EURO&TALOUS

2 · 2010

SUOMEN PANKKI
FINLANDS BANK

EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

Sisällys

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne 1

Rahoitusjärjestelmän vakaus 15

Heli Huhtala ja Mikko Spolander
Julkisen sektorin rahoituksen haasteet euroalueella..... 27

Miika Syrjänen ja Kari Takala
Keskuspankin rooli rahahuollossa..... 39

Kannessa Kyproksen 2 euron kolikon kansallinen kuva-aihe: Ristinmuotoinen jumalankuva noin vuodelta 3000 eaa.

Euro & talous 2 • 2010
Julkaisupäivä 17.6.2010
18. vuosikerta
(aiemmin Markka & talous)
Lehti ilmestyy neljä kertaa vuodessa.

Päätoimittaja
Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto
Mika Pösö, puheenjohtaja
Heli Huhtala
Samu Kurri
Jouko Vilmunen
Petri Uusitalo, sihteeri

Toimitus
Suomen Pankin kieli- ja julkaisupalvelu-toimisto

Tilaukset
sähköposti: SPjulkaisut@multiprint.fi

Painopaikka
Multiprint Oy, Vantaa 2010

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

10.6.2010

Maailmantalouden kehitys on ollut alkuvuonna ennakoitua parempaa, vaikka euroalueella ja Suomessa kasvu onkin jäänyt vaisuksi. Kreikan kriisin kärjistyminen valtioiden velkakriisiksi on kuitenkin lisännyt arvioitua heikomman kehityksen riskejä ennen kaikkea euroalueella, mutta myös koko maailmantaloudessa. Keskipitkän aikavälin inflaatiopaineet ovat säilyneet maltillisina. EU-maiden ja Kansainvälisen valuuttarahaston enintään 750 mrd. euron laina- ja takausjärjestelyihin perustuva Euroopan talouden vakauttamispaketti antaa aikaa vajeiden hallittuun supistamisen. EU-maiden päätökset julkisen talouden konsolidoinnista ja näiden päätösten toteuttaminen ovat kuitenkin yksin jäsenmaiden vastuulla. Euroopan keskuspankki päätti toimenpiteistä rahapolitiikan tarkoituksenmukaisen välittymismekanismin palauttamiseksi. Näillä toimenpiteillä ei kuitenkaan ole vaikutusta rahapolitiikan mitoitukseen.

Maailmantalous on kehittynyt alkuvuoden 2010 aikana ennakoitua paremmin (kuvio 1). Kreikan kriisin kärjistyminen valtioiden velkakriisiksi ja tämän kriisin leviäminen valtion lainamarkkinoilta laaja-alaiseksi rahoitusmarkkinoiden toimintahäiriöksi ovat kuitenkin luoneet varjon talousnäkymien ylle. EU-maiden ja eurojärjestelmän mittavista toimenpiteistä huolimatta hermostuneisuus on jatkunut ja epäluottamus pankkien välisillä markkinoilla on lisääntynyt.

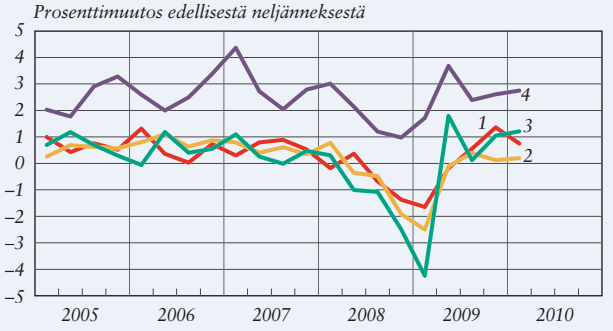
Kriisin vaikutusten laajuutta ja kauaskantoisuutta on vielä ennenaikaista arvioida, mutta mikäli kriisi jatkuisi pidempään, se voisi häiritä käynnistynyttä elpymistä merkittävästi. Epävarmuuden lisääntymisen ohella julkisten talouksien aiemmin odotettua ripeämpi konsolidointi monissa maissa voi hidastaa kasvua lyhyellä aikavälillä. Pidemmällä aikavälillä vaikutus on kuitenkin toinen, sillä ilman kunnossa olevaa julkista taloutta kestävä kasvu ei ole mahdollista. Lisäksi kriisin vaikutuksia koko maailmantalouden tasolla vaimentavat merkit Aasian kasvun jatkumisesta ripeänä sekä rohkaisevat signaalit Yhdysvaltain omaehtoisen kasvun käynnistymisestä.

Inflaatio on säilynyt useimmilla päätalousalueilla maltillisena. Vaikka energian hinnan nousu kasvatti kevään inflaatiolukuja, ovat ilman

Kuvio 1.

BKT:n muutos

Prosenttimuutos edellisestä neljänneksestä



1. Yhdysvallat 2. Euroalue
3. Japani 4. Kiina

Lähteet: Bloomberg, CEIC ja BOFITin laskelmat.

energiaa lasketut ns. pohjainflaatiolukemat yhden prosentin tuntumassa niin euroalueella kuin Yhdysvalloissakin. Kriisi on vaimentanut inflaatiopaineita entisestään. Rahapolitiikka onkin säilynyt kasvua tukevana useimmissa maissa.

Talousalueet elpyvät eri tahdissa

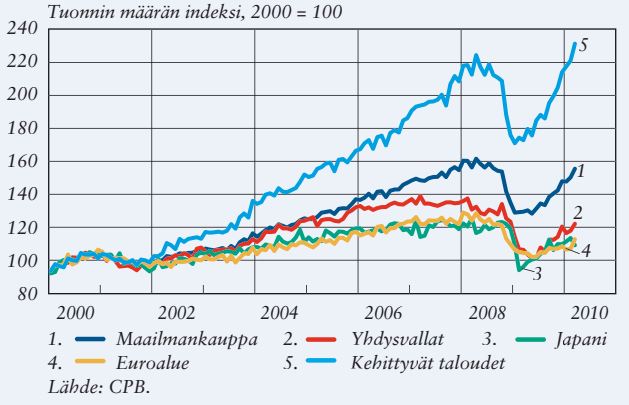
Maailmantalouden kasvu on ollut alkuvuonna 2010 nopeampaa kuin Suomen Pankin maaliskuun ennusteessa arvioitiin, mutta epäyhtenäistä. Maailmankauppaa on vauhdittanut kehittyvien maiden, erityisesti Kiinan, kysyntä (kuvio 2). Myös tuotannon kasvu on ollut voimakkainta Aasiassa, ja se on jatkunut ripeänä myös Yhdysvalloissa. Sen sijaan euroalueella kehitys on ollut edelleen vaimeaa. Reaalitalouden indikaattoreissa rahoitusmarkkinoiden kriisi on toistaiseksi näkynyt vasta toukokuun luottamustiedoissa. On kuitenkin luultavaa, että kesä-heinäkuun indikaattoritiedot antavat jo kattavamman kuvan kriisin reaalitaloudellisista vaikutuksista.

Yhdysvalloissa tuotantoa on tukenut edelleen vienti, mutta myös yksityinen kulutus on kasvanut suhteellisen reippaasti. Tulojen heikon kehittymisen takia kotitalouksien säästämisaste on jonkin verran laskenut. Työllisyys ei ole parantunut talouskasvun mukana samalla tavoin kuin aiemmissa noususuhdanteissa. Vaikka se onkin muutaman viime kuukauden aikana kasvanut jo yli 200 000 työpaikan kuukausitahtia, taantuman aikana menetetyn noin 8,4 miljoonan työpaikan palauttamiseen on vielä pitkä matka. Työttömyysaste onkin säilynyt sitkeästi lähellä 10:tä prosenttia.

Sekä asuntojen että yritysten toimitilojen rakentaminen pysyy Yhdysvalloissa vaisuna myös lähiaikoina. Asuntojen hinnat ovat edelleen matalat, mikä vaikeuttaa uustuotannon käynnistymistä. Olemassa olevan toimitilakannan käyttöaste on tosin noussut, mutta on tasoltaan edelleen liian alhaalla, jotta toimitilarakentaminen alkaisi elpyä. Teollisuuden työvoiman lisätarvetta vähentää nopeasti kasvava tuottavuus, joten työllisyyden paraneminen on pitkälti palvelusektorin varassa. Korkotason mataluus tukee kuitenkin ostovoimaa, joten yksityisen kulutuksen voi odottaa kasvavan myös lähikuukausina,

Kuvio 2.

Maailmankaupan määrä ja eräiden maiden tuonnin kehitys



Lähde: CPB.

jos rahoitusmarkkinoiden kriisi ei tartu kotitalouksien odotuksiin.

Myös Japanissa talouskasvu on ollut alkuvuonna ennustettua nopeampaa. Japanin vientiteollisuus on hyötynyt Aasian dynamiikasta, ja mm. investointitavaroiden toimitukset ovat jatkaneet elpymistään. Myös palvelusektorin luottamus on vahvistunut. Vähittäiskaupan kasvu on ollut kohtuullista, mutta tämä heijastanee vielä julkisen talouden tukitoimien vaikutusta. Ripeästä kasvusta huolimatta deflaatiota on hidastanut lähinnä vain energian hinnan nousu kevään aikana. Palkkojen alenemiskierre näyttää indikaattoritietojen perusteella kuitenkin pysähtyneen samaan aikaan työttömyyden vähenemisen kanssa.

Kiinassa vuoden 2008 lopulla aloitetut elvytystoimet vauhdittavat taloutta vielä tänä vuonna. Maan BKT kasvoi ensimmäisellä neljänneksellä 11,9 % vuodentakaiseen verrattuna. Sekä vähittäiskauppa että investoinnit lisääntyivät reippaasti. Investointien kasvun odotetaan kuitenkin vastaisuudessa hidastuvan, kun julkisia investointihankkeita ei enää aloiteta viimevuotiseen malliin ja inflaatiouhkien kasvu lisää talouspolitiikan kiristämispaineita. Joissakin kaupungeissa kiinteistömarkkinoilla on jo merkkejä ylikuumenemisesta, mitä on pyritty hallitsemaan hallinnollisilla määräyksillä. Asuntolainan saantia on Kiinassa vaikeutettu mm. suurentamalla omarahoitusosuutta ja asunnon hankkijoita on veromuutoksilla kannustettu pitämään asunto hallussa pidempään.

Kiinan kauppasuhteita hiertänyt kauppataseen ylijäämä oli tammi-huhtikuussa 2010 selvästi pienempi kuin aiempina vuosina, ja maaliskuussa kauppatase oli poikkeuksellisesti alijäämäinen. Ylijäämää on pienentänyt raaka-aineiden tuonnin kasvun lisäksi kone- ja laitetuonnin lisääntyminen. Raaka-ainetuonnista osa lienee kuitenkin mennyt varastoon. Kun varastokysynnän ohella myös investointien kasvu vaimenee, Kiinan kauppataseen ylijäämä tulee jälleen suurenemaan.

Venäjän talous elpyi vähitellen vuoden 2009 toisella puoliskolla. Indikaattoritietojen mukaan Venäjän BKT on pysynyt tammi-huhtikuun aikana lähellä vuoden 2009 lopun tasoa. Kulutus ja investoinnit ovat elpyneet hitaasti, mutta tuonnin kasvu on jatkunut varsin ripeänä.

Yksi vuosien 2007 ja 2008 finanssikriisin taustatekijä olivat maailmantalouteen 2000-luvun puolivälin jälkeen kumuloituneet suuret vaihtotaseiden ylijäämät. Aasian maat, erityisesti Kiina, öljyntuottajat ja kehittyneistä maista Saksa ja Japani eivät kyenneet käyttämään saamiaan tuloja kotimaassa, vaan varat ohjautuivat kulutuskykyisiin ja -haluisiin maihin. Velkaantumishaluja puolestaan lisäsivät säästämisen myötä muodostuneet matalat korot. Rahoituskriisi johti kuitenkin suurten yli- ja alijäämien nopeaan supistumiseen. Öljyntuottajamaissa vaihto-

Japanin talouskasvu on ollut alkuvuonna ennakoitua nopeampaa.

Elvytystoimet vauhdittavat Kiinan taloutta vielä tänä vuonna.

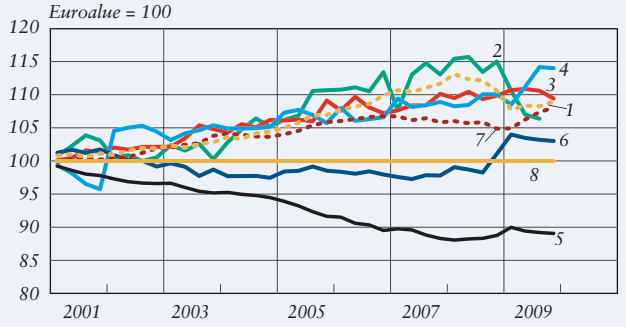
Venäjän talous elpyi vähitellen vuoden 2009 jälkipuoliskolla.

taseen ylijäämää vähensi vientihintojen lasku ja muissa ylijäämämaissa viennin raju romahdus.

Öljyn hinnannousun ja hiukan myös tuontikysynnän kasvun myötä vaihtotaseiden yli- ja alijäämät ovat tänä vuonna alkaneet kasvaa uudelleen. Tosin on huomattava, että IMF:n mukaan merkittävin osa tämänvuotisesta ylijäämän kasvusta syntyy öljyntuottajamaissa, ja sen vastinparina puolestaan alijäämä hieman lisääntyy mm. Yhdysvalloissa.

Kuvio 3.

Yksikkötyökustannukset eräissä euromaissa

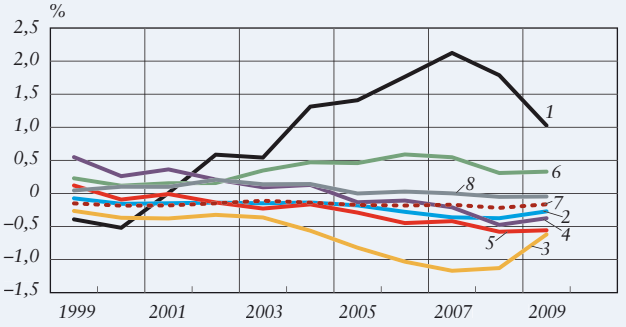


1. Espanja 2. Irlanti 3. Italia
4. Kreikka 5. Saksa 6. Suomi
7. Portugali* 8. Euroalue

* Kausitasoittamattoman aineiston neljän neljänneksen liukuva keskiarvo.
Lähde: Eurostat.

Kuvio 4.

Euroalueen maiden vaihtotaseiden osuudet alueen BKT:stä



1. Saksa 2. Kreikka 3. Espanja
4. Ranska 5. Italia 6. Alankomaat
7. Portugali 8. Muut*

* Kypros, Malta, Irlanti, Itävalta, Slovenia, Slovakia ja Suomi.
Lähde: Eurostat.

Eurooppa elpyy epätasaisesti

Euromaiden elpyminen on käynnistynyt epäyhtenäisesti. Taustalla ovat yhtäältä kotimaisen kysynnän maittain toisistaan poikkeavat rakenteet. Toisaalta erot kilpailukyvyssä ovat johtaneet siihen, että vienti on toipunut eri maissa eri tahtiin. Julkisen talouden tila on monissa maissa hyvin vaikea. Julkisyhteisöjen velka on euroalueella keskimäärin ollut koko 2000-luvun yli 60 % BKT:stä, eikä se merkittävästi korjaantunut edes vuosien 2007–2008 huippusuhdanteessa.

Useissa maissa, kuten Kreikassa ja Espanjassa, yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet nopeammin kuin euromaissa keskimäärin (kuvio 3). Kriisiä edeltäneinä vuosina suuret palkankorotukset lisäsivät ostovoimaa ja tuontia samalla kun ne heikensivät viennin kilpailukykyä. Tästä oli seurauksena vaihtotaseen alijäämän kasvu. Koko euroalueen vaihtotase on tänä vuonna lähes tasapainossa Saksan suuren ylijäämän ansiosta.

Kansainvälinen valuuttarahasto arvioi Kreikan ja Portugalin vaihtotaseen alijäämän olevan lähes 10 % BKT:stä (kuvio 4). Espanjassa alijää-

mää kertyy 5 % BKT:stä. Samaan aikaan Kreikan, Portugalin ja Espanjan julkisen talouden alijäämien arvioidaan olevan myös 10 prosentin tuntumassa. Käytännössä näiden maiden suuret kaksoisvajeet ovat merkki talouden rakenteiden vaikeasta vinoutumisesta, jonka korjaamiseen ei yksin riitä julkisen talouden tervehdyttäminen, vaan lisäksi tarvitaan myös kustannustasoa alentavia toimia yksityisellä puolella. Vinoumien korjaaminen edellyttää, että palkkojen nousu pysyy näissä maissa vuosia hitaampana kuin muualla euroalueella.

Euroalueella on myös maita, jotka ovat selviytyneet taantumasta suhteellisen kivuttomasti. Saksassa, Hollannissa ja Itävallassa vaihtotase on ylijäämäinen ja julkisen talouden alijäämät ovat olosuhteisiin nähden kohtuullisia. Hollannissa ja Itävallassa myös työttömyysaste on tänä vuonna edelleen vain 5 prosentin tuntumassa, ja Saksassakin työttömyysasteen nousu on jäänyt selvästi euroalueen keskiarvoa vaatimattomammaksi.

Isossa-Britanniassa taantuma oli syvempi ja pitempikestoinen kuin euroalueella keskimäärin. Vuoden 2009 lopulta alkaen Ison-Britannian talous on kuitenkin osoittanut kasvun merkkejä. Maan erittäin suuri budjettialijäämä ja nopea velkaantuminen lisäävät silti epävarmuutta, minkä vuoksi uusi hallitus on erittäin haasteellisen tehtävän edessä. Ruotsissa taas talouden elpyminen on ollut keväällä 2010 hyvin laaja-alaista.

Viro pyrkii rahaliittoon vuoden 2011 alusta

EKP ja Euroopan komissio julkaisivat toukokuussa 2010 talous- ja rahaliiton ulkopuolisia EU-maita koskevat lähentymisraporttinsa, joissa arvioidaan maiden talouskehitystä suhteessa rahaliittoon ns. lähentymiskriteerien pohjalta. Komissio katsoo Viron täyttävän kuluttajahintojen vakaata kehitystä, julkisen talouden kestävyyttä, valuuttakurssin vakaata kehitystä sekä valtion pitkien lainojen korkotasoa koskevat ehdot. EKP:n arvio on samansuuntainen, joskin EKP ilmaisee huolensa sen suhteen, kuinka kestävällä pohjalla Viron hintakehityksen vakaus on. Viron pääsystä talous- ja rahaliittoon päättävät viime kädessä EU:n valtiovarainministerit (Ecofin) 13. heinäkuuta. Päätöstä edeltää Euroopan parlamentin kuuleminen ja keskustelu Eurooppa-neuvostossa.

Huolimatta BKT:n rajusta –4,9 prosentin supistumisesta vuonna 2009, Ruotsin julkisen sektorin tasapaino säilyi erittäin hyvänä ja alijäämä oli vain 0,5 % BKT:stä.

Globaalissa finanssikriisissä uusi vaihe

Luottamus ja likviditeetti vahvistuivat rahoitusmarkkinoilla syksystä 2009 lähtien. Rahoitusmarkkinoiden toipuminen oli jopa ennusteissa arvioitua nopeampaa. Yritykset käyttivät sijoittajien luottamuksen lisääntymistä hyväkseen laskemalla liikkeeseen ennätysmäärän JVK-lainoja tammi-

maaliskuussa 2010. Kreikasta alkanut valtioiden velkakriisi on kuitenkin kevään edetessä muuttanut tilanteen huonommaksi.

Kreikan julkistalouden ongelmat ovat olleet tiedossa jo useita vuosia. Aito huoli tilanteesta alkoi kuitenkin viritä vasta, kun maan uusi hallitus julkisti lokakuussa 2009 aiempaa synkemmän arvion vuoden 2009 vajeesta. Uskottavan vakausohjelman puuttuessa markkinoiden hermostuneisuus alkoi lisääntyä, Kreikan korot lähtivät nousuun ja Kreikka-riskille altistuneiden pankkien osakekurssit laskuun. Tilanne pysyi kuitenkin vielä pitkälti lähinnä paikallisena ongelmana. Vähin erin Kreikasta käynnistynyt epäluottamus alkoi levitä myös muihin velkaantuneisiin maihin, ja myös niiden korkoerot suhteessa Saksaan alkoivat suureta.

Epäluottamuksen lisääntyminen johti korkojen nousuun, mikä entisestään vaikeutti Kreikan mahdollisuuksia hoitaa julkisen talouden velkansa. Tämä puolestaan johti siihen, että korot nousivat tasolle, jolla lainanotto kävi mahdottomaksi. Kriisi alkoi ruokkia itse itseään.

Kierteen katkaisemiseksi IMF ja euroalueen maat sopivat 11.4.2010 lainajärjestelyistä, joiden tarkoituksena oli tarjota Kreikalle hätärahoitusmahdollisuus markkinarahoituksen loppumisen varalle. Järjestely rauhoitti markkinat vain hetkeksi. Huhtikuun 22. päivänä julkistetut tilastotiedot maan odotettuakin suuremmasta budjettialijäämästä ja tätä seuranneet arviot Kreikan luottokelpoisuudesta johtivat markkinapaniikkiin. Kreikka joutuikin pyytämään tukipaketin aktivoimista.

Toukokuun ensimmäisenä viikonloppuna Kreikka, IMF ja EU sopivat kokonaisvaltaisen 110 mrd. euron rahoitus- ja tukipaketin, jonka ehtona

Taulukko.

Kreikan vakauttamisohjelma ja talous

	2009	*2010*	*2011*	*2012*	*2013*	*2014*
Inflaatio	*1,3*	*1,9*	*–0,4*	*1,4*	*0,7*	*0,9*
BKT:n kasvu	*–2,0*	*–4,0*	*–2,6*	*1,1*	*2,1*	*2,1*
Alijäämäsuhde, %	*–13,6*	*–8,1*	*–7,6*	*–6,5*	*–4,9*	*–2,6*
Velkasuhde, %	*115,1*	*133,3*	*145,1*	*148,6*	*149,1*	*144,3*

Vakauttamisohjelman toimenpiteiden kohdistuminen, % BKT:stä

	2009	*2010*	*2011*	*2012*	*2013*	*2014*
Toimenpiteet yhteensä	*–*	*2,5*	*4,1*	*2,4*	*2,0*	*–*
Tulopuolen toimenpiteet	*–*	*0,5*	*3,0*	*0,8*	*–0,3*	*–*
Menopuolen toimenpiteet	*–*	*2,0*	*1,1*	*1,7*	*2,3*	*–*

Lähteet: Eurostat ja Kreikan valtiovarainministeriö.

olivat Kreikan budjettialijäämän mittavat leikkaukset[1] (taulukko). Kumulatiivisesti ohjelma vahvistaa julkisen talouden asemaa 11 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen. Tästä suurin osa tulee menojen leikkauksista. Alijäämäsuhde pienenee tätä hitaammin BKT:n supistumisen vuoksi.

Vaikka paketti turvaakin Kreikan rahoituksen ainakin vuoden 2011 loppuun asti ja vakauttaa siten Kreikan tilanteen toistaiseksi, rahoitusmarkkinoiden häiriöllä oli vaikutuksensa muihin euroalueen haavoittuviin maihin. Samassa yhteydessä Kreikan luottoluokituksen heikentämisen kanssa myös Portugalin ja Espanjan luottoluokituksia huononnettiin. Usko näiden maiden kykyyn hankkia rahoitusta alkoi horjua. Epäluottamus levisi muille markkinalohkoille, osake- ja raaka-ainemarkkinoille. Lisäksi mm. pankkien välisillä markkinoilla alkoi olla selviä merkkejä häiriötilasta. Pelko uudesta finanssikriisistä romahdutti osakemarkkinat kaikkialla maailmassa.

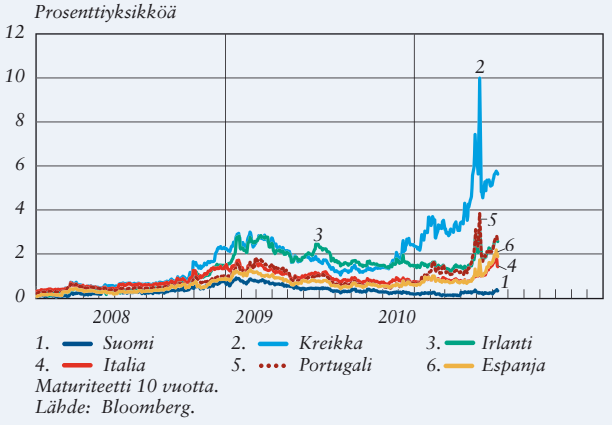
Toukokuun toisena viikonloppuna sovittiin koko EU:n yhteisponnistuksin mittavista toimista luottamuksen palauttamiseksi. Paketti koostuu useista eri toimista, joita ovat laina- ja takausjärjestelyihin perustuva rahoituspaketti, jäsenvaltioiden budjettien vahvistaminen, Kansainvälisen valuuttarahaston vakautusohjelmat, talouspolitiikan koordinaation tehostaminen ja sääntelyn kehittäminen. Paketin rahoitusosuuden kokonaismäärä on enintään 750 mrd. euroa, ja se koostuu lainoista ja takauksista. Tästä EU:n osuus on 60 mrd. euroa, euromaiden 440 mrd. euroa ja IMF:n 250 mrd. euroa. Suomen osuus euromaiden vastuista määräytyy sen EKP:n pääomaosuuden mukaan, kuten Kreikankin paketissa.

EKP:n erillisiä toimenpiteitä rahapolitiikan tarkoituksenmukaisen välittymismekanismin palauttamiseksi on käsitelty sivulla 12.

Vaikka päätetyt toimet eivät poistaneet huolta euromaiden julkistalouksien kestävyydestä, ne rauhoittivat tilannetta rahoitusmarkkinoilla ja paransivat epäluottamuksen kohteeksi joutuneiden maiden edellytyksiä hankkia rahoitusta markkinoilta (kuvio 5). Miten kestäväksi näiden

Kuvio 5.

Eräiden maiden valtionlainojen korkoeroja suhteessa Saksaan



Maturiteetti 10 vuotta.
Lähde: Bloomberg.

[1] Kaikkiaan 110 mrd. euron lainapaketista 30 mrd. tulee IMF:ltä ja 80 mrd. euromailta niiden EKP-pääomaosuuden mukaisesti.

EU:n ja IMF:n tukipaketti rahoitusmarkkinoiden vakauden turvaamiseksi

EU-maiden 10.5.2010 pitämän Ecofin-kokouksen päätökset:

- Perustetaan Euroopan talouden vakauttamispaketti, jonka avulla voidaan antaa rahallista tukea poikkeuksellisten olosuhteiden vuoksi vaikeuksiin joutuneille EU-jäsenmaille.
- Vakauttamispaketin käyttö perustuu tiukkoihin ehtoihin ja EU:n ja Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) yhteisiin tukijärjestelyihin.
- Vakauttamispaketti on kooltaan enintään 750 mrd. euroa, ja se perustuu lainoihin ja takauksiin.
- EU:n suorien lainojen osuus on enintään 60 mrd. euroa.
- Euroalueen jäsenvaltiot takaavat erillisvastuullisesti enintään 440 mrd. euron edestä lainoja erillisen rahoitusyhtiön kautta.
- IMF osallistuu tarvittavaan lainoitukseen lisäksi summalla, jonka odotetaan olevan puolet EU-maiden antamasta tuesta.
- EU alkaa kiireellisesti valmistella uudistuksia finanssipolitiikan kestävyyden turvaamiseksi euroalueella.
- Ecofin-neuvosto painottaa tarvetta pikaisiin toimiin rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan kehittämiseksi.

toimien tarjoama suoja osoittautuu, riippuu nyt ongelmiin ajautuneiden maiden kyvystä rakentaa uskottava ohjelma julkistalouden saattamiseksi terveelle pohjalle. Useat maat, mm. Espanja ja Portugali, ovatkin jo ilmoittaneet tämänsuuntaisista toimista.

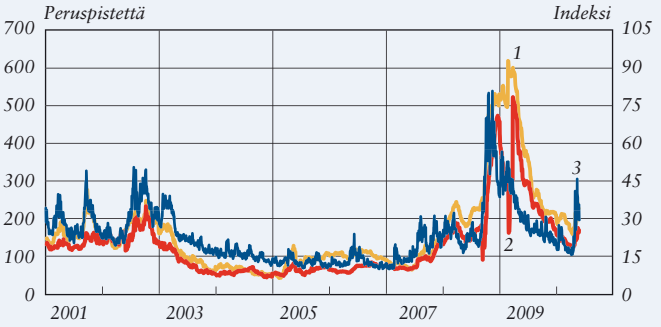
Selkeimmin valtioiden velkakriisin vaikutukset näkyvät osakemarkkinoilla. Osakkeiden odotettu volatiliteetti voimistui toukokuun ensimmäisellä viikolla erittäin huomattavaksi (kuvio 6). Pörssikurssit laskivat laajaalaisesti ympäri maailman. Osakemarkkinoilla sijoittajien rauhattomuus on jatkunut edelleen, ja yrityslainojen riskilisät ovat kasvaneet. Myös pankkien välisillä markkinoilla epäluottamus on lisääntynyt, ja erityisesti tämä koskee dollarimarkkinoita.

Kriisin kärjistymisen myötä euro on heikentynyt suhteessa dollariin ja jeniin (kuvio 7). Jo sitä ennen, vuoden 2009 lopulta alkaen, euron kauppapainotettu arvo[2] oli heikentynyt lähinnä euroalueen elpymisen vaimeuden vuoksi. Euro on kuitenkin edelleen historiallisesti katsottuna suhteellisen vahva. Yhdysvaltain dollaria ovat vahvistaneet taloudellisen toimeliaisuuden lisääntyminen ja kriisin tuoma ns. turvasatamavaikutus. Dollarisidonnaisuutensa vuoksi myös Kiinan valuutta on keskimäärin vahvistunut. Myös Japanin jenin valuuttaindeksi on vahvistunut viime viikkoina jonkin verran.

[2] Mitattuna suppealla valuuttaindeksillä.

Kuvio 6.

Osakemarkkinoiden volatiliteetti ja yrityslainojen korkoerot



1. Euromääräisten lainojen korkoero* (vasen asteikko)
2. Dollarimääräisten lainojen korkoero* (vasen asteikko)
3. Odotettu volatiliteetti (VIX-indeksi) (oikea asteikko)

* Korkoero = BBB-luokiteltujen yrityslainojen korko miinus AAA-luokiteltujen yrityslainojen korko.

Lähteet: Bloomberg ja Merrill Lynch.

Kuvio 7.

Nimellinen painotettu valuuttakurssi, päivittäin (TCW-indeksi)

1. Euroalue 2. Yhdysvallat 3. Japani

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Suomen Pankki.

Inflaatio on pysynyt maltillisena

Huolimatta kysynnän elpymisestä inflaatio on säilynyt useimmilla päätalousalueilla maltillisena (kuvio 8). Japanissa hintakehitys on ollut vuoden 2010 alkupuolella edelleen deflatorista. Yhdysvalloissa kuluttajahintojen nousuvauhti on tosin kivunnut hiukan yli 2 prosentin, mutta laskettuna ilman energian ja ruoan hintoja nousuvauhti on 1 prosentin tuntumassa. Euromaissa YKHI-indeksillä mitattu inflaatio on viime kuukausina nopeutunut noin 1½ prosenttiin. Pohjainflaatio (YKHI ilman energian ja tuoreruoan hintoja) on pysytellyt noin prosentin tuntumassa samaan tapaan kuin Yhdysvalloissa. Kiinankin inflaatiosta on vielä puhuttava vasta tulevana ongelmana, kun kuluttajahintojen nousuvauhti oli huhtikuussa noin 3 % verrattuna vuotta aiempaan. Hintojen nousun odotetaan kuitenkin kiihtyvän Kiinassa edelleen.

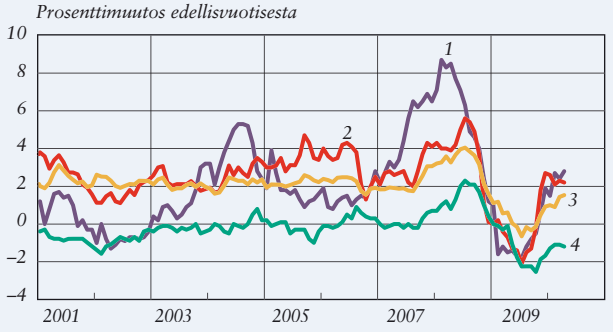
Öljyn tynnyrihinta nousi reilusti yli 80 dollarin kevään 2010 aikana, kun se talvella 2009 oli ollut 40 dollaria, ja tämä on vaikuttanut maailman kuluttajahintoihin (kuvio 9). Euromääräisesti öljyn hinta nousi vielä tätäkin enemmän. Tammi-helmikuussa koko energiaerän hintojen vuosimuutos oli 3–4 %. Muiden tuotteiden, kuten esimerkiksi jalostamattomien elintarvikkeiden, hinnat ovat kuitenkin alkutalvesta laskeneet edellisvuotisesta. Myös tavaroiden (pl. energia) hintojen hyvin hidas nousu on vaimentanut euromaiden inflaatiota. Öljyn hinta on kuitenkin reagoinut kriisiin hyvin voimakkaasti, joskin dollarin vahvistuminen on vaimentanut hintojen laskua euroalueella.

Lähikuukausina euromaiden inflaatiota hillitsevät edelleen kapasiteetin vajaakäyttö sekä useissa maissa yksikkötyökustannusten maltillinen kehitys. Palkkojen nousua vaimentaa

Kuvio 8.

Kuluttajahinnat

Prosenttimuutos edellisvuotisesta

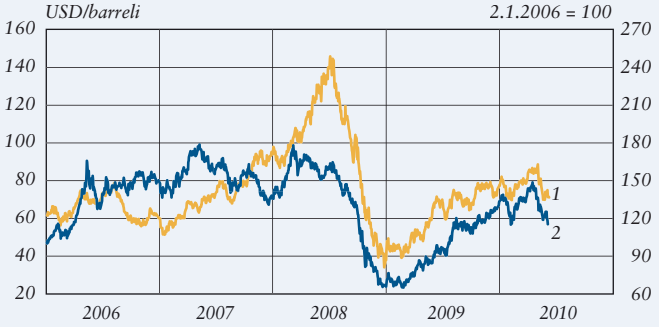


1. Kiina 2. Yhdysvallat 3. Euroalue
4. Japani

Lähde: Maiden tilastoviranomaiset.

Kuvio 9.

Raaka-aineiden hintoja



1. Raakaöljy (Brent, vasen asteikko)
2. Värimetallit

Kaikki tiedot on mitattu dollareina.
Lähteet: Bloomberg ja HWWI.

tuntuvana pysyttelevä työttömyys. Aiempina vuosina palkkainflaatio ja siten myös yksikkötyökustannukset kehittyivät hyvin eri tavoin euroalueen sisällä. Saatavilla olevat tiedot viittaavat nyt palkkojen nousuvauhdin maltilliseen ja suhteellisen yhdenmukaiseen kehitykseen taantuman jälkiseurauksena. Tosin aiemmin samalla valuutta-alueella syntyneet erot kilpailukyvyssä ovat hyvin pitkäkestoisia.

Rahapolitiikka on tukenut kasvua

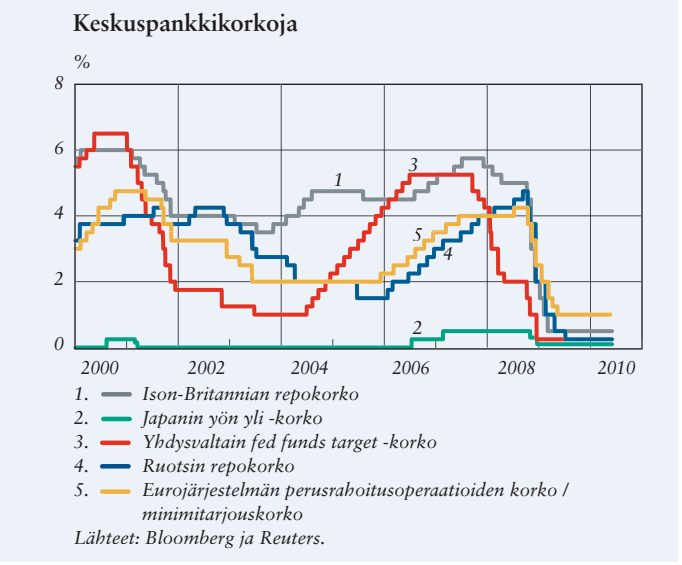
Lähes kaikissa teollisuusmaissa ohjauskorkoja on pidetty taantuman aikaisella, hyvin alhaisella tasolla huolimatta kasvun vauhdittumisesta (kuvio 10). Rahapolitiikkaa on kyetty pitämään kysyntää tukevana, koska inflaatiopaineet ovat vähäisiä ja finanssikriisin vuoksi avautunut tuotantokuilu on edelleen syvä. Valtioiden velkakriisin myötä markkinoiden odotukset korkojen noususta ovat vaimentuneet. Yhdysvalloissa ja Japanissa ohjauskorot ovat edelleen nollan tuntumassa, vaikka talouskasvu onkin ollut hyvin vauhdikasta syksystä lähtien. Myös Isossa-Britanniassa ja Ruotsissa keskuspankkien ohjauskorkoja on pidetty muuttumattomina.

Joissakin maissa rahapolitiikkaa on kuitenkin jo kiristetty. Raaka-aineita ja öljyä tuottavissa talouksissa, kuten Kanadassa, Australiassa, Norjassa ja Brasiliassa, keskuspankit ovat joutuneet nostamaan korkoja padotakseen vaihtosuhteen paranemisesta syntyvät inflaatiopaineet. Finanssikriisi ei ulottunut täydellä painolla kaikkiin Aasian maihin, kuten Intiaan, jossa myös on kiristetty rahapolitiikkaa.

Kiinassa elvytys toi talouteen runsaasti likviditeettiä, ja sen myötä inflaatiopaineet ovat kasvaneet. Kiinan keskuspankki on jo pitkään varoittanut uhkaavasta hintakehityksestä ja on mm. tiukentanut varantovaatimustaan useampaan kertaan. Vuoden mittaisten lainojen reaalinen viitekorko on painunut jo reiluun 2 prosenttiin ja talletusten reaalinen viitekorko negatiiviseksi.

EKP on pitänyt ohjauskoron 1 prosentissa toukokuusta 2009 lähtien. Runsaan likviditeetin vuoksi lyhyimmät rahamarkkinakorot ovat tätäkin alemmat. Sekä kotitalouksien että yritysten lainakorot ovat jatkaneet alentumistaan koko tämän vuo-

Kuvio 10.



EKP päätti toukokuussa toimenpiteistä, joilla taataan rahapolitiikan välittyminen markkinoille.

den ajan. Kevään aikana rahoitusmarkkinoiden toimintakyvyn palautuminen lisäsi pankkien välistä kilpailua ja kavensi luottomarginaaleja. Tosin euroalueen sisällä kotitalouksien ja yritysten maksamissa pankkiluottojen koroissa on tuntuvia eroja, jotka johtuvat osin erovaisuuksista luottoehdoissa, osin pankkien perimistä marginaaleista.

Finanssikriisin kärjistyttyä syksyllä 2008 Yhdysvalloissa ja Euroopassa keskuspankit joutuivat turvautumaan poikkeustoimiin turvatakseen rahoitusjärjestelmän likviditeetin. Tämä johti keskuspankkien taseiden paisumiseen, joka erityisesti Yhdysvalloissa saavutti poikkeukselliset mittasuhteet (kuvio 11).

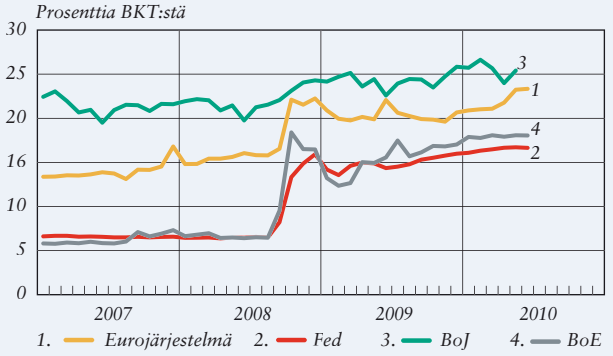
Pankkien välisten markkinoiden toivuttua keskuspankeilla on ollut tarve alkaa purkaa poikkeustoimia ja palauttaa tase normaalille tasolle. EKP aloitti irtaantumisen epätavanomaisista menetelmistä joulukuussa 2009, kun se järjesti viimeisen 12 kuukauden jälleenrahoitusoperaation vastapuolilleen. Myös Yhdysvaltojen keskuspankki Fed luopui suuresta osasta epätavanomaisia välineitään helmi-maaliskuussa 2010. Valtioiden velkakriisi on kuitenkin aiheuttanut tarpeen ottaa epätavanomaisia menetelmiä uudelleen käyttöön.

EKP:n neuvosto päätti 10.5.2010 toimista, joiden avulla Kreikan ongelmista alkunsa saaneita markkinahäiriöitä torjutaan. Arvopaperimarkkinoita koskevassa ohjelmassaan (securities markets programme, SMP) eurojärjestelmä toteuttaa interventioita sekä julkisilla että yksityisillä velkakirjamarkkinoilla. Näiden interventioiden likviditeettiä lisäävät vaikutukset neutraloidaan viikon mittaisilla likviditeettiä vähentävillä operaatioilla. Samalla eurojärjestelmä torjuu pankkien välisillä markkinoilla orastaneita häiriöitä tarjoamalla pankeille kiinteällä korolla rahoitusta 3 kuukautta pidemmissä operaatioissa (ns. kiinteän koron ja täyden jaon huutokauppamenettely)[3], sekä yhdessä, 12. toukokuuta järjestetyssä 6 kuukauden täyden jaon operaatiossa. Lisäksi otetaan uudestaan käyttöön Yhdysvaltain, Englannin, Kanadan ja Sveitsin keskuspankkien kanssa swap-operaatiot, joilla lisätään dollarimarkkinoiden likviditeettiä.

Euroalueella vallitsevaan hintavakauteen ei kohdistu tällä hetkellä uhkia, mikä antaa EKP:lle tilaa toi-

Kuvio 11.

Keskuspankkien taseita



Lähteet: Euroopan keskuspankki, Fed, BoE, BoJ ja Eurostat.

[3] Kokouksessaan 10.6. EKP:n neuvosto päätti järjestää 3 kuukauden kiinteän koron ja täyden jaon operaation myös heinä-, elo- ja syyskuussa.

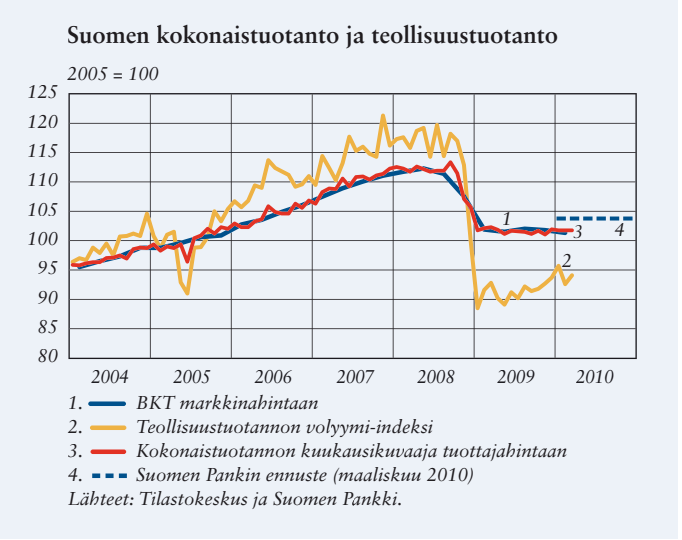
mia markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi ja kasvun tukemiseksi. Käyttöön otetut poikkeukselliset toimenpiteet eivät ole ristiriidassa hintavakauden tavoitteen kanssa, ja ne ovat luonteeltaan tilapäisiä.

Suomen talouden kehitys vaimeampaa kuin euroalueen

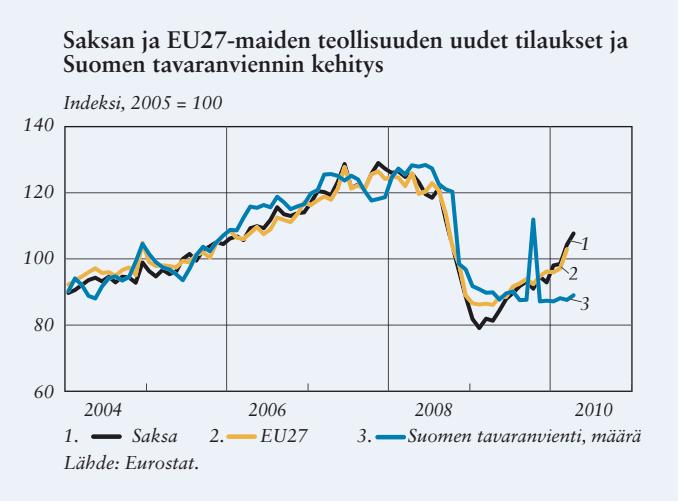
Suomessa talouden elpyminen on käynnistynyt hitaasti (kuvio 12). Tämä on linjassa Suomen Pankin maaliskuisen ennusteen kanssa. Ennusteen mukaan Suomen vienti jää epäedullisen tuotantorakenteen vuoksi jälkeen vientimarkkinoiden kehityksestä (kuvio 13). Myös yksityisen kulutuksen kasvun ennustettiin olevan vaimeaa tuntuvana säilyvän työttömyyden vuoksi ja investointien elpyvän selvästi vasta vuosina 2011–2012.

Euroalueen keskiarvoa hitaampi toipuminen näkyy alkuvuoden kotimaisissa tilastoissa. BKT väheni ensimmäisellä neljänneksellä 0,4 % ja tavaranvienti supistui yli 9 %vuoden 2009 viimeiseen neljännekseen verrattuna. Osaltaan viennin heikkoon kehitykseen vaikuttivat viime vuoden lopun poikkeuksellisen suuri laivatoimitus (kuvio 13) sekä maaliskuun satamalakko. Tavaraviennin osuudet ovat viime vuosien aikana muuttuneet suuresti, sillä sähkö- ja elektroniikkateollisuuden osuus tavaroiden viennistä on pudonnut selvästi vuoden 2005 huippulukemistaan ja erityisesti huipputekniikan tuotteiden ulkomaankauppa on kärsinyt. Vientinäkymät ovat kuitenkin varovaisen positiiviset, sillä niin teollisuuden uusissa tilauksissa kuin luottamuksessakin on nähtävissä käänne nousuun. Myös huhtikuun ennakkotiedot osoittavat tavaraviennin kasvaneen, joskin osaltaan tähän vaikuttaa maaliskuussa vientiä häirinnyt satamalakko.

Kuvio 12.



Kuvio 13.



Suomen investointinäkymät ovat edelleen heikot.

Asuntojen hinnat ovat nousseet selvästi.

Teollisuuden tuotanto väheni 1,2 % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä edelliseen neljännekseen verrattuna, mutta kasvoi 1,9 % vuodentakaiseen verrattuna. Aloittain tarkasteltuna kasvu on vuositasolla ollut nopeinta puu- ja paperiteollisuudessa. Vapaan kapasiteetin osuus teollisuudessa on vähentynyt ja uudet tilaukset ovat ensimmäisellä neljänneksellä lisääntyneet, joskin taso on edelleen matala. Investointinäkymät ovat edelleen varsin heikot. Yksityisiä investointeja tukee lähinnä asuinrakentaminen, sillä kone- ja laiteinvestoinnit ovat jäämässä vielä hyvin vähäisiksi. Yksityinen kulutus supistui edelliseen neljännekseen verrattuna, mutta kasvoi vuositasolla. Yksityistä kulutusta supisti mm. kestokulutustavaroiden heikko kysyntä edelliseen neljännekseen verrattuna.

Matalien korkojen edistämä kysyntä on tukenut asuntomarkkinoita. Asuntojen hinnat ovat nousseet selvästi. Uusien myymättömien asuntojen kanta onkin supistunut hyvin pieneksi. Muu kuin asuntorakentaminen on kuitenkin jäämässä vaatimattomaksi. Toimitilarakentamisen odotetaan olevan varsin vähäistä tänä vuonna, sillä erityisesti pääkaupunkiseudulla toimistomarkkinoilla on edelleen ylikapasiteettia.

Työmarkkinoiden taantuman ennakoitiin kevään ennusteessa jatkuvan vielä tänä vuonna ja työttömyysasteen pysyvän noin 9 prosentissa. Kevään kuluessa tilanne työmarkkinoilla vaikuttaakin tasaantuneen ja kausivaihtelusta puhdistetulla trendillä mitattuna työttömyysaste on jopa hieman laskenut. Huhtikuussa se oli 8,7 %.

Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin mukainen inflaatio on pysytellyt alkuvuonna Suomessa noin 1½ prosentissa. Inflaatiota ovat kiihdyttäneet sekä polttoaineiden hinnannousu että palveluiden tuntuva kallistuminen. Sen sijaan viime lokakuussa voimaan tullut arvonlisäveron lasku on alentanut elintarvikkeiden hintoja ja hillinnyt kokonaisinflaatiota.

Ruoan halpeneminen hillitsee edelleen kuluttajahintojen nousua syksyyn asti, mutta yleisen arvonlisäveron korotus yhdellä prosenttiyksiköllä heinäkuussa vaikuttaa vastakkaiseen suuntaan. Vaikka palveluiden hintakehitys pitää yllä inflaatiota vastakin, hintapaineet pysyvät melko maltillisina lähikuukausina.

Suomen julkisen talouden alijäämä syvenee edelleen tänä vuonna, ja sen myötä julkinen velka kasvaa nopeasti. Valtiontalouden kuukausitiedotteen mukaan alkuvuoden verotulokertymä näyttäisi jäävän viime vuoden vastaavan ajankohdan kertymää hieman heikommaksi. Suomen Pankin ennusteen mukaan julkisyhteisöjen velka kasvaa noin 52 prosenttiin BKT:stä vuonna 2010. Alijäämien rahoittamisen lisäksi julkisyhteisöjen velkaa kasvattaa Kreikalle myönnetty laina.

Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne

Rahoitusjärjestelmän vakaus

7.6.2010

Valtioiden velkakriisin kärjistyminen uhkasi synnyttää uuden rahoituskriisin. EU:n, EKP:n ja IMF:n poikkeustoimet pysäyttivät kriisin laajenemisen. Luottamus globaalin rahoitusjärjestelmän toimintakykyyn ei ole täysin palautunut, vaikka rahoituslaitokset ovat vahvistaneet vakavaraisuus- ja maksuvalmiuspuskureitaan ja siten parantaneet kriisinsietokykyään.

Velkakriisin voimistuminen uudelleen olisi seurausvaikutuksineen vakava uhka nykyisessä tilanteessa, jossa rahoitusjärjestelmän toipuminen edellisestä kriisistä on edelleen kesken ja julkisten talouksien pelivara on pienentynyt. Suomen rahoitusjärjestelmäkään ei ole suojassa kansainvälisiltä häiriöiltä.

Suomalaisten pankkien vakavaraisuus ja siten luotonantokyky ovat vahvistuneet. Silti vakava likviditeettikriisi koettelisi erityisesti Suomen rahoitusjärjestelmän kykyä välittää riittävästi rahoitusta suomalaisille yrityksille.

Maksu- ja arvopaperijärjestelmät ovat toimineet luotettavasti. Siirtyminen yhtenäiseen euromaksualueeseen etenee nopeasti, joten yritysten tulisi tehdä tarvittavat muutokset ajoissa. Siirryttäessä käyttämään ulkomaisia järjestelmiä on turvattava kansallisten toimijoiden vaikutusmahdollisuudet ja tiedonsaanti.

Kansainvälinen toimintaympäristö

Maailmanlaajuinen talouskriisi on edennyt kolmanteen vaiheeseensa. Ensimmäisessä vaiheessa epäluottamuksen leviäminen rahoitusmarkkinoilla halvaannutti pankkien väliset luotto- ja talletusmarkkinat, nosti yleisesti rahoituksen hintaa ja muistutti toimivan pankkijärjestelmän tärkeydestä. Toisessa vaiheessa maailmankauppa romahti ja tuli reaalitalouden syvä taantuma. Kolmannessa vaiheessaan kriisi laajeni julkisen talouden tilanteen kärjistymiseksi, kun velkaantuneimpien euromaiden velanhoitokykyä alettiin epäillä.

Valtioiden taloustilanteen heikkeneminen voi vaikeuttaa sekä rahoituslaitosten että muiden yritysten rahoituksenhankintaa useiden eri kanavien kautta.[1] Valtioiden velkapapereiden tarjonnan lisääntyminen alentaa sekä valtioiden että yritysten velkapapereiden hintoja ja kasvattaa näin niiden rahoituskustannuksia. Julkisen talouden liialliset alijäämät voivat lisätä inflaatio-odotuksia ja siten johtaa korkojen nousuun. Yksittäisen valtion velkapapereita koskevien luottoluokitusten heikentäminen puolestaan vaikuttaa usein myös kyseisen maan yritysten velkarahoituksen hintaan.

Valtioiden velkapapereiden hintojen lasku myös alentaa pankkien

[1] EKP (kesäkuu 2010) Financial Stability Review, Box 9.

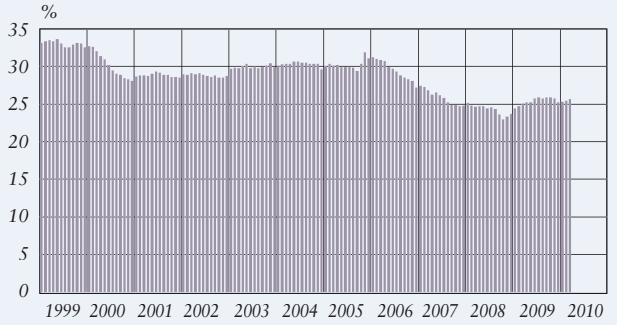
Julkisten talouksien velkaisuuden takia valmiudet rahoitusjärjestelmän tukemiseen vastaisuudessa ovat heikenneet.

taseissa olevien valtionpapereiden markkina-arvoa. Eurooppalaisten pankkien sijoitukset valtioiden papereihin ovat kahden viime vuoden aikana kasvaneet, kun pankit ovat parantaneet vakavaraisuuttaan ja maksuvalmiuttaan irrottautumalla riskipitoisista omaisuuseristä ja korvaamalla niitä turvallisina pitämillään sijoituskohteilla. Valtioiden velkapapereiden ostoilla pankit ovat myös varautuneet valmisteilla oleviin maksuvalmiussääntelyn muutoksiin.[2] Vaikka euroalueen rahalaitokset ovat kriisin aikana kasvattaneet sijoituksia euromaiden velkapapereihin, niiden omistusosuus kaikista euroalueen julkisyhteisöjen liikkeessä olevista velkapapereista on tällä hetkellä selvästi pienempi kuin 2000-luvulla keskimäärin (kuvio 1).

[2] Ks. Baselin pankkivalvontakomitean konsultaatiodokumentti International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring (joulukuu 2009) (www.bis.org).

Kuvio 1.

Euroalueen rahalaitosten hallussa oleva osuus alueen julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemista velkapapereista



Lähde: Euroopan keskuspankki.

Markkinahäiriön pysäyttämiseksi ja euroalueen rahapolitiikan välittymismekanismin tukemiseksi viranomaiset ovat käynnistäneet joukon poikkeuksellisia toimenpiteitä (ks. kehikko). Julkisten talouksien velkaisuuden takia valmiudet rahoitusjärjestelmän tukemiseen vastaisuudessa ovat kuitenkin heikenneet.

Valtioiden velkakriisin kärjistymisen vaarallisin välitön seuraus olisi syksyllä 2008 koetun likviditeettikriisin kaltaisen häiriön toistuminen, joka voisi lamauttaa pankkien väliset lainamarkkinat ja nostaa markkinakorkoja. Varainhankinnan tyrehtyminen vähentäisi pankkien lainanantoa kotitalouksille ja yrityksille. Epäluottamus valtioiden luottokelpoisuutta kohtaan ei kohottaisi ainoastaan valtionlainojen vaan myös velkaantuneimpien maiden yritysten velkapapereiden korkoja.

Yleisen epäluottamuksen levitessä Suomen valtion ja suomalaisten pankkien rahoitus vaikeutuisi ja kallistuisi. Kansainvälinen luottolama vaikeuttaisi nopeasti Suomen vientiä. Kriisin seuraukset voisivat olla vakavammat kuin vuoden 2009 syvässä taantumassa, koska Euroopan talous on vasta toipumassa ja julkisten talouksien pelivara on aiempien elvytystoimien jäljiltä vähäinen.

Myönteisinä piirteinä voidaan todeta, että rahoituslaitokset ovat aiempaa vähemmän suorien julkisten tukitoimien varassa. Lisäksi pankit ovat kyenneet kohentamaan vakavaraisuuttaan. Pankit ovat vahvistaneet

pääomiaan niin tulorahoituksella kuin osakeanneilla. Pankit ovat vähentäneet riippuvuuttaan myös tukkurahoituksesta, kun vakaampien rahoituslähteiden – vähittäistalletusten ja oman pääoman – suhteellinen merkitys on kasvanut. Arvopaperistettujen rahoitusinstrumenttien markkinat eivät sen sijaan ole palautuneet normaaleiksi, mikä vaikeuttaa niistä riippuvaisten pankkien varainhankintaa. Eurooppalaisten pankkien velkakirjalainoja erääntyy runsaasti lähivuosina. Erityisesti heikoimmilla pankeilla voi olla vaikeuksia uusia näitä lainoja kohtuullisilla ehdoilla.

Kansainvälisten ja pohjoismaisten suurten pankkien kannattavuus parani kuluvan vuoden ensimmäisellä neljänneksellä (kuvio 2), vaikka alhaiset luottokorot, yleisöluotonannon hidas kasvu ja talletuskorkokilpailun kireys rasittivat korkokatetta. Erityisesti rahoitusinstrumenttien kaupankäynnin tuottojen kasvu paransi tulosta. Näiden tuottojen taustalla on vuoden alun poikkeuksellinen markkinatilanne.

Kansainväliset pankit ovat siivonneet taseistaan valtaosan arvoltaan romahtaneista monimutkaisista arvopaperistetuista, ns. myrkyllisistä rahoitusinstrumenteista, jotka tuottivat pankeille suuria tappioita rahoituskriisin alkuvaiheessa. Kansainvälinen valuuttarahasto IMF alensi huhtikuussa 2010 kokonaisarviotaan kehittyneiden maiden pankkien rahoituskriisiin liittyvistä kumulatiivisista luotto- ja arvonalennustappioista 2 300 mrd. dollariin, kun arvio suurimmillaan oli 2 800 mrd. dollaria.[3] Eurooppalaisten pankkien luotto- ja arvonalennustappioiden ennustetaan olevan varsin suuria vielä ainakin vuonna 2010, mutta pankit näyttäisivät pystyvän sulattamaan ne. Tappioita on odotettavissa mm. pankkien liikekiinteistösidonnaisesta luotonannosta.[4]

Rahoituskriisin jälkeisessä toimintaympäristössä useiden pankkien tavoitteena on vahvistaa peruspankkitoimintaa vähittäistalletuksia ja -luotonantoa kasvattamalla. Maltillisten vakuusarvojen ja luototusasteiden merkitys luototuksessa korostuu. Luotonannon palautuminen terveemmälle pohjalle on tervetullutta.

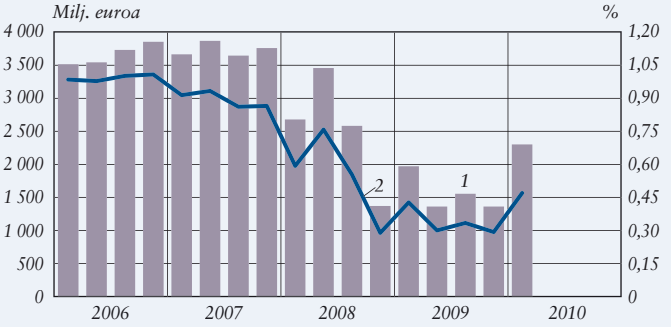
Eurooppalaisten pankkien luotto- ja arvonalennustappioiden ennustetaan olevan varsin suuria ainakin vuonna 2010.

[3] IMF (huhtikuu 2010) Global Financial Stability Report.

[4] EKP (kesäkuu 2010) Financial Stability Review.

Kuvio 2.

Suurten pohjoismaisten finanssikonsernien yhteenlaskettu tulos*



1. Tulos ennen veroja neljänneksittäin (vasen asteikko)
2. Tulos ennen veroja, % (vuositasolla) neljänneksen lopun taseesta (oikea asteikko)

* OP-Pohjola-ryhmä, SEB, Handelsbanken, Nordea, Swedbank, DnB NOR, Danske Bank ja Jyske Bank.
Valuutat muutettu euroiksi vuoden keskimääräisten kurssien mukaan.
Lähteet: Konsernien osavuosi- ja tilinpäätöstiedot ja Suomen Pankki.

Kotimainen toimintaympäristö ja pankkisektori

Asuntojen hintojen viimeaikaiseen nopeaan kallistumiseen (kuvio 3) liittyy riskejä. Vanhojen kerros- ja rivitaloasuntojen hinnat nousivat tammimaaliskuussa ennakkotietojen mukaan 11,3 % ja pääkaupunkiseudulla jopa 15,7 % vuoden 2009 ensimmäiseen vuosineljännekseen verrattuna.[5]

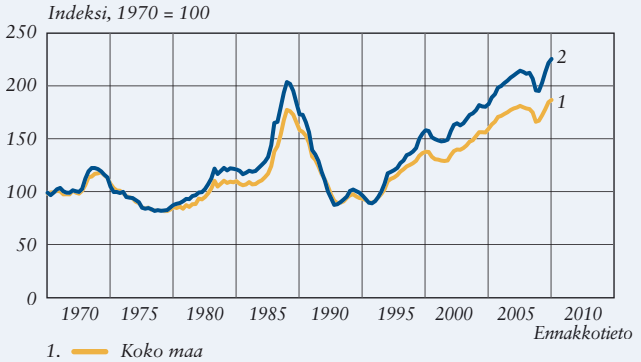
Asuntojen kallistumista näyttäisi selittävän erityisesti asuntojen vähäinen tarjonta. Talouskriisi hiljensi asuinrakentamista ja siten asuntojen tarjontaa. Asuinrakentaminen on elpymässä. Kestää kuitenkin aikansa ennen kuin asuntojen tarjonta normalisoituu. Sen sijaan asuntojen kysyntä ei pankkien myöntäminen asuntolainojen määrän perusteella ole poikkeuksellisen suuri. Suomen rahalaitoksista nostettujen uusien asuntolainojen määrät ovat syksystä 2008 alkaen olleet selvästi pienemmät kuin kriisiä edeltäneinä vuosina (kuvio 4).

Asuntomarkkinoilla uhkana on asuntojen hintojen itseään vahvistava nousukierre. Nopeasti nousevat hinnat saattavat kannustaa osan kotitalouksista aikaistamaan asunnon hankintaansa siinä pelossa, että oston lykkääminen entisestään kasvattaisi asunnon hankinnan kustannuksia.

Asuntojen kysyntä kasvanee lähikuukausina. Tilastokeskuksen viime kuukausien kuluttajabarometrien mukaan kuluttajat ovat pitäneet ajankohtaa varsin otollisena lainanotolle. Markkinakorkojen lasku ja pankkien uudelleen kiristynyt kilpailu asuntoluottomarkkinoilla ovat painaneet uusien asuntoluottojen korot ennätyksellisen alhaisiksi, mikä myös lisää asuntoluottojen houkuttelevuutta. Asuntojen kysynnän mahdollinen

Kuvio 3.

Vanhojen kerrostaloasuntojen reaalihintaindeksi* Suomessa



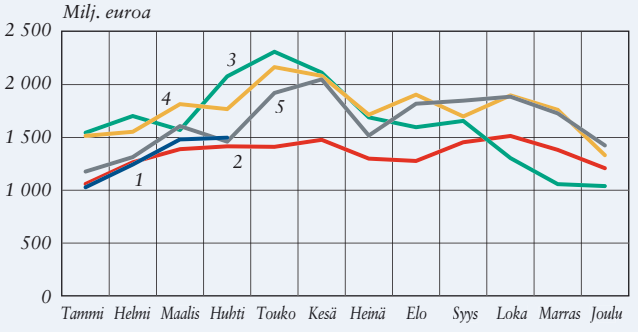
1. Koko maa
2. Pääkaupunkiseutu

* Asuntojen hintojen muutoksesta on poistettu yleinen kuluttajahintojen kehitys.

Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 4.

Kotitalouksien nostamat uudet asuntolainat Suomessa kuukausittain



1. 2010 2. 2009 3. 2008
4. 2007 5. 2006

Lähde: Suomen Pankki.

[5] Tilastokeskuksen ennakkotiedot (30.4.2010).

lisääntyminen yhdessä hitaasti piristyvän asuntojen tarjonnan kanssa luo paineita asuntojen hintoihin.

Useisiin talous- ja rahoituskriiseihin on liittynyt asuntomarkkinoiden ylikuumeneminen; tuorein esimerkki tästä on nykyinen talouskriisi. Asunnon hankintaa suunnittelevien tulisi olla nyt harkitsevaisia, koska asuntojen hintojen nousuvauhdin kiihtymisen taustalla ovat suurelta osin tilapäiset, asuntojen tarjontaan liittyvät tekijät. Pankkien tulee vaatia asuntoluottoja hakevilta kotitalouksilta riittävää omarahoitusosuutta ja velanhoitokykyä suhteessa asuntoluoton kokoon. Sekä kotitalouksien että pankkien tulee luottopäätöstä tehtäessä arvioida kotitalouden kyky selviytyä velanhoidosta tilanteessa, jossa luottokorot ovat useita prosenttiyksikköjä nykyistä korkeammat.

Maailmantalouden ja Suomen talouden elpyminen on parantanut suomalaisten yritysten suhdannetilannetta ja -odotuksia.[6] Yritykset ovat selviytyneet talouskriisistä pelättyä pienemmin vaurioin. Mm. vireille pantujen konkurssien lukumäärät ovat pysyneet heikkoon suhdannetilanteeseen nähden varsin maltillisina (kuvio 5). Tammi-huhtikuussa 2010 haettujen konkurssien määrä oli jopa pienempi kuin vastaavana ajankohtana vuotta aiemmin.

Yritysten suurimpana uhkana ovat valtioiden velkakriisin kärjistyminen uudelleen ja sen haitalliset vaikutukset maailmankauppaan ja yritysten rahoituksen saatavuuteen. Rahoituskriisin kärjistyminen syksyllä 2008 tyrehdytti suurten suomalaisten yritysten varainhankinnan arvopaperimarkkinoilta ja ulkomaisista lähteistä, jolloin valtio joutui turvautumaan useisiin poikkeuskeinoihin suomalaisten yritysten rahoituksen varmistamiseksi.[7] Valtioiden velkakriisin paheneminen voisi johtaa samankaltaisiin yritysten rahoitusongelmiin kuin syksyllä 2008.

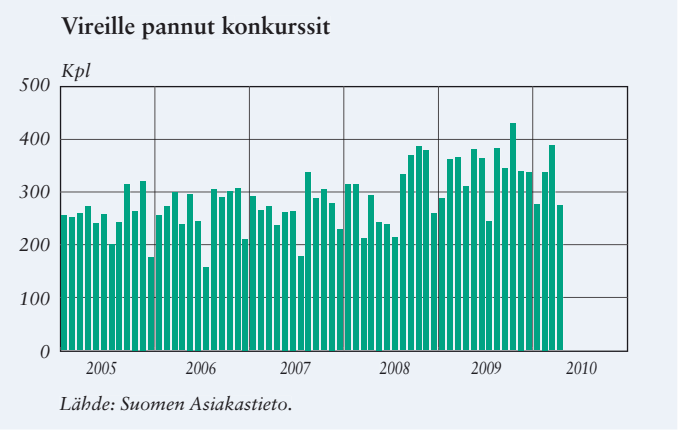
Valtioiden velkakriisin paheneminen voisi johtaa samankaltaisiin yritysten rahoitusongelmiin kuin syksyllä 2008.

Maksuvalmiuspuskurien vahvistuminen suojaa yrityksiä syksyllä 2008 nähdyn kaltaiselta likviditeettisokilta. Suomalaisten pankkien luotonantokyky on myös entisestään parantunut, kun pankit ovat parantaneet vakavaraisuuttaan. Silti vakava likviditeettikriisi koettelisi Suomen rahoitusjärjestelmän kykyä välittää riittävästi rahoitusta suomalaisille yrityksille. Tämän vuoksi viranomaisten tulee pitää yllä valmiutta tukea rahoituksen välitystä.

[6] Elinkeinoelämän keskusliiton EK:n suhdannebarometri (toukokuu 2010).

[7] Ks. Euro & talous -lehden 2/2009 artikkeli Rahoitusjärjestelmän vakaus, s. 18.

Kuvio 5.



Suomen rahoitusjärjestelmä on säilynyt kriisiltä, ja pankkien vakavaraisuus on keskimäärin vahva.[8] Luottotappiot ovat pysyneet vähäisinä (kuvio 6). Matala korkotaso on auttanut velallisia. Pk-yritysten, erityisesti viennin alihankkijoiden, tilanne on vaikein. Yritysten kestävyyttä on koeteltu, ja osa yrityksistä sinnittelee heikon kysynnän varassa. Yritysluottojen marginaalien kasvu on jatkunut, pienissä yrityslainoissa voimakkaimmin.

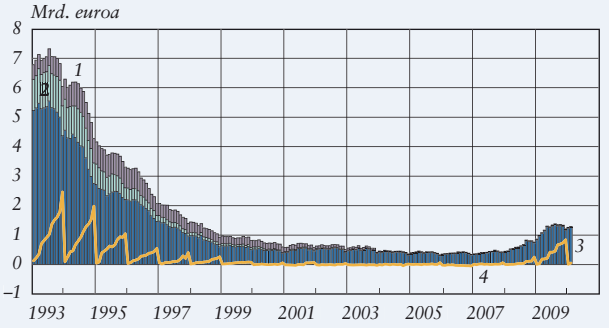
Yritysten pankkilainojen kannan pieneneminen on pysähtynyt, ja kuukausitasolla lainakanta on kääntynyt kasvuun. Varsinkin yritysten suuret lainat ovat lisääntyneet. Asuntolainakannan kasvu on jatkunut maltillisena. Kotitalouksien kulutus- ja muiden luottojen kasvu on sen sijaan pysähtynyt. Uusien asuntolainojen marginaalit alkoivat kaventua vuoden 2009 alun huipun jälkeen ja ovat jatkaneet kaventumistaan alkuvuonna.

Suomen pankkisektorin korkokate pieneni viidenneksen vuonna 2009 (kuvio 7). Korkokatteen supistuminen on jatkunut alkuvuonna 2010. Pankkien kannattavuutta syövät sekä matala korkotaso että kireän kilpailun ruokkimana kohonneet talletuskorkotarjoukset ja lainamarginaalien kapeus. Talletuskorkokilpailua ovat kiihdyttäneet pankkien pitkäaikaisen rahoituksen vaikeutuminen, pankkien varautuminen maksuvalmiussääntelyn suunniteltuihin muutoksiin ja mahdollisesti myös uusien toimijoiden tulo talletusmarkkinoille. Nykyisessä epävarmassa toimintaympäristössä pankkien tulisi varmistaa kannattavuutensa ja keskittyä vahvistamaan maksuvalmius- ja pääomapuskureitaan, jotta pankkien luotonantokyky säilyisi

[8] Finanssivalvonnan tiedotteet Suomen finanssisektorin tila edelleen vakaa (1.6.2010) ja Finanssisektorin vakavaraisuus kestää vakavankin toimintaympäristön heikkenemisen (15.6.2010).

Kuvio 6.

Pankkikonsernien järjestämättömät saamiset ja arvonalentumistappiot

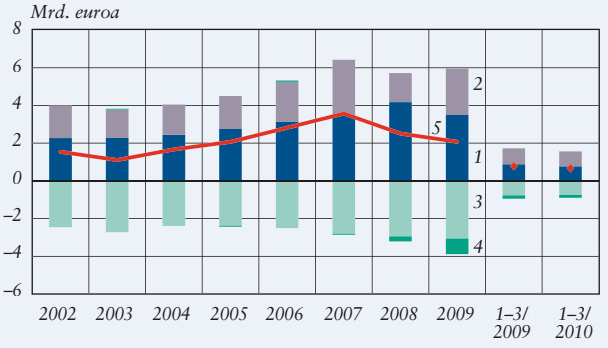


1. 0-korkoiset saamiset
2. Takaussaamiset
3. Järjestämättömät saamiset
4. Arvonalentumistappiot, netto

Lähde: Finanssivalvonta.

Kuvio 7.

Pankkitoiminnan tuloskehitys Suomessa*



1. Korkokate
2. Muut tuotot
3. Kulut
4. Luottotappiot
5. Tulos ennen veroja

** Kotimaiset talletuspankit (emoyhtiöt, ml. niiden kotimaassa ja ulkomailla toimivat sivukonttorit) ja Suomessa talletuspankkitoimintaa harjoittavat ulkomaisten luottolaitosten tytärpankit ja sivukonttorit.*

Lähteet: Finanssivalvonta ja Suomen Pankki.

tämänhetkistä huonommassakin taloustilanteessa. Olisi poikkeuksellista, jos pankkien talletuskorkotarjoukset pysyisivät pitkän aikaa markkinakorkoja korkeampina.

Rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuri

Maksu- ja selvitysjärjestelmät ovat toimineet vaihtelevassa markkinatilanteessa edelleen luotettavasti ilman suuria häiriöitä. Suomen Pankin käsityksen mukaan maamme rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuriin ei tällä hetkellä liity merkittäviä ongelmia. Eurojärjestelmä on vuonna 2009 arvioinut, että euroalueen järjestelmäriskin kannalta merkittävät maksujärjestelmät[9] täyttävät niiden liiketoiminnan jatkuvuudelle asetetut yleisvalvontavaatimukset[10].

Siirtyminen yhtenäiseen euromaksualueeseen (SEPA) etenee Suomessa nopeasti. Mm. kotimaisen tilisiirron siirtymäaika päättyy vuoden 2010 lopussa. IBAN-tilinumero ja pankin BIC-koodi ovat pakollisia laskuissa ja tilisiirtolomakkeissa jo 1.7.2010 alkaen. Niiden yritysten, jotka eivät ole vielä aloittaneet valmistautumista SEPAan, tulisi viipymättä ottaa yhteyttä pankkeihinsa ja ohjelmistotoimittajiinsa tarvittavien muutosten tekemiseksi ajoissa.

Suomea koskevia SEPAn käyttöönottoa hidastavia tekijöitä ei ole tiedossa. SEPAsta saatavien etujen hyödyntämiseksi täysimääräisesti on toivottavaa, että SEPAn käyttöönotto toteutuisi mahdollisimman nopeasti myös muissa maissa. Epävarma taloudellinen tilanne ei saisi hidastaa siirtymistä, koska kansallisten ja yhteiseurooppalaisten palveluiden samanaikainen ylläpito lisää maksamisesta aiheutuvia kokonaiskustannuksia.

EU:n maksupalveludirektiivi saatettiin Suomessa osaksi kansallista lainsäädäntöä 1.5.2010 voimaan tulleilla maksupalvelu- ja maksulaitoslaeilla. Vastaisuudessa koko EU-alueen maksupalveluissa toimitaan yhtenäisen lainsäädännön mukaisesti. Maksulaitoslaki helpottaa uusien maksupalveluiden tarjoajien tuloa markkinoille, mikä lisää kilpailua ja markkinoiden tehokkuutta. Maksupalvelulaki puolestaan paitsi nopeuttaa maksujen välitystä EU-alueella myös parantaa maksupalvelujen käyttäjien oikeuksia ja suojaa.[11]

Vappuna 2010 voimaan tullut maksupalvelulaki nopeuttaa maksujen välitystä EU-alueella ja parantaa maksupalvelujen käyttäjien oikeuksia ja suojaa.

Maksupalvelulain myötä maksunsaaja voi halutessaan antaa maksajalle alennuksen tai periä palkkion maksu- tai luottokortin käytöstä. Tällä mahdollistetaan maksamisen kustannusten läpinäkyvyys sekä pyritään lisäämään kilpailua ja edistämään tehokkaampien maksutapojen käyttöä. Palkkion on oltava asianmukai-

[9] Kotimaisista maksujärjestelmistä arvioinnin kohteen olivat vähittäismaksu- sekä sekki- ja pikasiirtojärjestelmät (PMJ ja POPS). Lisäksi Suomen Pankki osallistui Euroopan keskuspankin johdolla tehtyyn keskuspankkien suurten maksujen järjestelmän (TARGET2) arviointiin.

[10] Business Continuity Oversight Expectations (BCOE) on saatavissa Euroopan keskuspankin internetsivuilta www.ecb.int.

[11] Maksupalvelulaki esimerkiksi lisää maksajan ja maksunsaajan tiedonsaantia maksutapahtumista ja määrittää asiakkaan maksimivastuun kortin väärinkäyttötilanteessa.

Suomen Pankki selvittää parhaillaan maksamisen yhteiskunnallisia kustannuksia.

nen ja perustuttava tosiasiallisiin kustannuksiin. Useat euroalueen keskuspankit – myös Suomen Pankki – selvittävät parhaillaan maksamisen yhteiskunnallisia kustannuksia.

Siirtyminen kansallisista maksujärjestelmistä kohti yhteiseurooppalaisia maksutapoja ja -järjestelmiä edistää tehokkuutta, mutta samalla korostuvat järjestelmien keskinäisten riippuvuuksien tunnistaminen ja toiminnan jatkuvuuden varmistaminen. Olemassa olevat rakenteet on haastettava ja etsittävä keinoja kansallisten toimijoiden vaikutusmahdollisuuksien ja tiedonsaannin turvaamiseksi. Suomen Pankki toimii yleisvalvojana tämän päämäärän hyväksi niin kotimaisten kuin ulkomaisten sidosryhmiensä kanssa.

Arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurissa on käynnissä merkittäviä kotimaisia ja eurooppalaisia kehityshankkeita[12]. Myös kotimaista ja EU-lainsäädäntöä kehitetään voimakkaasti mm. tasapuolisten kilpailuasetelmien luomiseksi ja rahoitusmarkkinoiden vakauden parantamiseksi.[13] Suomalaisten toimijoiden tulee edelleen ylläpitää aktiivista roolia pyrkiessään vaikuttamaan kehityshankkeisiin niiden täysimääräisten hyötyjen saavuttamiseksi.

Helsingin pörssissä siirryttiin keskusvastapuoliselvityksen käyttöön marraskuussa 2009. Palvelun tarjoajana toimii hollantilainen European Multilateral Clearing Facility N. V. (EMCF). Kahden muun keskusvastapuolen (European Central Counterparty Limitedin, EuroCCP, SIX X-clear) palveluiden tarjonnan aloitus Suomessa on lykkääntynyt mm. siksi, että valvontaviranomaiset ovat olleet huolissaan keskusvastapuolien yhteistoimintaan liittyvistä riskeistä. Nämä keskusvastapuolet neuvottelevat parhaillaan viranomaisten kanssa ratkaisun löytämiseksi. Suomen Pankki osallistuu keskusvastapuolien valvontayhteistyöhön yhteistoimintapöytäkirjojen mukaisesti.

Keskusvastapuoliselvityksen käyttö helpottaa osapuolien vastapuoliriskin hallintaa ja luo nettoutushyötyjä. Keskusvastapuolen pitäisi myös parantaa selvitysastetta asettuessaan kaikkien kauppojen vastapuoleksi taatessaan näin kauppojen toteutumisen. Selvitysaste on Suomen markkinoilla kuitenkin heikentynyt merkittävästi totutusta. Aiemmin sijoittaja pystyi lähes sataprosenttisesti luottamaan siihen, että hänen kauppansa toteutuvat kauppapäivän jälkeisien kolmen päivän aikana. Nykyisin tämä varmuus on keskusvastapuoliselvityksen osalta heikentynyt alle 90 prosenttiin (kauppojen arvolla mitattuna). Markkinaosapuolien tulisikin pikaisesti etsiä keinoja tämän epätyydyttävän tilanteen korjaamiseksi.

Myös loppusijoittajan tulisi hyötyä keskusvastapuoliselvityksestä saatavista kustannussäästöistä. Erityisesti

[12] Mm. keskuspankkien TARGET2-Securities- ja vakuushallintajärjestelmien kehittämishankkeet sekä Suomen arvopaperikeskuksen yhdentyminen Euroclear-ryhmään.

[13] Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus, European Markets Infrastructure Legislation- ja Securities Law Directive -hankkeet ja Markets in Financial Instruments Directive -tarkistus.

tapahtumalukumäärien pieneneminen ei saisi nostaa kotimaisilta toimijoilta perittäviä hintoja.

Velkakriisin opetukset

Tuoreet kokemukset valtioiden velkakriisistä vahvistavat useita vuonna 2007 alkaneen talous- ja rahoituskriisin aikana saatuja opetuksia.

Ensiksi liialliseen velkaantumiseen liittyvät haitalliset ulkoisvaikutukset ovat rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen myötä kasvaneet. Yksittäisen talouden sektorin, toimialan tai valtion ylivelkaantuminen voi aikaisempaa herkemmin horjuttaa koko kansainvälisen rahoitusjärjestelmän vakautta. Kreikan valtion velkakriisi on tästä vain viimeisin esimerkki. Tätä ennen yhdysvaltalaisten kotitalouksien liiallinen velkaantuminen subprime-asuntoluottomarkkinoilla ja rahoituslaitosten lyhytaikaisen lainarahoituksen kasvu ja sitä seurannut likviditeettikriisi johtivat maailmantalouden syvään taantumaan.

Vaaralliseen velkaantumiskehitykseen on vastaisuudessa puututtava nykyistä voimakkaammin ja aiemmassa vaiheessa. EU:ssa kaavaillaan valtion budjettialijäämiä ja velkaantumista koskevien sääntöjen kiristämistä ja nykyistä kovempia sanktioita sääntöjä rikkoville maille.

Rahoitussektorin liiallista velkaantumista on vaikeampi havaita kuin julkisen talouden ylivelkaantumista. Esimerkiksi ennen nykyistä kriisiä pankit myönsivät suuria luottolimiittejä kevyesti pääomitetuille erillisyhtiöille, ns. varjopankeille, jotka rahoittavat toimintansa hyvin lyhytaikaisella markkinarahoituksella. Näin pankkien tosiasiallinen velkaantuneisuus kasvoi, vaikka se ei täysin näkynyt niiden taseissa. Rahoitussektorin velkaantumisen seuranta vaatiikin eri maista ja erityyppisistä rahoitusyrityksistä kerättyjen tietojen kokoamista ja analysointia. Tärkeä rooli tässä tulee olemaan makrovalvonnasta vastaavilla uusilla elimillä, kuten Euroopan järjestelmäriskikomitealla (European Systemic Risk Board, ESRB), jolle tulee antaa vahvat valtuudet ja työkalut puuttua ylivelkaantuneisuuden kaltaisiin makrovakausuhkiin.[14]

Toinen velkakriisin kokemusten vahvistama opetus on se, että riskien hinnoittelun vääristymisellä on taipumus paisuttaa ylivelkaantumista. Riskien hinnoittelu tyypillisesti vääristyy noususuhdanteessa, kun yleinen riskinottohalu kasvaa ja luotonhakijoiden luottokelpoisuus ainakin näennäisesti paranee. Voimakkaisiin suhdannenousuihin liittyvää vauhtisokeutta ja riskitietoisuuden heikkenemistä tulee torjua luotonannon syklisyyden hillitsemiseksi suunnitelluilla keinoilla, kuten vastasyklisillä pankkien pääomapuskurivaatimuksilla ja luottotappioiden kirjaussääntöjen muutoksilla.[15]

Yksittäisen talouden sektorin, toimialan tai valtion ylivelkaantuminen voi horjuttaa kansainvälisen rahoitusjärjestelmän vakautta.

[14] Ks. Tuomas Saarenheimon artikkeli Towards a European macroprudential policy. Bank of Finland Bulletin 1/2010 (ilmestyy 23.6.2010).

[15] Käynnissä ja suunnitteilla olevia rahoitussääntelyn uudistushankkeita tarkastellaan lähemmin Euro & talous -lehden erikoisnumerossa Rahoitusjärjestelmän vakaus (2009) sekä Esa Jokivuolteen ja Jukka Vauhkosen artikkelissa Paineita pankkien vakavaraisuussääntelyn muuttamiseen, Euro & talous 1/2010.

Riskien hinnoittelua ovat vääristäneet kuitenkin myös tietyt rakenteelliset ja institutionaaliset tekijät. Talous- ja rahaliittoon kuuluvat maat saivat kriisiä edeltäneinä vuosina velkarahoitusta markkinoilta keskenään lähes samoin ehdoin, vaikka maiden budjettikuri ja velkaantuneisuus erosivat paljon toisistaan. Sijoittajat pitivät euromaiden velkoja vuosien ajan lähes riskittöminä. Taustalla oli ilmeisesti usko siihen, ettei talous- ja rahaliittoon kuuluva maa voisi joutua velkakriisiin.

Erityisesti suuret, systeemisesti merkittäviksi tulkitut rahoituslaitokset ovat puolestaan saaneet velkarahoitusta halvemmalla kuin muut rahoitusyritykset. Sijoittajat ovat tulkinneet tällaiset rahoituslaitokset ”liian suuriksi kaatumaan” ja siten pitäneet sijoituksiaan näihin pankkeihin vähäriskisinä. Halpa velkarahoitus on kannustanut suuria rahoituslaitoksia kasvattamaan taseitaan ja riskinottoaan liiallisesti.

Riskinoton hillitsemiseksi ja tasapuolisten kilpailuedellytysten takaamiseksi mikään rahoituslaitos ei saisi olla liian suuri kaatumaan.

Rahoituslaitosten riskinoton hillitsemiseksi ja tasapuolisten kilpailuedellytysten takaamiseksi mikään rahoituslaitos ei saisi olla liian suuri kaatumaan. Viranomaiset valmistelevat säännöksiä, jotka mahdollistaisivat suurten, yli maiden rajojen toimivien pankkiryhmien toiminnan keskeyttämisen tai uudelleenjärjestelyn siten, että velkojat vastaisivat nykyistä suuremmasta osasta pankin vararikon kustannuksia.

Jos Eurooppaan ei pystytä rakentamaan uskottavaa suurten pankkiryhmien uudelleenjärjestelymekanismia, systeemisesti merkittäviltä pankeilta tulee vaatia maksu niiden nauttimasta julkisen vallan epäsuoraan subventoimasta edullisesta varainhankinnasta. Tämä maksu voi olla esimerkiksi pankin systeemisen merkittävyyden perusteella määräytyvä vero tai ylimääräinen pääomavaatimus.[16]

Velkakriisin vahvistama kolmas opetus on se, että maiden rajat ylittävien rahoituskriisien estäminen vaatii maailmanlaajuisia tai vähintään alueellisia toimenpiteitä. Rahoitussääntelyn uudistaminen ensisijaisesti kansallisten tarpeiden pohjalta johtaisi tilkkutäkkimäiseen sääntelyympäristöön, joka kannustaisi rahoitusyrityksiä ohjaamaan toimintaansa kevyen sääntelyn maihin. Ennen pitkää sääntelyn kiertäminen lisäisi poliittisia paineita keventää sääntelyä muita kireämmän sääntelyn maissa ja johtaisi sääntelyn asteittaiseen rapautumiseen. Tämän uhkakuvan estämiseksi kansallisten viranomaisten tulee välttää kansallisia irtiottoja sääntelyuudistuksessa ja olla valmiita kompromisseihin maailmanlaajuisen rahoitusjärjestelmän turvallisuuden parantamiseksi.

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

[16] Pankkiveron avulla voidaan myös saada pankkisektori kattamaan nykyistä suurempi osuus rahoituskriisien kustannuksista.

Kehikko.

Euroopan valtionvelkakriisin kronologia

Euroalueen valtionvelkakriisi juontaa juurensa suuriin budjettivajeisiin ja kasvaneisiin valtionvelkoihin, joita finanssikriisin jälkeiset elvytystoimet ovat lisänneet. Erityisesti Kreikalla on ollut budjettitasapainon kanssa kroonisia ongelmia, joita piiloteltiin virheellisten tilastojen avulla.

Lokakuu 2009	Kreikan hallituksen vaihtuessa lokakuussa 2009 paljastuu, että Kreikan budjettivaje vuonna 2009 tulisi olemaan kaksi kertaa suurempi kuin aiemmin luultiin. Tämän johdosta luokituslaitos Fitch laskee Kreikan luottoluokituksen tasolle A–.
Marraskuu 2009	Kreikan hallitus lupaa leikata budjettivajetta 4 prosenttiyksikköä, mutta markkinat eivät pidä lupausta uskottavana, ja Kreikan valtionlainan korot lähtevät nousuun.
Joulukuu 2009	Kreikan 10 vuoden valtionlainan korkoero Saksaan kasvaa yli 2 prosenttiyksikköön, ja Fitch laskee Kreikan luottoluokitusta tasolle BBB+. Irlanti julkistaa parin vuoden sisään kolmannen julkisen talouden vakauttamispaketin, joka sisältää mm. suuria leikkauksia virkamiesten palkkoihin (9.12.2009). Kreikan hallitus lupaa menoleikkauksia ja veronkorotuksia, mutta pitäytyy ehdottamasta virkamiesten palkkojen laskua. Kiristystoimia ei pidetä Kreikan ongelmiin nähden riittävinä, minkä seurauksena Standard & Poor's ja Moody's laskevat Kreikan luottoluokitusta tasoille BBB+ ja A2.
Tammikuu 2010	Kreikka julkistaa laajemman vakautusohjelman, jonka tavoitteena on supistaa budjettivaje 2,8 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuoteen 2012 mennessä (14.1.2010). Ohjelmaan sisältyy mm. vähennyksiä puolustusmenoihin ja virkamiesten ylityökorvauksiin sekä yli 2 000 euroa ansaitsevien virkamiesten palkkojen jäädyttäminen. Markkinat eivät vakuutu: Kreikan korkoero Saksaan suurenee yli 3 prosenttiyksikköön. Standard & Poor's laskee Espanjan ja Portugalin luottoluokitukset tasoille AA+ ja A+, mikä herättää pelkoja, että Kreikan ongelmat leviävät muihin euromaihin.
Helmikuu 2010	Kreikan hallitus lupaa jäädyttää myös alle 2 000 euroa ansaitsevien virkamiesten palkat, mutta maan julkisen talouden kestävyyttä arvioineet EU:n ja IMF:n asiantuntijat pitävät hallituksen lupaamia säästötoimia riittämättöminä.
Maaliskuu 2010	Kreikka julkistaa (3.3.2010) ja hyväksyy (5.3.2010) uusia veronkorotuksia sekä virkamiesten bonusten leikkauksia sisältävän vakautusohjelman. Euroalueen valtiovarainministerit päättävät mekanismista, jolla Kreikkaa tuetaan tarvittaessa, mutta järjestelyn yksityiskohdista ei tiedoteta (15.3.2010). Myöhemmin tarkentuu, että kyse olisi lainajärjestelystä, johon myös IMF osallistuisi. Lainajärjestelyn suuruutta ei ilmoiteta (25.3.2010). Markkinat eivät vakuutu toimista, vaan Kreikan ja Saksan korkoero pysyy yli 3 prosenttiyksikössä. Fitch laskee Portugalin luottoluokitusta tasolle AA–.

Huhtikuu 2010	Kreikan ja Saksan korkoero suurenee yli 4 prosenttiyksikön, ja Fitch laskee Kreikan luottoluokitusta kaksi pykälää eli tasolle BBB–. Euroalueen valtiovarainministereiden valmisteleman Kreikka-paketin kooksi ilmoitetaan 30 mrd. euroa, minkä lisäksi IMF:n odotetaan myöntävän Kreikalle 15 mrd. euroa (11.4.2010). Lainapaketin julkistamisen jälkeen Saksan ja Kreikan korkoero supistuu väliaikaisesti alle 4 prosenttiyksikön. Eurostat ilmoittaa Kreikan vuoden 2009 budjettivajeen olleen 13,6 % eli prosenttiyksikön suurempi kuin aiemmin luultiin ja varoittelee, että tilastoa joudutaan ehkä vielä uudestaan korjaamaan suuremman vajeen suuntaan (22.4.2010). Samalla Moody's laskee Kreikan luottoluokitusta tasolle A3. Saksan ja Kreikan välinen korkoero kasvaa yli 5 prosenttiyksikön. Kreikka pyytää EU:n ja IMF:n apupaketin aktivointia (23.4.2010), minkä jälkeen Kreikan ja Saksan korkoero suurenee yli 6 prosenttiyksikköön, ja päiväksi jopa yli 8 prosenttiyksikköön. Standard & Poor's heikentää Kreikan luottoluokitusta kolme pykälää tasolle BB+. Standard & Poor's huonontaa myös Portugalin ja Espanjan luottoluokitukset tasoille A– ja AA. Portugalin ja Irlannin valtionvelan korkoerot Saksaan lähtevät kasvuun ja ylittävät 2 prosenttiyksikköä kuun loppuun mennessä.
Toukokuu 2010	Kreikka, IMF ja EU sopivat paljon aikaisempaa suuremmasta, yhteensä 110 mrd. euron lainapaketista, jonka ehtona ovat rajut 30 mrd. budjettileikkaukset (2.5.2010). Samalla EKP ilmoittaa hyväksyvänsä Kreikan valtion velkapaperit vakuutena vastakin niiden luottoluokituksesta riippumatta. Välitön markkinareaktio on positiivinen, mutta saman viikon lopulla 10 vuoden valtionvelan korkoerot Saksaan suurenevat uusiin ennätyksiin. Kreikan korkoero Saksaan kasvaa yli 10 prosenttiyksikköön, Portugalin yli 4 prosenttiyksikköön ja Irlannin yli 3 prosenttiyksikköön. Myös Espanjan ja Italian korkoerot Saksaan suurenevat yli puoli prosenttiyksikköä. Ennen markkinoiden avautumista seuraavalla viikolla (10.5.2010) EU julkistaa sopimuksen 500 mrd. euron suuruisen Euroopan talouden vakauttamispaketin perustamisesta. IMF:n osallistumisen myötä paketin kokonaisarvo nousee 750 mrd. euroon. EKP:n neuvosto ilmoittaa euroalueen keskuspankkien aloittavan valtioiden ja yritysten velkakirjojen oston sekä EKP:n aloittavan uudelleen euron ja dollarin välisen swap-järjestelyn Fedin kanssa sekä kiinteän koron ja täyden jaon huutokauppamenettelyn kolmen ja kuuden kuukauden rahoitusoperaatioissa. Markkinoiden ensireaktio on positiivinen. Kreikan korkoero Saksaan supistuu 5 prosenttiyksikön tuntumaan, Portugalin ja Irlannin alle 2 prosenttiyksikköön sekä Espanjan ja Italian takaisin 1 prosenttiyksikön tuntumaan. Espanja (12.5.2010) ja Portugali (13.5.2010) julkistavat julkisen talouden vakautuspaketit.

Julkisen sektorin rahoituksen haasteet euroalueella

8.6.2010

Finanssikriisin aiheuttaman taantuman myötä kehittyneiden maiden julkisen talouden rahoitusalijäämät ovat kasvaneet voimakkaasti. Tämän lisäksi väestön ikääntyminen uhkaa niiden rahoitusaseman kestävyyttä pitkällä aikavälillä. Rahoittajien usko valtioiden kykyyn selvitä velvoitteistaan on paikoin horjunut. Euroalueella suurin paine on kohdistunut Kreikkaan, Irlantiin, Italiaan, Portugaliin ja Espanjaan. Nämä maat ovat ryhtyneet merkittäviin toimiin velkaantumisen taittamiseksi.

Julkisen talouden tila heikentynyt voimakkaasti

Julkisen talouden tila on heikentynyt kehittyneissä maissa maailmanlaajuisesti, kun finanssikriisin aiheuttama syvä taantuma on alentanut tuloja ja lisännyt menoja. Euroalueella julkisen talouden tila on heikentynyt erityisesti Kreikassa, Irlannissa, Italiassa, Portugalissa ja Espanjassa. Näissä maissa julkisyhteisöjen rahoitusasema on merkittävästi alijäämäinen, ja maiden velka kasvaa nopeaa vauhtia (kuviot 1 ja 2). Talouden aktiivisuuden raju heikkeneminen ja työttömyyden kasvu ovat välittyneet julkiseen talouteen vero- ja sosiaaliturvajärjestelmiin liittyvän automatiikan kautta. Lisäksi monissa maissa verokertymät ovat supistuneet enemmän kuin aktiivisuuden huononeminen olisi antanut aiheen olettaa. Myös kansallisiin elvytyspaketteihin sisältyvät toimenpiteet ovat heikentäneet rahoitusasemaa, mutta vähemmän kuin aktiivisuuden heikentymisen aiheuttama tulojen pudotus ja menojen kasvu. Lisäksi rahoitus- ja pankkijärjestelmän tukemiseksi tehdyt finanssisijoitukset on rahoitettu velalla.

Vaikka pahin näyttäisi olevan taloudessa takanapäin, näiden viiden maan julkisen talouden näkymät ovat hyvin haasteelliset. Euroopan komission kevään 2010 ennusteen[1] mukaan suhdannekäänne alkaa lievittää maiden julkisen talouden ahdinkoa vuonna 2011. Lisäksi maat ovat ryhtyneet mittaviin toimenpiteisiin rakenteellisten alijäämien pienentämiseksi. Julkisen talouden kuoppa on kuitenkin syvä, ja sen täyttyminen uhkaa viedä liian kauan.

Julkisen talouden tilan haasteellisuus on kasvattanut julkisen talouden rahoituksen kestävyyteen pitkällä aikavälillä kohdistuvia paineita.

Väestön ikääntyminen uhkaa julkisen talouden kestävää rahoitusta

EU:n talouspoliittisen komitean (Economic Policy Committee, EPC) alainen ikääntymistä käsittelevä työryhmä (EPC Working Group on Ageing Population, AWG) on arvioinut väestön ikääntymisen vaikutusta julkisyhteisöjen menoihin EU-jäsenmaissa. Arviot julkaistiin keväällä 2009, ja ne kattavat vuodet 2008–2060.[2] Arvioiden mukaan väestön

Heli Huhtala
toimistopäällikkö
pankkitoimintaosasto

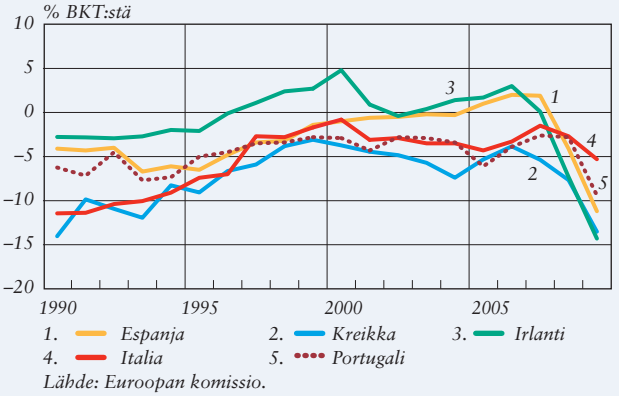
Mikko Spolander
ekonomisti
rahapolitiikka- ja tutkimusosasto

[1] European Commission (2010).

[2] European Commission (2009a).

Kuvio 1.

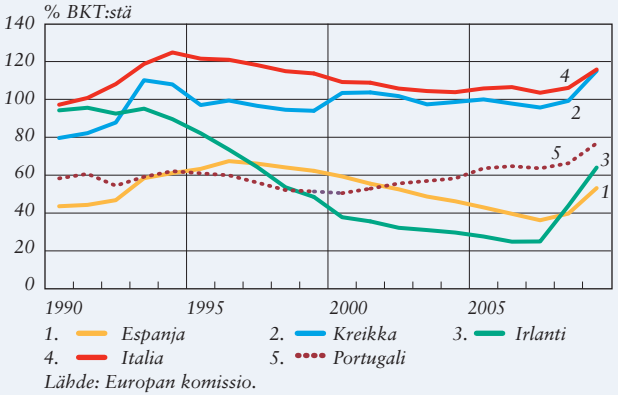
Julkisyhteisöjen rahoitusasema Kreikassa, Irlannissa, Italiassa, Portugalissa ja Espanjassa



Lähde: Euroopan komissio.

Kuvio 2.

Julkisyhteisöjen velka Kreikassa, Irlannissa, Italiassa, Portugalissa ja Espanjassa



Lähde: Europan komissio.

ikääntyminen kasvattaa Kreikan julkisen talouden menoja 16 % suhteessa BKT:hen seuraavien 50 vuoden aikana (taulukko 1). Irlannissa ja Espanjassa menojen BKT-osuuden arvioidaan kasvavan puolta vähemmän, mutta kuitenkin selvästi enemmän kuin euroalueen maissa keskimäärin. Portugalissa ja Italiassa menojen BKT-osuuden kasvun arvioidaan jäävän euroalueen keskiarvoa hitaammaksi.

Työryhmän arvioihin perustuvan Euroopan komission kestävyysraportin[3] mukaan näiden viiden maan julkisen talouden kestävyyskuilu on leventynyt ja kestävyysriski kasvanut. Arviot ovat muuttuneet epäsuotuisampaan suuntaan erityisesti siksi, että lähtökohta, johon arviot perustuvat, on heikentynyt makrotalouden taantuman myötä. Arviot väestön ikääntymisen aiheuttamasta julkisten menojen kasvusta ovat muuttuneet pääosin vain vähän työryhmän edellisistä, vuonna 2006 julkaistuista arvioista.

Työryhmän arviot väestön ikääntymisen vaikutuksesta julkisen

[3] European Commission (2009b).

Taulukko 1.

Julkisyhteisöjen rakenteellinen rahoitusasema ilman korkomenoja sekä väestön ikääntymisestä aiheutuva julkisyhteisöjen menojen nousupaine, % BKT:stä

	Rakenteellinen perusrahoitusasema	*Ikääntymisestä aiheutuva menojen nousupaine*	
	2010	*2010–2020*	*2010–2060*
Italia	*1,0*	*0,3*	*1,7*
Irlanti	*–5,9*	*0,7*	*7,2*
Kreikka	*–2,8*	*1,9*	*16,0*
Espanja	*–5,7*	*0,7*	*8,2*
Portugali	*–4,4*	*0,4*	*2,9*
Euroalue	*–2,1*	*0,5*	*5,2*

Lähde: Euroopan komissio.

talouden menoihin kattavat menoerät, joihin ikääntyminen vaikuttaa suoraan. Tällaisia menoluokkia ovat eläkemenot, terveydenhoitomenot, pitkäaikaishoidon menot, koulutusmenot ja työttömyysmenot.

Velkavetoisuus ja rapautunut kilpailukyky heikentävät julkisen talouden sopeutumismahdollisuuksia

Tarkastellussa olevien maiden julkisen talouden näkymät muuttuvat monisyisemmiksi, kun tarkastellaan, missä määrin talouden tulonmuodostus on rakentunut velkaantumisen varaan ja millaiset ovat maiden edellytykset kohentaa rahoitusasemaansa.

Julkinen sektori kerää verotulonsa talouden yksityisen sektorin tulonmuodostuksesta eli palkoista ja yritysten voitoista sekä tulonkäytöstä eli lähinnä kulutuksesta. Maissa, joissa vaihtotase on syvästi alijäämäinen, tulonmuodostus ei ole kestävällä perustalla pitkällä aikavälillä. Tällaisissa maissa vaihtotaseen alijäämää täytyy alkaa pienentää ennemmin tai myöhemmin, mikä leikkaa yksityisen sektorin tulonmuodostusta ja kulutusmahdollisuuksia. Samalla julkisen talouden mahdollisuudet kerätä tuloja velvoitteidensa rahoittamiseksi – tai kohentaa rahoitusasemaansa velkaantumisen pysäyttämiseksi – heikkenevät.

Portugalissa velkavetoinen tulonmuodostus heikentää maan mahdollisuuksia kohentaa julkisen talouden rahoitusasemaa pitkällä aikavälillä (taulukko 2). Myös Kreikassa yksityisen sektorin vaihtotase on heikko. Kun otetaan huomioon, kuinka mittavien haasteiden edessä myös Italian julkinen talous on, euroalueen keskiarvoa heikompi yksityisen sektorin ulkoinen tasapaino voi rajoittaa maan mahdollisuuksia kohentaa julkisen talouden rahoitusasemaa.

Kyetäkseen kohentamaan ulkoista rahoitusasemaansa maiden pitäisi pystyä muuttamaan tuotannon ja tulonmuodostuksen rakennetta enemmän viennin suuntaan. Tämä edellyttää kilpailukykyä kansainvälisillä markkinoilla.

Talous- ja rahaliiton aikana Kreikan, Irlannin, Italian, Portugalin

Taulukko 2.

Vaihtotase Kreikassa, Irlannissa, Italiassa, Portugalissa, Espanjassa ja euroalueella

	Koko talous	*Yksityisen sektorin vaikutus*	*Julkisen sektorin vaikutus*
Italia	*–3,2*	*2,1*	*–5,3*
Irlanti	*–2,9*	*11,4*	*–14,3*
Kreikka	*–13,1*	*0,5*	*–13,6*
Espanja	*–5,1*	*6,1*	*–11,2*
Portugali	*–10,5*	*–1,1*	*–9,4*
Euroalue	*–0,6*	*5,7*	*–6,3*

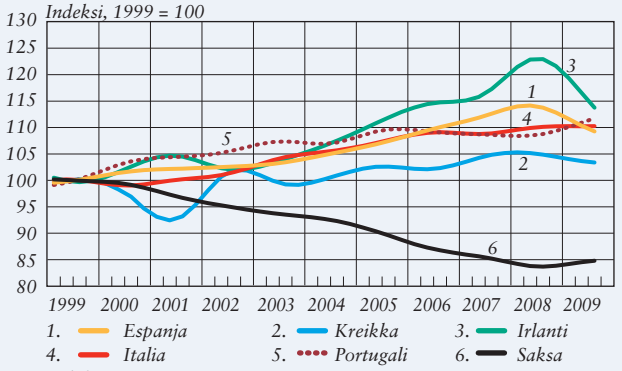
Lähde: Euroopan komissio.

ja Espanjan kilpailukyky on heikentynyt selvästi suhteessa euroalueen muihin jäsenmaihin (kuvio 3). Erityisen paljon maiden kilpailukyky on heikentynyt suhteessa alueen vientiveturiin Saksaan. Talouden ankara taantuma ja sitä seurannut kustannuskuri ja hintojen lasku ovat kohentaneet erityisesti Irlannin ja Espanjan kilpailukykyä vuoden 2008 puolivälin jälkeen, mutta maiden kilpailukyky on edelleen heikompi kuin vuoden 1999 alussa.

Heikko kilpailukyky rajoittaa maiden mahdollisuuksia kohentaa ulkoista rahoitusasemaansa. Yhteisen rahan alueella kotimaisen tuotannon kilpailukykyä voi kohentaa suhteessa muihin euroalueen jäsenmaihin vain siten, että maiden hinta- ja kustannuskehitys on maltillisempaa kuin muissa euroalueen jäsenmaissa. Tämä puolestaan edellyttäisi syvällekäyviä uudistuksia maiden hyödyke-, työ- ja pääomamarkkinoiden rakenteissa ja toiminnassa.

Kuvio 3.

Kreikan, Irlannin, Italian, Portugalin, Espanjan ja Saksan yksikkötyökustannusten kehitys suhteessa euroalueeseen



Lähde: Eurostat.

Julkisen talouden velkasuhdelaskelmat viittaavat kestämättömään velkaantumiseen

Kreikan, Irlannin, Italian, Portugalin ja Espanjan julkisen talouden rahoitukseen kohdistuvia paineita voidaan kuvata vaje-velkadynamiikkaan perustuvilla velkasuhdelaskelmilla[4]. Millaiseksi muodostuu BKT:hen suhteutettu julkisen talouden velka, jos tähän mennessä ilmoitettujen ja keskipitkän aikavälin ennusteisiin mukaan otettujen toimien lisäksi ei ryhdytä uusiin rahoituksen kestävyyttä kohentaviin toimiin?

Velkasuhdelaskelmat perustuvat siihen, että julkisen talouden vuotuinen rahoitusalijäämä katetaan velalla, jota voidaan lyhentää vain rahoitusylijäämillä. Julkinen valta voi toki velkaantua myös rahoittaakseen finanssisijoituksia ja lyhentää velkaansa myymällä omaisuuttaan. Laskelmissa oletetaan, että julkinen sektori ei tee finanssisijoituksia, jotka se joutuisi rahoittamaan velalla.

Laskelmat on laadittu vuodesta 2012 eteenpäin. Laskelmissa käytetään komission kevään 2010 ennustetta vuosiksi 2010–2011 ja vuodesta 2012 eteenpäin ikääntymistä käsittelevän AWG-työryhmän arvioita julkisen velan korosta, käypähintaisen potentiaalisen bruttokansantuotteen kasvusta ja julkisten menojen brutto-

[4] Velkasuhdelaskelmista tarkemmin, ks. Railavo, J. – Spolander, M. (2010).

kansantuoteosuuden kasvusta pitkällä aikavälillä. Suhdanteiden vaikutus eliminoidaan perustamalla laskelmat arvioihin vuoden 2011 rakenteellisesta perusrahoitusasemasta.

Koska kokonaistulojen ja muiden kuin väestön ikääntymisen myötä kasvavien menojen oletetaan pysyvän ennallaan BKT:hen nähden, BKT:hen suhteutettu julkisen talouden perusrahoitusasema heikkenee sitä mukaa kuin väestön ikääntyminen kasvattaa julkisen talouden menoja tarkastelujaksolla. Kun julkisen talouden rakenteellinen perusrahoitusasema on jo valmiiksi heikko lähes kaikissa tarkastelun kohteena olevissa maissa, julkisen talouden velka suhteessa BKT:hen uhkaa kasvaa nopeasti kestämättömän suureksi (kuvio 4).

Kreikassa, Irlannissa ja Espanjassa julkisen talouden rakenteellinen perusrahoitusasema on huomatavan alijäämäinen samalla, kun väestön ikääntymisen arvioidaan kasvattavan julkisen talouden menoja merkittävästi (taulukko 1). Kreikassa rakenteellisen perusrahoitusaseman arvioidaan heikkenevän rajummin kuin missään muussa maassa tarkastelujaksolla.

Portugalissa väestön ikääntymisen arvioidaan rasittavan julkista taloutta keskimääräistä vähemmän, mutta julkisen talouden perusrahoitusaseman rakenteellinen alijäämä on tällä hetkellä niin suuri, että maan velkasuhde uhkaa kasvaa nopeasti.

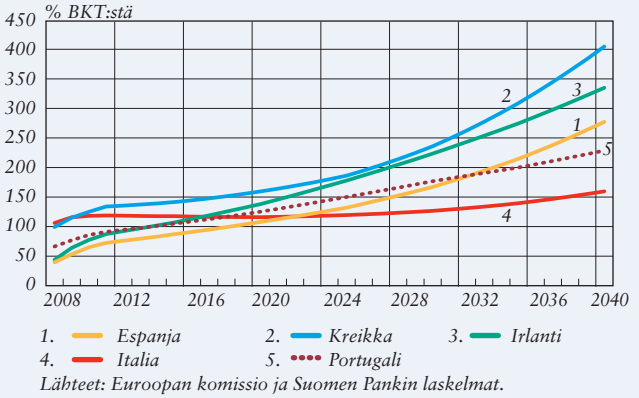
Italian tulevaisuus näyttäytyy tällaisissa laskelmissa suhteellisen suotuisassa valossa. Italiassa julkisen talouden velka ja sen myötä korkomenot ovat olleet suuret suhteessa BKT:hen, mutta myös rakenteellinen perusrahoitusasema on ollut vahvempi kuin maltillisemmin velkaantuneissa maissa. Tätä ovat edesauttaneet EU:n määräykset välttää liiallisia julkisen talouden rahoitusalijäämiä ja pyrkiä tasapainottamaan julkisen talouden rahoitusasema keskipitkällä aikavälillä. Euroopan komission arvion mukaan Italian julkisen talouden rakenteellinen perusrahoitusasema ei ole painunut alijäämäiseksi taantumankaan aikana.

Euroopan komissio arvioi, että Italiassa julkisen talouden rakenteellinen perusrahoitusasema on ylijäämäinen myös laskelman lähtökohtavuonna 2011. Lisäksi väestön ikääntymisen arvioidaan kasvattavan Italian jul-

Velkaisimpia euromaita uhkaa kestämätön velkakierre.

Kuvio 4.

Kreikkaa, Irlantia, Italiaa, Portugalia ja Espanjaa koskevat pitkän aikavälin velkasuhdelaskelmat



Lähteet: Euroopan komissio ja Suomen Pankin laskelmat.

kisen talouden menoja vain hyvin vähän pitkällä aikavälillä (taulukko 1). Vaikka Italian julkisen talouden rakenteellinen perusrahoitusasema heikkeneekin tarkastelujaksolla, Italia on vertailun ainut maa, jossa rakenteellisen perusrahoitusasema näyttäisi olevan lähellä tasapainoa vuonna 2060. Tästä syystä Italian julkisen talouden velka suhteessa BKT:hen kasvaa selvästi vähemmän kuin muissa maissa, vaikka maan talouden potentiaalisen kasvun arvioidaan jäävän yhtä lailla vaisuksi kuin muissakin tarkastelun kohteena olevissa maissa pitkällä aikavälillä.

Rahoitusmarkkinoiden luottamus valtioiden velanhoitokykyyn mureni paikoin nopeasti

Velkavetoinen tulonmuodostus nojaa valtion kykyyn uusia markkinaehtoista rahoitustaan edulliseen hintaan. Markkinoiden korkotaso on viime aikoina pysynyt alhaisena maltillisten inflaatio- ja kasvuodotusten vuoksi. Rahoitusmarkkinakriisin aikana keskuspankkilikviditeetin tarjontaa on kasvatettu huomattavasti, mikä on ollut omiaan pitämään korkotason matalana.

Markkinoiden paine kohdistuu finanssipolitiikkaan.

Valtioiden liikkeeseen laskema velka on sijoittajien näkökulmasta kaikkein vähäriskisin sijoituskohde. Euroalueen maat on aivan viime aikoihin asti luokiteltu luottoriskittömiksi sekä sääntelykehikoissa että luottoluokittajien arvioissa. Tämä on turvannut valtioille edullisen rahoituksen markkinoilta ja osaltaan auttanut näitä kattamaan kasvavat rahoitusvajeensa.

Rahoitusmarkkinakriisin aikana valtiot ja keskuspankit ovat helpottaneet pankkijärjestelmän toimintaa monin tavoin. Toimien seurauksena yksityisen sektorin riskejä ja rahoitustarpeita on siirtynyt osin julkiselle sektorille. Euroopassa tämä kehitys on ollut erityisen huomattavaa Isossa-Britanniassa, Irlannissa ja Belgiassa. Kansallisen pankkisektorin tila on tämän vuoksi näkynyt näiden valtioiden luottokelpoisuutta arvioitaessa. Valtioiden tulevat rahoitustarpeet oli jo aikaisemmin nähty merkittäviksi väestön ikääntymisen ja tulopohjan heikkenemisen vuoksi, ja epäily mahdollisesti suuristakin lisärahoitustarpeista murensi markkinoiden uskoa siihen, että velkaantuneimmat maat kykenisivät tulevaisuudessa hoitamaan velkansa suunnitellusti.

Kun keskustelua rahoitusvajeista alettiin käydä laajemmin ja luottoluokittajat ryhtyivät alentamaan pahiten velkaantuneiden maiden luottoluokituksia, epäilykset näiden valtioiden velan takaisinmaksukyvystä alkoivat levitä. Markkinaosapuolet ryhtyivät hinnoittelemaan lainojen takaisinmaksuun liittyvän ja kasvaneeksi katsomansa riskin riskipreemioina. Korkojen riskilisät kasvoivat eniten maissa, joissa pankkisektorin tilaan liittyi epäilyksiä (Espanja, Irlanti ja Kreikka), lähivuosien rahoitusvajeennusteet olivat suuria (Portugali ja Kreikka) tai joissa tarve uusia lainoja

lähiaikoina oli erityisen suuri (Italia ja Kreikka) (kuvio 5).

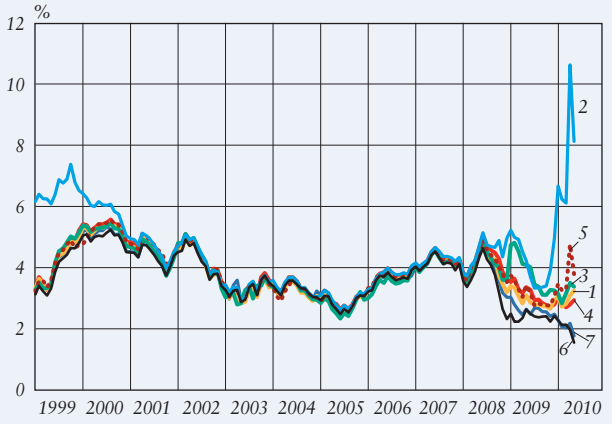
Kasvavat riskipreemiot vaikuttavat markkinaehtoisesta rahoituksesta riippuvan valtion rahoituskustannukseen erääntyvien lainojen uudelleenrahoituksen kautta. Velkaantuneimmilla mailla rahoituskustannuksen kasvu voi suodattua velanhoitokustannuksiin nopeastikin, koska tällaisilla mailla velka on tyypillisesti maturiteetiltaan lyhyttä, ja sitä joudutaan uusimaan usein. Rahoituskustannusten kasvu vaikuttaa suoraan tuleviin rahoitusvajeisiin näitä kasvattavasti, mikä edelleen heikentää luottamusta markkinoilla ja lisää rahoituskustannuksia.

Markkinoilla syntyi kasvavan hermostuneisuuden ja lisääntyvien rahoituskustannusten noidankehä, joka uhkasi paitsi Kreikan myös muiden haavoittuviksi koettujen maiden rahoituksensaantia. Luottamuksen murentuessa ja likviditeetin kadotessa markkinoilta markkinahinnat eivät enää vastanneet talouden ja markkinoiden perustekijöitä eli sijoituksiin liittyviä tuotto-odotuksia ja arviota sijoitusten riskillisyydestä.

Eurojärjestelmä on pyrkinyt vakauttamaan rahoitusmarkkinoiden toimintaa joukkovelkakirjojen osto-ohjelmalla, jossa se ostaa valtioiden ja yksityisen sektorin velkakirjoja niiltä markkinoilta, joiden toiminta on häiriintynyt. Osto-ohjelma on osaltaan auttanut vakauttamaan ja normalisoimaan tällaisten markkinoiden toimintaa sekä laskemaan markkinakorkojen tasoa. Euroopan keskuspankin kannalta toimet olivat välttämättömiä rahapolitiikan häiriöttömän välittymisen turvaamiseksi.

Kuvio 5.

Eräiden euroalueen valtioiden lainojen 5 vuoden korkoja



1. Espanja 2. Kreikka 3. Irlanti
4. Italia 5. Portugali 6. Saksa
7. Suomi

Lähde: Bloomberg.

Julkisen talouden vakauttamispaketit

Epäilykset Kreikan, Irlannin, Italian, Portugalin ja Espanjan kyvystä huolehtia julkisen talouden vastuistaan ovat kasvaneet. Tästä aiheutunut levottomuus rahoitusmarkkinoilla ja valtioiden lainanoton kustannusten nopea lisääntyminen ovat kannustaneet maiden hallituksia voimakkaisiin toimenpiteisiin julkisen talouden rahoitusalijäämien leikkaamiseksi ja velkaantumisen taittamiseksi.

Kreikan hallitus esitti jo tammikuussa 2010 laajan julkisen talouden

rahoitusaseman kestävään vahvistamiseen tähtäävän toimenpidepaketin tarkistetussa vakausohjelmassaan, jonka se toimitti Euroopan komissiolle vakaus- ja kasvusopimusten määräysten mukaisesti. Kreikan hallitus vahvisti ohjelmaa uusilla toimenpiteillä helmi-maaliskuussa 2010.

Nämä toimet eivät riittäneet katkaisemaan epäluottamuksen kierrettä, ja huhtikuussa 2010 Kreikan hallitus päätyi pyytämään hätärahoitusta euroalueen jäsenmailta ja Kansainväliseltä valuuttarahastolta (IMF).

Kreikka sopi euroalueen jäsenmaiden ja valuuttarahaston kanssa kattavasta vakautusohjelmasta, johon sisältyvän rahoituksen kokonaismäärä on 110 mrd. euroa. Tästä euroalueen jäsenmaat myöntävät 80 mrd. ja valuuttarahasto 30 mrd. euroa. Rahoitus on mitoitettu kattamaan Kreikan julkisen talouden koko rahoitustarve vuosina 2010–2013. Vakautusohjelmassa Kreikan hallitus sitoutuu panemaan tänä aikana toimeen mittavan määrän uudistuksia julkisen talouden rahoitusaseman tasapainottamiseksi ja velkaantumisen taittamiseksi, talouden kilpailukyvyn kohentamiseksi ja pankkisektorin vakauden turvaamiseksi.

Vaikka Kreikka antoi erillisen sitoumuksen sekä euroalueen jäsenmaille[5] että valuuttarahastolle[6], ohjelmien sisältö ja niiden perusteella myönnettävän rahoituksen ehdollisuus ovat yhtenevät. Euroopan komissio, Euroopan keskuspankki (EKP) ja valuuttarahasto seuraavat ohjelman toteutusta neljännesvuosittain ja myöntävät rahoitusta vain, jos julkisen talouden rahoitusasema kohenee ja talouden rakenteiden uudistaminen etenee asetettujen tavoitteiden ja määräaikojen mukaisesti.

Ohjelmaan sisältyvien julkisen talouden rahoitusasemaa kohentavien toimenpiteiden myötä Kreikan rahoitusaseman tulisi vahvistua yhteensä 11 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen vuosina 2010–2013 (taulukko 3). Tämän lisäksi aiemmin tänä vuonna päätettyjen toimenpiteiden arvioidaan vahvistavan rahoitusase-

[5] Greece: Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality (2.5.2010).

[6] Greece – Memorandum of Economic and Financial Policies (3.5.2010).

Taulukko 3.

Kreikan BKT ja julkisyhteisöjen rahoitusasema ja velka ohjelmakaudella

	2009	*2010*	*2011*	*2012*	*2013*	*2014*
BKT, määrän prosenttimuutos	*–2,0*	*–4,0*	*–2,6*	*1,1*	*2,1*	*2,1*
Julkisyhteisöjen rahoitusasema, % BKT:stä	*–13,6*	*–8,1*	*–7,6*	*–6,5*	*–4,9*	*–2,6*
Julkisyhteisöjen velka, % BKT:stä	*115,1*	*133,3*	*145,1*	*148,6*	*149,1*	*144,3*

Lähde: Greece – Memorandum of Economic and Financial Policies (3.5.2010).

maa 5 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen vuonna 2010. Toteutuessaan ohjelma pysäyttäisi julkisen talouden velan kasvun suhteessa BKT:hen vuonna 2013 ja pienentäisi julkisen talouden rahoitusalijäämän alle Euroopan yhteisöjen perustamissopimuksessa määritellyn 3 prosentin viitearvon vuonna 2014. Lisäksi Kreikan hallitus on sitoutunut tarvittaessa lisätoimenpiteisiin viitearvon alittamisen varmistamiseksi määräaikaan mennessä. Ohjelman myötä edellä kuvatun kaltaisen hallitsemattoman velkakierteen riski pienenisi merkittävästi.

Ohjelmaan sisältyvät toimenpiteet ovat valtaosaltaan pysyviä, ja niiden toimeenpano ajoittuu pääosin vuosiin 2010 ja 2011. Toimenpiteistä noin kaksi kolmasosaa kohdistuu julkisen talouden menoihin ja noin yksi kolmasosa tuloihin.

Verotusta kiristetään laajalla rintamalla. Arvonlisä- ja valmisteverokantoja korotetaan ja tähän saakka verotuksen ulkopuolella ollutta kulutusta ja tuotantoa saatetaan arvonlisä- ja valmisteverotuksen piiriin. Kotitalouksien ja yritysten tuloverotusta kiristetään säätämällä monet luontoisedut veronalaisiksi ja karsimalla verovähennyksiä. Kiinteistöjen verotusta kiristetään. Lisäksi veronkantoa tehostetaan.

Julkisen sektorin maksamia palkkoja, eläkkeitä ja muita sosiaalietuuksia leikataan. Työntekijöiden määrää julkisella sektorilla vähennetään. Eläkejärjestelmä uudistetaan perinpohjaisesti niin, että se kestää väestön ikääntymisestä aiheutuvat paineet. Erityisesti eläkejärjestelmän uudistamisen arvioidaan kohentavan julkisen talouden rahoituksen kestävyyttä merkittävästi pitkällä aikavälillä. Julkisia investointeja leikataan. Julkista hallintoa tehostetaan ja väliportaan hallintoa karsitaan.

Valtion, paikallishallinnon ja sosiaaliturvarahastojen budjetoinnin uudistaminen on oleellinen osa ohjelmaa. Sen myötä otetaan käyttöön rullaavasti kolmen vuoden päähän ulottuva kehysbudjetointi. Samalla lisätään valtiovarainministeriön mahdollisuuksia valvoa muiden ministeriöiden budjetointia ja budjetin toimeenpanoa.

Ohjelma edellyttää syvällisiä uudistuksia myös muualla yhteiskunnassa talouden kilpailukyvyn kohentamiseksi. Työmarkkinoiden toimintaa tehostetaan. Kilpailua taloudessa lisätään purkamalla markkinoilletulon esteitä.

Tämä lista toimenpiteistä ei ole kattava, mutta antaa kuvan toimenpiteiden kirjosta. Kokonaisuudessaan ohjelma on haastava. Kiveäkään ei ole jätetty kääntämättä, kun on etsitty keinoja palauttaa rahoitusmarkkinoiden luottamus Kreikan julkisen talouden kykyyn selvitä velvoitteistaan. Toteutuessaan ohjelma muuttaa Kreikan talouden pysyvästi ja perinpohjaisesti.

Irlannissa hallitus on toteuttanut mittavia toimenpiteitä julkisen talou-

den rahoitusaseman kohentamiseksi jo vuoden 2008 puolivälistä lähtien. Niiden myötä kulutuksen, tuotannon ja tulojen verotusta on kiristetty, julkisen sektorin työntekijöiden palkkoja leikattu ja työntekijöiden määrää vähennetty ja julkisia investointeja pienennetty. Lisäksi Irlannin hallitus on päättänyt jatkaa julkisen talouden vakauttamista uusilla toimenpiteillä vuosina 2011–2014.

Velkaantumisen taittamiseen pyritään kaikin keinoin.

Portugalin ja Espanjan Euroopan komissiolle toimittamat vakausohjelmat sisälsivät merkittäviä toimenpiteitä julkisen talouden alijäämän pienentämiseksi ja velkaantumisen taittamiseksi. Kun rahoitusmarkkinoiden epäluottamus maiden kykyyn selvitä julkisen talouden osalle tulevista velvoitteista kasvoi toukokuussa 2010, Portugalin ja Espanjan ja lopulta myös Italian hallitukset päättivät mittavista uusista toimenpiteistä maiden julkisen talouden vakauttamiseksi. Myös näissä maissa merkittävimmät toimenpiteet kohdistuvat kulutuksen, tuotannon ja tulojen verotukseen, julkisen sektorin palkkoihin, työntekijöiden määrään ja eläkkeisiin sekä julkisiin investointeihin.

Talouden rakenteita on uudistettava

Kreikan, Irlannin, Italian, Portugalin ja Espanjan julkisen talouden rahoituksen kestävyys on heikentynyt dramaattisesti vallitsevan talouskriisin myötä. Jos maat eivät ryhtyisi toimiin kestävyyden kohentamiseksi, julkisen talouden velkaantuneisuus uhkaisi kasvaa nopeasti kestämättömän suureksi.

Kestävyyden kohentaminen edellyttää toimia kaikilla talouspolitiikan rintamilla. Velkaantumisen taittaminen edellyttää näissä maissa rakenteellisen perusrahoitusaseman voimakasta kohentamista – sitä enemmän, mitä syvempi rahoitusalijäämä on tällä hetkellä, mitä enemmän väestön ikääntyminen rasittaa julkista taloutta tulevina vuosina ja mitä lyhyemmässä ajassa velkaantuminen halutaan taittaa. Kaikki tuulen ja talouden elpymisen tuomat tulot on ohjattava velan vähentämiseen.

Lisäksi talouden rakenteita täytyy ajanmukaistaa talouden kasvuedellytysten, erityisesti työllisyyden, kohentamiseksi. Myös sosiaaliturvajärjestelmiä täytyy uudistaa niistä maksettavien etuuksien kasvun rajoittamiseksi.

Tämä on se kolmitahoinen strategia, josta Eurooppa-neuvosto sopi Tukholmassa 2001. Ennen taantumaa kansallisten ikääntymisstrategioiden suunnittelussa lähdettiin siitä, että maat panevat strategian toimeen etenemällä valitsemillaan osa-alueilla tarpeidensa mukaan. Kriisin myötä julkisten talouksien tilanne on heikentynyt siinä määrin, että maiden tulee edetä vahvasti kaikilla kolmella strategian osa-alueilla.

On selvää, että maat eivät selviä taakastaan ilman vaikeita toimenpiteitä, kuten esimerkiksi kiristämättä kokonaisveroastetta. Toisaalta on kuitenkin selvää, että kestävyysvajeet ovat saavuttaneet sellaisen mittaluokan, etteivät maat kykene kuromaan

niitä umpeen pelkästään julkisen talouden sisäisin toimin. Julkisen talouden velkaantumisen taittaminen esimerkiksi pelkästään verotusta kiristämällä voisi ajaa makrotalouden pitkäaikaiseen stagflaatioon.

Velkaantumisen taittaminen edellyttää ennen kaikkea paluuta talouden ripeän potentiaalisen kasvun uralle. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi maiden on ryhdyttävä laajapohjaisiin rakenteellisiin uudistuksiin talouden kasvuedellytysten kohentamiseksi. Näitä edellytyksiä voidaan vahvistaa tehostamalla työ-, hyödyke- ja pääomamarkkinoiden toimintaa sekä korostamalla vero- ja sosiaaliturvajärjestelmiin liittyviä suotuisia kannusteita.

Talouden kasvuedellytysten kohentaminen on entistäkin akuutimpaa siksi, että väestön ikääntyminen heikentää joka tapauksessa kasvuedellytyksiä. Lisäksi tulonmuodostuksen velkavetoisuus, talouksien heikentynyt kilpailukyky ja velkaantumismahdollisuuksien taittuminen ennen pitkää uhkaavat rajoittaa talouden kasvua näissä maissa pitkällä aikavälillä.

Toimenpiteet, joihin maat ovat ryhtyneet julkisen talouden rahoitusalijäämien leikkaamiseksi ja velkaantumisen taittamiseksi ovat merkittäviä. Jos toimenpiteet toteutuvat, ne kohentavat julkisen talouden rahoituksen kestävyyttä selvästi pitkällä aikavälillä.

Eurojärjestelmän toimenpiteet vakauttavat rahoitusmarkkinoita ja siten edesauttavat velkakirjamarkkinoiden toimintaa. On tärkeää, että maihin ja niiden maksukykyyn liittyviä riskejä hinnoitellaan markkinoilla oikein. Jotta hinnoittelumekanismi voi toimia tehokkaasti, on turvattava mahdollisuudet markkinoiden häiriöttömään toimintaan. Euroalueella tätä edesauttaisi osaltaan arvopaperimarkkinoiden yhtenäistäminen. Tämä tarkoittaisi sekä alueen valtioiden velan liikkeeseenlaskukäytäntöjen yhtenäistämistä että markkinatakausjärjestelmän vahvistamista.

Asiasanat: julkinen talous, alijäämä, velkaantuminen, kestävyys, vakauttaminen

Lähteitä:

Greece: Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality (2.5.2010).

Greece – Memorandum of Economic and Financial Policies (3.5.2010).

European Commission (2010) European Economic Forecast (Spring). European Economy 2/2010.

European Commission (2009a) 2009 Ageing Report – Joint report of the European Commission and the EPC. European Economy 2/2009.

European Commission (2009b) Sustainability Report 2009. European Economy 9/2009.

Railavo, J. – Spolander, M. (2010) Finanssipolitiikan kestävyys kehittyneissä maissa. BoF Online 2/2010.

Keskuspankin rooli rahahuollossa

27.5.2010

Rahahuolto on yksi Suomen Pankin ydintehtävistä. Käteinen raha – setelit ja kolikot – on säilyttänyt asemansa maksuvälineenä jo vuosisatojen ajan, vaikka sähköisten maksutapojen yleistyminen on edennyt ripeästi viime vuosikymmenten aikana. Suomen Pankki huolehtii yhdessä muiden rahahuollon osapuolten kanssa rahan aitoudesta, laadusta ja saatavuudesta koko maassa. Keskuspankki on keskittynyt rahahuollossa erityisesti rahan tukkujakeluun. Tässä artikkelissa kuvataan, miten keskuspankki asettaa oman palvelutasonsa rahahuollossa. Lisäksi artikkelissa arvioidaan käteisen asemaa kortilla maksamisen rinnalla.

Mitä rahahuolto on?

Kuluttajat tulevat harvoin miettineeksi, kuinka heidän hallussaan oleva käteinen yhteiskunnassa kiertää ja millaisella järjestelmällä käteisen sujuvan käytön mahdollistavia palveluita tuotetaan. Useimmat tietävät, että keskuspankeilla on yksinoikeus käteisen liikkeeseenlaskuun, mutta kuinka koko käteisen hallinta, jota myös rahahuolloksi kutsutaan, valtakunnan tasolla hoidetaan, onkin jo vähemmän tunnettu asia.

Rahahuolto on edelleen yksi keskuspankin perustehtävistä ja tarkoittaa vastuuta siitä, että yhteiskunnassa on tarjolla kysyntää vastaavasti aitoja ja hyvälaatuisia käteismaksuvälineitä. Tämän päivän käytännön mukaisesti rahahuollon työnjako Suomessa toimii siten, että Suomen Pankki tuottaa lähinnä tukkupalveluita ja rahahuollon yksityiset osapuolet – pankit, yksityiset laskentakeskukset, arvokuljetusyhtiöt, automaattiyhtiöt, kauppa – puolestaan vähittäispalveluita. Suomen Pankilla ei ole rahahuollossa yksityisiä vähittäispalveluasiakkaita eikä henkilötilejä.

Asia voidaan nähdä myös siten, että rahahuollossa keskuspankki on rajannut tehtävänsä käteisen hankintaan, liikkeeseenlaskuun, kierrätykseen, huonokuntoisten seteleiden hävittämiseen sekä rahahuollon yksityisten toimijoiden toiminnan ohjaamiseen, koordinointiin ja valvontaan. Käytössä olevien setelien kierrätyksessä painopiste on kuitenkin siirtymässä yhä enemmän yksityiselle sektorille, joka vastaa jo noin puolesta lajittelun jälkeen kiertoon palautettavasta setelistöstä. Suomen Pankin rahahuoltoasiakkaaksi voi päästä vain ns. tukkuasiakas, joka täyttää Suomen Pankin asettamat kriteerit ja allekirjoittaa rahahuoltosopimuksen Suomen Pankin kanssa.

Alkujaan Suomen Pankki hoiti käytännössä kaikki Suomen rahahuoltoon liittyvät tehtävät itse. Sitä varten pankilla oli 12 haarakonttoria ympäri maata. Nyt aluekonttoreita on Vantaan rahahuollon päätoimipisteen lisäksi jäljellä kolme (Tampere, Kuopio ja Oulu), mikä tarkoittaa yksityisen sektorin merkityksen vastaavaa kasvua rahahuollossa sekä selkeää jakoa tukku- ja vähittäistoimintaan. Tämä kehitys yhdessä Suomen euroalueeseen liittymisen kanssa on

Miika Syrjänen
neuvonantaja
maksuvälineosasto

Kari Takala
johtava neuvonantaja
maksuvälineosasto

pienentänyt Suomen Pankin osuutta käytännön päivittäistehtävissä ja korostanut ohjaavaa roolia.

Suomen Pankin roolin muuttumisessa korostuu eri osapuolten välisen yhteistyön merkitys. On tärkeää, että kaikilla rahahuollon osapuolilla on yhtenäinen käsitys siitä, kuinka rahahuoltoa Suomessa hoidetaan euroalueen säännösten mukaisesti koko kansantalouden kannalta parhaimmalla tavalla. Seuraavassa tätä asiaa pyritään tarkastelemaan keskuspankin näkökulmasta ottamalla viitekehykseksi Suomen Pankin asiakkaille tarjoama palvelutaso: Kuinka palveluita tuotetaan? Mikä taho palveluita tuottaa? Miten palveluista aiheutuvat kustannukset jaetaan?

Keskuspankin palvelutaso rahahuollossa

Rahahuolto jakautuu viranomais-, tukku- ja vähittäistoimintaan

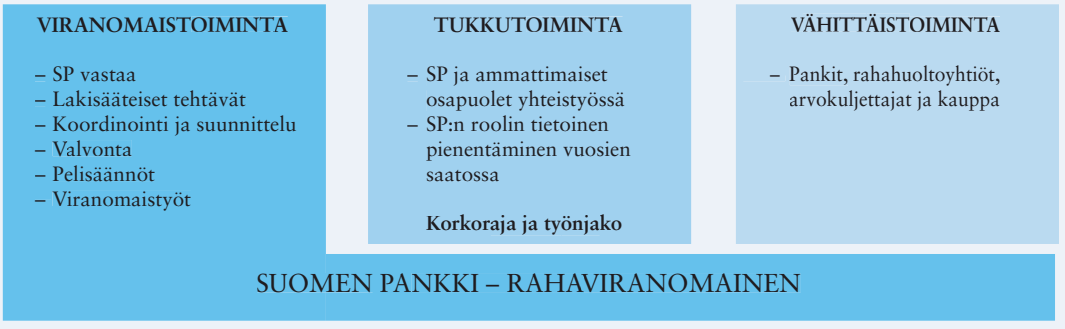
Kun määritellään Suomen Pankin roolia rahahuollossa, tarkastelu voidaan aloittaa jakamalla rahahuolto kolmeen toiminnalliseen osaan: viranomaistehtävät, tukkutoiminta ja vähittäisjakelu (kuviot 1 ja 2).

Rahahuollossa on tiettyjä perustehtäviä, jotka voidaan kiistatta määritellä viranomaistehtäviksi. Näitä tehtäviä Suomen Pankki ei käytännössä voi siirtää yksityisten rahahuollon osapuolten hoidettavaksi. Viranomaistehtäviin kuuluvat muun muassa seteleiden ja kolikoiden liikkeeseenlasku, seteleiden tuhoaminen ja rahahuollon kokonaisuudesta vastaaminen rahaviranomaisena. Lisäksi osallistuminen eurojärjestelmän yhteistyöhön on tärkeä osa Suomen Pankin viranomaistehtäviä.

Tukkutoiminta puolestaan on keskuspankin ja rahahuollon yksityisten osapuolten yhteistyötä. Keskuspankin rooli tukkutoiminnassa on viime vuosikymmenten aikana pienentynyt merkittävästi. Tällä hetkellä Suomen Pankilla on neljä aluekonttoria, joiden avulla se hoitaa käteisen tukkulogistiikan. Tukkutoiminnassa pai-

Kuvio 1.

Rahahuollon toiminnallinen jako



Lähde: Suomen Pankki.

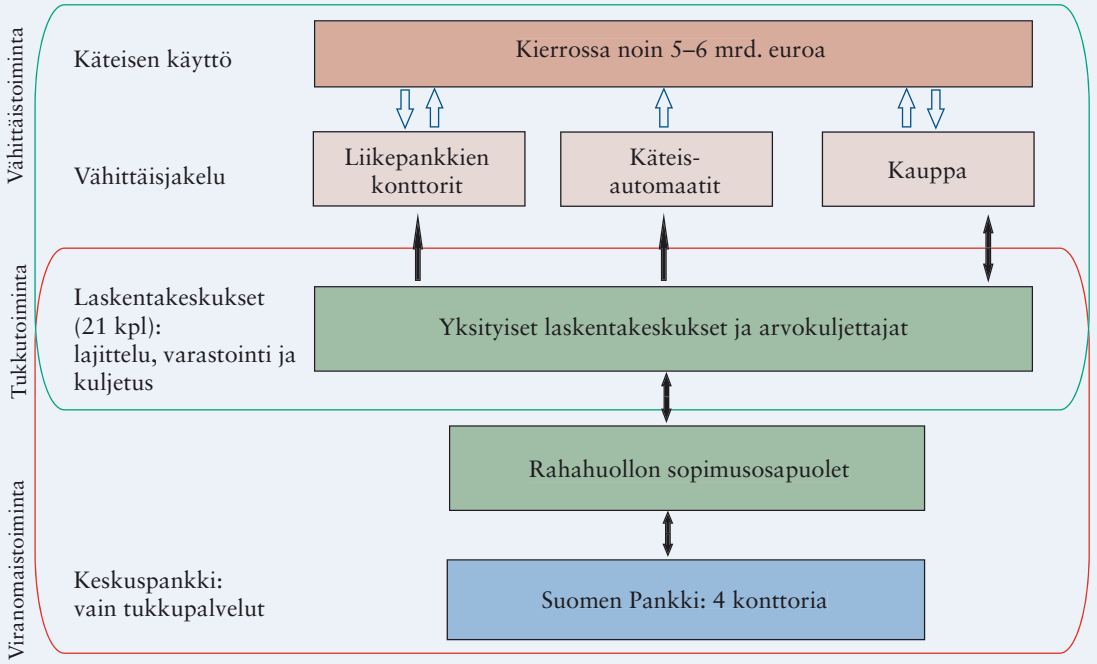
nopiste on siirtynyt ammattimaisten yksityisessä omistuksessa olevien rahahuoltoyhtiöiden vastuulle. Näillä yhtiöillä on tällä hetkellä 21 yksityistä laskentakeskusta hoitamassa paikallista käteishuoltoa. Suomen Pankin konttorit muodostavat tukkuverkon ytimen, jonka ympärillä yksityiset laskentakeskukset toimivat maanlaajuisesti.

Käteisen vähittäisjakelu on talletuspankkien, rahahuoltoyhtiöiden, arvokuljettajien ja kaupan vastuulla. Ne päättävät vähittäisjakelun yksityiskohdista, kuten seteliautomaattien lukumäärästä ja sijoittelusta sekä erilaisten rahahuoltopalveluiden hinnoittelusta. Käytännössä koko rahahuoltojärjestelmän loppuasiakkaat – kansalaiset ja elinkeinoelämä – ostavat haluamansa käteispalvelut osana pankkipalveluitaan tai suoraan arvokuljetusyhtiöiltä.

Suomessa nykyinen työnjako on vakiintunut ja hioutunut ajan myötä tehokkaaksi. Vaikka joissain euromaissa keskuspankit edelleen tarjoavat myös käteisen vähittäispalveluita, näyttää vallitseva suuntaus johtavan siihen, että keskuspankkien rooli rajoittuu lähinnä tukkutoimintaan. Keskuspankit eivät halua – eivätkä

Kuvio 2.

Suomen rahahuoltojärjestelmä



Lähde: Suomen Pankki.

välttämättä pystyisikään – kilpailemaan yksityisten osapuolten kanssa vähittäispalveluiden tuottamisessa. Lisäksi rahankäsittelylaitteiden kehittyminen ja halpeneminen ovat osaltaan mahdollistaneet yksityisten laskentakeskusten merkityksen kasvun rahahuollon tukku- ja vähittäispalveluissa.

Eurojärjestelmässä on päätetty, että keskuspankkien on tarjottava tietyt yhtenäisesti määritellyt rahahuollon vähimmäispalvelut. Nämä vaatimukset sitovat myös Suomen Pankkia. Niiden mukaan keskuspankilla on oltava vähintään yksi konttori, joka tarjoaa ilmaisia peruspalveluita rahahuollon osapuolille. Tämä vaatimus muodostaa ehdottoman vähimmäistason, joka määrittää sen, että Suomen Pankki vastakin osallistuu tukkutoimintaan.

Työnjako ja korkoraja määrittävät keskuspankin palvelutason

Keskuspankin on rahaviranomaisena aina osallistuttava rahahuollon järjestämiseen. Olennainen kysymys on, kuinka laajaksi asetetaan keskuspankin tarjoama rahahuoltopalvelu. Kysymys on olennainen erityisesti tarkasteltaessa, kuinka rahahuollon kokonaiskustannukset keskuspankin ja muiden osapuolten välillä jakautuvat.

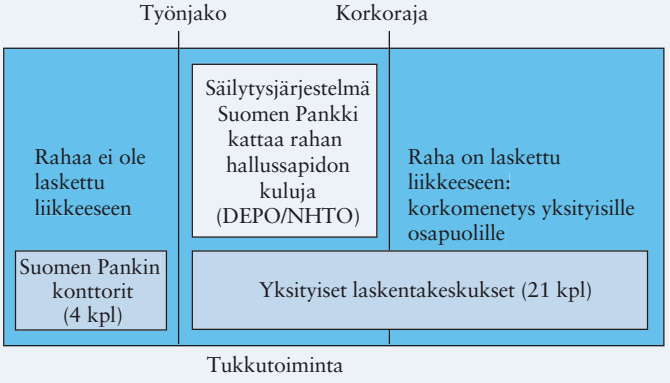
Keskuspankin rahahuollon palvelutaso voidaan kiteyttää kahteen muuttujaan. Ensiksi mikä on työnjako tukkutoiminnassa keskuspankin ja yksityisten osapuolten välillä? Toiseksi mihin sijoitetaan korkoraja, joka määrää, mihin asti keskuspankki kantaa käteisen varastoinnista aiheutuvat korkokulut?

Raja työnjaossa määräytyy suoraan keskuspankin aluekonttoriverkoston perusteella. Mitä laajempi keskuspankin konttoriverkko on, sitä laajemmin keskuspankki osallistuu tukkutoiminnan järjestämiseen. Vastaavasti suppea konttoriverkko siirtää yksityisille osapuolille suuremman vastuun operatiivisen tukkutoiminnan hoitamisesta, ja samalla yksityiselle osapuolelle lankeaa suurempi osuus rahahuollon tukkutoiminnan kustannuksista.

Työnjaon vastinpari on korkoraja (kuvio 3). Tällä tarkoitetaan rajaa, johon asti keskuspankki kattaa rahan säilytyksestä yksityisille osapuolille aiheutuvia korkomenetyksiä. Käteisen hallussapito aiheuttaa haltijalleen korkomenetyksen. Korkomenetystä syntyy esimerkiksi yksityisille laskentakeskuksille yön yli säilötystä käteisestä. Jos setelistö olisi palautettu illalla keskuspank-

Kuvio 3.

Työnjako ja korkoraja



Lähde: Suomen Pankki.

kiin, olisi keskuspankki hyvittänyt vastaavan summan palauttajan pankkitilille. Tämän tilirahan osapuoli voisi sijoittaa ja saada näin varallisuudelleen korkoa. Yksittäisen kansalaisen näkökulmasta hallussa pidetyn käteisen korkomenetyksen merkitys on vähäinen, mutta laskentakeskuksen mittakaavassa korkomenetyksen tärkeys korostuu. Rahahuollon yksityisten tukkutoimijoiden kustannuksista käteisen aiheuttama korkomenetys on olennainen kustannuserä.

Säilytysjärjestelmällä keskuspankki osallistuu rahahuollon kustannusten kattamiseen

Keskuspankki voi osallistua korkomenetyksen kattamiseen säätämällä korkorajaa siten, että käteistä ei tarvitse palauttaa fyysisesti Suomen Pankkiin. Tällaista järjestelyä kutsutaan käteisen säilytysjärjestelmäksi. Erilaiset säilytysjärjestelmät ovat nykyään keskeinen osa euroalueen keskuspankkien rahahuoltopalvelua. Suomen Pankki tarjoaa säilytysjärjestelmän kaikille rahahuoltosopimuksen allekirjoittaneille tukkutoimijoille.

Käteisen säilytysjärjestelmiä on monenlaisia. Suomessa on käytössä muiden Pohjoismaiden tapaan korkohyvitykseen perustuva DEPO-säilytysjärjestelmä, jossa keskuspankki hyvittää osapuolelle osan tämän menettämästä korosta[1]. Kasvattamalla säilytysjärjestelmää keskuspankki osallistuu korkomenetysten ja rahahuollon kustannusten kattamiseen laajemmin.

Joissakin euromaissa on käytössä niin sanottu Notes-Held-to-Order-säilytysjärjestelmä (NHTO). Siinä keskuspankki korkohyvityksen sijaan hyvittää rahahuoltosopimuksen osapuolelle koko hallussa olevan käteisen määrän, ilman että tämä palauttaa sen keskuspankkiin. Tällöin käteinen on keskuspankin omistamaa rahaa yön yli. Tämä järjestelmä muistuttaa tilannetta, jossa käteinen olisi aidosti palautettu keskuspankkiin. NHTO-järjestelmässä osa laskentakeskuksen holvia voidaankin nähdä keskuspankin holviksi.

Työnjaon ja korkorajan lisäksi keskuspankki voi vaikuttaa rahahuollon palvelutasoon muuttamalla niitä ehtoja, joita se asettaa käteisen tukkumarkkinoilla toimiville osapuolille. Näistä esimerkkinä ovat muun muassa keskuspankkiin palautuvan rahan tukkupakkausten vähimmäiskoko ja keskuspankkiin palautuvan rahan käsittelyvaatimukset. Näiden yksityiskohtien avulla – jotka äkkiseltään saattavat kuulostaa pieniltä – voidaan kuitenkin vaikuttaa rahahuollon toimintaan merkittävästi, vaikka työnjako ja korkoraja säilytettäisiin ennallaan.

Palvelutason tarkistus tehostaa rahahuoltoa

Suomen Pankki tarkastelee rahahuoltoa koko valtakunnan tasolla. Tavoitteena on varmistaa käteisen saatavuus koko maassa ja toisaalta ohjata

[1] Maksettava korko on 1 kk:n euribor.

rahahuolto koko yhteiskunnan näkökulmasta turvalliseen ja kustannustehokkaaseen suuntaan. Hiljattain tehdyssä sisäisessä palvelutasoanalyysissä keskeisimmiksi kehityskohteiksi on noussut kolme haastetta: alueellisen käteiskierron kehittäminen, niin sanotun kaksinkertaisen lajittelun vähentäminen ja tukkutoiminnan riittävän kilpailullisuuden varmistaminen. Vastatakseen näihin haasteisiin Suomen Pankki on päätynyt seuraaviin ratkaisuihin.

Suomen Pankki pyrkii edelleen parantamaan verrattain tehokasta Suomen rahahuoltojärjestelmää.

Ensinnäkin Suomen Pankki pyrkii parantamaan alueellista käteisen kiertoa talousalueilla, joissa ei ole Suomen Pankin konttoria. Optimaalisessa tilanteessa keskeisten talousalueiden rahahuolto toimii melko itsenäisenä: alueen käteisen kysyntä vastaa alueella olevan käteisen tarjontaa. Alueellisen kierron kehittämiseksi Suomen Pankki kasvattaa haasteellisten alueiden säilytysjärjestelmän kokoa ja ottaa huomioon yhteistyön myös sopimuksissaan. Toimiva paikallinen kierto edellyttää käytännössä yksityisten osapuolten yhteistyötä rakenteellisten yli- ja alijäämien tasaamiseksi.

Toiseksi Suomen Pankki laskee ja lajittelee kaikki keskuspankkiin saapuvat setelit. Nämä setelit on yleensä jo kertaalleen käsitelty yksityisissä laskentakeskuksissa. Näin syntyy tuplalajittelu, kun lähes sama työ tehdään kahdesti. Yhteiskunnan kannalta olisi tehokkaampaa, että rahat lajiteltaisiin ainoastaan kerran. Ongelman ratkaisemiseksi Suomen Pankki asettaa vastedes lisävaatimuksia vastaanottamalleen rahalle. Näin päästään kohti tilannetta, jossa hyväkuntoinen käteinen kierrätetään entistä laajemmin sellaisenaan yksityisten laskentakeskusten välillä, ja keskuspankkiin palautuu lähinnä vain heikkokuntoista setelistöä. Säilytysjärjestelmän laajentamisella kompensoidaan osaltaan laskentakeskuksille aiheutuvaa työtä.

Kolmanneksi Suomen Pankki uskoo, että riittävä kilpailullisuus rahan tukkumarkkinoilla takaa tukkutoiminnan tehokkuuden. Siksi Suomen Pankki varmistaa, että sen palvelut ovat avoimet ja tasapuoleiset kaikille nykyisille ja mahdollisille tuleville tukkuasiakkaille. Kilpailun uhkakin on tekijä, joka edistää markkinoiden tehokkuutta.

Toteutettavien muutosten myötä ammattimaisten rahahuollon osapuolten rooli Suomen rahahuollossa kaiken kaikkiaan hieman kasvaa. Toisaalta Suomen Pankin rahahuollon viranomaistoiminnan palvelutaso säilyy kutakuinkin ennallaan säilytysjärjestelmän kasvattamisen myötä. Vaikka tästä aiheutuu Suomen Pankille kustannuksia, ovat muutosten kokonaisvaikutukset yhteiskunnan tasolla myönteiset. Suomen jo nykyäänkin kansainvälisessä vertailussa tehokasta rahahuoltojärjestelmää voidaan näin entisestään tehostaa.

Käteinen on edelleen suosittu maksuväline

Kun tarkastellaan käteisen käytön trendejä Suomessa, havaitaan kätei-

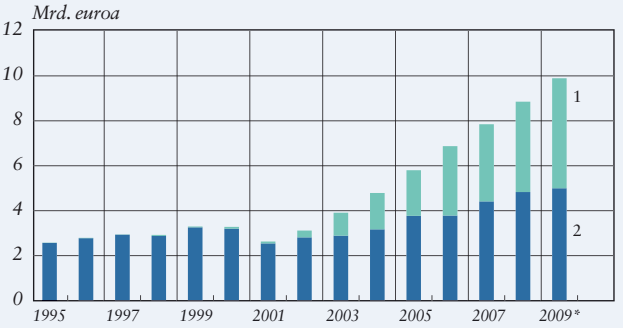
sen olevan edelleen keskeinen maksuväline, vaikka korttien suosio on yhä kasvanut voimakkaasti viime vuosina.

Verrattuna markkakauteen euroseteleiden liikkeeseenlaskun voimakas ja tasainen kasvu on ollut Suomessa yllätyksellistä. Liikkeeseen laskettujen seteleiden arvo on euroaikana kolminkertaistunut, mutta kotimaassa aktiivisessa käytössä olevan käteisen määrä ei ole arvioiden mukaan kuitenkaan kasvanut näin voimakkaasti (kuvio 4). Pääasiallisin syy tähän on ns. setelimigraatio eli setelien siirtyminen maasta ulos. Taustalla tässä ovat turismi, tuontiautojen kauppa, suuret ostoshankinnat euromaissa, ulkomaisten työntekijöiden palkanmaksu sekä mahdollisesti puukaupat. Periaatteessa osa käteisestä voi jäädä myös kassavarantoihin, mutta käteissäästämisen kasvusta ei Suomessa ole juuri löytynyt suoraa todistusaineistoa esimerkiksi kuluttajakyselyjen perusteella.

Käteisen käyttö on edelleen varsin suosittua, koska maksuvälineenä käteisellä on eräitä tärkeitä ominaisuuksia, joita sähköiset maksutavat eivät voi syrjäyttää. Käteisen käyttö ei edellytä sähköisen maksupäätteen olemassaoloa, ja käteisen avulla voi kätevästi siirtää ostovoimaansa paikasta toiseen ilman kuluja. Käteisen avulla voidaan kätevästi suorittaa henkilöiden välisiä maksuja tai varojen siirtoja, mikä ei ole yhtä vapaasti tehtävissä ilman apuvälineitä sähköisillä maksutavoilla. Lisäksi käteinen on pienissä maksuissa yleensä nopein maksuväline. Erona kortilla maksamiseen on niin ikään maksuvälineen anonyymiys. Käteinen toimii myös sellaisenaan likvideimpänä mahdollisena säästämiskohteena, joka ei ole altis muun muassa pankkikriiseille tai talletussuojan rajoituksille.

Kuvio 4.

Kotimaassa ja ulkomailla oleva Suomesta liikkeeseen laskettu käteinen



1. Ulkomailla oleva Suomessa liikkeeseen laskettu käteisraha
2. Koko kansantalouden käteisraha Suomessa

* Ennakkoarvio

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

Kortilla maksaminen ja käteinen täydentävät toisiaan

Vähittäismaksuissa hallitsevia maksutapoja ovat käteinen ja kortilla maksaminen. Nämä maksutavat edustavat ominaisuuksiltaan hyvin erilaisia maksumuotoja ja maksujenvälitystä. Kortilla maksamisen osuus kuluttajien tavallisimpana maksutapana on Suomessa kasvanut ja on tällä hetkellä jo 2/3 maksutapahtumista, kun taas käteismaksujen osuus on supistunut noin kolmasosaan.

Vanhimmat ikäluokat suosivat käteistä, kun taas nuoret käyttävät maksukortteja.

Käteisen asema hallitsevana vähittäismaksujen maksutapana on Suomessa murtunut vasta muutaman viime vuoden kuluessa. Useissa euromaissa tilanne on samankaltaisesti muuttumassa hieman jäljessä, vaikka euromaista mm. Saksa ja Itävalta ovat hyvin leimallisesti käteismaksumaita. Käteisen käyttö on kuluttajakyselyjen perusteella myös ikäpolvikysymys, sillä vanhimmat ikäluokat ovat vielä sitkeitä käteisen käyttäjiä, kun taas nuoret käyttävät jo pääasiassa kortteja. Osin ero voi tosin selittyä myös erilaisilla käteisen käyttömotiiveilla.

Kortilla maksaminen on korostetusti yksityisen pankkijärjestelmän tuote, vaikka maksukortin liikkeeseenlaskija voi olla myös luottoyhtiö tai kauppaketju. Kortilla maksaminen on maksupisteiden lukumäärän kasvun, maksuvarmistuksen nopeutumisen ja turvallisuuden myötä noussut Suomessa viimeisen viiden vuoden aikana yleisimmäksi kuluttajien vähittäismaksutavaksi.

Käteisellä ja korteilla on omat tyypilliset käyttöalueensa.[2] Käteinen on yleisin maksutapa pienissä maksuissa, ja käteisen käyttö on pysynyt useissa maksutilanteissa varteenotettava vaihtoehtona korttimaksuille. Keskimääräinen korttimaksu on suuruudeltaan noin 35 euroa ja käteismaksu puolestaan reilut 10 euroa. Käteisen käyttö vaatii tavallisesti myyjän puolelta vaihtokassan ylläpitoa. Korttimaksu on taas vapaasti asetettavissa maksun loppusumman suuruiseksi, mikä usein helpottaa ja nopeuttaa maksusuorituksia, koska vaihtorahojen käsittelyyn ei mene aikaa. Tällä hetkellä vaikuttaa siltä, että käteisen käyttö maksutapahtumissa supistuu edelleen vielä jonkin verran kortilla maksamisen kasvun myötä. Kuitenkin näiden maksutapojen suosiossa lähestytään luultavasti jonkinlaista tasapainotilaa, jossa eri maksutilanteissa käytetään maksutapojen ominaisuuksista ja maksajasta riippuen ensisijaisesti jompaakumpaa maksutapaa.

Myös korttimaksujen tariffimuutokset, mm. kaupan korttiprovisiot, saattavat johtaa muutoksiin siinä, miten kauppa suhtautuu eri maksutapoihin. Näiden syiden vuoksi käteishuollon kehitystä ei voida ennakoida kortilla maksamisen muutoksista riippumattomasti.

Suomen rahahuolto kestää vertailun

Suomen rahahuolto on kansainvälisessä vertailussa tehokas ja laadukas. Tästä yhtenä esimerkkinä on maanlaajuinen keskitetty automaattiverkko, jollaista ei ole onnistuttu suurissa euromaissa rakentamaan. Vaikka Suomen Pankin käteiseen liittyvät operatiiviset tehtävät ovat jatkuvasti vähentyneet, on Suomen rahahuolto siitä huolimatta osaavissa käsissä, sillä arvokuljettajien, laskentakeskusten ja muiden yksityisten osapuolten toi-

[2] Vrt. myös Takala ja Viren (2008) Efficiency and costs of payments: some new evidence from Finland. *Bank of Finland Research Discussion Papers 11/2008*.

minta on hyvin luotettavaa ja ammattitaitoista.

Käteisen kierrossa myös kaupan osuus on merkittävä, päätyväthän automaateista nostetut setelit pääasiallisesti kaupan tiskille. Tulevaisuudessa ei voidakaan sulkea pois ajatusta, että kaupalla olisi merkittävämpi rooli koko käteishuollossa. Tämä asetelma on syytä ottaa huomioon rahahuollon kokonaisuutta suunniteltaessa ja keskuspankin palvelutasoa asetettaessa.

Suomen Pankki pyrkii kohtelemaan eri maksuvälineitä tasapuolisesti. Olennaista on, että keskuspankki mitoittaa osallistumisensa rahahuoltoon sellaiselle tasolle, että käteisen käytön kustannukset säilyvät kohtuullisina ilman erityisiä subventointeja. Lisäksi on tärkeää, että rahahuollon tukkutoiminnassa keskuspankin palvelut ovat kaikkien osapuolten saatavissa yhtäläisin ehdoin. Viime kädessä kilpailu tai sen uhka takaa tehokkaasti toimivan kansallisen rahahuollon.

Asiasanat: rahahuolto, käteinen, säilytysjärjestelmä, palvelutaso

Suomen Pankin organisaatio

1.3.2010

PANKKIVALTUUSTO

Timo Kalli, puheenjohtaja, **Antti Kalliomäki,** varapuheenjohtaja, **Pekka Ravi,**
Tanja Karpela, Martti Korhonen, Mika Lintilä,
Marja Tiura, Jutta Urpilainen, Ben Zyskowicz

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

JOHTOKUNTA

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

Johtokunnan sihteeri Arno Lindgren

OSASTOT

Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto *Tuomas Saarenheimo*	• Ennustetoimisto • Seurantatoimisto • Tietopalvelutoimisto	**Siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT)**	**Tutkimusyksikkö**
Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto *Kimmo Virolainen*	• Vakaustoimisto • Yleisvalvontatoimisto	**Tilastoyksikkö** • Maksutasetoimisto • Rahoitustilastotoimisto	• Tilastojärjestelmä-toimisto
Pankkitoimintaosasto *Harri Lahdenperä*	• Markkinaoperaatioiden toimisto	• Sijoitustoimisto • Selvitys- ja maksutoimisto	• TARGET-toimisto
Maksuvälineosasto *Mauri Lehtinen*	• Aluekonttorit Kuopio, Oulu, Tampere, Vantaa	• Rahahuoltotoimisto	• Rahahuollon tukitoimisto
Johdon sihteeristö *Antti Suvanto*	**Kansainvälinen yksikkö** **Lakiasiain yksikkö** **Viestintäyksikkö**	Strategia- ja organisaatio-ryhmä	Johtokunnan sihteeri-palvelut -ryhmä
Hallinto-osasto *Pirkko Pohjoisaho-Aarti*	• Henkilöstötoimisto • Kieli- ja julkaisupalvelutoimisto • Riskienvalvontatoimisto	• Sisäiset palvelut -toimisto • Taloushallintotoimisto	**IT-yksikkö** **Turvallisuus- ja kiinteistöyksikkö**
Sisäinen tarkastus *Erkki Kurikka*			

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

Julkaisut

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

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

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

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

. 2343

EURO & TALOUS 2 • 2010