kotitalouksien elintarvikkeiden kulutusmenoista 20–40 % olisi näin ollen suoraan riippuvaista maataloustuotteiden maailmanmarkkinahintojen ja euroalueen tuottajahintojen kehityksestä. Suurin osa tuonnista lienee kuitenkin kaupan tuontia, lähinnä valmistavaroita, joiden hintaan vaikuttavat muutkin tekijät kuin raaka-aineiden hinta. Tämän takia 20–30 % lienee realistisempi arvio sille osuudelle kotitalouksien kulutusmenoista, joka on herkkä elintarvikkeiden tuottajahintojen tai maailmanmarkkinahintojen muutoksien suhteen.<sup>19</sup>

Vaikka raaka-aineiden osuus kuluttajien maksamissa elintarvikkeiden hinnoissa on selvästi alle puolet, ei elintarvikkeiden raaka-aineiden hintojen nousu ole euroalueen inflaation kannalta merkityksellisen tilanteessa, jossa elintarvikkeiden maailmanmarkkinahinnat nousevat nopeasti. Tätä näkökohtaa voidaan havainnollistaa laskelmalla, jossa oletetaan elintarvikkeiden maailmanmarkkinahintojen ja euroalueen tuottajahintojen nousevan keskimäärin 10 % vuodessa, mikä karkeasti ottaen vastaa tuontipainoilla lasketun elintarviketeolli-

*Vaikka raaka-aineiden osuus kuluttajien maksamissa elintarvikkeiden hinnoissa on selvästi alle puolet, ei elintarvikkeiden raaka-aineiden hintojen nousu ole euroalueen inflaation kannalta merkityksellisen.*

<sup>15</sup> Elitzak H. (1996) Food Cost Review. Agricultural Economics Report. No. 729, U.S. Department of Agriculture.

<sup>16</sup> Reed A. – Elitzak H – Wohlgenant J. (2002) Retail Farm Price Diversity and Consumer Product Diversity. Technical bulletin number 1899. USDA.

<sup>17</sup> Pyykkönen P. (2007) Ruuan hinta nousee – vai nouseeko? Talous & Yhteiskunta 4/2007.

<sup>18</sup> Niemi, J. – Jansik C. (2006) Price Formation and Margin Behaviour in the Finnish Food Markets. Paper presented at the Nordic-Baltic economic conference "Value Added in the Food Chain". Syyskuu 2006, Tallinna.

<sup>19</sup> Eurostat ei ole julkistanut elintarvikkeiden tuonnin jakaumaa raaka-aineisiin ja kauppaan. Pyykkösen (2007) arvion mukaan Suomen tuonnista vain 25 % koostuu elintarviketeollisuuden tuonnista eli on pääasiassa raaka-aineita. Loppu on kaupan tuontia eli pääasiassa jalostettuja tuotteita.

suuden raaka-aineiden HWWA-hintaindeksin kehitystä euroalueella vuodesta 2005 lähtien. Maailmanmarkkina- ja tuottajahintojen 10 prosentin nousu kohottaisi marginaalilaskelmien mukaan elintarvikkeiden kuluttajahintoja euroalueella 2–3 %. Elintarvikkeiden paino euroalueen kulutuskorissa on 19,5 %, joten euroalueen YKHI nousisi (ceteris paribus) esimerkkitalanteessa kokonaisuudessaan noin 0,4–0,6 %. Kuten edellä todettiin, elintarvikkeiden kuluttajahintojen nousun toteutunut vaikutus YKHIin asettuu tämän vaihteluvälin alarajalle.

Marginaalilaskelmien käyttöä voidaan kritisoida mm. sillä perusteella, että niissä elintarvikkeiden välitysketjuun liittyvien kustannusten, teollisuuden ja kaupan katteiden ja verojen oletetaan pysyvän euromääräisesti vakioina maataloustuotteiden maailmanmarkkinahintojen ja tuottajahintojen muuttuessa. Näin ei välttämättä ole. Ekonometrinen läpimenoanalyysi (pass-through) tarjoaakin vaihtoehtoisen tavan arvioida maataloustuotteiden maailmanmarkkinahintojen nousun välittymistä YKHIin.

Hahn on tutkinut raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen välittymistä euroalueen inflaatioon VAR-menetelmällä.<sup>20</sup> Hahnin mukaan muiden raaka-aineiden kuin öljyn hinnanmuutoksesta välittyisi euroalueen YKHI-indeksiin 4 % ensimmäisen neljänneksen aikana, 17 %

vuoden sisällä ja 31 % kolmen vuoden kuluttua. Näitä tuloksia tulkittaessa on huomattava, että Hahn tarkastelee muutoksia kaikkien ei-energiaraaka-aineiden hinnoissa, ei siis pelkästään elintarvikkeissa. Euroalueen tuontiosuuksilla mitattuna elintarvikkeiden osuus kaikista ei-energiaraaka-aineista on noin 30 %. Karkeasti voidaan siis Hahnin laskelmien pohjalta arvioida, että elintarvikkeiden maailmanmarkkinahintojen 10 prosentin nousu nostaisi euroalueen YKHIä vuodessa noin puoli prosenttia ja kolmen vuoden aikana jo liki prosentin verran.

Kaiken kaikkiaan Hahnin VAR-pohjaiset arviot viittaavat siihen, että elintarvikkeiden hinnanmuutosten läpimeno euroalueen kuluttajahintoihin on voimakkaampaa kuin marginaalilaskelmat osoittavat. Kumpikin laskentatapa osoittaa kuitenkin, että elintarvikkeiden viime vuosina havaittu hintojen nousu voi aiheuttaa merkittäviä muutoksia euroalueen kuluttajahinnoissa.

*Asiasanat: maataloustuotteet, elintarvikkeet, ruoka, inflaatio, maailmankauppa*

<sup>20</sup> Hahn E. (2003) Pass-Through of External Shocks to Euro Area Inflation. Euroopan keskuspankki. Working Paper No. 243.

# Keskuspankkien toiminta euroalueen, Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian rahamarkkinoilla

31.1.2008

Keskeisten talousalueiden keskuspankkien tavoite on säilyttää rahan arvo vakaana. Esimerkiksi Euroopan keskuspankin (EKP) ensisijaiseksi tavoitteeksi on määriteltävä hintavakaus. Keskuspankit eivät kuitenkaan voi suoraan asettaa yleistä hintatasoa, vaan rahapoliittiset päätökset vaikuttavat yleiseen talouskehitykseen ja erityisesti hintatasoon useita kanavia pitkin. Tätä syiden ja seurausten monisyistä verkostoa kutsutaan rahapolitiikan välittymismekanismitiksi. Tässä artikkelissa tarkastellaan tapaa, jolla korkopäätöksiä toteutetaan, sekä sitä, kuinka keskuspankkien ohjauksjärjestelmillä vaikutetaan lyhyimpien rahamarkkinakorkojen tasoon ja vaihteluihin. Lopuksi tarkastellaan, kuinka keskuspankit ovat muuttaneet rahapolitiikan toimeenpanoa kesällä 2007 alkaneen ja edelleen jatkuvan rahamarkkinahäiriön aikana.

Nykyisin kaikki keskeiset keskuspankit toteuttavat rahapolitiikkaansa korkoja ohjaamalla. Näin rahapolitiikan välittymismekanismien ensimmäinen ja samalla keskeisin vaihe on hintavakauden kanssa yhteensopivan korkotason päättäminen. Esimerkiksi euroalueella EKP:n neuvosto päättää eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioissa sovellettavan minimitarjouskoron, Yhdysvalloissa maan keskuspankin (Federal Reserve, Fed)

avomarkkinakomitea päättää fed funds -koron tavoitetason ja Isossa-Britanniassa maan keskuspankin (Bank of England, Englannin pankki) rahapolitiikan komitea politiikkaoperaatioissa sovellettavan koron.

Keskuspankkien kyky vaikuttaa markkinakorkoihin perustuu niiden monopoliasemaan keskuspankkirahan luojana. Keskuspankkiraha (rahaperusta, perusraha) muodostuu setelistöstä sekä pankkien keskuspankkiin tekemistä talletuksista (likviditeetti). Euroalueen, Yhdysvaltain ja Ison-Britannian liikepankit tarvitsevat keskuspankkirahaa voidakseen vastata käteisen kysyntään sekä kyetäkseen tekemään vähimmäisvarantovelvoitteiden edellyttämät keskuspankkitalletukset.

EKP, Yhdysvaltain keskuspankki ja Englannin pankki tyydyttävät pankkisektoreidensa jälleenrahoitustarpeet lähes yksinomaan markkinaoperaatioilla. Ainoina keskuspankkirahan lähteinä ne voivat itsenäisesti päättää operaatioissa sovellettavan koron ja näin ohjata myös lyhyitä pankkienvälisiä rahamarkkinakorkoja. Mikäli pankit eivät hae riittävästi jälleenrahoitusta keskuspankin rahapoliittisista operaatioista, ne joutuvat tyydyttämään likviditeetinkysyntänsä maksuvalmiusluotoilla, joiden korko on aina korkeampi kuin rahapolitiikan operaatioissa sovellettavat korot.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Yksittäiset pankit voivat hankkia tarvitsemansa likviditeetin myös markkinoilta, mutta aggregaattitasolla vain keskuspankit ovat pankkisektorin likviditeetinlähteitä.



Tom Alanen  
diileri/markkina-analyitikko  
pankkitoimintaosasto



Tuomas Välimäki  
neuvonantaja  
pankkitoimintaosasto

*Yhdysvalloissa rahaperusta on samaa kokoluokkaa kuin euroalueella.*

Vuonna 2007 euroalueen rahaperusta oli keskimäärin noin 820 miljardia euroa.<sup>2</sup> Keskuspankkirahan tarjonnasta alle puolet (noin 370 miljardia euroa) syntyi EKP:n ja eurojärjestelmän kansallisten keskuspankkien valuuttavarannoista<sup>3</sup> sekä taseeristä, jotka eivät suoraan liittyneet rahapolitiikan toteuttamiseen. Näin euroalueen pankkisektorin *likviditeettialijäämäksi* (eli pankkisektorin jälleärahoitustarpeeksi) muodostui noin 450 miljardia euroa.

Yhdysvalloissa rahaperusta on samaa kokoluokkaa kuin euroalueella ja koostuu noin 800 miljardin dollarin setelistöstä sekä vajaan 15 miljardin dollarin keskuspankkitalletuksista. Tämä on myös maan pankkisektorin likviditeettialijäämä, sillä muut autonomiset likviditeettitekiäjät<sup>4</sup> nettoutuvat keskenään.

Ison-Britannian setelistö oli joulukuun 2007 alussa 42 miljardia puntaa. Tämän lisäksi keskuspankkirahan määrää kasvattivat noin 21 miljardin punnan reservitalletukset. Euroalueen tavoin Isossa-Britanniassa noin puolet keskuspankkirahan tarpeesta tyydyt-

tyy autonomisten likviditeettitekiäjöiden vaikutuksesta. Näin maan pankkijärjestelmän likviditeettivaje oli joulukuussa 2007 noin 31 miljardia puntaa.

Seuraavaksi käydään läpi kaikissa kolmessa keskuspankissa käytettävien rahapolitiikan toimeenpanon välineiden (vähimmäisvarantojärjestelmä, markkinaoperaatiot ja maksuvalmiusjärjestelmä) peruslogiikkaa ja eroja.<sup>5</sup>

## Rahapolitiikan toimeenpano

### Likviditeetin kysyntä: vähimmäisvarantovelvoite

Vähimmäisvarantojärjestelmille on vuosikymmenten mittaan asetettu useita erilaisia tavoitteita. Alun perin niiden avulla pyrittiin varmistamaan yksittäisten pankkien likvidiys sekä ehkäisemään talletuspakvoja. Myöhemmin reservijärjestelmillä on tavoiteltu kykyä kontrolloida rahamääriä sekä tuottaa tuloa keskuspankille.<sup>6</sup> Sitten näiden tavoitteiden tilalle *vähimmäisvarantovelvoitejärjestelmien selvästi keskeisimmäksi tavoitteeksi on noussut lyhyimpien rahamarkkina-korkojen vakauttaminen*. Tämän lisäksi varantovelvoitteiden avulla

<sup>2</sup> Euroalueen setelistö oli vuonna 2007 keskimäärin 631 miljardia euroa, kun taas pankkijärjestelmän vähimmäisvarantovelvoitteet olivat yhteensä 187 miljardia euroa.

<sup>3</sup> Ulkomaan valuuttoja ostaessaan eurojärjestelmän keskuspankit myyvät euroja. Tällaiset valuutan ostot tyydyttävät keskuspankkirahan kysyntää, ja vastaavasti keskuspankkien valuutan myynnit (eurojen ostot) puolestaan pienentävät keskuspankkirahan tarjontaa.

<sup>4</sup> Keskuspankit nimittävät autonomisiksi likviditeettitekijiksi tase-eriään, jotka eivät suoraan liity rahapolitiikan toteutukseen. Näistä tärkeimpiä ovat setelistö, valtioiden talletukset keskuspankeissa, valuuttavaranto sekä keskuspankkien rahoitusvarallisuus.

<sup>5</sup> BIS:n Markets Committee julkaisi joulukuussa 2007 koosteen (*Monetary policy frameworks and central bank market operations*), jossa esitetään taulukkomuodossa jäsenmaiden rahapolitiikan päätöksentekojärjestelmät, toimeenpanokehikot ja rahapolitiikasta kommunikoinnin tavat. Ks. <http://www.bis.org/publ/mktc01.htm>.

<sup>6</sup> Hyvä kuvaus vähimmäisvarantojärjestelmien ja yleisemminkin rahapolitiikan toteutuksen kehityksestä löytyy teoksesta Bindseil U. (2004), *Monetary Policy Implementation*.

voidaan tarvittaessa kasvattaa pankkijärjestelmän likviditeettialijäämää.

Velvoitteiden korkoja tasaava vaikutus perustuu siihen, että niiden täyttyminen lasketaan keskiarvona varantojenpitoperiodin ajalta. Tietyn pitoperiodin eri päivinä tehdyt keskuspankkitalletukset ovat siten toisensa vaihtoehtoja, mikä pienentää likviditeetin päivittäisten satunnaisvaihteluiden vaikutusta lyhyimpiin markkinakorkoihin. Fedin ja EKP:n tapauksessa varantovelvoitteiden pito on pohjautunut keskiarvoistukseen koko niiden olemassaoloajan, ja Englannin pankki liittyi keskiarvoistettua varantovelvoitetta ylläpitävien keskuspankkien joukkoon toukuussa 2006.

Vaikka kaikkien kolmen keskuspankin soveltamalla reservijärjestelmällä on samansuuntaiset tavoitteet, sisältyy niihin kuitenkin huomattavia eroja. Yksi keskeisimmistä eroista on järjestelmien laillinen perusta. EKP ja Yhdysvaltain keskuspankki voivat lakisääteisesti velvoittaa pankkeja tallettamaan vähimmäisvarantoina rahamäärän, joka määräytyy niiden vastaanottamien talletusten pohjalta, mutta Isossa-Britanniassa varantojenpito perustuu vapaaehtoisuuteen.

Sopimus pohjaisessa järjestelmässä pankeilla täytyy olla kannustin ylläpitää varantotalletuksia. Isossa-Britanniassa pankit haluavat tehdä varantotalletuksia, koska keskuspankki hyvittää talletuksille koron, jonka se pankeilta veloittaa politiikkaoperaatioissaan. Korollisuuden ansiosta varanto-

järjestelmästä ei koidu pankeille veroluonteista kustannusta, vaan pankit saavat korkohyvityksen myötä tuottoa myös varmuustalletuksilleen (working balances), jotka muutoin olisivat korottomia keskuspankkitalletuksia. Myös eurojärjestelmä maksaa pankkien varantotalletuksille markkinakorkoa vastaavan hyvityksen. Näin EKP ja Englannin pankki eivät käytä vähimmäisvarantovelvoitteita rahamäärien tai luotonlaajennusprosessin kontrollointiin eikä velvoitteiden tason myöskään katsota vaikuttavan niiden rahapolitiikan mitoittamiseen.

Ennen talous- ja rahaliiton kolmatta vaihetta veroelementti oli olennainen osa euroalueeseen liittyneiden keskuspankkien soveltamien varantojärjestelmien toimintalogiikkaa. Yhdysvalloissa ei edelleenkään makseta korkoa vähimmäisvarantotalletuksille, eli Yhdysvalloissa pankkitalletuksiin kohdistuu veroluonteinen velvoite. Pankit ovat kuitenkin kiertäneet tätä velvoitetta tietyin järjestelyin, joilla ne pyrkivät siirtämään asiakkaidensa varoja pois vähimmäisvarantovelvoitteen alaisilta tililtä.

Reservijärjestelmään sisältyvä veroelementti vaikuttaa keskeisesti varantovelvoitteiden optimaaliseen mitoittamiseen. Yhtäältä velvoitteiden pidon keskiarvoistuksesta saadaan täysimääräinen hyöty vain, mikäli velvoitteiden määrä ylittää likviditeetin varmuuskysynnän. Toisaalta mitä suurempi velvoite on, sitä suurempi kustannus pankeihin kohdistuu jälleärahoitustarpeen kasvun kautta.

*Yhdysvalloissa ei edelleenkään makseta korkoa vähimmäisvarantotalletuksille eli pankkitalletuksiin kohdistuu veroluonteinen velvoite.*

*Euroalueella ja Isossa-Britanniassa korko-odotusten ei pitäisi vaikuttaa pankkijärjestelmän likviditeetin kysyntään.*

Mitä neutraalimpi varantojärjestelmä on pankkien kannalta, sitä suurempi vapaus keskuspankilla on päättää velvoitteiden suuruudesta. Osittain tämän johdosta euroalueen pankkien vähimmäisvarantovelvoitteiden koko on yli kymmenkertainen Fedin talletusvaatimukseen verrattuna.<sup>7</sup> Ison-Britannian vapaaehtoisuuteen perustuva järjestelmä on tässä suhteessa ääritapaus, sillä Englannin pankki on jättänyt päätöksen velvoitteiden tasosta kunkin pankin itsensä tehtäväksi (kuitenkin ennalta asetettujen rajojen mukaisesti).

Järjestelmät poikkeavat toisistaan myös varantojen pitoperiodien ajoituksen suhteen. Yhdysvalloissa pitoperiodi on aina kaksi viikkoa, kun taas EKP:n ja Englannin pankin järjestelmissä pitoperiodit on sidottu korkopäätösten aikatauluun. Tällä varmistetaan, että euroalueella ja Isossa-Britanniassa keskuspankkikorot eivät muutu varantojenpitoperiodien sisällä, eikä korko-odotusten pitäisi näin ollen vaikuttaa pankkijärjestelmän likviditeetin kysyntään.

Varantojenpitoperiodin päättyessä järjestelmän keskiarvoistus ei tasaa korkovaihteluita, mikäli velvoitteiden pidossa ei ole joustovaraa. Kaikissa tarkastelluissa järjestelmissä korkojen

vaihtelu on periodien vaihteessa huomattavasti voimakkaampaa kuin muina päivinä, mutta sekä Fedillä että Englannin pankilla on käytössään järjestelyjä, jotka pienentävät korkopiikkejä. Fed lukee velvoitteen ylittävät talletukset osin seuraavan periodin talletuksiksi. Englannin pankki puolestaan ei vaadi velvoitteiden tarkkaa täyttöä, vaan varantotalletusten määrän pitää olla ennalta asetetun tarkkuuden rajoissa.

Kaikilla kolmella tarkastellulla valuutta-alueella vähimmäisvarantovelvoitteiden taso määrittää pitkälti pankkijärjestelmien keskimääräisen likviditeetin (keskuspankkitalletusten määrän). Euroalueella sadasta kahdeksataan miljardiin euroon kasvaneiden varantovelvoitteiden lisäksi pankit ovat pitäneet päivätasolla mitattuna keskimäärin vain noin 0,7 miljardin euron edestä korottomia ylimääräisiä talletuksia (0,4 % vuoden 2007 varantovelvoitteesta).

Ylimääräisten talletusten määrä on Isossa-Britanniassakin erittäin pieni etenkin tarkasteltaessa rahamarkkinoiden kannalta keskeisimpiä pankkeja. Yhdysvalloissa varantovelvoitteiden suuruus on veroelementin johdosta täytynyt jättää euroalueeseen verrattuna melko pieneksi (noin 13 miljardia dollaria vuonna 2006). Varantotalletusten vähäisyys vaikuttaa selvästi pankkien tekemien ylimääräisten talletusten määrään. Ylimääräiset talletukset olivat keskimäärin yli 10 % varantotalletusten määrästä vuonna 2006.

<sup>7</sup> Yhdysvalloissa keskiarvoituksen kohteena oleva 13 miljardin varantovelvoite (total requirement) koostuu sekä lakisääteisistä varantovelvoitteista (reserve requirements) että sopimuspohjaisesta vaateesta (required clearing balances). Fed hyvittää sopimuspohjaisten talletusten ylläpitäjiä mm. maksuttomilla palveluilla. Varsinaisten reservitalletusten määrää pienentää se, että Fed lukee pankkien hallussa olevan setelistön osaksi velvoitteiden täyttöä.



### Likviditeetin tarjonta: markkinaoperaatiot

EKP, Fed ja Englannin pankki huolehtivat pankkiensa jälleenrahoitustarpeista (avo)markkinaoperaatioilla. Keskuspankkien tavat operoida markkinoilla poikkeavat kuitenkin huomattavasti toisistaan. Fed ohjaa likviditeettiä tekemällä markkinaoperaatioita päivittäin. Tämän takia sen toimintatapaa voidaan nimittää ”käsihjoukiseksi” (hands on). Toista ääripäätä edustaa eurojärjestelmän puuttumattomuusperiaate (hands off), joka nojaa voimakkaasti varantovelvoitteiden pidon keskiarvoistukseen. Englannin pankki otti vuoden 2006 uudistuksillaan ison harppauksen jatkuvasta käsihjouksesta erittäin lähelle EKP:n toimintatapaa.

#### *Federal Reserve*

Fed täyttää valtaosan pankkisektorin likviditeettivajeesta Yhdysvaltain valtion velkapapereiden suorilla ostoilla. Näistä ostoista muodostuvan ns. outright-salkun koko oli vuoden 2006 lopussa 775 miljardia dollaria. Outright-salkku mitoitetaan siten, että varsinaiset politiikkaoperaatiot voidaan pääasiassa toteuttaa likviditeettiä lisäävinä takaisinostosopimuksina (repo<sup>8</sup>). Tällä varmistetaan, etteivät Fedin liikkeeseen laskeman setelistön kasvu tai muiden velkaerien raken-

teelliset muutokset vaikuta varsinaisten politiikkaoperaatioiden mitoitukseen. Fedin vastapuolina näissä operaatioissa toimivat keskuspankin hyväksymät välittäjät eli ns. primary dealerit, joita Fedillä on tällä hetkellä 20.

Suorien ostojen jälkeen jäljelle jäävästä likviditeettivajeesta Fed täyttää keskimäärin noin kaksi kolmasosaa (17 miljardia euroa vuonna 2006) reposopimuksilla, joiden maturiteetti on vähintään 2 viikkoa. Näiden operaatioiden avulla tasataan autonomisten likviditeettitekijöiden kausivaihteluita. Fedin repo-operaatioissa vakuudeksi kelpaavat Yhdysvaltain valtion velkapapereiden lisäksi valtiosidonnaisten laitosten (agency) liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjat sekä näiden laitosten asuntolainavakuudelliset luotot (agency MBS).

Fedin rahapolitiikan operationaalinen tavoite on pitää keskuspankkitalletusten pankkienvälisen yön yli -markkinoiden korko (effective fed funds rate) politiikkakoron (fed funds target rate) tasolla. Lyhytmaturiteettiset reposopimukset ovat tämän tavoitteen saavuttamisen kannalta keskeisimmässä asemassa. Fed kattaa näillä joka päivä toteutettavilla operaatioilla likviditeetin kysynnän ja tarjonnan välille arvioimansa vajeen. Vuonna 2006 näiden operaatioiden keskimääräinen koko oli 8,5 miljardia dollaria. Toisin sanoen niillä katettiin vain pieni osa keskuspankkirahan kysynnästä, ja niiden koronohjausvoima perustuukin asemaan marginaalilikviditeetin lähteenä.

*Fedin rahapolitiikan operationaalinen tavoite on pitää keskuspankkitalletusten pankkienvälisen yön yli -markkinoiden korko politiikkakoron tasolla.*

<sup>8</sup> Repo-operaatioissa keskuspankki ostaa liikepankilta arvopaperin ja samalla sopii hinnan sekä ajan- kohdan, jolloin paperi myydään takaisin vastapuolelle. Käytännössä operaatio vastaa vakuudellista luottoa, ja osto- ja myyntihintojen erotus toimii siinä luoton korkona.

*Perusrahoitusoperaatiot ovat eurojärjestelmän varsinaisia politiikkaoperaatioita, ja määrältään ne ovat maailman suurimpia huutokauppoja.*

### *Eurojärjestelmä*

Fedistä poiketen eurojärjestelmällä<sup>9</sup> ei ole varsinaista rahapoliittista outright-salkkua.<sup>10</sup> Tästä syystä EKP täyttää pankkisektorin likviditeettivajeen kokonaisuudessaan käänteisoperaatioilla (eli reposopimuksilla tai vakuudellisilla lainoilla). Normaalioloissa noin 75–80 % euroalueen pankkisektorin jälleenrahoitustarpeesta on katettu perusrahoitusoperaatioilla, ja pitempiäaikaiset (3 kk) jälleenrahoitusoperaatiot vastaavat loppuosuudesta.

Pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden pääasiallinen merkitys on lähinnä rakenteellinen. Niiden avulla pienennetään erittäin nopeasti kasvaneen setelistön takia suuriksi paisuneiden perusrahoitusoperaatioiden kokoa ja kasvatetaan pankkisektorin jälleenrahoituksen keskimääräistä juoksuaikaa. EKP varmistaa näiden operaatioiden rakenteellisen luonteen toteuttamalla ne ennakkoon ilmoitetun suuruisina vaihtuvakorkoisina huutokauppoina.

Perusrahoitusoperaatiot ovat eurojärjestelmän varsinaisia politiikkaoperaatioita, ja määrältään ne ovat maailman suurimpia huutokauppoja

<sup>9</sup> Yleistajuinen esitys EKP:n rahapolitiikasta löytyy teoksesta EKP:n rahapolitiikka (2004). Teoksessa Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella (2006) on puolestaan yksityiskohtainen kuvaus rahapolitiikan toimeenpanokehikosta. Nämä teokset ovat luettavissa EKP:n verkkosivuilta osoitteista <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004fi.pdf> sekä <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2006fi.pdf>.

<sup>10</sup> Eurojärjestelmän kansalliset keskuspankit tekevät suoria sijoituksia euromääräisiin arvopapereihin. Nämä tuottavat Fedin outright-salkun tavoin keskuspankkirahaa, mutta koska niiden mitoitus on kansallisten keskuspankkien päätettävissä, ne luetaan autonomisiksi likviditeettiteijöiksi.

(vuonna 2006 keskimääräinen operaatiokoko oli 307 miljardia euroa). EKP:n politiikkakorko (korko, jolla rahapolitiikan mitoitus ilmaistaan) on perusrahoitusoperaatioissa sovellettava minimitarjouskorko. Tämä on alin hinta, jolla pankit voivat saada rahaa vaihtuvakorkoisina huutokauppoina toteutettavista perusrahoitusoperaatioista.

Normaalioloissa EKP ei hienosäädä likviditeettiä perusrahoitusoperaatioiden välillä. Vähimmäisvarantovelvoite on asetettu riittävän suureksi, jotta varantojenpidon keskiarvoistus riittää neutraloimaan autonomisten likviditeettiteijöiden vaihtelun vaikutukset. Perusrahoitusoperaatioissa lainattava rahamäärä mitoitetaan siten, että pankit kykenevät täyttämään varantovelvoitteensa ja maksuvalmiusjärjestelmän käyttö minimoituu.

Vuoteen 2005 asti EKP korosti erityisen voimakkaasti puuttumattomuusperiaatteeseen nojautuvaa toimintatapaansa eikä hienosäätöoperaatioita tehty kuin erittäin poikkeuksellisissa oloissa (esim. vuosituhannen vaihde, syyskuun 11. päivä vuonna 2001 ja euron käyttöönotto vuodenvaihteessa 2001–2002). Viime vuosien ajan EKP on kuitenkin lähes säännöllisesti hienosäätänyt likviditeetin tarjontaa vähimmäisvarantojen pitoperiodin viimeisenä päivänä, jolloin keskiarvoistus ei enää kasvata likviditeetin kysynnän korkojoustoja. Lisäksi EKP:n suhtautuminen hienosäätöoperaatioihin on muuttunut selvästi aktiivisempaan suuntaan elokuussa 2007 alkaneen rahamarkkinahäiriön aikana.

Kaikilla euroalueen luottolaitoksilla on oikeus osallistua sekä perustettua pidempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin. Eurojärjestelmän erityispiirteisiin kuuluu myös se, ettei se suosi valtion velkapapereita yksityisen sektorin kustannuksella vakuuskelpoisten instrumenttien määrittelyssä.

#### *Englannin pankki*

Maaliskuussa 2006 Englannin pankki otti käyttöönsä rahapolitiikan toimeenpanomallin, joka vastaa pääpiirteiltään eurojärjestelmän toimeenpanokehikkoa ja toimintatapaa. Keskeisimmät erot liittyvät vähimmäisvaranto- ja maksuvalmiusjärjestelmiin. Markkinaoperaatioissa suurimpana erona voidaan pitää sitä, että Englannin pankki toteuttaa politiikkaoperaationsa kiinteäkorkoisina huutokauppoina. Lisäksi se on julkistanut eksplisiittisen tavoitteen rahapolitiikan toimeenpanolle. Sen tavoitteena on pitää punnan yön yli -korko linjassa politiikkakoron kanssa siten, että seuraavaan korkokokoukseen ulottuva tuottokäyrä on tasainen eikä lyhyimmissä koroissa esiinny päivittäisiä eikä päivänvälisiä vaihteluita.

#### **Maksuvalmiusjärjestelmä**

Markkinaoperaatioissa annettava jälleenrahoitus ei koskaan vastaa täsmälleen määrää, jonka pankit tarvitsevat vähimmäisvarantovelvoitteidensa täyttämiseen. Tämä johtuu yhtäältä siitä, että keskuspankki ei pysty ennustamaan täydellisesti autonomisten likviditeettitekijöiden kehitystä

viimeisen operaation ja varantojen pitoperiodin päättymisen välillä, sekä toisaalta siitä, että rahamarkkinat eivät tasaa likviditeettiä täydellisesti keskenään.

Tällaisten vajausten sekä muiden yllättävien likviditeettitarpeiden kattamiseksi EKP, Fed ja Englannin pankki tarjoavat pankeille mahdollisuuden hankkia puuttuvan rahamäärän maksuvalmiusluottoina. Maksuvalmiusluottokorko asetetaan politiikkakoron yläpuolelle, joten käytännössä se muodostaa katon pankkien väliselle yön yli -korolle.

Yhdysvaltain pankkien Fedin tileillä pitämät varat, jotka ylittävät reservivelvoitteet, jäävät korottomiksi ylimääräisiksi talletuksiksi. EKP ja Englannin pankki sen sijaan tarjoavat pankeille mahdollisuuden tehdä yön yli -talletuksia keskuspankkiin politiikkakorkoa matalammalla talletuskorolla. Näin talletuskorko muodostaa euroalueella ja Isossa-Britanniassa alarajan pankkien väliselle yön yli -korolle.

Maksuvalmiusluotto- ja talletuskorot muodostavat korkoputken, jonka sisällä pankkien välinen yön yli -korko voi vaihdella. EKP:n ja Englannin pankin maksuvalmiusjärjestelmien korkoputket ovat normaalisti symmetrisiä politiikkakoron suhteen (politiikkakorko +/-1 %). Tällä varmistetaan, että maksuvalmiusjärjestelmän käyttöä minimoiva likviditeetti-politiikka pitää lyhyimpien markkinakorkojen odotusarvon politiikkakoron tasolla rahamarkkinoiden toimissa tehokkaasti.

*Maksuvalmiusluotto- ja talletuskorot muodostavat korkoputken, jonka sisällä pankkien välinen yön yli -korko voi vaihdella.*

*Korkoputken merkitys on Yhdysvalloissa eurooppalaisiin markkinoihin verrattuna pieni.*

Englannin pankki kaventaa korkoputkensa leveyden puoleen prosenttiyksikköön (politiikkakorko +/-0,25 prosenttiyksikköä) kunkin varantojenpitoperiodin viimeisen päivän ajaksi. Näin se vaimentaa periodin lopusta aiheutuvaan korkojen satunnaisvaihteluun.

Koska Fedin rahapolitiikan toimeenpanokehikkoon ei kuulu talletusmahdollisuutta, fed funds -markkinoiden korkoputken alaraja on periaatteessa nolla. Korkoputken merkitys on Yhdysvalloissa kuitenkin eurooppalaisiin markkinoihin verrattuna huomattavan pieni, koska Fed hienosäätää likviditeetin tarjontaa päivittäin.

EKP:n ja Englannin pankin myöntämien maksuvalmiusluottojen vakuusvaatimus on sama kuin käänteisoperaatioina toteutetuissa markkinaoperaatioissa. Fed puolestaan hyväksyy maksuvalmiusluottojensa vakuuksiksi normaalien repovakuuksien lisäksi useiden ulkomaisten valtioiden ja kansainvälisten instituutioiden liikkeeseen laskemia velkapapereita sekä varsin laajasti yksityisen sektorin liikkeeseen laskemia velkapapereita ja kuntatodistuksia.

### **Kokemukset koronohjauksesta**

#### **Tavoitteiden toteutuminen normaalioloissa**

Suoraviivaisin tapa vertailla näiden kolmen keskuspankin rahapolitiikan toimeenpanon onnistumista on mitata näiden maiden valuuttojen lyhyimpien rahamarkkinakorkojen poikkeamia politiikkakorosta sekä korkopoikkeamien vaihteluita.

Vuosina 1999–2007 eonian<sup>11</sup> ja perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskoron välinen erotus oli keskimäärin 6 korkopistettä (prosenttiyksikön sadasosaa). Fed funds -koron ja sille asetetun tavoitetason välillä ei ollut käytännössä edes yhden korkopisteen eroa. Punnan yön yli -korko, eli sonia, oli puolestaan samana ajanjaksona keskimäärin 4 korkopistettä politiikkakoron alapuolella. Toisin sanoen kaikkien keskuspankkien lyhyet korot ovat pysyneet melko lähellä ohjauskorkoja. Näin etenkin, kun otetaan huomioon, että keskimääräisen korkoeron taustalla voi olla luonnollisia syitä, kuten esim. se, että keskuspankkioperaatiot ovat vakuudellisia ja vertailussa käytetyt markkinakorot perustuvat vakuudettomien talletusten markkinoihin.

Tarkasteltujen yön yli -korkojen ja niitä vastaavien politiikkakorkojen erotuksen vuosittaiset keskihajonnat olivat 13,2 (eonia), 9,0 (fed funds -korko) ja 34 (sonia) korkopistettä vuosina 1999–2007. Puntamarkkinoiden muita suurempi vaihtelu oli pitkälti seurausta siitä, että Isossa-Britanniassa keskiarvoistukseen perustuva reservijärjestelmä otettiin käyttöön vasta toukokuussa 2006. Sonian vaihtelu vähenikin merkittävästi heti uudistuksen jälkeen. Sonian ja Englannin pankin politiikkakoron välisen erotuksen keskiarvo jäi 6,9 korkopisteseen uuden toimintakehikon käyttöönottoa seuranneiden ensimmäisten

<sup>11</sup> Eonia (Euro Overnight Index Average) on euron pankkienvälinen yön yli -korko.

12 kuukauden aikana (euroalueella vastaava volatilitteetti oli 5,8 ja Yhdysvalloissa 3,5 korkopistettä samana ajanjaksona).

Eonian hieman fed funds -korkoa suurempi vaihtelu johtui alkuvuosina pitkälti siitä, että EKP ei tasannut varantojenpitoperiodien loppujen korkopiikkejä hienosäätöoperaatioilla ja ettei se vastannut likviditeetin tarjonnalla korko-odotuksista johtuneisiin kysynnän vaihteluihin. Varantojenpitoperiodien ajoituksen sitominen korkopäätöksiin ja periodien viimeisten päivien hienosäädön aloittaminen vähensi eonian vaihtelut fed funds -koron tasolle.

Yleisesti voidaan todeta, että keskuspankit näyttävät pääsevän rahapolitiikan toimeenpanossa varsin samankaltaiseen lopputulokseen erilaisista toimintatavoista huolimatta. Kaiken kaikkiaan normaaliaikojen toimeenpanoa voidaan myös pitää laadullisesti varsin onnistuneena – euron, dollarin ja punnan lyhyimmät markkinakorot ovat pysytelleet viime vuodet lähellä niitä vastaavia politiikkakorkoja, ja koron vaihtelut ovat pääosin rajoittuneet varantojenpitoperiodien viimeisiin päiviin.

### Korkojenohjaus rahamarkkinahäiriön aikana

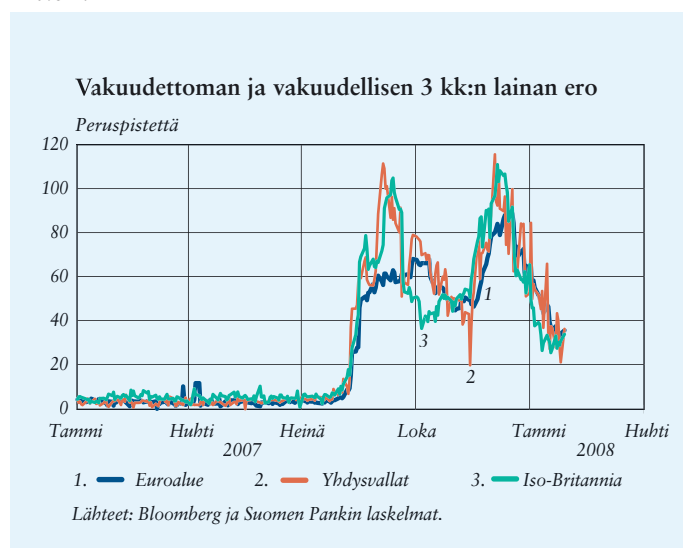
Kesästä 2007 lähtien rahapolitiikan ohjausjärjestelmät ovat joutuneet merkittävien haasteiden eteen ympäri maailman. Rahamarkkinalikviditeetin kysyntä kasvoi äkillisesti Yhdysvaltain asuntoluottomarkkinoilta alkun-

sa saaneen markkinahäiriön tyrehtyessä näiden luottojen arvopaperimarkkinat ja pankkien erillisyhtiöille antamien takausten ja luottolimiittien laukeamisen siirrettyä likviditeettiongelmat pankkijärjestelmään.

Lisäksi pankit joutuivat alentamaan näiden sijoituskohteiden tasearvoja asuntovakuudellisten arvopapereiden hintojen jyrkän laskun takia, mikä osaltaan kiristi pankkien pääomavaateita. Epätietoisuus rahamarkkinavastapuolten kokonaisriskeistä kasvoi ja johti rahamarkkinoiden toiminnan häiriintymiseen ja luottoriskien uudelleenhinnoitteluun. Tämä näkyi erityisesti pankkienvälisillä rahamarkkinoilla ennen kokemattomina vakuudettomien ja vakuudellisten lainojen välisinä korkoeroina (kuvio 1).<sup>12</sup>

<sup>12</sup> Vakuudellisten lainojen korkoina käytetään vertailussa yön yli -koronvaihtosopimuksia.

Kuvio 1.



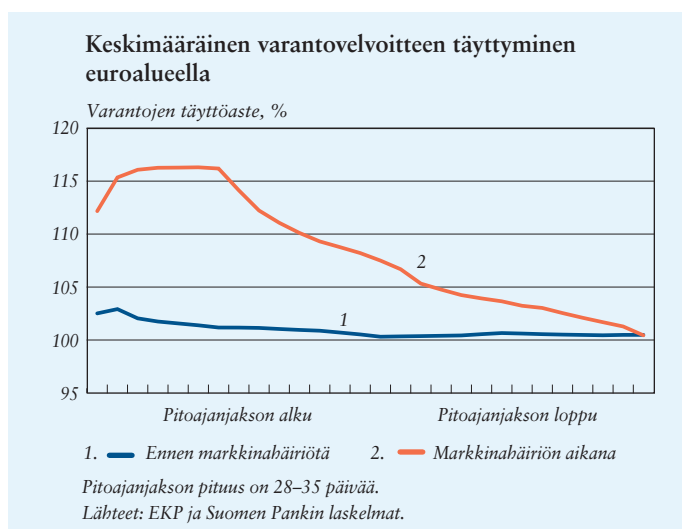
Keskeisten keskuspankkien reaktiot rahamarkkinahäiriöön olivat nopeita ja pitkälti samansuuntaisia likviditeetin hallinnan suhteen, mutta korkopolitiikkalinjauksissa on esiintynyt selviä painotuseroja.

#### *Eurojärjestelmä*

Elokuun 9. päivänä alkaneen lyhytaikaisen likviditeetin kysynnän rajukasvu ja siitä seurannut rahoitusmarkkinahäiriö vaikuttivat markkinoiden toimintaan oleellisesti. Häiriön alussa euron pankkienvälisen yön yli-koron noteeraukset hypähtivät yli puoli prosenttiyksikköä tavanomaisen tasonsa yläpuolelle. Tämä on erittäin poikkeuksellista varantojenpito-periodin alussa.<sup>13</sup> EKP reagoi häiriötilanteeseen nopeasti, mikä saattoi osin yllättää markkinat, jotka olivat tottuneet EKP:n puuttumattomuusperiaatteeseen.

<sup>13</sup> Tämä päivä oli 11.9. päättyneen vähimmäisvarantojen pito-periodin ensimmäinen päivä.

Kuvio 2.



Ensireaktiona EKP tarjosi pankeille mahdollisuuden lainata niiden haluaman määrän vakuudellista yön yli -likviditeettiä politiikkakorolla. Pankit lainasivat tässä hienosäätöoperaatiossa 95 miljardia euroa. Ylimääräisellä operaatiolla varmistettiin, ettei vakavaraisten pankkien toiminta vaarannu keskuspankkirahan puutteen johdosta.

EKP toteutti ylimääräisiä hienosäätöoperaatioita usean päivän ajan pienenevin määrin. Lisäksi lisääntyneeseen likviditeetin kysyntään vastattiin seuraavassa perusrahoitusoperaatiossa kasvattamalla allokaatiomäärää huomattavasti normaaliaikoina jaettavan likviditeetin määrää määrittävää normiallokaatiosuuremmaksi<sup>14</sup>. Näistä operaatioista lukien euroalueen rahamarkkinat on pidetty normaaliin verrattuna erittäin likvideinä. Käytännössä tämä on tarkoittanut perusrahoitusoperaatioiden likviditeetinjakon pitämistä tasaisesti varantovelvoitteiden täytön edellyttämän tason yläpuolella.

Ylimääräinen likviditeetti on kuitenkin kuivattu markkinoilta toteuttamalla hienosäätöoperaatioita varantojenpito-periodien lopussa sekä tilanteissa, joissa markkinakorko on laskenut oleellisesti politiikkakoron alapuolelle. Etupainoinen likviditeetinjakko on näin muuttanut varantotalletusten pidon ajoitusta rahamarkkinahäiriön aikana (kuvio 2). EKP on

<sup>14</sup> Normiallokaatio kuvastaa sitä perusrahoitusoperaatioissa jaettua likviditeetin määrää, jolla keskuspankkirahoituksen kysyntä ja tarjonta ovat tasapainossa.

jakanut kunkin pitoperiodin alussa huomattavasti keskimääräistä tarvetta suuremman likviditeettimäärän. Tällä on pyritty ehkäisemään tarpeetonta epävarmuutta likviditeetin riittävydestä. Likviditeettimäärän on annettu pienentyä periodin mittaen ja viimeisinä päivinä pankeille on tarjottu mahdollisuus tallettaa ylimääräinen likviditeetti keskuspankkiin poliittikkakorolla.

Likviditeetin voimakas lisääminen laski yön yli -korkoa lähes heti, mutta koron heilahtelu oli kuitenkin poikkeuksellisen voimakasta erityisesti elokuussa ja vuodenvaihteen lähestymisen johdosta jälleen joulukuussa. Yön yli -koron heiluntaa pidetään keskuspankeissa haitallisena, koska se häiritsee rahapolitiikan viestintää ja saattaa siirtyä pitempiin korkoihin. Pitkittyessään yön yli -koron volatilitteetti heijastuu myös rahoitusmarkkinoiden muihin instrumentteihin, sillä esimerkiksi koronvaihtosopimukset on usein sidottu yön yli -korkoon.

Rahamarkkinahäiriön toinen vaihe alkoi vuodenvaihteen lähestyessä. Epävarmuus näkyi tällöin erityisesti vakuudettomien ja vakuudellisten rahamarkkinakorkojen välisenä erotuksena. EKP reagoi tilanteeseen pidentämällä joulua edeltäneen perusrahoitusoperaation maturiteettia siten, että sen juoksuaika ulottui yli vuodenvaihteen. Lisäksi EKP ilmoitti etukäteen, että kaikki tähän huutokauppaan jätetyt tarjoukset, joiden korko ylittää edellisen operaation keskikoron, täytetään täysimääräises-

ti. Käytännössä operaatio vastasi kiinteäkorkoista huutokauppaa.

Näillä toimilla varmistettiin, ettei likviditeetin riittävyys aiheuta ylimääräistä huolta pankeille vuodenvaihteessa, jolloin rahamarkkinoiden toiminta normaaleinkin vuosina vaihtelee huomattavasti. Vaikka operaation korkotaso oli 21 korkopistettä poliittikkakoron yläpuolella, likviditeetin kysyntä oli siinä määrin mittaavaa, että operaatiota seuranneina päivinä EKP teki rahamarkkinoita kiristäviä hienosäätöoperaatioita lähes päivittäin.

Etupainoisen likviditeetinjaon lisäksi EKP teki syksyllä 2007 säännöllisen huutokauppakalenterin ulkopuolisia pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita. Näillä ylimääräisillä operaatioilla pidennettiin pankkien jälleärahoituksen keskimääräistä maturiteettia.

Koska Yhdysvaltain asuntoluotosektorilla lauenneet sitoumukset olivat huomattavalta osin dollarimääräisiä, euroalueenkin pankkijärjestelmän rahoitustarpeen kasvun taustalla oli merkittävästi puute dollareista. Tästä syystä EKP:n neuvosto ilmoitti joulukuussa päätöksestään tarjota eurojärjestelmän vastapuolilleen dollarimääräistä rahoitusta yhteisoperaatiossa Fedin kanssa. Kyseessä oli keskuspankkien merkittävin yhteisesiintyminen sitten syyskuun 2001 terroriiskun jälkihoidon päätyttyä. Näissä operaatioissa eurojärjestelmä kanavoiti dollari-rahoitusta vastapuolipankeilleen 4–5 viikon pituisina luottoina.

*EKP:n neuvosto päätti joulukuussa 2007 tarjota eurojärjestelmän vastapuolilleen dollarimääräistä rahoitusta yhdessä Fedin kanssa.*

*EKP on kyennyt toteuttamaan rahapolitiikkaansa häiriötilanteessakin pääosin normaaliin toimintakehikkoon tukeutuen.*

Operaatioiden toteuttamista on jatkettu myös tammikuussa 2008.

Eurojärjestelmä hyväksyy normaalioloissakin erittäin laajan kirjon luottokelpoisuudeltaan hyviä arvopapereita sekä pankkilainoja luotonantonsa vakuuksiksi. Lisäksi säännöllisten operaatioiden vastapuolijoukko mahdollistaa kaikkien euroalueen luottolaitosten osallistumisen niihin. Näin EKP on kyennyt toteuttamaan rahapolitiikkaansa häiriötilanteessakin pääosin normaaliin toimintakehikkoon tukeutuen.

#### *Federal Reserve*

EKP:n tapaan Fedin ensireaktio rahamarkkinahäiriöön oli kasvattaa rahamarkkinoiden likviditeettiä ylimääräisellä yön yli -operaatiolla. Fed jakoi 9.8.2007 sekä tavanomaisessa että ylimääräisessä operaatiossaan kummassakin 12 miljardia dollaria. Vaikka ylimääräisen likviditeetin tarjonta oli absoluuttisesti mitattuna Yhdysvalloissa huomattavasti vähäisempää kuin euroalueella, rahamarkkinoiden keskimääräiseen likviditeettiin suhteutettuna Fed kasvatti tarjontaansa voimakkaammin kuin EKP. Fed myös tiedotti markkinoille aikovansa turvata rahoitusmarkkinoiden toiminnan likviditeettipolitiikallaan ja jatkoi ylimääräisen likviditeetin jakoa seuraavien päivien ajan.

Likviditeetintarjonnan kasvattamisen lisäksi Fed laski maksuvalmiusluottokorkoaan puolella prosenttiyksiköllä 17. elokuuta. Samalla se ilmoitti pidentävänsä maksuvalmiusluottojen maksimimaturiteetin 30 päivään sekä laajentavansa näihin

luottoihin kelpaavan vakuusmateriaalijoukon käsittämään myös lyhytaikaiset omaisuusvakuudelliset rahamarkkinavelkakirjat (asset backed commercial papers, ABCP).

Tämän jälkeen Fed on pyrkinyt helpottamaan rahamarkkinoiden toimintaa mm. pienentämällä arvopaperilainauksessa perimiään maksuja sekä alkamalla toteuttaa ns. TAF-operaatioita (term auction facility). Näissä väliaikaisiksi suunnitelluissa operaatioissa huutokaupataan likviditeettiä 4 tai 5 viikoksi tavanomaista rahapolitiikan vastapuolijoukkoa laajemmalle instituutiojoukolle. Vakuuksiksi näissä operaatioissa kelpaavat tavanomaisten rahapolitiikan vakuuksiksi kelpaavien arvopapereiden lisäksi muut maksuvalmiusluottojen vakuuksiksi kelpaavat arvopaperit.

Fedin osalta merkittävin rahoitusmarkkinahäiriöön liittynyt toimenpide lienee kuitenkin ohjauskoron lasku puolella prosenttiyksiköllä 18. syyskuuta. Tämän lisäksi Fed laski ohjauskorkoaan kahdesti 0,25 prosenttiyksiköllä loppuvuodesta sekä 0,75 prosenttiyksiköllä 22. tammikuuta ja 0,50 prosenttiyksiköllä 30. tammikuuta.

#### *Englannin pankki*

Englannin pankin suhtautuminen ylimääräisen likviditeetin jakoon on ollut tiukempi kuin kahden muun tarkastellun keskuspankin. EKP:n ja Fedin painottaessa vastuutaan ehkäistä likviditeetin vähenemisestä potentiaalisesti seuraavat kielteiset vaikutukset rahoitusmarkkinoiden vakau-



teen Englannin pankki halusi viimeiseen asti välttää pelastusoperaatioista mahdollisesti aiheutuvaa moraalikahtoa, joka voitaisiin pitää siemenä tulevaisuuden kriiseille.

Vaikka Englannin pankin ensireaktiot poikkesivat merkittävästi kahden muun keskuspankin kannasta, se on muuttanut likviditeettipolitiikkaansa melko selvästi rahamarkkinahäiriön aikana. Ensiksikin koska Englannin pankin vähimmäisvarantojärjestelmä perustuu vapaaehtoisuuteen, pankit kasvattivat keskiarvoistuspuskuriaan heti ensimmäisen tilaisuuden tullen eli syyskuun 5. päivänä. Samassa yhteydessä Englannin pankki ilmoitti valmiutensa kasvattaa likviditeetinjakoaan jopa 25 % neutraaleja määriä suuremmiksi.

Varantovelvoitteiden kasvattamisen johdosta Englannin pankki lisäsi vuoden 2007 jälkimmäisellä puoliskolla varantojen tarjontaa yli kolmanneksella kriisiä edeltäneeseen tilanteeseen verrattuna. Osa tästä tarjonnasta oli seurausta likviditeettituesta, jota se joutui antamaan vaikeuksiin ajautuneelle Northern Rock -pankille.

Rahamarkkinahäiriön kuluessa Englannin pankki on lisäksi kasvattanut sen pitempiaikaisissa operaatioissa jaettua likviditeetin määrää sekä laajentanut näissä operaatioissa hyväksytyjen vakuuksien kirjoa.

### Markkinahäiriö lähensi keskuspankkeja

Pankkienvälisen yön yli -koron ohjaus on korostetussa asemassa EKP:n,

Federel Reserven ja Englannin pankin rahapolitiikan toimeenpanossa. Keskuspankkien toimeenpanotavat poikkeavat kuitenkin osin selvästi toisistaan, vaikka ovatkin lähestyneet toisiaan viime vuosien aikana. Toimintatapojen eroista huolimatta keskuspankkien kyvyssä saavuttaa operationaalinen tavoitteensa ei normaaliolosuhteissa ole ollut merkittäviä eroja Englannin pankin vuonna 2006 toteuttamien uudistusten jälkeen.

Rahapolitiikan toimeenpanotapojen erilaisuus on korostunut elokuun 2007 jälkeen, kun rahamarkkinoiden toimintakyky on ollut tavanomaista heikompi. Yhtäältä keskuspankkien reaktiot rahamarkkinahäiriöön heijastavat niiden erilaisia painotuksia rahamarkkinoiden vakauden ja rahapolitiikan lopputavoitteen saavuttamisen välillä.

EKP on valinnut pragmaattisen linjan, jossa rahamarkkinoiden likviditeettiongelmiin vastataan pääasiasa likviditeetinjakoa säätelemällä. Rahamarkkinahäiriö ei siten heijastu rahapolitiikan mitoitukseen ennen kuin sillä on vaikutus EKP:n lopputavoitteeseen eli hintavakauteen. Myös Fed on keventänyt likviditeettipolitiikkaansa normaalitilanteesta. Fed on kuitenkin tehnyt toimintajärjestelmäänsä myös pitemmälle meneviä muutoksia ja keventänyt rahapolitiikan mitoitustaan reaktionä rahoitusmarkkinoiden levottomuuteen. Englannin pankin linjassa korostui etenkin häiriön alkuvaiheessa selvästi muita enemmän näkemys, jonka

*EKP on valinnut pragmaattisen linjan, jossa rahamarkkinoiden likviditeettiongelmiin vastataan pääasiasa likviditeetinjakoa säätelemällä.*

*EKP, Fed ja Englannin pankki ovat kaikki kasvattaneet likviditeetinjakoa rahamarkkinahäiriön aikana.*

mukaan rahamarkkinahäiriön korjaustoimet eivät saa kasvattaa pankkijärjestelmän moraalikatoa.

Toisaalta reaktioiden moninaisuus heijastaa osaltaan myös keskuspankkien käyttämien rahapolitiikan ohjausjärjestelmien eroavuuksia. Esimerkiksi eurojärjestelmän ei ole tarvinnut laajentaa rahapolitiikan operaatioidensa vastapuolijoukkoa tai niissä hyväksytyjen vakuuksien kirjoa, koska sen järjestelmä on jo lähtökohdiltaan suunniteltu toimimaan kaikkien pankkien kanssa eikä yksityistä sektoria ole diskriminoitu vakuuskelpoisten arvopapereiden liikkeeseenlaskijana. EKP, Fed ja Englannin pankki ovat kaikki kasvattaneet likviditeetinjakoa rahamarkkinahäiriön aikana.

Määrällisesti mitattuna EKP on jakanut ylimääräistä likviditeettiä huomattavasti enemmän kuin muut keskuspankit. Esimerkiksi EKP:n

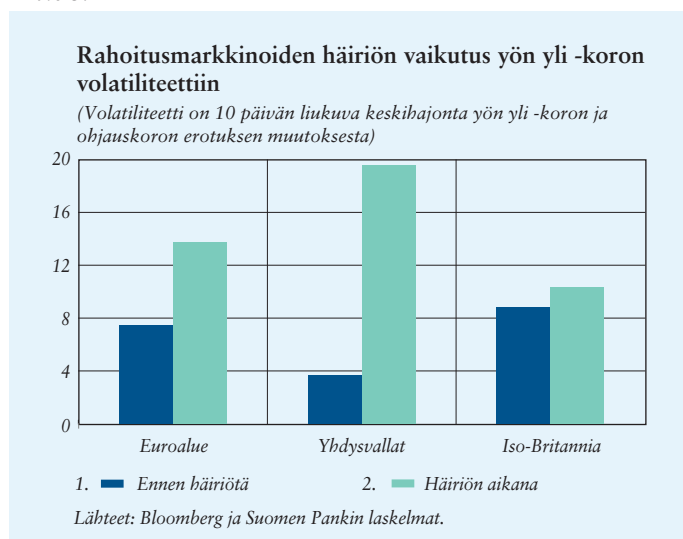
ensireaktio (9.8.2007) oli kasvattaa likviditeettiä 95 miljardilla eurolla, kun Fed tyytyi 12 miljardin dollarin likviditeettiruiskeeseen. EKP:n lainaama rahamäärä kasvatti yhden päivän ajan rahamarkkinoiden likviditeettiä keskiarvoon verrattuna noin 50 %, kun Fed puolestaan lähes tuplasi keskimääräisen dollarilikviditeetin.

Yhtäältä EKP:n muita kookkaammat käänteisoperaatiot sitovat huomattavasti markkinoiden vakuusmateriaalia. Mikäli vakuuksista on pulaa, tämä saattaa kasvattaa vakuudettomien ja vakuudellisten rahamarkkinakorkojen eroa. Toisaalta säännöllisten operaatioiden suuri volyyymi helpottaa keskuspankista otettavan jälleenrahoituksen maturiteettirakenteen muuttamista sekä antaa suuremmat vapausasteet vaikuttaa likviditeetinjaon ajoitukseen varantojenpitoperiodien sisällä.

Rahamarkkinoilla viimeisen puolen vuoden aikana koetut häiriöt ovat myös osoittaneet, että vaikka vähimmäisvarantovelvoite sitoo huomattavan määrän vakuusmateriaalia, keskiarvoistuksen myötä saatava joustovara ylittää selvästi järjestelmän kustannukset.

Keskuspankkien toisistaan poikkeavat reaktiot rahamarkkinahäiriöön ovat varsin helposti ymmärrettävissä, kun niitä peilataan keskuspankkien erilaisiin toimintatapoihin normaalioloissa. Häiriön aikana tehdyt muutokset ovatkin itse asiassa lähentäneet niiden toimintamalleja monessa suhteessa.

Kuvio 3.



Kaiken kaikkiaan nämä kolme tarkasteltua keskuspankkia ovat onnistuneet kohtuullisesti rahapolitiikan operationaalisen tavoitteen saavuttamisessa rahamarkkinoiden toimintakyvyn heikkenemisestä huolimatta (kuvio 3). Yön yli -korko oli poikkeuksellisen epävakaa lähinnä häiriötilan alussa elokuussa sekä vuodenvaihteen lähestyessä joulukuussa, mutta muutoin likviditeettipolitiikan eriasteisella keventämisellä on onnistuttu ehkäisemään se, että pitemmissä rahamarkkinakoroissa koko häiriötilan ajan jatkuneet epävarmuus ja epäluottamus olisivat siirtyneet varsinaisille keskuspankkirahan markkinoille.

*Asiasanat: rahapolitiikan toimeenpano, rahamarkkinahäiriö, Federal Reserve, Bank of England, Englannin pankki*



# Suomen Pankin organisaatio

1.2.2008

## PANKKIVALTUUSTO

Puheenjohtaja **Seppo Kääriäinen**, varapuheenjohtaja **Antti Kalliomäki**, **Pekka Ravi**,  
**Liisa Jaakonsaari**, **Martti Korhonen**, **Mika Lintilä**, **Tanja Saarela**,  
**Marja Tiura**, **Ben Zyskowitz**

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

## JOHTOKUNTA

<p><b>Erkki Liikanen</b> johtokunnan puheenjohtaja</p> <p><i>Rahapolitiikan valmistelu ja toteutus, EKP:n neuvoston ja yleisneuvoston kokousvalmistelut.</i></p> <p><i>Johdon sihteeristön osastopäällikön ja tarkastuspäällikön esimies.</i></p>	<p><b>Pentti Hakkarainen</b> johtokunnan varapuheenjohtaja</p> <p><i>Rahoitusmarkkinoiden vakauskysymykset, Rahoitustarkastuksen ja Vakuutusvalvontaviraston johtokunnan jäsenyys.</i></p> <p><i>Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osaston sekä hallinto-osaston osastopäälliköiden esimies.</i></p>	<p><b>Sinikka Salo</b> johtokunnan jäsen</p> <p><i>Pankkitoiminnot: maksuliike- ja rahahuoltopalvelut sekä Suomen Pankin omat sijoitukset.</i></p> <p><i>Pankkitoimintaosaston ja maksuvälineosaston osastopäälliköiden esimies.</i></p>	<p><b>Seppo Honkapohja</b> johtokunnan jäsen</p> <p><i>Tutkimustoiminta ja tietotekniikka.</i></p> <p><i>Rahapolitiikka- ja tutkimusosaston osastopäällikön esimies.</i></p>
---	---	--	--

Johtokunnan sihteeri Arno Lindgren

## OSASTOT

<p><b>Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto</b> <i>Antti Suvanto</i></p>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ennustetoimisto</li><li>• Tietopalvelutoimisto</li><li>• Seurantatoimisto</li></ul>	<p><b>Suirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT)</b></p>	<p><b>Tutkimusyksikkö</b></p>
<p><b>Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto</b> <i>Kimmo Virolainen</i></p>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Vakaustoimisto</li><li>• Yleisvalvontatoimisto</li></ul>	<p><b>Tilastoyksikkö</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Maksutasetoimisto</li><li>• Rahoitustilastotoimisto</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tilastojärjestelmä- toimisto</li></ul>
<p><b>Pankkitoimintaosasto</b> <i>Pentti Pikkarainen</i></p>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Markkinaoperaatioiden toimisto</li><li>• Riskienhallintatoimisto</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Sijoitustoimisto</li><li>• Selvitys- ja maksutoimisto</li><li>• TARGET-toimisto</li></ul>	
<p><b>Maksuvälineosasto</b> <i>Mauri Lehtinen</i></p>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Aluekonttorit Kuopio, Oulu, Tampere, Vantaa</li></ul>		
<p><b>Johdon sihteeristö</b> <i>Kjell Peter Söderlund</i></p>	<p><b>Kansainvälinen yksikkö</b> <b>Lakiasiaint yksikkö</b> <b>Viestintäyksikkö</b></p>	<p>Strategia- ja organisaatio- ryhmä</p>	<p>Johtokunnan sihteeripalvelut -ryhmä</p>
<p><b>Hallinto-osasto</b> <i>Esa Ojanen</i></p>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Hallintopalvelutoimisto</li><li>• Kielipalvelutoimisto</li><li>• Taloushallintotoimisto</li></ul>	<p><b>Henkilöstöyksikkö</b> <b>IT-yksikkö</b> <b>Turvallisuusyksikkö</b></p>	
<p><b>Sisäinen tarkastus</b> <i>Erkki Kurikka</i></p>			

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

# Julkaisut

Täydellinen julkaisuluettelo löytyy Suomen Pankin verkkopalvelusta (<http://www.suomenpankki.fi/>).

Julkaisujen tuotannossa on siirrytty entistä laajemmin sähköiseen julkaisemiseen ja jakeluun. Tutkimuksista ja selvityksistä mm. keskustelualoitteet sekä yleistajuiset selvitykset (A-sarja) ja tieteelliset erillisjulkaisut (E-sarja) ilmestyvät vain sähköisinä versioina eli verkkojulkaisuina.

Verkkosivuilla on maksuton palvelu, josta näitä julkaisuja voi tilata. Tilaaja saa sähköpostiinsa tiedon tilaamastaan julkaisusta heti sen ilmestyttyä.

Verkkojulkaisuja voi tilata osoitteessa [www.suomenpankki.fi](http://www.suomenpankki.fi) > Julkaisut > Sähköisten julkaisujen tilaaminen.

Euro & talous ja Bank of Finland Bulletin erikoisnumeroineen sekä Suomen Pankin ja EKP:n vuosikertomukset ilmestyvät myös painettuina. Niitä voi tilata osoitteessa <http://www.suomenpankki.fi> > Julkaisut > Painettujen julkaisujen tilaaminen. Samasta osoitteesta voi tilata aiemmin ilmestyneitä painettuja julkaisuja.

Suomen Pankki  
Bank of Finland  
PO Box 160  
**FI-00101** HELSINKI  
FINLAND



\*.2343\*