

EURO&TALOUS

2. 2009



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

Sisällys

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne	1
Rahoitusjärjestelmän vakaus	15
<i>Jarmo Kontulainen</i> Kymmenen vuotta yhteistä rahapolitiikkaa	29
<i>Antti Heinonen</i> Eurokäteinen säilyttänyt suosionsa.....	39
<i>Heidi Schauman</i> Finanssikriisi koettelee euroalueen talouden vakautta	47
<i>Jorma Hilpinen</i> Euroaika kansainvälisti Suomen talouden – taantuma heikentää ulkoista tasapainoa	55

Kannessa Kreikan 2 euron kolikon
kansallinen kuva-aihe: Häränhahmoinen
Zeus ryöstää Europan.

Euro & talous 2 • 2009

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

Päätoimittaja
Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto
Jouko Marttila, puheenjohtaja
Heli Huhtala
Seija Parviainen
Laura Vajanne
Jouko Vilmunen
Petri Uusitalo, sihteeri

Toimitus
Suomen Pankin kieli- ja julkaisupalvelu-
toimisto

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

Painopaikka
Multiprint Oy, Helsinki 2009

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata,
mutta lähde on mainittava.

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

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

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

29.5.2009

Maailmantalouden syvä taantuma on jatkunut alkuvuoden 2009 aikana. Kehittyneissä talouksissa, kuten Suomessa, tuotannon määrä on supistunut selvästi, ja taloustilanne on heikentynyt merkittävästi myös useissa kehittyvissä talouksissa. Myös maailmantalouden lähiaikojen näkymät ovat heikot, vaikka jyrkimmän laskun vaihe vaikuttaakin olevan ohitse. Inflaatiopaineet ovat väistyneet monissa maissa, mikä on antanut tilaa keskuspankkien rahapolitiikan keventämiselle.

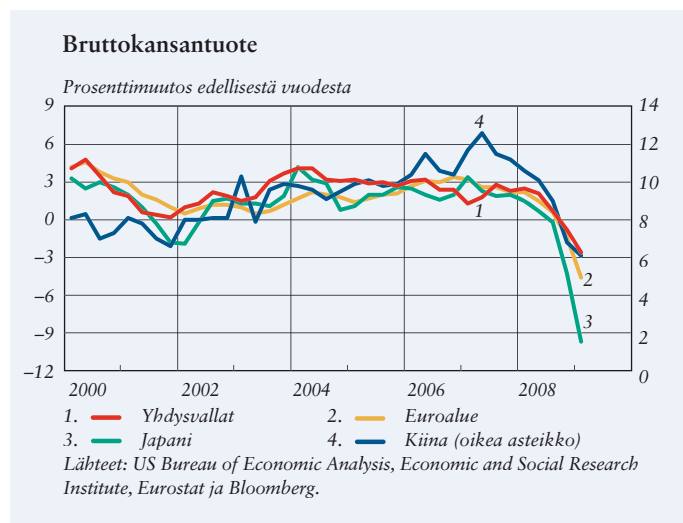
Maailmantalouden kehitys alkoi heikentyä voimakkaasti vuoden 2008 lopussa, ja vaikea taloustilanne on jatkunut vuoden 2009 alkukuukausiina. Bruttokansantuotteen supistuminen kiihtyi vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa (kuvio 1). Kasvu hidastui selvästi myös Kiinassa. Maailmantalouden syvän taantumataustalla on syksyllä 2008 nähty rahoitusmarkkinoiden kriisiytyminen, jonka vaikutukset ovat levinneet laajasti ja nopeasti reaali-talouteen. Myös monien kehittyvien maiden talouskehitys on heikentynyt huomattavasti kriisin seurauksena, ja erityisesti eräissä Aasian ja Itä-Euroopan maissa kokonaistuotanto on supistunut jyrkästi.

Yhdysvaltain asuntolainamarkkinoilta kesällä 2007 käynnistyneen rahoitusmarkkinahäiriön kärjistymisen kriisiksi syksyllä 2008 alensi tuntuvasti varallisuusarvoja, kasvatti risikilisiä ja heikensi luottomarkkinoiden toimintaa kaikilla keskeisillä talous-

alueilla. Kriisi lisäsi merkittävästi taloustoimijoiden tulevaa talouskehitystä kohtaan tuntemaa epävarmuutta, mikä kasvatti kotitalouksien varovaisuussäästämistä ja leikkasi yritysten investointeja. Erityisesti teollisuusyritysten luottamusta kuvaavat indikaattorit laskivat vuoden 2009 alkukuukausiin saakka voimakkaasti, ja teollisuustuotanto supistui selvästi yritysten vähentäessä varastojaan kysyntänäkymien synkentyessä (kuvio 2).

Maailmantalouden kasvunäkymien heikentyminen on heijastunut myös kansainvälisten järjestöjen tuoreisiin ennusteisiin. Esimerkiksi Kansainvälinen valuuttarahasto IMF ennustaa maailman bruttokansantuotteen supistuvan 1,3 % vuonna 2009 ja ajautuvan näin syvimpään rauhanaikaiseen taantumaan sitten 1930-luvun. Vielä vuonna 2007 maailman bruttokansantuote kasvoi noin 5 prosentin ja vuonna 2008 noin 3 prosentin vauhtia.

Kuvin 1.



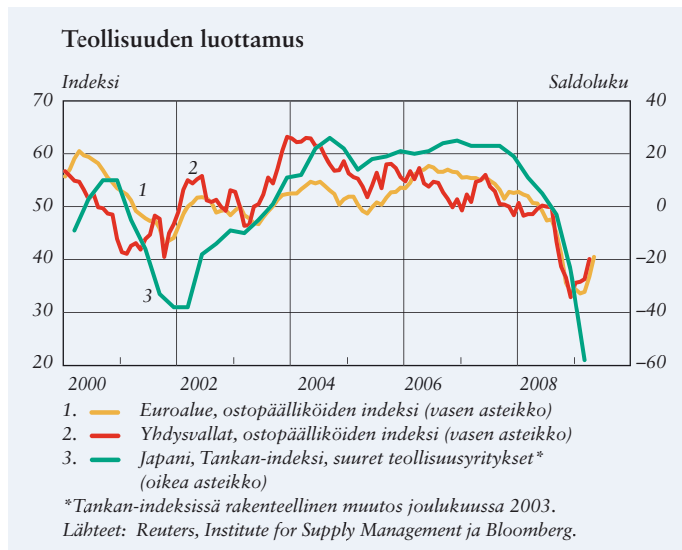
Myös kehittyvien talouksien kasvun ennakoitaan hidastuvan selvästi. Taantumasta toipuminen on ennusteiden mukaan hyvin jähmeää, ja riskinä on maailmantalouden ajautuminen pitkäkestoiseen hitaan kasvun ajanjaksoon.

Viranomaiset ovat ympäri maailmaa ryhtyneet nopeisiin ja laaja-alaisiin toimiin rahoitusjärjestelmän toiminnan turvaamiseksi ja maailmanta-

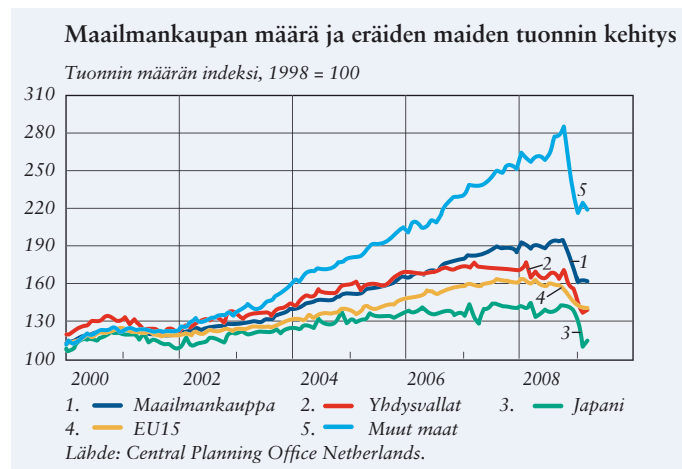
louden elvyttämiseksi. Rahoituslaitoksia on tuettu pääomasijoitusten ja varainhankinnan takausten avulla, julkista kulutusta ja investointeja on lisätty paikoin huomattavastikin ja vaikeuksiin ajautuneiden kotitalouksien ja yritysten asemaa on pyritty helpottamaan erilaisilla tukitoimilla. Lisäksi keskuspankit ovat laskeneet ohjauksorkonsa poikkeuksellisen alhaisiksi ja lisänneet merkittävästi luotonantoon rahoituslaitoksille.

Viime kuukausina on saatu joitakin merkkejä siitä, että maailmantalouden rajuimman heikentymisen vaihe on ohitettu. Tämä on näkynyt mm. useiden luottamusindikaattoreiden laskun pysähtymisenä, uusien tilauksien määrää koskevien mittareiden kääntymisenä osoittamaan nousua, osakekurssien kohoamisena ja riskilisten pienenemisenä. Tilanne on jonkinasteisesti vakautunut paitsi edellä mainittujen mittavien talouspoliittisten tukitoimien ansiosta myös yritysten varastojen sopeutuksen etenemisen takia. Monilla yrityksillä on ollut tarve pienentää varastojaan kysynnän heikennyttyä, mikä on osaltaan vähentänyt teollisuustuotantoa. Maailmantalouden nopeaa elpymistä ei kuitenkaan ole näköpiirissä. Työttömyyden kasvu, rahoitusjärjestelmän toimintakyvyn heikkeneminen samoin kuin tarve vähentää viime vuosina kertynyttä suurta velkataakkaa suitsevat merkittävästi maailmantalouden toipumista. Lisäksi riskinä on, että työttömyyden ja konkurssien kasvun aikaansaama luottotappioi-

Kuvio 2.



Kuvio 3.



den lisääntyminen alkaa uudelleen heikentää rahoituslaitosten tilaa ja niiden kykyä myöntää luottoja.

Taloustilanteen heikentyminen on heijastunut selvästi myös maailmankauppaan, joka supistui voimakkaasti vuoden 2008 lopussa (kuvio 3). Vuoden 2009 helmi- ja maaliskuun tietojen perusteella maailmankaupan heikoimman kehityksen vaihe näyttäisi kuitenkin olevan takana. Samaan viittaavat myös laivarahtien hinnat, jotka ovat viime kuukausina nousseet varovaisesti (kuvio 4). Kaupan nopeaa elpymistä ei kuitenkaan näillä näkymin ole luvassa, ja esimerkiksi IMF:n ennusteen mukaan maailmankauppa supistuu vuonna 2009 peräti 11 % edellisvuotisesta.

Myös Suomen talouskehitys on heikentynyt huomattavasti vuoden 2009 alkukuukausina. Talouden heikentyminen on ollut laaja-alaista, mutta erityisen selvästi maailmanlaajuinen taantuma on koetellut Suomen vientiä ja teollisuustuotantoa. Rahoituksen saatavuuden vaikeutuminen sekä kysynnän vaimentuminen ovat puolestaan synkettäneet maamme rakennusalan näkymiä. Vaikka joitain merkkejä kokonaistuotannon pudotuksen hidastumisesta on nähtävissä, ovat lähiaikojen näkymät Suomen taloudessa yhä heikot.

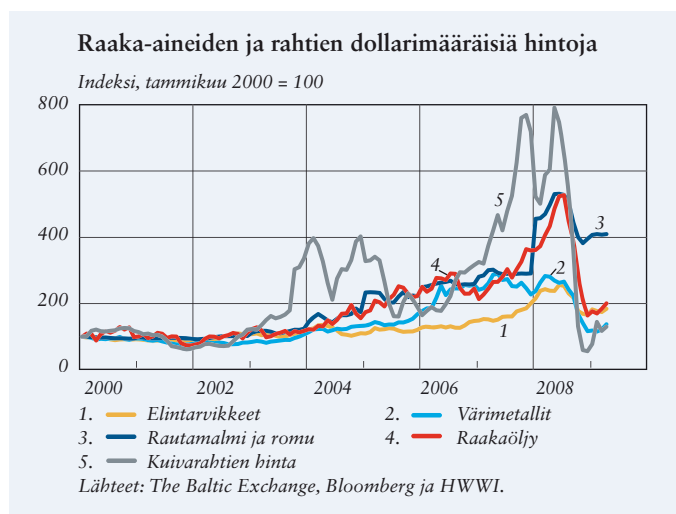
Inflaatiopaineet väistyneet

Samalla kun maailmantalouden kehitys on heikentynyt voimakkaasti, ovat inflaatiopaineet väistyneet keskeisillä talousalueilla (kuvio 5). Vuoden 2009

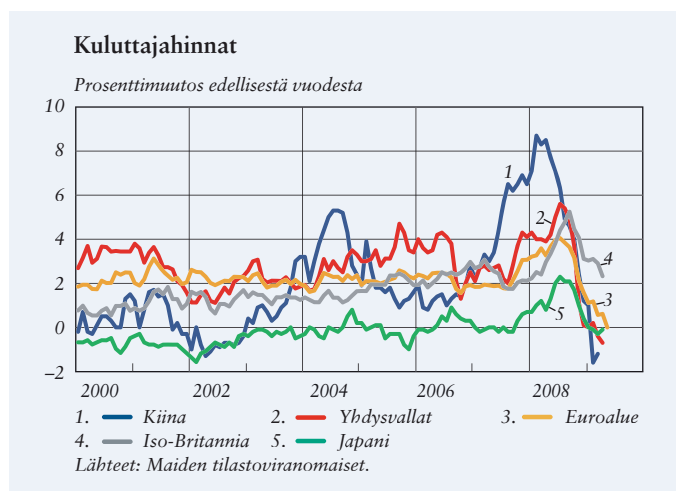
alkukuukausina vuosi-inflaatiovauhti vaimeni negatiiviseksi Japanissa, Kiinassa ja Yhdysvalloissa.

Inflaation nopea hidastuminen on ennen kaikkea kuvastanut kesällä 2008 alkanutta energian ja muiden raaka-aineiden hintojen voimakasta alenemista (kuvio 4). Sen sijaan muiden tuotteiden ja palveluiden hinnoissa ei ole nähty laaja-alaista laskua.

Kuvio 4.



Kuvio 5.



Raaka-aineidenkin hintojen aleneminen taittui vuoden 2009 alkukuukausina, kun raaka-aineiden tuottajat vastasivat kysyntänäkymien heikkenemiseen leikkaamalla tuotantoaan. Viime kuukausina useiden raaka-aineiden, kuten raakaöljyn ja kuparin, hinnoissa on nähty ajoittain jopa selvää nousua. Tämä heijastanee paitsi pahimpien taantumapelkojen hälvenemistä myös tarjonnan vähenemistä.

Kuluttajahintojen nousu pysynee lähikuukausina hitaana monissa maissa. Työmarkkinoiden tilan heikentyminen ja teollisuuden vapaana olevan tuotantokapasiteetin kasvu vähentävät kustannusten nousupaineita samalla, kun lopputuotteiden kysyntä säilyy yleisesti heikkona.

Rahoitusmarkkinoilla suuria julkisen vallan tukitoimia

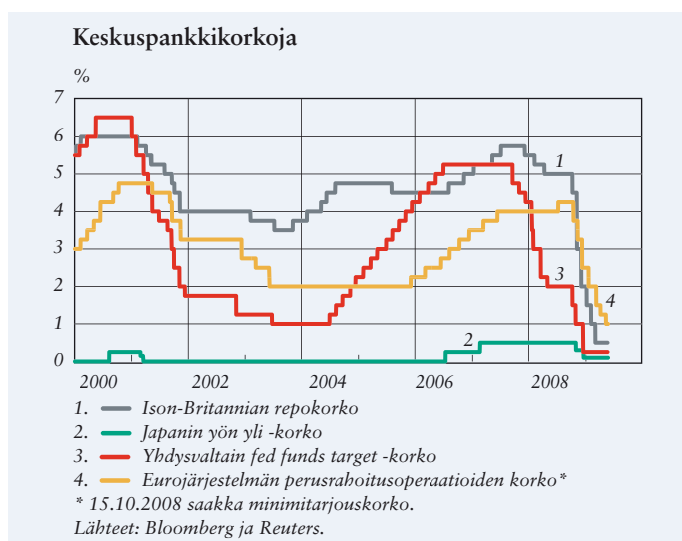
Eri maiden viranomaiset ovat jatkaneet alkuvuoden 2009 aikana erilaisia

toimenpiteitä rahoitusmarkkinoiden toimintakyvyn tukemiseksi. Pääomasisjoitusten ja varainhankinnan takausten avulla on pyritty turvaamaan rahoituslaitosten toiminnan ja luotonannon jatkuminen. Yhdysvalloissa valtiovarainministeriö esitteli maaliskuussa 2009 ohjelman, jonka kautta rahoituslaitosten ongelmallisia omaisuuseriä ostetaan yksityisiä ja julkisia varoja yhdistävän järjestelyn avulla. Samalla valtiovarainministeriö ilmoitti suorittavansa yhdysvaltalaisille rahoituslaitoksille ns. stressitestit, joilla pyritään arvioimaan pankkien toimintakykyä myös odotettua heikommän taloustilanteen vallitessa (ks. myös Rahoitusjärjestelmän vakaus-artikkeli tässä lehdessä).

Keskuspankit ovat niin ikään jatkaneet toimiaan rahoitusmarkkinoiden toiminnan tukemiseksi (ks. kehikko). Tämä on näkynyt erityisesti keskuspankkien rahoituslaitoksille antaman likviditeetin määrän lisääntymisenä ja lainanannossa käytettyjen instrumenttien kirjon kasvuna. Lisäksi keskuspankit ovat alkaneet tukea suoraan eräiden rahoitusmarkkinoiden osien toimintaa ostamalla jälkimarkkinakelpoisia arvopapereita. Keskuspankit ovat myös pitäneet ohjauksorkonsa poikkeuksellisen alhaisina (kuvio 6).

Myös Euroopan keskuspankki (EKP) on jatkanut toimenpiteitä, joilla se pyrkii tukemaan rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja talouden elpymistä. EKP on edelleen pitänyt likviditeetin määrän rahoitusjärjestelmäs-

Kuvio 6.



sä suurena. Toukokuussa 2009 EKP ilmoitti myös tuovansa aiemmin käytössä olleiden 6 kuukauden pituisten pitempiäikaisten rahoitusoperaatioidensa rinnalle uuden pitkäaikaisen operaation, jonka maturiteetti on 12 kuukautta. Samalla EKP:n neuvosto teki periaatepäätöksen, jonka mukaan eurojärjestelmä ostaa euroalueella liikkeeseen laskettuja euromääräisiä katettuja joukkovelkakirjoja. EKP:n neuvosto päätti myös hyväksyä Euroopan investointipankin (EIB) eurojärjestelmän rahapoliittisten operaatioiden vastapuoleksi. Näiden toimenpiteiden tarkoituksena on edistää rahamarkkinakorkojen laskua, rohkaista luotonantoa, parantaa keskeisten velkaperimarkkinoiden likviditeettiä sekä helpottaa pankkien ja muiden yritysten rahoitustilannetta.

EKP on myös edelleen alentanut ohjaukorkoaan. Tällä hetkellä korko on 1 %. Yhteensä korkoa on loka-kuun 2008 jälkeen laskettu 3,25 prosenttiyksikköä. Koronlaskuille on antanut tilaa inflaatiopaineiden väistyminen samalla, kun euroalueen talouskehitys on huomattavasti heikentynyt.

Viranomaisten mittavat tukitoimenpiteet ovat edesauttaneet viime kuukausina rahoitusmarkkinoiden tilan kohentumista ja vähentäneet pahimpia pelkoja kriisin syvenemisestä. Tämä on näkynyt mm. siinä, että vakuudettomien ja vakuudellisten korkojen erot ovat kaventuneet pankkien välisillä markkinoilla, luottoriskiltä suojautumisen hinta on yleisesti

laskenut ja yritysten velkapapereiden riskilisät ovat pienentyneet (kuvio 7). Lisäksi rahoituslaitosten luotonannon ehdot eivät keskuspankkien rahoituslaitoksille tekemien kyselytutkimusten¹ mukaan enää ole kiristyneet yhtä nopeasti euroalueella ja Yhdysvalloissa kuin vielä jokin aika sitten.

Rahoitusmarkkinakriisin vaikeimman vaiheen helpottaminen on näkynyt erityisen selvästi osakekurseissa, jotka ovat viime kuukausina kääntyneet nousuun kaikilla keskeisillä talousalueilla (kuvio 8). Samalla osakesijoittajien epävarmuutta kuvaavat mittarit, kuten Yhdysvaltain osakekurssien odotettua tulevaa heilahtelua kuvaava VIX-indeksi, ovat

¹ EKP:n ja Yhdysvaltain keskuspankin tekemien kyselyiden tuloksista tarkemmin: www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html sekä www.federalreserve.gov/boarddocs/snloansurvey/200905.

Kuvio 7.



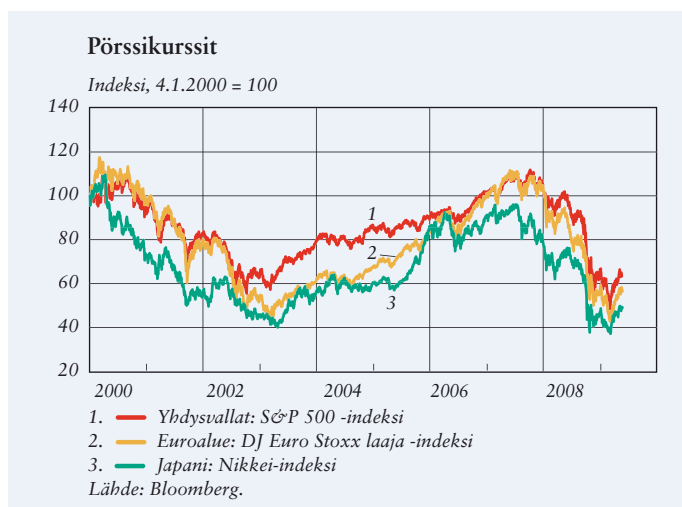
alkaneet osoittaa epävarmuuden vähenemisen suuntaan (kuvio 7). Rahoitusmarkkinakriisiä edeltävään aikaan verrattuna osakekurssit ovat kuitenkin yhä matalalla tasolla ja epävarmuus tulevasta kehityksestä on suuri.

Pitkääikaisten valtionlainojen korot ovat keskeisillä talousalueilla kääntyneet viime kuukausina lievään nousuun (kuvio 9). Näin on käynyt siitä huolimatta, että lyhyiden rahoitusmarkkinakorkojen taso on pysynyt

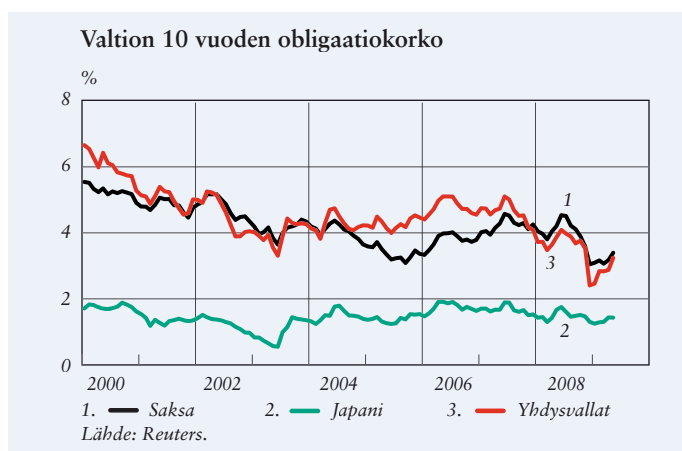
keskuspankkien tukitoimien myötä hyvin alhaisena. Pitkiä korkoja on ilmeisesti nostanut paitsi valtiontalouksien velkaantumisen kasvu, myös se, että luottamus talouskasvun vähittäiseen elpymiseen on parantunut. Lisäksi pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat hieman kasvaneet markkinoiden deflaatiopelkojen vähennyttyä, mikä on niin ikään ollut nostamassa pitkiä korkoja.

Keskeisten talousalueiden valuuttakurssit eivät ole viime kuukausien aikana suuresti vaihdelleet. Nimellisellä kauppapainoisella indeksillä mitattuna euron, Yhdysvaltain dollarin ja Japanin jenin kurssit ovat pysyneet lähellä viime vuodenvaihteessa vallinneita tasoja. Rahoitusmarkkinoiden riskinottohalukkuuden lisääntyminen on näkynyt siinä, että perinteisesti turvallisenä sijoituskohteena pidetyn Yhdysvaltain dollarin vahvistuminen on pysähtynyt. Pahimpien rahoituskriisipelkojen hellittäessä myös useat aiemmin voimakkaasti heikentyneet kehittyvien maiden valuutat ovat alkaneet varovaisesti vahvistua.

Kuvio 8.



Kuvio 9.



Yhdysvalloissa tuotannon supistuminen jatkuu

Yhdysvaltain BKT:n määrä supistui alustavien tietojen mukaan vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä 1,5 % edellisestä neljänneksestä ja 2,6 % edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta. Erityisesti investointien väheneminen oli voimakasta heikkojen talousnäkymien synkentäessä yritysten tuotanto-odotuksia ja rahoitus-

tuksen saannin pysyessä vaikeana. Yritykset jatkoivat myös varastojensa supistamista. Yksityinen kulutus alkoi puolestaan vuoden 2009 alkukuukausina lievästi kasvaa supistuttuaan selvästi edellisvuoden jälkipuoliskolla. Varallisuusarvojen aiempi lasku, työttömyyden kasvu ja varovaisuussääntämisen lisääntyminen hillinnevät tulevaisuudessa kuitenkin selvästi kulutuskysyntää.

Yhdysvaltain talouden heikentyminen on indikaattoritietojen perusteella loiventunut hieman viime aikoina. Esimerkiksi vuoden 2008 loppupuolella alkanut teollisuuden, palvelualojen ja kuluttajien luottamusindikaattoreiden jyrkkä lasku on viime kuukausina pysähtynyt. Useimmat indikaattorit pysyttelevät kuitenkin yhä hyvin matalilla tasoilla. Nopeaa talouskasvun elpymistä ei Yhdysvalloissa ole siten odotettavissa.

Tilanne Yhdysvaltain työmarkkinoilla on heikentynyt rajusti vuoden 2009 alkukuukausina. Vuoden 2007 lopun jälkeen maan työmarkkinoilta on kadonnut noin 6 miljoonaa työpaikkaa, mikä on enemmän kuin yhdessäkään aiemmassa toisen maailmansodan jälkeen koetussa taantumassa (kuvio 10). Samalla myös työttömyysaste on noussut selvästi ja oli huhtikuussa noin 9 %. Niin ikään Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden tila on pysynyt heikkona, vaikka joitakin merkkejä asuntokaupan vilkastumisesta on havaittavissa.

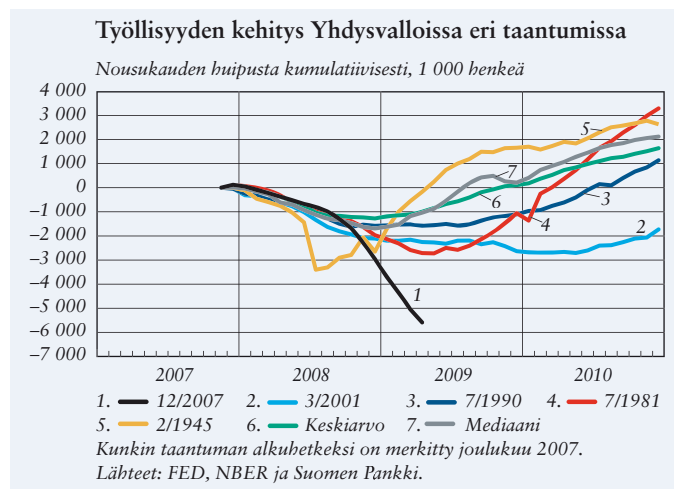
Kansainväliset järjestöt ovat viime aikoina edelleen heikentäneet

Yhdysvaltain lähiaikojen kasvuennusteita. Huolimatta mittavista talouspoliittisista tukitoimista talouden odotetaan vuonna 2009 supistuvan 3–4 % edellisvuotisesta. Yksityisen kulutuksen ja erityisesti investointien nähdään pysyvän hyvin vaatimattomina.

Rahoitusmarkkinakriisin vaikutukset levinneet myös Aasiaan

Japanin talous on ajautunut syvään taantumaan. Vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä bruttokansantuotteen määrä supistui 4 % edellisestä neljänneksestä eli suunnilleen saman verran kuin vuoden 2008 lopulla. Maailmankaupan supistuminen on iskenyt voimalla Japanin talouteen, jolle viennin merkitys on perinteisesti ollut suuri. Viennin määrä onkin supistunut vuoden 2009 alkukuukausina voimakkaasti samalla, kun teollisuustuotanto on romahtanut. Työmarkkinatilanteen heikentyminen ja

Kuvio 10.



Maailmankaupan supistuminen on vaikuttanut voimakkaasti useisiin Aasian maihin.

vaisu tulokehitys ovat puolestaan jarruttaneet yksityisen kulutuksen kasvua. Japanin viranomaiset ovatkin käynnistäneet mittavia finanssipoliittisia tukitoimia talouden elvyttämiseksi. Kansainvälisten järjestöjen uusimpien ennusteiden mukaan Japanin talous supistuu kuitenkin vuonna 2009 selvästi edellisvuotisesta.

Maailmankaupan supistuminen on vaikuttanut voimakkaasti myös useisiin Japanin ulkopuolisiin Aasian maihin, jotka ovat riippuvaisia viennistä. Esimerkiksi Singaporen BKT:n määrä supistui vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä yli 11 % edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta. Kiinassa kasvu hidastui vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä 6,1 prosenttiin. Vuoden 2008 viimeisellä neljänneksellä kasvua kertyi 6,8 %. Vientinäköymien heikentymisestä huolimatta Kiinan kotimainen kysyntä on pitänyt talouskasvun melko ripeänä. Viime kuukausina myös teollisuustuotannon ja luotonannon kasvu on kiihtynyt uudelleen. Tätä kehitystä ovat edesauttaneet maan viranomaisten toteuttamat tukitoimet, joilla pyritään edistämään mm. infrastruktuurirakentamista.

Euroalueen lähiajan talousnäköymät heikot

Euroalueen bruttokansantuotteen määrä jatkoi voimakasta supistumistaan vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä. Edellisestä neljänneksestä pudotusta kertyi 2,5 % ja vuodentakaisesta 4,6 %. Bruttokansantuotteen

määrä väheni selvästi kaikissa euroalueen suurissa maissa. Erityisen rajua heikentyminen oli Saksassa, jossa tuotannon määrä väheni 3,8 % edellisestä neljänneksestä viennin ja investointien supistumisen vetämänä.

Euroalueen talouden lähiajan kasvunäkymät ovat pysyneet heikkoina. Monet liike-elämän luottamusta kuvaavat indikaattorit laskivat vuoden 2009 alkukuukausina poikkeuksellisen matalalle. Näin kävi mm. Euroopan komission julkaisemalle teollisuuden luottamusindikaattorille, kun yritysten tilauskantojen pieneminen synkensi teollisuuden näkymiä. Kevään mittaan useimpien luottamusindikaattoreiden lasku on pysähtynyt. Merkkejä talouden nopeasta elpymisestä ei kuitenkaan edelleenkään ole nähtävissä.

Euroalueen talouden heikko kehitys heijastaa osin euroalueen viennin vaikeuksia. Viennin arvo väheni tammi-maaliskuussa 2009 noin 20 % edellisvuoden vastaavasta ajankohdasta. Vienti kaikille keskeisille vientimarkkinoille on heikentynyt, mutta erityisen voimakkaasti on supistunut vienti uusiin EU-jäsenmaihin. Euroalueen viennin vaimentuminen on iskenyt voimalla myös euroalueen teollisuustuotantoon, joka on supistunut voimakkaasti vuoden 2008 jälkipuoliskolta lähtien (kuvio 11). Yritysten tarve vähentää varastojaan kysyntänäköymien heikennyttyä on niin ikään leikannut tuotantoa.

Vaikka euroalueen yksityisen kulutuksen supistuminen ei vähittäis-

kauppaa koskevien tilastojen perusteella ole ollut yhtä rajua kuin teollisuustuotannon pudotus (kuvio 11), on kulutuskysynnän kehitys silti ollut vuoden 2008 jälkipuoliskolta lähtien vaisua. Talouden näkymien heikentyminen ja työttömyyspelkojen lisääntyminen ovat todennäköisesti lisänneet kotitalouksien varovaisuussäästämistä, eikä edes inflaation hidastumisen aiheuttama ostovoiman kasvu ole saanut kulutusta kohenemaan. Autokauppa on kuitenkin saanut ainakin tilapäistä tukea monissa maissa toimeenpannuista ns. romuttamisohjelmista, joissa on maksettu tukipalkkioita vanhojen autojen romuttamisesta ja vaihtamisesta uusiin, aiempaa ympäristöystävällisempiin malleihin.

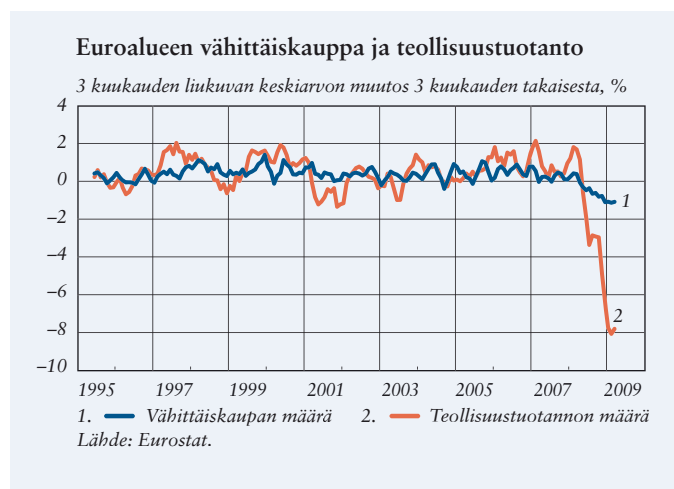
Euroalueen taloustilanteen synkentyminen on näkynyt myös työmarkkinoiden kehityksessä. Euroalueen työttömyysaste nousi maaliskuussa 2009 lähes 9 prosenttiin, kun se vielä edellisvuoden loppupuolella oli ollut 8 prosentin tuntumassa. Myös työllisten määrä alkoi vuoden 2008 jälkipuoliskolla pienetä ensimmäisen kerran lähes viiteen vuoteen. Työttömyysaste on noussut kaikissa euroalueen suurissa maissa, tosin Saksassa nousu on ollut vaimeampaa kuin muissa maissa. Sen sijaan Espanjassa työmarkkinoiden tilan heikentyminen on ollut rajua erityisesti rakennus- ja palvelusektoreilla, ja työttömyysaste on noussut nopeasti yli 17 prosenttiin.

Uusimmissa kansainvälisten järjestöjen ennusteissa nähdään euroalueen talouden supistuvan vuonna

2009 selvästi. Euroopan komission, OECD:n ja IMF:n ennusteiden mukaan bruttokansantuotteen odotetaan supistuvan 3–4 %, mikä kuvastaa sekä yksityisen kulutuksen, investointien että viennin heikkoa kehitystä.

Taloustilanteen nopea heikentyminen on heijastunut myös julkistalouksien tilaan euroalueella. Julkisen talouden alijäämä kasvoi 1,9 prosenttiin BKT:stä vuonna 2008, ja vuonna 2009 Euroopan komissio ennustaa alijäämän kasvavan peräti 5,3 prosenttiin. Julkistalouksien tilan voimakas heikentyminen johtuu komission mukaan erityisesti verotulojen vähenemisestä, työttömyyskorvausmenojen lisääntymisestä ja talouden elvytystoimista. Samalla julkisen talouden velka suhteessa BKT:hen kasvaa merkittävästi. Neljä euroalueen maata (Espanja, Irlanti, Kreikka ja Ranska) kuuluu tällä hetkellä liiallisen alijäämän menettelyn piiriin.

Kuvin 11.



Inflaation hidastuminen johtuu elintarvikkeiden hintojen nousun hiipumisesta ja energian hintojen laskemisesta.

Euroalueen inflaatio hidastunut selvästi

Euroalueen yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä mitattu kuluttajahintojen nousuvauhti hidastui 0,6 prosenttiin maalisi- ja huhtikuussa 2009. Ennakkotiedon mukaan toukokuussa kuluttajahinnat olivat keskimäärin samalla tasolla kuin vuotta aiemmin. Inflaation hidastuminen on ollut nopeaa, sillä vielä vuoden 2008 lopulla inflaatio oli 2 prosentin tuntumassa. Inflaation hidastuminen johtuu elintarvikkeiden hintojen nousuvauhdin hiipumisesta sekä energian hintojen kääntymisestä laskuun. Sen sijaan palveluiden ja teollisuustuotteiden hintakehitys ei ole muuttunut merkittävästi.

Euroalueen kysyntä- ja kustannuspaineiden vähäisyys viittaa siihen, että kuluttajahintojen nousu pysyy heikkona lähikuukausien aikana. Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin vuosimuutos todennäköisesti

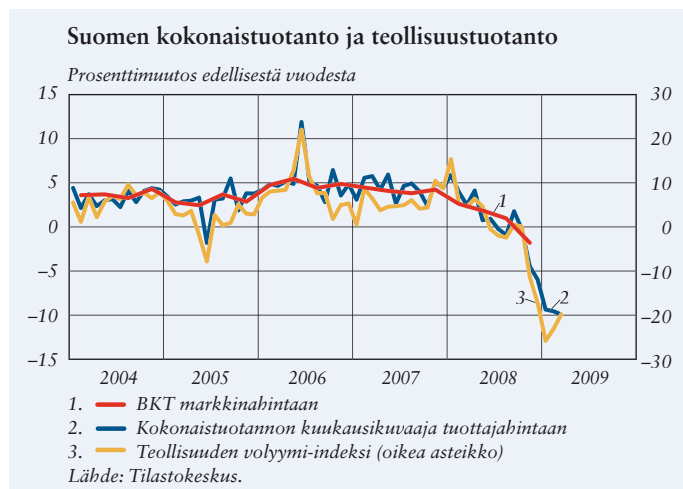
painuu muutaman kuukauden ajaksi negatiiviseksi vuoden puolivälin tienoilla energian hinnan vuodentakaisen vertailuajankohdan korkean tason vuoksi. Hintojen pitkäaikaisesta ja laaja-alaisesta laskusta ei euroalueella kuitenkaan ole merkkejä. Myöskään rahoitusmarkkinainformaatiosta johdettavat pitkän aikavälin inflaatio-odotukset eivät viittaa yleisen hintatason laskuun.

Suomen talouskehitys alkuvuonna hyvin heikkoa

Suomen talous supistui indikaattoritietojen perusteella voimakkaasti vuoden 2009 alkupuolella. Tuotannon suhdannekuvaajan mukaan tuotanto väheni vajaat 10 % tammi-maaliskuussa edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta (kuvio 12). Taloudellisen toimeliaisuuden vähentyminen on ollut laaja-alaista ja koskenut kaikkia keskeisiä toimialoja. Viimeaikaiset indikaattori- ja tilastotiedot kuitenkin viittaavat siihen, että talouden supistumisen vauhti on hidastumassa.

Globaalin investointikysynnän heikkous on näkynyt Suomen viennin ja teollisuustuotannon voimakkaana pudotuksena alkuvuonna. Viennin arvo väheni yli kolmanneksen ja teollisuustuotanto yli viidenneksen tammi-maaliskuussa edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta. Viennin ja teollisuuden tuotannon supistuminen on ollut laaja-alaista. Teollisuuden kapasiteetin käyttöasteet ovat selkeästi normaalia matalampia. Myös teollisuuden saamien uusien tilausten

Kuvio 12.



virta on selvästi tyrehtynyt, ja tilauskannat ovat supistumassa. Kysynnän vähyden ohella tuotannon pieneneeseen on vaikuttanut myös yritysten tarve purkaa varastojaan. Varastojen purku jatkuu lähiaikoina, sillä kyselytietojen perusteella varastot ovat vielä normaalia suurempia.

Myös rakentamisen kehitys on ollut alkuvuonna heikkoa, kun rahoituksen saatavuus on vaikeutunut ja kysyntä vähentynyt. Tilastojen mukaan uudisrakentaminen on supistunut viidenneksen, ja rakennuslupien määrä on vähentynyt selvästi kaikilla keskeisillä rakentamisen osa-alueilla. Asuinrakentamisen aloituksia hillitsee uusien myymättömien asuntojen runsas määrä. Muuta rakentamista rajoittaa talousnäkymien heikkouden lisäksi tilatarjonnan voimakas kasvu viime vuosina. Rakennusalan yritysten lähiajan tuotanto-odotukset ovatkin synkät, ja alan työllisyyden arvioidaan vähenevän.

Myös palveluissa kehitys on ollut heikonpuoleista, kun työttömyyden kasvu ja kotitalouksien luottamuksen heikkeneminen ovat vähentäneet kulutushaluja. Vähittäiskaupan myynti vähenikin tammi-maaliskuussa yli 4 % edellisvuotisesta.

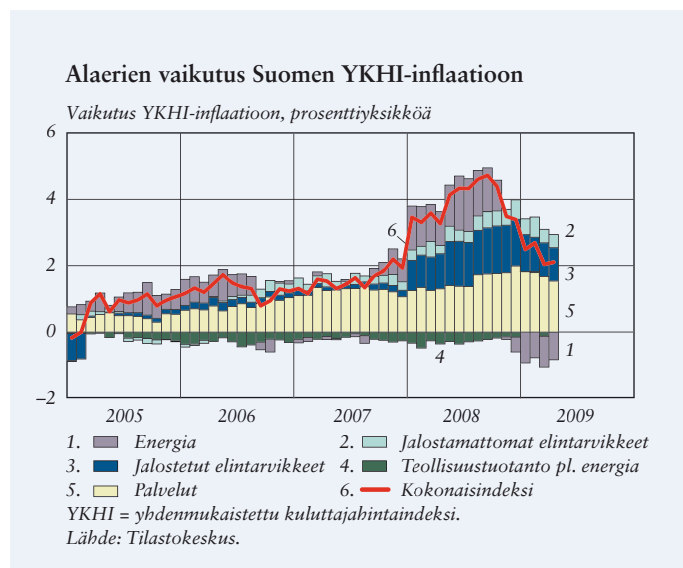
Vaikea taloustilanne on näkynyt myös työmarkkinoilla. Työttömiä oli huhtikuussa 68 000 enemmän kuin vuotta aiemmin ja työttömyysasteen trendi nousi 8,2 prosenttiin. Samalla avoimien työpaikkojen määrä jatkoi laskuaan. Tammi-huhtikuussa yritykset ovat irtisanoneet henkilöstöä jo

saman verran kuin koko vuonna 2008 yhteensä. Myös lomautettujen määrä on lisääntynyt erittäin voimakkaasti. Tilastointikäytäntöjen vuoksi vain osa lomautetuista on mukana virallisissa työttömyystilastoissa.

Yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä mitattu inflaatio on hidastunut Suomessa alkuvuonna. Huhtikuussa inflaatio oli 2,1 % (kuvio 13). Inflaatiota ovat vaimentaneet elintarvikkeiden hinnannousun hidastuminen ja polttonesteiden halpeneminen. Kuluttajahintojen nousuvauhdin selvästä hidastumisesta huolimatta Suomen inflaatio on edelleen euroalueen keskiarvoa nopeampaa.

Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne

Kuvio 13.



Rahapolitiikan epätavanomaiset välineet

Taloustaantumien vakavuus ja keskuspankkikorkojen painuminen lähelle nolaa ovat pakottaneet keskuspankit turvautumaan uusiin välineisiin rahoitusmarkkinoiden toiminnan turvaamiseksi ja rahoituksen saatavuuden helpottamiseksi. Ensi vaiheessa toimet kohdistuivat rahoitusmarkkinoiden likviditeetin ja vakauden turvaamiseen. Mm. pankeille myönnetyn keskuspankkiluoton määrää kasvatettiin voimakkaasti, luoton vakuudeksi kelpaavien arvopapereiden kirjoja ja rahamarkkinaoperaatioiden vastapuolten joukkoa laajennettiin ja lainojen maturiteettia pidennettiin. Rahoitusmarkkinoiden toimintaan liittyneiden pahimpien uhkien väistyttyä uusia välineitä on käytetty markkinoiden tiettyjen osasektorien tai rahoitusinstrumenttien likviditeetin parantamiseen sekä yleisemminkin reaalityökalouden tarpeisiin välittyvän rahoituksen lisäämiseen.

Keskuspankkien epätavanomaiset toimet ovat näkyneet niiden taseiden voimakkaana kasvuna. Esimerkiksi Euroopan keskuspankin tase kasvoi syyskuun 2008 alun 1 440 mrd. eurosta suurimmillaan 2 044 mrd. euroon vuoden lopussa. Pankkien välisten markkinoiden toipuessa tase on supistunut noin 1 800 mrd. euroon toukokuussa 2009. Yhdysvaltojen keskuspankin Federal Reserven (Fed) tase on kasvanut vastaavana aikana 946 mrd. dollarista noin 2 200

mrd. dollariin eli yli kaksinkertaiseksi.

Fedin epätavanomaiset välineet

Fedin epätavanomaiset rahapolitiittiset toimet käynnistyivät syyskuussa 2007, kun se kavensi maksuvalmiusluottokoron ja ohjauskoron eroa ja pidensi maksuvalmiusluoton maturiteettia. Samalla pankeille tarjottiin uusi kolmen kuukauden maturiteettiin saakka ulottuva luottokanava. Maksuvalmiusluotto-oikeus laajennettiin koskemaan markkinatakaajia, ja näille myönnettiin oikeus lainata keskuspankilta valtion velkapapereita epälikvidejä markkinainstrumentteja vastaan.

Lokakuussa 2008 Yhdysvaltain keskuspankki ulotti likviditeettitukensa yritystodistusmarkkinoille ja tiettyihin rahoituslaitoksiin, kuten rahamarkkinarahastoihin. Yritystodistusten ostot olivat suurimmillaan tammikuussa 2009 noin 350 mrd. dollaria. Lainojen määrä on sittemmin supistunut riskilisien kavennuttua. Fed ryhtyi antamaan lainaa myös uusia omaisuusvakuudellisia velkainstrumentteja vastaan. Niiden vakuutena voidaan käyttää opintolainoja, autolainoja, kulutusluottoja sekä valtion takaamia pienten yritysten luottoja. Vakuudeksi kelpaavien velkainstrumenttien valikoimaa kasvatetaan jatkuvasti, ja myönnettävien luottojen määrä voi kasvaa satoihin miljardeihin dollariin.

Yhdysvaltain keskuspankki on myös alkanut ostaa markkinoilta pitkäaikaisia arvopapereita, mm. suurten asuntoluottoyhtiöiden arvopaperistamia asuntolainoja. Viimeisimpänä epätavanomaisena toimena Fed ilmoitti maaliskuussa 2009 ryhtyvänsä ostamaan valtion pitkäaikaisia, 2–10 vuoden pituisia arvopapereita. Fed käyttää tähän seuraavien kuuden kuukauden aikana 300 mrd. dollaria. Tavoitteena on valtionlainojen korkojen alentaminen ja samalla myös yksityisten luottomarkkinoiden rahoituskustannusten keventäminen. Ilmoituksen yhteydessä valtionlainojen korot laskivat 0,25–0,45 prosenttiyksikköä ja myös yritysten vastaavanpituiset korot alenivat lähes saman verran. Fed laajensi maaliskuussa myös kiinteistövakuudellisten arvopapereiden ostojaan aikaisemmin ilmoitetusta 600 mrd. dollarista 1 450 mrd. dollariin.

EKP:n epätavanomaiset välineet

Myös Euroopan keskuspankki on turvautunut epätavanomaisiin rahapolitiikan välineisiin, joskin sillä oli alkujaankin käytössään laajempi ja joustavampi keinovalikoima kuin muilla keskuspankeilla. Syksyllä 2007 EKP alkoi jakaa pankeille enemmän likviditeettiä kuin ne tarvitsivat vähimmäisvarantovelvoitteensa täyttämiseen. Huhtikuussa 2008 keinovalikoimaan lisättiin kuuden kuukauden mittaiset operaati-

tiot, ja syksyllä 2008 otettiin käyttöön myös vähimmäisvarantojen pitojakson (4-5 viikkoa) pituinen operaatio. Vuoden 2008 lopulla pitempiä aikaisten operaatioiden kautta jaettavan rahoituksen osuus oli kasvanut 75 prosenttiin ja viikon mittaisten perusrahoitusoperaatioiden osuus supistunut 25 prosenttiin, kun suhde on normaalioloissa ollut päinvastainen.

Syys- ja lokakuussa 2008 rahoitusmarkkinoiden tilanne kriisiytyi ja pankkien oli yhä vaikeampaa saada rahoitusta markkinoilta. EKP:n neuvosto päätti tuolloin, että 15. lokakuuta alkaen viikoittaiset perusrahoitusoperaatiot toteutetaan kiinteäkorkoisina aiemman vaihtuvakorkoisena menettelyn sijasta. Lisäksi pankkien tarjoukset hyväksyttiin täysimääräisinä. Kiinteäkorkoinen huutokauppa-menettely ulotettiin hieman myöhemmin koskemaan myös pitempiä aikaisia rahoitusoperaatioita. Tarkoituksena oli viestiä, että EKP oli valmis jakamaan niin paljon likviditeettiä kuin likviditeettikriisin laukaisemiseksi tarvittiin. Muutos oli suuri verrattuna rahoitusmarkkinahäiriötä edeltäneeseen aikaan, jolloin EKP pyrki jakamaan pankeille mahdollisimman tarkoin juuri sen määrän likviditeettiä kuin ne tarvitsivat vähimmäisvarantovelvoitteensa täyttämiseen. Samalla EKP:n neuvosto päätti kaventaa maksuvalmiusluottokoron ja yötalletuskoron muodostaman korkoputken 2 prosenttiyksikkö-

tä 1 prosenttiyksikköön. Lisäksi vakuuskelpoisten arvopaperien listaa laajennettiin väliaikaisesti vuoden 2009 loppuun ja paperien vähimmäisluottoluokitus, joka aiemmin oli A-, laskettiin luokkaan BBB-.

Tammikuussa 2009 korkoputken leveys palautettiin ennalleen 2 prosenttiyksikköksi, mutta jo 7. toukokuuta, symmetrian säilyttämiseksi, EKP:n neuvosto kavensi putken 1,5 prosenttiyksikköön, kun perusrahoitusoperaatioiden korko laskettiin 1 prosenttiin (maksuvalmiusluottokorko laskettiin 1,75 prosenttiin talletuskoron pysyessä ennallaan 0,25 prosentissa). Samalla neuvosto päätti myös uudesta 12 kuukauden pituisesta rahoitusoperaatiosta, joista ensimmäinen toteutetaan 23.6.2009. EKP ilmoitti myös, että eurojärjestelmä ryhtyy ostamaan euroalueella liikkeeseen laskettuja katettuja joukkovelkakirjoja noin 60 mrd.

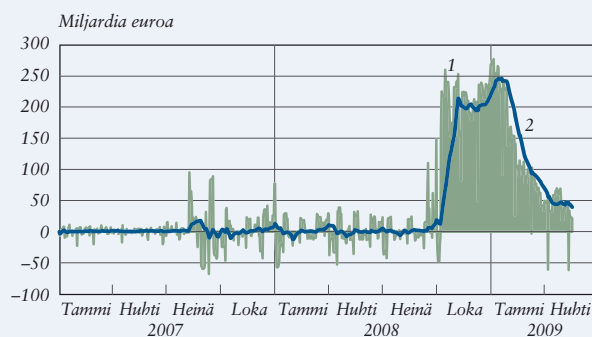
eurolla. Tarkemmista yksityiskohdista ilmoitetaan 4.6.2009 pidettävän neuvoston kokouksen jälkeen. Lisäksi EKP hyväksyi Euroopan investointipankin (EIB) rahapoliittisten operaatioidensa vastapuoleksi.

Epätavanomaisten toimien vaikutukset

Epätavanomaiset toimet ovat kasvattaneet keskuspankkien taseita voimakkaasti. Fedin taseen varat-puolella ovat kasvaneet eniten sen hankkimat arvopaperit, helmikuun 2009 alusta alkaen yli 500 mrd. dollarilla. Eurojärjestelmän taseessa huomio on kiinnittynyt pankkien ylimääräisiin keskuspankkitalletuksiin, jotka ovat ylittäneet vaaditun minimin enimmillään yli 250 mrd. eurolla. Pankkien välisten markkinoiden elpyminen on supistanut ylimääräisten talletusten määrää viime viikkoina selvästi (kuvio).

Kuvin.

Ylimääräinen likviditeetti euroalueen pankkijärjestelmässä



1. ■ Ylimääräinen likviditeetti euroalueen pankkijärjestelmässä*

2. — 30 päivän liukuva keskiarvo

* Keskuspankkitalletukset – vähimmäisvarantovaatimukset + yötalletukset – maksuvalmiusluotot.

Lähde: Suomen Pankki.

Fedin tapauksessa keskuspankki itse asettaa tavoitteen taseensa kasvattamiselle ja pyrkii vaikuttamaan myös hallussaan olevien arvopapereiden koostumukseen. Toimet kohdistetaan heikosta likviditeetistä ja epäluottamuksesta kärsivien markkinoiden osien elvyttämiseen. Likviditeetin kasvun ja luottamuksen vahvistumisen odotetaan laskevan markkinakorkoja, mikä puolestaan toivotaan vaikuttavan myönteisesti kotitalouksien ja yritysten luottoehtoihin.

EKP:n tapauksessa taas keskuspankin taseen kasvu on riippunut ensisijaisesti pankkien päätöksistä. Erilaiset toimintata-

vat johtuvat osittain rahoitusmarkkinoiden eroista: Euroopassa pankeilla on edelleen hyvin keskeinen rooli rahoituksen välityksessä, kun taas Yhdysvalloissa pankkien keskeisyys on vähentynyt muiden markkinaosapuolten ja arvopaperistamisen merkityksen kasvaessa. EKP:n toukokuinen päätös ryhtyä ostamaan markkinoilta katettuja joukkovelkakirjoja laajentaa EKP:n rahapolitiikan välineistöä suuntaan, jossa keskuspankki pyrkii helpottamaan tiettyjen rahoitusmarkkinoiden osa-alueiden toimintaa parantamalla niiden likviditeettiä ja edesauttamalla riskilisien kaventumista.

Rahoitusjärjestelmän vakaus

28.5.2009

Likviditeettikriisinä alkanut finanssikriisi on laajentunut syväksi maailmanlaajuiseksi taantumaksi. Maailman rahoitusjärjestelmä on edelleen haavoittuvainen, ja luottotappioiden ennustettu kasvu rasittaa pankkien kannattavuutta, vakavaraisuutta ja luotonantokykyä. Suomen rahoitusjärjestelmä on toiminut olosuhteisiin nähden kohtuullisesti. Finanssikriisi hidastaa rahoitustoimialan ja -markkinoiden yhdentymistä. Suomen suhteellisen pienen rahoitussektorin kyky välittää rahoitusta kotimaisille kotitalouksille ja yrityksille joutuu koetukselle, jos suomalaisten yritysten aiemmin rahoitusmarkkinoilta ja ulkomailta hankkimien rahoituksen saatavuus pitkäaikaisesti vaikeutuu.

Kansainvälinen toimintaympäristö

Maailmantalouden näkymät ovat synkentyneet, kun finanssikriisi on laajentunut maailmanlaajuiseksi talouskriisiksi.¹ Kansantuote supistuu vuonna 2009 useimmilla suurilla talousalueilla. Kasvun ennustetaan olevan vaisua ainakin vielä vuonna 2010.

Kriisin painopiste on siirtynyt reaalityönteeseen, ja kansainvälinen rahoitusjärjestelmä toimii edelleen puutteellisesti. Finanssikriisin seurauksena sekä rahoitusmarkkinoiden että laitosten kyky välittää rahoitusta sitä tarvitseville kotitalouksille, yrityksille ja julkistalouksille on huonontunut.

Pankkien luotonantokykyä rasittavat niiden kannattavuuden heiken-

tyminen, pitkäaikaisen varainhankinnan kalleus, odotettavissa olevat arvonalennukset ja luottotappiot sekä tarve parantaa vakavaraisuutta ja pienentää velkaantuneisuutta.

Yhdysvaltalaisen ja eurooppalaisten suurten globaalien pankkien keskimääräinen kannattavuus huononi rajusti vuonna 2008 ja erityisesti sen viimeisellä neljänneksellä. Eniten tuloksia pienensivät sijoitusomaisuuden arvonalennukset ja palkkiotuottojen väheneminen. Vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä näiden pankkien keskimääräiset tulokset kuitenkin paranivat lähinnä arvopaperimarkkinasidonnaisten tuottojen kasvun ansiosta. On silti epäselvää, kuinka pysyvästi suurten kansainvälisten pankkien tuloksentekeytyminen on parantunut ja missä määrin tulosten paraneminen ilmentää tilapäisiä tekijöitä. Pohjoismaisten suurten finanssiryhmien vuoden 2009 ensimmäisen neljänneksen yhteenlaskettu tulos oli myös olosuhteisiin nähden varsin hyvä (kuvio 1).

Taloukskasvun voimakas hidastuminen ennakoi pankkien luottotappioiden kasvavan lähivuosina merkittävästi. Arviot finanssikriisiin liittyvien luotto- ja arvonalentumistappioiden suuruudesta ovat jatkuvasti kasvaneet. Kansainvälinen valuuttarahasto IMF arvioi huhtikuussa 2009, että pankkien ja muiden rahoitusyritysten kumulatiiviset tappiot Yhdysvalloissa myönnettyistä luotoista ja liikkeeseen lasketuista arvopapereista kasvavat vuosien 2007–2010 aikana 2 700 miljardiin

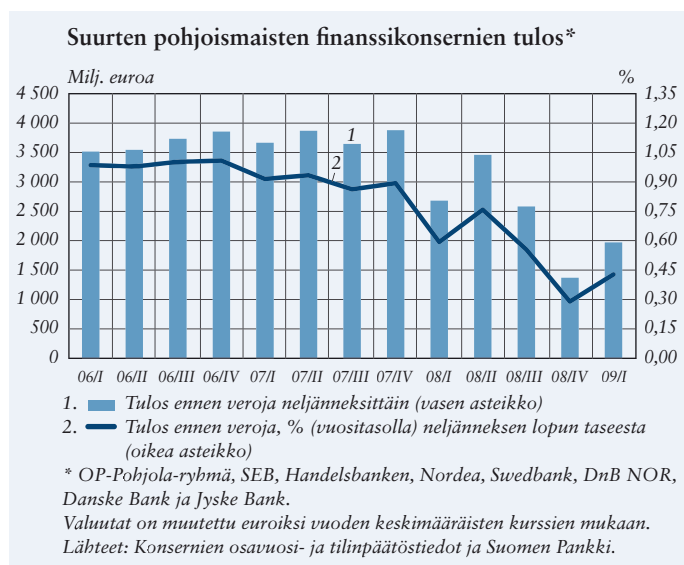
¹ Ks. Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne -artikkeli tässä lehdessä.

Yhdysvaltain dollariin.² Vielä lokakuussa 2008 arvio oli lähes puolet pienempi. Euroopassa myönnettyihin luottoihin ja liikkeeseen laskettuihin arvopapereihin liittyvien tappioiden suuruudeksi IMF arvioi vajaat 1 200 mrd. dollaria.

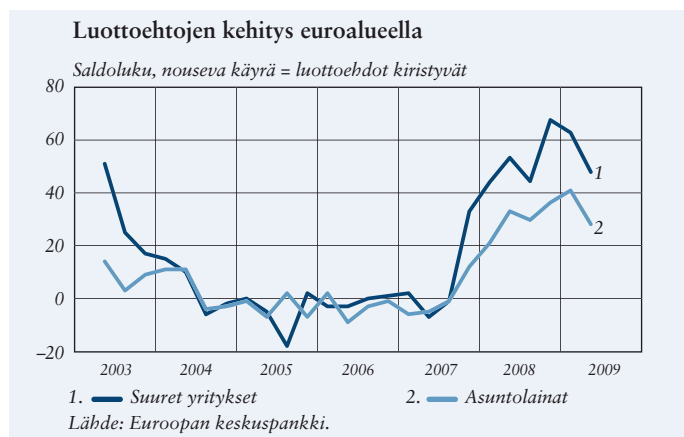
Pankkien ja viranomaisten tähänastiset ja suunnitellut toimenpiteet pankkien pääomittamiseksi ja

² IMF Global Financial Stability Report (huhtikuu 2009).

Kuvio 1.



Kuvio 2.



taseiden puhdistamiseksi ns. myrkyllisistä tase-eristä eivät välttämättä vielä riitä. Yhdysvaltojen keskuspankki ja rahoitusvalvojat arvioivat ns. stressitestillä Yhdysvaltojen 19 suurimman finanssiryhmän mahdollisia tappioita ja pääomien riittävyttä vuosina 2008–2010 tilanteessa, jossa talouskehitys on ennustettua heikompi.³ Selvityksen mukaan finanssiryhmät tarvitsevat yhteensä 75 mrd. dollarin arvosta uutta pääomaa täyttääkseen viranomaisten vaatimukset.

Myös EU:ssa ollaan toteuttamassa pankkisektorin stressitestiä, jossa on mukana suppea määrä Euroopan suurimpia finanssiryhmiä. Testi perustuu Euroopan pankkivalvojen komitean (Committee of European Banking Supervisors, CEBS) valmistelemaan odotuksia heikomman talouskehityksen skenaarioon, ja sen toteuttamisesta vastaavat kansalliset rahoitusvalvojat. Testin tavoitteena on tarjota EU-maiden viranomaisille lisätietoa EU:n pankkijärjestelmän tappionsietokyvystä. Pankkisektorin stressitestit ovat olleet jo pitkään säännöllinen osa kansallista pankkivalvontaa.

Rahoitusjärjestelmän toimintakykyyn kohdistuu paljon riskejä. Pahimpana vaihtoehtona on luottolama, jossa pankit joutuisivat voimakkaasti sekä säännöstelemään luotonantoaan että tiukentamaan luottoehtojaan. Luotonannon kriteerit ovat euroalueella jo nyt kireät (kuvio 2).

³ The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results. Board of Governors of the Federal Reserve System (7.5 2009).

Sen sijaan pankkirahoituksen määrällisen saatavuuden rajoittamisesta ei ole merkkejä. Vaarana kuitenkin on, että pankkien käynnissä oleva sopeutuminen⁴ kohti pienempää velkaantuneisuutta voi rajusti supistaa niiden luotonantoa, etenkin jos toimenpiteet pankkien vakavaraisuuden tukemiseksi jäävät riittämättömiksi.

Finanssikriisin seurauksena rahoituslaitokset ovat yhä enemmän keskittyneet kotimaisten asiakkaidensa palvelemiseen. Kansainväliset sijoittajat ovat vetäytyneet useilta markkina-alueilta. Euroopassa tästä ovat kärsineet eniten Keski- ja Itä-Euroopan maat. Pahimmillaan finanssikriisi voi hidastaa Euroopan rahoitustoimialan ja markkinoiden yhdenytymistä pitkäaikaisesti ja sitä kautta heikentää Euroopan pitkän aikavälin talouskasvua. Sen vuoksi olisi tärkeää, että Euroopan maissa käynnissä olevat rahoitussektorin tukitoimet kannustavat pankkeja tukemaan sisämarkkinoilla toimivia asiakkaita yhtä lailla.

Toipuminen nykyisen talouskriisin kaltaisista, rahoitusjärjestelmän kriiseihin liittyvistä taantumista on tyypillisesti ollut hyvin hidasta.⁵ Maailmantalouteen kasautuneen epätasapainon ja ylivelkaantuneisuuden purkamisen heikentää maailman talouskasvun edellytyksiä useiksi vuosiksi.

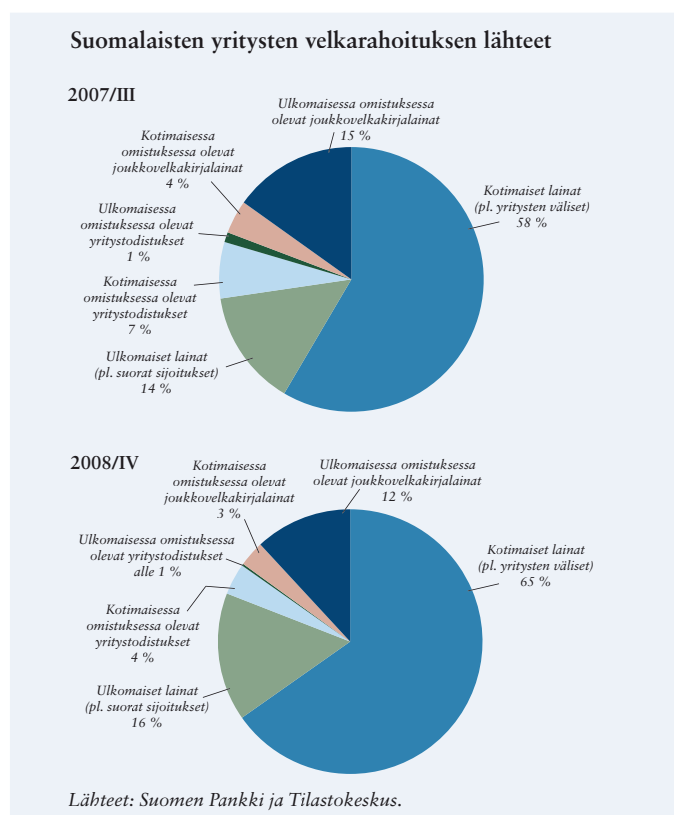
⁴ Ks. Euro & talous -lehden erikoisnumero Rahoitusjärjestelmän vakaus (kehikko 1) vuodelta 2008.

⁵ Ks. esim. Reinhart, C. – Rogoff, K. (toukokuu 2009) The aftermath of financial crises. American Economic Review.

Kotimainen toimintaympäristö

Suomen taloustilanne on vaikeutunut maailmantalouden hiipumisen mukana. Vienti ja kokonaistuotanto ovat vähentyneet nopeasti, ja yritykset ovat supistaneet varastojaan ja investointiaan voimakkaasti. Investointien pieneminen on vähentänyt yritysten ulkoisen rahoituksen tarvetta. Finanssikriisi on myös muuttanut suomalaisten yritysten rahoitusrakennetta ja lähteitä, koska yritysten kotimaisista rahoituslaitoksista hankkiman velkarahoituksen suhteellinen merkitys on kasvanut suoraan rahoitusmarkkinoilta ja ulkomailta hankitun rahoituksen kustannuksella (kuvio 3).

Kuvio 3.



Rahoituksen saatavuus markkinoilta ja ulkomaisista rahoituslaitoksista voi vaikeutua pitkäaikaisesti.

Rahoitusmarkkinoiden integraation mahdollinen pitkäaikainen hidastuminen on haaste Suomen rahoitusjärjestelmän toimivuudelle. Rahoituksen saatavuus rahoitusmarkkinoilta ja ulkomaisista rahoituslaitoksista voi finanssikriisin seurauksena vaikeutua pitkäaikaisesti, mikä voi vastaisuudessa merkittävästi lisätä kotimaisten rahoituspalveluiden kysyntää. Sekä pankkisektori että kansalliset rahoitusmarkkinat ovat Suomessa suhteellisen pienet kansantalouden kokoon nähden. Suomen rahoitusjärjestelmän kyky välittää rahoitusta voi osoittautua riittämättömäksi sitten, kun yritysten ja kotitalouksien rahoituksen kysyntä aikanaan elpyy.

Suurten suomalaisten yritysten rahoitustilanne heikkeni äkillisesti loppusyksyllä 2008, kun niiden kotimaassa liikkeeseen laskemien yritystodistusten⁶

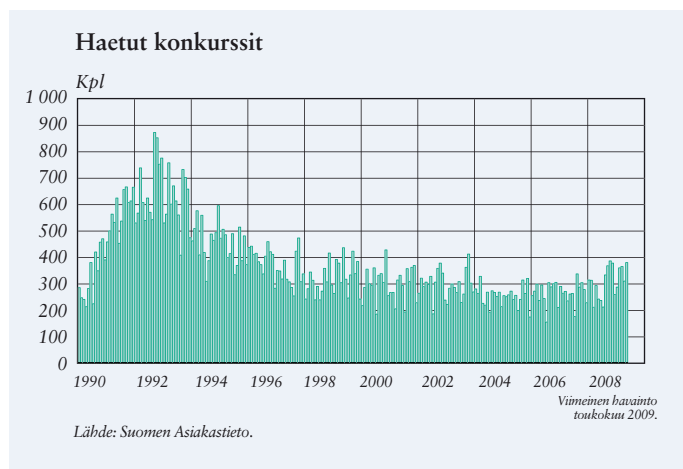
⁶ Yritystodistukset ovat lyhytaikaisia, pääasiassa suurten yritysten liikkeeseen laskemia vakuudettomia ja julkisesti noteeraamattomia velkapapereita. Suomalaiset yritykset ovat laskeneet yritystodistuksia liikkeeseen pääasiassa kotimaassa.

kysyntä väheni voimakkaasti. Finanssikriisin kärjistyttyä syksyllä 2008 sijoittajat alkoivat lunastaa varojaan lyhyen koron rahastoista, jotka kuuluivat yritystodistusten suurimpiin ostajiin. Tämän seurauksena yritystodistusten sijoittajapohja kapeni nopeasti. Koska yritykset käyttivät yritystodistuksia lyhytaikaisten rahoitustarpeidensa kuten käyttöpääoman rahoittamiseen, ne tarvitsivat kiireellisesti korvaavaa rahoitusta. Sitä ne hankkivat koti- ja ulkomaisista pankeista muun muassa aiemmin sopimiensa luottolimiittien mukaisesti. Suurten yritysten kasvanut pankkiluottojen kysyntä uhkasi syrjäyttää pienet ja keskisuuret yritykset pankkien lainatiseilta, etenkin kun samanaikaisesti yritysten joukkovelkakirjojen liikkeeseenlasku vaikeutui ja ulkomaisia pankkeja vetäytyi Suomen lainamarkkinoilta.

Valtio käynnisti useita toimenpiteitä suomalaisten yritysten rahoituksen turvaamiseksi. Esimerkiksi vinnin ja valtion erityisrahoituslaitoksen Finnveran kautta PK-yrityksille myönnettävää rahoitusta lisättiin ja Valtion Eläkerahastolle annettiin rajattu oikeus käyttää varoja merkittävien ja vakavaraisten suomalaisten yritysten yritystodistusten ostamiseen. Yritysten rahoituksessa olleet pullonkaulat näyttäisivät toimenpiteiden ja rahoituksen kysynnän laimenemisen ansiosta vähentyneen. Uusien rahoitusmuotojen käyttö on ollut alkuvuonna 2009 vilkasta.⁷

⁷ Finnveran tiedote, 31.3.2009.

Kuvio 4.



Suomalaisten yritysten suhdante-tilanne ja näkymät ovat ennätyskellisen synkkiä. Yritysten konkurssihakemusten määrät eivät vielä alkukevällä 2009 olleet kuitenkaan dramaattisesti kasvaneet (kuvio 4). Ongelmaluottojen ja konkurssien määrien voidaan odottaa vastaisuudessa kuitenkin merkittävästi lisääntyvän.

Kuluttajien luottamus omaan ja Suomen taloudelliseen tilanteeseen vajosi alkuvuodesta 2009 lähes yhtä heikoksi kuin 1990-luvun alun lama-vuosina. Maalis- ja huhtikuussa luottamus tosin hieman elpyi. Oman työttömyyden uhkaa mittaava saldoluku saavutti maaliskuussa 2009 heikoimman arvonsa ajanjaksolla 10/1995–4/2009.⁸

Kuluttajien pessimismin ja epävarmuuden lisääntyminen sekä työttömyyden uhan kasvu näkyvät kotitalouksien rahoituskäyttäytymisessä. Kotitaloudet ovat siirtäneet varojaan turvallisinä pitämiinsä sijoituskohteisiin, erityisesti pankkitalletuksiin. Vastavasti luottojen hankinta on vähentynyt. Uusien asuntolainojen määrät ovat lokakuusta 2008 alkaen olleet pienempiä kuin viime vuosina keskimäärin (kuvio 5). Kaiken lisäksi suuri osa uusista asuntolainoista on ollut uudelleen neuvoteltuja vanhoja lainasopimuksia.⁹ Kotitaloudet vaihtoivat runsaasti lainojensa viitekorkoja lyhyisiin markkinakorkoihin sen jälkeen

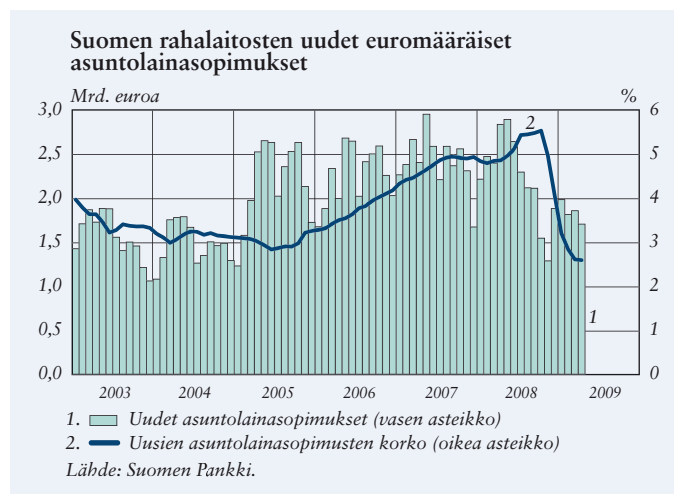
⁸ Tilastokeskuksen kuluttajabarometri.

⁹ Uudet asuntolainasopimukset sisältävät kuukauden aikana solmitut uudet lainasopimukset sekä jo olemassa olevien lainojen sopimusehtojen uudelleen neuvottelujen tuloksena syntyvät lainasopimukset.

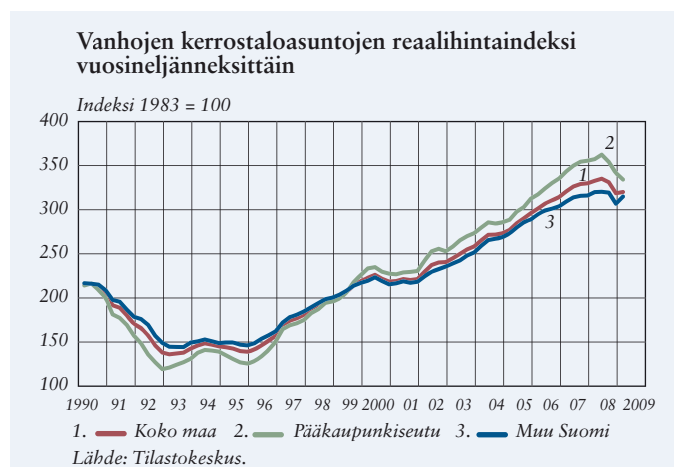
kun markkinakorot kääntyivät jyrkkään laskuun lokakuussa 2008.

Taloudellisen tilanteen heikkeneminen ja asuntojen hintojen lasku ovat saaneet osan kotitalouksista lykkäämään asunnon myynti- ja hankinta-aikomuksiaan (kuvio 6). Korkojen lasku ja patoutuneen asuntokysynnän mahdollinen purkautuminen näyttäsivät kuitenkin piristäneen asuntokauppaa aivan viime aikoina. Kulut-

Kuvio 5.



Kuvio 6.



tajat myös näkevät ajankohdan selvästi otollisemmaksi luotonotolle kuin loppuvuonna 2008.

Työllisyyden väheneminen ja työttömyyden kasvu heikentävät kotitalouksien kykyä selvittää veloistaan. Kotitalouksien järjestämättömien pankkiluottojen määrä suhteutettuna luottokantaan on edelleen varsin pieni, mutta se on nopeassa kasvussa. Toisaalta luottokorkojen aleneminen lievittää kotitalouksien velanhoidon rasitetta (kuvio 7). Silti kotitalousluottoista pankeille aiheutuvat luottotappiot vääjäämättä kasvavat viime vuosien matalilta tasoiltaan.

Pankki- ja vakuutussektori

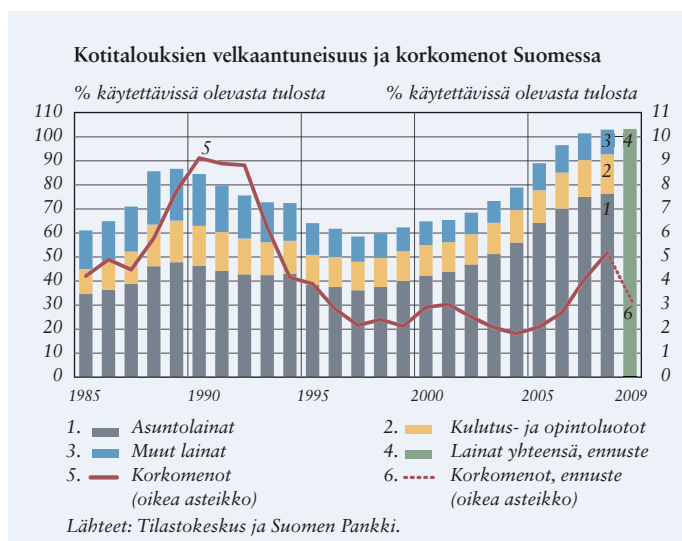
Käynnissä olevan finanssi- ja talouskriisin voidaan tämänhetkisen tiedon valossa tulkita koostuvan kolmesta osittain limittäisestä vaiheesta. Ensimmäinen vaihe oli likviditeettikriisi. Vaihe kärjistyi syyskuussa 2008, kun

yhdysvaltalainen investointipankki Lehman Brothers haki suojaa velkojiltaan ja useat globaalit finanssiryhmät joutuivat hakemaan julkista tukea. Keskuspankit ja hallitukset turvautuivat poikkeuksellisiin koordinoituihin toimenpiteisiin estääkseen rahoitusjärjestelmän romahduksen.¹⁰

Tällä hetkellä ollaan kriisin toisessa vaiheessa, jossa likviditeettikriisin akuutein vaihe on takana ja tilanne on laajentunut maailmanlaajuiseksi taantumaksi. Suomalaisissakin pankeissa tämä vaihe näkyy luottojen ja muiden rahoituspalveluiden kysynnän vähenemisenä, asiakkaiden luottokelpoisuuden heikkenemisenä ja korkokatteiden supistumisena. Keskuspankit ovat laskeneet ohjauskorkonsa ennätyskellisen matalalle, ja markkinakorot ovat seuranneet viipeellä ohjauskorkojen laskua. Markkinakorkojen muutokset näkyvät nopeasti suomalaisten pankkien korkokatteissa ja tuloksissa (kuvio 8), koska suurin osa pankkien lainanannosta on sidottu joko markkinakorkoihin tai pankkien primeviitekorkoihin.

Korkokatteiden supistuminen jatkuu vuoden loppupuoliskollakin. Markkinakorkojen muutos välittyi pankkien koko lainakannan keski-korkoon viipeellä sitä mukaa kuin yksittäisten luottojen korot muuttuvat korkojen tarkistuspäivinä. Pankit ovat leventäneet uusien luottojensa marginaaleja, mikä osaltaan tukee korkokatteita. Uusien luottojen osuus

Kuvin 7.



¹⁰ Ks. Euro & talous -lehden erikoisnumero Rahoitusjärjestelmän vakaus vuodelta 2008.

pankkien koko lainakannasta on kuitenkin varsin pieni, joten marginaalien muutokset vaikuttavat pankkien korkokatteisiin lyhyellä aikavälillä vain vähän.

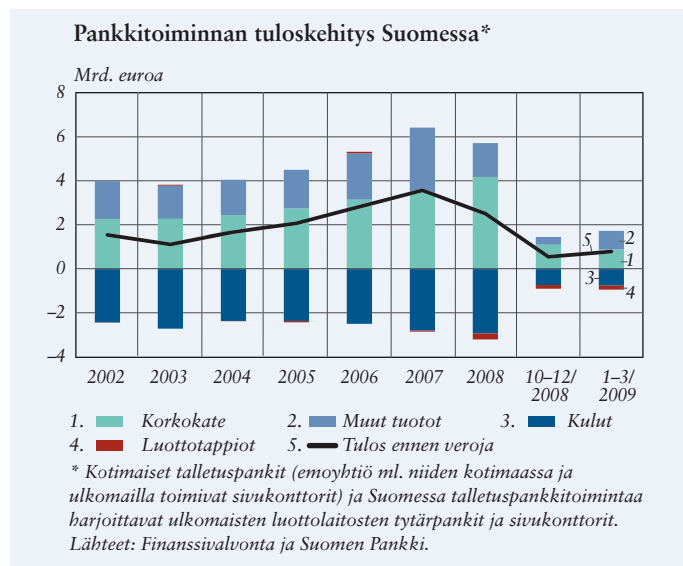
Pankkien kannattavuus ja vakavaraisuus pysyvät ennustetun talouskehityksen valossa kohtalaisina. Suomen Pankin ja Finanssivalvonnan keväällä 2009 tekemän stressitestin perusteella Suomen pankkisektori selviäisi tyydyttävästi myös ennustettua selvästi heikommasta talouskehityksestä (ks. kehikko).

Finanssikriisin kolmannessa vaiheessa pankkien luottotappiot alkavat kasvaa ja nakertaa pankkien vakavaraisuutta. Luottotappiot seuraavat tyyppillisesti kohtalaisen pitkällä viipeellä kokonaistuotannon muutoksia.

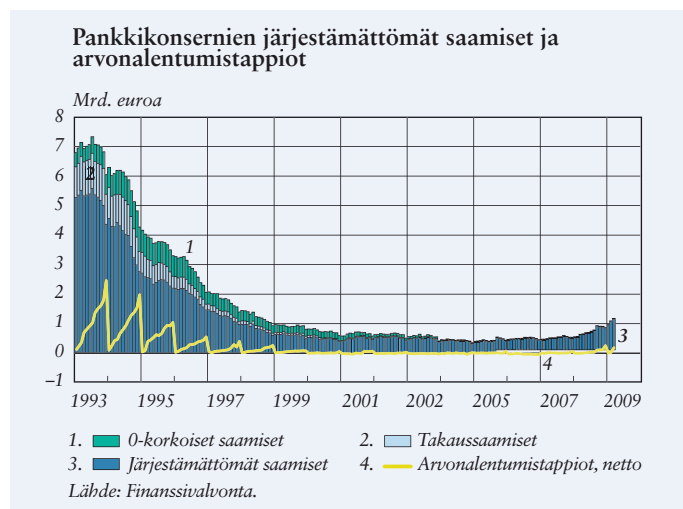
Suomalaisten pankkien luottotappiot ovat vielä olleet vähäisiä, mutta järjestämättömien luottojen määrän kasvun perusteella ne tulevat jo tänä vuonna huomattavasti kasvamaan (kuvio 9). Ennustetun talouskehityksen valossa luottotappiot jäävät kuitenkin selvästi pienemmiksi kuin 1990-luvun lamassa. Tähän on lukuisia syitä. Korot ovat nykyisin alemmat kuin 1990-luvun lamavuosina, mikä tukee velallisten luotonhoitokykyä. Työttömyyden arvioidaan kasvavan vähemmän kuin 1990-luvulla. Suomalaisilla yrityksillä ja kotitalouksilla ei juuri ole valuuttalainoja, joista koitui 1990-luvulla suuria luottotappioita. Lisäksi yritysten taseet olivat ennen nykyisen kriisin alkua vahvemmat kuin ennen 1990-luvun lamaa.

Finanssikriisin pitkäaikaiset vaikutukset finanssiyritysten liiketoimintaan ja riskienhallintaan, rahoitusmarkkinoihin sekä sääntelyyn ja valvontaan paljastuvat lopullisesti vasta jälkepäin. Kansainvälinen rahoitusjärjestelmä muuttuu kriisin seurauksena ainakin joksikin aikaa vakaam-

Kuvin 8.



Kuvin 9.



Luottolaitoksien kotivaltion epäonnistunut valvonta tai riittämättömät resurssit saattavat siirtää kriisiytyneen luottolaitoksen sivukonttorin pelastuskustannukset sijaintimaan veronmaksajien kannettavaksi.

maksi mutta vähemmän tehokkaaksi, kun finanssisäätelyä kiristetään ja kun finanssiyritysten ja sijoittajien riskinottohalukkuus vähenee.

Finanssikriisillä voi olla pitkäaikaisia vaikutuksia myös pankkien ulkomaisen liiketoiminnan rakentamiseen. Pankkitoiminnan sisämarkkinat perustuvat EU:ssa periaatteeseen, jonka mukaan yhdessä maassa toimiluvan saanut luottolaitos voi vapaasti perustaa sivukonttoreita muihin jäsenvaltioihin (yhden toimiluvan periaate). Pankin ulkomaisten sivukonttoreiden valvontavastuu on pankin toimiluvan myöntäneen valtion, ns. kotivaltion, viranomaisilla. Sen sijaan sivukonttorin sijaintivaltion, ns. isäntävaltion, viranomaisilla on vastuu kansallisen rahoitusjärjestelmänsä vakaudesta.

Isäntävaltion näkökulmasta sivukonttorirakenteen riskinä on se, että isäntämaan veronmaksajat voivat viime kädessä joutua kantamaan kustannukset kotivaltion viranomaisten epäonnistuneesta valvonnasta tai riittämättömistä kriisinhoitoresurseista. Käynnissä oleva finanssikriisi on osoittanut, että tämä uhka on todellinen. Suomen Pankki on jo aiemmin vaatinut isäntävaltion valvontaviranomaisten aseman vahvistamista ulkomaisten sivukonttoreiden tiedonsaantia ja valvontayhteistyötä koskevassa EU:n lainsäädännössä.¹¹ Isäntävaltion viranomaisten asemaa onkin sittemmin vahvistettu.

¹¹ Ks. Euro & talous -lehden 2/2007 artikkeli Rahoitusjärjestelmän vakaus (kehikko).

Rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuri

Maksu- ja selvitysjärjestelmät ovat toimineet edelleen luotettavasti rahoitusmarkkinoiden poikkeuksellisissa oloissa. Suomessakin tilanne on ollut alkuvuoden aikana vakaampi kuin syksyllä 2008. Sekä markkinatoimijat että viranomaiset ovat ymmärtäneet järjestelmien kriittisyyden ja tarkistaneet toimiaan sen mukaisesti. Kotimaiset maksu- ja selvitysjärjestelmät ovat toimineet varsin häiriöttömästi. Järjestelmien toiminnan edellyttämästä osapuolten likviditeetistä ei ole ollut pulaa, mikä osoittaa, että Suomessa toimivat pankit ovat hallinneet likviditeettiriskinsä edelleen huolellisesti.

Euroopan laajuisia tehokkuutta edistäviä hankkeita ovat yhtenäinen euromaksualue (SEPA), jo yli vuoden toiminnassa ollut TARGET2-maksujärjestelmä ja TARGET2-Securities eli T2S-hanke¹². Yhtenäisen euromaksualueen hankkeita edistetään sekä viranomais- että markkinalähtöisesti. Kehitys on eritahtista, mutta monilla tahoilla on kuitenkin ymmärretty, että vaivannäkö ja investoinnit ovat tarpeen nyt, jotta tulevaisuuden hyödyt saavutetaan. TARGET2-järjestelmä on jo osoittanut luotettavuutensa ensimmäisen toimintavuotensa aikana ja on siten tukenut osaltaan markkinoiden vakautta.

¹² TARGET2-Securities-hankeesta luodaan yhtenäinen tekninen infrastruktuuri, jonka avulla arvopaperikeskukset voivat käyttää arvopaperikauppojen katteensiirtoon keskuspankkirahaa ja hoitaa sekä arvopaperi- että rahatoimitukset yhteistä teknistä laitealustaa käyttäen. T2S-palvelujen tarjonta alkaa vuonna 2013.

Suomen Arvopaperikeskuksen fuusioitumisen Euroclear-ryhmään odotettiin tuovan huomattavia likvideettisäästöjä ajan myötä, kun ryhmän arvopaperikeskusten toiminta siirtyisi yhdelle selvitysalustalle ja selvitysjärjestelmien toiminta perustuisi konsolidoituun eurolikviditeetin hallintaan. Säästöjen toteutuminen näyttää nyt kuitenkin epävarmalta, sillä Euroclear-ryhmä jatkaa usean eri järjestelmän ylläpitämistä. Suomen Arvopaperikeskus joutuu valitsemaan yhden kolmesta ulkomailla sijaitsevasta alustasta. Valintaa tehtäessä on pohdittava, mikä ratkaisusta palvelisi parhaiten suomalaisten yritysten rahoitustarpeita erityisesti siksi, että uhkakuvana on rahoitusjärjestelmän rahoituskyvyn rajallisuus talouden alkaessa elpyä. Useaan ja monessa eri maassa sijaitsevaan selvitysalustaan perustuva toimintamalli ei saa lisätä käyttäjien kustannuksia. Arvopaperikeskuksen tulee myös huolehtia järjestelmän käytettävyydestä ja luotettavuudesta. Pitemmällä aikavälillä Euroclear-ryhmän ja Suomen Arvopaperikeskuksen kytkeytyminen T2S-hankeeseen on merkittävä ja toivottava asia. Suomalaisten toimijoiden ja viranomaisten tulee vaikuttaa erityisesti hinnoittelun ja järjestelmien toiminnallisuuden kautta siihen, että hanke tuo käyttäjille hyötyä.

OTC-johdannaisten, eritoten luottojohdannaisten, räjähdysmäinen kasvu on mainittu yhdeksi syyksi rahoitusmarkkinoiden kriisiin. Alan kaupankäynti kasvoi niin nopeasti,

ettei sen selvitystoimintaa ehditty järjestää luotettavasti. Paine riittävän luotettavan ja läpinäkyvän luottojohdannaisten kaupankäynnin selvitysinfrastruktuurin luomiseksi on ollut globaalisti merkittävä, ja ensimmäiset keskusvastapuolet ovat jo käynnistäneet toimintansa. Keskusvastapuoliselvityksen katsotaan lisäävän OTC-johdannaismarkkinoiden läpinäkyvyyttä.

Osakemarkkinoilla keskusvastapuoliselvitys tehostaa toimintaa mahdollistamalla useilta markkinapaikoilta syntyneiden velvoitteiden yhtäaikaisen nettouttavan selvityksen. Näin se parantaa mahdollisuuksia kauppa- paikkojen väliseen kilpailuun. Helsingin pörssissä tehdyt kaupat on tarkoitus selvittää syksystä 2009 lähtien usean eurooppalaisen keskusvastapuolipalvelua tarjoavan toimijan kautta. Palvelun käyttöönotolla vahvistetaan Pohjoismaiden osakemarkkinoiden kilpailukykyä. Kilpailevien keskusvastapuolien halu toimia luotettavasti ja yhte-neväisin järjestelyin vähentäisi riskejä ja tukisi osaltaan kilpailukykyä.

Viranomaisten onkin kiinnitettävä yhä enemmän huomiota siihen, että toimintakenttä koostuu lisääntyvässä määrin Euroopan laajuisista – ja jopa globaaleista – toimijoista. Eri-laisten riippuvuuksien selvittämiseen pyritään myös eurojärjestelmän piirissä parhaillaan meneillään olevassa systeemisesti merkittävien maksujärjestelmien jatkuvuutta tarkastelevassa arvioinnissa. Suomesta arvioinnin kohteena ovat suurten maksujen ja vähittäismaksujen järjestelmät. Suo-

Pohjoismaisten osakemarkkinoiden kilpailukykyä vahvistetaan keskusvastapuolipalvelun käyttöönotolla.

Nykykriisi on opettanut, että rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurin riskikeskittymiin tulee kiinnittää erityistä huomiota.

malaisten maksujärjestelmien hajautetun luonteen vuoksi yhden osapuolen toimimattomuus ei vaaranna koko järjestelmän toimintakykyä. Vaikka suomalainen infrastruktuuri tulee aikaa myöten korvautumaan osittain ulkomailta tarjottavilla palveluilla, pitää viranomaisilla olla riittävät mahdollisuudet vaikuttaa tarvittaessa toiminnan jatkuvuussuunniteluun ja kriisinhallintaan. Hyvä hallinto edellyttää infrastruktuurilta läpinäkyvyyttä. Viranomaisten tulee olla tietoisia infrastruktuuritoimijoiden strategioista ja hallintotavoista. Hyvä hallinto huolehtii myös palvelun lopukäyttäjien tarpeista.

Suomen Pankki osallistuu myös markkinoiden kehittämiseen. Kotimaisten pääomamarkkinoiden rakenne muuttuu, ja on tärkeätä nähdä mahdollisuudet kehittämiseen modernin tekniikan, innovatiivisten palveluiden ja liiketoimintamallien avulla. Infrastruktuurin muuttuessa yhä kansainvälisemmäksi osapuolivaatimukset uhkaavat kuitenkin tiukentua, ja infrastruktuuripalveluiden hinnoittelu on yksi markkinarakennetta muovavista avaintekijöistä. Suurimmat markkinatoimijat pääsevät nauttimaan suuruuden eduista, kun taas pienet toimijat eivät pysty kilpailemaan tasaväkisesti volyyomialennuksista. Infrastruktuuriin syntyy helposti moniportainen asetelma, jolloin myös riskit keskittyvät. Nykykriisi on opettanut, että riskikeskittymiin tulee kiinnittää erityistä huomiota kehityshankkeissa ja vakauserityvalvonnassa.

Viranomaisten tuella ja ohjauksella on huomattava merkitys, mutta viime kädessä markkinat päättävät itse – lainsäädännön asettamissa raameissa – niin integroitumisen suunnan kuin markkinoiden halutun rakenteen.

Vaikka viranomaiset kehittävät markkinoita usein sääntelyn kautta, ratkaisuna voi myös olla menettelytapojen yhdenmukaistaminen, yhteisten standardien tai suositusten aikaansaaminen. Valtiovarainministeriössä käynnistyneessä arvopaperimarkkinain kokonaisuudistuksessa muutostarpeita tarkastellaan finanssikriisin ja markkinamuutosten kokemusten pohjalta. Uudella lainsäädännöllä pyritään aikaansaamaan kustannuksiltaan tehokasta sääntelyä tilanteessa, jossa on menossa markkinoiden uusjako.

Viranomaisten toimenpiteitä rahoitusjärjestelmän vakauden ja tehokkuuden edistämiseksi

Viranomaiset ovat käyttäneet poikkeuksellisia keinoja finanssikriisin taltuttamiseksi. Keskuspankit ovat tukenet pankkien maksuvalmiutta keventämällä keskuspankkirahoituksen ehtoja. Keskuspankit ovat laskeneet keskeiset ohjauskorkonsa hyvin alas. Jotkin keskuspankit ovat käyttäneet vielä harvinaisempia keinoja, kuten arvopapereiden suoria ostoja, saadakseen halvaantuneet rahoitusmarkkinat toimimaan.¹³ Myös EKP ilmoitti toukokuussa 2009 olevansa valmis

¹³ Ks. Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne -artikkeli tässä lehdessä (kehikko Rahapolitiikan epätavanomaiset välineet).

ostamaan euroalueella liikkeeseen laskettuja euromääräisiä katettuja joukkolainoja 60 mrd. euron arvosta.

Hallitukset ovat finanssipoliittisen elvytyksen lisäksi muun muassa myöntäneet pankeille pääomatukea ja takauksia niiden pitkäaikaista varainhankintaa varten. Suomen valtio tarjoaa suomalaisten pankkien liikkeeseen laskemille uusille velkainstrumenteille maksullisia valtiontakauksia. Yksikään suomalainen pankki ei ole näitä vielä käyttänyt. Suomalaisille pankeille tullaan tarjoamaan myös mahdollisuutta hankkia ensisijaisiin omiin varoihin laskettavaa valtion myöntämää pääomalainaa.

Finanssipoliitiikan ja perinteisen korkopolitiikan liikkumavara rahoitusjärjestelmän tukemiseksi on pienentynyt, koska ohjauskorkoja ei enää voi juuri laskea ja koska valtiontalouden alijäämät ovat useissa maissa hyvin suuret. Toisaalta pankit ovat monissa Euroopan maissa käyttäneet suhteellisen vähän niille tarjottuja julkisia tukimuotoja. Pääomien ja muun julkisen tuen tarve on Euroopassa kuitenkin vielä avoin kysymys.

Pitemmällä aikavälillä viranomaisten tulee parantaa finanssisääntelyn ja valvonnan kykyä estää finanssikriisejä. Useat toteutetuista ja suunnitelluista uudistuksista liittyvät finanssikriisiin välittömästi paljastamiin aukkoihin, kuten investointipankkien liian kevyeen valvontaan, uusien rahoitusinstrumenttien monimutkaisuuteen ja luottoluokituslaitosten vääristyneisiin kannustimiin.

Taloushistoriassa talouden keskeisten sektoreiden liiallinen velkaantuminen ja varallisuushintojen normaalia suurempi nousu ovat edeltäneet useimpia vakavia finanssikriisejä. Sääntelyllä ja valvonnalla ei ole kyety estämään velka- ja varallisuushintakuplien muodostumista. Finanssisääntelyn avulla tulee osaltaan kyetä nykyistä tehokkaammin hillitsemään nousukausiin usein liittyvää liiallista luotonantoa, velkaantumista ja riskinottoa. Nykyistä instituutio- ja markkinakohtaista rahoitusvalvontaa tulee puolestaan täydentää makrovakaudellisella valvonnalla, jossa keskeisenä tavoitteena on hyvissä ajoin tunnistaa koko rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaavat riskit.

Finanssivalvonnan ja sääntelyn maailmanlaajuinen uudistaminen on aloitettu. EU-tason rahoitusvalvonnan ja sääntelyn kehittämistä pohtinut ns. de Larosièren työryhmä esittää, että Euroopan keskuspankin yhteyteen perustetaan makrovakauserävalvonnasta vastaava uusi elin, Euroopan systeemiriskineuvosto (European Systemic Risk Council, ESRC). Neuvoston tehtävänä olisi pyrkiä aikaisessa vaiheessa tunnistamaan makrovakautta uhkaavat riskit ja antaa tarvittaessa ohjeita EU:n muille elimille ja kansallisille viranomaisille näiden uhkien torjumiseksi. Euroopan komissio on ilmaissut tukensa de Larosièren työryhmän ehdotuksille.

Rahoitussektorin yritystason valvonnan vahvistamiseksi työryhmä ehdottaa, että perustettaisiin pitkälti nykyisiin valvontarakenteisiin poh-

Finanssisääntelyn avulla tulee nykyistä paremmin billitä nousukausiin liittyvää liiallista luotonantoa, velkaantumista ja riskinottoa.

*De Larosièren
työryhmän
esittämien uusien
valvontaviran-
omaisten valtuudet
olisivat merkittä-
västi suuremmat
nykytilanteeseen
verrattuna.*

jautuva Euroopan rahoitusvalvonta-
järjestelmä (European System of
Financial Supervision, ESFS). Tässä
yhteydessä EU:n nykyiset rahoitusval-
vojen komiteat korvattaisiin kolmel-
la uudella EU-tason viranomaisella.
Nykyisillä valvojen komiteoilla ei ole
juridisesti sitovaa päätäntävaltaa.
Uusien viranomaisten valtuudet olisi-
vat merkittävästi suuremmat kuin
nykyisten valvojen komiteoiden.
Uusien valvonta- ja sääntelyelinten
tavoitteena olisi mm. tehostaa kansal-
listen valvojen välistä yhteistyötä.

Makrovakausriskien huomioon ottami-
nen sääntelyssä ja valvonnassa on
kannatettavaa. Suunnitelmiin liittyy
kuitenkin myös haasteita. Makrotalou-
delliset syklit ovat tyypillisesti erilai-
sia eri maissa. Näin makrovakaudeksi-
sen näkökulman huomioon ottavan
valvonnan ja sääntelyn tulisi ideaali-
sesti myös olla erilaista eri maissa.
Kansallisen makrovakausriskien näkökul-
man riittävä huomioonotto EU-tason
makrovakausriskien valvonnassa ja finanssi-
sääntelyssä voi olla vaikeaa. Näin
ollen myös kansallisten viranomaisten
tulee edelleen parantaa valmiuksiaan
tunnistaa kansallista rahoitusjärjestel-
mää uhkaavat vakauriskit.

Euroopan komissio pyrkii myös
parantamaan finanssikriisien hallin-
nan työkaluja, jotka ovat monissa
maissa riittämättömät. Sekä EU:n että
kansallisilla viranomaisilla tulee olla
nykyistä suuremmat valtuudet puut-
tua ongelmapankkien toimintaan tar-
peeksi aikaisessa vaiheessa. Myös EU-

maiden talletussuojajärjestelmät kai-
paavat yhdenmukaistamista.

Hyvä yhteistyö eri maiden viran-
omaisten sekä markkinaosapuolten
välillä on välttämätöntä kriisitilan-
teissa helposti syntyvän protektionis-
min lisääntymisen, integraation
pysähtymisen ja kansantaloudellisten
tehokkuusetujen menetyksen ehkäise-
miseksi. Useat päätökset ja suunnitel-
mat ovat integroimassa Suomen
rahoitusmarkkinoita entistä konk-
reettisemmin EU-markkinoihin.
Finanssikriisi uhkaa osaltaan muoka-
ta integraatiohankkeita, ja siksi sekä
viranomaisten että markkinaosapuol-
ten tulee osaltaan pyrkiä vaikutta-
maan siihen, että Suomi pääsee lähi-
vuosina hyötymään täysimääräisesti
näiden hankkeiden hyödyistä ja että
vältetään muutuskustannusten ker-
tautuminen.

Sääntelyssä tulee turvata kriittis-
ten toimijoiden valvottavuus ja taata
viranomaisyhteistyön edellytykset.
Arvopaperimarkkinalain kokonaisu-
distuksen lisäksi olisi sääntelytoimin
kehitettävä kotimaisia arvopaperi-
markkinoita vastaamaan yritysten
rahoitustarpeisiin, mm. arvopaperis-
tamisen esteitä poistamalla. Nykyti-
lanteessa sääntelyä on tarkasteltava
finanssikriisin ja markkinamuutosten
näkökulmasta.

*Asiasanat: rahoitusjärjestelmä, vakaus,
pankkisektori, arvopaperimarkkinat,
maksu- ja selvitysjärjestelmät*

Kevään 2009 stressitestit

Suomen Pankki ja Finanssivalvonta tekivät huhti- ja touku-kuussa laskelmia pankkien riskinkantokyvystä yhtäältä ennustetun talouskehityksen ja toisaalta odotettua selvästi heikomman lamaskenaarion valossa. Ennusteen mukainen perusskenaario noudatti Suomen Pankin 24.3. julkaisemaa kansantalouden ennustetta¹. Perusennusteessa Suomen BKT supistuu 5 % vuonna 2009 ja runsaan prosentin vuonna 2010. Kasvu alkaa vuonna 2011. Ennustetun talouskehityksen mukaisesti pankkien odotetaan pysyvän voitollisina, joskin niiden kannattavuus heikkenisi selvästi.

Suomen kansantaloudelle laskettiin perusennustetta selvästi synkempi stressiskenaario vuosiksi 2009–2011. Viennin oletettiin romahtavan. Lisäksi sekä investointi- että kulutuskysyntä heikkenisi kuluttajien ja yrittäjien epätavallisen varovaisuuden vuoksi. Kuviteltu stressiskenaario oli selvästi rajumpi kuin Yhdysvalloissa keväällä tehdyissä pankkikohtaisissa stressitesteissä. Vuonna 2009 Suomen reaalin bruttokansantuote supistuisi 8 %. Suomen talous ei ole itenäisyyden aikana koskaan supistunut näin nopeasti rauhan oloissa, ei edes 1990-luvun alun lamassa. Vuonna 2010 talouden

¹ Ks. *Euro & talous -lehden erikoisnumero (1/2009) Talouden näkymät.*

supistuminen hidastuisi, ja vuonna 2011 päädyttäisiin nollakavuun. Markkinakorot painuisivat hyvin alhaisiksi jo periodin alussa.

Laskelmien pohjaksi otettiin pankkien viimeisimmät tase- ja tulostiedot (tilanne 31.12.2008). Pörssikurssien ja korkojen osalta pystyttiin ottamaan huomioon maaliskuun 2009 loppuun mennessä todettu kehitys.

Kuvitellussa stressiskenaariossa pankkien korkokate pieneni noin puoleen vuonna 2009, supistuisi lisää vuonna 2010 ja alkaisi elpyä vasta vuonna 2011. Suurin osa pankkien antolainauskannasta on vaihtuvakorkoista, joten markkinakorkojen aleneminen hinnoiteltaisiin melko nopeasti vanhaankin lainakantaan sopimusehtojen mukaisesti. Sen sijaan talletusten korot eivät voi painua negatiivisiksi, joten ne eivät voisi täysin mukautua markkinakorkojen alenemiseen. Kuvitellussa tilanteessa luotonkysyntä heikkenisi ja talletuskantakin pieneni, joten myös keskeisten tase-erien supistuminen nopeuttaisi korkokatteen pienemistä. Taseen muutosten merkitys olisi kuitenkin selvästi vähäisempi kuin korkojen vaikutus.

Skenaariossa oletettiin, että pörssikurssit alenisivat yli 40 % vuonna 2009, ja vielä muutamia prosentteja vuosina 2010–2011.

Tämä aiheuttaisi pankeille arvonalentumistappioita, joiden tulosta pienentävä vaikutus olisi kuitenkin melko vähäinen. Lisäksi arvopapereihin, rahastoihin ja sijoitustoimintaan liittyvät palkkiotuotot supistuisivat jopa noin puolella. Muiden palkkiotuotosten supistuminen olisi vähäisempää.

Luottotappioiden kasvu heikentäisi liiketuloksia. Laskelmassa käytetyn mallin mukaan tilanne olisi pahimmillaan vuosina 2010–2011, jolloin luottotappioita koettaisiin molempina vuosina noin 1½ % antolainauskannasta. Tämä osuus olisi pienempi kuin 1990-luvun alussa, sillä erittäin alhaisten korkojen vuoksi velallisten tilanne olisi nyt helpompi. Markan devalvoituminen vuosina 1991–1992 aiheutti pahoja vaikeuksia valuuttalainoja ottaneille. Nykyään pankkien muiden valuuttojen kuin euron määräinen antolainaus kotimaahan on vähäistä, joten vain harvoilla velallisilla on merkittäviä valuuttakurssiriskejä.

Kuvitellussa stressiskenaariossa lähes kaikki pankit tekisivät tappiota koko tarkastelu-periodin. Tappiot söisivät pankkien pääomia, mutta pankkisektorin tappionsietokyky on lähtötilanteessa erittäin tyydyttävä. Tarkasteluun otettujen pankkien yhteenlasketut pääomat ylittivät viime vuoden lopussa vakavarai-

suussäädösten edellyttämän pakollisen vähimmäismäärän yli 8 mrd. eurolla. Taloudellisen tilanteen heikkenemisen vuoksi luottojen riskipainot pankkien vakavaraisuuslaskelmissa kasvaisivat, mutta toisaalta antolainauskannan supistuminen olisi omiaan vähentämään pääoma-vaatimuksia.

Pankkisektori kokonaisuutena selviytyisi kuvitellusta lamaskenaariosta vakavaraisuuspuuskuriensa turvin. Huomionarvoista on, että vaikutuslaskelmat tehtiin olettaen, että pankit eivät ryhdy poikkeuksellisiin toimenpiteisiin tappiollisista tuloksista huolimatta. On selvää, että todellisessa tilanteessa pankit pyrkisivät monin eri tavoin mm. karsimaan kulujaan ja siten parantamaan liiketuloaan.

Lisäksi tehtiin muutamia herkkyyyslaskelmia hiukan erilaisilla korkoja ja luotonkysyntää koskevilla olettamuksilla. Nämä laskelmat eivät olennaisesti muuttaneet stressitestistä tehtäviä johtopäätöksiä.

Pankkien tuloslaskelmatiedot vuoden 2009 ensimmäiseltä neljännekseltä ovat nyt käytettävissä. Tämän uuden tiedon valossa stressiskenaarion toteutuminen vaikuttaa epätodennäköisemmältä kuin laskelmia tehtäessä.

Kymmenen vuotta yhteistä rahapolitiikkaa

20.5.2009

Euroopan keskuspankki perustettiin 1. kesäkuuta 1998. Itsenäistä rahapolitiikkaa se on harjoittanut kymmenen vuoden ajan eli tammikuusta 1999 alkaen. EKP:n neuvosto asetti tavoitteekseen hintavakauden turvaamisen euroalueella siten, että hintojen nousu jäisi alle 2 prosentin keskipitkällä aikavälillä. Se on onnistunut tavoitteessaan huolimatta ajoittain voimakkaista hintakehitykseen vaikuttaneista häiriöistä. Inflaatio-odotukset ovat pysyneet ankuroituneina hintavakauden mukaisesti. Rahapoliittinen järjestelmä, jonka EKP määritteli rahapolitiikkansa toteuttamiseksi, on varmistanut korkojen ja likviditeetin tehokkaan ohjauksen euroalueella. Järjestelmä on osoittautunut erittäin joustavaksi myös kansainvälisen finanssikriisin haastavissa oloissa.

EKP:n rahapolitiikka

Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) muodostavat Euroopan keskuspankki (EKP) ja Euroopan unionin (EU) jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit. EKPJ toimii Euroopan yhteisön perustamissopimuksen sekä Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännön mukaisesti. EKPJ:tä johtavat EKP:n päätöksentekuelimet. EKP:n neuvosto määrittelee rahapolitiikan, ja johtokunta toteuttaa sitä neuvoston päätösten ja ohjeiden mukaisesti. EKP ja niiden EU-maiden kansalliset keskuspankit, jotka ovat ottaneet

euron käyttöön, muodostavat eurojärjestelmän. Siltä osin kuin on mahdollista ja tarkoituksenmukaista ja jos toiminnan tehokkuuden varmistaminen sitä edellyttää, EKP käyttää kansallisia keskuspankkeja eurojärjestelmän tehtäviin kuuluvien operaatioiden toteuttamiseen. Eurojärjestelmän rahapoliittiset operaatiot toteutetaan yhdenmukaisin ehdoin kaikissa jäsenvaltioissa.

Perustamissopimuksessa määritelty eurojärjestelmän ensisijainen tavoite on pitää yllä hintatason vakautta. Ensisijaisesta hintavakauden tavoitteesta tinkimättä eurojärjestelmän on tuettava Euroopan yhteisön yleistä talouspolitiikkaa. Pyrkiesään tavoitteisiinsa eurojärjestelmän on voimavarojen tehokasta kohdentamista suosien noudatettava vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkinatalouden periaatetta.

Rahapolitiikan strategian määrittely

Aloittaessaan toimintansa vuonna 1998 EKP:n neuvosto määritteli euroalueen hintavakauden yhdenmukaisesti kuluttajahintaindeksin (YKHI) alle 2 prosentin vuotuiseksi nousuksi keskipitkällä aikavälillä. Kvantitatiivinen hintavakauden määrittelyä selventää rahapolitiikan päätöksentekoa, lisää sen avoimuutta ja ohjaa inflaatio-odotuksia. Tavoite on asetettu keskipitkälle aikavälille. Näin saadaan rahapolitiikalle joustavuutta suhteessa tuotannon vaihteluihin ja otetaan huomioon, että rahapoliti-



*Jarmo Kontulainen
toimistopäällikkö
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*

EKP pyrkii pitämään kiinni hintavakaustavoitteestaan analysoimalla laajasti hintavakauteen kohdistuvia riskejä.

kalla ei voida tasoittaa kaikkia hintakehitykseen vaikuttavia häiriöitä. Vuonna 2003 EKP:n neuvosto tarkensi strategiaansa ilmoittamalla, että se pyrkii pitämään inflaatiovauhdin alle 2 prosentin, mutta lähellä sitä, keskipitkällä aikavälillä. Hintavakauden määritelmän mukaan deflaatio eli hintatason lasku ei ole sopusoinnussa hintavakauden kanssa. Inflaation ylärajan asettaminen selvästi nollan yläpuolelle korjaa inflaation mittaamisessa esiintyvän inflaatiota liioittelevan positiivisen mittavirheen vaikutuksen.

EKP:n rahapoliittiseen strategiaan kuuluu hintavakauteen kohdistuvien riskien analysointi. EKP:n lähestymistapa, jossa se jäsentää, arvioi ja vertailee hintavakauteen kohdistuvien riskien analysoinnin kannalta olennaista informaatiota, perustuu kahteen analyysinäkökulmaan. Näitä nimitetään kahdeksi pilariksi: rahan määrän keskeinen asema (1. pilari) ja inflaationäkymien laaja analyysi (2. pilari). EKP:n neuvosto vahvisti tämän lähestymistavan ja selvensi sitä edelleen toukokuussa 2003 asettamalla kaksi toisiaan täydentävää analyysinäkökulmaa, joiden avulla jäsennetään hintakehityksen määrätymiseen liittyvää informaatiota. Ensimmäisen eli taloudellisen analyysin näkökulman avulla arvioidaan reaalityalouden ja rahoitusmarkkinoiden kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Toisessa eli rahoitalouden analyysin näkökulmassa hyödynnetään rahan määrän ja hinto-

jen välisestä pitkän aikavälin suhteesta saatavaa tietoa.

Reaalityalouden analyysi kohdistuu kokonaistuotannon, kysynnän ja työmarkkinoiden, useiden eri hinta- ja kustannusindikaattorien sekä finanssipolitiikan ja euroalueen makсутaseen kehitykseen. Reaalityalouden analyysissa euroalueen talousnäkymiä koskevilla eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioilla on merkittävä asema. Nämä arviot perustuvat teknisten oletusten pohjalta muodostettuun skenaarioon. Aluksi yksi näistä teknisistä oletuksista oli, että lyhyet korot eivät muutu. Tämä oletus on kesäkuusta 2006 alkaen korvattu tulevaa korkokehitystä koskevilla markkinoiden odotuksilla. Näin arvioissa oletettu rahapolitiikka on sopusoinnussa hintavakauden kanssa eivätkä rahapolitiikan häiriöt vaikuta arvioihin tulevista talousnäkymistä.

Rahoitusmarkkinoiden analyysissä hyödynnetään tietoja varallisuushinnoista ja rahoitusinstrumenttien tuotoista. Rahoitusmarkkinoiden kehityksen perusteella laskettavat käsitykset tulevasta hintakehityksestä ovat yksi hintavakauden riskeistä tietoa antava indikaattori. Inflaatio-odotuksia mitataan myös kuluttajiin ja yrityksiin kohdistuvien kyselyjen ja konsensusennusteiden avulla. Inflaatio-odotusten poikkeamat hintavakauden määritelmän mukaisesta hintakehityksestä viestittävät mahdollisista rahapolitiikan harjoittamiseen kohdistuvista uskottavuusongelmista. Inflaatio-odotukset ja eurojärjestel-

män asiantuntijoiden ennusteet tulevasta hintakehityksestä ovat keskeisiä taloudellisen analyysin ja rahapolitiikan mitoituksen kannalta.

Rahan määrän ja hintojen välisen pitkän aikavälin suhteen ohella rahataloudellinen analyysi koskee myös rahoitus- ja rahoituslaitossektorin institutionaalisia piirteitä ja rahan määrän vastaerien – erityisesti luottojen – kehitystä. Samalla rahan määrän kehitykselle asetetun viitearvon merkitys on vähentynyt. Viitearvo tarkoittaa M3:n kasvuvauhtia, jonka katsotaan olevan soposoinnussa hintavakauden kanssa keskipitkällä aikavälillä.

Taloudellinen analyysi ja rahatalouden analyysi ovat viime vuosina lähestyneet toisiaan rahoitussektorin tasetilastojen ja luottomarkkinoiden kehitystä kuvaavan tilastoaineiston laajentuneen hyödyntämisen myötä. Rahoitusmarkkinoiden tasapainotomuuksien kärjistyminen tai varallisuusmarkkinoiden hintakuplien kasvu voi tuoda epävakautta talouskehitykseen, rahoitusmarkkinoiden vakauten ja lopulta hintoihin.

Talouden ja rahatalouden analyysillä varmistetaan, että eri näkökulmat otetaan asianmukaisesti huomioon ja että hintavakauteen kohdistuvista riskeistä voidaan laatia kokonaisarvio. Kun taloudellista tilannetta tulkitaan kahdesta eri näkökulmasta, vähenee riski, että rahapolitiikan päätöksenteossa tehtäisiin virheitä vain sen vuoksi, että olisi luotettu liiaksi johonkin yksittäiseen indikaattoriin, ennusteeseen tai malliin.

Rahapolitiikan välineet

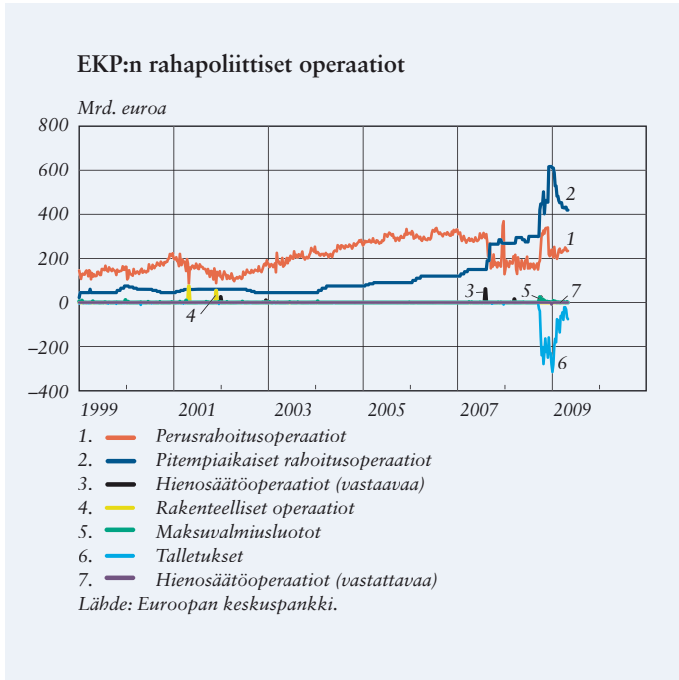
Tavoitteidensa saavuttamiseksi eurojärjestelmällä on käytössään joukko rahapolitiikan välineitä. Eurojärjestelmä suorittaa avomarkkinaoperaatioita, tarjoaa vastapuolten käyttöön maksuvalmiusjärjestelmän ja vaatii luottolaitoksia pitämään vähimmäisvarantoja eurojärjestelmässä olevilla tileillä.

Avomarkkinaoperaatioilla säädelään korkoja, vastataan markkinoiden likviditeetintarpeeseen ja viestitetään rahapolitiikan mitoituksesta. Tärkein väline rahapolitiikan mitoituksen ilmaisemiseksi ja toteuttamiseksi ovat viikoittaiset perusrahoitusoperaatiot. Ne ovat likviditeettiä lisääviä vakuudellisia luottoja (ns. käänteisoperaatioita), joiden toteutus tapa on vaihdellut vaihtuvakorkoisista kiinteäkorkoisiin huutokauppoihin. Operaatioiden maturiteetti on nykyisin yksi viikko. Vastaavasti EKP on tehnyt kuukausittain kolmen kuukauden pitempiaikaisia käänteisiä rahoitusoperaatioita. Käänteisoperaatioiden lisäksi eurojärjestelmä voi tehdä suoria kauppvoja, laskea liikkeeseen velkasitoumuksia, tehdä valuuttaswapeja ja kerätä määräaikaistalletuksia (kuvio 1).

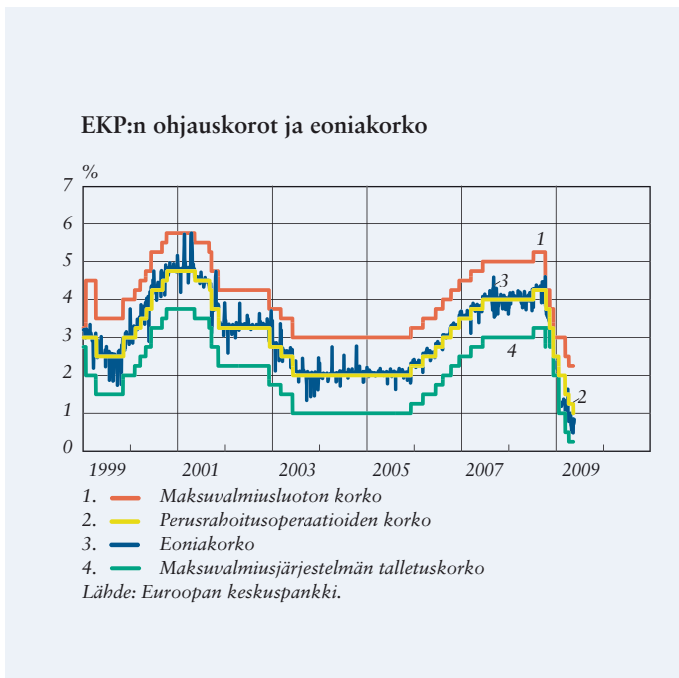
Maksuvalmiusjärjestelmään kuuluvat luotto- ja talletuskorot muodostavat ns. korkokäytävän, joka määrää yön yli -markkinakoron liikkumavaran (kuvio 2). Maksuvalmiusluoton avulla vastapuolet voivat saada kansallisilta keskuspankeilta yön yli -likviditeettiä hyväksytyjä vakuuksia vastaan tilapäisten likviditeetintarpeiden tyydyt-

EKP:n tärkein rahapolitiikan väline ovat viikoittaiset perusrahoitusoperaatiot.

Kuvio 1.



Kuvio 2.



tämiseksi. Maksuvalmiusluoton korko muodostaa normaalioloissa yön yli -markkinakoron ylärajan. Talletusmahdollisuutta käyttäen vastapuolet voivat tehdä kansallisiin keskuspankkeihin yön yli -talletuksia. Talletuksen korko muodostaa normaalioloissa yön yli -markkinakoron alarajan. Varmistamalla luottolaitoksien likviditeetin saannin eurojärjestelmä turvaa rahoitusmarkkinoiden häiriöttömän toiminnan.

Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmää sovelletaan euroalueen luottolaitoksiin, ja sen tarkoituksena on ensisijaisesti tasata rahamarkkinakorkoja sekä luoda rakenteellisen keskuspankkirahoituksen tarvetta. Vähimmäisvarantojärjestelmään liittyvän keskiarvoistamisen tarkoituksena on helpottaa rahamarkkinakorkojen vakauttamista kannustamalla laitoksia tasoittamaan likviditeetin tilapäisten vaihtelujen vaikutuksia.

Rahapolitiikan ohjauksen kehitys

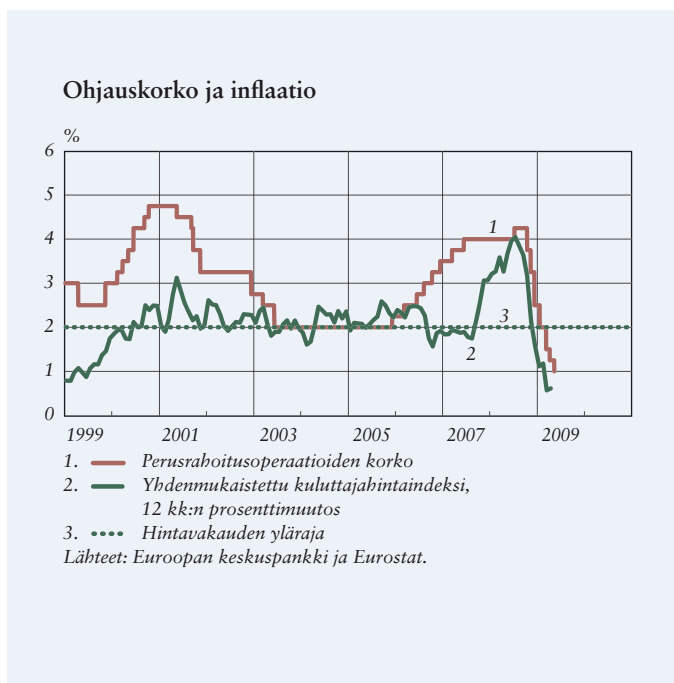
EKP toteuttaa rahapolitiikkaansa avomarkkinaoperaatioiden ja maksuvalmiusjärjestelmänsä avulla. Rahapolitiikan mitoituksen EKP:n neuvosto ilmaisee ensisijaisesti korkopoliittikkansa avulla. EKP:n tärkein rahapoliittinen ohjaukorko on koko sen toiminnan ajan ollut perusrahoitusoperaatioiden korko tai minimitarjouskorko.

Säätämällä lyhyen rahan hintaa keskuspankki vaikuttaa rahoitus-

markkinoiden tilaan sitä kiristäen tai löysäten. Keskuspankin korkopäätökset välittyvät talouteen useiden kanavien kautta. Tärkein niistä on korkokanava: ohjauskorko ja odotukset sen tulevasta kehityksestä heijastuvat sekä lyhyisiin että pitkiin nimellisiin markkinakorkoihin. Ohjauskorko ja inflaatio-odotukset määräävät yhdessä kokonaiskysynnän kautta reaali-talouden kehitykseen vaikuttavien pitkien reaalikorkojen kehityksen. Toinen rahapolitiikan välittymisväylä on luottokanava, joka vaikuttaa pankkien luoton tarjonnan määrän ja luottojen reaalisien hinnan kautta. Vaikuttamalla tavaroiden ja palveluiden kysyntään keskuspankki säätelee hintojen kehitystä taloudessa. Rahapoliittisten toimien vaikutus hintakehitykseen näkyy yleensä vasta pitkän ajan kuluttua, sillä rahapolitiikan välittyminen on monivaiheista ja siinä on mukana useita eri mekanismeja ja talouden toimijoita. Koska vaikutuksen laajuus ja voimakkuus voivat myös vaihdella taloudellisen tilanteen mukaan, vaikutusta on vaikea arvioida tarkasti. Oheisista kuvioista (kuvio 3 ja 4) käyvät ilmi EKP:n rahapolitiikan toteuttamisen ja strategian kannalta tärkeimmät muuttujat eli korko, inflaatio ja hintavakauden määritelmän yläräjä sekä rahan määrä ja siihen liittyvä viitearvo.

Rahapoliittinen ohjauskorko on EKP:n toiminnan aikana ollut korkeimmillaan vuoden 2000 lokakuussa 4,75 % ja alimmillaan 1 % touko-

Kuvio 3.



Kuvio 4.



Euroalueen inflaatio on vaihdellut 0,6 ja 4,0 prosentin välillä. Hintojen vaihteluun ovat eniten vaikuttaneet muutokset ruoan ja energian hinnoissa.

kuussa 2009. Euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatio on vaihdellut 0,6 prosentin ja 4,0 prosentin välillä. Nopeimmillaan se oli kesäkuussa 2008 ja hitaimmillaan huhtikuussa 1999. Keskimäärin euroalueen inflaatio on ollut 2,2 % vuosien 1999 ja 2008 välisenä aikana. Hintojen vaihteluun ovat vaikuttaneet eniten ruoan ja energian hintojen muutokset. Laajan rahan määrän (M3) vuotuinen kasvu on vaihdellut euroalueella 4,9 prosentista (vuonna 2000) 11,1 prosenttiin (vuonna 2007) ja ollut keskimäärin 7,4 % vuosina 1999–2008.

Aloittaessaan toimintansa EKP kohtasi pienenevien hintariskien tilanteen, ja huhtikuussa 1999 ohjaukorkoa alennettiin 3 prosentista 0,5 prosenttiyksikköä. Vuoden 1999 toisella puolivuotisjaksolla ja seuraavan vuoden alussa inflaatio alkoi öljyn hinnan nousua seuraten kiihtyä ja talouskasvun myötä hintojen ennustettua nopeamman nousun riski kasvoi. Kun myös rahatalouden analyysi viittasi samaan suuntaan, EKP nosti ohjaukorkoaan 2,25 prosenttiyksikköä marraskuun 1999 ja lokakuun 2000 välisenä aikana. Vuotuinen hintojen nousu saavutti huipunsa toukokuussa 2001, kun inflaatio kiihtyi 3,1 prosenttiin. Tämä inflaation kiihtyminen johtui energian ja erityisesti jalostamattomien elintarvikkeiden odottamattomasta hinnannoususta, kun eläintautien leviämiseen liittyvä epävarmuus nosti elintarvikkeiden hintoja.

Vuoden 2001 syyskuun 11. päivän terrori-iskun jälkivaikutuksesta maailmantalouden kasvu alkoi hidastua ja rahoitusmarkkinoiden häiriötömän toiminnan turvaaminen korostui rahapolitiikassa kaikkialla maailmassa. Samalla hintavakauteen liittyvät riskit pienenevät asteittain, minkä vuoksi EKP laski ohjaukorkoaan 2 prosenttiin kesäkuuhun 2003 mennessä. Vuosina 2000–2005 euroalueen inflaatio oli lievästi nopeampaa kuin hintavakauden määritelmän mukainen vauhti ja pysytteli 2,1–2,3 prosentissa. Euroalueen talouden kasvu hidastui selvästi potentiaalista kasvua vähäisemmäksi ja oli pienimmillään 0,9 % vuonna 2002. Lisäksi maailmantalouden geopoliittiset jännitteet pitivät yllä ennustettua vähäisemmän kasvun riskejä. Tähän jaksoon ajoittuneet poikkeuksellisen suuret muutokset rahan määrän alarajan ja vaihtoehtoisten sijoituskohteiden välillä vaikeuttivat rahan määrän kehityksen tulkintaa.

Euroalueen talouskasvu alkoi piristyä vuoden 2003 puolivälissä maailmantalouden kasvun myötä. Vähitellen myös rahan määrän kasvu kiihtyi ja rahalaitosten luotonanto lisääntyi korkotason ollessa edelleen matala. Likviditeetin määrän lisääntyminen yhdessä vahvistuvan talouskasvun myötä alkoi vähitellen lisätä hintavakauteen kohdistuvia ennustettua nopeamman hinnannousun riskejä. Turvatakseen hintavakauden euroalueella EKP:n neuvosto nosti korkoa marraskuun 2005 ja kesäkuun 2007

välisenä aikana 2 prosenttiyksikköä eli 4 prosenttiin. Vuosina 2006–2007 energian hinnan vaihtelun seurauksena myös inflaation vaihtelu voimistui, mutta YKHI-inflaatio pysyi vuositasolla 2,2 prosentissa ja 2,1 prosentissa. Vuoden 2007 loppua kohden inflaatio alkoi erityisesti öljyn ja ruoan hinnan nousun vuoksi nopeutua selvästi yli hintavakauden määritelmän. Vaikka inflaatio-odotukset eivät kiihtyneet vastaavasti, arvioi EKP, että ennustettua nopeamman hinnannousun riskit olivat lisääntyneet. Hintavakautta uhkasivat erityisesti kerrannaisvaikutuksista johtuvat riskit hintojen ja palkkojen mahdollisen nousukierteen myötä. Euroalueen talouden kasvu kiihtyi 2,6 prosenttiin vuonna 2006 ja 2,7 prosenttiin vuonna 2007 vahvan kotimaisen kysynnän johdosta.

Elokuussa 2007 Yhdysvaltojen subprime-asuntolainamarkkinoiden romahduksesta alkanut rahoitusmarkkinoiden kriisi lisäsi talouskehitykseen liittyvää epävarmuutta merkittävästi. Rahoitusmarkkinakriisin reaalityaloudellisia vaikutuksia oli vaikea arvioida. Samanaikaisesti raha- ja luottomäärien nopea kasvu viittasi ennustettua voimakkaampien hintariskien olemassaoloon. Ehkäistäkseen kerrannaisvaikutuksia EKP nostikin ohjaukorkoa 4,25 prosenttiin vielä heinäkuussa 2008.

Syyskuussa 2008 investointipankki Lehman Brothersin konkurssin jälkeen talousnäkyvät muuttuivat kuitenkin ennennäkemättömän nopeasti.

Maailmankauppa ja kotitalouksien luottamus romahtivat, ja epävarmuus rahoituslaitosten tilasta kasvoi massiivisista julkisista tukitoimista huolimatta. Euroalueen talouskasvu jäi 0,8 prosenttiin vuonna 2008, ja ennusteet vuoden 2009 kasvusta ovat selvästi negatiivisia. Inflaatio oli vuonna 2008 keskimäärin 3,3 %, mutta on sen jälkeen hidastunut merkittävästi ja oli 0,6 % huhtikuussa 2009. Nousun arvioidaan käynnistyvän hitaasti, ja ennustettua nopeamman inflaation riskit ovat toistaiseksi vähäiset. Tämän kehityksen johdosta EKP on laskenut ohjaukorkoan lokakuun 2008 ja toukokuun 2009 välisenä ajanjaksona 3,25 prosenttiyksikköä eli 1 prosenttiin.

Rahapoliittiset toimet finanssikriisin aikana

Rahoitusmarkkinakriisin vaikutukset ovat olleet laajat. Kriisi on heikentänyt pankkien taseita ja vakavaraisuutta. Monissa maissa pankkeja on jouduttu pääomittamaan eri tavoin tai ottamaan kokonaan tai osittain valtion omistukseen. Pankkien tarve supistaa taseitaan vakavaraisuuden ylläpitämiseksi on vähentänyt niiden kykyä myöntää luottoja kotitalouksille ja yrityksille. Pankkien maksuvalmiuteen ja vakavaraisuuteen kohdistuvan epävarmuuden vuoksi pankkien keskinäinen luottamus on vähentynyt siinä määrin, että normaali pankkien välinen rahamarkkinakauppa on miltei tyrehtynyt, minkä vuoksi pankit ovat lainanneet suuria määriä

Pankkien tarve supistaa taseitaan vakavaraisuuden ylläpitämiseksi on vähentänyt niiden kykyä myöntää luottoja kotitalouksille ja yrityksille.

Ennennäkemättömän laajan taantumun seurauksena hintojen nousu on hidastunut kaikkialla.

rahaa keskuspankeista likviditeetti-puskuriksi. Riskipreemiot ovat kasvaneet kaikilla markkinoilla. Samalla kun pankkien markkinaehtoisen varainhankinnan hinta on noussut, sen maturiteetti on lyhentynyt, mikä vähentää edelleen pankkien mahdollisuuksia rahoittaa investointeja ja muita pitkäaikaisia hankkeita.

Ennennäkemättömän laajan taantumun seurauksena hintojen nousu on hidastunut kaikkialla. Myös euroalueen inflaatio on hidastunut nopeasti, ja sen odotetaan lähikuukausina painuvan väliaikaisesti jopa negatiiviseksi. Inflaation hidastuminen ja hintariskien muuttuminen deflaatorisiksi ovat merkinneet rahapolitiikan nopeaa kevennystä kaikkialla. EKP:n neuvosto laski ohjaukorkoiaan 1 prosenttiin loka-kuusta 2008 alkaen. Useissa maissa, kuten Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa, on saavutettu nimellisten korkojen alaraja, ns. zero-lower bound, jonka jälkeen perinteinen rahapolitiikan keventäminen ei ole enää mahdollista. Tällöin keskuspankkien mahdollisuudet vaikuttaa pitkiin reaalkorkoihin vähenevät. Erityisen haitallisia olisivat deflaation pitkittyminen ja negatiivisten inflaatio-odotusten yleistyminen, missä tilanteessa odotetut reaalkorot kääntyisivät nousuun. Seurauksena olisi taantumun pitkittyminen liian korkeiden reaalkorkojen vuoksi.

Likviditeettiloukun ja deflaatiokierteen ehkäisemiseksi keskuspankit ovat pyrkineet laskemaan korkonsa

nopeasti aina nollakorkorajaan asti. Senkin jälkeen keskuspankilla on käytettävissään useita erilaisia toimia politiikan keventämiseksi. Näitä toimia on alettu kutsua epätavanomaisiksi toimenpiteiksi.

Keskuspankki voi vaikuttaa korko-odotuksiin sitoutumalla alhaisiin korkoihin pidemmäksi aikaa. Keskuspankki voi myös operoida suoraan pidempien sekä riskillisten että riskittömien lainapapereiden markkinoilla vaikuttaakseen näiden papereiden hintaan ja sitä kautta tuottokäyrään. Riskipreemion pienentäminen vaikeuksissa olevilla markkinoilla vastaa vaikutukseltaan ohjaukorkon alentamista.

Rahapolitiikkaa voidaan keventää myös rahaperustaa kasvattamalla, jolloin keskuspankin tase kasvaa sen vastattavaa-puolelta. Tätä nimitetään määrällisen keventämisen politiikaksi, ja esimerkiksi Japanin keskuspankki on harjoittanut tällaista rahapolitiikkaa 2000-luvun alussa. Viime aikoina Englannin pankki on ilmoittanut toimenpiteistä, joiden voidaan katsoa kuuluvan määrälliseen keventämiseen. Sen sijaan se, että useiden keskuspankkien – eurojärjestelmä mukaan lukien – on ollut pakko lisätä erityisesti ylimääräisten reservien määrää taseissaan vastatakseen pankkijärjestelmän lisääntyneeseen likviditeetin kysyntään, ei ole määrällisen keventämisen politiikkaa.

Vaikuttamalla taseensa vastaava-puolen rakenteeseen keskuspankin sanotaan harjoittavan ns. credit

easing -politiikkaa. Keskuspankki voi ostaa arvopapereita vastapuolipan-keilta tai muilta markkinaosapuolilta. Ostettavat arvopaperit voivat olla joko julkisia tai yksityisiä. Näillä toimilla pyritään vaikuttamaan eri arvopaperiluokkien suhteellisiin hintoihin.

Eurojärjestelmä on siirtynyt epätavanomaisiin rahapoliittisiin toimiin tarkasti harkiten ja valikoiden. EKP:n rahapoliittinen järjestelmä on osoittautunut riittävän joustavaksi pankkien välisten markkinoiden likviditeettikriisin hallitsemiseksi. Siirtyminen kiinteäkorkoisiin täyden jaon huutokauppoihin oli tässä avainasemassa. Normaaliin rahapoliittisen välineistön hyödyntämiseen kuuluivat myös pitempiaikaisten operaatioiden laajentaminen ja maturiteetin pidentäminen aina 12 kuukauteen asti (kuvio 1).

Toukokuussa 2009 EKP:n neuvosto ilmoitti, että eurojärjestelmään kuuluvat kansalliset keskuspankit voivat aloittaa katettujen joukkovelkakirjalainojen ostot myöhemmin sovittavana ajankohtana. EKP:n rahapoliittiset välineet huomioon ottaen tämä on katsottavissa jo epätavanomaiseksi rahapoliittiseksi toimeksi.

Asiasanat: rahapoliittikka, rahapoliittikan strategia, finanssikriisi

Lähteet

Bernanke, B. S. – Reinhart, V. R.– Sack, B. P. (2004) Monetary policy alternatives at the zero bound: An empirical assessment. *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 1–78, 2004.

EKP (2004) EKP:n rahapolitiikka (toinen painos). Tammikuu 2004.

EKP (2008) Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella. Marraskuu 2008.

EKP (2008) Special edition of the Monthly Bulletin. Toukokuu 2008.

Eurokäteinen säilyttänyt suosionsa

4.5.2009

Eurokäteisen liikkeeseenlaskusta on kulunut runsaat seitsemän vuotta. Sujuvan rahanvaihdon jälkeen liikkeessä olevan eurokäteisen määrä on kasvanut ennakoitua nopeammin ja euroseteleiden kysyntä on lisääntynyt myös euroalueen ulkopuolella. Samanaikaisesti euroalueen keskuspankkien yhteistyö rahahuollossa on kehittynyt ja yhteisen rahan tehokkuusetuja on hyödynnetty. Joukko uusia haasteita on myös syntynyt.

Eurosetelit ja -kolikot laskettiin liikkeeseen 1.1.2002 eli kolme vuotta sen jälkeen, kun euro oli otettu käyttöön tilivaluuttana. Suurelle yleisölle euron käyttöönotto kuitenkin ajoittuu juuri tuohon eurokäteisen liikkeeseenlaskuun, koska vasta silloin euro alkoi näkyä katutasolla. Tämä hieman lyhyempikin ajanjakso tarjoaa hyvän perustan sekä eurokäteisen käytön että eurorahahuoltoon liittyvän ajattelun kehityksen arvioinnille, varsinkin kun otetaan huomioon, että eurokäteisen liikkeeseenlaskun valmistelu alkoi jo vuonna 1992.

Eurokäteisen suuret haasteet: tuotanto, kuljetus ja viestintä

Syynä tilivaluutan ja käteisen euron käyttöönoton porrastukseen oli eurokäteisen tuotannon ja jakelun vaatima aika, mutta sitä tuki myös tarve kerätä kokemusta eurosta laskennallisena valuuttana ennen kuin kaikkia yli 300:aa miljoonaa euroalueen kansalaista koskeva eurokäteinen laskettiin liikkeeseen.

EU-keskuspankkien pääjohtajat perustivat vuonna 1992 seteliryhmän yhteisen setelin tuotantoon ja liikkeeseenlaskuun liittyvien teknisten ja logististen kysymysten pohdintaa varten. Kullakin kansallisella keskuspankilla oli seteliryhmässä kaksi edustajaa, yleensä keskuspankin rahahuollosta vastaava ylikassanhoitaja ja setelipainon johtaja. Suomen Pankki osallistui seteliryhmän työskentelyyn heinäkuusta 1994 lähtien ensin tarkkailijana Suomen allekirjoitettua EU:n liittymissopimuksen ja vuoden 1995 alusta varsinaisena jäsenenä. EKP:n perustamisen yhteydessä kesäkuussa 1998 seteliryhmästä muodostettiin Euroopan keskuspankkijärjestelmän setelikomitea.

Yhteisen metallirahasarjan valmistelun EU:n talous- ja valtiovarainministerit antoivat jäsenvaltioiden rahapajojen johtajien työryhmälle. Eurorahojen valmistelussa ja päätöksenteossa oli siten vastaava tilanne kuin Suomessa perinteisesti kansallisten rahojen osalta. Suomen Pankki päätti seteleistä ja valtiovarainministeriö metallirahoista.

Eurojärjestelmän näkökulmasta eurokäteisen käyttöön siirtymisessä oli kolme mittavaa haasteetta. Niistä ajallisesti ensimmäinen oli teollinen eli yli 15 miljardin eurosetelin ja 51 miljardin kolikon tuottaminen. Toinen haaste oli logistinen eli rahanvaihdon suunnittelu ja toteutus yhdessä pankkien, arvokuljetusyritysten, vähittäiskaupan ja automaattialan kanssa ja kolmas viestinnällinen



*Antti Heimonen
johtokunnan
neuvonantaja
Euroopan keskuspankki*

*Kirjoittaja on toiminut
Euroopan keskuspankin
setelijohantajana vuosina
1998–2008.*

*Yhtenäiset
laatuvaatimukset
täyttävien setelien
tuottaminen oli
vaativa tehtävä.*

eli uusien maksuvälineiden ja rahanvaihdon menettelytapojen tekeminen tutuksi jokaiselle euroalueen kansalaiselle ja rahankäsittelyn ammattilaiselle.

Eurojen tuotanto 15 setelipainossa

Kukin kansallinen keskuspankki vastasi rahanvaihtoa varten tarvitsemien euroseteleiden hankinnasta eli päätti, missä setelit painetaan. Riskien hallitsemiseksi EKP perusti lisäksi keskitetyn setelivaraston, joka oli noin 10 % kansallisten keskuspankkien tarpeista.

Yhtenäiset laatuvaatimukset täyttävien setelien tuottaminen oli vaativa tehtävä, koska euroseteleitä valmistettiin 15 setelipainossa, yhdeksän paperitehtaan setelipaperille ja käyttämällä pariltakymmeneltä eri toimittajilta hankittuja värejä, varmuuslankoja, hologrammeja ja muita raaka-aineita. Erityisen tärkeää oli varmistaa, että setelien ulkoasu oli yhtenäinen ja että setelit kävivät lajitelukoneisiin ja automaatteihin koko euroalueella. Tämän vuoksi kaikki ”eurosetelipainot” ottivat käyttöön yhteisen laadunhallintajärjestelmän.

Eurokolikoita valmisti rahanvaihtoa varten 16 rahapajaa, ja yhtenäisen laadun varmistamiseksi EU:n valtiovarainministerit, rahapajat ja EKP sopivat kesäkuussa 1999 yksityiskohtaisesta laadunhallintajärjestelmästä, jossa EKP toimii metallirahojen laadun riippumattomana arvioijana.

Kun käytettävissä ovat nyt jo yli seitsemän vuoden kokemukset, voidaan järjestelmien todeta toimineen

erinomaisesti. Seteleiden tai kolikoiden toimimattomuudesta automaateissa tai muista häiriöistä ei ole ollut juuri havaintoja.

Rauhanajan suurin kuljetusoperaatio

Eurokäteisen käyttöönottoa on luonnehdittu rauhanajan suurimmaksi logistiseksi operaatioksi Euroopassa. Sen toteuttaminen edellytti joukkoa poikkeuksellisia toimenpiteitä. Jo vuonna 1999 päätettiin, että rahalaitoksille, arvokuljetusyriyksille ja vähittäiskaupalle voidaan toimittaa eurorahoja hyvissä ajoin ennen vuodenvaihdetta 2001/2002. Lisäksi päätettiin, että yleisö voi vaihtaa eurokolikoita joulukuun 2001 jälkipuoliskolla.

Mittavien käteisrahamäärien kuljetus, käsittely ja varastointi sekä vaihtojakson lyhyys edellyttivät eurorahojen aktiivista ennakkojakelua. Sen avulla käteisraha voitiin saattaa keskeisille kohderyhmille ennen vuodenvaihdetta, jonka jälkeen kapasiteetti oli pääosin käytössä liikkeestä poistettavien kansallisten rahojen käsittelyyn ja kuljetuksiin. Ennakkojakelu oli suuri menestys, sillä lähes 80 % seteleistä ja yli 90 % kolikoista jaettiin ennen vuodenvaihdetta, mikä mahdollisti euron joustavan käyttöönoton.

Suuri yleisö sai euroseteleitä käyttöönsä 1.1.2002 lähtien ennen muuta pankkiautomaateista. Jo ensimmäisenä päivänä arviolta 80 % pankkiautomaateista toimi euroilla, ja 4. tammikuuta käytännössä kaikis-

ta euroalueen pankkiautomaateista sai euroja. Pankkiautomaattien nopealla muuntamisella oli ratkaiseva merkitys rahanvaihdon sujumiselle, ja sen mahdollisti pankkien ja pankkiautomaattien valmistajien valmistautuminen rahanvaihtoon jo usean vuoden ajan. Automaattivalmistajat saivat euroseteleiden tekniset määrittelyt käyttöönsä jo kesällä 1999, ja ensimmäinen mahdollisuus laitteiden testaamiseen aidoilla euroseteleillä järjestettiin keväällä 2000.

Pankkiautomaattien ohella myös kaikki seteleitä ja metallirahoja maksuna hyväksyvät automaattit oli vaihdettava euroilla toimiviksi. Noin 10 miljoonan kolikoilla toimivan myynti-, lippu-, raha- ym. automaatin muuntaminen vei enemmän aikaa kuin runsaan 200 000 pankkiautomaatin. Tammikuun 2002 lopussa yli 90 % automaateista oli kuitenkin jo muunnettu euroilla toimiviksi. Automaattien toimiminen kansallisilla rahoilla vielä siinä vaiheessa, kun rahanvaihto muilta osin oli jo hoidettu, aiheutti satunnaisia ongelmia. Lisäksi erityisesti kansallisten metallirahojen nopea palautuminen aikaan sai niiden käsittelystä vastaavissa organisaatioissa pullonkauloja, joiden purkaminen vei joissakin maissa kuuksia.

200 miljoonaa euroesitettä

Tiedottaminen yli 300 miljoonalle ihmiselle edellytti monipuolista viestintäkanavien käyttöä. Eurojärjestelmän tiedotuskampanja keskittyi euro-

setelien ja kolikoiden ulkoasuun ja aitoustekijöihin sekä käteisrahan vaihtoon. Se oli suunniteltu täydentämään kansallisten viranomaisten kampanjoita ja siinä käytettiin neljää eri viestintäkanavaa: kumppanuusohjelmaa, johon osallistui yli 3 000 yksityisen ja julkisen sektorin organisaatiota, jotka välittivät tietoa henkilökunnalleen ja asiakkailleen, sekä lehdistökampanjaa, suuren yleisön kampanjaa ja verkkosivuja.

Suurelle yleisölle suunnattu kampanja käynnistyi elokuun 2001 lopussa euroseteleiden lopullisen ulkoasun ja aitoustekijöiden paljastamisella, jota oli todistamassa yli 500 toimittajaa ja 60 TV-ryhmää, ja siihen liittyi lehti-ilmoituksia ja TV-tietoiskuja. Lisäksi kotitalouksille jaettiin lähes 200 miljoonan kappaleen painoksena ja 34 kielellä esitteitä, joista sai yksityiskohtaisempaa tietoa. Kampanjan kohderyhmiä olivat myös kauppohenkilöt, pankkien kassatoimihenkilöt, ope- tushallinto sekä poliisi. Lisäksi erityis- toimin tiedotettiin niille väestöryhmi- le, joille uuden rahan käyttöönotto oli hankalampaa. Yhteistyönä tehtiin esi- merkiksi Euroopan sokeain liiton kanssa esite, joka oli saatavissa myös pistekirjoituksena.

Eurosetelien ja kolikoiden käyt- töönotto herätti julkisuudessa ennak- koon monenlaisia kysymyksiä ja epäi- lyjä. Käteiseuron käyttöönotto sujui kuitenkin erinomaisesti kaikissa euro- alueen 12 maassa. Tammikuussa 2002 tehdyn eurobarometritutkimuk- sen mukaan 88 % kansalaisista arvioi

Suurelle yleisölle suunnattu kampanja käynnistyi elokuun 2001 lopussa.

saaneensa riittävästi informaatiota ja 81 % arvioi, että rahanvaihto meni heidän osaltaan hyvin.

Eurosetelistön määrä kasvaa edelleen

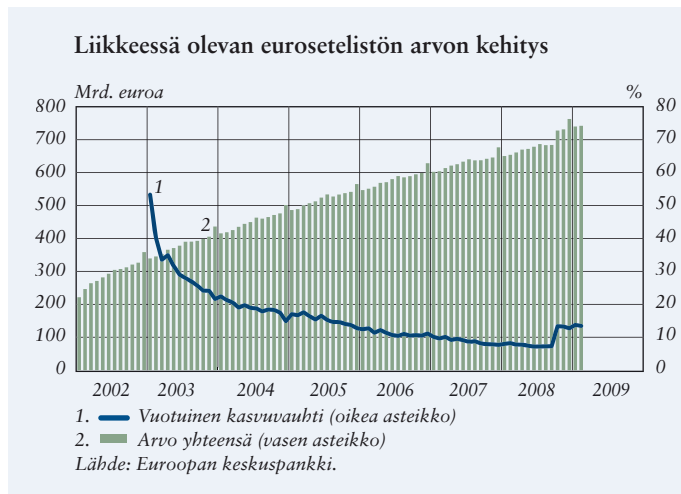
Myös eurojen käyttöönoton jälkeen rahoille on riittänyt kysyntää, ja määrän kasvu on ollut nopeampaa kuin kansallisten rahojen kehityksen perusteella olisi voinut ennakoida. Liikkeessä olevan eurosetelistön arvo

kasvoi vuositasolla yli 10 % vuoden 2007 alkuun asti, minkä jälkeen kasvu tasoittui vähitellen runsaaseen 7 prosenttiin, kunnes se lokakuussa 2008 kiihtyi rahoitusmarkkinoiden häiriöiden seurauksena jälleen 13 prosentin tuntumaan (kuvio 1).

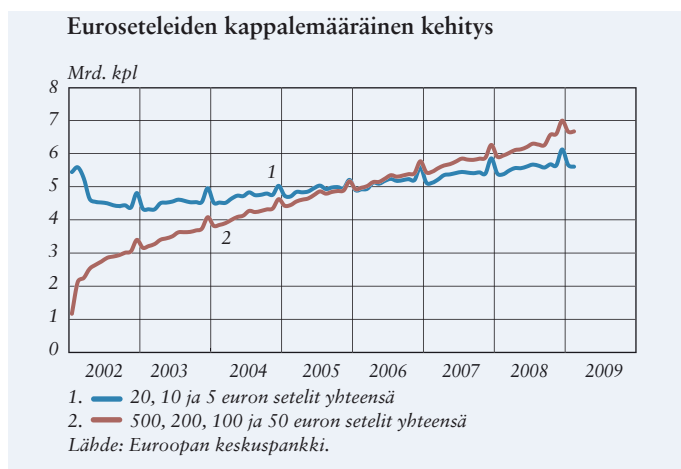
Liikkeessä olevan eurosetelistön määrän voimakas kasvu on johtunut ennen muuta yleisön käteiskassojen sopeuttamisesta vähäisten inflaatio-odotusten ja matalien korkojen olosuhteisiin. Kysyntä on ollut huomattavaa myös euroalueen ulkopuolella, jossa arvioidaan olevan lähes 20 % euroseteleistä. Euroon kohdistuvaa luottamusta rinnakkaisvaluuttana kuvastaa se, että suuri osa euroseteleiden kysynnän voimakkaasta lisääntymisestä rahoitusmarkkinoiden häiriön yhteydessä oli peräisin juuri euroalueen ulkopuolelta.

Vaikka käteisen suhteellinen osuus maksuvälineenä on pienentynyt uusien maksutapojen yleistyessä, on käteisen käyttö varallisuuden säilytysmuotona samanaikaisesti lisääntynyt. Kehitys näkyy selkeästi verrattaessa nimellisarvoltaan pienten 5, 10 ja 20 euron seteleiden määrän kehitystä nimellisarvoltaan suuriin 50, 100, 200 ja 500 euron seteleihin (kuvio 2). Vaikka myös pienien seteleiden kysyntä on kasvanut, on suurien seteleiden kysynnän kasvu ollut huomattavasti voimakkaampaa. Liikkeessä olevan eurosetelin arvo onkin keskimääräisesti kasvanut vuoden 2002 lopun 43,7 eurosta 58,2 euroon 2008 lopussa.

Kuvio 1.



Kuvio 2.

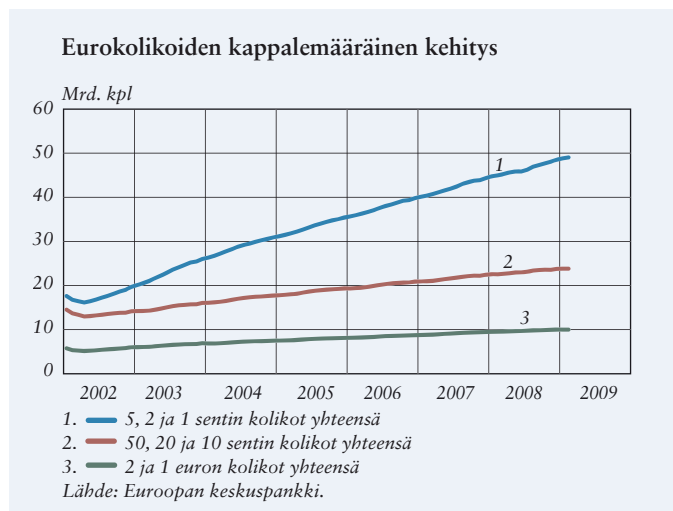


Liikkeessä olevien eurokolikoiden kehitys on poikennut euroseteleiden kehityksestä siten, että kolikoiden määrän kasvu on koko ajan ollut suurempaa kuin niiden arvon kasvu, eli kysyntä on kohdistunut erityisesti nimellisarvoltaan pieniin 1, 2 ja 5 sentin kolikoihin (kuvio 3). Kun nimellisarvoltaan suurimpia seteleitä käytetään varallisuuden säilytyksessä, ja ne ovat sen takia poissa aktiivisesta kierrosta, niin vastaavasti arvoltaan pienimmät kolikot häviävät säästölip-paisiin ja purkkeihin ja poistuvat siten aktiivisesta käytöstä. Arvoltaan pienimpiä eurokolikoita joudutaan-kin lyömään jatkuvasti suuria määriä niissä euromaissa, joissa ei Suomen tavoin ole käytössä maksujen pyöris-tyssäntöä. Liikkeessä olevan euroko-likon arvo on keskimääräisesti vähen-tynt vuodel 2002 lopun 31 sentistä 25 senttiin 2008 lopussa, ja 1, 2 ja 5 sentin kolikoiden osuus liikkeessä olevista eurokolikoista oli tuolloin lähes 59 %.

Aitoustekijät ehkäisevät euroväärennöksiä

Koska euro on maailman toiseksi tärkein valuutta, ovat rahanväärentäjät ymmärrettävästi kiinnostuneita siitä. Sen takia on toimittu määrätietoisesti väärentämisen ehkäisemiseksi ja lain-valvontaviranomaisten tukemiseksi. Paitsi että eurosetelit on suojattu vää- rentämiseltä helposti todettavilla aitoustekijöillä, EKP on perustanut EU-keskuspankkien ja poliisin käyt- töön tietokannan, johon tallennetaan

Kuvio 3.

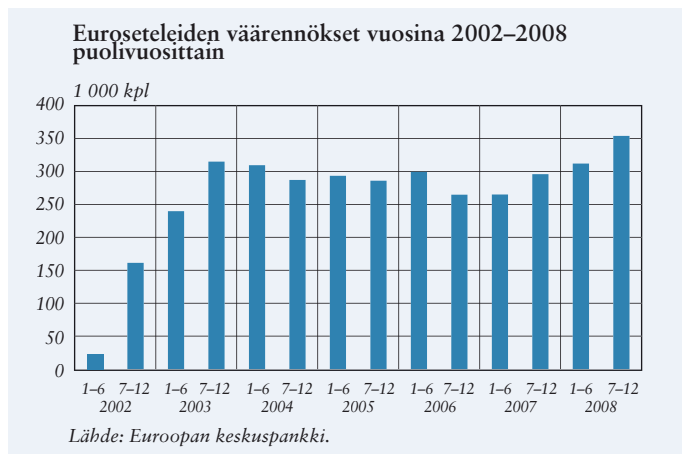


tekniset tiedot kaikista väärennetyistä euroseteleistä ja kolikoista, sekä vää- rennosten tutkimuskeskuksen, jossa kaikki uudet euroseteliväärennökset analysoidaan ja luokitellaan tietokan- taan.

Tietokannassa kunkin väären- nöstyypin tekniseen kuvaukseen sisäl- tyy selostus valmistustekniikasta, aitoustekijöiden jäljittelytavasta ja kuvat väärennöksistä. EKP:n väären- nösten tutkimuskeskuksen ohella jokainen EU:n jäsenvaltio on perusta- nut oman kansallisen tutkimuskes- kuksensa seteleiden ja metallirahojen kansallisten väärennosten käsittelyyn.

Euroseteleiden aitoustekijöiden julkistaminen jo yli neljä kuukautta ennen liikkeeseenlaskua kirvoitti jul- kisuudessa joitakin kauhuskenaariota väärin eurojen käytöstä heti liikke- seenlaskun yhteydessä. Euroväären- nösten määrä pysyi kuitenkin ensim- mäisen puolivuotiskauden aikana

Kuvio 4.



vähäisenä. Kesän 2002 jälkeen tilanne vähitellen muuttui, ja vuoden 2003 aikana liikkeestä löytyneiden väärennosten määrä ylitti jo 550 000 kappaletta. Tämän jälkeen seteliväärennosten määrä kuitenkin tasaantui ja välillä jopa väheni, kunnes se vuoden 2008 aikana alkoi taas lisääntyä (kuvio 4).

Seteliväärennosten määrä on kuitenkin edelleen karkeasti samalla tasolla kuin euron käyttöön siirtyneiden maiden kansallisten seteliväärennosten määrä oli vuosina 2000 ja 2001. Oikeat mittasuhteet kehitykselle saadaan, kun otetaan huomioon, että samanaikaisesti jäljennöstekniikka on kehittynyt merkittävästi ja tehnyt seteleiden jäljittelyn vaivattomammaksi ja liikkeessä olevien euroseteleiden määrä on kasvanut yli 50 %.

Yhteistyö tuo tehoa rahahuoltoon

Rahahuoltoon liittyvä ajattelu on kehittynyt mielenkiintoisesti vuodesta 1992, jolloin yhteisen rahan tuotan-

toon ja liikkeeseenlaskuun liittyvien kysymysten pohdiskelu alkoi. Ensi vaiheessa valmistelun painopiste oli luonnollisesti uusien seteleiden ja metallirahojen suunnittelussa sekä mahdollisimman joustavan rahanvaihdon edellytysten luomisessa. Tuolloin vallitsi ajattelu, että joukko maita ottaa käyttöön yhteiset setelit ja metallirahat, mutta rahahuollon kansalliset käytännöt säilyvät ennallaan, koska kansallisten keskuspankkien toimintaympäristössä ja roolissa käteisrahan kiertokulussa ei ollut näköpiirissä muutoksia.

Viime vuosituhanen vaihdetta lähestyttäessä, kun euroseteleiden ja -metallirahojen tuotanto oli jo hyvässä vauhdissa ja monet tärkeät ratkaisut, kuten automaattien testaus ja ennakkojakelun säännökset, oli tehty, alkoi huomio valmistelussa kiinnittyä entistä enemmän mahdollisiin toimintaympäristön muutoksiin yhteisen käteisrahan liikkeeseenlaskun jälkeen. Tällaiset toimintaympäristön muutokset liittyivät yhtäältä keskuspankkien omiin tavoitteisiin, kuten keskitymiseen ydintehtäviin ja toisaalta yhteisen rahan mukanaan tuomiin tehokkuusetuihin ja yhtäläisten kilpailumahdollisuuksien luomiseen euroalueella.

Esimerkkeinä tästä kehityksestä ovat EKP:n neuvoston päätös vuodelta 2001 keskuspankkien maksuttomista peruspalveluista ja maksullisista lisäpalveluista sekä linjaukset keskuspankkien toimipisteiden aukioloajoista ja käteisen hyvitys- ja veloitus-

säänöistä. Samana vuonna EKP:n neuvosto päätti myös, että euroseteleiden tuotanto hajautetaan siten, että kukin euroalueen kansallinen keskuspankki vastaa yleensä vain yhden tai kahden seteliarvon tuotannosta. Näin varmistetaan sekä tasalaatuisten setelien saatavuus vähentämällä painopaikkoja että eurojärjestelmän skaalautetun setelien tuotannossa. Lisäksi koska setelit kulkeutuvat maasta toiseen turismin ja muun toiminnan vuoksi, ei vastuuta seteleiden tuotannosta enää jaettu kansallisille keskuspankeille niiden oman kysynnän perusteella, vaan jakoperusteena alettiin käyttää kansallisten keskuspankkien osuutta EKP:n pääomasta; tämä osuus perustuu euromaiden kokonaistuotantoon ja väestömäärään.

Vastaavasti EKP:n neuvosto päätti syyskuussa 2004 laajan valmistelutyön tuloksena eurojärjestelmän yhteisestä tarjouskilpailumenettelystä eurosetelien tuottamiseksi. Menettely otetaan käyttöön viimeistään vuoden 2012 alusta tai jo aikaisemmin, jos vähintään puolet keskuspankeista hankkii setelinsä kilpailuttamalla ja jos kilpailuttaminen kohdistuu vähintään puoleen vuosittaisesta eurosetelitarpeesta. Menettelyn tavoitteena on varmistaa kaikkien euroseteleiden tarjouskilpailuun osallistuvien setelipainojen yhdenvertainen kohtelu ja avoimuus.

Sellaiset kansalliset keskuspankit, joilla on oma setelipaino tai jotka käyttävät julkisen sektorin setelipainoa, voivat päättää olla osallistumat-

ta tarjouskilpailuun, ja ne tuottavat edelleen painoissaan osuutensa euroseteleistä.

Myös euroseteleiden hallintaan ja varastointiin on luotu yhteinen järjestelmä, jonka tavoitteena on koordinoita keskuspankkien logistisia varastoja eurojärjestelmän tasolla ja käyttää yhteistä strategista varastoa. Strategista varastoa käytetään sellaisissa poikkeustilanteissa, joissa eurojärjestelmän logistiset varastot eivät riitä kattamaan eurosetelien kysynnän odottamatonta kasvua tai joissa eurosetelien toimituksessa on häiriöitä. Hyvä esimerkki strategisen varaston tärkeydestä saatiin rahoitusmarkkinoiden häiriöiden yhteydessä viime syksynä, kun yhtäkkiä erityisesti euroalueen ulkopuolelta kohdistui voimakas kysyntä nimellisarvoltaan suuriin euroseteleihin. Tämä kysyntä pystyttiin tyydyttämään käyttämällä joustavasti strategista varastoa.

Rahahuollon tasavertaisten ja kilpailukykyisten toimintaedellytysten kehittäminen jatkuu luonnollisesti myös tulevaisuudessa, mutta uutena kehityspiirteenä viime vuosien aikana on ollut tehokkuushyötyjen tarkastelu kaikkien käteisen rahan kiertoosallistuvien toimijoiden kannalta. Siten euroalueen kansalliset keskuspankit ovat heinäkuusta 2007 lähtien tarjonneet rahahuoltopalveluja myös luottolaitoksille, jotka toimivat josain toisessa euromaassa, mutta joille logistisista syistä on edullisempaa käyttää rajan toisella puolella olevan keskuspankin palveluja. Lähivuosina

Yhteinen tarjouskilpailumenettely euroalueen keskuspankkien setelihankinnoista otetaan käyttöön viimeistään vuoden 2012 alussa.

*Eurojärjestelmän
keskuspankkien
rahahuolto-
palvelujen
tehokkuutta on
lisätty erikois-
tumalla tai
yhdistämällä
voimavaroja.*

luovutaan myös keskuspankkien perinteisestä vaatimuksesta, että seteleiden pitää olla palautus- ja luovutusniipuissa samansuuntaisesti, mikä tehostaa tulevaisuudessa seteleiden käsittelyä eri vaiheissa.

Tehokkuushyötyjä on pyritty löytämään myös kehittämällä eurojärjestelmän työnjakoa siten, ettei kaikkien kansallisten keskuspankkien tarvitse välttämättä tarjota kaikkia palveluita, vaan tehokkuutta voidaan lisätä erikoistumalla tai yhdistämällä voimavaroja. Esimerkkinä ovat neljän keskuspankin – yhtenä niistä Suomen Pankki – sopimus yhteisestä rahahuoltoasiakkaiden tilaus- ja toimitusjärjestelmästä ja viiden keskuspankin yhteinen tarjouskilpailu euroseteleiden hankinnasta. Lisäksi muutamat keskuspankit ovat erikoistuneet seteleiden käsittelykoneiden testaukseen eurojärjestelmän puolesta, samoin kuin koko euroalueelta otoksina otettujen euroseteleiden laadun tutkimiseen. Myös eräiden rahahuoltoon liittyvien tietojärjestelmien kehittäminen ja ylläpito on annettu jonkin kansallisen keskuspankin tehtäväksi.

Uusi setelisarja valmisteilla

Eurorahojen liikkeeseenlaskulla vuonna 2002 saatettiin 12 maan osalta päätökseen se osa eurooppalaista yhdyntymisprosessia, josta Maastrichtissa 1991 sovittiin. Seteleiden ja kolikoiden vaihtaminen samaan aikaan 12 maassa oli itsessään valtava haaste, mutta kuten edellä olevat esimerkit osoittavat, matkan varrella on tullut joukko

uusia haasteita. Lisäksi 12 maan liittyminen Euroopan unioniin 2000-luvulla on jo johtanut euron käyttöönottoon neljässä uudessa maassa. Vaikka rahanvaihto uusissa EU-maissa onkin erilainen kuin vuoden 2002 rahanvaihto, ennen muuta koska eurorahat ovat jo olemassa, edellyttää se yksityiskohtaista suunnitteluprosessia ja pankkien, vähittäiskaupan, rahankuljettajien, auto- ja maattialan ja muiden asianosaisten sitoutumista prosessiin alusta alkaen.

Nykyisen eurosetelisarjan suunnittelu, tuotanto ja liikkeeseenlasku veivät aikanaan kymmenen vuotta. Eurojärjestelmä aloittikin uuden setelisarjan suunnittelun hyvissä ajoin jo muutama vuosi sitten, ja vaikka EKP:n neuvosto on päättänyt, että myös uusi setelisarja perustuu aikakaudet ja tyylit -aiheeseen ja nykyiseen nimellisarvorakenteeseen, ja siten kaikkia suunnitteluvaiheita ei ole tarpeen toistaa, vie projekti vielä vuosia. Eurojärjestelmä on vuosien aikana investoinut huomattavasti tutkimukseen ja kehitykseen ja seurannut jäljennöstekniikan kehittymistä ja arvioinut mahdollisia väärennösuhkia. Uusi eurosetelisarja pyrkii vastaamaan näihin haasteisiin. Sarja lasketaan liikkeeseen muutaman vuoden kuluttua asteittain seteliarvo kerrallaan, joten kokonaisuudessaan nykyisen sarjan korvaaminen vie useita vuosia.

*Asiasanat: käteinen, euro,
rahanvaihto, rahahuolto*

Finanssikriisi koettelee euroalueen talouden vakautta

13.5.2009

Euroalueen työllisyys, bruttokansantuote ja kauppavirrat ovat euroaikana kehittyneet pääosin suotuisasti aina vuoteen 2008 asti. Maakohtaiset erot ovat kuitenkin olleet merkittäviä, ja osin ne ovat jopa kasvaneet. Lisäksi joillakin euroalueen mailla on ilmennyt vakavia ongelmia kilpailukyvn, vaihtotaseen alijäämien, työn tuottavuuden kasvun ja julkisen talouden tasapainon kanssa.

Euroalueen maiden eroavuudet merkitsevät sitä, että mailla on varsin erilaiset lähtökohdat toipua nykyisen taantuman tuomista ongelmista. Pitkään kestänyt heikko tuottavuuskasvu, kilpailukyvn rapautuminen ja julkisen talouden heikkeneminen voivat vaatia korjautukseksi raskaita rakennemuutoksia. Tämä yhdistettynä taantuman mukanaan tuomiin ongelmiin luo haastavan lähtöasetelman tuleviksi vuosiksi etenkin joillekin Etelä-Euroopan maille.

Euroalue tuonut rahataloudellista vakautta

Kymmenen vuotta on liian lyhyt aika tyhjentävän arvion tekemiseksi siitä, minkälainen menestystarina euro on ollut. Reaalitalouden yhdentyminen on jäänyt monien odottamaa vähäisemmäksi, mistä on osoituksena, että vienti euroalueen ulkopuolelle on kasvanut enemmän kuin alueen sisäinen kauppa.

Euron tärkeyden puolesta puhuu kuitenkin rahatalouden kehitys. Euro on vakauttanut rahataloutta: korot

ovat pysyneet suhteellisen vakaina ja ennustettavina eikä valuuttamarkkinoilla ole syntynyt vakavia häiriöitä. Myös valuuttakurssiriski on pienentynyt.

Etenkin nykyisen, rahoitusmarkkinoilta alkunsa saaneen kansainvälisen taantuman aikana euron hyvät puolet ovat nousseet esille. Ilman rahaliittoa kriisin vaikutukset olisivat olleet vielä suurempia sekä euroalueen maille että globaalisti.

Monet Euroopan pienet valuutat ovat joutuneet paineeseen taantuman aikana. Valuuttakurssien heilahtelu on lisääntynyt, ja useat valuutat ovat heikentyneet merkittävästi. Esimerkteinä tästä ovat Ruotsin kruunu ja monien uusien EU-maiden valuutat.

Rahataloudellinen vakaus on tukenut euroalueen sisäisen kaupan kehittymistä ja pääomavirtojen liikumista. Euroalue on myös tuonut vakautta omaa aluettaan suuremmalle kokonaisuudelle, eli se on myös vakauttanut koko EU:n ja uusien jäsenmaiden rahatalouksia.

Käsi kädessä rahataloudellisen vakauden kanssa kulkee rahaliitossa hintavakaus, jonka turvaaminen on Euroopan keskuspankin ensisijainen tehtävä. Hintavakaudella tarkoitetaan euroalueen inflaation pitämistä lähellä, mutta alle 2 prosentin keskipitkällä aikavälillä. Hintavakauden säilymissen ehtona on, että yritysten ja kotitalouksien inflaatio-odotukset on tiukasti ankkuroitu tähän tavoitteeseen. Yleinen näkemys on, että hintavakaus edistää talouskasvua, lisää rahapoli-

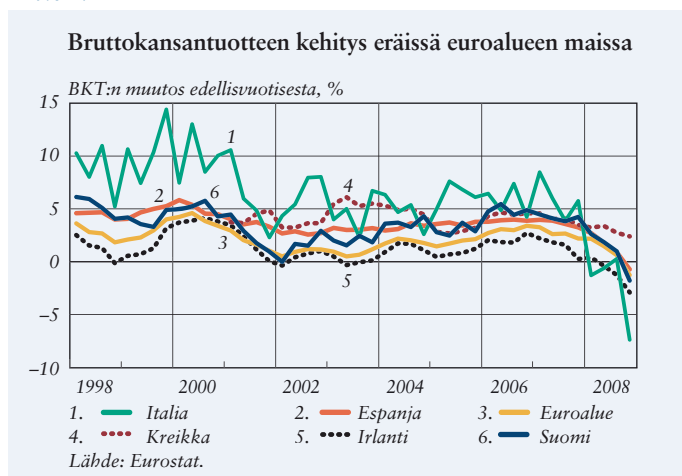


*Heidi Schauman
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*

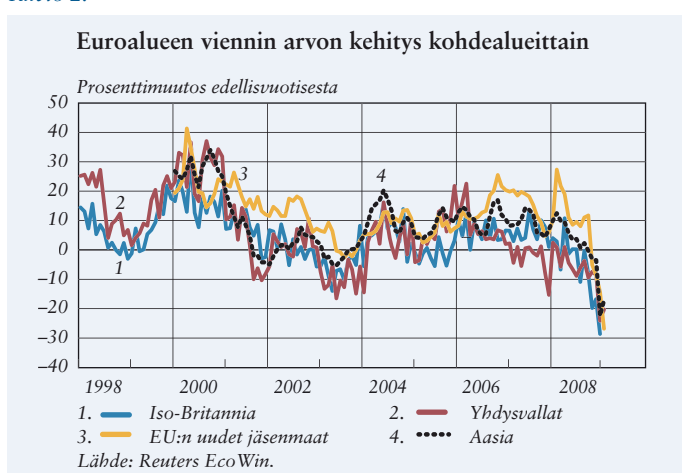
tiikan ennustettavuutta ja onnistuessaan vähentää markkinakorkojen vaihtelua.

Euroalueen kuluttajahintainflaatio on pysynyt lähellä tavoitetta pääosan euroajasta yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä mitattuna. Vuoden 2008 aikana inflaatio tosin nopeutui selvästi energian ja elintarvikkeiden maailmanmarkkinahintojen nousun vuoksi. Sitten inflaatio on uudelleen hidastunut.

Kuvio 1.



Kuvio 2.



Kasvu ollut kohtalaista, työmarkkinat tehostuneet

Yhteisen rahan aikana – eli kymmenenä viime vuotena – euroalueen työllisyyskehitys on ollut hyvä, BKT on kasvanut kohtalaisesti, mutta tuotavuuden kehitys on ollut kehnonpuoleista.

Euroalueen BKT on kasvanut vuosittain keskimäärin 2,2 % vuodesta 1996 eteenpäin, mikä on suunnilleen sama kasvuvauhti kuin vuosina 1980–1996 keskimäärin. Samaan aikaan Ruotsin, Tanskan ja Ison-Britannian, eli euroalueen ulkopuolelle jääneiden maiden, BKT-kasvu on ollut noin 0,5 prosenttiyksikköä voimakkaampaa. Maakohtaiset erot euroalueen sisällä ovat kuitenkin merkittäviä. Espanja, Irlanti, Kreikka ja Suomi erottuvat poikkeuksellisen ripeän kasvuvauhtinsa ansiosta, kun taas Italian kasvu on kymmenen viime vuoden aikana ollut hyvin heikkoa (kuvio 1).

Myös euroalueen maiden ulkomaankauppa on kasvanut ripeästi kymmenen viime vuoden aikana. Kuitenkin kauppa euroalueen ulkopuolisten maiden kanssa on kasvanut enemmän kuin alueen sisäinen kauppa. Reaalitalouden yhdentymisen ei siis tällä mittarilla mitattuna ole edennyt sillä tavalla kuin ehkä odotettiin.

Selitys tähän löytyy globalisaatiosta ja erityisesti siitä, että maailmantalouden kasvun moottorit ovat löytäneet viime vuosina euroalueen ulkopuolelta. Monet euroalueen maat ovat kuitenkin pystyneet hyödyntämään muutunutta tilannetta, ja euroalueen vienti

uusiin EU-maihin ja Aasiaan onkin noussut hyvin tärkeäksi (kuvio 2).

Yksi euroalueen menestystarinoista euroaikana on työmarkkinoiden kehitys. Kymmenen viime vuoden aikana työhön osallistuminen on lisääntynyt ja alueen maiden työttömyysasteet ovat laskeneet. Suuri osa työllisyyskasvusta on peräisin naisten työhön osallistumisen lisääntymisestä ja työperäisestä maahanmuutosta etenkin Irlannissa ja Espanjassa. Hyvä työmarkkinakehitys kuvastaa paitsi pitkään kestänyttä korkeasuhdannetta myös työmarkkinoiden rakenteellisia uudistuksia.

Vaikka työllisyys on lisääntynyt viime vuosina euroalueella, työllisyysaste eli työssä käyvien osuus työikäisestä väestöstä on edelleen kansainvälisesti katsottuna varsin pieni. Tässä suhteessa Suomi kuuluu euroalueen kärkimaihin, vaikka ei pärjääkään pohjoismaisessa vertailussa kovin hyvin.

Vuoden 2008 aikana hyvä työmarkkinakehitys pysähtyi talouden taantumana myötä, ja työttömyysaste on alkanut nousta melkein kaikissa euroalueen maissa. Vaikka euroalueen työttömyys on edelleen vähäisempi kuin 1990-luvun lopulla, jotkin maat, kuten Espanja ja Irlanti, ovat kokeneet rajuja muutoksia työttömyydessä viime kuukausina.

Tuottavuus ja kilpailukyky huolenaiheita

Hyvän työmarkkinakehityksen toinen puoli on ollut tuottavuuden heikko kehitys. Tuottavuuden kasvulla tar-

koitetaan sitä, kuinka paljon enemmän kansantaloudessa tuotetaan työpanosta kohti kuin aiemmin. Työn tuottavuus voidaan suhteuttaa joko työntekijöihin tai tehtyihin työtunteihin. Euroalueen keskimääräinen työn tuottavuuden kasvu työntekijää kohti oli vuosina 1999–2008 noin 0,8 % vuodessa. Yhdysvaltojen vastaava luku oli 2,6 %¹. Euroalueen tuottavuuden kasvu on jäänyt jälkeen Yhdysvalloista erityisesti rahoitus- ja viestintäpalveluissa, joissa tieto- ja viestintäteknikan soveltamisella on keskeinen merkitys. Tämän lisäksi tuottavuuden lisäämisen edellyttämät prosessien uudelleenorganisoinnit ovat euroalueella jääneet vähäisemmiksi.

Euroalueen sisäiset maakohtaiset erot ovat kuitenkin merkittäviä tuottavuuskehityksessä. Italiassa ja Espanjassa tuottavuuden kasvu on ollut muita heikompaa kymmenen viime vuoden aikana sekä työtuntia että työllistä kohden mitattuna (taulukko). Suomi on yhdessä Irlannin ja Kreikan kanssa pystynyt parantamaan työn tuottavuuttaan suhteellisen paljon talous- ja rahaliiton aikana. Euroalueen heikko kokonaiskehitys heijastaa siis pitkälti joidenkin isojen maiden vaisua kehitystä.

Tuottavuuden ohella myös hinta- ja kustannuskehityksessä on ollut selviä eroja euroalueen maiden välillä. Euroalueen maiden inflaatioerot ovat kuitenkin kaventuneet ja ovat nyt suunnilleen samalla tasolla kuin

¹ US department of labour: Bureau of labour statistics.

Euroalueen tuottavuuden kasvu on jäänyt jälkeen Yhdysvalloista.

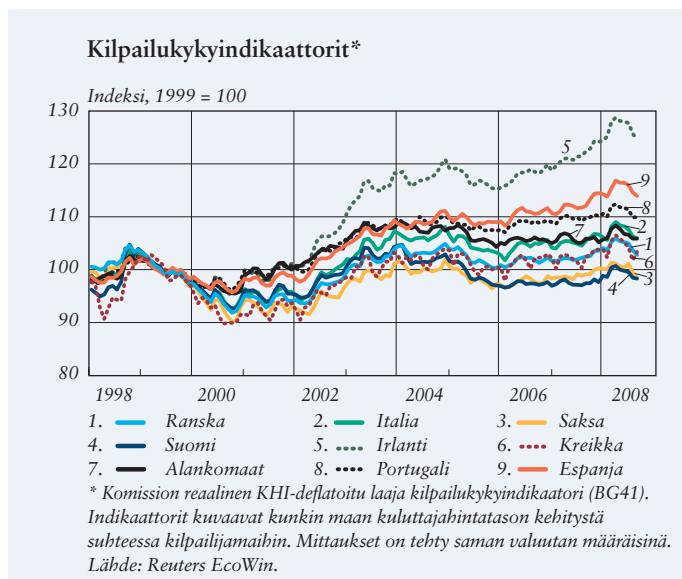
Yhdysvaltojen osavaltioiden välillä. Myös työntekijäkorvausten maittaiset kasvuvauhdit ovat pääosin yhtenäistyneet. Kreikassa ja Irlannissa työntekijäkorvaukset ovat kuitenkin suurentuneet poikkeuksellisen paljon myös yhteisen rahan aikana.

Taulukko.

Työn tuottavuuden keskimääräinen kasvu vuosina 1999–2007 %		
	Työtuntia kohden	Työntekijää kohden
Suomi	2,3	1,9
Ruotsi	2,4	2,1
Saksa	1,5	1,0
Ranska	1,7	1,0
Espanja	0,6	0,1
Italia	0,4	0,0
Irlanti	3,3	2,9
Portugali	*	1,1
Belgia	*	1,2
Alankomaat	*	1,2
Kreikka**	*	2,7
Itävalta	1,7	1,4

* Ei tiedossa.
** 2000–2007
Lähteet: EcoWin ja Statistical data warehouse.

Kuvio 3.



Hinta- ja kustannuskehityksen maakohtaiset erot heijastavat osittain luonnollista kehitystä. Kaupan esteiden väheneminen on yhtenäistänyt jossain määrin kansainvälisen vaihdannan kohteena olevien tuotteiden hintoja eri maissa samalla, kun alemman hinta- ja tuottavuustason maat ovat ottaneet kiinni korkeamman hinta- ja tuottavuustason maita (ns. Balassan – Samuelsonin vaikutus). Osin hintakehityksen erot juontuvat myös suhdanteiden eriaikaisuudesta.

Hintakilpailukyvyn muutokset ovat kuitenkin osin seurausta myös huolestuttavasta kehityksestä. Joissain tapauksissa taustalla on palkkojen liian suuri nousu maakohtaisten häiriöiden myötä. Vaihtotaseen alijäämien paisuminen vuorostaan kuvastaa joissakin maissa kotimaisen epätasapainon syventymistä. Tämä epätasapaino liittyy kotimaisiin liikakäyntäpaineisiin, suureen yksityiseen ja julkiseen velkaan, asuntojen hintojen nousuun sekä siihen, että riippuvuus rahoitusmarkkinoiden tilanteen muutoksista on lisääntynyt. Euron myötä kansainvälisen rahoituksen saatavuus parani monissa maissa, mikä on mahdollistanut suurenkin vaihtotasealijäämän suhteellisen helpon rahoittamisen normaalioloissa.

Saksa ja Suomi ovat euroaikana parantaneet hintakilpailukykyänsä verrattuna euroalueen keskiarvoon (kuvio 3). Merkittävää huonontumista on havaittavissa Espanjassa ja Irlannissa. Nämä maat ovat olleet ns. kiinniottajatalouksia, eli niissä on

ollut odotettavissa jonkinlainen suhteellisen hintatason nousu, kun maat ovat ottaneet muita euroalueen maita kiinni. Näissä maissa hintakilpailukyvyn heikkeneminen on osin peräisin ns. Balassan – Samuelsonin vaikutuksesta, mutta havaittavissa on myös tätä huolestuttavampia piirteitä, kuten kotimaisen epätasapainon syventyminen, asuntomarkkinoiden kehityksen irtautuminen talouden perustekijöistä sekä velkaantumisen voimakas lisääntyminen.

Joissakin maissa myös vaihtotaseen² alijäämä on kasvanut huolestuttavasti. Espanja ja Italia kuuluvat näihin maihin. Saksa on jälleen poikkeus. Maan vaihtotase on ollut perinteisesti selvästi ylijäämäinen.

Edellä mainituista maista etenkin Espanjan talouskehityksessä on ollut piirteitä, jotka voivat antaa aiheita huoleen. Maan vaihtotaseen alijäämä on paisunut viime vuosina, kilpailukyky rapautunut ja tuottavuuskasvu pysähtynyt. Italian ja Irlannin kehityksessä on ollut osin samanlaisia piirteitä. Irlannin tuottavuuskehitys on ollut erittäin hyvä, mutta kilpailukyky on heikentynyt huolestuttavasti. Italian kilpailukyky on kehittynyt kohtalaisesti, mutta tuottavuuskasvu on ollut heikkoa.

Espanjan pitkään kestäneen voimakkaan talouskasvun takana piilee siis tekijöitä, jotka voivat varjostaa

² Vaihtotase kuvaa juoksevien ulkomaisten taloustoimien, kuten tavaroiden ja palveluiden ulkomaankaupan, tuotannontekijäkorvausten ja tulonsiirtojen, vaikutusta kansantuloon sekä kansantalouden säästämisen ja investointien välistä tasapainoa.

maan tulevaa kehitystä. Ylisuuren rakennussektorin sopeuttamistarpeen lisäksi maan talous tarvitsee mittavia rakenneuudistuksia, jotka mitä luultavimmin tulevat olemaan vaikeita.

Vertailun toisessa päässä ovat Saksa ja Suomi, jotka ovat menestyneet monessa suhteessa varsin hyvin. Näiden maiden kilpailukyky on kehittynyt suhteellisesti katsottuna hyvin, ja tuottavuuden kasvu on ollut melko suotuista – Saksassa tosin hieman heikompi kuin Suomessa – ja vaihtotase on kummassakin maassa pysynyt ylijäämäisenä. Myös Alankomaat ja Itävalta ovat pärjänneet suhteellisen hyvin.

Euroalueen maiden talouskehityksen erkaantumisen seurauksia ei ole vielä täysin nähty. Meneillään oleva maailmanlaajuinen taantuma voi heikentää etenkin rakenneongelmista kärsivien maiden mahdollisuuksia reagoida kriisiin. Vaikka talouskriisi on iskenyt erityisen kovasti moniin viennistä riippuviin talouksiin, kuten Saksaan ja Suomeen, eli aiemmin hyvin pärjänneisiin maihin, näiden maiden mahdollisuudet palautua kriisin jälkeen tulevat luultavasti olemaan suhteellisen hyvät, koska mailla ei ole isoja epätasapainoja tai kilpailukyky- ja tuottavuusongelmia.

Julkinen talous

Yleisesti ottaen julkisen talouden tila on euroalueen maissa kohentunut yhteisen rahan aikana ja etenkin ennen sen käyttöönottoa. Vuonna 1992 vain harvat niistä maista, jotka

Vaikka talouskriisi on iskenyt kovasti Saksaan ja Suomeen, maiden mahdollisuudet toipua kriisistä ovat hyvät.

liittyivät euroalueeseen vuonna 1999, täyttivät Maastrichtin sopimuksen alijäämäkriteerin (julkisen talouden alijäämä alle 3 % BKT:stä). Yhteisen rahan ensimmäisinä vuosina kehitys oli yleisesti katsottuna pettymys, ja monet maat ylittivät alijäämäkriteerin.

Viime vuosina kehitys on ollut parempaa, mikä johtuu osin määrätietoisista pyrkimyksistä julkistalouksen tilan korjaamiseksi, osin suhdanne- ja muiden tulojen lisäyksestä. Monissa maissa alijäämä onkin kutistunut tai muuttunut ylijäämäksi viime vuosina (kuvio 4). Kansainvälisen taantuman myötä tilanne muuttui selvästi jo vuonna 2008 joissakin maissa. Espanjan ja Irlannin aiempi ylijäämä on muuttunut alijäämäksi, ja myös Kreikan, Belgian, Italian, Ranskan ja Slovenian julkisen talouden tila on heikentynyt nopeasti.

Lähiajan näkymät eivät vaikuta suotuisilta. Elvytystoimenpiteiden sekä verotulojen pienenemisen vuoksi mm. Euroopan komissio on arvioinut, että julkisen talouden tila heikenee euroalueella edelleen vuosina 2009 ja 2010. Komission arvion mukaan alijäämä kasvaa vuonna 2008 todetusta 1,9 prosentista 5,25 prosenttiin vuonna 2009 ja vuonna 2010 edelleen 6,5 prosenttiin BKT:stä.

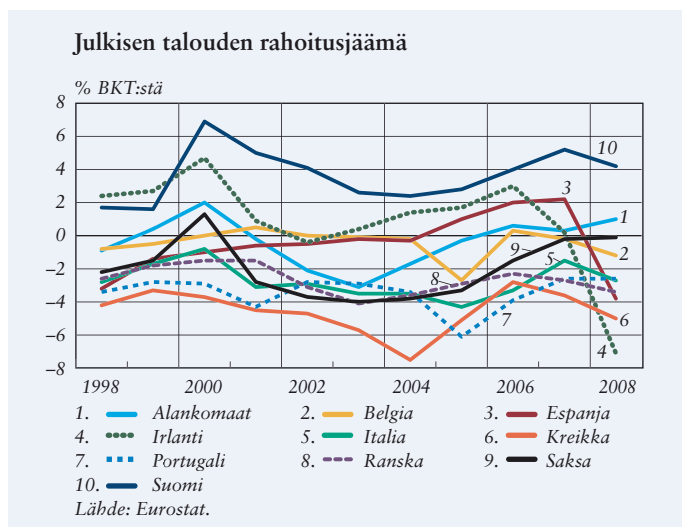
Taantumassa euroalueen maiden erot korostuvat

Ilman nykyistä maailmantalouden taantumaakin euroalueen mailla olisi ollut lukuisia haasteita edessään. Taantuma on kuitenkin kärjistänyt ongelmia ja nostanut esille maiden eroavaisuuksia. Joillekin euroalueen maille kilpailukyyn rapautuminen ja heikko tuottavuuskasvu ovat jo pitkään aiheuttaneet ongelmia.

Espanjan ja osittain myös Italian, Irlannin ja Kreikan talouskehityksessä on euroaikana ollut piirteitä, jotka voimistavat näiden maiden nykyistä taantumaa ja samalla heikentävät niiden toipumiskykyä. Espanjassa tuottavuuden kasvu on pitkään ollut lähellä nollaa, maan kilpailukyky on suhteellisesti katsottuna heikentynyt paljon, vaihtotase on vahvasti alijäämäinen ja julkisen talouden tila on viime kuukausina huonontunut nopeasti.

Irlannissa tuottavuuden kasvu on ollut hyvää, mutta muuten maan tilanne on tällä hetkellä huolestutta-

Kuvio 4.



va. Maan kiinteistömarkkinoilla on käynnissä laaja korjausliike viime vuosien ylikuumenemisvaiheen jälkeen, ja rakentaminen on lamaanut. Italiassa tuottavuus on pitkään kehittynyt heikosti, mutta kilpailukyky ei ole kovin paljoa heikentynyt. On todennäköistä, että kaikissa näissä maissa tullaan tarvitsemaan jonkinasteisia rakennemuutoksia. Tuotantokapasiteettia pitäisi siirtää etenkin rakennussektorilta muille aloille. Tällainen talouden rakennemuutos ei ole helppo eikä nopea etenkin niissä maissa, joissa työmarkkinat ovat jäykät.

Euroalueella on myös maita, jotka ovat pärjänneet suhteellisen hyvin euroaikana ja joiden tilanne näyttää nyt vähemmän huolestuttavalta. Suomen ja Saksan kilpailukyky on vahvistunut ja maat ovat pystyneet hyödyntämään globalisaation esiinmarsia. Tosin juuri nyt viimeksi mainittu seikka on osoittautunut heikkoudek-

si, koska vientiin suuntautuneet taloudet ovat kärsineet muita enemmän nykyisessä taantumassa.

Yksi taantuman keskeisiä piirteitä on ollut maailmankaupan nopea ja hyvin voimakas supistuminen. On silti syytä uskoa, että maat, joissa tuottavuus on kehittynyt hyvin, joiden kilpailukyky ei ole rapautunut ja joiden julkinen talous on suhteellisen hyvässä kunnossa, pystyvät muita paremmin toipumaan taantumasta. Pitkän aikavälin suotuisa talouskasvu perustuu kuitenkin jatkuvaan kehitykseen ja uudistumiseen. Myös viime vuosina suhteellisen hyvin menestyneet maat tulevat tarvitsemaan rakennemuutoksia tukeakseen kasvunsa elpymistä.

Asiasanat: euroalue, tuottavuus, kilpailukyky, rahataloudellinen vakaus

Lähteet

Euroopan keskuspankki (toukokuu 2008) 10th anniversary of the ECB. Kuukausikatsauksen erikoisnumero.

Euroopan komissio (2008) EMU @ 10 Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union. European Economy 2.

Euroopan komissio (2009) Quarterly report on the euro area. Vol. 8, nr 1.

Euroopan komission ennuste toukokuulta 2009.

Suvanto, A. (2008) Euro täyttää kymmenen vuotta. Talous ja Yhteiskunta 4/2008.

Euroaika kansainvälisti Suomen talouden – taantuma heikentää ulkoista tasapainoa¹

28.4.2009

Ulkomaankauppa, pääomanliikkeet sekä ulkomaiset saamiset ja velat ovat euroaikana muuttuneet poikkeuksellisen paljon ja Suomen talous on kansainvälistynyt merkittävästi. Yli kymmenen vuotta jatkuneiden, tosin vähitellen pienentyneiden vaihtotaseen (kuvio 1) ylijäämien seurauksena Suomen ulkomainen nettovelka muuttui saamiseksi (kuvio 2). Tämä kehitys poikkeaa jyrkästi aiemmasta. Ulkomaiseen nettovarallisuusasemaan vaikuttaa tuntuvasti ulkomaalaisten hallussa olevien suomalaisosakkeiden arvo.

Vuoden 2008 aikana Yhdysvalloista edellisenä vuonna alkanut, mutta pian kansainvälistynyt rahoituskriisi laajeni maailmantalouden taantumaksi, jolta Suomikaan ei välttynyt. Tilanne on uusi, koska niin perinteiset teollisuusmaat kuin uudet kehittyvät taloudetkin ovat yhtä aikaa syvässä taantumassa. Taloudellisesti yhdenytneessä maailmassa suhdanteiden heikkeneminen siirtyi ennennäkemättömän nopeasti maasta toiseen. Tämä johtui ennen kaikkea yleismaailmallisten rahoitusmarkkinoiden vaikutuksesta.

Kriisi on jo aiheuttanut suuria rakenteellisia muutoksia rahoitusmarkkinoilla kaikkialla. Pörssikurssit ja muun varallisuuden arvot laskivat

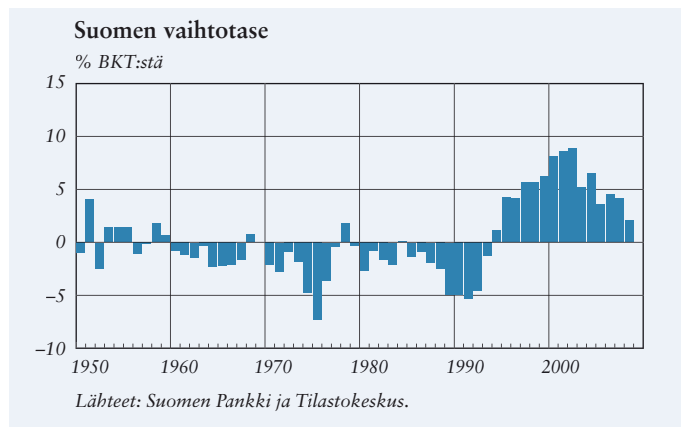
jyrkästi, ja myöhemmin myös maailmankauppa ja taloudellinen aktiivisuus hiljenivät.

Suomessa rahalaitossectorilta on hävinnyt ulkomaisia toimijoita. Pörssikurssien romahdus näkyy niin ulkomaisissa arvopaperisijoituksissa kuin suomalaisten arvopapereiden ulkomaisessa omistuksessa ja vaikuttaa Suomen ulkomaiseen nettovarallisuusasemaan. Myös vaihtotaseen

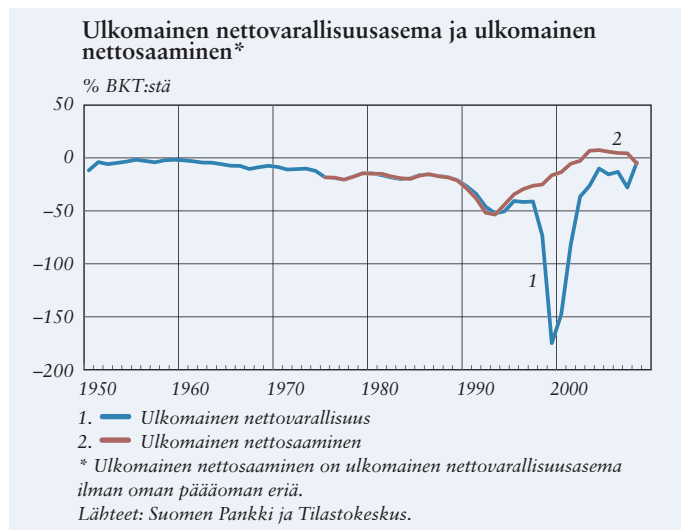


Jorma Hilpinen
neuvonantaja
rahoitusmarkkinat- ja
tilasto-osasto

Kuvio 1.



Kuvio 2.



¹ Artikkelin perustuu Jorma Hilpinen (toim.) kirjaan Suomen talouden kansainvälistyminen 2000-luvulla rahoitus- ja maksutasetilastojen valossa. Suomen Pankki A:112 2008, Helsinki. Artikkelikokoelmassa tarkastellaan Suomen talouden kansainvälistymistä maksutase- ja rahoitustilastojen sekä ulkomaankauppatilastojen avulla (ks. http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/selvitykset_ja_raportit/ylleistajuiset_selvitykset/2008/a_112.htm).

Venäjän ohella erityisesti Kiinan merkitys Suomen kauppakumppanina on lisääntynyt.

ylijäämä on supistunut nopeasti, mutta vasta aivan vuoden 2008 lopulla. Heikkeneminen on jatkunut kuluvana vuonna.

Ulkomaankaupan kasvu kaukomailta, mutta taantuma hiljensi maailmankaupan

Vientiin perustuva taloudellinen kasvu ja vientimenestys edellyttävät tuotannolta hyvää kilpailukykyä. Suomen menestystä 1990-luvun laman jälkeen ja 2000-luvulla ei ole selitetty perinteisistä suhteellisen edun antavista tuotannontekijälähtökohdista, vaan sen on eri tutkimuksissa todettu olleen erityisesti tiedon tason nousun ja tutkimusmyönteisyyden ansiota. Myös talouden avautuminen kilpailulle sekä yhteiskunnan hyvin toimivat ja tasa-arvoiset rakenteet yleensä on mainittu menestyksen taustatekijöinä. Tällainen tekijä on ollut myös rahoitussektorin uudistuminen paremmin kilpailuun suuntautuneeksi, jolloin riskit näkyvät paremmin rahoituksen hinnoittelussa.

Hintakilpailukykyyn vaikuttavat euroaikana yhteisvaluutan ja muiden valuuttojen suhteet. Euron vahvistuminen ja heikentyminen eivät riipu Suomen taloudesta, ja valuuttakurssimuutoksiin on sopeuduttava muulla joustavuudella. 1990-luvun laman on sanottu lisänneen Suomen talouteen joustotekijöitä. Toisaalta täysin integroituneessa maailmantaloudessa Suomen talous ei kykene kilpailemaan hinnoilla uusien ja kehittyvien talouksien kanssa.

Suomi on avoin kansantalous, jossa tavaroiden ja palvelujen ulkomaankaupan tulot tai menot ovat parhaimmillaan – esimerkiksi vuosien 2006 ja 2007 korkeasuhteessa – olleet yli 40 % bruttokansantuotteesta. Avoimuudessa Suomi on lähimain muiden Pohjoismaiden tasolla, mutta selvästi suljetumpi kuin pienet Keski-Euroopan maat. Ulkomaankaupan suhteellinen osuus on aina suhdanteitaantumisissa pienentynyt. Vientinsä kasvun Suomi onnistui 2000-luvulla pitämään lähes markkinoiden kasvun tahdissa – tosin lähinaapurista Venäjältä tulevan voimakkaan kysynnän tukemana.

Nopeimmin vienti on kasvanut Venäjän-viennin lisäksi kuitenkin muualle kuin perinteisille markkinoille. Kaukoidän maiden kanssa käytävä kauppa on kasvanut nopeasti 2000-luvulla. Saksa ja Ruotsi ovat edelleen tärkeitä kauppakumppaneita niin viennissä kuin tuonnissa, mutta erityisesti Kiinan merkitys niin vienti- kuin tuontimaana on suurentunut. Myös Intian, Etelä-Korean ja Taiwanin kanssa käytävä kauppa kasvaa nopeasti (taulukko 1).

Ulkomaankaupan reaalitaloudellisten hyödyke- tai kauppakumppanirakenteiden perusteellinen muuttuminen ottaa aikansa. Kun näitä rakenteita kuitenkin usein mitataan kaupan arvoilla, nopeaa vaihtelua saattavat aiheuttaa maailmanmarkkinahintojen käänteet.

Raaka-aineiden ja energian hinnat laskivat tuntuvasti vuoden 2008

lopulla – raakaöljyn hinta putosi hui-
pustaan alle puoleen. Tämä pienensi
esimerkiksi Venäjän osuutta Suomen
kauppakumppanina. Se huonontaa
Suomen vientimahdollisuuksia pitem-
mälläkin aikavälillä, koska tulokehi-
tys Venäjällä on ainakin joksikin
aikaa heikentynyt.

Taantuma on iskenyt lähes kai-
kille vientialoille, mikä nopeuttaa
rakenteellisia muutoksia. Metsäteoli-
suuden merkitys viennin tukijalkana
on edelleen vähenemässä, mutta sitä
nopeampaa ICT-toimialan ja elektro-
niikkateollisuuden massavalmistuk-
sen kierto. Huomattavia osia tästä
1990-luvulla nousseesta teollisuudes-
ta on 2000-luvulla hakeutunut Kau-
koitään nopeimmin kasvavien mark-
kinoiden perässä. Tuonti Kaukoidästä
vastaavasti kasvaa, kun kulutus- ja
investointitavaroiden hankinnat
suunnataan sinne. Kehitys on eittä-
mättä johtamassa Suomen kauppata-
seen ylijäämän pienemiseen.

Syvenevä kansainvälinen taantu-
ma on vähentänyt nopeasti sekä vien-
tiä että tuontia. Viennin väheneminen
on ollut erittäin voimakasta, ja Tulli-
hallituksen tietojen mukaan kauppata-
se oli alijäämäinen jo tammikuussa
2009.

Kansainvälistymiseen kuuluu
olennaisena osana palvelujen ulko-
maankaupan kasvu. Suomessa nähtä-
västä kasvusta valtaosa koostuu suur-
ten konsernien sisäisistä palveluista,
jotka ovat monessa suhteessa vain
näille yrityksille tyypillisiä. Alkavaksi
odotettua, laajempaa yritysjoukkoa

Taulukko 1.

**Suomen tavaraviennin ja -tuonnin kasvu maittain,
arvoindeksejä, 1999 = 100**

	Vienti 2008 määrämaan mukaan	Tuonti 2008 alkuperämaan mukaan
Alankomaat	198	215
Ruotsi	169	185
Saksa	128	192
EU15	134	170
Euroalue (12)	135	176
Etelä-Korea ja Taiwan	142	383
Intia	335	332
Kiina	210	634
Venäjä	474	473

Lähde: Tullihallitus.

koskevaa ulkomaille suuntautuvaa eri
toimintojen ulkoistamisaltoa ei tilas-
toilla vielä ole pystytty todentamaan.

**Suorat sijoitukset
kansainvälistymisen mittarina**

Suorat sijoitukset kuvaavat emo- ja
tytäryritysten välisiä oman tai muun
pääoman muotoisia saamis- ja velka-
suhteita ja niiden muutoksia. Nykyi-
sin on entistä vaikeampi yhdistää
suoria sijoituksia yritysten kansainvä-
lisiin reaali-investointeihin, koska
suurten investointien rahoitus hanki-
taan usein suoraan kansainvälisiltä
rahoitusmarkkinoilta. Lisäksi emoyh-
tiön oman pääoman sijoitus voi jäädä
pienehköksi, jos sijoitus suuntautuu
kehittyviin, matalan kustannustason
talouksiin.

1990-luvun lopulla ja vuositu-
hannen vaihteessa Suomen tilastoissa
olivat hallitsevina erittäin suuret
yksittäiset yrityskaupat, jotka kasvat-
tivat suorien sijoitusten saamis- ja

Suurempien markkinoiden hakeminen ja kotimaisen kustannustason korkeus ovat usein syynä siihen, että yritykset investoivat ulkomaille.

velkakannat aivan uudelle tasolle. Suoriin sijoituksiin liittyvät saamiset ulkomailta kasvoivat yli 40 prosenttiin bruttokansantuotteesta, ja tähän ne vakiintuivat. Se on kansainvälisessä vertailussa korkea taso.

Ulkomailta Suomeen tehtyjen suorien sijoitusten kanta saavutti noin 30 prosentin tason bruttokansantuotteesta vuonna 2005 ja lievä kasvu jatkui vuoteen 2007 saakka. Yrityssektori (kuvio 3) vastaa lähes kaikista ulkomaille tehdyistä sijoituksista, mutta Suomen rahoituslaitos-sektoriin on tehty huomattavia suoria sijoituksia.

Suorasijoituspäätöksen taustalla voi olla joko yritystason syitä tai nykyisen sijaintimaan tai kohdemaan olosuhteisiin liittyviä kokonaistaloudellisia vaikuttimia. Kun yritysten suhteellinen koko markkinoihin nähden kasvaa, kynnyksen lähtöä ulkomaille madaltuu. Niinpä kilpailutekijät, kuten suurempien markkinoiden

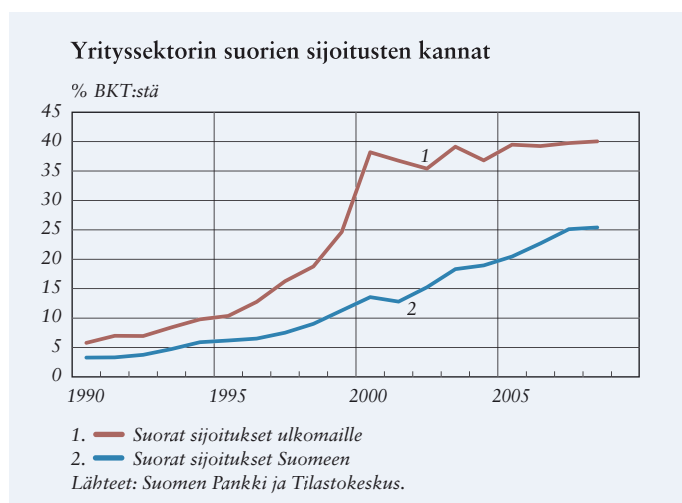
hakeminen, ovat tärkeitä suorien sijoitusten syitä. Yritystasolla tutkimusintensiivisyyden on todettu johtaneen kansainvälistymiseen. Yritystason motiivit ja hyödyt ovat uudemman tutkimuksen mukaan ensisijaisia suorien sijoitusten selittäjiä, mutta edelleen kotimaisen kustannustason korkeus on tärkeä syy siirtyä ulkomaille.

Vuosituuhannen vaihteen jälkeen suorat sijoitukset ovat sisältäneet entistä enemmän kansainvälisten yritysten eri puolella maailmaa olevien rahoituskeskusten ja emon tai tytäryritysten välisiä pääomavirtoja ja yrityskauppojen rahoitusjärjestelyjä, joissa perinteinen oman pääoman sijoitus emolta kohteeseen on vain yksi osatekijä. Edestakaiset pääomavirrat kumoavat osin toisensa suorien sijoitusten aggregaateissa, kun ne luokitellaan vaikutusvaltaisen omistajan sijainnin mukaan sijoituksiksi ulkomaille tai sijoituksiksi Suomeen.

Kansainvälisten yritysten rakenteet ovat hyvin monimutkaisia ja vielä monenlaisia, joten rahoituskuvioiden tilastointikin koostuu yksittäistapausten sisäisen rahoituksen merkitys on kasvanut yritysten ulkomaisessa rahoituksessa. Ennen rahoitusmarkkinoiden häiriötä kasvoi myös markkinaehtoisen joukkolainarahoituksen osuus. Ulkomaisten pankkilainojen merkitys oli vastaavasti vähentynyt.

Suorien sijoitusten nettomääräinen tuotto on ollut merkittävä, kasvava erä vaihtotaseessa ja kasvanut parhaimmillaan yli puoleentoista

Kuvio 3.



prosenttiin bruttokansantuotteesta. Se ei kuitenkaan aivan ole vastannut Suomesta ulkomaisille arvoperisijoittajille (Nokian ulkomainen omistus) maksettuja osinkoja. Lisäksi vaihtotaseen pääomakorvauksiin tulevat mukaan muun ulkomaisen rahoituksen – joukkolainojen ja pankkiluottojen – korot.

Ulkomaisten tytäryhtiöiden tilasto kuvaa muutamalla muuttujalla näiden yritysten toimintaa ulkomailta. Tilaston mukaan suomalaisomisteisten ulkomaisten tytäryritysten ja sivuliikkeiden henkilökunnan määrä on kasvanut 2000-luvulla noin 50 % ja kaikkein eniten Kiinassa, jossa se on lähes kuusinkertaistunut. Henkilökunnan määrässä Kiina on noussut neljännelle sijalle Ruotsin, Yhdysvaltojen ja Saksan jälkeen.

Enemmistö pankeista ulkomaalaisomistukseen

Suomen rahalaitossektorin 1990-luvun lamasta alkanut rakenneuutos on jatkunut pohjoismaisen pankki-integraation vauhdittamana. Kotimaisten kasvumahdollisuuksien rajallisuus johti hakeutumiseen pohjoismaiseen yhteyteen ja omistukseen (kuvio 4). Vuoden 2008 lopussa ulkomaisten tytäryritysten ja sivukonttorien osuus Suomessa toimivien rahalaitosten taseesta oli 70 %. Rahoitusmarkkinakriisi johti Suomessa toimivien islantilaisomisteisten pankkien palautumiseen kotimaiseen omistukseen tai toiminnan lakkaamiseen, kun Islannin pankkijärjestelmä romahti.

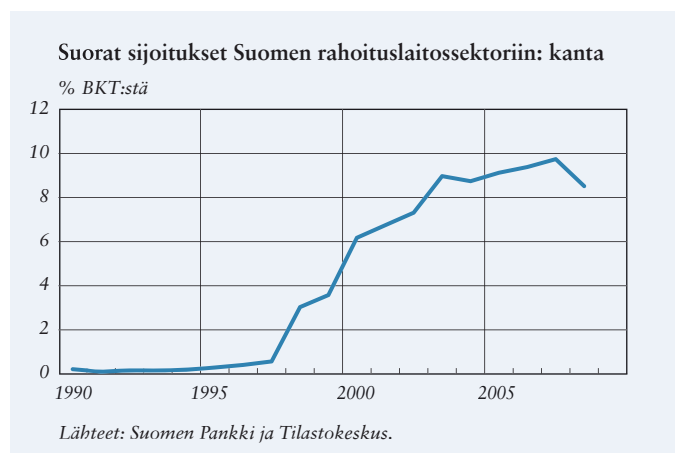
Kansainvälisessä vertailussa Suomi muistuttaa pankkien omistusrakenteeltaan enemmän EU:n uusia jäsenmaita kuin muita Pohjoismaita. Toisaalta Suomessa toimivien pankkien omistus on yleensä lähellä eli toisessa Pohjoismaassa. Pohjoismaiset pankit omistavat pankkeja myös Baltian maissa, eli Pohjoismaiden ja Baltian pankkimarkkinat ovat hyvin integroituneet.

Suomessa toimivat merkittävät ulkomaalaisomisteiset pankit ovat tytäryhtiömuotoisia, ja ulkomaisten pankkien sivukonttoreiden markkinaosuus on ollut pienempi. Lukuisia sivukonttoreita on perustettu, mutta ne ovat keskittyneet toiminnassaan kapeaan asiakaskuntaan eivätkä ole edes tavoitelleet yleispankin asemaa Suomessa. Luottolaitosten määrä ei kuitenkaan ole kasvanut, koska pienten paikallispankkien määrä on vähentynyt fuusioissa.

Suomessa sijaitsevien pankkien vähittäispankkitoiminta on ollut edel-

Pohjoismaiden ja Baltian pankkimarkkinat ovat hyvin integroituneet.

Kuvio 4.



leen lähes täysin kotimaista, mutta tukkupankkitoiminta on kokonaan kansainvälistynyt. Pohjoismainen rahalaitosintegraatio on johtanut pankkien välisten talletusten ja lainojen eli interbanktoiminnan suuntautumiseen ulkomaille. Enimmillään rahalaitosten välisistä talletuksista ja lainoista noin 70 % oli ulkomaisia vuoden 2007 lopussa, ja vuoden 2008 lopussa nämä osuudet olivat vain hie- man pienempiä. Interbanktalletuksista ja -lainoista hyvin suuri osa näyt- täisi olleen pohjoismaisten pankki- konsernien sisäisiä. Lähes koko 2000- luvun Suomella on ollut selvästi enemmän interbanksaamiaisia kuin velkoja. Vuoden 2008 loppukuukau- sista alkaen ulkomainen interbank- saamiskanta on pienentynyt, mutta velka jatkanut kasvuaan.

Korkeasuhdanteen aikana pank- kien luotonanto kasvoi huomattavasti talletuksia nopeammin ja rahoitusta oli hankittava ulkomailta raha- ja pääomamarkkinaehtoisten instru- menttien avulla. Valuuttakurssiriskin katoaminen euroalueelta ja matala korkotaso lisäsivät joukkolainarahoit- tuksen suosiota. Rahoituskriisi kat-

kaisi kuitenkin joukkolainarahoituk- sen kasvun, ja ulkomaalaisten hallus- sa olevan rahalaitosten liikkeeseen laskeman joukkolainakannan arvo säilyi vuosina 2007 ja 2008 ennallaan vajaassa 30 mrd. eurossa, mikä on noin 15 % kansantuotteesta.

Pohjoismainen rahalaitosintegraa- tio on vaikeuttanut kansallisten tilas- tojen tulkintaa, koska koko konser- nin kattavia eriä on saatettu kirjata vain yhteen maahan. Myös sivukont- toreiden toimintaa on voitu kirjata ulkomaisen pääkonttorin taseeseen. Jos eurooppayhtiömuoto tulee laajas- ti käyttöön rahalaitoksissa ja laitok- set ovat läsnä sekä euroalueen maissa että alueen ulkopuolisissa maissa, kansallisten rahalaitostilastojen ja muiden rahoitustilastojen, mutta myös euroalueen tilastojen informaatioarvo heikkenee tuntuvasti.

Ulkomaisten arvopaperi- sijoitusten nopea kasvu pysähtyi rahoituskriisiin

Ulkomaisista arvopaperisijoituksista ja veloista tuli 2000-luvun nousevien pörssikurssien aikana Suomen ulko- maisen varallisuusaseman suurimpia eriä, ja niillä mitattuna arvopaperi- muotoinen sijoitus- ja rahoitustoimin- ta on voimakkaasti kansainvälistynyt (taulukko 2). Suurimmillaan ulko- maisten arvopaperisaamisten ja -vel- kojen arvo oli syksyllä 2007, jolloin saamisten arvo oli lähellä vuosittaisen BKT:n arvoa ja velkojen arvo (ennen kaikkea Nokian ulkomainen omistus) vielä tätäkin suurempi.

Taulukko 2.

Suomesta ulkomaille tehtyjen arvopaperisijoitusten kanta, mrd. euroa				
	31.12. 1994	31.12. 1999	31.12. 2007	31.12. 2008
Osakkeet ja osuudet	0,3	4,5	83,1	45,5
Joukkolainat	0,9	9,4	88,3	80,9
Rahamarkkinainstrumentit	1,5	0,5	5,5	4,4
Yhteensä	2,7	14,4	173,9	130,8

Lähde: Suomen Pankki.

Rahoituskriisissä erityisesti osakkeiden arvot ovat romahtaneet ja ulkomaisten arvopaperisaamisten arvo on pudonnut vuodessa noin neljänneksen. Velkapuolella ulkomaalaisten omistamien suomalaisten arvopapereiden kannassa on ollut vielä suurempi, noin kolmanneksen pudotus.

Arvopaperisijoittaminen ulkomaille lähti kasvuun EU-jäsenyyden ja erityisesti vasta euron käyttöönoton myötä, kun valuuttakurssiriski hävisi suuresta osasta mahdollisia uusia sijoituskohteita. Myös työeläkelaitosten vakavaraisuussääntöjä muutettiin vuonna 1997. Siten työeläke- ja vakuutuslaitokset sijoittivat alkuvuosina lähinnä euroalueen joukkolainoihin, mutta myöhemmin myös niiden osakesijoitukset lisääntyivät merkittävästi. Viimeaikaisiin sijoituspäätöksiin vaikutti myös vakavaraisuussääntöjen uusi muutos vuonna 2006, sillä se mahdollisti suuremman riskinoton paremman tuoton toivossa.

Kotimaiset institutionaaliset sijoittajat luopuivat 2000-luvun puolella nopeasti valtion joukkolainoista ja hakivat parempaa tuottoa ulkomailta. Vastaavasti valtion varainhankinta siirtyi käytännössä ulkomaille, ja jo vuoteen 2005 mennessä lähes kaikki valtion velkapaperit olivat ulkomaisten sijoittajien hallussa. Kansainvälisen rahoituksen hankintaa on helpottanut markkinatakaajina toimivien rahoituslaitosten rakenteen kansainvälistyminen; kun alun perin markkinatakaajat olivat kotimaisia

pankkeja, nykyisin vain yksi markkinatakaajista on kotimaisessa omistuksessa oleva rahalaitos.

Pääomamarkkinoiden kansainvälistyminen on johtanut myös pörssitoimintojen yhdentymiseen ja kaupantekopaikkojen eli pörssien välisiin yrityskauppoihin. Kaupankäyntiteknikan kehittyminen on helpottanut kansainvälisen rahoituksen hankintaa. Kansainvälistä osakerahoitusta hakevat yritykset eivät enää joudu liitautumaan moniin pörssiin maailmalla, vaan Helsingistä voidaan tehdä kauppoja lähes mihin maahan tahansa.

Sijoitusrahastotoiminta on myös kasvanut 2000-luvun puolella. Sen avulla kotitaloudet pääsivät helposti tekemään myös ulkomaisia sijoituksia. Loppukesällä 2007 alkanut markkinahäiriö ja sen paheneminen kriisiksi ja kansainväliseksi taantumaksi ovat lamauttaneet myös rahastosijoittamisen. Ennen meneillään olevaa syvää kansainvälistä taantumaa uskottiin rahastojen kasvuun ja kotitalouksien sijoittavan rahastoihin tulevaisuudessakin aktiivisesti. Kriisillä voi kuitenkin olla suuria varallisuusvaikutuksia, ja aiemmat kehityskulut voivat katketa ja rakenteet muuttua.

Suomesta tehtyjen ulkomaisten arvopaperisijoitusten tuotot olivat ennen kriisiä merkittävässä asemassa arvioitaessa vaihtotaseen kehitysuraa. Institutionaalisten sijoittajien ja sijoitusrahastojen osinko- ja korkotuotot olivat suurin yksittäinen tuottoerä vaihtotaseen pääomakorvauksissa.

Meneillään oleva taantuma on lamauttanut rahastosijoittamisen.

Vaihtotaseen ylijäämä sulii taantumaa myötä poikkeuksellisen nopeasti.

2000-luvun aikana erä kasvoi tasaisesti, mutta sijoitusrakenteen muuttaminen on lisännyt tuoton saamisen riskiä, mikä ainakin osittain realisoituu nyt kansainvälisen taantumaa aikana. Markkinoiden heilahtelu näkyy sijoitusten arvoissa ja tuotoissa. Markkinat ovat yhdentyneet, ja niin arvopapereiden hintakehitys kuin erilaiset markkinoiden häiriöt ja ongelmat leviävät nopeasti maasta toiseen.

Pääomanliikkeiden rakenne ja vaihtotaseen tulopohja

Ylijäämäisellä vaihtotaseellaan Suomen kansantalous on rahoittanut muita kansantalouksia koko euroajan tähän vuoteen saakka. Pääomaa ovat vieneet erityisesti työeläkerahastot, vakuutuslaitokset ja sijoitusrahastot, kun taas muiden sektoreiden nettomääräiset pääomanliikkeet ovat olleet vähäisiä tai tuoneet kansantalouteen ulkomaista rahoitusta.

Pankit ovat tuoneet rahoitusta joukkolainoina ja suorina sijoituksina. Pohjoismaisen pankki-integraation seurauksena ulkomainen omistus suomalaisissa rahalaitoksissa on vajaan 10 % BKT:stä. Suomessa sijaitsevat pankit ovat olleet nettomääräisesti huomattavia interbankrahoituksen kanavoijia muihin Pohjoismaihin, mutta vuoden 2008 lopulta alkaen nämä saamiset ovat nopeasti vähentyneet.

Ulkomaisessa yritysrahoituksessa konsernin sisäisen rahoituksen merkitys on kasvanut. Ennen talous-

kriisiä yritykset laskivat myös merkittävässä määrin liikkeeseen joukkolainoja, jotka myytiin ulkomaiseen omistukseen. Suorien sijoitusten virta ulkomaille on nettomääräisesti heikentynyt, mutta suomalaisia yrityksiä siirtyy edelleen ulkomaiseen omistukseen, mitä taantuma-aika saattaa lisätä. Valtio joutuu taantumaa myötä lisäämään ulkomaista lainanottoaan, ja ulkomainen nettovelka kasvaa.

Vaihtotaseen ylijäämä sulii taantumaa myötä poikkeuksellisen nopeasti. Globalisaation aiheuttamat rakennemuutokset lisäävät myös tavaroiden ja palvelujen kaupan epävarmuuksia, jotka ovat vaihtotaseen tasapainon kannalta epäsuotuisia. Varallisuuserien arvojen putoaminen rahoituskriisissä ja heikko kansainvälinen suhdannetilanne huonontavat niin arvopaperisijoitusten kuin suorien sijoitusten nettotuottoa lähivuosina, eivätkä valtion kasvavat nettokorot tilannetta yhtään paranna.

Asiasanat: globalisaatio, ulkomaankauppa, suorat sijoitukset, rahalaitokset, arvopaperisijoitukset, vaihtotase, ulkoinen tasapaino

Suomen Pankin organisaatio

1.5.2009

PANKKIVALTUUSTO

Timo Kalli, puheenjohtaja, Antti Kalliomäki, varapuheenjohtaja, Pekka Ravi,
Liisa Jaakonsaari, Tanja Karpela, Martti Korhonen,
Mika Lintilä, Marja Tiura, Ben Zyskowitz

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

JOHTOKUNTA

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

Johtokunnan sihteeri Arno Lindgren

OSASTOT

<p>Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto <i>Antti Suvanto</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Ennustetoimisto• Tietopalvelutoimisto• Seurantatoimisto	<p>Siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT)</p>	<p>Tutkimusyksikkö</p>
<p>Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto <i>Kimmo Virolainen</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Vakaustoimisto• Yleisvalvontatoimisto	<p>Tilastoyksikkö</p> <ul style="list-style-type: none">• Maksutasetoimisto• Rahoitustilastotoimisto	<ul style="list-style-type: none">• Tilastojärjestelmä- toimisto
<p>Pankkitoimintaosasto <i>Pentti Pikkarainen</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Markkinaoperaatioiden toimisto	<ul style="list-style-type: none">• Sijoitustoimisto• Selvitys- ja maksutoimisto	<ul style="list-style-type: none">• TARGET-toimisto
<p>Maksuvälineosasto <i>Mauri Lehtinen</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Aluekonttorit Kuopio, Oulu, Tampere, Vantaa		
<p>Johdon sihteeristö <i>Kjell Peter Söderlund</i></p>	<p>Kansainvälinen yksikkö Lakiasiaien yksikkö Viestintäyksikkö</p>	<p>Strategia- ja organisaatio -ryhmä</p>	<p>Johtokunnan sihteeri- palvelut -ryhmä</p>
<p>Hallinto-osasto <i>Pirkko Pohjoisaho-Aarti</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Kieli- ja julkaisupalvelutoimisto• Riskienvalvontatoimisto• Sisäiset palvelut -toimisto• Taloushallintotoimisto	<p>Henkilöstöyksikkö IT-yksikkö Turvallisuus- ja kiinteistöyksikkö</p>	
<p>Sisäinen tarkastus <i>Erkki Kurikka</i></p>			

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

Julkaisut

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

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

Verkojulkaisuja voi tilata osoitteessa 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