



EURO&TALOUS

EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

1 • 2011

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous



Sisällys

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous	1
Suomen talouden näkymät vuosina 2011–2013	19
<i>Heidi Schauman ja Katja Taipalus</i> Kuinka tunnistaa makrovakaudelliset riskit?	37
<i>Marko Melolinna ja Jukka Vauhkonen</i> Makrovakaupolitiikka ja sen suhde rahapolitiikkaan.....	50
<i>Jenni Hellström</i> Euroopan rahoitusmarkkinoita vakautetaan uusilla välineillä.....	65

Kannessa Suomen 50 sentin kolikon kansallinen kuva-aihe:
Suomen vaakunaleijona.

Euro & talous 1 • 2011

Julkaisupäivä 24.3.2011

19. vuosikerta

(aiemmin Markka & talous)

Lehti ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

Päätoimittaja

Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto

Mika Pösö, puheenjohtaja

Heli Huhtala

Samu Kurri

Jukka Vauhkonen

Jouko Vilmunen

Petri Uusitalo, sihteeri

Toimitus

Suomen Pankin kieli- ja julkaisupalvelu-
toimisto

Tilaukset

sähköposti: SPjulkaisut@multiprint.fi

Painopaikka

Multiprint Oy, Vantaa 2011

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata,
mutta lähde on mainittava.

ISSN-L 1456-4718 (painettu julkaisu)

ISSN 1456-5862 (verkkójulkaisu)

Suomen Pankki

PL 160

00101 HELSINKI

Puhelin: 010 8311

Faksi: (09) 174 872

www.suomenpankki.fi

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous

16.3.2011

Maailmantalouden toipuminen talouskriisistä on jatkunut vuoden 2010 lopulla ja kuluvan vuoden alussa. Suomen Pankin maaliskuun 2011 ennusteen¹ mukaan maailmantalouden ja maailmankaupan kasvu on jatkumassa kohtalaisen ripeänä, mutta hyvin eritahtisena. Nousevien talouksien kasvunäkymät ovat edelleen vahvat, ja viime aikoina myös Yhdysvaltojen näkymät ovat kohentuneet. Vaikka Euroopassakin elpyminen on jatkunut, on alueen maiden eritahtisuus lisääntynyt entisestään. Energian maailmanmarkkinahintojen nopea nousu on kiihdyttänyt inflaatiota myös hitaasti kasvavissa kehittyneissä talouksissa, jotka joutuvat harkitsemaan rahapolitiikan mitoitustaan erityisen tarkasti. Jos energian hintojen tarjontahuolista johtuva nousu jatkuu pitkään, se heikentäisi myös maailmantalouden kasvunäkymiä. Uutena ennustettua heikompien näkymien riskinä on noussut Japanin luonnonkatastrofi ja sen seuraukset Japanin ja koko maailmantaloudelle.

Vuoden 2010 vahvan alun jälkeen maailmantalouden kasvu hieman hidastui vuoden loppua kohti. Vuodenvaihteen tienoilla toipuminen on piristynyt uudelleen. Kasvu on kuitenkin pysynyt edelleen hyvin eritahtisena eri puolilla maailmaa, ja Kiinan johdolla sen painopiste on säilynyt tiukasti nousevissa talouksissa. Sen

¹ Suomen Pankin ennuste perustuu 1.3.2011 käytettävissä olleisiin tietoihin.

sijaan kehittyneissä talouksissa elpyminen on jatkunut historiaan verrattuna hitaana ja työttömyys on jäänyt huomattavaksi. Viime aikoina myös kehittyneiden talouksien sisälle on alkanut syntyä kasvueroja. Kun Yhdysvalloissa ja osassa Eurooppaa talouden näkymät ovat kohentuneet, niin joissakin Euroopan maissa ne ovat pysyneet hyvin heikkoina. Talouskehitystä painaa edelleen finanssikriisin myötä voimakkaasti heikentynyt julkistalouksien tila, joka tulee lähivuosina edellyttämään voimakkaita korjaustoimia. Lisäksi rahoitussektorilla pankkien pääomasuhteen parantaminen on edelleen kesken.

Nousevien talouksien voimakas kasvu on lisännyt raaka-aineiden kysyntää ja johtanut niiden maailmanmarkkinahintojen nousuun. Tämä on kiihdyttänyt inflaatiota kaikkialla maailmassa. Nousevissa talouksissa inflaatio on jo raaka-aineiden hintojen nousua laaja-alaisempaa ja rahapolitiikkaa on alettu kiristää. Euroalueella, Japanissa ja Yhdysvalloissa elpyminen on ollut hitaampaa ja hintakehitys maltillisempaa. Myös niissä inflaation kiihtymiseen on kiinnitetty huomiota aiempaa enemmän, mutta hintojen nousun on arvioitu olevan tilapäistä ja rahapolitiikka on säilynyt voimakkaasti kasvua tukevana. Kehittyneiden maiden kotoperäisiä inflaatiopaineita on pitänyt toistaiseksi kurissa talouden resurssien vajaakäyttö, joka ilmenee mm. työllisyys- ja kapasiteetin käyttöasteiden alhaisuutena. Myös rahan

määrän kasvu ja palkkojen nousu ovat olleet hitaita.

Maailmantalouden näkyisiin liittyvät riskit heijastavat vallitsevaa poikkeuksellisen suurta epävarmuutta. Keskeisin kasvunäkymiä koskeva riski on edelleen, ettei valtioiden velkakriisiin löydetä sijoittajien ja kansalaisten luottamusta palauttavaa kokonaisratkaisua. Uusina kasvuriskeinä ovat Pohjois-Afrikan kriisi ja sen tuoma huoli öljyn tarjonnan riittävydestä sekä Japanin maanjäristys ja sen seuraukset Japanin ja koko maailmantaloudelle. Inflaation kehitykseen liittyvät riskit painottuvat pitkälti ennustettua nopeamman inflaation suuntaan. Ne liittyvät raaka-aineiden hintakehitykseen samoin kuin siihen, että ruuan hinnan nousu välittyy kuluttajahintainflaatioon ja välillisiin veroihin kohdistuu korotuspaineita.

Maailmantalouden kasvu jatkumassa eritahtisena

Maailmantalouden elpymisen voimakain vaihe ajoittui vuodenvaihteen 2009–2010 molemmin puolin. Vuoden 2010 puolivälin tienoilla kasvu tasaantui. Hidastumiseen vaikutti se, että talouskriisistä elpymiseen liittyneet, kasvua tilapäisesti vauhdittaneet tekijät alkoivat hiipua. Finanssipoliittisten elvytyspakettien päättyminen tai niiden tehon heikkeneminen vähensi talouden kysyntää monissa maissa. Kun samalla varastojen sopeuttaminen oli monissa maissa saatettu loppuun, alkoi tilapäisten tekijöiden kasvua tukeva vaihe päättyä.

Viime kuukausien aikana on esiintynyt merkkejä maailmantalouden kasvun uudesta piristymisestä. Esimerkiksi pörssikurssit ja erilaiset luottamusindikaattorit ovat nousseet kehittyneissä talouksissa talven ajan. Pohjois-Afrikan kriisi ja sen tuoma huoli öljyn tarjonnan riittävydestä ovat kuitenkin alkaneet uutena tekijänä varjostaa kasvunäkymiä.

Maailmantalouden kasvuvauhti on säilymässä lähivuosina kohtalaisen ripeänä. Samalla nousevien ja kehittyneiden talouksien 2000-luvulla alkanut kasvun eritahtisuus tulee kuitenkin jatkumaan (kuvio 1). Kiinan johdolla nousevien talouksien kasvun ennakoidaan jatkuvan edelleen vahvana. Sen sijaan julkisen talouden velkaantumisen, väestön ikääntymisen ja talouden rakenneongelmien kanssa kamppailevien kehittyneiden talouksien elpymisen arvioidaan jatkuvan historiaan verrattuna hitaana. Nousevien talouksien osuus maailmantaloudesta kasvaa Suomen Pankin ennusteen mukaan suuremmaksi kuin kehittyneiden talouksien osuus ennustejakson lopulla (kuvio 2).

Taluskriisi supisti investointeja useimmissa kehittyneissä talouksissa ja hiljensi siten potentiaalisia kasvuvauhteja. OECD:n arvion mukaan OECD-maiden keskimääräinen potentiaalinen kasvuvauhti on hidastunut vuosina 2000–2007 nähdystä 2,7 prosentista 1,6 prosenttiin vuosina 2010–2015. Näin ollen kriisin aikana syntyneitä tuotantokuiluja ei saataisi Suomen Pankin ennusteen mukaan kurottua

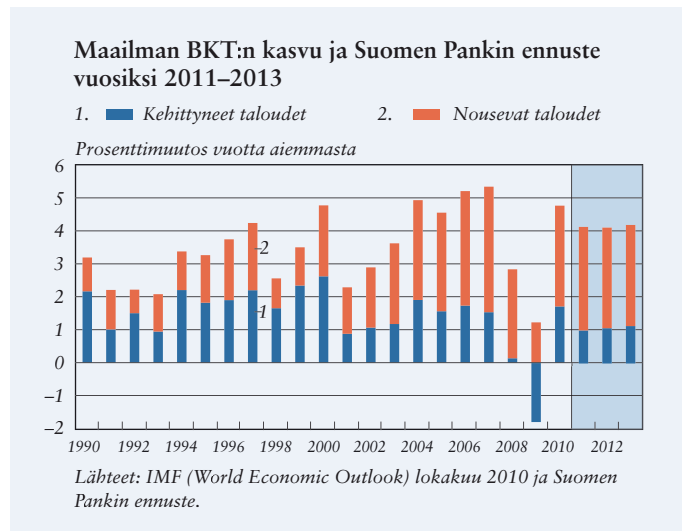
Nousevien ja kehittyneiden talouksien kasvun eritahtisuus tulee jatkumaan.

kehittyneissä talouksissa kiinni vielä vuoden 2013 aikana.

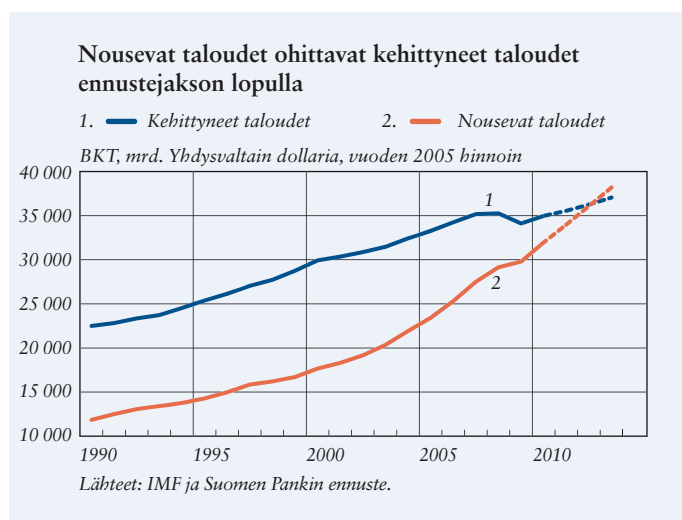
Nousevien talouksien nopean kasvun taustalla on monia tekijöitä. Aiempaa kehittyneemmän tekniikan ja parempien tuotannollisten toimintamallien omaksuminen ulkopuolelta vauhdittaa tuottavuuden kasvua. Lisäksi maiden talouspolitiikan instituutiot ovat kehittyneet ja talouspolitiikka on tullut johdonmukaisemmaksi samalla kun tuotannon ja viennin rakenteet ovat monipuolistuneet. Etenkin Aasiassa maiden keskinäinen kauppa on kasvanut voimakkaasti, mikä on jossain määrin vähentänyt näiden maiden riippuvuutta kehittyneistä talouksista. Toisaalta Aasian alueellisen kaupan lisääntyminen liittyy paljolti tuotantoketjujen pirstaloitumiseen ja välituotekauppaan; valmiit tuotteet päätyvät edelleen lähinnä kehittyneiden maiden markkinoille, etenkin Yhdysvaltoihin ja Eurooppaan. Vahvan kasvun myötä elintaso-kuilu kehittyneiden ja nousevien talouksien välillä on kuitenkin supistunut merkittävästi. Tulotason kasvu nousevissa talouksissa lisää maiden mahdollisuutta siirtyä entistä omaehtoisempaan, kulutuskysyntään perustuvaan kasvuun ja vähentää siten maiden riippuvuutta kehittyneiden talouksien kysynnästä.

Kriisin aikana pelätty protektionismin voimistuminen eri puolilla maailmaa jäi verrattain vähäiseksi. Maailmankauppa on kasvanut kriisin jälkeen hyvin voimakkaasti, ja sen määrä on jo saavuttamassa kriisiä

Kuvio 1.

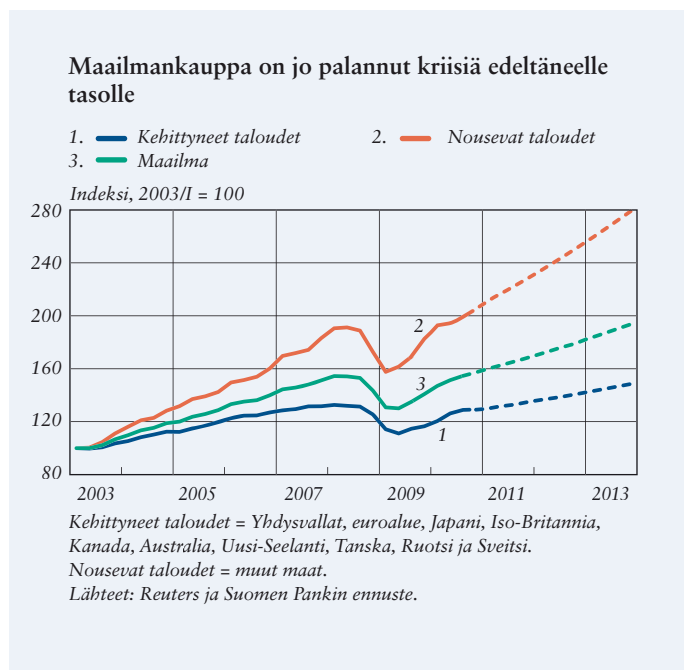


Kuvio 2.

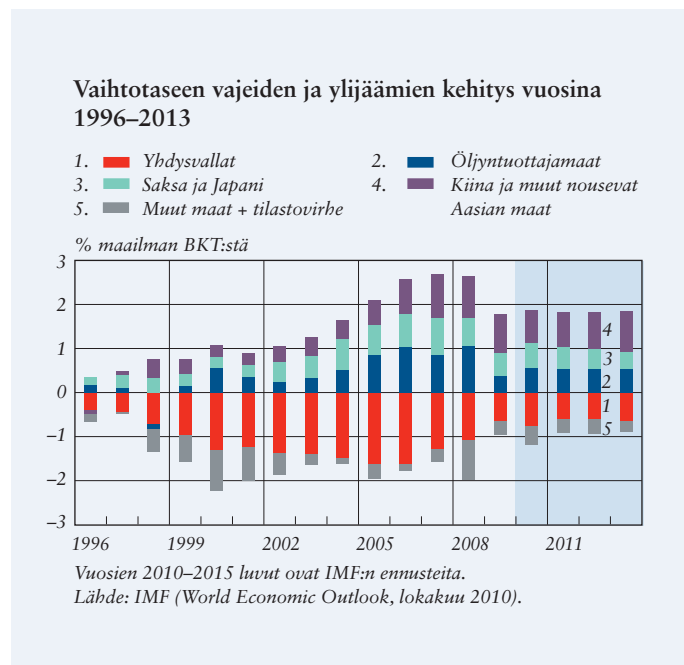


edeltäneen tason. Kaupan kasvun odotetaan jatkuvan myös tulevina vuosina, mutta maltillisempina kuin vuonna 2010 (kuvio 3). Nousevissa talouksissa kauppa kasvaa edelleen selvästi nopeammin kuin kehittyneissä talouksissa. Maailmantalouteen 2000-luvulla syntyneet vaihtotaseiden

Kuvio 3.



Kuvio 4.



epätasapainot supistuivat kriisin aikana mutta alkoivat jälleen kasvaa vuoden 2010 aikana. Epätasapainojen ei kuitenkaan enää tulevaisuina odoteta kasvavan vaan tasaantuvan nykyisille tasoilleen (kuvio 4). Tähän vaikuttaa olennaisesti Kiinan talouskasvun muuttuminen aiempaa kuluusvetoisemmaksi.

Finanssikriisin ytimessä olleen rahoitussektorin tilanne on kohentunut talven 2011 aikana, ja monet sektorin yritykset ovat raportoineet suotuisasta tuloskehityksestä ja näkymistä. Tilanteen parantumisesta huolimatta pankkien pääomasuhteen kohentaminen on edelleen kesken ja riskilisät ovat selvästi suuremmat kuin ennen kriisiä (kuvio 5). Vaikka lainarahan saatavuus on parantunut, yksityiselle sektorille myönnettyjen pankkilainojen kasvu pysyi kuitenkin koko vuoden 2010 verkkaisena sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa. Eri-tyisesti yrityksille myönnettyt lainat eivät viime vuonna kasvaneet juuri lainkaan. Tähän lienee pääosin syynä yritysten lainanottotarpeiden vähäisyys. Kun yhtäältä tuotantokapasiteetin käyttöasteet ovat olleet matalia ja siten investointien määrä on ollut vähäinen ja toisaalta yritysten tuloskunto hyvä, ei ulkoiselle rahoitukselle ole ollut suurta tarvetta.

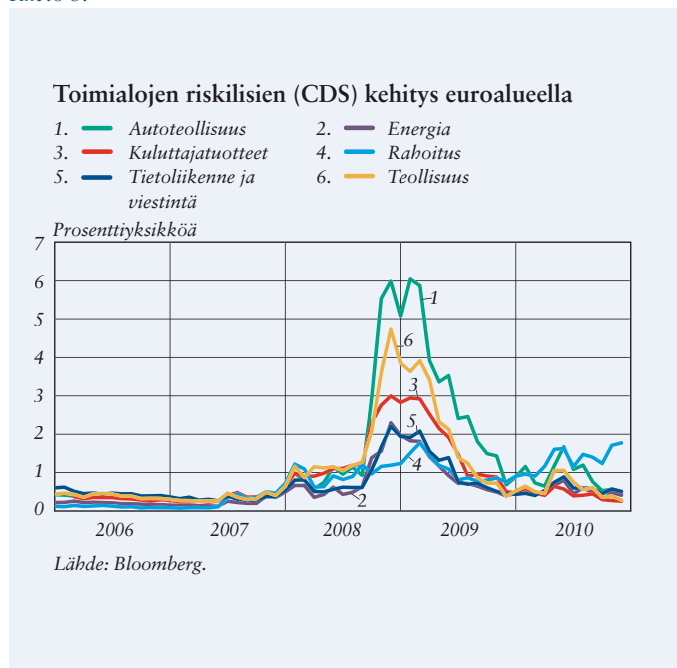
Yhdysvalloissa talous kehittyi vuoden 2010 lopulla suotuisasti, kun kasvu alkoi jälleen kiihtyä vuoden puolivälin jälkeen. Kun monissa muissa maissa talouden elpyminen on ollut vientimarkkinavetoista, Yhdys-

valloissa kasvu on talven aikana perustunut lähinnä kotimaisen kulutuskysynnän elpymiseen. Kulutusta on vauhdittanut pääosin säästöjen purkaminen, sillä kotitalouksien tulojen kasvu ollut maltillista. Työllisyyskehitys ei ole juuri tukenut kulutuksen kasvua, ja työttömyysaste on edelleen korkea. Vaikka työttömyysaste hieman laskikin talven aikana, tämä on suurelta osin johtunut työvoiman määrän supistumisesta, sillä työllisten määrä on kasvanut vain hitaasti.

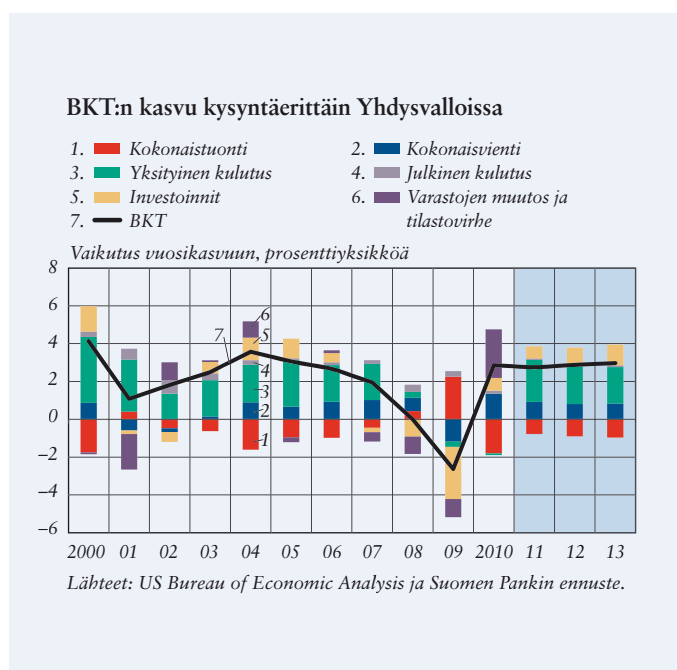
Yhdysvaltain kiinteistösektorin tilanne on edelleen heikko, ja sektori toipuu kriisistä vain hitaasti. Uusia rakennuslupia on viime aikoina myönnetty vähemmän kuin koskaan aikaisemmin ja kiinteistöjen käyttöaste on pysynyt matalana. Asuntojen hintojen lasku vaikuttaa kuitenkin taittuneen. Myös kiinteistösektorin kuplan puhkeamisesta kärsineellä rahoitussektorilla tilanne on talven aikana parantunut. Pankkien tulokset ovat kehittyneet hyvin, ja pankit ovat hitaasti höllentäneet luottopolitiikkaansa. Tästä huolimatta teollisuudelle ja kaupalle myönnettyjen luottojen kanta ei ole lähtenyt kasvuun.

Joulukuussa päätetty laaja veropaketti kohdistuu etenkin Yhdysvaltojen taloudelle erityisen tärkeän yksityisen kulutuskysynnän tukemiseen. Veropaketin myötä maan neljännesvuosikasvun odotetaan Suomen Pankin ennusteen mukaan tasaantuvan nykyiselle 0,7 prosentin tasolle (kuvio 6). Yksityinen kulutuskysyntä

Kuvin 5.



Kuvin 6.



tulee lähivuosina olemaan kasvun moottori, mutta myös investointikysynnän kasvun odotetaan kiihtyvän. Elvytysohjelman myötä julkisen talouden vaje tulee säilymään hyvin suurena myös kuluvana vuonna. Tulevina vuosina vajetta joudutaan pienentämään ja julkisen kysynnän kasvu pysyy vaimeana.

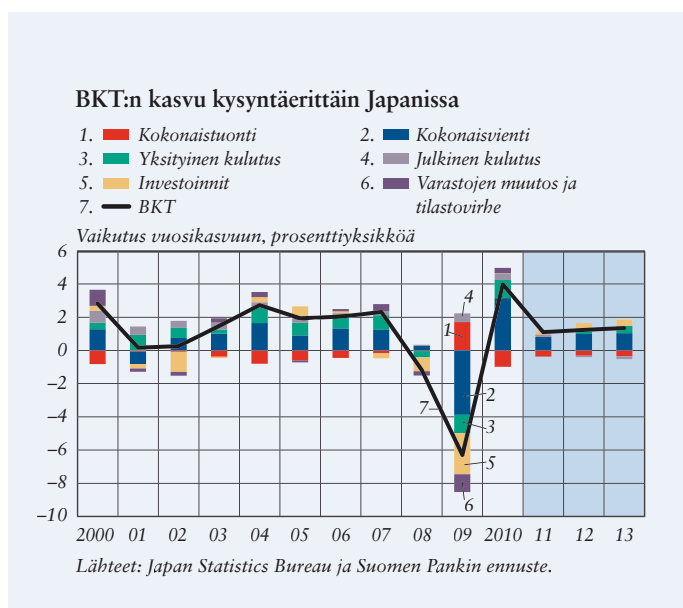
Japani toipui finanssikriisistä melko nopeasti viennin vahvan kasvun tuella. Vuoden 2010 kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana kasvu tarttui valtionhallinnon elvytysohjelman myötä myös kotimaiseen kulutuskysyntään. Väliaikaiset kulutuksen tukitoimet loppuivat syyskuussa, mikä sai kuluttajat aikaistamaan hankintojaan kolmannelle neljännekselle. Samalla tämä johti kulutuksen supistumiseen vuoden viimeisellä neljänneksellä, mikä osaltaan

pienseni koko bruttokansantuotetta. Vahvojen kolmen ensimmäisen neljänneksen vuoksi bruttokansantuote kuitenkin koko viime vuonna kasvoi alustavien arvioiden mukaan lähes 4 % vuotta aiemmasta.

Suomen Pankin ennusteen mukaan Japanin talous kasvaa tulevina vuosina vain hitaasti (kuvio 7). Vuoden 2010 nopean yksityisen kulutuskysynnän kasvun arvioidaan jäävän poikkeukselliseksi ja kulutuskysynnän kehityksen odotetaan olevan lähivuosina heikkoa. Työttömyys on historiallisesti melko huomattava, ja nimellisten ansioiden kehitys arvioidaan heikoksi. Kulutuskysynnän sijaan Japanin kasvun odotetaan nojaavan vahvasti vientiin kuten useampina aiempinakin vuosina. Maailmantalouden elpyessä myös Japanin investointikysynnän odotetaan kasvavan. Maa joutuu myös tulevaisuudessa painimaan edelleen kasvavan julkisen velan ja deflaation kanssa. Japanin väestö vanhenee nopeasti, ja väestörakenteen muutos kasvattaa talouspolitiikan haasteita.

Suomen Pankin ennuste valmistui ennen Japanin maanjäristystä. Artikkelin mennessä painoon tiedot järjestyksen seurauksista ovat vielä niin puutteellisia, että luotettavaa arviota taloudellisten vaikutusten mittaluokasta on mahdotonta tehdä. Vaikutusten etumerkki on negatiivinen, mutta vaikutusten voimakkuus, pitkäkestoisuus ja välittyminen muuhun maailmantalouteen ovat vielä hyvin epäselviä.

Kuvio 7.



Nousevissa talouksissa kasvu on jatkunut ripeänä. Etenkin **Kiinassa** talous kasvoi edelleen erittäin vahvasti, kun kotimaisen investointi- ja kulutuskysynnän ohella kiinalaistuotteiden kysyntä maailmanmarkkinoilla lisääntyi jo suuremmaksi kuin ennen kriisiä. Talouskasvu jatkuu ennusteen mukaan vahvana myös lähivuosina ja samalla talouden rakenne alkaa muuttua nykyisestä investointi- ja vientivetoisesta kasvusta hitaasti kohti kulutusvetoisempaa kasvua (ks. kehikko 1). Myös **Intia** on päässyt vahvalle kasvu-uralle, ja sen talouskasvu kiihtyi vuonna 2010 jo lähelle 10:tä prosenttia. Vahvaa kasvua tukevat etenkin kaupungistumisen ja investointien aikaansaama tuottavuuden kasvu sekä yksityisen kulutuksen lisääntyminen. Pitkään jatkunut julkisen talouden suuri alijäämä, vaihtotaseen alijäämä ja inflaation kiihtyminen antavat maan johdolle kuitenkin pohdittavaa talouspolitiikan saralla. Vaikka Intiassa on edessä vaikeita talouspoliittisia päätöksiä, talouden odotetaan kasvavan vahvasti myös tulevina vuosina.

Kriisin aikana voimakkaasti supistunut **Venäjän** talous alkoi elpyä kriisin jälkeen hitaasti, ja viime vuoden kasvu jäi selvästi odotettua hitaammaksi. Venäjän kasvu on aiempina vuosina ollut vahvasti sidoksissa energian maailmanmarkkinahintojen kehitykseen, mutta vuoden 2010 aikana energian hintojen nousun tuki Venäjän taloudelle jäi vähäisemmäksi kuin muissa öljytuottajamaissa. Viime

vuoden aikana Venäjän taloutta veti kotimainen kulutuskysyntä, mutta myös investoinnit alkoivat vuoden lopulla jälleen kasvaa. Kotimaisen kysynnän kasvun arvioidaan myös tulevina vuosina vauhdittavan talouskasvua (ks. kehikko 2).

Latinalaisessa Amerikassa toipuminen rahoituskriisistä on **Brasilian** johdolla jatkunut nopeana. Alue on onnistunut talouspolitiikassaan ja hyötynyt maailmantalouden elpymisestä, sillä raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen kohoaminen on tuonut merkittävälle raaka-aineiden tuottaja-alueelle lisää tuloja ja vauhdittanut kulutuskysynnän kasvua. Samalla alue on vetänyt puoleensa investointeja. Kasvun odotetaan jatkuvan lähivuosina vahvana, joskin hieman hitaampana kuin vuoden 2010 hyvin nopea kasvu.

Euroopan kaksijakoisuus syventynyt edelleen

Vaikka Euroopan reunamaiden vaikeudet olivat julkisuudessa laajasti esillä, suuri osa Eurooppaa jatkoi elpymistään vuonna 2010. Maiden välinen kaksijakoisuus syveni edelleen. Kun kasvu Saksassa ja sen lähi- maissa oli erittäin vahvaa, velkakriisistä kärsivissä maissa talous supistui tai kasvoi vain hyvin hitaasti. Kasvu- vauhti kuitenkin hidastui alkuvuoden poikkeuksellisesta nopeudestaan vuoden loppua kohti, kun alkuvuonna kasvua vauhdittanut varastojen kasvattamisen tuoma tilapäinen sysäys alkoi heiketä. Samalla myös viennin

Kiinan talouskasvu jatkuu ennusteen mukaan vahvana.

vahva kasvu alkoi hieman menettää vauhtiaan. Uusien vientitilausten kasvu on kuitenkin piristynyt jälleen vuoden viimeisinä kuukausina, ja kyselytutkimusten mukaan yritykset odottavat viennin kasvun jälleen vauhdittuneen vuoden 2011 alkupuolella. Yritysten näkymien koheneminen on välittynyt myös osakemarkkinoille, jotka olivat talven aikana nousussa aina Pohjois-Afrikan tilanteen kärjistymiseen saakka.

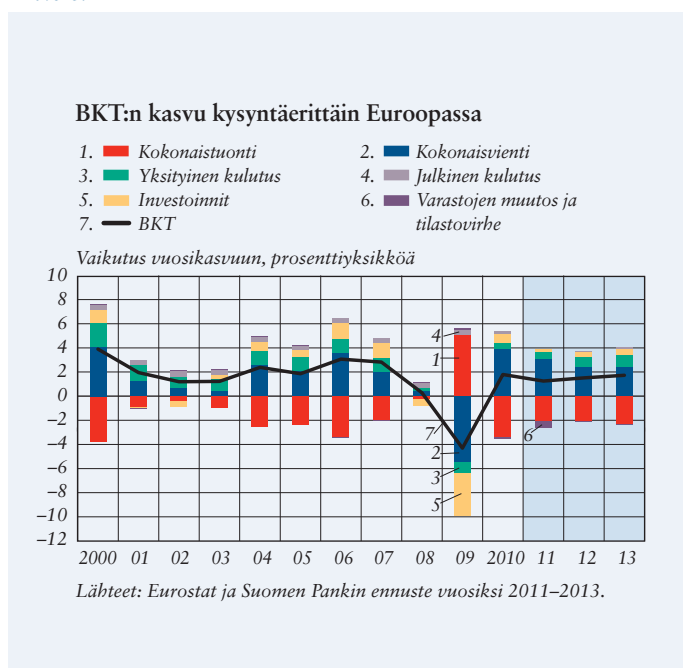
Kulutuksen kasvua on hillinnyt työttömyyden lisääntyminen huomattavaksi. Maiden väliset erot työttömyysasteessa ovat hyvin suuria: Alankomaissa työttömyysaste on hieman yli 4 prosentissa, kun se Espanjassa on yli 20 %. Suuri työttömyys on

näkynyt myös tulojen kasvun verkkaisuutena, joka on osaltaan hillinnyt kulutuksen kasvua.

Suomen Pankin arvion mukaan Euroopan talouskasvu jatkuu lähivuosina vaimeana, kun valtaosa Eurooppaa joutuu supistamaan julkista vajettaan (kuvio 8). Budjettivajeiden pienentäminen ajoittuu etenkin vuosiin 2011 ja 2012 ja heikentää talouden kasvunäkymiä. Vaikka vajetta pyritään pienentämään etupäässä leikkaamalla julkisia menoja, joudutaan useissa maissa myös kiristämään verotusta. Julkisten talouksien tasapaino-ongelmat lisäävät myös talouden epävarmuutta ja vaikuttavat sitä kautta kuluttajien luottamukseen. Epävarmassa taloustilanteessa kuluttajat voivat alkaa käyttäytyä korostetun varovaisesti ja lykätä kulutus päätöksiään. Lisäksi varastosykli on kääntymässä vaiheeseen, jossa se alkaa hidastaa bruttokansantuotteen kasvua.

Euroopan suurimman talouden Saksan vahvan talouskasvun taustalla on ollut erinomaisena pysyneen kilpailukyvyn mahdollistama viennin vahva veto, joka on saanut yritysten luottamusindeksit nousemaan historiansa korkeimmille tasoilleen. Investointikysynnän kasvun vauhdittumista kuitenkin odotellaan, sillä teollisuuden kapasiteetin käyttöasteet ovat nousseet jo korkeiksi. Odotuksista huolimatta Saksan voimakas kasvu ei ole vielä levinnyt yksityiseen kulutuskysyntään, joka on kohentunut vain maltillisesti.

Kuvio 8.



Irlanti ajautui syksyn 2010 aikana nopeasti vaikeuksiin, kun markkinoiden luottamus maan kykyyn selvitä pankkisektorinsa vaikeuksista romahti. Irlanti joutuikin neuvottelemaan laajan rahoitusohjelman Kansainvälisen valuuttarahaston ja EU:n kanssa. Irlannissa kriisi alkoi kiinteistösektorille muodostuneen kuplan puhkeamisesta. Kiinteistösektoria rahoittaneet pankit ajautuivat ongelmiin, jotka kaatuivat lopulta valtiotavallan syliin. Kiinteistöjen hintojen lasku jatkui edelleen vuoden lopulla. Kyselytutkimukset viittaavat kuitenkin Irlannin teollisuusyritysten aseman parantuneen voimakkaasti talven aikana. Myös palvelusektorin tilanne on alkanut kohentua.

Vuoden 2010 lopulla talous kehittyi varsin erityyppisesti muissa vaikeaan tilanteeseen ajautuneissa euroalueen reunamaissa eli **Italiassa, Espanjassa, Kreikassa ja Portugalissa**. Kun talouskasvu kiihtyi Espanjassa vuoden viimeisellä neljänneksellä odotettua nopeammaksi, Italiassa kasvu lähes pysähtyi. Portugalissa talous alkoi supistua vuoden 2010 lopussa, kun taas Kreikassa talous supistui koko vuoden. Yhteistä näille maille on heikko kansainvälinen hintakilpailukyky, joka on seurausta pitkään jatkuneesta tuottavuuden kasvua nopeammasta työvoimakustannusten noususta.

Vahvasti sujuneen kolmannen neljänneksen jälkeen **Ison-Britannian**

Taulukko.

Suomen Pankin kansainvälisen talouden ennuste

BKT	2009	2010	2011 ^e	2012 ^e	2013 ^e
<i>Yhdysvallat</i>	-2,6	2,8	2,7	2,9	3,0
<i>EU (20)</i>	-4,2	1,7	1,3	1,6	1,8
<i>Japani</i>	-6,3	4,4	1,1	1,2	1,3
<i>Kiina</i>	9,2	10,3	9,0	8,0	8,0
<i>Venäjä</i>	-7,8	4,0	5,5	4,7	4,1
<i>Maaailma</i>	-0,7	5,0	4,2	4,1	4,2
<i>Tuonti</i>	2009	2010	2011 ^e	2012 ^e	2013 ^e
<i>Yhdysvallat</i>	-13,8	12,7	4,9	5,6	5,8
<i>EU (20)</i>	-11,9	9,7	4,9	4,6	5,0
<i>Japani</i>	-15,4	9,8	3,5	3,0	3,1
<i>Kiina</i>	3,0	25,0	11,0	11,0	11,0
<i>Venäjä</i>	-30,4	25,4	15,6	9,5	9,0
<i>Maaailma</i>	-11,3	13,6	7,6	7,1	7,4

^e = ennuste

Prosenttimuutos edellisestä vuodesta.

Lähteet: Maiden tilastoviranomaiset ja Suomen Pankin ennuste.

talous yllättäen supistui vuoden 2010 viimeisellä neljänneksellä, kun talviset sääolot vähensivät rakentamista ja myös yksityinen kulutuskysyntä supistui. Pankkisektorilla tilanne on kriisin jäljiltä parantunut, mutta sektorin tiukka kytkeytyminen Irlantiin aiheuttaa epävarmuutta. Julkisen talouden suurta vajetta pyritään pienentämään, mikä osaltaan tulee hidastamaan lähivuosien kasvua.

Vuosi 2010 oli **Ruotsin** taloudelle erittäin nopean elpymisen aikaa. Bruttokansantuotteen koko vuoden kasvuksi mitattiin 5,5 %. Vaikka kruunun vahvistuminen leikkasikin ruotsalaistuotteiden hintakilpailukykyä ja viennin kehitystä, ei maan elpyminen ollut pelkästään viennin varassa. Myös kotimainen kysyntä on

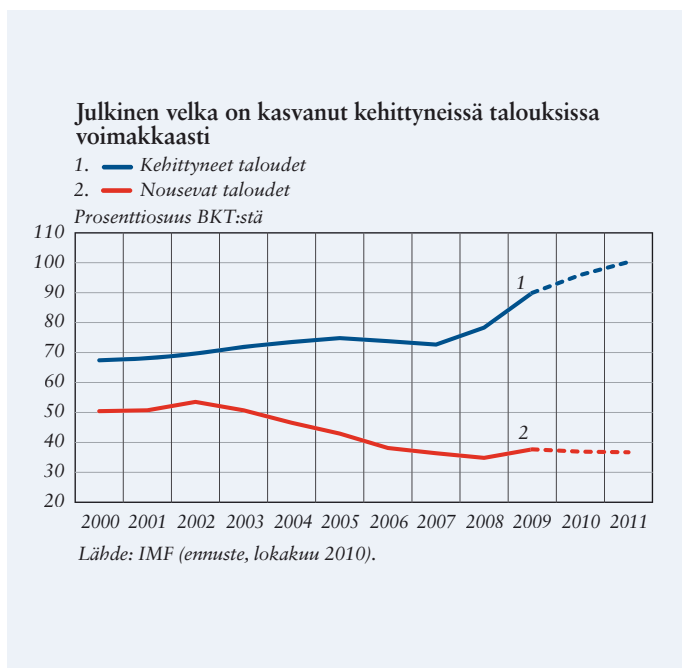
lisääntynyt vahvasti. Vaikka viime vuoden poikkeuksellisen vahva talouskasvu hidastuukin tänä vuonna, näkymien odotetaan pysyvän myönteisinä.

Saksan kaltaisesti myös **Suomen** elpyminen oli vuonna 2010 vahvaa, vaikka käynnistyikin hieman myöhemmin kuin muualla Euroopassa, kun investointitarviden kysyntä maailmalla lisääntyi. Suomen talousnäkyviä tarkastellaan tarkemmin seuraavassa luvussa.

Koettu kriisi pitkäaikainen haaste finanssipolitiikalle

Kriisin aikana veropohjan nopea supistuminen, talouden voimakas elvytys ja joidenkin maiden pankkisektorin turvautuminen valtion tukeen ovat kasvattaneet valtioiden velkämääriä ympäri maailmaa. Erityisen voimakasta velan kasvu on ollut kehittyneissä talouksissa (kuvio 9). Niissä julkisen talouden velka on kasvanut jo lähes bruttokansantuotteen suuruiseksi. Velka tulee jatkamaan kasvuaan myös vuonna 2011, kun Euroopan unionin julkisen talouden alijäämäksi arvioidaan noin 5 % bruttokansantuotteesta ja Japanissa ja Yhdysvalloissa alijäämä pysyttelee lähellä 10:tä prosenttia suhteessa bruttokansantuotteeseen. Näin nopea velan kasvu kehittyneissä talouksissa ei ole kestävä, ja maat joutuvatkin pienentämään alijäämiään tulevina vuosina. Säästötoimista huolimatta velan määrä kasvaa lähivuosina. Myös monissa nousevissa talouksissa

Kuvio 9.



on viime vuosina jouduttu ottamaan elvytysvelkaa, mutta niissä talouden nopea kasvu on pitänyt velkasuhteen kurissa.

Yhdysvaltojen liittovaltion budjetin tasapainottaminen on edennyt aiemmin odotettua hitaammin. Kongressi pääsi viimein joulukuussa 2010 yksimielisyyteen kuluvan vuoden ja lähivuosien veropolitiikan suuntaviivoista. Kesällä talousnäköymien heikkeneminen, sitkeä työttömyys ja vaikea poliittinen tilanne johtivat elvyttävään kompromissiin, jonka seurauksena liittovaltion budjettivajeen odotetaan palaavan tänä vuonna liki vuoden 2009 ennätystasoaan eli lähelle 10:tä prosenttia bruttokansantuotteesta. Paketti pitää sisällään mm. kotitalouksien verotuksen huojennusten jatkamisen, työnantajamaksujen keventämisen, työttömyysturva-ajan pidentämisen sekä mahdollisuuden vähentää investoinnit verotuksessa kertaluonteisesti. Yhdysvaltain kongressi käsittelee parhaillaan presidentti Obaman helmikuussa antamaa tulevien vuosien budjettiehdotusta. Ehdotus jatkaa hyvin varovaista linjaa vajeen leikkaamisen suhteen, ja erityisesti republikaanien odotetaan ajavan budjetin käsittelyssä tiukempaa linjaa.

Velkaongelmat ovat olleet erityisesti esillä Euroopassa, jossa jo kahdeksan maata on joutunut turvautumaan Kansainvälisen valuuttarahaston hätärahoitukseen viimeisen kolmen vuoden aikana. Vuoden 2010 aikana hätärahoitusta tarvittiin myös

euromaissa. Kansainvälisen valuuttarahaston ja EU:n kanssa kokonaisvaltaisesta rahoitus- ja tukipaketista sopi ensin toukokuussa Kreikka (110 mrd. euroa) ja joulukuussa Irlanti (ulkoiden rahoituksen määrä 67,5 mrd. euroa). Tukipakettien ehtona oli maiden sitoutuminen julkisen talouden vakauttamiseen tähtääviin talousohjelmiin. Kreikassa valtiontalouden vaje osoittautui syksyn 2010 tarkistusten myötä aiemmin ilmoitettua suuremmaksi vuosien 2006–2009 osalta, kun valtiontalouden piiriin otettiin mukaan valtion omistamia yrityksiä. Maa on aiempien päätettyjen julkisen talouden menoleikkausten lisäksi luvannut julkistaa toukokuuhun mennessä uusia säästötoimia, joilla valtiontalouden vaje on tarkoitus supistaa alle prosenttiin bruttokansantuotteesta vuonna 2015. Markkinat hinnoittelevat Kreikan valtionvelan edelleen euroalueen maista riskipitoisimmaksi.

Valtionvelkakirjojen korkoerot ovat jatkaneet kasvuaan vuoden 2011 alkupuolella, mikä kertoo markkinoiden epävarmuudesta euroalueen reunamaita kohtaan (kuvio 10). Niissä maissa, joissa markkinat arvioivat julkisen talouden kestävyyskyseenalaiseksi, talouskasvua ei voida enää tukea kasvattamalla julkisia menoja. Pyrkimys julkiseen menoelvytykseen lisäisi välittömästi velanhoidokustannuksia. Niillä mailla, joiden kyky hankkia rahoitusta markkinoilta on säilynyt hyvänä, finanssipolitiikan liikkumavara on huomattavasti suu-

Euroalueen reunamaiden valtionvelkakirjojen korot ovat jatkaneet nousuaan vuoden 2011 alkupuolella.

Kuvio 10.



remppi, mikä mahdollistaa julkisen talouden hitaamman, asteittaisen tasa-painottamisen. Julkistalouksien heikko kunto ja tervehdyttämistoimet ovat lähivuosina suurin yksittäinen Euroopan talouskehitykseen epävarmuutta tuova tekijä.

Valtioiden velkakriisin puhkeaminen synnytti pyrkimyksen vahvistaa eurooppalaisia instituutioita tavalla, joka ehkäisisi kriisien syntymistä ja tukisi kriisien aiheuttamien vaurioiden minimoimista. Euroalueen hallitukset sopivat vuoden 2010 lopulla pysyvän kriisinhallintamekanismin, Euroopan vakausmekanismin (European Stability Mechanism), perustamisesta vuonna 2013. Vaikka tavoite oli sinänsä perusteltu, monet vakausmekanismin kaavaillut elemen-

tit synnyttivät epävarmuutta kriisimaiden nykyisten velanhaltijoiden asemasta, mikä vaikeutti käynnissä olevan velkakriisin hoitoa.

Julkistalouden tilan suhteen nousevat taloudet vaikuttavat olevan kes-tävämmällä pohjalla kuin kehittyneet taloudet. Julkisen talouden tilastointi on kuitenkin vaikeaa, ja tilastoinnin haasteet korostuvat erityisesti kehittyvissä talouksissa. Esimerkiksi Kiinassa julkisen sektorin velassa ei yleensä oteta huomioon paikallishallintotason vastuuta, jotka ovat viimeisen viiden vuoden aikana lisääntyneet huomattavasti. Useimpien arvioiden mukaan nämä vastuut olivat vuonna 2010 vähintään yhtä suuret kuin yleensä raportoitu valtiontalouden velka (noin 20 % BKT:stä).

Raaka-aineiden hintakehitys haaste rahapolitiikalle

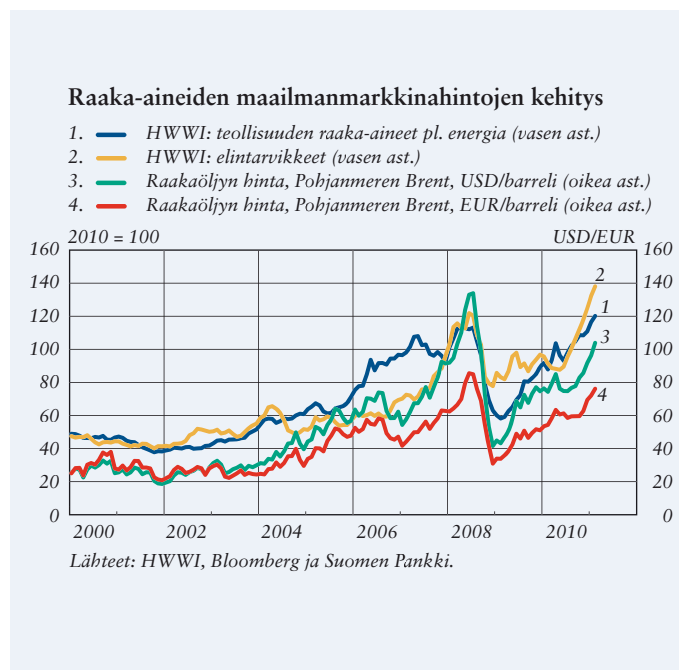
Talouskehityksen tavoin myös hintojen nousu on ollut varsin erilaista eri maissa. Nopeasti kasvavissa nousevissa talouksissa inflaatio kiihtyi jo vuoden 2010 aikana, kun taas kehittyneissä talouksissa hintojen nousu säilyi vaimeana. Nousevien talouksien voimakas kasvu ja nopeasti lisääntynyt raaka-aineiden kysyntä vauhdittivat raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen nousua (kuvio 11). Samalla poliittinen epävakaus Pohjois-Afrikan ja Lähi-idän tärkeillä energiantuotantoalueilla on lisännyt öljyn tarjontaan kohdistuvaa epävarmuutta ja kiihdyttänyt öljyn maailmanmarkkinahintojen nousua enti-

sestään. Myös elintarvikkeiden hinnat ovat kohonneet nopeasti, kun monissa maissa sadot ovat jääneet tavoitteita pienemmiksi vaikeiden sääolojen vuoksi. Ruoan hinnan nousu vaikuttaa etenkin nousevien talouksien kuluttajahintoihin, sillä niissä ruoan paino kulutuskorissa on usein suurempi kuin kehittyneissä talouksissa.

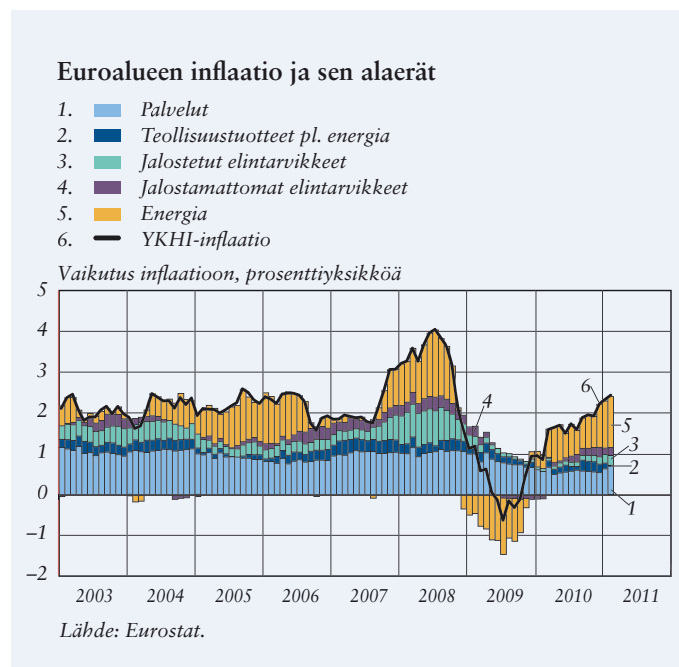
Energian hinnan nousu on kiihdyttänyt viime kuukausina inflaatiota niin Yhdysvalloissa kuin euroalueella (kuvio 12). Muiden kuluttajahintojen kuin energian ja ruoan hinnan nousu on ollut kuitenkin maltillista molemmilla alueilla ns. pohjainflaation (eli ilman energian ja tuoreruoan hintoja laskettu inflaatio) ollessa reilun prosentin luokkaa. Kehittyneiden maiden kotoperäisiä inflaatiopaineita on pitänyt toistaiseksi kurissa talouden resurssien vajaakäyttö, joka ilmenee mm. työllisyysasteen ja kapasiteetin käyttöasteen alhaisuutena. Myös rahan määrän kasvu ja palkkojen nousu ovat olleet hitaita. Talouden yleinen piristymisen saattaa kuitenkin johtaa suuriin palkankorotuksiin, mikä näkyisi myös pohjainflaation kiihtymisenä.

Energian maailmanmarkkinahintojen nousu on välittynyt euroalueella nopeasti kuluttajahintojen energia-erään, kun taas ruokaraaka-aineiden hinnan nousu ei toistaiseksi ole välittynyt juuri lainkaan. Inflaatio voikin lähiaikoina kiihtyä euroalueella odotettua nopeammaksi, jos elintarvikkeiden maailmanmarkkinahinnat alkavat välittyä viipeellä kuluttajahin-

Kuvio 11.



Kuvio 12.



toihin. Energian kallistuminen kasvattaa myös muiden tuotteiden tuotanto- ja kuljetuskustannuksia, mikä näkyy jollain viipeellä inflaatiossa.

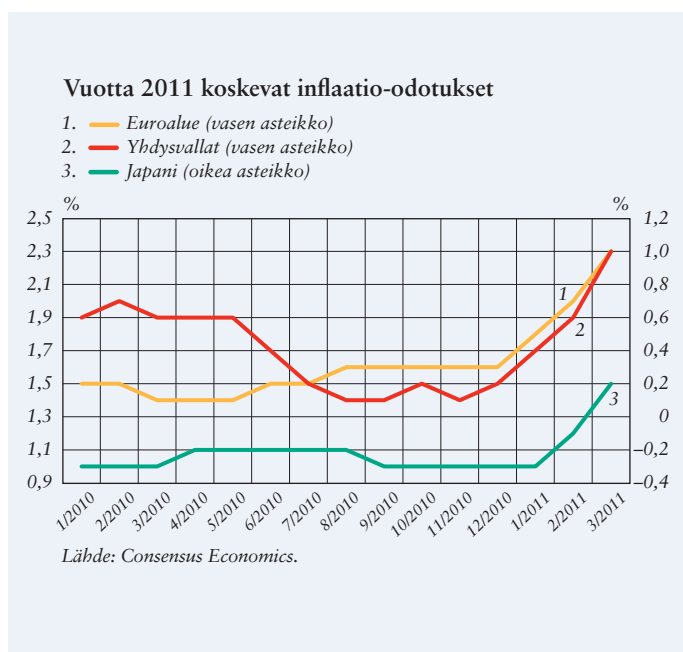
Rahapolitiikan kannalta keskeisintä on, missä määrin energian ja elintarvikkeiden hintojen nousu leviää puhtaista kustannusten nousuun perustuvista muutoksista kotoperäisen inflaatiodynamiikan kiihtymiseen. Kun vuonna 2008 raakaöljyn ja elintarvikkeiden maailmanmarkkinahinnat edellisen kerran nousivat voimakkaasti, euroalueen kotimainen kysyntä oli vahvaa ja näkyi kotoperäisen inflaatiodynamiikan kiihtymisenä. Nyt euroalueen kotimainen kysyntä on selvästi vaimeampaa, tuotantokuilun arvioidaan olevan yhä suuri, ja siten

riski kotoperäisen inflaation kiihtymisestä on vähäisempi.

Raaka-aineiden hintojen nousu kiihdyttää tilapäisesti inflaatiota euroalueella lähivuosina selvästi, ja inflaatiota koskevia ennusteita onkin muutettu aiemmin odotettua nopeamman inflaation suuntaan talven aikana (kuvio 13). EKP:n maaliskuun asiantuntijaennusteen mukaan euroalueen keskimääräinen inflaatio on kuluvana vuonna välillä 2,0–2,6 % ja ensi vuonna välillä 1,0–2,4 %. Myös Yhdysvalloissa inflaatioennusteita on muutettu nopeamman inflaation suuntaan, mutta inflaation arvioidaan kuitenkin pysyvän edelleen melko maltillisena. Japanissa hintojen laskun odotetaan päättyvän vuoden 2012 aikana. Kiinassa inflaatio on kiihtynyt jo 5 prosenttiin elintarvikkeiden hintojen nousun vetämänä.

Kun talouskasvu oli vahvaa ja inflaatio kiihtyi vuoden 2010 aikana monissa nousevissa talouksissa, ne alkoivat kiristää rahapolitiikkaansa. Rahapolitiikan kiristäminen aloitettiin useissa maissa melko myöhään, kun haluttiin varmistaa kotimaisen talouskasvun jatkuminen tilanteessa, jossa maailmantalouden elpyminen oli vielä hyvin haurasta. Aloitettua kiristämisestä huolimatta useimmissa maissa rahapolitiikan mitoitus on pysynyt edelleen kasvua tukevana, kun inflaation kiihtyminen on nimeliskorkojen korotuksista huolimatta pitänyt reaalikorot matalina. Esimerkiksi Kiinassa rahapolitiikkaa alettiin kiristää jo vuosien 2009 ja 2010 vaih-

Kuvio 13.



teessa, ja voimakkaammin syksyllä 2010. Koronnostojen ja liikepankkien varantovaatimusten korotusten lisäksi viranomaiset ovat käyttäneet suoria määräyksiä (*window guidance*) lainanannon rajoittamiseksi.

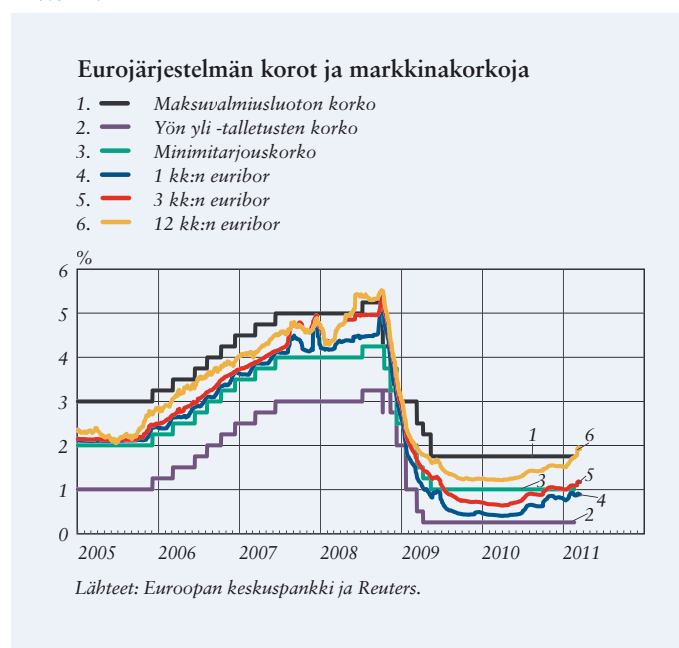
Erityisen haastavia rahapolitiikan mitoitus- ja ajoituskysymykset ovat vielä hauraan kasvunsa ensi askeleita ottavissa kehittyneissä talouksissa. Energian maailmanmarkkinahintojen nopea nousu on kiihdyttänyt niissä inflaatiota samanaikaisesti kun laajat inflaatiopaineet ovat vielä säilyneet maltillisina. Liian aikainen rahapolitiikan kiristäminen saattaisi vaarantaa orastavan elpymisen. Toisaalta liian myöhäinen kiristäminen voisi johtaa keskipitkän aikavälin kasvun kannalta vielä huonompaan tulokseen. Jos luottamus hintavakaustavoitteen uskottavuuteen horjuu, keskuspankki voi uskottavuuden palauttamiseksi joutua kiristämään korkoja enemmän kuin muutoin olisi tarpeen.

Yhdysvalloissa, jossa keskuspankin tavoitteisiin kuuluu inflaation hillinnän lisäksi työttömyyden pitäminen maltillisena, rahapolitiikkaan ei ole tehty juuri muutoksia. Suhteessa keskuspankin avomarkkinakomitean (FOMC) jäsenten ilmaisemiin pidemmän aikavälin tavoitteisiin sekä inflaatio että työttömyys ovat edelleen kaukana tavoitteista. Keskuspankin federal funds -tavoitekorko on pidetty hyvin matalana, 0–1/4 prosentin haarukassa vuoden 2008 lopulta. Samalla Yhdysvallat on jatkanut epä-

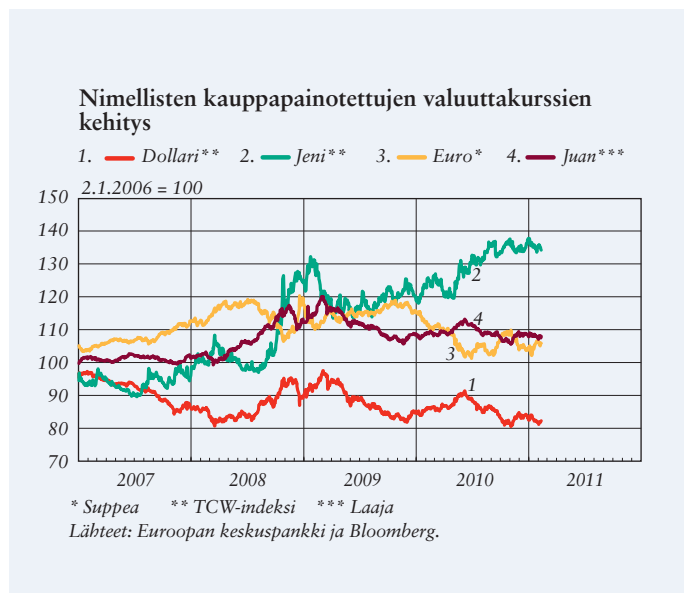
tavanomaisten rahapolitiikan välineiden käyttöä. Uusi valtionvelkapapereiden osto-ohjelma (ns. QE2) käynnistettiin marraskuussa 2010. Keskuspankki on ilmoittanut ostavansa ohjelman kautta kahdeksan kuukauden ajan valtion velkakirjoja 75 mrd. dollarilla joka kuukausi.

Euroopassa EKP:n neuvosto on pitänyt perusrahoitusoperaatioidensa koron ennätysmatalalla eli 1 prosentissa toukokuusta 2009 lähtien (kuvio 14). Vuoden 2010 aikana pankkijärjestelmän ylimääräinen likvideetti väheni, kun rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi suoritettujen pitkäaikaiset (6 ja 12 kuukauden) rahoitusoperaatiot ovat erääntyneet. Likviditeetin väheneminen on nostanut rahan hintaa markkinoilla, kun erittäin lyhyen markkinarahan (ns. eonia- eli

Kuvio 14.



Kuvio 15.



yön yli -korko) korko on noussut 0,3–0,4 prosentista lähelle perusrahoitusoperaatioiden korkoa. Kolmen kuukauden euriborkorko nousi vuoden 2010 viimeisellä neljänneksellä pitkästä ajasta ohjauskoron yläpuolelle, ja 12 kuukauden korko on noussut lähelle 2:ta prosenttia.

Maaliskuun alun kokouksessaan EKP:n neuvosto päätti pitää ohjauskorot ennallaan. Myös rahoitusoperaatioiden huutokauppamenettelyä päätettiin pitää edelleen täyden jaon huutokauppoja. Perusrahoitus- ja hienosäätöoperaatiot toteutetaan kiinteäkorkoisina huutokauppoina ja kolmen kuukauden pitempiaikaiset operaatiot kulloisenkin operaation aikaisella perusrahoitusoperaatioiden keskimääräisellä korolla toisen vuosineljänneksen loppuun saakka. Samalla neuvosto kuitenkin totesi, että hintavakauteen kohdistuvien riskien vuoksi tulevaisuudessa on syytä erityiseen valppauteen, jotta hintavakautta uhkaavat riskit eivät pääse toteutumaan ja inflaatio-odotukset säilyvät ankkuroituneina hintavakauden mukaisella tasolla.

Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne

Kiinassa inflaatio pakottaa kasvun hillitsemiseen

Kiinan BKT kasvoi 10,3 % vuonna 2010, mikä oli linjassa loppukesällä tehdyn Suomen Pankin edellisen arvion kanssa. Myös lähivuosia koskeva kuva Kiinan talouskehityksen päälinjoista on ennallaan. Vuonna 2011 Kiinan BKT:n odotetaan kasvavan 9 % ja vuosina 2012–2013 noin 8 %, mikä on lähellä maan arvioitua potentiaalisen tuotannon kasvuvauhtia (kuvio).

Viime vuoden nopeasta kasvusta huolimatta Kiina on monelta osin vasta palautumassa finanssikriisin aiheuttamasta poikkeuksellisesta tilanteesta. Elvytyksen luoman investointipiikin ja siihen liittyneen luotonuksen määrän räjähdysmäisen kasvun jälkeen Kiinan viranomaisilla on ollut vaikeuksia saada luottojen määrän kasvu hidastumaan. Keveän rahapolitiikan ja elintarvikkeiden sekä raaka-aineiden hintojen nousun myötä inflaatio on kiihtynyt kiinalaisittain nopeaksi (5 %). Vuonna 2010 aloitetun rahapolitiikan kiristämisen odotetaan jatkuvan siihen asti, että talouden kasvuvauhti hidastuu hintavakauden kanssa sopusuhtaiseksi.

Kriisivuosien investointivetoisen kasvun jälkeen Kiinan kasvun odotetaan nojaavan aikaisempaa enemmän yksityiseen kulutuskysyntään. Kulutuskysynnän osuus supistui kriisivuosina noin 35 prosenttiin BKT:stä, joka on poikkeukselli-

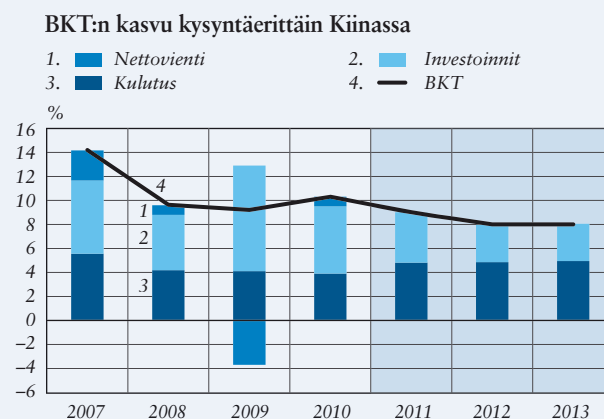
sen pieni jopa Kiinan omaan historiaan nähden. Työntekijöiden neuvotteluvoiman vähittäinen lisääntyminen, minimipalkkojen jatkuvat korotukset sekä työikäisen väestön määrän kasvun pysähtyminen ennustejaksolla tukevat kansalaisten tulokehitystä ja kulutusta. Myös juanin vahvistuminen lisää kotitalouksien ostovoimaa. Investointien BKT-osuus sen sijaan kasvoi kriisivuosina häkellyttävään 46 prosenttiin. Investointien kasvun odotetaan tulevaisuudessa jäävän kulutuksen vahvistumista hitaammaksi.

Maailman suurimmaksi vientimaaksi kohonneen Kiinan viennin ennustetaan lähivuosina kasvavan hieman maailmankaupan 7 prosentin kasvua nopeammin. Koska Kiinan BKT:n kasvu jatkuu huomattavasti nopeampana kuin muun maailman, tuonnin ennustetaan kasvavan

vientiä nopeammin. Ulkomaankaupan nettovaikutus lähivuosien BKT:n kasvuun arvioidaan vähäiseksi. Maan vaihtotaseen ylijäämä suhteessa BKT:hen (5 % vuonna 2010) voi lähivuosina hieman supistua, mutta kehitys on herkkä ulkomaankaupan hintojen muutokselle.

Maailmantaloudessa vellovien ongelmien keskellä Kiinan kehitys näyttää vahvalta. Parin viime vuoden kehitys kätkee sisäänsä kuitenkin ongelmia, joista inflaatio, asuntojen hintakehitys, luotonuksen kasvu sekä paikallishallinnon taloudenpito ovat olleet näkyvimmin esillä. Nopeasti nousevat palkat, rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen ja juanin kansainvälisen roolin vahvistuminen ovat luonnollisia osia Kiinan kehitystä, mutta nekin tulevat lähivuosina vaatimaan suurta sopeutumiskykyä Kiinan taloudelta.

Kuvio.



Lähteet: CEIC ja BOFIT.

Venäjän talous toipuu syvästä taantumasta

Venäjän talous elpyi hieman ennustettua hitaammin vuonna 2010: BKT kasvoi 4 %. Tämä johtui etenkin tuonnin voimakkaasta palautumisesta sekä historiallisen kuuman ja kuivan kesän aiheuttamista tuotantometyksistä. BKT oli vuoden loppulla edelleen noin 5 % pienempi kuin lamaa edeltäneessä huipussaan. Syksystä 2008 kesään 2009 se väheni 11 %, mikä lukeutuu koetun talous- ja finanssikriisin suurimpiin tuotannon menetyksiin koko maailmassa.

Vuosiin 2011–2013 ulottuvan Suomen Pankin Venäjäennusteen peruslinja on säilynyt loppukesän ennusteen mukaisena. Talous virkistyi talvella 2011, ja BKT:n kasvun ennakoidaan olevan tänä ja ensi vuonna noin 5 % (kuvio). Kasvun odotetaan hidastuvan ennustejaksolla 4 prosentin tuntumaan, jos öljyn tynnyrihinta ei laske alle 100 dollariin.

Venäjän tuonti palautui vuoden 2010 aikana erittäin syvästä kuopasta ennustettua nopeammin. Tuonnin määrä kasvoi 25 %. Kasvu tasaantui talvella, ja sen ennakoidaan vastaisuudessa hidastuvan siten, että talouden tuontialttius jää vähäisemmäksi kuin ennen taantumaa. Tästä huolimatta tuonnin ennustetaan kasvavan kuluvana vuonna noin 15 % ja seuraavana kahdena vuotena noin 10 %. Ennusteen mukaan vaihtotase

säilyy ainakin lievästi ylijäämäisenä, vaikka tuontihinnat nousivat selvästi.

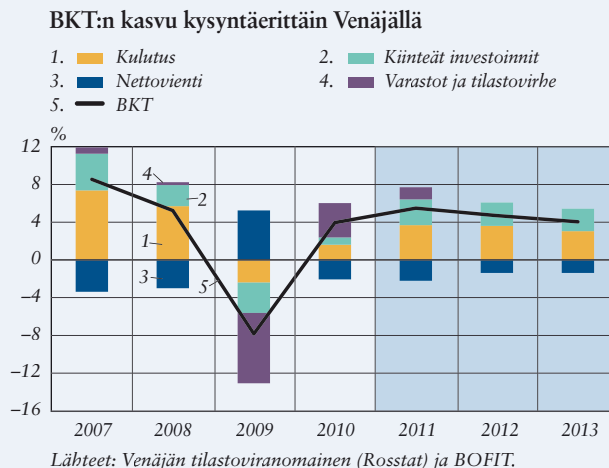
Talouden ennustetaan kasvavan paljolti yksityisen kulutuksen vetämänä. Palkkojen nousun odotetaan jatkuvan melko nopeana. Julkisen sektorin palkkojen ja eläkkeiden korotukset ovat pienempiä kuin kriisivuosina, joskin inflaatio ja vaalit (duumavaalit joulukuussa 2011, presidentinvaalit maaliskuussa 2012) luovat korotuspaineita. Ostovoiman kasvua rajoittava inflaatio on kiihtynyt etenkin elintarvikkeiden hintojen nousun siivittämänä lähemmäs 10:tä prosenttia ja johtanut rahapolitiikan kiristämiseen.

Julkinen kulutus voi lisääntyä hieman, mikä johtuu öljyn budjetoitua korkeamman hinnan tuomista lisätuloista, jotka myös auttavat valtiontaloutta vajeesta

(3,6 % BKT:stä vuonna 2010) kohti tasapainoa. Venäjän viennin määrän arvioidaan kasvavan varsin hitaasti, sillä raakaöljyn ja öljytuotteiden viennin ei odoteta lisääntyvän. Maakaasun ja muiden perushyödykkeiden viennin kasvu paikkaa tilannetta osaksi. Investoinnit ovat vironneet lammasta vähitellen. Niiden uskotaan elpyvän kunnolla vasta tänä ja ensi vuonna, sillä yrityksillä on edelleen enemmän vapaata kapasiteettia kuin ennen taantumaa.

Ennusteen riskit liittyvät lähinnä energian ja metallien kansainvälisiin hintoihin, jotka – Venäjän kannalta myönteisesti – voivat nousta edelleen. Toisaalta inflaation pysyminen nopeana voi syödä pohjaa kulutuksen kasvulta. Investointien elpymisen syvästä lamakuopasta voi muodostua arvioitua vahvemmaksi.

Kuvio.



Suomen talouden näkymät vuosina 2011–2013

17.3.2011

Suomen talous kasvaa lähivuosina verraten ripeästi. Vuonna 2011 kasvu nopeutuu lähes 4 prosenttiin, mutta vuosina 2012–2013 se hidastuu selvästi. Työttömyys vähenee hitaasti, eikä julkinen velkaantuminen pysähdy ennustejaksolla. Inflaatio kiihtyy kuluvana vuonna 3 prosentin tuntumaan, mutta hidastuu ennustejakson kuluessa 2 prosenttiin.

Suomen talous elpyi vahvasti vuonna 2010, kun sekä kotimainen kysyntä että vienti tukivat kasvua. Tuotannon tuntuva kasvu viime vuoden mittaan suurentaa huomattavasti myös vuoden 2011 keskimääräistä kasvulukua. Kasvu jatkuu verraten nopeana, mutta hidastuu selvästi ennustejakson loppua kohden. Bruttokansantuote kasvaa 3,9 % vuonna 2011, 2,7 % vuonna 2012 ja 2,5 % vuonna 2013. Taantumaa edeltänyt tuotannon taso saavutetaan vuoden 2012 aikana eli jonkin verran aiemmin kuin vielä puoli vuotta sitten arvioitiin (kuvio 1).

Taantumien myötä teollisuuden osuus talouden tuotannosta on supistunut ja samalla tuottavuuskehitykseltään hitaampien palvelualojen osuus on kasvanut. Tämä rakennemuutos heikentää talouden pidemmän aikavälin kasvumahdollisuuksia.

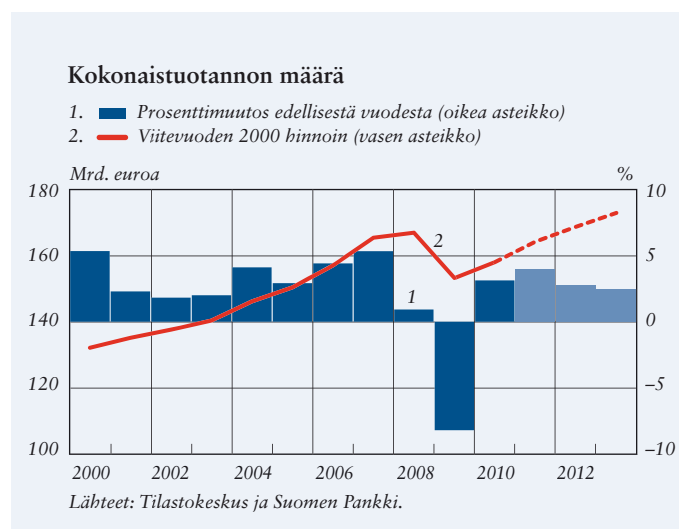
Viennin kasvua tukee investointitavaroiden kysynnän voimistuminen maailmalla ennustejakson loppupuolella. Kotimarkkinoilla rakennustoiminta kasvaa vilkkaan asuinrakentamisen myötä nopeasti vielä vuonna 2011, mutta kasvu tasaantuu sen jäl-

keen. Yritysten tuotannolliset investoinnit vauhdittuvat ennustejaksolla, mutta kotimaista kysyntää hillitsee kotitalouksien korkealle jäävä säästämisaste. Kysynnän rakenne on taantumien jälkeen siirtynyt kotimaisen kysynnän suuntaan, kun viennin osuus kokonaiskysynnästä on supistunut.

Työllisten määrä lisääntyy tuotannon ripeän kasvun myötä, ja työttömyys vähenee asteittain noin 7 prosenttiin vuonna 2013. Palkansaajien reaaliensiot pienenevät inflaation kiihtymisen takia hieman vuonna 2011, mutta lisääntyvät sen jälkeen vajaan 1 prosentin vuosivauhtia.

Julkisen talouden alijäämä supistuu mutta valtion velkaantuminen ei ala vähetä. Ennustejakson lopulla julkisen talouden alijäämä on 0,8 % ja julkinen velka on 54,0 % bruttokansantuotteesta. Vaihtotase säilyy ylijäämäisenä.

Kuvio 1.



Suomen talouskasvu on voimistunut, mutta uusia huolenaiheita on näköpiirissä.

Raaka-aineiden hintojen nopea nousu ja välillisen verotuksen kiristäminen kiihdyttävät inflaation keskimäärin 3 prosentin tuntumaan vuonna 2011. Inflaatio hidastuu ennustejaksolla vähitellen noin 2 prosentin vuosivauhtiin.

Viimeaikainen kehitys

Kokonaistuotanto kasvoi Suomessa vuonna 2010 ennakkotietojen mukaan 3,1 %. Tuotannon kasvu oli vuoden aikana ripeää, mutta kokonaistuotanto oli vuoden lopulla vasta vuoden 2006 tasolla.

Tiedot Suomen talouden viimeaikaisesta kehityksestä ovat kaksijakoisia. Yhtäältä talouskasvu on voimistunut ja kyselyt osoittavat luottamuksen tulevaisuuteen kohentuneen vahvasti. Toisaalta nopea kasvu on koskenut ainoastaan joitakin toimialoja ja uusia huolenaiheita on nousut sekä kansainvälisestä taloudesta että kotimaasta.

Teollisuudessa tuotannon elpyminen on ollut hyvin eritahtista eri aloilla. Kemianteollisuus näyttää jo toipuneen taantumasta. Myös metalliteollisuuden tuotanto alkoi vuoden 2010 aikana kasvaa, ja erityisesti metallien jalostus lisääntyi nopeasti vientikysynnän tukemana. Sähkö- ja elektroniikkateollisuuden tuotanto kasvoi vain hitaasti ja on edelleen lähes 20 % vuoden 2008 tuotantoa pienempi. Metsäteollisuuden tuotanto puolestaan lisääntyi reippaasti, mutta tuotantokapasiteetin leikkausten vuoksi nopeaa paluuta taantumaa

edeltäneelle tasolle ei ole näköpiirissä. Koko teollisuustuotanto kasvoi nopeasti erityisesti vuoden 2010 toisella ja neljännellä neljänneksellä.

Suomen vienti alkoi elpyä huomattavasti kansainvälisen kaupan kohenemista myöhemmin, vasta vuoden 2010 toisella neljänneksellä. Investointitavaroihin painottuneen viennin rakenteen vuoksi Suomen vienti reagoi vientimarkkinoiden elpymiseen viiveellä. Maailmalla on vielä runsaasti vapaata tuotantokapasiteettia, minkä vuoksi tuotannolliset investoinnit kasvavat hitaasti. Investointitavaroiden vienti jäi edelleen vuonna 2010 tasoltaan edellisvuotista heikommaksi, vaikka vienti alkoi vuoden aikana jo kasvaa. Suomen vientiä vauhdittivat vuoden 2010 aikana erityisesti metsä- ja kemianteollisuuden tuotteiden vienti sekä metallien jalostus.

Vuoden 2011 alussa Suomen kokonaistuotannon kasvu näyttää jatkuneen ripeänä. Tähän viittaavat alkuvuoden hyvien työllisyyslukujen ohella yritysten positiivisena säilyneet arviot tulevaisuudesta. Tilauskannat ovat edelleen vahvistuneet, ja uusien tilausten kokonaisarvo on kasvanut. Tilauskannat ovat kuitenkin tuntuvasti pienemmät kuin taantumaa edeltäneinä vuosina etenkin metalliteollisuudessa. Lisäksi yritysten kannattavuus parani selvästi vuonna 2010, mikä myös tukee kasvamahdollisuuksia.

Kuluttajien luottamus vahvistui vuoden 2010 aikana jopa ennätysalaisen hyväksi, vaikka euroalueen

velkakriisi herättikin epävarmuutta ajoittain myös suomalaisissa kuluttajissa (kuvio 2). Kuluttajien ostovoimaa tukivat vuonna 2010 kotitalouksien tulojen kasvu, tuloverotuksen keventäminen ja työllisyyden paraneminen sekä alhainen korkotaso. Ostovoiman kasvu vauhditti erityisesti autokauppaa ja lisäsi vähittäiskaupan kysyntää, joka palautui vuoden 2010 aikana jotakuinkin taantumaa edeltäneisiin lukemiin. Myös varallisuushintojen nousu tuki kulutusta.

Luottamuksen vahvistuminen ja matalana pysynyt korkotaso kannustivat edelleen ottamaan uusia asuntolainoja. Vahva kysyntä ja tarjonnan niukkuus tukivat asuntojen hintojen nousua erityisesti alkuvuoden 2010 aikana. Hintojen nousuvauhti hidastui vuoden 2010 loppupuolella, kun valmistuneiden uusien asuntojen määrä alkoi kasvaa. Asuinrakentaminen lisääntyi vuoden 2010 aikana poikkeuksellisen nopeasti. Sen sijaan yksityisten tuotannollisten investointien kehitys oli heikkoa. Teollisuus- ja varastotilojen rakentaminen osoitti loppuvuodesta 2010 piristymisen merkkejä rakennuslupien määrän kasvaessa. Kone- ja laiteinvestoinnit supistuivat edelleen, kun vapaata tuotantokapasiteettia oli runsaasti käytettävissä.

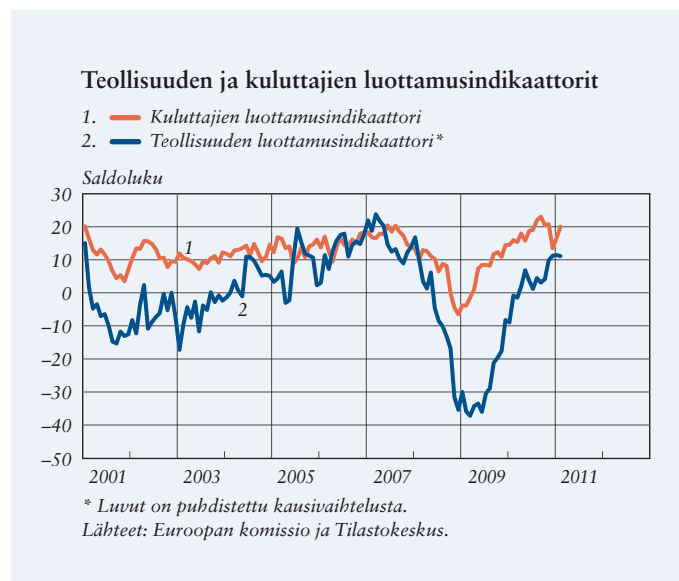
Työmarkkinoilla tilanne on parantunut hitaanaisesti. Työllisten määrän kasvu oli odotettua hitaampaa viime vuoden loppupuolella, ja työttömyysasteen trendi on pysytellyt 8 prosentin tuntumassa syyskuusta

2010 lähtien. Lomautettujen määrä on tosin vähentynyt selvästi, ja avointen työpaikkojen määrä on kasvanut.

Inflaatio pysyi alkuvuoden 2010 hitaana osittain lokakuussa 2009 toteutetun elintarvikkeiden arvonlisäveron alentamisen vaikutuksen vuoksi. Lokakuussa 2010 inflaatio nopeutui yli 2 prosentin. Heinäkuusta 2010 alkaen inflaatiota kiihdytti myös yleisen arvonlisäverokannan yhden prosenttiyksikön korotus. Veronkorotuksesta aiheutuvaa inflaation kiihtymistä hillitsi samaan aikaan toteutettu ravintolaruoan arvonlisäveron alentaminen.

Finanssikriisiin jäädessä taakse hintakehitys on alkanut taas voimistua. Raakaöljyn ja muiden raaka-aineiden, kuten elintarvikeraaka-aineiden, hintojen nopea nousu vuoden 2010 aikana on kiihdyttänyt

Kuvio 2.



Raakaöljyn hinnannousu, energiaverojen korotus ja elintarvikkeiden hintojen kohoaminen ovat nopeuttaneet inflaatiota.

inflaatiota kaikkialla maailmassa. Raakaöljyn hinnannousu, energiaverojen korotus tammikuussa ja elintarvikkeiden hintojen kohoaminen nopeuttivat Suomen inflaation helmikuussa 3,5 prosenttiin. Tuontihintojen nousuvauhti on ollut varsin nopeaa jo useita kuukausia, mikä yhdessä energiakustannusten kasvun välillisten vaikutusten kanssa lisää inflaatiopaineita.

Suomen talouspolitiikan keskeinen haaste on palauttaa taantuman heikentämä julkinen talous kestäväälle pohjalle. Taantuma vähensi valtion ja kuntien verotuloja voimakkaasti ja kasvatti julkista velkaa. Velanhoitomenojen ohella julkisen talouden tasapainoa heikentää tulevaisuudessa ikäsidonnaisten menojen lisääntyminen.

Kansainvälinen tausta

Maailmantalouden toipuminen taluskriisistä eteni ripeästi vuonna 2010. Alkuvuoden nopean elpymis-

vaiheen jälkeen kasvu hidastui vuoden loppua kohden. Maailman bruttokansantuote kasvoi 5,0 %. Kansainvälistä taloutta koskevassa Suomen Pankin ennusteessa maailman bruttokansantuotteen odotetaan kasvavan vuosina 2011–2013 runsaan 4 prosentin vuosivauhtia.¹ Maailmankaupan kasvuvauhdin odotetaan tasaantuvan runsaan 7 prosentin vuosivauhtiin nopean palautumisvaiheen jälkeen. Nousevien talouksien kasvu on huomattavasti nopeampaa kuin kehittyneiden talouksien. Suomen vienti painottuu hitaammin kasvaaviin kehittyneisiin talouksiin.

Raaka-aineiden hintojen nousu kiihtyi huomattavasti vuonna 2010. Raakaöljyn hintaa on nostanut ennen kaikkea kysynnän kasvu maailmantalouden elpymisen myötä, mutta viime kuukausina myös arabimaiden sisä-

¹ Suomen Pankin uusi kansainvälisen talouden ennuste esitellään tämän lehden artikkelissa ”Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous”.

Taulukko 1.

Ennusteen oletukset					
	2009	2010	2011 ^e	2012 ^e	2013 ^e
Suomen vientimarkkinat ¹ , prosenttimuutos	-12,8	12,8	7,5	6,7	6,8
Öljyn hinta, USD/barreli	61,9	79,6	110,0	110,2	107,8
Suomen vientimaiden vientihinnat euroina, prosenttimuutos	-4,7	7,5	4,5	1,8	1,7
Euribor, 3 kk, %	1,2	0,8	1,4	2,3	2,8
Suomen 10 vuoden obligaatiokorko, %	3,7	3,0	4,0	4,2	4,3
Suomen nimellinen kilpailukykyindikaattori ²	107,6	103,6	101,3	101,5	101,8
Euron arvo Yhdysvaltain dollareina	1,39	1,33	1,37	1,36	1,35

¹ Suomen vientimarkkinoiden kasvu on tuonnin kasvu Suomen viennin kohdemaissa keskimäärin niiden vientiosuuksilla painotettuna.

² Suppea, euroalueen mailla täydennetty, tammi-maaliskuu 1999 = 100.

e = ennuste.

Lähteet: Tilastokeskus, Bloomberg ja Suomen Pankki.

set levottomuudet ovat näkyneet öljyn hinnassa, kun huoli tarjontahäiriöistä on kasvanut. Ennusteessa öljyn hinnan oletetaan kehittyvän ennustejaksolla 1.3.2011 vallinneiden futuurinoteerausten mukaisesti. Öljyn Brent-laadun hinnan odotetaan näiden noteerausten perusteella pysyttelevän noin 110 dollarissa tynnyriltä. Muiden teollisuusraaka-aineiden hintojen odotetaan nousevan edelleen vuonna 2011 varsin nopeaa vauhtia, mutta seuraavina vuosina hintojen kohoamisen arvioidaan hidastuvan selvästi. Etenkin elintarvikeraaka-aineiden hinnat ovat nousseet poikkeuksellisten sääolojen aiheuttamien tarjontahäiriöiden vuoksi viimeisen vuoden aikana.

Ennusteen korko-oletus perustuu 1.3.2011 vallinneisiin rahamarkkinoiden korkofutuurinoteerauksiin, joiden perusteella 3 kuukauden euriborkorko nousee 1,4 prosentista vuonna 2011 hieman alle 3 prosenttiin vuonna 2013. Euron ulkoisen arvon oletetaan noudattavan rahamarkkinoiden valuuttatermiinoteerauksia ja säilyvän vakana koko ennustejakson (taulukko 1).

Yritykset

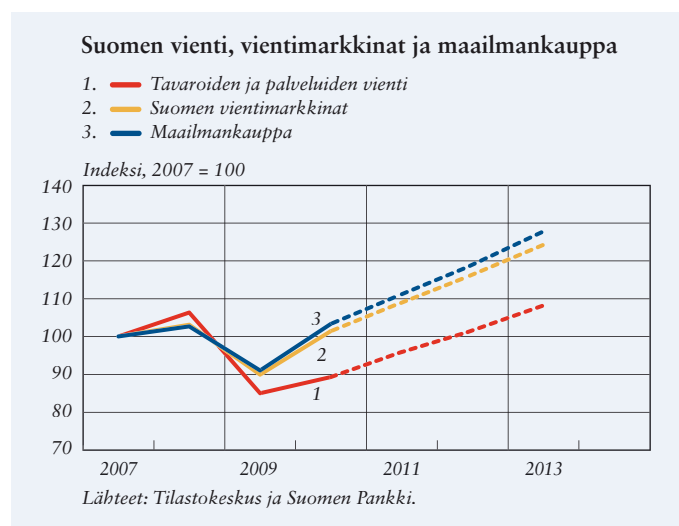
Kotimaisten yritysten toimintaympäristö kohentui vuoden 2010 aikana merkittävästi. Kysyntä voimistui vahvasti vientimarkkinoilla, ja myös kotimaassa kotitalouksien vahva luottamus ja vakaa tulokehitys lisäsivät sekä kulutustavaroiden ja palveluiden kysyntää että kiihdyttivät erityisesti asuinrakentamista. Kyselytutkimusten mukaan yritysten rahoituksen saanti

parani, vaikka rahoitusongelmista ja maksuvaikeuksista kärsiviä yrityksiä oli edelleen enemmän kuin finanssi-kriisiä edeltävinä vuosina. Rahoitus-tilanteen helpottumisesta ja matalasta korkotasosta huolimatta yritysten investoinnit supistuivat ja ulkoisen rahoituksen kysyntä oli vaimeaa. Kysynnän toipuminen taantuman aikaisesta voimakkaasta pudotuksesta kohensi yritysten tuloskehitystä.

Suomen vienti pääsi vientimarkkinoiden kasvuun mukaan vuoden 2010 kuluessa. Tavaravienti lisääntyi Tilastokeskuksen ennakkotietojen perusteella 10 %, mutta palveluiden vienti väheni selvästi edellisvuotiseen tapaan.

Viennin ennustetaan kehittyvän suotuisasti ennustevuosina (kuvio 3). Vuonna 2011 päävientimarkkinoilla kasvun rakenteen odotetaan vielä olevan Suomen investointitavaroihin painottuvan viennin kannalta epäedullinen. Kuluvan vuoden viennin kasvu-

Kuvio 3.



Ennusteessa viennin määrä tavoittaa taantumaa edeltäneen tason vasta vuonna 2013.

lukua suurentaa edellisvuoden aikana toteutunut viennin tuntuva lisääntyminen. Vuosina 2012 ja 2013 investointitavaroiden kysyntä alkaa maailmalla vauhdittua ja osaltaan tukea Suomen vientiä. Vuoden 2009 viennin pudotus oli historiallisen voimakas. Ennusteessa viennin määrä tavoittaa taantumaa edeltäneen määrän vasta vuonna 2013.

Vientiyritysten toimintaedellytyksiin kotimaassa ei odoteta suuria muutoksia ennustevuosina. Työkustannusten lisääntymisen odotetaan pysyttelevän maltillisena ja työn tuotavuuden suhdanneluonteisen elpymisen tasaantuvan vähitellen. Yksikkötyökustannusten kasvun ennustetaan nopeutuvan hieman ennustejakson aikana. Markkinaodotusten mukaan myös euron efektiivinen valuuttakurssi pysyy lähes muuttumattomana ennustejakson ajan. Vientiyritysten hintakilpailukyvyyn ei siten odoteta merkittävästi muuttuvan ennustejakson aikana.

Tuotantopanoksina käytettävien raaka-aineiden hintojen voimakas nousu ja kysynnän elpyminen vuoden 2010 aikana näkyivät myös Suomen keskeisissä vientihinnoissa. Metallialusteiden hintoja nosti Kiinan vahva kysyntä, ja myös eri paperilaatujen ja sahatavaran hinnat nousivat vuoden aikana. Teollisuuden raaka-aineiden hintojen kallistumisen ennustetaan hidastuvan selvästi ennustejaksolla. Myös vientihintojen nousu hidastuu ennustejaksolla, kun vapaa kapasiteetti ja keskeisten vientialojen kireä kilpailutilanne pitävät hintapaineet kurissa.

Vientiyritysten kysynnän voimistuminen ja tuotantomäärien kasvu lisäävät vähitellen yritysten tuotannollisia investointeja. Kone- ja laiteinvestointien tarve on kasvanut tuotannon elpymässä, sillä nämä investoinnit supistuivat voimakkaasti vuosina 2009 ja 2010. Kovin voimakasta investointien kasvu ei ennustejaksolla kuitenkaan ole, sillä tuotantokapasiteetin käyttöasteet ovat viime aikojen selvästä noususta huolimatta edelleen normaalia matalammat. Taantumaa edeltänyttä tasoa lähellä ovat vain metsä- ja kemianteollisuuden käyttöasteet. Elinkeinoelämän keskusliiton investointitiedustelun mukaan teollisuusyritysten kiinteiden investointien arvon odotetaan kasvavan 12 % tänä vuonna. Korvausinvestointien osuus teollisuuden investoinneista on kuitenkin edelleen poikkeuksellisen suuri, ja vain neljäsosa investoinneista kohdistuu kapasiteetin laajentamiseen.

Rahoituksen saatavuuden ei odoteta muodostuvan merkittäväksi investointien esteeksi, ja yritysten tuloskehityksen odotetaan pysyvän hyvänä. Markkinaodotusten mukainen korkojen nousu lisää rahoituskustannuksia erityisesti ennustejakson loppupuolella kohti nykyistä normaalimpaa tasoa.

Kotimarkkinoille suuntautuneiden yritysten kysyntänäkymien ennustetaan pysyvän myös melko suotuisina. Palvelualojen tuotanto kasvoi noin 2 % vuonna 2010 ja rakentaminen vilkastui selvästi. Asuinrakennusinvestoinnit kasvoivat

viidenneksen, mutta myös muu rakentaminen elpyi vuoden kuluessa.

Kotitalouksien tulot kehittyvät ennustejaksolla melko ripeästi sekä ansio- ja pääomatulojen että tulonsiirtojen kasvaessa. Hyvä tulojen kehitys pitää yllä vähittäiskaupan kasvua ja yksityisten palveluiden kysyntää koko ennustejakson ajan. Erityisesti terveys- ja sosiaalipalvelujen tarve kasvaa tuntuvasti, ja kun kunnat turvautuvat yhä enemmän ostopalveluihin, yksilöllisiä palveluja tuottava yritystoiminta kasvaa edelleen voimakkaasti.

Rakentamisen kasvun ennustetaan jatkuvan. Asuinrakentaminen on jo lisääntynyt lähelle huippuvuosien tasoaan, ja ennustejaksolla asuinrakentamisen kasvu hidastuu selvästi. Hidastumiseen vaikuttaa myös se, että elvytystoimien avulla aloitetut rakennuskohteet valmistuvat. Markkinaodotusten mukainen korkojen nousu hillitsee asuntojen kysyntää ja hidastaa asuntojen hintojen nousua. Muu rakentaminen kasvaa ennustejaksolla maltillisesti, kun tuotannon elpyminen lisää vähitellen sekä liike- ja toimistotilojen että teollisuuden tuotantotilojen kysyntää. Kuntien tarve rakennusten korjausinvestointeihin on mittava, mutta kuntien tiukan rahoitustilanteen vuoksi julkiset investoinnit kasvavat vain maltillisesti.

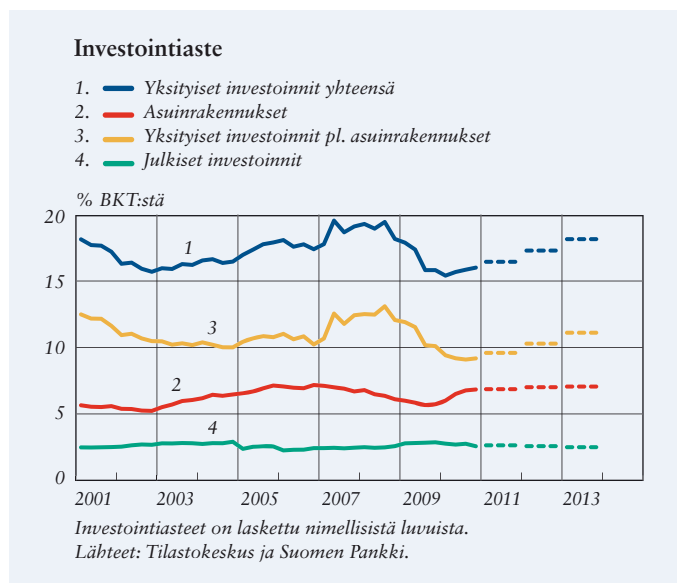
Kysynnän elpyminen ja tuotannon kasvu sekä vientialoilla että kotimarkkinoilla eivät vielä vuonna 2010 saaneet tuotannollisia investointeja kasvuun. Yksityisten investointien

osuus bruttokansantuotteesta supistui 16 prosentin tuntumaan, vaikka asuinrakennusinvestoinnit lisääntyivät tuntuvasti. Ennustejaksolla investointiaste nousee, kun tuotannolliset investoinnit vilkastuvat ja asuinrakentamisen maltillinen kasvu jatkuu (kuvio 4).

Tuotannon ripeä elpyminen vuonna 2010 lisäsi yritysten työpaikojen kysyntää. Tehtyjen työtuntien määrä kasvoi yksityisellä sektorilla lähes 2 %, mutta työllisten määrä jäi myönteisestä käänteestä huolimatta hieman edellisvuotista pienemmäksi. Ennustevuosina yritysten työn kysyntä voimistuu tuotannon kasvaessa ja myös työllisten määrä kasvaa 20 000–30 000 hengellä vuosittain. Työvoimakustannusten kasvun ennustetaan kiihtyvän tänä vuonna noin 3 prosentin tuntumaan ja nopeutuvan hieman ennustejakson loppua kohden.

Kuvio 4.

Investointiaste nousee, kun tuotannolliset investoinnit vilkastuvat ja asuinrakentamisen kasvu jatkuu.



Säästämisasteen arvioidaan jäävän historiaansa nähden korkeaksi.

Kotitaloudet

Kotitalouksien kysyntä on toipunut taantumasta nopeasti. Yksityisen kulutuksen kasvu vauhdittui 3 prosentin tuntumaan vuoden 2010 kuluessa, ja sekä auto- että asuntokauppa on käynyt vilkkaasti. Säästämisaste on kuitenkin pysynyt poikkeuksellisen korkealla tasolla, johon se taantumun seurauksena vuonna 2009 nousi.

Yksityisen kulutuksen vakaalle kasvulle on hyvät edellytykset myös lähivuosina. Työllisyystilanne on edelleen kohentumassa, ja palkkojen odotetaan nousevan tasaisesti. Tulonmuodostukseen vaikuttaa lähivuosina myös eläketulojen ripeä kasvu, kun eläkeläisten määrä lisääntyy ja eläkkeet nousevat. Kotitalouksien tuloista onkin yhä suurempi osa sektorin sisäistä tulojen uudelleenjakoa eläkejärjestelmän kautta.

Kotitalouksien käytettävissä olevat tulot kasvavat jotakuinkin bruttotulojen vauhtia, sillä ansiotulojen verotuksen oletetaan ennusteessa pysyvän neutraalina. Tosin vuonna 2011 osinkotulojen kasvu lisää jonkin verran kotitalouksien tuloja. Keskimäärin käytettävissä olevat tulot kasvavat reilun 4 prosentin vuosivauhtia. Ostovoiman kohenemistä hidastaa kuitenkin inflaation kiihtyminen, ja käytettävissä olevat reaalitytulot kasvavat alle 2 prosentin vauhtia ennustejaksolla (kuvio 5).

Yksityisen kulutuksen kasvua tukee hyvän tulokehityksen lisäksi matala korkotaso. Varsinkin reaalkorko on edelleen poikkeuksellisen matala. Vuonna 2011 yksityisen kulutuksen määrä kasvaa selvästi käytettävissä olevia tuloja nopeammin. Vuosina 2012 ja 2013 säästämisaste laskee vain hieman. Ennusteessa säästämisasteen arvioidaankin jäävän historiaansa nähden korkeaksi.

Ennusteessa kotitalouksien oletetaan jo varautuvan nähtävissä olevaan julkisen talouden sopeutukseen. Epävarmuus siitä, millä toimilla julkisen talouden kestävyys tullaan turvaamaan, lisää varovaisuussäästämistä. Kotitalouksien säästämistä tukee siis odotettavissa oleva, pääosin ennustejakson jälkeiseen aikaan ajoittuva julkisen talouden sopeuttaminen.² Kotitaloudet pyrkivät varautumaan paitsi

Kuvio 5.



² Julkisen talouden ennusteessa on otettu huomioon vain jo päätetyt finanssipoliittiset toimet. Ennuste perustuu siten oletukseen, että julkisen talouden kestävyys turvaaviin sopeuttamistoihin ei ennustejaksolla ryhdytä.

verotuksen kiristymiseen myös eläke-etuisuuksien heikkenemiseen. Lisäksi vanhemmat ikäluokat varautuvat rahoittamaan palvelutarpeensa kasvua.

Kaiken kaikkiaan yksityisen kulutuksen kasvu hidastuu ennustejakson lopulla noin 2 prosentin vauhtiin. Vuonna 2011 kulutuksen kasvu on jonkin verran tätä nopeampaa, kun kestokulutushyödykkeiden kulutus palautuu taantumaa edeltäneelle tasolle.

Kokonaistuotanto ja työllisyys

Kasvun rakenne

Vuonna 2010 kokonaistuotanto kasvoi hieman yli 3 % edellisvuotisesta. Sekä vientiin suuntautuneen teollisuuden että kotimarkkina-alojen tuotanto lisääntyi nopeasti kysynnän elpymisestä. Vientikysynnän voimistuminen suurensi nettoviennin vaikutuksen kasvuun selvästi positiiviseksi. Yksityinen kulutus vahvistui kotitalouksien hyvän tulokehityksen ja lujan luottamuksen ansiosta. Huolimatta asunoinvestointien voimakkaasta kasvusta yksityisten investointien vaikutus kasvuun jäi nolllaksi. Varastoinvestoinnit kasvattivat bruttokansantuotetta yli ½ prosenttiyksikköä (kuvio 6).

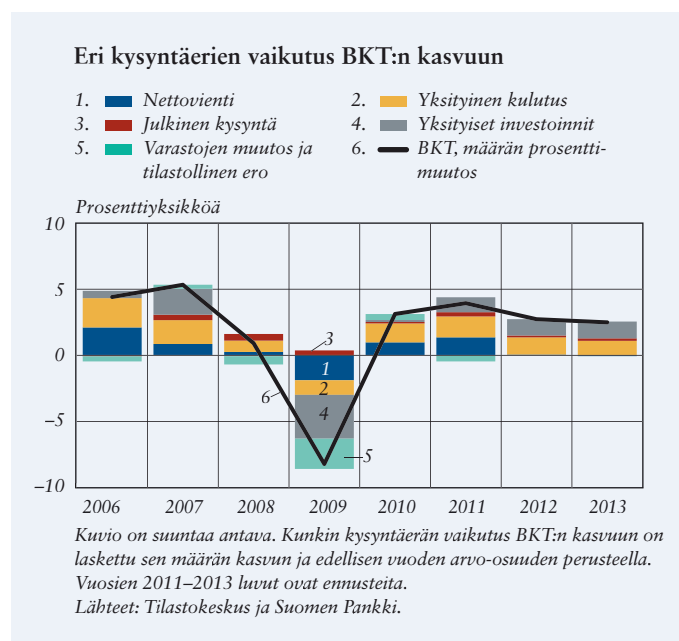
Bruttokansantuotteen kasvu on ennustejaksolla edelleen verraten nopeaa, mutta hidastuu jakson loppua kohden. Vuoden 2011 bruttokansantuotteen kasvulukua suurentaa poikkeuksellisen voimakas, yli 2 prosentin kasvuperintö. Talouden tuotantopotentiaalin arvioidaan heikentyneen selvästi taantumien aikana.

Ennustevuosien noin 3 prosentin kasvu kuvastaakin tuotannon vähittäistä palautumista kohti uutta tuotantopotentiaalin mukaista kasvu-uraa, joka on aiempaa matalammalla tasolla. Taantumien myötä vauhdittunut rakennemuutos heikentää myös talouden pidemmän aikavälin kasvunäkymiä: teollisuuden osuus talouden tuotannosta on supistunut ja samalla tuottavuuskehitykseltään hitaampien palvelualojen osuus on kasvanut.

Yksityinen kulutus tukee kasvua vakaasti koko ennustejakson ajan. Vuonna 2011 nettoviennin vaikutus kasvuun pysyy voimakkaana, ja yksityisten investointien lisääntyminen vahvistaa kotimaisen kysynnän merkitystä kasvun lähteenä. Vuosina 2012–2013 nettoviennin merkitys pienenee viennin ripeästä kohenemisen

Taantumien myötä vauhdittunut rakennemuutos heikentää talouden pidemmän aikavälin kasvunäkymiä.

Kuvin 6.



Tuotannon kasvu taantumun jälkeen on lisännyt uusia työpaikkoja vain vähän.

sesta huolimatta, kun tuonnin kasvu nopeutuu kotimaisen kysynnän vilkastumisen myötä. Julkisen kysynnän vaikutus bruttokansantuotteen kasvuun pysyy heikkona koko ennustejakson ajan.

Kokonaistuotannon määrän ennustetaan ylittävän taantumaa edeltäneen vuoden 2008 huipun vuonna 2012. Yksityinen kulutus kasvoi jo vuonna 2010 samansuuruiseksi kuin ennen kriisiä, mutta viennin ja investointien volyymit ylittävät ennusteessa aiemmat huippunsa vasta vuonna 2013. Suomen talouden rakenne painottuu kriisiä edeltänyttä aikaa enemmän kotimaiseen kysyntään. Yksityisen kulutuksen osuus kokonaistuotannon arvosta vakiintuu selvästi aikaisempaa suuremmaksi. Viennin osuus suurenee taantuvien vuosien pohjastaan, mutta jää selvästi pienemmäksi kuin huippuvuosina.

Työmarkkinat

Työllisyys heikkeni tuotannon romahdukseen nähden kohtalaisen vähän taantumun aikana. Työttömyyden kasvua puskuroivat laajasti käytössä olleet lomautusjärjestelyt sekä työntantajien halu pitää kiinni ammattitaitoisesta työvoimasta. Vastaavasti tuotannon kasvu taantumun jälkeen on lisännyt uusia työpaikkoja vain vähän. Käytännössä työvoiman kysynnän elpymisen on tarkoittanut pitkälti lomautusten vähenemistä ja tehtyjen työtuntien määrän kasvua.

Lomautettuja oli työ- ja elinkeinoministeriön tietojen mukaan enimmä-

lään noin 90 000 huhtikuussa 2009. Joulukuussa 2010 lomautettuna oli edelleen yli 30 000 henkeä, mikä on yhä noin kaksinkertainen määrä verrattuna kriisiä edeltäneeseen tilanteeseen. Työvoiman kysynnän kasvu ei tule siten vielä vuonna 2011 näkyämään vastaavansuuruisena työllisten määrän lisäyksenä.

Työvoiman tarve suurenee koko ennustejakson. Tuotannon kasvun painopiste pysyy työvoimavaltaisilla palvelualoilla ja rakennustoiminnassa, vaikka teollisuudenkin tuotanto kasvaa. Kuntien rekrytointitarve on myös poikkeuksellisen suuri, sillä ennustejaksolla kunnista arvioidaan jäävän eläkkeelle lähes 50 000 työntekijää.

Työvoiman tarjonnan kannalta on olennaista, mitä valintoja tekevät ne ikäluokat, joilla on mahdollisuus jo jäädä eläkkeelle. Ennusteessa ikääntyvien osallistumisasteen odotetaan nousevan edelleen, mikä kompensoi väestön ikääntymisen vaikutuksia ja pitää työvoiman määrän suunnilleen ennallaan. Keskimäärin osallistumisaste jonkin verran alenee ennustejaksolla, sillä työikäisen väestön vanhetessa kasvaa niiden ikääntyneiden ikäluokkien suhteellinen paino, joiden osallistumisaste on keskimääräistä matalampi.

Työmarkkinoiden nähdään toipuvan vuosien 2008 ja 2009 heikosta tilanteesta ilman, että työvoimaa siirtyy merkittävässä määrin työmarkkinoiden ulkopuolelle. Tätä näkemystä tukee työmarkkinoiden viimeaikainen

kehitys: pitkäaikaistyöttömyys ei ole kasvanut erityisen suureksi ja nuorten työttömyysaste on alkanut laskea ja työttömyysjaksot ovat lyhentyneet.

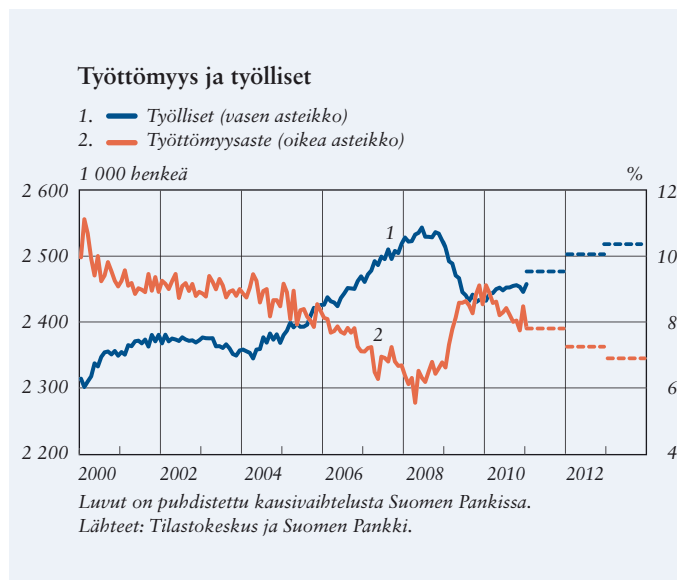
Työllisten määrä kasvaa ennustejaksolla keskimäärin hieman alle 1 prosentin vuosittain. Tehdyt työtunnit lisääntyvät työllisten määrää nopeammin vuonna 2011. Työllisyyden kasvu on yksityisen sektorin varassa. Valtion ja kuntien yhteenlaskettu työllisten määrä supistuu noin 0,4 % vuosittain. Työllisyysaste nousee 70,8 prosenttiin eli taantumaa edeltäneisiin lukemiin.

Työmarkkinat kiristyvät ennustevuosina, mutta merkittäviä pullonkauloja tai hallitsematonta työvoimakustannusten kasvua ei ennusteessa oleteta. Työttömyysaste pysyy edelleen kohtalaisen korkeana ja on keskimäärin 7,8 % vuonna 2011, 7,2 % vuonna 2012 ja 6,9 % vuonna 2013 (kuvio 7). Työvoiman tarjonta voi osoittautua aiempaa joustavammaksi, sillä monet jo vanhuuseläkkeelle siirtyneet voivat osallistua osittain työelämään. Se helpottaisi erityisesti kuntien työllisyysatilannetta.

Tuottavuus

Taantuman aikana työn tuottavuus romahti poikkeuksellisesti, kun työpanoksen pudotus jäi selvästi tuotannon supistumista pienemmäksi. Vuonna 2010 työn tuottavuus puolestaan koheni huomattavasti, kun bruttokansantuote kasvoi noin 3 prosentin vauhtia ja työllisyyden kasvu jäi hitaaksi. Tuottavuuden kasvu mitat-

Kuvio 7.



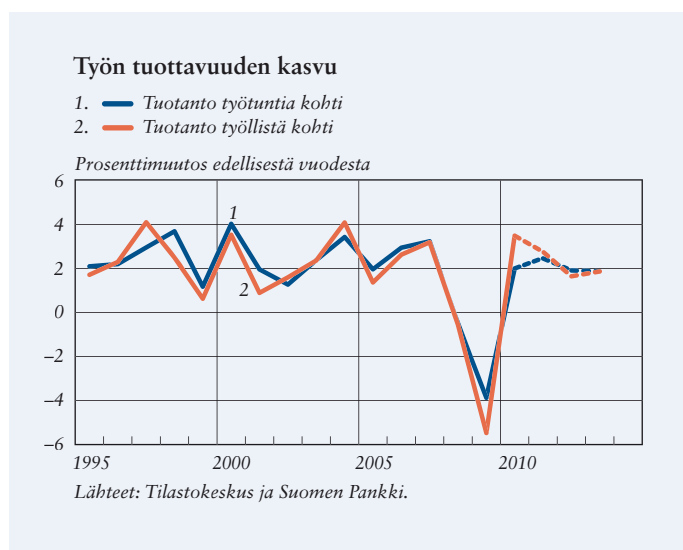
tuna bruttokansantuotteella työllistä kohden ylsi noin 3½ prosenttiin. Työtuntien määrä kasvoi työllisten määrää nopeammin, joten työtuntia kohden mitattu tuottavuuden koheneminen jäi noin 2 prosenttiin.

Vuoden 2011 aikana työn tuottavuuden verraten ripeä kasvu heijastaa edelleen palautumista syvästä taantumasta. Suhdanneluonteisen elpymisen jälkeen tuottavuuden kasvu hidastuu alle 2 prosentin jo vuonna 2012. Pidemmällä aikavälillä tuottavuuden kehityksen ei ennusteta muodostuvan erityisen vahvaksi, vaikka taantumaa edeltänyt vuoden 2007 tuottavuuden taso saavutetaankin kuluvan vuoden aikana.

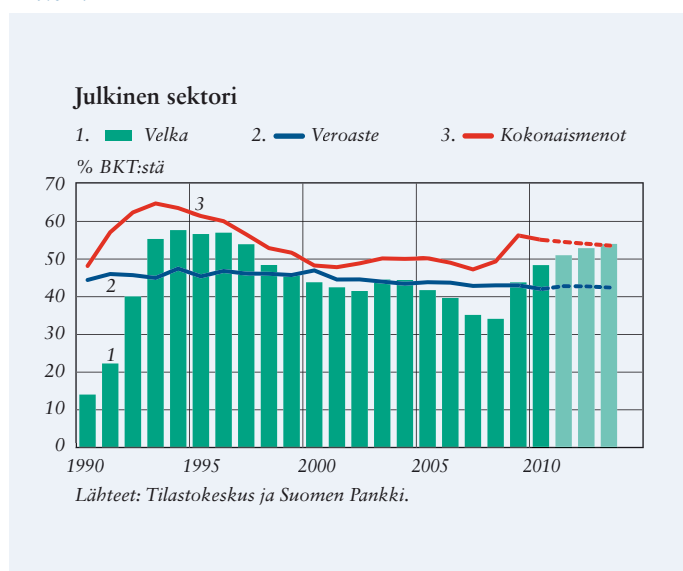
Teollisuuden tuotanto-osuuden supistuminen ja erityisesti sähkö- ja elektroniikkateollisuuden merkityksen pienentyminen hidastavat vastai-

suudessa koko talouden tuottavuuden kehitystä. Myös tuotannollisiin investointeihin viime aikoina tehtyjen panostusten vähäisyys hidastaa osaltaan tuottavuuden kasvua ennustejakson lopulla (kuvio 8).

Kuvio 8.



Kuvio 9.



Julkinen talous

Ilman uusia finanssipolitiikan toimia julkisen talouden alijäämä pienenee vain vähän. Reippaasta talouskasvusta huolimatta valtiontalous jää tuntuvasti alijäämäiseksi. Myös kuntien alijäämä pysyy ½ prosentin tuntu-massa suhteessa BKT:hen. Sosiaali-turvarahastot pysyvät edelleen selvästi ylijäämäisinä, vaikka ylijäämä hie-man pieneneekin ennustejakson lop-pua kohden. Yhteensä julkisen talou-den alijäämä suhteessa bruttokansan-tuotteeseen on 1,3 % vuonna 2011, 1,0 % vuonna 2012 ja 0,8 % vuonna 2013. Julkisen talouden perusrahoi-tusasema, eli rahoitusasema ilman korkomenoja on ennustejakson lopussa hieman ylijäämäinen, mutta ei riittävästi pysäyttämään velkaan-tumista. Valtion velka-aste nousee 47,5 prosenttiin ja EMU-velka kasvaa 54,0 prosenttiin suhteessa BKT:n vuonna 2013 (kuvio 9).

Julkisen talouden alijäämän supistuminen johtuu pääosin siitä, että talouden elpymiseen liittyvä verotettava tulo kasvaa. Palkkasum-man kasvu nopeutuu, ja yritysten tulosten koheneminen kasvattaa yhteisöverojen kertymää. Yhteisöve-rojen tuotto ei kuitenkaan palaudu taantumaa edeltäneelle tasolle suhteessa BKT:hen, sillä näiden verojen pieneneminen johtuu osaksi tuotanto-rakenteen muutoksista. Tilapäisesti tuloja lisää myös inflaation kiihtymi-nen. Se kasvattaa välillisen verotuk-sen tuottoa erityisesti vuonna 2011. Lisäksi julkisen talouden omaisuustu-

lot kasvavat. Erityisesti osingot lisääntyvät vuonna 2011.

Alijäämän pienenemiseen vaikuttaa myös välillisen verotuksen kiristäminen vuonna 2011. Energiaveroja kiristettiin vuoden 2011 alussa, ja arvonlisäverotuksen kiristäminen heinäkuussa 2010 lisää vuosittaisia verokertymiä myös vuonna 2011.

Menopuolella taloustilanteen koheneminen ei juuri näy. Työttömyysmenot tosin hieman vähenevät ja sosiaaliavustusten kasvu hidastuu, mutta niiden merkitys koko menokehitykseen on vähäinen. Julkisen kulutuksen määrä kasvaa ennustejaksolla alle 1 prosentin vuosivauhtia, mutta julkisten hintojen nousun myötä julkisen kulutuksen arvon osuus BKT:stä pysyy likimain ennallaan. Julkisen kulutuksen hinta nousee työ-

voimakustannusten kasvaessa, sillä julkisen palvelutuotannon tuottavuuden ei ennustejaksolla odoteta paranevan. Julkisten investointien kasvu jää hitaaksi kuntien rahoitusongelmien takia.

Sosiaaliturvarahastojen rahoitusasema säilyy ennusteessa vahvana, vaikka väestön ikääntymisen myötä eläkemenot kasvavat tuntuvasti. Eläkerahastojen ylijäämää kartuttaa erityisesti omaisuustulojen sekä palkansaajakorvausten kehitystä seuraavan maksutulon kasvu. Eläkkeensaajien määrän kasvun oletetaan pysyvän nopeana, joskin hieman hitaampana kuin viime vuosina. Eläkemenoja kasvattavat lisäksi inflaation myötä kiihtyvä eläkeindeksin nousu ja alkavien eläkkeiden aiempaa suurempi korvaussuhde (taulukko 2).

Taulukko 2.

Julkisyhteisöjen tulot, menot, rahoitusasema ja velka, % BKT:stä

	2008	2009	2010	2011 ^e	2012 ^e	2013 ^e
<i>Julkisyhteisöjen tulot</i>	53,5	53,4	52,3	53,2	53,1	52,8
<i>Julkisyhteisöjen menot</i>	49,3	56,3	55,1	54,5	54,0	53,5
<i>Julkisyhteisöjen perusmenot</i>	47,9	54,8	53,7	53,0	52,4	51,8
<i>Julkisyhteisöjen korkomenot</i>	1,5	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7
<i>Julkisyhteisöjen nettoluotonanto</i>	4,2	-2,9	-2,8	-1,3	-1,0	-0,8
<i>Valtion nettoluotonanto</i>	0,5	-4,8	-5,4	-4,2	-3,4	-3,2
<i>Kuntien nettoluotonanto</i>	-0,4	-0,6	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3
<i>Sosiaaliturvarahastojen nettoluotonanto</i>	4,0	2,6	2,9	3,0	2,8	2,7
<i>Julkisyhteisöjen perusrahoitusasema</i>	5,6	-1,5	-1,4	0,2	0,7	1,0
<i>Julkisyhteisöjen velka</i>	34,1	43,8	48,4	51,0	52,9	54,0
<i>Valtionvelka</i>	29,5	37,5	41,7	44,5	46,4	47,5
<i>Kokonaisveroaste</i>	43,0	43,0	42,1	42,8	42,7	42,4

e = ennuste

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

Huolimatta talouskasvun kiihtymisestä valtiontalouteen jää tuntuva alijäämä.

Julkisen talouden ennuste osoittaa, että valtion velkaantumista ei saada taittumaan ilman pysyviä tulo- tai menoperusteiden muutoksia. Huolimatta talouskasvun kiihtymisestä, joka ennusteessa palauttaa vero- ja omaisuustulojen BKT-suhteet jotta-kuinkin samansuuruisiksi kuin ennen taantumaa, valtiontalouteen jää tuntuva alijäämä. Ennuste pitää näin ollen sisällään kestäättömän julkisen talouden tilanteessa, jossa julkisen talouden menopaineet ovat kasvussa.

Toteutuessaan ennuste tarkoittaisi, että julkista taloutta pitäisi vahvistaa voimakkaasti ennustejakson jälkeen. Tämä on edellytys sille, että julkinen talous pystyisi vastaamaan siihen julkisten palvelujen kasvavaan tarpeeseen, jonka väestön vanheneminen aiheuttaa 2020-luvulle tultaessa.

Julkistaloutta vahvistavien toimien ajoituksella vaikutetaan niistä aiheutuvan rasituksen jakautumiseen sukupolvien välillä. Myös tästä syystä julkisen talouden nopea vahvistaminen on tärkeää. Mitä kauemmaksi tarvittavia vero- ja menopäätöksiä sekä rakenteellisia toimia siirretään, sitä suurempi osuus rasituksesta kohdistuu nykyisiin nuoriin ikäluokkiin.

Myös sosiaalivakuutusjärjestelmä on kasaamassa kasvavaa rasitusta nuoremmille ikäluokille. Suomen sosiaalivakuutusjärjestelmä on rakennettu kasvavien maksujen ja heikenevien eläke-etuuksien varaan, minkä johdosta eläkevakuutusmaksujen tuotto on nuoremmille ikäluokille sel-

västi pienempi kuin lähellä eläkeikää oleville ikäluokille.

Mitä etupainotteisemmin julkisen talouden sopeutus toteutetaan, sitä suuremman osan kustannuksista ehtisivät kantaa ne ikäluokat, jotka myös hyötyvät työeläkejärjestelmästä eniten. Siksi olisi pyrittävä alentamaan valtion velka-astetta mahdollisimman nopeasti.

Lisärajoitteen politiikkatoimille asettaa työvoiman väheneminen. Suomessa huomattava osa työvoimasta on lähellä eläkeikää ja voi tehdä aitoja valintoja työelämään osallistumisen ja eläkkeelle jäämisen välillä. Tässä tilanteessa keskeistä on, etteivät julkisen talouden tasapainottamistoimet vähentäisi työvoiman tarjontaa. Siksi mahdolliset verojen tai maksujen korotukset eivät saisi siirtää verotuksen painopistettä työn verottamisen suuntaan.

Ulkoinen tasapaino

Tavaroiden ja palvelujen taseen ylijäämän pieneneminen pysähtyi vuoden 2010 aikana. Viennin arvon voimakas kasvu piti tavarakaupan ylijäämän hienoisessa kasvussa, vaikka tuontiraaka-aineiden hintojen rajou nousu kasvatti tuonnin kustannuksia. Palvelukaupan taseen ylijäämä jatkoi trendinomaista hidasta kasvuaan, ja vaihtotaseen muut erät yhteensä olivat tasapainossa. Vaihtotaseen ylijäämä oli vuonna 2010 yhteensä 5,1 mrd. euroa eli 2,9 % bruttokansantuotteesta.

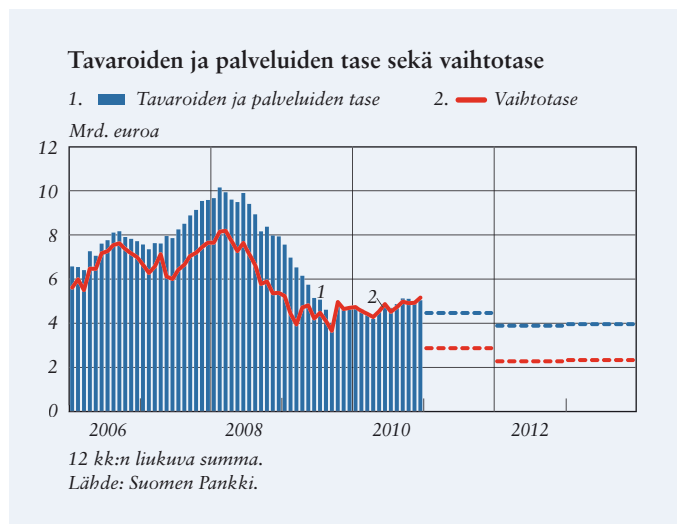
Vaihtotase säilyy ylijäämäisenä vuosina 2011–2013. Talouden kysyn-

nän painottuminen kotimaisen kysynnän suuntaan ja tuotannontekijäkorvausten taseen heikkeneminen supistavat ylijäämän ennustejakson lopulla noin 1 prosenttiin. Tavaroiden ja palveluiden taseen heikentymiseen vaikuttaa vaihtosuhteen tuntuva huononeminen vuonna 2011, kun erityisesti tuontiraaka-aineiden hinnat nousevat voimakkaasti suhteessa edellisen vuoden tilanteeseen. Tuontihintojen nousun odotetaan vähitellen hidastuvan, ja keskimäärin nousu jää vaimeaksi vuosina 2012 ja 2013. Vientihintojen kohoaminen pysyy ennusteessa mallillisena koko ennustejakson. Tavaroiden ja palvelujen määrällä mitattuna ulkomaankauppavirrat tukevat jonkin verran ylijäämän kasvua. Viennin määrän kasvu ylittää tuonnin määrän kasvun erityisesti vuonna 2011 (kuvio 10).

Vaihtotaseen tuntuvaan huononemiseen vuonna 2011 vaikuttaa tuntuvasti myös tuotannontekijäkorvausten taseen heikkeneminen. Tuotannontekijäkorvausten tase oli poikkeustekijöiden vuoksi selvästi ylijäämäinen vuonna 2009. Ylijäämän taustalla oli muutamien yksittäisten kansainvälisten yritysten Suomeen kirjattu tulosten huononeminen. Ensimmäiset tiedot tuotannontekijäkorvausten taseen vuoden 2010 luvuista viittaavat siihen, että ylijäämä olisi pysytellyt edelleen poikkeuksellisen suurena.

Vaihtotaseen säilyminen ylijäämäisenä osoittaa, että Suomessa yksityisen sektorin rahoitusyliäämä on

Kuvio 10.



riittänyt kattamaan julkisen talouden nopeasti kasvaneen alijäämän. Erityisesti yritykset ovat olleet tuntuvasti ylijäämäisiä. Taantuman aikaan ulkoista tasapainoa on tukenut lisäksi kotitalouksien säästäminen, joka kasvoi voimakkaasti vuonna 2009. Kotitaloudet olivatkin vuosina 2009 ja 2010 rahoitusyliäämäisiä ensimmäisen kerran 1990-luvun laman vuosien jälkeen. Ennustejaksolla investointien vilkastuminen vähentää yritysten rahoitusyliäämää, mutta kotitalouksien suhteellisen korkeana pysyvä säästäminen pitää niiden rahoitusaseman edelleen vahvempina kuin aiempina vuosina.

Hinta- ja palkkakehitys

Tuontihintojen nousu oli jo vuonna 2010 varsin ripeää, ja sen odotetaan kiihtyvän vuonna 2011 yli 7 prosentin vauhtiin. Hintojen kohoamista vauhdittaa energian ja muiden raaka-

aineiden voimakas kallistuminen. Tuontihintojen nousun arvioidaan kuitenkin hidastuvan vuonna 2012 ja edelleen vuonna 2013.

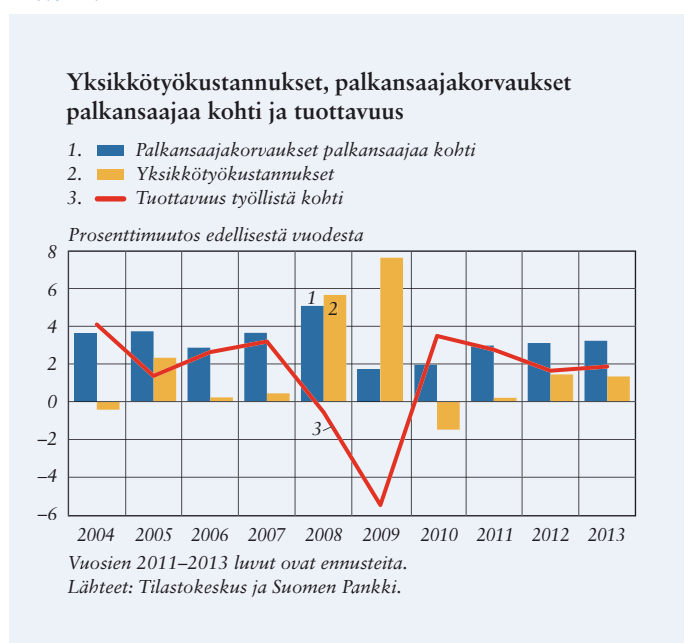
Ansiotason nousuvauhti hidastui vuoden 2010 aikana 2,5 prosenttiin, kun edellisvuonna ansiot kasvoivat vielä keskimäärin 4 prosentin vauhtia. Reaaliansioiden kasvu pysähtyi vuoden 2010 lopussa inflaation nopeuduttua, mikä on aiheuttanut jossain määrin jännitteitä kevään 2011 palkkaneuvotteluissa. Useissa vuonna 2010 solmituissa työehtosopimuksissa sovittiin yksivuotisista palkkaratkaisuista, ja niistä neuvotellaan tänä keväänä uudestaan. Julkisen sektorin palkoista päästiin sopimukseen helmikuussa 2011, ja sopimusten kustannusvaikutus on noin 2 %. Palkankorotukset ovat

olleet karkeasti samansuuruisia myös muilla aloilla, joilla sopimukseen on päästy. Reaaliansiot alkavat kasvaa ennusteen mukaan vasta 2012, ja kasvu jatkuu 1 prosentin vauhtia vuonna 2013.

Keskipalkkoihin – eli palkansaajakorvaukset palkansaajaa kohti – sisältyvät myös yli- ja lisätyöansiot, ja siksi tämä kuvaaja kertoo kokonaisansioiden kehityksestä kattavammin kuin ansiotasoindeksi. Keskipalkkojen ennustetaan nousevan nimellisesti 3,0 % vuonna 2011 ja vauhdin nopeutuvan hieman vuosina 2012–2013. Työn tuottavuuden arvioidaan kasvavan ennustejaksolla keskipalkkoja hitaammin. Yksikkötyökustannukset kasvavatkin vuosina 2012–2013 yli 1 prosentin vauhtia. Yksikkötyökustannusten voimakasta kasvua vuosina 2008–2009 ennustevuosien kehitys ei siten kompensoi (kuvio 11).

Yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä (YKHI) mitattu inflaatio kiihtyi helmikuussa 3,5 prosenttiin sähkön ja polttoaineiden hintojen nopean nousun vuoksi. Energian hintaan vaikutti raakaöljyn lisäksi energiaverojen korotus vuodenvaihteessa. Elintarvikkeiden hintoja nostivat mm. raaka-aineiden hintojen kallistuminen, virvoitusjuomaveron korotus ja makeisveron käyttöönotto. YKHI-inflaation odotetaan pysyttelevän keskimäärin 2,9 prosentissa vuonna 2011 ja vaimenevan 2,2 prosenttiin vuonna 2012. Inflaation ennustetaan hidastuvan vuonna 2013 edelleen

Kuvio 11.

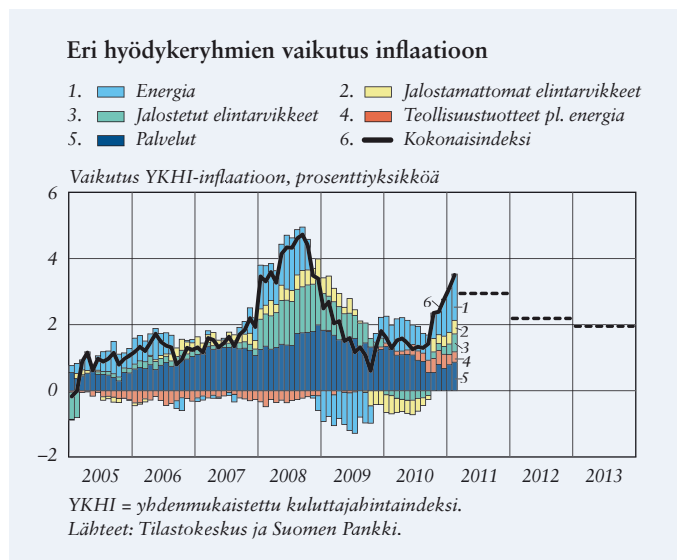


2 prosenttiin (kuvio 12). Kansallinen kuluttajahintaindeksi sisältää asunto- ja kulutusluottojen korkokulut, joiden odotetaan alkavan nousta vuoden 2011 aikana. Siksi kansallinen kuluttajahintainflaatio kiihtyy tänä vuonna nopeammaksi kuin yhdenmukaistettu inflaatio ja vaimenee seuraavina vuosina hitaammin, arviolta 2,2 prosenttiin vuonna 2013.

Öljyn maailmanmarkkinahinnan ja energiaverojen korotuksen välilliset vaikutukset kuluttajahintoihin saattavat olla arvioitua suurempia ja kiihdyttää inflaation ennustettua nopeammaksi. Myös elintarvikeraaka-aineiden hintojen nousu voi jatkuessaan johtaa odotettua nopeampaan inflaatioon – osin siitä on jo viitteitä elintarvikkeiden hinnoissa. Energian kallistuminen vaikuttaa myös elintarvikkeiden valmistuskustannuksiin ruokaketjun eri vaiheissa lannoitteista kuljetuksiin.

Kulutustavaroiden hintojen ennustetaan nousevan nopeammin kuin viime vuosina. Hintojen nousua vauhdittaa raaka-aineiden hintakehityksestä ja valmistuskustannusten kasvusta johtuva tuontitavaroiden kallistuminen. Palveluiden hintojen nousu on hidastunut viime kuukausina alle 2 prosenttiin, mutta energia-kustannusten kasvu luo hintapaineita myös palveluiden hintoihin, mm. liikennepalveluihin ja vuokriin. Elintarvikkeiden kallistuminen välittyy ravintolahintoihin, ja kun ravintolaruoan arvonlisäveron keventämisen vaikutus poistuu vuosi-inflaation las-

Kuvin 12.



kennasta heinäkuussa, palveluinflaation odotetaan nopeutuvan edelleen.

Inflaatoriskit painottuvat sekä lyhyellä aikavälillä että ennustejakson loppupuolella ennustettua nopeamman inflaation suuntaan. Lyhyellä aikavälillä raaka-aineiden hintojen nousun ja energiaverotuksen korotusten välilliset vaikutukset voivat yllättää voimakkuudellaan. Ennusteessa on otettu huomioon vain jo päätetyt veromuutokset ja niiden vaikutukset. Ennustejakson loppupuolella välillisten verojen mahdolliset uudet korotukset muodostavatkin ennustettua nopeamman inflaation riskin.

Asiasanat: Suomen talous, ennuste, bruttokansantuote, inflaatio, työttömyys, julkinen talous

Taulukko 3.

Ennusteen keskeiset tulemat

Kysyntä ja tarjonta

	2010	2009	2010	2011 ^e	2012 ^e	2013 ^e
	Käyvin hinnoin, mrd. euroa	Määrän prosenttimuutos edellisestä vuodesta				
Bruttokansantuote	180,3	-8,2	3,1	3,9	2,7	2,5
Tuonti	65,2	-17,6	2,6	4,2	6,1	7,0
Vienti	70,2	-20,1	5,1	7,4	5,9	6,5
Yksityinen kulutus	97,3	-2,1	2,6	2,9	2,4	2,0
Julkinen kulutus	44,2	1,0	0,4	1,2	0,5	0,8
Yksityiset investoinnit	28,5	-17,4	0,9	7,1	7,4	7,3
Julkiset investoinnit	4,9	6,2	0,1	1,0	0,7	-0,2

Talouden keskeiset tasapainoluvut

	2009	2010	2011 ^e	2012 ^e	2013 ^e
Prosenttimuutos edellisestä vuodesta					
Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi	1,6	1,7	2,9	2,2	2,0
Kuluttajahintaindeksi	0,0	1,2	3,1	2,6	2,2
Ansiotaso	4,0	2,5	2,9	3,3	3,2
Palkansaajakorvaukset palkansaajaa kohti	1,7	2,0	3,0	3,1	3,2
Tuottavuus työllistä kohti	-5,5	3,5	2,8	1,6	1,9
Yksikkötyökustannukset	7,6	-1,5	0,2	1,4	1,3
Työlliset	-2,9	-0,4	1,1	1,1	0,6
Työllisyysaste, 15–64-vuotiaat, %	68,3	67,8	68,9	70,0	70,8
Työttömyysaste, %	8,2	8,4	7,8	7,2	6,9
Tavaroiden ja palveluiden viennin hinta	-7,4	4,1	2,6	1,5	1,5
Vaihtosuhde (tavarat ja palvelut)	0,6	-1,4	-4,3	-1,0	0,1
% BKT:stä, kansantalouden tilinpidon käsittein					
Kansantalouden veroaste	43,0	42,1	42,8	42,7	42,4
Julkisyhteisöjen nettoluotonanto	-2,9	-2,8	-1,3	-1,0	-0,8
Julkisyhteisöjen velka	43,8	48,4	51,0	52,9	54,0
Tavaroiden ja palveluiden tase	2,3	2,8	2,4	2,0	1,9
Vaihtotase	2,7	2,9	1,5	1,1	1,1

e = ennuste.

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

Kuinka tunnistaa makrovakaudelliset riskit?

28.2.2011

Viime vuosien tapahtumat ovat paljastaneet, miten heikolla tasolla maailmantalouden systeemisten riskien hallinta on. Yksittäisten instituutioiden ja toimijoiden vakauden valvonnan lisäksi tarvitaan kipeästi koko systeemin vakautta tarkastelevaa politiikkaa. Makrovakauden määrittely ja valvonta ovatkin kohonneet nopeasti yhdeksi keskeisimmistä politiikkahankkeista. Työ on kuitenkin vasta alussa, eikä edes alan käsitteistö ole vielä vakiintunut.¹ Tässä artikkelissa käydään läpi periaatteita, joiden mukaisesti makrotaloudellista epätasapainoa ja makrovakautta tulisi seurata, jotta tulevaisuudessa kriisien merkit huomattaisiin riittävän ajoissa ja kriisien leviäminen saataisiin näin minimoitua.

Mitä makrovakaudella tarkoitetaan?

Makrovakaus käsitteenä sisältää systeemisen ulottuvuuden, joka yhdistää alueita sekä rahoitusmarkkinoista että makrotaloudesta. Näiden kahden rajapinta on verrattain laaja, ja siihen sisältyy suuri joukko vuorovaikutus- ja takaisinkytkentämekanismia. Koska makrovakausvalvonnan tarkoitus on ehkäistä finanssikriisien syntyä ja minimoida niistä johtuvia kokonaisu- tuotannon menetyksiä,² makrovakauspolitiikka sisältää elementtejä sekä rahoitusmarkkinoiden vakaude-

ta että rakenne- ja suhdannepolitiikasta. Makrovakauspolitiikka on sekä tavoitteiltaan että keinoiltaan osin päällekkäinen rahoitusmarkkinoiden vakauden ja rakenne- ja suhdannepolitiikan kanssa, mutta sisältää myös kokonaan itsenäisen osa-alueen (kuvio 1).

Yksi keskeisimmistä rahoitusmarkkinat ja makrotalouden yhdistävistä tekijöistä on rahoituksen välittyminen. Rahoituksen välittyminen luo edellytykset talouden kasvulle, mutta vaikuttaa myös syntyviin altistumismekanismiin velan kautta. Velka ja velkaantuminen yhdistävät kotitalou- det ja yritykset makrovakauden tarkastelukenttään. Velan kautta taas varallisuushinnat yhdistyvät vakuusmekanismien, varallisuusvaikutusten ja riskinkannon kautta makrovakaus- teeman alle. Makrovakauden kentän laajuus ja monitasoisuus välittymis- mekanismeineen aiheuttavat ongelmia makrovakauden valvonnan käy- tännön toteutukselle.

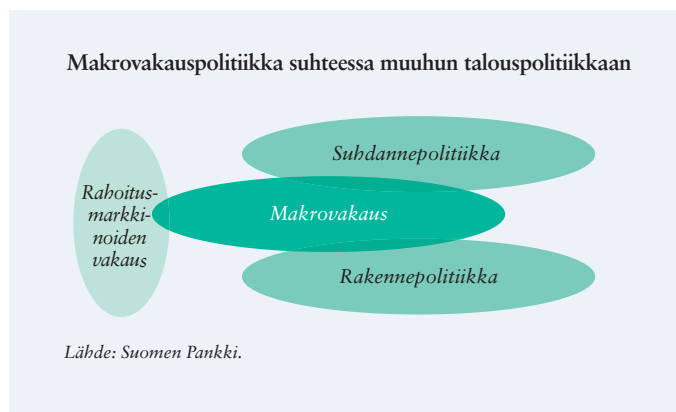


Heidi Schauman
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto



Katja Taipalus
ekonomisti
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto

Kuvio 1.



¹ Galati – Moessner (2011).

² Lähemmin Marko Melolinnan ja Jukka Vauhkon artikkelissa tässä lehdessä.

Makrovakauden tavoitteena on minimoida systeemisii kriisejä ja niiden makrotaloudelle aiheuttamia kustannuksia.

Makrovakaus on vakaiden rahoitusmarkkinoiden ja tasapainoisen reaalityalouden summa

Vaikka yhtenäistä määrittelyä makrovakaudelle ei ole olemassa, voidaan sitä koskevista tutkimuksista³ johtaa makrovakauden keskeiset tavoitteet, jotka myös määrittelevät makrovakauden kentän. Makrovakauden tavoitteena on minimoida systeemisii kriisejä ja niiden makrotaloudelle aiheuttamia kustannuksia. Näkökulmana systeemisyyys tarkoittaa sitä, että tarkastelun lähtökohta ylittää sektorittaiset rajat, markkinoiden rajat ja maiden rajat.

Systeemisii riskejä pyritään minimoimaan kiinnittämällä erityisesti huomiota välittymiskanaviin, yhteisiin herkkyyksiin ja altistumiin sekä rahoitusjärjestelmän myötäsyyklisyyteen.⁴ Makrovakauspolitiikan tavoitteita käsitellään lähemmin tämän lehden artikkelissa ”Makrovakauspolitiikka ja sen suhde rahapolitiikkaan”.

Jotta makrovakauden tavoitteet olisivat saavutettavissa, tarvitaan analyysiä, jonka keskeisenä tavoitteena on nostaa esiin systeemiä uhkaavia riskejä. Analyysin tulee koskea paitsi nykytilaan kohdistuvia riskejä myös selvittää tulevaisuudessa uhkaavia riskejä sekä näiden riskien toteutumisen vaikutuksia.

Gloaalissa rahoitusjärjestelmässä on riskien hajauttamisen ja tartuntakanavien osalta pitkälti kyseessä

luottamuksen säilyminen. Luottamuksen vallitessa järjestelmä toimii ja hajauttaa riskejä. Kun syntyy sokki ja luottamus katoaa, tämä järjestelmä muuttuu tartuntakanavien verkostoksi. Makrovakauden valvonnalla on ensisijaisesti pyrittävä siihen, että pysäytetään vuorovaikutusverkoston muuttuminen tartuntakanavien verkostoksi.

Vakaat rahoitusmarkkinat ja reaalityalouden tasapainoinen kehitys ovat makrovakauden kaksi päätekiijää. Näiden lisäksi makrovakauden ylläpitoon vaikuttavat näiden tekijöiden väliset välitysmekanismit. Rahoitusmarkkinoiden vakaudella tarkoitetaan yleensä tavoitetta taata vakaat ja tehokkaat rahoitusmarkkinat. Suomen Pankissa tämän on määritelty toteutuvan siten, että pyritään ”*tunnistamaan rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaavat riskit ja osaltaan ennaltaehkäisemään rahoituskriisit. Keskuspankki vaikuttaa näiden tavoitteiden saavuttamiseen rahoitus- ja maksuliikeoperaatioilla, analysoimalla vakausuhkia ja järjestelmien heikkouksia sekä osallistumalla järjestelmien kehittämiseen.*”

Reaalityalouden tasapainottomuudella taas viitataan sekä ulkoisiin että sisäisiin tasapainottomuuksiin. Euroopan komissio⁵ on määritellyt makrotaloudelliset tasapainottomuudet seuraavasti: Joissakin euroalueen jäsenmaissa on syntynyt suuria vaihtotaseen alijäämiä ja kilpailukyky on

³ Ks. esimerkiksi Galati – Moessner (2011).

⁴ Mm. Caruana (2010).

⁵ Euroopan komissio (syyskuu 2010).

rapautunut. Pääoman ja työn allokoiminen tehottomasti liittyy asiaan läheisesti ja samoin siihen kytkeytyvät asuntomarkkinakuplat ja velan kestämatön kasvu. Toisaalta jotkin ylijämmäiset jäsenmaat ovat pääomittaneet samaan aikaan kilpailukykyistä vientisektoriaan, mutta kotimainen kysyntä ei ole kasvanut samaa vauhtia. Tämä kehitys kasvatti yli- ja alijäämämaiden eroja euroalueen sisällä, ja lopputuloksena oli makrotaloudellisia tasapainottomuuksia.

Miksi kriisien ennakkoinnissa on epäonnistuttu?

Jokaisella kriisillä on omat ominaispiirteensä. Tästä huolimatta makrovakautta uhkaavissa taantumissa on aina myös yhteisiä piirteitä, jotka toistuvat kriisistä toiseen. Seuraavassa pyritään identifioimaan ne ilmiöt, jotka toteutuvat lähes jokaisessa kriisissä. Koska ilmiöt ovat toistuvia, tulisi juuri niiden kehityksen kuvaamiseksi kehittää ns. perusindikaattorit, jotka loisivat perustan makrovakauden analyysille.

Kansainvälisellä valuuttarahastolla (IMF) on pitkä historia tasapainottomuuksien seurannassa. Miksi se ei ole onnistunut ennakoimaan kriisiä tai varoittamaan kriisien syntymisestä nykyistä paremmin? Valuuttarahaston julkaisujen tarkastelu vahvistaa, että 2000-luvulla rahasto on seurannut ainakin osittain oikeita indikaattoreita: julkista taloutta, vaihtotasetta ja kilpailukykyä on analysoitu perusteellisesti. Näiden indi-

kaattoreiden heikkeneminen on myös näkynyt suosituksissa ja kommentissa. Valuuttarahaston analyysit ovat pääosin kuitenkin olleet optimistisia. Vuosien 2004–2007 analyyseistä ilmenee, että valuuttarahaston usko markkinoiden vakauteen ja terveyteen oli vahva. Kehittyneistä talouksista lähtöisin olevia tartunta- ja leviämriskejä aliarvioitiin. Kehittyneet taloudet eivät olleet mukana valuuttarahaston riskianalyyseissä (vulnerability exercise), joka otettiin käyttöön Aasian kriisin jälkeen. Osa selityksiä valuuttarahaston epäonnistumiseen 2000-luvulla ovat myös, että kaikki ajattelivat samalla tavalla, analyysityökalut eivät olleet riittäviä ja organisaation vahva usko siihen, että finanssikriisi on kehittyneessä taloudessa hyvin epätodennäköinen.⁶

Varallisuusmarkkinoiden, pankkisektorin ja luottamuksen suuri ja limittäinen vaikutus koko talouteen on myös jäänyt taka-alalle valuuttarahaston analyysissa. Yksityinen velkaantuneisuus on niin ikään saanut suhteellisen vähän huomiota. Etenkin Irlannin tapauksessa vielä vuoden 2007 maaraportissa todettiin, että riskit olivat pienet. Pankkisektoria pidettiin hyvinvoivana, vaikka oltiin tietoisia asuntomarkkinoiden ylikuumenemisesta. Kuitenkin pelot asuntomarkkinoiden romahtamisesta olivat vähäiset, ja todennäköisyyttä, että ongelmat kanavoituvat muuhun talouteen, pidettiin pienenä.

⁶ IEO (2011).

Analyysit talouden vakaudesta ovat olleet liian optimistisia.

Kriisissä talouteen rakentuneet tasapainottomuudet purkautuvat hallitsemattomasti.

Kansainvälisen valuuttarahaston jälkikäteen katsottuna liian optimisissa suosituksissa ongelman ydin näkyy hyvin: on hyvin vaikeata sanoa, milloin jostakin asiasta tulee aito ongelma ja missä vaiheessa se ei enää ole pelkkä mahdollisesta ongelmasta johtuva riski. Esimerkiksi Espanjan ja Kreikan tapauksissa valuuttarahasto oli pitkään tietoinen maiden ongelmista ja nosti niitä esille riskeinä.

Uuden kriisin siemen kylvetään aina vakaan kehityksen aikana

Maailmantaloudessa on ollut paljon inflaatiokriisejä, valuuttakriisejä, pankkikriisejä ja julkisen talouden kriisejä. Kriisien syntyminen on ollut mahdollista, koska merkkejä niiden rakentumisesta ei ole huomattu tai niitä on vähätelty.

Kriisin negatiiviset kokonaistaloudelliset vaikutukset ovat voimakkaammat kuin tavallisen taantuman. Kriisissä on useimmiten kyse siitä, että talouteen on rakentunut erilaisia tasapainottomuuksia, joiden on purkauttava ennen vakaan taloudellisen kehityksen jatkumista. Tasapainottomuudet purkautuvat joko hallitsemattomasti kriisin yhteydessä, tai ne voidaan pyrkiä purkamaan hallitusti ennen kriisin alkua.

Myös historian näkökulmasta oli hyvin epätodennäköistä, että viime vuosien kriisiä olisi pystytty purkamaan ennen sen laukeamista. Reinhartin ja Rogoffin (2009) mukaan kriisiä edeltävien jaksojen aikana on tyypillistä olettaa asioiden menevät tällä ker-

taa toisin. Kriisien odotetaan osuvan muualle, toisille ihmisille. Tämä onkin makrovakauden riskien kasvusta kertova perusoire, sillä sen vaikutukset tuntuvat samaan aikaan monilla keskeisillä makrovakauden osa-alueilla. Kyseessä ovat toteutuvaa kehitystä koskevat **ylioptimistiset odotukset**.

Ylioptimistiset odotukset aiheuttavat sekä mikro- että makrotasolla vakaan kannalta ongelmallista käyttäytymistä, sillä ne johtavat epävakautta edistäviin allokatiopäätöksiin taloudessa. Eri sektoreiden tyypillisiä kriisejä edeltäviä piirteitä ovat seuraavat:

Reaalitaloudessa vakaa kasvuympäristö, maltillinen inflaatio ja matalat korot luovat odotuksia vakaasta kasvusta. Haavoittuvuutta lisää, mikäli tilanteeseen yhdistyy jokin innovaatio (tekninen kehitys, rahoitusjärjestelmän innovaatio, maantieteellisen kasvun uusi kohdentuminen), jonka todellista kasvunopeutta on vaikea arvioida. Vakaassa tilanteessa kasvumahdollisuuksien ylilyönteihin ja tätä kautta ylisuuriin riskeihin sekä pääomien virheelliseen kanavoitumiseen liittyvät odotukset voimistuvat.

Kotitalouksien ja yritysten osalta vakaisiin talousnäkyymiin ja talouden kasvuun kohdistuvat ylioptimistiset odotukset voivat johtaa liian positiivisiin arvioihin tulevasta tulovirrasta. Tämä voi vaikuttaa investointien tuottamattomaan suuntautumiseen ja ylivelkaantumiseen sekä ruokkia omaisuususerien hinnannousua.

Rahoitusmarkkinoilla ylioptimistiset odotukset vaikuttavat pääomien allokoitumiseen, riskinottoon, riskinoton hinnoitteluun sekä omaisuususerien hintoihin. Rahoitusmarkkinoiden muutokset vaikuttavat rahoituksen välityksen kautta edelleen sekä reaalityalouteen että kotitalouksiin ja yrityksiin.

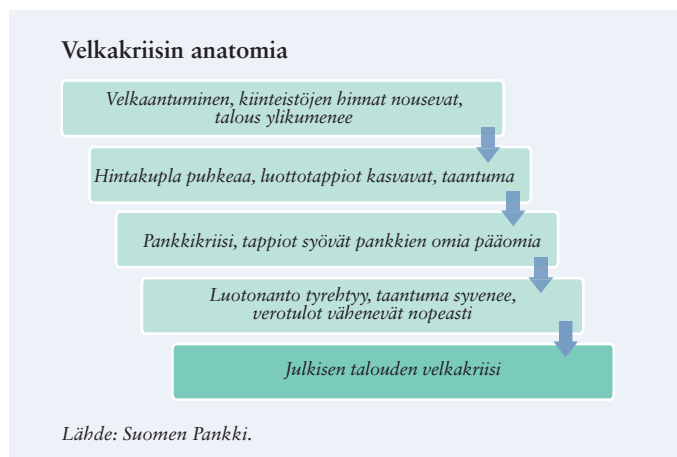
Voidaankin sanoa, että odotuksia kuvaavat indikaattorit ovat keskeisessä asemassa makrovakauden kehityksestä kertovien indikaattoreiden joukossa.

Julkisen talouden velkakriisin ja pankkikriisin yhteys

Historiassa kaikkein suurimmat taloudelliset kustannukset liittyvät sellaisiin kriiseihin, joissa sekä rahoitusmarkkinat että reaalityalouden kriisiytyvät samanaikaisesti.⁷ Varoitusmerkkien analysoinnissa on kuitenkin lähes poikkeuksetta keskitytty ainoastaan rahoitusmarkkinoiden vakautta tai makrotalouden vakautta kuvaavien riskien erilliseen analysointiin. Välitysmekanismit ovat jääneet aiemmissä kriiseissä analysoimatta. Globaalissa järjestelmässä eri toimijoiden vuorovaikutussuhteet ja riskien välit-

⁷ Reinhart ja Rogoff (2009) ovat arvioineet hyvin voimakkaiden rahoitusmarkkinakriisien vaikutuksia reaalityalouden kehitykseen. Heidän mukaansa niissä taantumissa, joihin liittyy pankkikriisi, työttömyys kasvaa keskimäärin 7 % taantumien aikana, tuotanto supistuu keskimäärin 9 % ja samaan aikaan valtioiden reaalityalouden julkisen velkan lisääntyminen poikkeuksellisen voimakkaasti. Julkisen velkan kasvun taustalla eivät Reinhartin ja Rogoffin mukaan ole kuitenkaan pelkästään pankkijärjestelmän pelastamisesta aiheutuvat kulut, vaan erityisesti finanssipoliittiset elvytystoimet sekä verotulojen samanaikainen vähentyminen.

Kuvio 2.



tymiskanavat ovat moninaiset. Kriisien voimakkuuteen vaikuttaa keskeisesti olemassa olevien välittymiskanavien ja -mekanismien määrä: mitä moninaisempia nämä kanavat ja mekanismit ovat, sitä enemmän on olemassa myös tartuntakanavia ja takaisinkytkentäkanavia. Tämä vaikuttaa kriisien kumuloitumisvoimaan ja myös vaikeuttaa kriisien hallintaa.

Pankkikriisit edeltävät usein julkisen talouden kriisiä, ja pankkikriisiä edeltää usein voimakas yksityisen velan kasvu⁸ (kuvio 2). Ilmiö on toistunut useasti historiassa, ja näin kävi tälläkin kertaa.

Viime kriisin erityispiirteinä yksityisen velkaantumisen kasvu

Yksityisen velan kasvu on yksi niistä tekijöistä, joiden merkitystä on usein kriisien alla aliarvioitu. Velan ja velkaantumisen kehitys taloudessa

⁸ Reinhart – Rogoff (2010).

yhdistää rahoitusmarkkinat ja markkinarahoituksen välittymisen keskeisesti osaksi makrovakausteemaa.

Velkaantumisen kasvu suhteessa BKT:hen tai käytettävissä oleviin tuloihin lisää kiistatta järjestelmän haavoittuvuutta, ja näiden suhdelujen suuria muutoksia pidetään merkkinä häiriöstä.

Vaikka liiallisen velkaantumisen epävakautta lisäävää vaikutusta ei kiistetäkään, ongelmana voivat olla liiallisen velkaantumisen tason tunnistaminen, velan kohdentuminen ja velkaan liittyvät riskit. Tämä oli keskeisin ongelma uusimmassa rahoitusmarkkinoiden kriisissä. Arvopaperistaminen lisäsi nopeasti rahoitusjärjestelmän likviditeettiä. Se myös lisäsi kotitalouksien varallisuusvaikutuksia, sillä arvopaperistamisen kautta esimerkiksi asuntovarallisuutta pystyttiin muuttamaan kulutusta edistäväk-

si tulovirraksi. Markkinoiden likviditeetin runsaus edisti velkaantumisas-teen nopeaa nousua, joka näkyi etenkin kotitalouksien ja rahoitussektorin velkaantumisen kasvuna (kuvio 3).

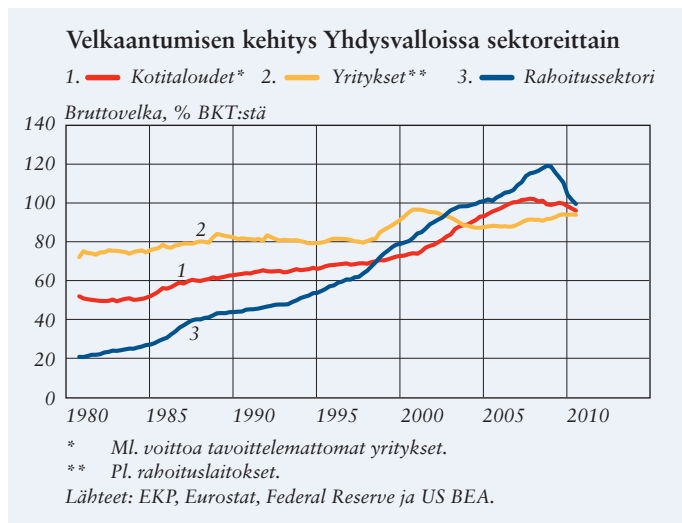
Keskeiset tekijät, jotka mahdollistavat velkaantumisas-teen nousun, ovat runsas likviditeetti ja vakuuskel-poisten varallisuusesineiden hintojen kohoaminen. Kiinteistöjen hintojen nopea nousu luo vakuusarvojen kautta linkin arvostusten jatkuvaan kasvuun, joskin myös muiden varallisuusesineiden hintakehityksellä on vaikutuksensa velkaantumiseen (tai rahoitusrakenteiden muutokseen). Velkaantumisen kasvun taustalla ovat poikkeuksetta myös alhaiset korot, positiiviset odotukset sekä runsas rahoituksen tarjonta.

Pankkikriisit tarttuvat julkiseen talouteen monen mekanismin kautta

Pankkikriisin yhteys julkisen velan kehitykseen ei rajoitu ainoastaan takaukskustannuksiin. Koska pankki-järjestelmä on monessa maassa keskeinen rahoituksen välittäjä, sen ongelmat hidastavat rahoituksen välittymisen kautta koko kansantalouden kasvua. Näitä tartuntakanavia ovat seuraavat:

1. Pankkikriisi aiheuttaa maailmantalouden kasvun hidastumisen. Useimmiten tämä iskee vientiin ja heikentää kehittyvien maiden julkisen sektorin mahdollisuuksia hoitaa ulkoista velkaansa.

Kuvin 3.



2. Heikko talouskasvu johtaa monesti matalampiin raaka-aineiden hintoihin, ja myös tämä heikentää kehittyvien maiden kykyä hoitaa velkaansa.
3. Pankkikriisi johtaa usein luotonannon nopeaan tyrehtymiseen tai ainakin luotonannon ehtojen kiristymiseen.
4. Pankkikriisi tarttuu usein muille aloille, koska se johtaa riskinottohalun heikkenemiseen kaikkialla.
5. Yhden maan pankkikriisi voi johtaa luottamuksen vähenemiseen toisessa maassa.⁹
6. Pankkisektorin hyvin suuri koko suhteutettuna BKT:hen voi pahimmillaan uhata koko kansantaloutta välittömästi.

Tässä luetelluista tekijöistä ainoastaan tartuntakanava 2 ei ole nykykriisissä merkittävä. Kaikki muut tartuntakanavat voivat myös johtaa julkisen talouden velkakriisiin kehittyneessä maassa, mikäli luottamus heikkenee tarpeeksi.

Vaarallisen kaksoiskriisin mahdollisia ennusmerkkejä

Historia on osoittanut, että kriisien ennakoiminen on yllättävän haastavaa. Vaikka kriisin rakentumisen ennusmerkit tunnistettaisiin, jostakin syystä riskit useimmiten aliarvioidaan.

Jotta kriisejä ei pääsisi rakentumaan, seurannan, valvonnan ja päätöksentekoprosessien täytyy olla kunnossa. On seurattava oikeita asioita ja

kyettävä tunnistamaan epätasapainotilan synty. Poliitiikkatoimien työkalupakin on oltava kunnossa, ja on kyettävä määrätietoisin politiikkatoimiin riittävän ajoissa.

Historian opetusten perusteella talouden tasapainoista kehitystä uhkaavan kaksoiskriisin, jossa sekä pankki- että julkinen sektori ovat kriisissä, ennusmerkit ovat usein näkyvisissä hyvissä ajoin etukäteen. Makrovaikauden valvonnassa tulisikin keskittyä erityisesti niiden kehityskulkujen havaitsemiseen, jotka ennakoivat kaksoiskriisin todennäköisyyden kasvua. Valvonnan työkaluiksi kehitettävien indikaattoreiden tulisi kertoa epätasapainojen rakentumisesta.

Julkisen talouden kestäättömmän velkaantumisen oireita ovat seuraavat, useita tähänastisia kriisejä edeltäneet tekijät:

1. Ulkomaisen velan suuri osuus. Suuri ulkomainen velkaosuus altistaa uudelleenrahoituksen riskeille, kuten riskinsiedon ja rahoituskustannusten muutoksille.
2. Rahoituksen lyhytmaturiteettisuus. Useiden lainojen samanaikainen erääntyminen altistaa häiriöille. Julkisen velan maturiteetin tärkeyttä julkisen talouskriisin näkökulmasta ei ole vielä tutkittu merkittävästi, koska lyhytaikainen julkinen velka on suhteellisen uusi ilmiö (alkoi esiintyä 1970–1980-luvulla).
3. Pankkikriisi. Kehittyneessä valtiossa pankkikriisi altistaa kriisien leviämälle pääomamarkkinoiden ja kansainvälisen kaupan kautta.

⁹ Mm. Reinhart ja Rogoff (2009).

4. Voimakkaasti korreloituneet pääomanliikkeet eli pääomien suuntautuminen samoihin sijoituskohteisiin, samoilta maantieteellisille alueille.
5. Ns. piilovelan realisoitumisen mahdollisuus mm. erilaisten takausjärjestelyjen kautta.¹⁰
6. Uusien kansainväliseen rahoitusjärjestelmään osallistuvien, voimakkaasti kasvavien kehittyvien talouksien merkityksen korostuminen.

Pankkikriisien keskeisimpiä varoitussignaaleja (ns. early warning -signaaleja)¹¹ ovat puolestaan seuraavat useille kriiseille yhteiset kehityskulut:

1. Reaaliset valuuttakurssit (ns. kilpailukykyindikaattorit).
2. Asuntojen reaalihinnat.
3. Lyhytaikaiset pääoman sisäänvirtaukset suhteessa BKT:hen.
4. Vaihtotase suhteessa investointeihin.
5. Pörssikurssit.

Suurelle määrälle muuttujia voidaan laskea kynnysarvoja ja tutkia, miten hyvin nämä muuttujat ovat ennustaneet pankki- ja valuuttakriisejä. Varoitussignaali lasketaan poikkeamana historiallisesta keskiarvosta. Kynnysarvot on valittu niin, että ns. noise to signal -suhdeluku vähennetään minimiin eli minimoidaan kohinan osuus varoitussignaaleista.

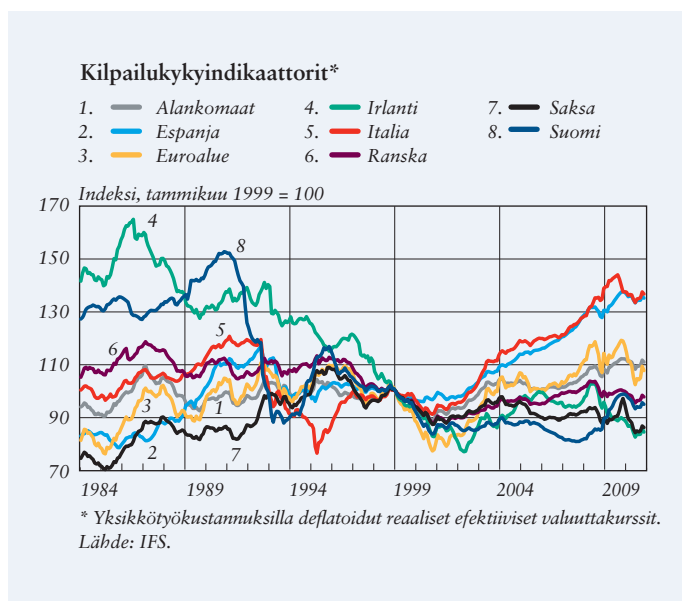
Valuuttakriiseistä varoitavien signaalien luettelo näyttää melkein samanlaiselta kuin edellä. Tärkein signaali ovat reaaliset valuuttakurssit. Toiseksi tärkein signaali on pankkikriisi, ja tämän jälkeen tulevat vaihtotase suhteessa BKT:hen, pörssikurssit, vienti ja M2-rahaaggregaatti suhteessa kansainvälisiin varantoihin.

Maan reaalisen valuuttakurssin tuntuva ja pitkittynyt heikkeneminen suhteessa kilpailijamaihin on siis aikaisemmissa kriiseissä ollut paras merkki siitä, että kriisin ainekset ovat lisääntymässä. Kilpailukyky ja sen muutos suhteessa muihin kertovat kestävästä velkaantumisen tasosta. Kilpailukykyyn heikentyminen vähentää optimaalista velkaantumista pitkällä aikavälillä (kuvio 4).

¹⁰ Aiheesta enemmän esim. julkaisussa Reinhart – Rogoff (2010).

¹¹ Reinhart – Rogoff (2009) ja Goldstein – Kaminsky – Reinhart (2000).

Kuvio 4.

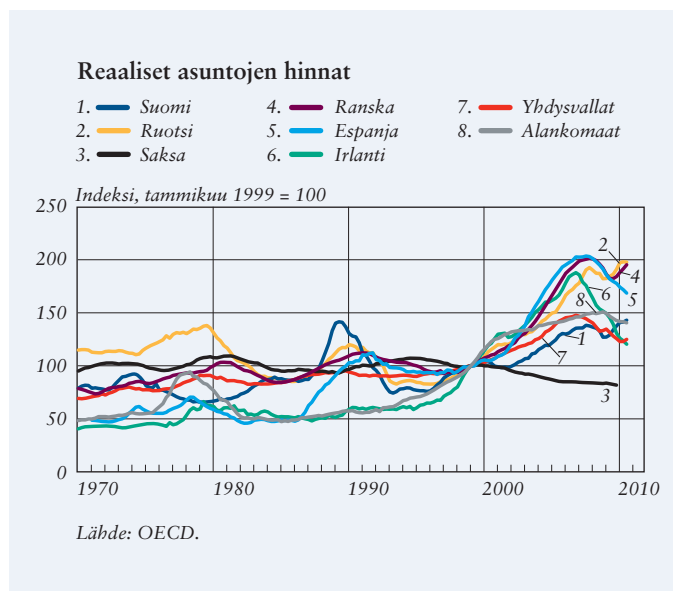


Asuntojen reaalihintojen voimakas pitkäaikainen kohoaminen on historiassa indikoinut hyvin tasapainottomuuksien rakentumista ja kriisin todennäköisyyden lisääntymistä. Asuntojen hinnat ovat kehittyneet hyvin samoilla tavoin sekä kehittyneissä että kehittyvissä pankkikriisiin ajautuneissa maissa, vaikka melkein kaikki muut rahoitussektorin muuttajat ovatkin olleet volatiilimpia kehittyvissä maissa (kuvio 5).

Myös lyhytaikaiset pääoman sisäänvirtaukset ovat historiassa indikoineet syntyviä kriisejä. Sama koskee vaihtotaseen kehitystä suhteessa investointeihin ja pörssikurssien voimakasta kehitystä.

Nykyisen globaalin rahoitusjärjestelmän oloissa voidaan kuitenkin kysyä, olisiko rahoituksen välittymisen seuranta laajennettava pankkisektorin ulkopuolelle nykyistä enemmän. Ei liene tarkoituksenmukaista seurata pelkästään reaaliatalouden ja pankkikriisien yhteyttä, kun rahoitus välittyy taloudessa yhä enemmän markkinaperusteisten kanavien kautta. Myös pankkien oma varainhankinta nojaa voimakkaasti markkinarahoitukseen perinteisen talletusten keräämisen perustuvan varainhankinnan sijasta. Maakohtaiset erot rahoituksen välittymisessä on kuitenkin otettava huomioon altistuskanavia pohdittaessa. Tulevaisuudessa markkinarahoituksen osuus ja merkitys rahoituksen välityksessä voivat kasvaa, mikäli pankkien sääntely entisestään tiukkenee.

Kuvio 5.



Kriisistä varoitavien indikaattorien tavoiteltavat ominaisuudet

Kriisistä varoitavien indikaattorien laadinta on haasteellista siksi, että jokainen kriisi suuntaa indikaattorien tutkimusta uudelleen. Pääimmäiseksi tutkimusaiheeksi nousevat aina uusimman kriisin ainekset. Indikaattorien laadinnassa on kuitenkin syytä muistaa koko kriisihistoria ja kaikki mahdolliset epävakauten johtaneet syyt. Osa niistä voi uusiutua, ellei kriisiin toteutumismahdollisuutta ole rajattu sääntelyn uudistamisella.

Seurantaan tulisi valita ainakin sellaiset muuttajat, joiden kehityksen on aiemmin havaittu ennakoineen epävakautta. Hankaluutena on, että vaikka ongelmat vaikuttavat olevan samoja, niiden muoto on voinut muuttua. Vaikka on tiedetty, että vel-

Hyvän kriisistä varoittavan indikaattorin ominaisuudet

Indikaattori toimii hälytyssignaalina

Indikaattoreiden ensisijainen tehtävä on toimia hälytyssignaaleina ja apuvälineinä. Niiden perimmäisenä tarkoituksena on pidettävä sitä, että ne signaloivat ongelmista ja kiinnittävät huomion tiettyihin ilmiöihin ajoissa. Tämän jälkeen ilmiö on aina analysoitava syvällisemmin, jotta todelliset ongelmakohdat pystytään identifioimaan.

Indikaattori huomaa bitaat muutokset

Indikaattoreiden tulisi havaita myös perusrakenteiden hitaat muutokset, jotka voivat toimia vakauden riskitekijöinä, mikäli niiden kehityksessä ilmenee yllälyöntejä. Minkä tahansa historiaansa suhteutettuna poikkeuksellisen suuren muutoksen taikka kasvunopeuden tai osuuden kasvun, pitäisi herättää mielenkiinto ilmiön tarkempaan tutkimiseen.

Indikaattori katsoo eteenpäin

Aidosti eteenpäin katsovien indikaattoreiden muodostaminen on ongelmallista. Makrovakauden valvonnan kannalta juuri näillä indikaattoreilla olisi merkitystä, sillä niistä saatavat hälytyssignaalit tulisivat mahdollisesti riittävän ajoissa niin, että valvo-

jille ja sääntelijöille jäisi tarpeeksi reagointiaikaa sekä aikaa ongelmanratkaisuun hallussaan olevin välinein. Nykyvälineiden ongelma on niillä aikaansaatavien vaikutusten suhteellinen hitaus.

Indikaattori on yksinkertainen

Mitä monimutkaisempia indikaattoreita muodostetaan, sitä herkempiä ne ovat erilaisille parametrien ym. muutoksille. Tässä mielessä myös hyvin yksinkertaisten indikaattorien voidaan katsoa antavan yhtä arvokasta tietoa riskien kehittymisestä kuin rakenteeltaan monimutkaisten indikaattoreiden.

Indikaattoria on helppo tulkita: kynnsarvot

Indikaattorien käyttö ei kuitenkaan ole ongelmatonta. Ensimmäiset ongelmat liittyvät indikaattoreiden antamien viestien tulkintaan. On päätettävä, koska indikaattorien katsotaan antavan hälyttäviä signaaleja, jotka edellyttävät toimenpiteitä. Indikaattoreille pitää luoda kynnsarvoja. Kynnsarvojen laatimisessa on monta haastetta. Yksi haaste on, mihin kohtaan kynns sijoitetaan. Pitäisikö minimoida mahdollisuus, että epätasapaino jää havaitsematta, vai johtaako kynnyksen asettaminen liian mata-

laksi siihen, että indikaattori antaa hälytyssignaalin turhan herkästi, mikä taas rapauttaa uskoa signaalien voimaan? Miten vahingollista taas on, jos kynnsarvot on asetettu liian korkeiksi, jolloin indikaattorit eivät riittävän usein signaloivat kehittyvistä riskeistä? Keskeinen kysymys on myös, ovatko samat kynnsarvot sovellettavissa kaikissa maissa sellaisinaan vai pitäisikö jokaiselle maalle luoda oma kynnsarvonsa, ja toisaalta, pitäisikö kynnsarvojen elää ajan kuluessa.

Indikaattori helpottaa seuraavaa askelta: toimenpiteet

Myös toimenpiteisiin liittyviä ongelmia. Kun hälytyssignaali saadaan, miten siihen pitäisi reagoida? Yksittäisen signaalin perusteella on tuskin tarpeen ryhtyä mittaviin toimenpiteisiin, mutta signaali voi kuitenkin olla perusteena analysoida jotakin aihetta tarkemmin. Toisaalta usean indikaattorin samanaikaisesti antama hälytys signaloivat huomattavan vahvasti riskien kertymisestä ja voi kertoa nopeastakin reagointitarpeesta. Indikaattorien perimmäisenä tarkoituksena voidaan kuitenkin pitää huomion kiinnittämistä mahdolliseen tarkempaan analysointitarpeeseen.

kasyklit ovat vaarallisia, ei arvopaperistamisen heti tunnistettu edistävän voimakasta velkasykliä. Olisi siis pysyttävä tunnistamaan, minkä muodon epävakautta edistävä kehitys saa.

Jokaisessa kriisissä ja taloudellisessa ajanjaksossa on myös omia piirteitään. Näistä käynnissä olevista muutosvoimista tulisi saada käsitys, mikä edellyttää indikaattorijoukolta tiettyä joustavuutta suhteessa uusiin ilmiöihin. Koska indikaattorit muuttuvat ajan kuluessa, seurannan rakenne on erityisen tärkeä. On tärkeää, miten indikaattoreita seurataan – eikä siis ainoastaan, mitä seurataan.

Makrovakauden seuranta käytännössä

Makrovakauden käytännön seuranta edellyttää seurantajärjestelmää, joka kattaa alueita niin makrotalouden kuin rahoitusmarkkinoidenkin alueelta sekä näiden välittymiskanavista. Makrovakautta uhkaavien tekijöiden tarkastelun perusteella voidaan nimitä kolme eri osa-alueetta, jotka vaikuttavat keskeisesti epävakauden kehittymiseen: ylioptimistiset odotukset, velkaantuminen ja muutokset rahoituksen välityksessä.

Kukin näistä kolmesta osa-alueesta sisältää sekä reaalitalouden muuttujia että rahoitusmarkkinoiden kenttään lukeutuvia indikaattoreita (kuvio 6).

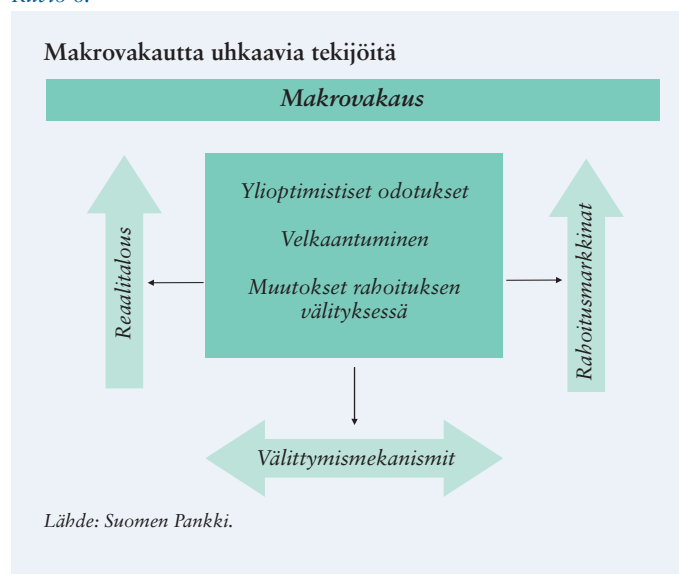
Talouden toimijoiden virheellisten allokaatiopäätösten takana ovat aina **ylioptimistiset odotukset**. Ylioptimistisiin odotuksiin perustuvat pää-

tökset epävakauttavat talouden rakenteita niin reaalitalouden kuin rahoitusmarkkinoidenkin osalta.

Ylioptimistisistä odotuksista kertovia indikaattoreita on niin reaalitaloudessa kuin rahoitusmarkkinoilakin. Reaalitaloudessa ylioptimistiset odotukset voivat johtaa tulo- tai tuotonäkymiin suhteutettuna liian suuriin velkataakkoihin ja omaisuuserien hintojen ylisuuriin nousuodotuksiin, jotka ruokkivat omaisuushintakuplien syntymistä. Ylioptimistiset odotukset voivat myös johtaa mittaviin palkankorotuksiin ja rapauttaa kilpailukykyä, mikäli tuottavuuden kehitys ei vastaa niitä. Rahoitusmarkkinoilla ylioptimistiset odotukset näkyvät taas riskien hinnoittelun vähäisyytenä ja runsaana likviditeettinä.

Ylioptimististen odotusten mitaaminen on haastavaa. Niiden syn-

Kuvio 6.



nyn taustalla on aina vakaa reaalityalouden kehitys, joka jo sinänsä oikeuttaa mm. matalammat luottoriskin hinnat ja luottamuksen talouden kasvuun. Vaikea kysymys onkin, milloin odotukset muuttuvat ylioptimistisiksi ja kestäättömiksi.

Aiemman tarkastelutavan mukaan finanssikriisin taustalla olleen ekspansiivisen syklin huomaaminen olisi ollut erittäin vaikeaa, sillä reaalityaloutta ja rahoitusmarkkinoita tarkasteltiin erikseen. Makrovakautta seurattaessa indikaattoreiden viesti on yhdistettävissä, ja tämä voi auttaa tulokinnassa. Odotusten ekspansiivisuuden riski kasvaa, kun vakaa reaalityalouden ympäristö yhdistyy yksityisen sektorin jatkuvasti poikkeuksellisen positiivisiin odotuksiin, rahoitusmarkkinoiden vähäiseen riskien hinnoitteluun, voimakkaasti nouseviin omaisuusserien hintoihin ja runsaaseen likviditeettiin. Mitä useampi indikaattori osoittaa epävakautta kehitystä, sitä todennäköisemmin odotuksissa on siirrytty makrovakautta uhkaavaan ekspansiiviseen tilaan.

Toinen makrovakautta vähentävä tekijä on **velkaantuminen**. Kuten tiedetään, yksityisen sektorin hallitsematon velan kasvu edesauttaa pankkikriisien syntyä, ja pankkikriisit taas vähentävät julkisen talouden vakautta. Velkaantumista edistäviä tekijöitä ovat paitsi ylioptimistiset odotukset myös varallisuusvaikutukset, vakuusarvojen kasvu sekä runsas likviditeetti.

Kolmas makrovakauden kehitykseen keskeisesti vaikuttavista teki-

jöistä on **rahoituksen välittyminen**. Sekä positiivisilla että negatiivisilla rahoituksen välityksen häiriöillä on makrovakautta vähentäviä vaikutuksia. Ylimääräinen likviditeetti ja luottoekspansio ylikuumentavat omaisuusserien hintoja, allokoivat resursseja väärin, johtavat velkaantumisen hallitsemattomaan kasvuun sekä varsin helposti riskien väärään hinnoitteluun. Negatiiviset sokit rahoituksen välittymisessä vaikeuttavat jälleerahoitusta ja rahoituksen hankintaa, johtavat luottomarkkinoiden toiminnan supistumiseen ja tätä kautta vaikuttavat myös reaalityalouden kasvumahdollisuuksiin ja heikentävät niitä.

Pankkikeskeisessä rahoitusjärjestelmässä, jossa rahoituksen hankinnan vaihtoehdot ovat rajalliset, pankkijärjestelmän epävakaus tuottaa reaalityalouteen voimakkaan sokin rahoituksen välittymisen kautta. Reaalityalouden epävakaus ja sokit taas vaikuttavat voimakkaasti rahoitusmarkkinoilla mm. työllisyyden ja vakuusarvojen kautta luottojenhoitokykyyn. Taantumien ja sokkien aiheuttamat riskiprofiilien muutokset puolestaan vaikuttavat kokonaisvaltaisesti rahoituksen välittymiseen ja kanavoitumiseen taloudessa.

Asiasanat: makrovakaus, makrotaloudellinen tasapainottomuus, ylioptimistiset odotukset, velkaantuminen

Lähteet

Caruana (2010) Macroprudential policy: working towards a new concensus. Remarks at a high-level meeting on "The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy" organised by IMF and BIS FSI. Washington DC 23. 4.2010.

Galati – Moessner (2011) Macroprudential policy – a literature review. BIS Working Papers No 337.

Goldstein – Kaminsky – Reinhart (2000) Assessing financial vulnerability. An early warning system for emerging markets. Institute for financial economics.

IEO (2011) IMF performance in the run-up to the financial and economic crisis. IMF surveillance in 2004–2007.

Reinhart – Rogoff (2010) From Financial Crash to Debt Crises. NBER working paper No. 15795.

Reinhart – Rogoff (2009) This time is different: eight centuries of financial folly. Princeton press.

Euroopan komissio (2010) Lainsäädäntöpaketti talouden ohjausjärjestelmää varten. Task force on economic governance (Van Rompuyn työryhmä). Strengthening economic governance in the EU. Report of the task force to the European Council (www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/.../117236.df).

Makrovakauspoliitikka ja sen suhde rahapolitiikkaan

10.3.2011



Marko Melolima
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto



Jukka Vauhkonen
ekonomisti
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto

Makrovakauspoliitikkalla pyritään hillitsemään rahoitusjärjestelmän sisällä syntyviä tai vahvistuvia järjestelmäriskkejä, joiden toteutumisella olisi vakavia reaalityaloudellisia seurauksia. Onnistuneella makrovakauspoliitikkalla voidaan pienentää finanssikriisien todennäköisyyttä ja voimakkuutta ja siten edistää pitkän aikavälin talouskasvua. Makrovakauspoliitikkalla vahvistetaan rahoitusjärjestelmän kriisinsietokykyä mm. vaatimalla rahoituslaitoksia ylläpitämään tavanomaista suurempia pääoma- ja maksuvalmiuspuskureita hyvinä aikoina ja sallimalla näiden puskureiden purkaminen huonoina aikoina. Yhteiset tavoitteet ja vaikutuskanavat sekä ajoittaiset ristiriidat puoltavat makrovakauspoliitikan ja rahapolitiikan keskinäistä koordinaatiota.

Yksi maailmanlaajuisen finanssikriisin tärkeimmistä opetuksista on se, että rahoitusjärjestelmän vakaudesta vastaavilla viranomaisilla täytyy olla nykyistä paremmat keinot tunnistaa koko rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaavat järjestelmäriskit hyvissä ajoin ja reagoida näihin uhkiin riittävästi poliittikatoimilla.¹ Rahoitussääntelyn tavoitteenasettelua tulee puolestaan laajentaa yksittäisten rahoitusyritysten turvallisuuden

¹ Järjestelmäriskien tunnistamisessa ja arvioimisessa käytettävistä mittareista ja työkaluista lähemmin Heidi Schaumanin ja Katja Taipaluksen artikkelissa tässä lehdessä.

takaamisesta koko rahoitusjärjestelmän kriisinsietokyvyn vahvistamiseen. Näihin tavoitteisiin pyritään ns. makrovakauspoliitikkalla. Tässä artikkelissa tarkastellaan makrovakauspoliitikan määritelmää, tehtäviä ja yhteyttä rahapolitiikkaan.

Viime vuosien tapahtumat ovat osoittaneet, että rahoitusjärjestelmän vakauteen ja sitä kautta makrovakauspoliitikan toimintaympäristöön vaikuttavat monet tekijät: talouspolitiikan kansainvälinen koordinaatio ja maailmantalouden vaihtotase-epätasapainot, vastuuttomaan finanssipoliitikkoon liittyvät riskit, rahoitussääntelyn ja -valvonnan laatu sekä rahoitusjärjestelmän rakenteelliset muutokset. Tässä artikkelissa tarkastellaan lähemmin makrovakauspoliitikan ja rahapolitiikan välistä suhdetta.

Makrovakauspoliitikkalla ja rahapolitiikalla on kiinteä yhteys, koska molempien pohjimmainen tavoite on sama: vakaa taloudellinen kehitys. Yhteisen tavoitteen lisäksi kummallakin poliitikkalla on myös yhteisiä vaikutuskanavia. Sekä raha- että makrovakauspoliitikka vaikuttaa pankkiluottojen ja muun rahoituksen kysyntään, tarjontaan ja ehtoihin. Yhteisten tavoitteiden ja vaikutuskanavien ansiosta rahapolitiikka ja makrovakauspoliitikka tukevat useimmiten toisiaan. Tietyissä tilanteissa hintavakauteen pyrkivä rahapolitiikka voi kuitenkin olla ristiriidassa rahoitusjärjestelmän vakauden kanssa. Tuonempana tässä artikkelissa tarkastel-

laan syitä tähän mahdolliseen risti-riitaan sekä raha- ja makrovakaupolitiikan koordinoinnin tarvetta.

Mitä makrovakaupolitiikka on ja kuinka sitä toteutetaan?

Makrovakaupolitiikan määritelmä ei ole vielä täysin vakiintunut. Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) tunnetuksi tekemän määritelmän mukaan makrovakaupolitiikka on finanssisääntelyn ja -valvonnan perinteisten työkalujen käyttämistä siten, että niiden julkilausuttu ja ensisijainen käyttötarkoitus on vähentää yhtäältä 1) rahoitusjärjestelmän myötäsyklisyydestä ja sisäisestä epätasapainosta sekä toisaalta 2) rahoitusjärjestelmän riskikeskittymistä ja sisäisistä kytkennöistä aiheutuvia uhkia rahoitusjärjestelmän

normaalille toiminnalle.² Sen sijaan perinteisen rahoitusvalvonnan ja finanssisääntelyn (mikrovakaupolitiikan) ensisijaisena tavoitteena on ollut parantaa yksittäisten rahoituslaitosten toiminnan turvallisuutta (makro- ja mikrovakaupolitiikan muista eroista lähemmin taulukossa 1).

² Rahoitusjärjestelmän myötäsyklisyydellä tarkoitetaan sitä, että rahoitusjärjestelmän toiminta vahvistaa reaalitalouden nousuja ja laskuja. Finanssikriisi osoitti, että rahoitusjärjestelmässä voi kehittyä myös vaarallisia sisäsyntyisiä (endogeenisiä) riskejä. Riskit voivat keskittyä rahoitusjärjestelmässä esimerkiksi silloin, kun suuri joukko rahoitusyrityksiä ottaa näennäisesti suhteellisen pieniä mutta samankaltaisia riskejä. Yhdessä nämä riskit voivat olla koko rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta liiallisia. Esimerkkejä tällaisista riskeistä olivat rahoituslaitosten ennen finanssikriisiä tekemät sijoitukset yhdysvaltalaisiin subprime-asuntoluottosidonnaisiin rahoitusinstrumentteihin. Riskikeskittymä syntyy myös esimerkiksi silloin, jos yksittäinen rahoitusyritys kasvaa niin suureksi tai monimutkaiseksi, että sen toiminnan keskeytyminen tai muut suuret ongelmat aiheuttaisivat vakavia tartuntavaikutuksia muuhun rahoitusjärjestelmään ja reaalitalouteen.

Taulukko 1.

Makro- ja mikrovakaupolitiikan erot		
	<i>Makrovakaupolitiikka</i>	<i>Mikrovakaupolitiikka</i>
<i>Välillinen tavoite</i>	<i>Pientää finanssikriisien todennäköisyyttä</i>	<i>Pientää riskiä, että yksittäinen rahoituslaitos ajautuu vaikeuksiin</i>
<i>Päätavoite</i>	<i>Minimoida BKT:n menetykset</i>	<i>Suojata tallettajia ja sijoittajia</i>
<i>Riskit</i>	<i>Syntyvät tai vahvistuvat rahoitusjärjestelmän sisällä (endogeenisia)</i>	<i>Rahoitusjärjestelmän ulkopuolelta (eksogeenisia)</i>
<i>Instituutioiden väliset korrelaatiot ja altistuminen samoille riskeille</i>	<i>Tärkeä</i>	<i>Vähämerkityksinen</i>
<i>Sääntelyinstrumenttien asettaminen</i>	<i>Järjestelmäriskien minimointi; top-down-lähestymistapa</i>	<i>Yksittäisiä instituutioita koskevien riskien minimointi; bottom-up-lähestymistapa</i>
<i>Riippuvuus subdanteista</i>	<i>Vastasyklinen</i>	<i>Riippumaton</i>
<i>Kobdistuminen instituutioihin</i>	<i>Ankarampi systeemisesti merkittävälle instituutioille</i>	<i>Kaikille sama</i>
<i>Lähteet: Borio (2010) ja kirjoittajat.</i>		

Makrovakauspolitiikan tärkein tavoite on minimoida yhteiskunnan tuotantotappiot.

Mikrovakauspolitiikan ensisijaisena tavoitteena on suojata vähittäistallettajien ja -sijoittajien varat pienentämällä riskiä, että yksittäiset rahoituslaitokset ajautuvat vaikeuksiin. Erityisesti ennen viimeisintä finanssikriisiä uskottiin yleisesti, että rahoitusjärjestelmään kohdistuvat riskit tulevat valtaosin rahoitusjärjestelmän ulkopuolelta ja että toimiva instituutioiden valvonta yhdessä muun talouspolitiikan kanssa takaisi myös koko rahoitusjärjestelmän riittävän vakauden.

Makrovakausnäkökulman mukaan rahoitussäätelyn keinot tuleen sijaan valita ja kohdistaa niin, että säätelyn tärkeimpänä tavoitteena on minimoida koko yhteiskunnan tuotantotappiot pienentämällä tuhoisien finanssikriisien todennäköisyyttä ja vaikutuksia. Tähän voidaan pyrkiä mm. niin sanotulla vastasyklisellä rahoitussäätelyllä, jota kiristetään luotto-, velkaantumis- ja varallisuushintasykliin nousuvaiheessa ja kevennetään syklin laskuvaiheessa. Samoin siihen voidaan pyrkiä sääntelemällä suuria ja monimutkaisia, ns. systeemisesti merkittäviä, rahoituslaitoksia ankarammin kuin muita rahoituslaitoksia.

Makrovakauspolitiikan tavoite

Makrovakauspolitiikan tavoitteet voidaan jakaa edelleen järjestelmäriskien todennäköisyyden pienentämiseen ja rahoitusjärjestelmän vahvistamiseen kriisien vaikutusten lieventämiseksi. Järjestelmäriskien todennäköisyyttä voidaan pienentää mm. jarruttamalla pankkien liialliseksi katsottavaa luo-

tonantoa tai velkaantumista asettamalla rajoitteita luotonannon kasvuvauhdille tai kotitalouksille myönnettävien luottojen koolle. Rahoitusjärjestelmän kriisinsietokykyä voidaan puolestaan vahvistaa mm. edellyttämällä pankeilta, että ne kerryttävät vakavaraisuus- ja maksuvalmiuspuskureita hyvinä aikoina, ja sallimalla puskureiden purkaminen huonoina aikoina.

Makrovakaudesta vastaavien viranomaisten tehtäväksi tulee päättää, minkä painoarvon ne antavat näille toisiaan täydentäville tavoitteille. Kansainvälisen järjestelypankin (BIS)³ näkemyksen mukaan makrovakauspolitiikan ensisijaiseksi tavoitteeksi ei tulisi asettaa taloudellisten syklien hillitsemistä, jota BIS pitää tässä vaiheessa liian kunnianhimoisena tavoitteena. Sen mukaan realistisempi tavoite on vahvistaa rahoitusjärjestelmän riskinsietokykyä.

BIS perustelee kantaansa mm. tähänastisilla kokemuksilla makrovakaustyökalujen käytöstä. Esimerkiksi Espanjassa käytetyillä dynaamisilla luottotappiovarauksilla tai Aasian maissa käytetyillä asuntomarkkinoiden jäähdyttämiseen tarkoitetuilla keinoilla ei ole juuri pystytty vaimentamaan asuntoluotonannon ja asuntojen hintojen heilahteluja, vaikka nämä keinot ovatkin vahvistaneet rahoituslaitosten kestävyttä.⁴ Finanssisykliin nykyistä tehokkaampi hillitseminen vaatisi makrovakaustyö-

³ BIS (2010), s. 90.

⁴ CGFS (2010).

kalujen laaja-alaista harkinnanvarais- ta käyttöä, mikä BIS:n mukaan ei täs- sä vaiheessa ole realistista.

Pankeilta vaadittavilla ylimääräi- sillä pääoma- ja maksuvalmiuspuku- reilla voidaan ideaalisesti ylläpitää pankkien luotonantokykyä myös las- kusuhdanteessa ja estää se, että vaka- varaisuus- tai maksuvalmiusvaikeuk- siin ajautuvat pankit joutuisivat pakon edessä myymään varojaan las- kevien hintojen markkinoilla. Suomen kaltaisissa maissa, joissa pankit ovat vahvasti pääomitettuja, luottolama ja rahoituslaitosten varojen pakko- myynnit eivät tällä hetkellä ole ensisi- jaisimpia finanssisykleihin liittyviä riskejä. Varsin ajankohtainen kansal- linen tavoite on yrittää pysäyttää vaa- ralliset luotto- ja velkakuplat riittä- vän aikaisessa vaiheessa ja näin suo- jata yrityksiä, kotitalouksia ja koko kansantaloutta kuplien puhkeamises- ta aiheutuilta seurauksilta.⁵

Makrovakaupolitiikan työkalut

Makrovakaupolitiikan tavoitteen asetanta vaikuttaa myös makrovakaus- työkalujen priorisointiin. Jos ensisijai- seksi tavoitteeksi asetetaan rahoitus- järjestelmän riskinsietokyvyn paran- taminen, tarkoituksenmukaisia työ- kaluja ovat mm. jo mainitut vasta- sykliiset pääomavaatimukset ja dynaa- miset luottotappiovaraukset.

Kansallisesti asetettavat vasta- sykliiset pääomapuskurivaatimukset sisältyvät Baselin pankkivalvontako-

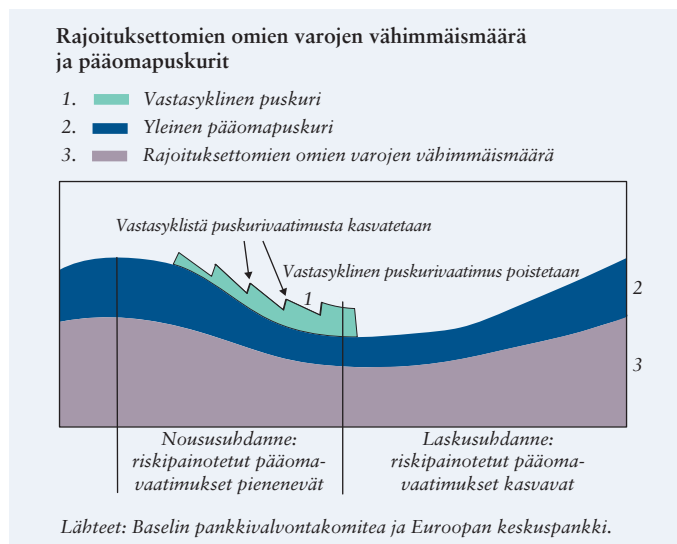
⁵ Tämä ajattelutapa on siis päinvastainen kuin BIS:n suositus.

mitean valmistelevaan pankkien sääntelyn laajaan uudistuskokonai- suuteen, ns. Basel III -uudistukseen. Tulevien säännösten mukaan kansal- lisilla viranomaisilla on mahdollisuus asettaa pankeille harkinnanvarainen ylimääräinen pääomapuskurivaati- mus silloin, kun viranomaiset katso- vat kotimaisille asiakkaille myönne- tyn luotonannon olevan liiallista.⁶ Puskurin suuruus saa olla enintään 2,5 % suhteessa pankin riskipainotet- tuihin saamisiin.

Noususuhdanteessa pankkien luotonanto tyypillisesti kasvaa nopeasti samanaikaisesti kun pank- kien arviot luottoriskeistään pienene- vät. Arvioitujen luottoriskien vähene- minen pienentää pankeilta vaaditta- via riskiperusteisia pääomavaatimuk- sia (kuvio 1). Vastaavasti laskusuh-

⁶ Vastasyklististä pääomapuskurivaatimuksista ja Basel III -uudistuksesta lähemmin, ks. Vauhkonen (2010).

Kuvin 1.



danteessa pankkien mitatut luottoris-
kit ja sitä kautta riskiperusteiset pää-
omavaatimukset kasvavat. Pääoma-
vaatimusten kiristyminen yhdessä
pankkien mahdollisten luottotappioi-
den kanssa voi laskusuhdanteessa
nakertaa pankkien vakavaraisuutta ja
pahimmillaan pakottaa pankit rajoit-
tamaan luotonantoon voimakkaasti.
Vastasyklisillä pääomapuskureilla
pyritään lievittämään tätä luotonan-
toon ja riskiperusteisiin pääomavaati-
muksiin liittyvää myötäsyyllisyyttä.

Espanjassa käytettävien dynaa-
misten (tilastollisten) luottotappiova-
rausten toimintaperiaate on saman-
kaltainen kuin vastasyklisen pää-
omapuskurivaatimusten: pankkeja
vaaditaan lisäämään kohdistamatto-
mia yleisiä luottotappiovarauksiaan
noususuhdanteessa, kun kohdistetut
luottotappiovaraukset ovat tyypilli-
sesti pieniä. Laskusuhdanteessa toimi-

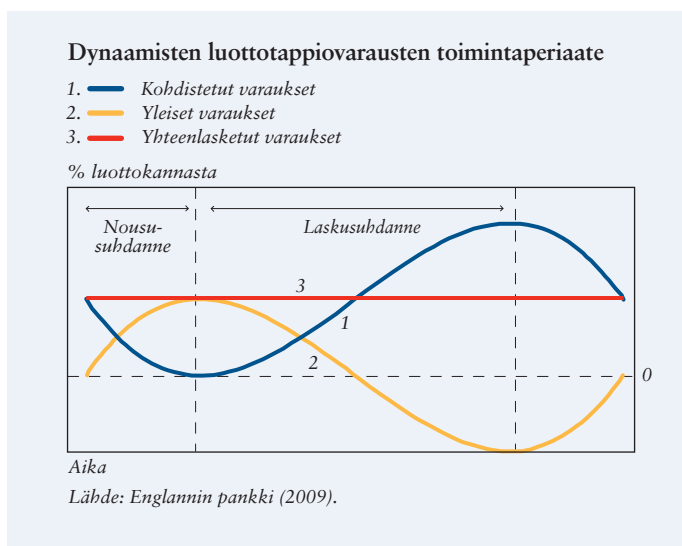
taan päinvastaisesti. Tällä tavoin
dynaamisilla luottotappiovarauksilla
loivennetaan pankkien luottotappio-
varauksien ja tulosten luontaista
myötäsyyllisyyttä (kuvio 2).

Jos makrovakauseräpolitiikan ensi-
sijaisena tavoitteena on pankkien
puskureiden kerryttämisen ja purka-
misen sijasta jarruttaa liiallista luoton-
antoa ja velkaantumista, suoraan
luottojen kysyntään ja tarjontaan tai
velkaantumiseen vaikuttavat työkalut
saattavat olla tehokkaimpia. Tällaisia
potentiaalisia työkaluja ovat mm.
pankin asiakasluottojen maksimiluo-
totusasteet (loan-to-value, LTV), koti-
talouden maksimivelanhoitorasite
suhteessa tuloihin (debt-to-income,
DTI), rajoitukset pankkien luotonan-
non kasvuvauhdille tai pankkien
lyhytaikaisen markkinaehtoisien
varainhankinnan verottaminen (tau-
lukko 2).

Makrovakauserätyökaluja (tauluk-
ko 2) on sekä sääntöperusteisia (pysy-
viä) että harkinnanvaraisia (vaihtu-
via). Sääntöperusteiset työkalut ovat
rakenteeltaan vastasyklisiä, eikä nii-
den käyttö vaadi harkinnanvaraisia
politiikkapäätöksiä suhdanteiden
muuttuessa. Dynaamiset varaukset
ovat paras esimerkki sääntöperusteis-
ista makrovakauserätyökaluista. Har-
kinnanvaraisten työkalujen käyttö
vaatii makrovakauserävalvonnasta vas-
taavalta viranomaiselta erillisen poli-
tiikkapäätöksen.

Useimpien makrovakauserätyö-
kalujen käyttö voi perustua sekä sään-
töihin että harkintaan. Esimerkiksi

Kuvio 2.



Taulukko 2.

Esimerkkejä mahdollisista makrovakaustyökaluista	
<i>Ensisijainen tavoite</i>	<i>Työkaluja</i>
<i>Vastasyklisen puskureiden kerryttäminen ja purkaminen</i>	<i>Vastasykliset pääomavaatimukset, dynaamiset luottotappiovaraukset, vakuudelliseen luotonantoon liittyvät vakuuksien vastasykliset arvonalennukset, riskiperusteiset talletussuojapreemiot</i>
<i>Luotonannon hillitseminen</i>	<i>Rajoitukset asiakasluottojen koolle (LTV, DTI) tai pankkien luotonannon kasvulle, vakavaraisuuslaskennassa käytettävien riskipainojen muuttaminen, pankkien vähimmäisvarantovelvoitteet</i>
<i>Pankkien lyhytaikaisen varainbankinnan hillitseminen</i>	<i>Lyhytaikaisen varainhankinnan verottaminen, ei-talletusmuotoisen varainbankinnan verottaminen</i>
<i>Pankkien yleisten riskinottokannustimien pienentäminen</i>	<i>Palkitsemisen ja osingonjaon harkinnanvaraiset rajoitukset tai verottaminen</i>
<i>Pankin systeemiseen merkittävyyteen perustuvat säännökset</i>	<i>Pankin systeemiseen merkittävyyteen perustuvat vähimmäisvakavaraisuusvaatimukset tai pankkiverot</i>
<i>Lähde: Suomen Pankki.</i>	

Basel III -uudistuksen mukaisten vastasyklisen pääomapuskureiden asettamisen lähtökohtana on Baselin komitean määrittelemä laskentasaäntö, mutta kansalliset viranomaiset voivat käyttää myös harkintaa puskuripäätöksensä tukena.

Oheiseen taulukkoon ei ole sisällytetty lukuisia valmisteilla ja suunnitteilla olevia rahoitussäätelyn muutoksia, jotka osaltaan vähentävät järjestelmäriskkejä ja parantavat rahoitusyritysten riskinsietokykyä mutta joiden päätarkoituksena ei ole vähentää rahoitusjärjestelmän myötäsyyttä. Esimerkiksi valtaosa pankkien vakavaraisuus- ja maksuvalmiussäätelyn viimeaikaisista uudistuksista ei sisälly tarkasteluamme.

Makrovakaustyökalujen käytöstä on vielä varsin vähän kokemuksia

ja tutkimustietoa.⁷ Yksi tärkeimmistä makrovakaust politiikkaan liittyvistä haasteita onkin löytää sellaisia politiikkatyökaluja, jotka kohdistuvat järjestelmäriskien muodostumisen ja toteutumisen kannalta keskeisiin tekijöihin, vaikuttavat nopeasti ja ovat joko automaattisia tai nopeasti toimeenpantavia.

Makrovakaust politiikan toteuttaminen

Rahoitusjärjestelmän vakaudesta vastaavat kansalliset viranomaiset eivät viimeisintä finanssikriisiä edeltäneinä vuosina riittävän hyvin tunnistanee koko Euroopan unionin rahoitusvakautta uhanneita riskejä. Finanssikriisin opetusten pohjalta Eurooppaan

⁷ CGFS (2010).

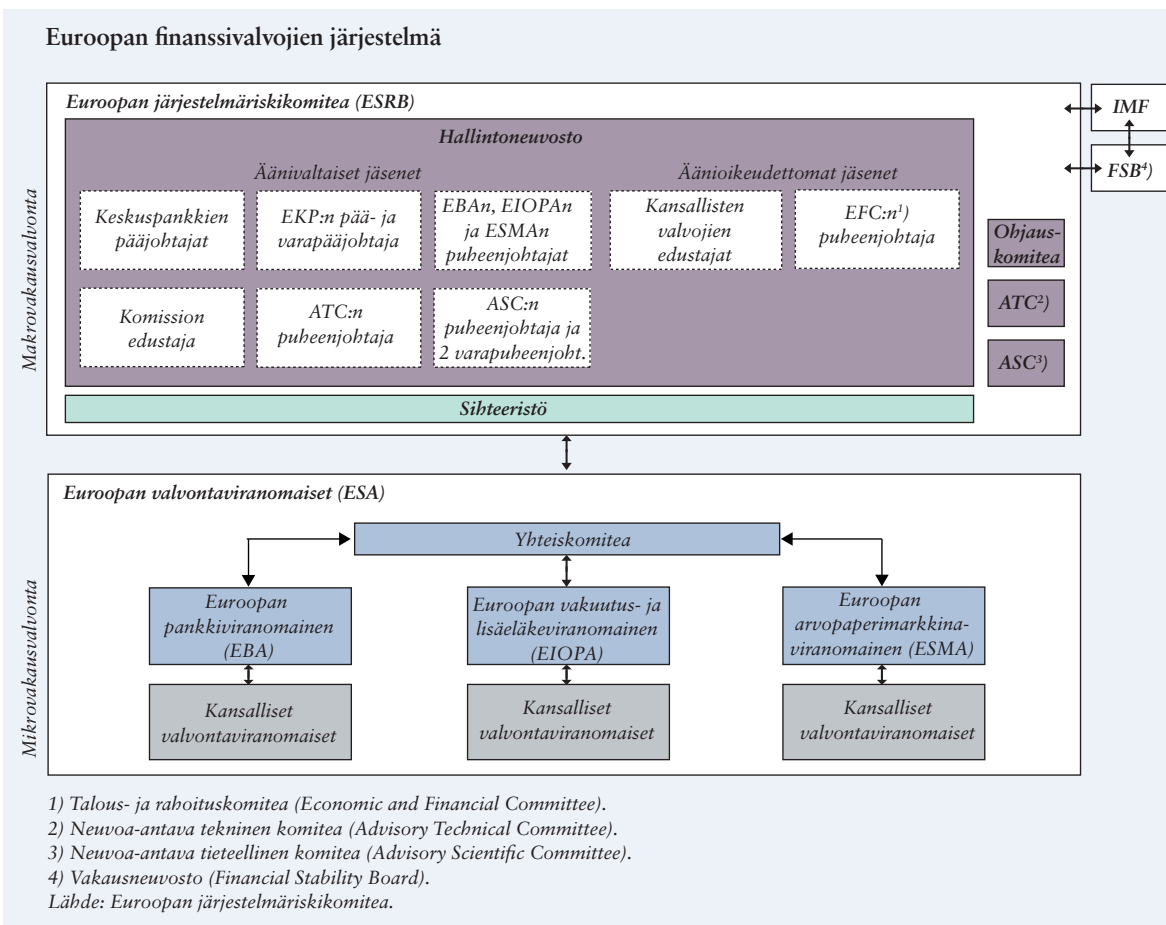
päätettiin perustaa unionin tasoinen elin, Euroopan järjestelmäriskikomitea (European Systemic Risk Board), valvomaan koko rahoitusjärjestelmän riskejä. Järjestelmäriskikomitea on osa uutta Euroopan finanssivalvojen järjestelmää (European System of Financial Supervision), johon kuuluvat myös kolme uutta EU-tason valvontaviranomaista.

Euroopan järjestelmäriskikomitea aloitti toimintansa vuoden 2011 alussa. Komitean tehtävänä on pyrkiä tunnistamaan uhkaavat järjestelmä-

riskit ennakkolta. Riskien toteutumisen estämiseksi järjestelmäriskikomitea voi antaa riskivaroituksia ja toimenpidesuosituksia koko unionille, yksittäisille jäsenvaltioille tai jäsenvaltioiden ryhmille, Euroopan uusille rahoitusvalvontaviranomaisille tai kansallisille rahoitusvalvojille.

EKP:llä ja kansallisilla keskuspankeilla on järjestelmäriskikomiteassa keskeinen asema. EKP:n pääjohtaja toimii järjestelmäriskikomitean puheenjohtajana. EKP:n pääjohtajan lisäksi EU-maiden kansallisten kes-

Kuvio 3.



kuspankkien pääjohtajat ja EKP:n varapuheenjohtaja kuuluvat komitean hallintoneuvoston äänivaltaisiin jäseniin.

Järjestelmäriskikomitean antamien suositusten toteuttaminen ja muu kansallinen makrovakauspoliittikka jäävät kuitenkin kansallisten viranomaisten vastuulle. Eri maissa päädyttäneen erilaisiin ratkaisuihin makrovakauspoliittikan organisoinnissa. Vaihtoehtoisia ratkaisuja ovat esimerkiksi, että makrovakauspoliittinen vastuu annetaan yhdelle viranomaiselle tai useiden viranomaisten muodostamalle makrovakauskomitealle.

Rahapolitiikka ja rahoitusjärjestelmän vakaus

Viimeisimmän finanssikriisin kokemukset ja uusi taloustieteellinen kirjallisuus ovat osoittaneet, että pitkäaikainen matalien korkojen rahapolitiikka voi kannustaa rahoituslaitoksia ja muita talouden toimijoita liialliseen riskinottoon ja siten olla ristiriidassa rahoitusjärjestelmän vakauden kanssa. Seuraavaksi tarkastellaan, millaisin mekanismein rahapolitiikka teoreettisten ja empiiristen tutkimusten mukaan vaikuttaa pankkien riskinotokannustimiin.

Viime vuosien tapahtumat ovat herättäneet henkiin myös aiemman keskustelun siitä, missä määrin rahoitustekijät tulisi ottaa huomioon rahapolitiittisessa päätöksenteossa. Ideaalissa maailmassa makrovakausriskit pystyttäisiin torjumaan tehokkaalla makrovakauspoliittikalla, jolloin raha-

politiikassa voitaisiin keskittyä hintavakauden turvaamiseen. Makrovakauspoliittikalla ei – ainakaan vielä lähitulevaisuudessa – yksin pystyttäne kaikissa tilanteissa turvaamaan rahoitusjärjestelmän vakautta. Tämän vuoksi rahapolitiikalla voi olla potentiaalinen rooli myös rahoitusjärjestelmän vakauden turvaamisessa. Tähän keskusteluun kuuluvat vaikeat kysymykset ns. tuulen vastaisen (lean against the wind, LATW) rahapolitiikan⁸ tarpeellisuudesta sekä raha- ja makrovakauspoliittikan koordinoimista.

Kevyt rahapolitiikka voi kannustaa liialliseen riskinottoon

Yhtenä tärkeimmistä viimeisimmän finanssikriisin syistä on pidetty erityisesti Yhdysvaltojen liian kevyttä rahapolitiikkaa, joka osaltaan kannusti rahoituslaitoksia ja kotitalouksia ylivelkaantumiseen ja liialliseen riskinottoon. Matalien politiikkakorkojen vaikutusta rahoituslaitosten riskinotokannustimiin on alettu nimittää rahapolitiikan riskinottokanavaksi.⁹

Riskinottokanava on makrovakauspoliittikan näkökulmasta tärkeä ainakin kahdesta syystä. Ensiksikin hintavakauteen tähtäävä rahapolitiikka voi ajoittain olla ristiriidassa

⁸ Ns. tuulen vastaisella rahapolitiikalla tarkoitetaan rahapolitiikkaa, jossa keskuspankki pyrkii ottamaan päätöksissään huomioon varallisuushintojen muutokset. Tuulta vastaan nojaava keskuspankki saattaisi esimerkiksi kiristää rahapolitiikkaansa aggressiivisemmin varallisuushintojen noustessa voimakkaasti kuin perinteistä inflaatiota voitetta noudattava keskuspankki.

⁹ Borio – Zhu (2008).

rahoitusjärjestelmän vakauden kanssa, erityisesti jos riskinotto-kanava on kvantitatiivisesti merkittävä. Toiseksi makrovakauseräpolitiikan ja rahapolitiikan koordinoimisen tarve on sitä suurempi, mitä huomattavampi ristiriita on hintavakauteen tähtäävän rahapolitiikan ja rahoitusjärjestelmän vakauden välillä.

Viime vuosien teoreettisessa kirjallisuudessa on mallinnettu useita vaikutuskanavia, joiden kautta rahapolitiikka voi mahdollisesti vaikuttaa pankkien riskinottoon. Matala korkotaso voi kannustaa osan rahoituslaitoksista lisäämään suuririskisten luottojen ja sijoitusten osuutta salkuissaan nimellisten tuottotavoitteiden saavuttamiseksi.¹⁰ Nimellisiin tuottoihin perustuvilla rahoituslaitosten palkitsemisjärjestelmillä voi olla samankaltainen vaikutus. Alhainen korkotaso voi myös johtaa rahoituslaitosten luotonmyöntöperusteiden ja luottoehtojen keventämiseen.¹¹ Korkotason mataluuden lisäksi myös rahapolitiikan epäsymmetrian on nähty kannustavan rahoitusyrityksiä riskinottoon. Rahoitusyritysten riskinottokannustimet voivat olla liialliset, jos ne ennakoivat keskuspankin noudattavan epäsymmetristä rahapolitiikkaa, joka on passiivista finanssiryhmien nousuvaiheessa mutta aktiivista ongelmien ilmaantuessa.¹²

¹⁰ Rajan (2005).

¹¹ Dell’Ariccia – Marquez (2006).

¹² Farhi – Tirole (2010).

Matala korkotaso voi myös kannustaa pankkeja kasvattamaan liiallisesti taseitaan. Korkojen alentaminen kasvattaa varallisuusarvoja ja parantaa pankkien voittoja, vakavaraisuutta ja mahdollisuuksia lisätä vakuudellista varainhankintaa. Jos pankkien tavoitteena on pitää oman pääoman määrä suhteessa taseeseen vakiona, pankit reagoivat varallisuusarvojen kohenemiseen lisäämällä luotonantoon ja sijoituksiaan.¹³ Adrianin ja Shinin (2008) mukaan pankkien tavoitteena on pitää pankin omien varojen ja taseen loppusumman suhde – eli omavaraisuusaste (leverage ratio) – vakiona läpi suhdannesyklin. Empiiristen havaintojen mukaan yhdysvaltalaisen investointipankkien omavaraisuusasteet olivat finanssikriisiä edeltäneinä vuosina jopa vastasyklisiä. Toisin sanoen investointipankit kasvattivat finanssikriisiä edeltäneinä vuosina samanaikaisesti sekä taseitaan ja velkaantuneisuuttaan (kuviot 4).

Viime aikoina on julkaistu empiirisiä tutkimuksia, jotka pääosin tukevat edellä selostettuja teoreettisia

¹³ De Nicolò ym. (2010) mallin mukaan rahapolitiikan vaikutus pankkien riskinottokannustimiin on monisyisempi kuin tarkasteltu kirjallisuus antaa ymmärtää. De Nicolò ym. mallissa rahapolitiikka vaikuttaa pankkien riskinottokannustimiin tuottojenetsintäkanavan lisäksi myös vastakkaisuutensa toimiluvan arvo -kanavan (charter value) kautta. Tämän tunnetun vaikutuskanavan mukaan korkojen lasku pienentää pankin rahoituskustannuksia ja kasvattaa näin pankin odotettujen voittojen nykyarvoa (toimiluvan arvo). Toimiluvan arvon kasvaminen pienentää pankin osakkeenomistajien ja velkojien välistä intressiristiriitaa ja siten pankin riskinottokannustimia. Tietyissä suhdannevaiheissa ja tietyntyyppisissä pankkijärjestelmissä rahapolitiikan keventäminen voi jopa vähentää pankkien riskinottokannustimia.

tuloksia.¹⁴ Tutkimukset eivät kuitenkaan vielä anna riittävän varmaa tietoa rahapolitiikan tärkeimmistä vaikutuskanavista ja niiden kvantitatiivisesta merkityksestä.

Millä tavoin rahoitustekijät tulisi ottaa huomioon rahapolitiikassa?

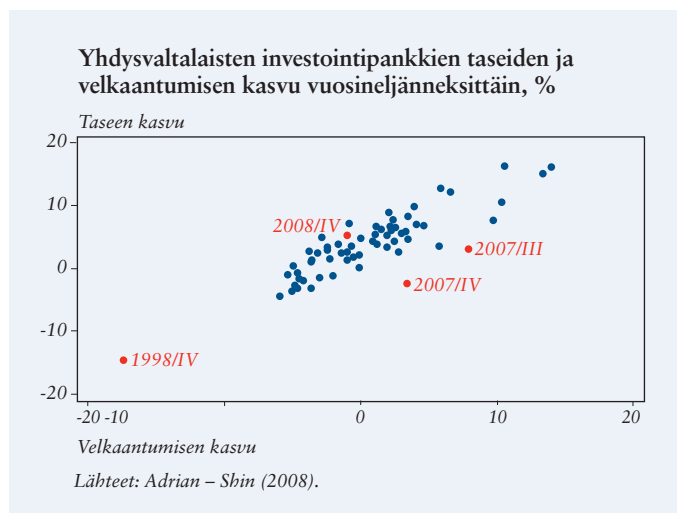
Talousskirjallisuudessa on viime aikoina pohdittu paljon, millä tavalla makrovakauteen liittyvät tekijät tulisi ottaa huomioon rahapolitiikan päätöksenteossa. Tyypillisesti tällä tarkoitetaan sitä, miten rahoituslaitosten riskinottoon liittyvät seikat vaikuttavat rahapolitiikan sääntöihin.¹⁵ Kysymyksenasettelu lähtee yleensä siitä, millaista ns. tuulen vastainen rahapolitiikka olisi suhteessa perinteiseen (eli pelkästään inflaatiotavoitteeseen tai tuotantokuiluun perustuvaan) rahapolitiikkaan. Tämän lisäksi tutkitaan usein, miten erillinen makrovakauserä rahapolitiikan väline muuttaisi rahapolitiikan mitoitusta ja mitä hyvinvointivaikutuksia tällä politiikkayhdistelmällä olisi.

Viimeaikaisessa tutkimuksessa on hyviä esimerkkejä siitä, miten modernin makrotaloustieteen ns. uuskeynesiläisessä mallikehikossa voidaan tutkia eksplisiittisesti tuulen vastaisen rahapolitiikan ja makrovakauserän

¹⁴ Esim. Altunbas ym. (2010) ovat käyneet läpi tätä kirjallisuutta.

¹⁵ Rahapolitiikan sääntöjä ovat esimerkiksi useissa makrotalouden malleissa käytetyt ns. Taylorin säännöt, joiden mukaan rahapolitiikka riippuu perinteisesti talouden inflaatiopaineista (yleensä inflaatiotavoitteeseen verrattuna) ja tuotantokuilusta (eli todellisen ja potentiaalisen tuotannon erotuksesta).

Kuvio 4.



kan suhdetta. Esimerkiksi Woodfordin (2010) mukaan rahapolitiikassa tulisi finanssikriisien torjunnan edistämiseksi ottaa huomioon taloustoimijoiden riskillisten velkapositioiden kasvu, vaikka keskuspankki ei voisikaan ennustaa varallisuushintakuplia. Tämän lisäksi on Woodfordin mukaan tarve myös erillisille makrovakauserävälineille kriisien ehkäisyssä. Tämä helpottaisi myös tuulen vastaisen rahapolitiikan tehtävää.

Eräissä tutkimuksissa on myös havaittu, kuinka rahapolitiikan ja makrovakauserän suhde riippuu siitä, minkälaisia sokkeja talouteen kohdistuu. Kannan ym. (2009) sekä Angeloni ja Faia (2009) käyttävät uuskeynesiläistä mallikehikkoa, johon on lisätty pankkisektori sekä yksinkertainen makrovakauseräväline (kuten luottojen kasvuvauhti tai vastasyklinen pääomapuskuri). Erityisesti tutkimuksissa tarkastellaan, min-

käläinen rahapolitiikan sääntö tuottaa parhaita lopputuloksia erilaisissa makrotalouden sokeissa. Tutkimusten tulosten mukaan erityisesti pankkisektoriin kohdistuvissa sokeissa on optimaalista käyttää rahapolitiikkasäännön ohella makrovakaussääntöä, kun taas talouden tuottavuutta koskeissa sokeissa makrovakaussäännöllä on vähemmän käyttöä. Tulokset ovat luonnollisesti mallien yksinkertaisuuden takia vain suuntaa antavia, mutta viittaavat kuitenkin siihen, että politiikkayhdistelmän valinnassa harkinnalla tulisi olla suuri rooli, koska sokkien luonne saattaa vaihdella voimakkaasti eri tilanteissa.

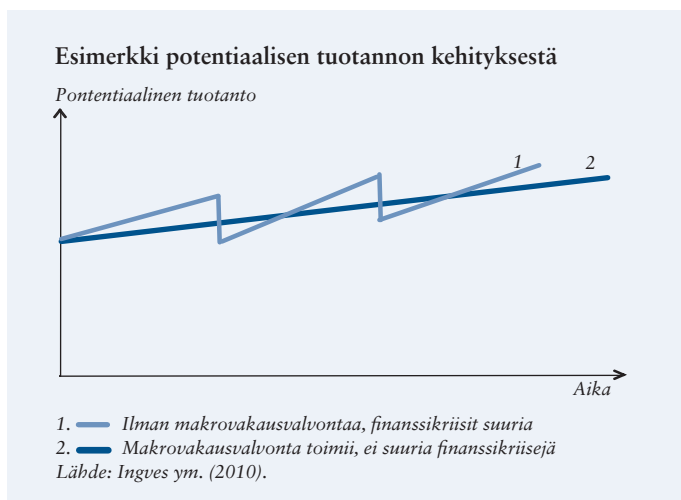
Aiempien tutkimusten tarkastelu herättää kysymyksen, missä määrin tutkimuksissa käytetyt mallit ovat viime vuosina nähdyn finanssikriisin värittämiä. Käytetyissä mallikehikoissa lähdetään yleensä siitä, että pankkien liiallinen riskinotto on talouden hyvinvoinnin maksimoinnin kannalta

joltain osin haitallista ja että tätä liiallista riskiä tulisi pyrkiä vähentämään ns. tuulen vastaisen rahapolitiikan tai makrovakaupolitiikan keinoin. Onko kuitenkin mahdollista, että muina kuin kriisiaikoina tällainen rahapolitiikan kiristäminen johtaa keskimäärin pitkällä aikavälillä talouden hyvinvointimielessä heikompiin ratkaisuihin kuin rahapolitiikka, jossa makrovakaussäätöä painotetaan vähemmän?

Tätä kysymystä on kirjallisuudessa pohdittu varsin niukasti. Tutkimuksissa päädytään jonkinasteiseen konsensukseen siitä, että tuulen vastainen rahapolitiikka yhdistettynä yksinkertaiseen mittariin tukeutuvaan makrovakaupolitiikkaan voisi olla perinteistä rahapolitiikkaa hyödyllisempää. Woodford (2010) ei myöskään näe suurta vaaraa perinteisen rahapolitiikkasäännön vääristymisestä makrovakaussäätökohtien myötä; keskuspankin tavoitteessa tämä merkitsee vain yhden lisätermin huomioiduista inflaation ja tuotantokuilun lisäksi.

Ingves ym. (2010) on tarkastellut rahapolitiikan ja makrovakaupolitiikan suhdetta erityisesti siinä mielessä, mikä on pankkisäätelyn lisäämisen merkitys talouden pitkän aikavälin vakauden ja hyvinvoinnin kannalta. Vaikka tuotannon vaihtelua saadaan vähennettyä, ei ole itsestään selvää, että tuotannon keskimääräinen määrä kasvaa sääntelyn lisäämisen myötä. Makrovakaupolitiikka saattaa perinteiseen rahapolitiikkaan verrattuna

Kuvio 5.



päinvastoin lisätä todelliseen korkotasoon ”regulaatiopreemion”, kun pankkien luotonannon kustannukset kasvavat myös kriisiaikojen ulkopuolella (kuvio 5). Tämä olisi omiaan lisäämään koko talouden rahoituskustannuksia. Kaiken kaikkiaan akateemisessa kirjallisuudessa ei olekaan vielä kyetty antamaan yksiselitteistä vastausta kysymykseen raha- ja makrovakausrakenteen keskinäisen painotuksen aiheuttamista hyvinvointivaikutuksista.

Rahapolitiikan ja makrovakausrakenteen koordinaointi

Rahapolitiikan ja makrovakausrakenteen keskinäistä suhdetta koskee läheisesti myös kysymys näiden kahden politiikkalohkon koordinaoinnista. Tähän kenttään liittyy kolme keskeistä kysymystä: 1) Onko koordinaointi tarpeellista? 2) Miten koordinaointi tulisi toteuttaa? 3) Kenen vastuulla makrovakausrakenteen toteutuksen tulisi olla?

Onko koordinaointi tarpeellista?

Talousskirjallisuudessa on viime vuosina kallistuttu selvästi sille kannalle, että erillisten makrovakausrakenteiden käyttö rahapolitiikan välineiden ohella olisi suositeltavaa. Tämä johtopäätös ei näytä juuri riippuvan siitä, toteutetaanko rahapolitiikkaa perinteisellä tavalla vai ns. tuulen vastaisella tyylillä. Koordinaoinnin tarpeellisuus on myös hyvin intuitiivista, kun muistetaan, että rahapolitiikka ja makrovakausrakenteen politiikka vaikuttavat

toisiinsa. Näin ollen on vaikea kuvitella tilannetta, jossa toisen politiikkavälineen käytöllä ei olisi vaikutusta myös toiseen välineeseen.

Huolimatta koordinaoinnin tarpeellisuudesta taloudessa vallitsee yleensä sellainen tilanne, jossa rahapolitiikka ja makrovakausrakenteen politiikka ovat keskenään sopusoinnussa. Tyypillisesti esimerkiksi talouden ylikuumenemisvaiheessa sekä inflaatiopaineet että makrovakausrakenteen riskit ovat kasvussa, jolloin kumpaakin politiikkavälinettä on tarvetta kiristää. Toisaalta ajoittain voi vallita ristiriitainen tilanne politiikkavälineiden välillä, ja tällöin makrovakausrakenteen tärkeys korostuu.¹⁶ Näin voi käydä silloin, jos esimerkiksi perinteisen rahapolitiikan kiristämistarve on vaimeiden inflaatiopaineiden vuoksi vähäinen, mutta samalla makrovakausrakenteen viittaavat kiristämistarpeeseen (ns. push me, pull you -ongelma).

Pahimmillaan koordinaoinnin puute voi johtaa esimerkiksi tilanteeseen, jossa makrovakausrakenteen epäonnistuminen aiheuttaa talouden ylivelkaantumisen, ja kuplan puhjettessa velkaantumisen purkamisen tarve heikentää keveän rahapolitiikan kykyä elvyttää taloutta. Bean ym. (2010) ovat tarkastelleet tätä kysymystä yksinkertaisella uuskeynesiläisellä mallilla, jossa oletetaan raha- ja makrovakausrakenteen politiikkaa toteutettavan ilman koordinaointia. Tuloksena on reaalityökalouden kannalta epäopti-

Pahimmillaan raha- ja makrovakausrakenteen koordinoimattomuus voi johtaa tilanteeseen, jossa ylivelkaantunut talous ei voi hyötyä elvyttävästä rahapolitiikasta.

¹⁶ De Nicolo ym. (2010).

maalinen lopputulos, jossa sekä makrovakauserä ja rahapolitiikka että rahapolitiikka on liian aggressiivista. Tämäkin tulos alleviivaa koordinoinnin tärkeyttä.

Miten koordinointi tulisi toteuttaa?

Jos myönnetään koordinaation tärkeys, herää kysymys, miten koordinaatio tulisi toteuttaa. Yksi teoreettinen lähestymistapa on soveltaa analogiaa rahapolitiikan ja finanssipolitiikan väliseen koordinaatioon. Lambertini ja Rovelli (2004) ovat esitelleet peliteoriaan perustuvan ajatuksen, että tilanteessa, jossa pelaajat (keskuspankki ja finanssipolitiikan päättäjä) tekevät vuorotellen ratkaisuja, on kummankin pelaajan kannalta optimaalista, että finanssipolitiikkaliikkeet tehdään ensin. Tämän jälkeen keskuspankki ottaa finanssipolitiikan mitoituksen annettuna rahapolitiikan päätöksenteossa. Tällainen toimintamalli on myös intuitiivisesti järkevä, koska finanssipolitiikan päätöksenteokmekanismit ja vaikutuskanavat ovat tyypillisesti hitaampia ja moninaisempia kuin rahapolitiikan. Samanlainen ajattelu vaikuttaisi olevan luontevaa myös rahapolitiikan ja makrovakauserän suhteen koordinaatiossa: makrovakauserä voitaisiin ottaa annettuna rahapolitiikan päätöksiä tehtäessä.

Kenen vastuulla makrovakauserän tulisi olla?

Kun rahapolitiikasta vastaa perinteisesti keskuspankki ja rahoitusalan mikrovalvonnasta finanssivalvoja,

nousee kysymys makrovakauserän vastuusta luonnollisesti esille. Nykytiedon valossa on vaikea esittää lopullista kantaa siihen, miten toimivaltakysymys tulisi ratkaista. Edellä esitetty ajatus¹⁷, että makrovakauserän ja rahapolitiikan yhteys on monimutkaisempi kuin yleisesti ajatellaan, voidaan nähdä argumentiksi sen puolesta, että makrovakauserä pitäisi toteuttaa keskuspankissa. Samaa kantaa puoltavat näkemykset, joiden mukaan raha- ja makrovakauserän koordinaatiossa tulisi käyttää merkittävässä määrin harkintaa taloutta kohtaavien erilaisten sokkien käsittelyssä.¹⁸ Toisaalta ajatus, että makrovakauserä saattaa summentaa rahapolitiikan hintavakauserätavoitetta, mikäli vastuu kummastakin on keskuspankilla, puoltaa toisenlaisia ratkaisumalleja.

Yhteisymmärrys makrovakauseräpolitiikasta välttämätön

Järjestelmäriskien tunnistamisessa käytettäviä analyysivälineitä ja näiden riskien vähentämiseen käytettäviä politiikkakeinoja tutkitaan tällä hetkellä aktiivisesti ympäri maailman. Tärkeää olisi päästä myös yhteisymmärrykseen makrovakauserän määritelmästä ja ensisijaisesta tavoitteesta. Makrovakauserän määritelmän liiallinen laajentaminen voi pahimmillaan hämärtää viranomaisten välistä vastuunjakoja, vaikeuttaa

¹⁷ De Nicolo ym. (2010).

¹⁸ Kannan ym. (2009), Angeloni – Faia (2009), Bean ym. (2010).

makrovakauspolitiikan organisointia, luoda liiallisia odotuksia makrovakauspolitiikan tehokkuudesta ja viime kädessä vähentää luottamusta makrovakauspolitiikkaan.

Raha- ja makrovakauspolitiikan koordinointiin liittyvät haasteet ovat keskeisiä pohdittaessa näiden kahden politiikkalohkon keskinäistä vaikutusta. Koordinointitarpeet näyttäisivät olevan suurimmat kahdessa tilanteessa. Ensimmäinen on edellä kuvattu skenaario, jossa pitkäaikainen matalien korkojen rahapolitiikka luo talouteen merkittäviä vakausuhkia. Toinen tilanne on kärjistyessä oleva luotto- ja velkaantumissykli, jonka pysäyttämiseksi tarvittaisiin mahdollisesti sekä kireää makrovakauspolitiikkaa että ns. tuulen vastaista rahapolitiikkaa.

Raha- ja makrovakauspolitiikan koordinoinnin potentiaaliset hyödyt näissä kahdessa tilanteessa riippuvat suurelta osin raha- ja makrovakauspolitiikan suhteellisesta tehokkuudesta järjestelmäriskien torjunnassa. Ideaalisessa maailmassa makrovakausriskit pystyttäisiin torjumaan tehokkaalla makrovakauspolitiikalla,

jolloin rahapolitiikassa voitaisiin keskittyä hintavakauden turvaamiseen. Tämän tavoitteen kaukaisuus sekä finanssikriisien valtavat kokonaistaloudelliset kustannukset puoltavat rahoitustekijöiden nykyistä laajempaa huomioon ottamista rahapoliittisessa päätöksenteossa.

Asiasanat: makrovakauspolitiikka, makrovakaustyökalut, rahapolitiikka, rahapolitiikan säännöt, Euroopan järjestelmäriskikomitea

Lähteet

- Adrian – Shin (2008) Financial intermediaries, financial stability and monetary policy. Federal Reserve Bank of Kansas City. Symposiumi Jackson Holessa.
- Angeloni – Faia (2009) A tale of two policies: prudential regulation and monetary policy with fragile banks. Kiel Institute for the World Economy Working Papers No. 1569. Lokakuu.
- Altunbas – Gambacorta – Marquez-Ibanez (2010) Does monetary policy affect bank risk-taking? BIS Working Papers No. 298.
- Englannin pankki (2009) The role of macroprudential policy. Discussion paper.
- Bean – Paustian – Penalver – Taylor (2010) Monetary policy after the fall. Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference. Jackson Hole, Wyoming 28.8.2010.
- BIS (2010) 80th Annual report.
- Borio (2010) Implementing a macroprudential framework: blending boldness and realism. Puhe, 22.6.2010.
- Borio – Zhu (2008) Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism. BIS Working Papers, No. 268.
- CGFS Papers (2010) Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences. CGFS Papers No 38.
- Dell’Ariccia – Marquez (2006) Lending booms and lending standards. Journal of Finance 2006, 61(5).
- De Nicolò – Dell’Ariccia – Laeven – Valencia (2010) Monetary policy and bank risk taking. IMF Staff Position Note, No. 10/09.
- Farhi – Tirole (2010) Collective moral hazard, maturity mismatch and systemic bailouts. Mimeo, lokakuu 2010.
- Ingves – Apel – Lenntorp (2010) Monetary policy and financial stability – some future challenges. Riksbank Economic Review 2/2010.
- Kannan – Rabanal – Scott (2009) Monetary and macroprudential policy rules in a model with house price booms. IMF Working Paper No. 09/251.
- Lambertini – Rovelli (2004) Monetary and fiscal policy coordination and macroeconomic stabilization: a theoretical analysis. Universita di Bologna. Mimeo.
- N’Diaye (2009) Countercyclical macroprudential policies in a supporting role to monetary policy. IMF Working Paper No. 09/257.
- Rajan (2005) Has financial development made the world riskier? Proceedings. Federal Reserve Bank of Kansas City. Elokuu.
- Schauman – Taipalus (2011) Kuinka tunnistaa makrovakaudelliset riskit? Euro & talous 1/2011.
- Vauhkonen (2010) Basel III -uudistus parantaa pankkien riskinkantokykyä. Euro & talous 3/2010.
- Woodford (2010) Inflation targeting and financial stability. Presentation in the conference ”The Future of Monetary Policy”. Rome 30.9.2010.

Euroopan rahoitusmarkkinoita vakautetaan uusilla välineillä

28.2.2011

Euroopassa valtioiden kestävämmän velkaantumisen alkoi horjuttaa rahoitusmarkkinoiden vakautta vuonna 2010. Velkaantuneimmat maat sitoutuivat sopeuttamaan talouksiaan, mutta velkaongelmien ratkaisemiseksi tarvittiin myös entistä parempaa talouspolitiikan koordinaatiota EU-maiden kesken sekä välineet velkakriisissä olevien maiden sopeutusohjelmien rahoittamiseksi. Irlannin tukipaketista sovittaessa alkoivat uudet rahoitusvakauserätyt. Euroopan rahoitusvakauserätyt ja Euroopan rahoituksen vakautusmekanismien varainhankinta on käynnistynyt hyvin, ja ensimmäiset luotot on maksettu niiden kautta Irlannille. Rahoitusmarkkinoilla euroalueen reunamaiden valtionlainojen tuottojen odotetaan kuitenkin säilyvän suurina, kunnes velkaongelmiin löydetään pysyvä ja kattava ratkaisu.

Valtioiden velkaongelmia ratkottu uusilla välineillä

Euroopassa julkisten talouksien velkaantumisen nousi keskeiseksi rahoitusjärjestelmän ja talouden vakautta horjuttavaksi tekijäksi vuonna 2010. Julkistaloudeltaan velkaantuneimpien eurovaltioiden varainhankinta pääomamarkkinoilta vaikeutui ja sen kustannukset kasvoivat vuoden 2010 alusta saakka. Valtionlainat ovat sijoittajien kannalta vähäriskisimpiä tuotteita, sillä valtioiden maksukyvyttömyyden todennäköisyys on vähäinen. Valtioiden luottoriskiä alettiin kuitenkin markkinoilla

hinnoitella aiempaa suuremmaksi, ja erityisesti Kreikan, Irlannin, Portugalin ja Espanjan valtionlainojen tuotot kasvoivat voimakkaasti. Lisäksi kaupankäynti euroalueen valtionlainamarkkinoiden eräillä osa-alueilla häiriintyi tai loppui lähes kokonaan. Valtioiden velkakriisiin kärjistyttyä toukokuussa 2010 Ecofin-neuvosto päätti Euroopan talouden ja rahoitusjärjestelmän vakauttamismekanismista. Tähän kuuluvat Euroopan rahoitusvakauserätyt (European Financial Stability Facility) sekä Euroopan rahoituksen vakautusmekanismi (European Financial Stabilisation Mechanism).

Euroopan rahoitusvakauserätyt on euroalueen valtioiden omistama erillisyhtiö (*special purpose vehicle*).¹ Sen tavoitteena on auttaa säilyttämään euroalueen rahoitusjärjestelmä vakaana myöntämällä määräaikaista luottoja euroalueen valtioille, joilla on poikkeuksellisia julkisen talouden ongelmia. Rahoitusvakauserätyt hankkii varat luottojen maksamiseksi pääomamarkkinoilta. Se on väliaikainen mekanismi, joka voi antaa luottoa kesäkuuhun 2013 saakka.

Euroopan rahoituksen vakautusmekanismien kautta voidaan antaa luottoa EU:n jäsenvaltiolle, jolle poikkeukselliset tapahtumat ovat aiheuttaneet vakavia taloudellisia tai rahoituksellisia häiriöitä.² Euroopan komissio hankkii

¹ Euroopan rahoitusvakauserätyt on perustettu kesäkuussa 2010, ja sen nykytuotteen toiminta päättyy kesäkuussa 2013.

² Euroopan rahoituksen vakautusmekanismi on luotu 13.5.2010 Euroopan unionin neuvoston asetuksella 407/2010.



Jenni Hellström
diileri/markkina-
analyytikko
pankkitoimintaosasto

Rahoitusvakausjärjestelyjen luotot ovat ehdollisia.

varat luottojärjestelyihin joko pääomamarkkinoilta tai rahoituslaitoksilta. Mekanismin luotonannon enimmäismäärä riippuu EU:n omien varojen määrästä. EU:lle kertyy omia varoja mm. tulli- ja maatalousmaksuista. Komissio on arvioinut rahoituksen vakautusmekanismin kokonaisluotonannon olevan enimmillään 60 mrd. euroa EU:n tämänhetkisten budjettikehysten aikana.

Molempien vakautusjärjestelyjen myöntämät luotot ovat ehdollisia. Tukea saavan valtion on sovittava EU:n ja Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) kanssa talouden ja rahoitusjärjestelmänsä sopeutusohjelmasta. Kun siitä on päästy sopuun, Euroopan komissio ja tukea saava valtio allekirjoittavat yhteistoimintapöytäkirjan, jossa mm. listataan ehtoja maan talous- ja finanssipolitiikalle. Päätöksen vakaussvälineen myöntäjästä lainasta tekevät euroalueen jäsenmaat yksimielisesti. Vakautusmekanismin lainoista päättää määränemmistöllä Euroopan unionin neuvosto, jossa kaikki EU:n jäsenmaat ovat edustettuina. Euroopan komissio sekä valuuttarahasto yhteistyössä EKP:n kanssa valvovat luottojärjestelyiden ehtojen toteutumista.

Kreikka sitoutui ensimmäisenä euroalueen jäsenvaltiona toukokuussa 2010 mittavaan talouden sopeutusohjelmaan. Tähän sisältyvä 110 mrd. euron tuki jakaantuu EU:n (80 mrd.) ja valuuttarahaston (30 mrd.) kesken. Euroalueen valtiot myönsivät lainat Kreikalle kahdenvälisinä. Näin ollen

vakaussvälineen ja vakautusmekanismin toiminta ei vielä tuolloin käynnistynyt. Komissio kuitenkin hallinnoi jäsenvaltioiden Kreikalle myöntämiä luottoja. Suomen osuus Kreikan luottojärjestelystä on enintään 1,6 mrd. euroa.

Euroopan rahoitusvakaussjärjestelyt palauttavat luottamuksen rahoitusmarkkinoille vain väliaikaisesti, ja valtioiden velkakriisi alkoi levitä euroalueen muihin velkaantuneisiin maihin. Tunnelma heikkeni erityisesti Irlannissa, jossa maan pankkisektori oli ongelmissa, sekä Portugalissa, koska maan julkinen vaje on suuri. Espanjassa käynnistettiin säästöpankkisektorin uudistukset, mutta lisäpääomista nähtiin tarvittavan. Italian uudelleenrahoitustarvetta pidettiin niin ikään huomattavana.

Irlannissa tilanne paheni, kun maan syyskuussa 2010 ilmoittaman pankkipelastuspaketin takia julkisen alijäämän arvioitiin kasvavan jo yli 30 prosenttiin. Vaikka osa menolisäyksistä oli kertaluonteisia, markkinoiden luottamus valtion velanhoito-kykyyn ja pankkijärjestelmään heikkeni. Marraskuun 2010 lopussa päätettiin EU:n ja Kansainvälisen valuuttarahaston yhteensä 85 mrd. euron tukipaketista Irlannille.³ Sopimukseen sisältyi, että vakaussvälineen kautta Irlannille maksetaan 17,7 mrd. euroa ja vakautusmekanismin kautta 22,5 mrd. euroa. Näin alkoi uusien rahoitusvakaussjärjestelyiden toiminta.

³ Tukipaketti sisältää Irlannin eläkerahaston kautta maksettavan tuen sekä Ison-Britannian, Ruotsin ja Tanskan kahdenväliset lainat Irlannille.

Euroopan valtiot takaavat rahoitusvakaussjärjestelyjen varainhankinnan

Uusissa rahoitusvakaussjärjestelyissä euroalueen jäsenvaltiot eivät anna luottoa toisilleen suoraan vaan toimivat luoton takaajina joko suoraan (vakaussväline) tai välillisesti (vakautusmekanismi). Esimerkiksi Irlannille maksettavaa luottoa varten rahoitusvakaussväline hankkii pääomamarkkinoilta varoja ja euroalueen jäsenvaltiot takaavat tämän varainhankinnan. Kaikkiaan vakaussvälineelle on myönnetty takauksia enintään 440 mrd. euroa. Kunkin euromaan osuus takauksista määritellään EKP:n merkittyn pääomaosuuden mukaisesti, jolloin Suomen osuus on noin 1,8 % tai 7,92 mrd. euroa.⁴ Kreikka ja Irlanti eivät kuitenkaan anna takauksia, koska niille on myönnetty taloudellista tukea.

Vakaussvälineen toiminnan kannalta on tärkeää, että lainansaaja maksaa saamansa luoton takaisin. Näin ollen lainansaajan sitoutuminen maan talouden ja rahoitusmarkkinoiden sopeutusohjelmaan on ensiarvoisen tärkeää. Kun tuettavien maiden julkisen talouden tila kohenee, myös niiden takaisinmaksukyky paranee. Jos lainansaaja kuitenkin jättää maksamatta tai maksaa myöhässä lainapääoman tai sille maksettavan koron, ja vakaussväline ei tästä syystä pysty hoitamaan oman varainhankintansa kustannuksia, se pyytää eurovaltioilta

⁴ Liittyttyään euroalueeseen Virosta on määrä tulla myös Euroopan rahoitusvakaussvälineen jäsen.

maksua tasasuhteisesti ja yhtäläisin oikeuksin -periaatteella. Vakaussvälineen luottokelpoisuutta parantaa erityisesti se, että sen liikkeeseen laskemilla velkakirjoilla on oltava takauksia 120 % velkakirjojen nimellisarvosta.

Valtiontakausten lisäksi rahoitusvakaussvälineen luottokelpoisuutta parantavat sen myöntämiin lainoihin liitettävät käteispuskurit. Ensinnäkin lainansaaja maksaa vakaussvälineestä nostamistaan lainoista palvelumaksun, joka on 0,5 prosenttiyksikköä lainan kokonaispääomasta. Toiseksi lainansaaja maksaa lainan kokonaispääomasta laskettavan korkomarginaalin kassavirran, joka diskontataan nykyhetkeen. Kolmanneksi lainansajalle maksettavasta määrästä vähennetään lainakohtainen käteispuskuri. Nämä maksut eivät vähennä lainan kokonaispääomaa, ja niistä kertyy siten käteisvaroja vakaussvälineelle. Käteisvarat rahoitusvakaussväline sijoittaa edelleen AAA-luottoluokituksen saaneisiin instrumentteihin. Käteispuskureita vakaussväline voi käyttää ainoastaan kyseiseen lainaan liittyvän varainhankinnan korkojen ja pääoman takaisinmaksuun niin kauan kuin lainansaaja ei ole maksanut lainaansa takaisin.

Lainakohtaiset käteispuskurit rahoitusvakaussväline määrittelee suuruisiksi, että sen lainaa varten liikkeeseen laskemilla velkakirjoilla on aina katteenaan AAA-luokiteltujen valtioiden takauksia sekä käteistä. Euroomaista Saksalla, Ranskalla, Hol-

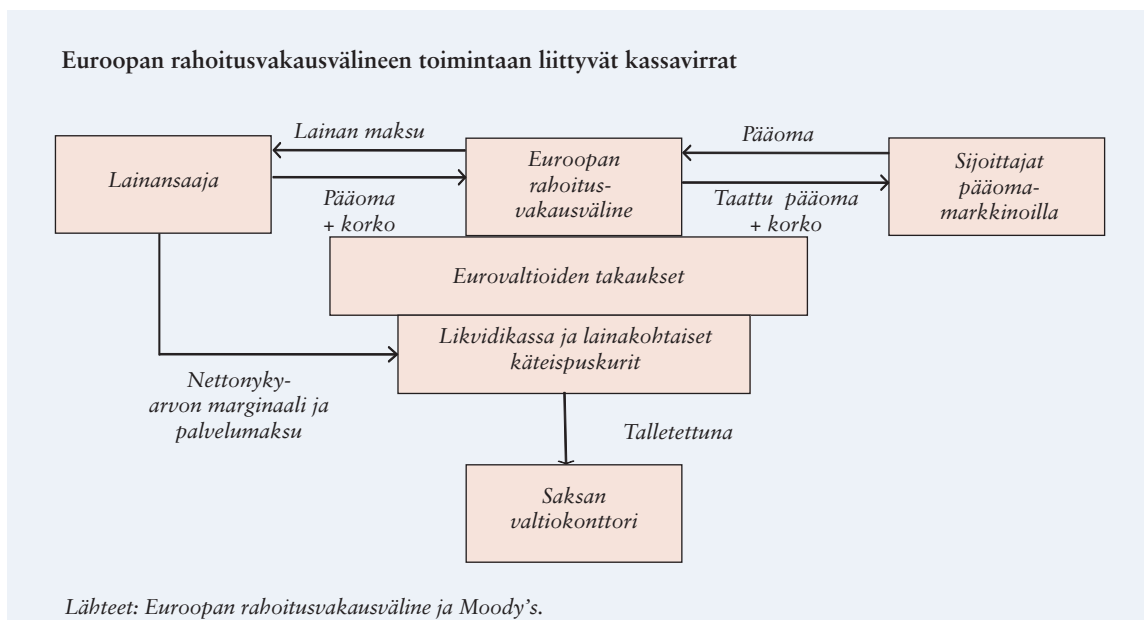
Rahoitusvakaussvälineen luottokelpoisuuden takeena ovat valtiontakaukset ja käteispuskurit.

lannilla, Luxemburgilla, Suomella ja Itävallalla on paras mahdollinen luottoluokitus valtionlainoilleen. Euro maiden valtiontakausten ja vakaussvälineen lainanantoon liittyvien käteispuskurien ansiosta kolme tunnetuinta luottoluokittajaa on antanut Euroopan rahoitusvakaussvälineen liikkeesen laskemille velkakirjoille parhaan mahdollisen luottoluokituksen (esimerkiksi Standard & Poor's AAA-luokituksen). Paras mahdollinen luottoluokitus perustuu siihen, että varainhankinnan takuut ja vakaussvälineen likvidikassa ylittävät sen velat. Velkomisoikeudeltaan vakaussväline on samassa asemassa yksityissektorin kanssa, eikä sillä siten ole samankaltaista etuoikeutetun velkojan (*preferred creditor*) asemaa kuin Kansainvälisellä valuuttarahastolla (kuvio 1).

Vakaussvälineen velkakirjojen takaaminen yli niiden nimellisarvon sekä kerättävät käteispuskurit vähentävät luottojärjestelyjen kapasiteettia. On arvioitu, että rahoitusvakaussväline voi myöntää kriisimaille luottoa nykyisiä takauksia vastaan noin 250 mrd. euroa, mikä vastaa vajaata 60:tä prosenttia takausten määrästä. Luotonannon enimmäismäärä riippuu kuitenkin useasta tekijästä, kuten takaajien luottoluokituksista, korkotasosta, lainan juoksuajasta ja muista lainaehdoista. Esimerkiksi markkinoilta hankkimastaan 5 mrd. eurosta rahoitusvakaussväline lainasi helmikuussa 2011 Irlannille 3,6 mrd. euroa.

Euroopan rahoitusvakaussvakuutusmekanismin luotonannon takaavat välillisesti kaikki EU:n jäsenmaat EU:n budjetin kautta. Vaikka meka-

Kuvio 1.



nismi on uusi, sen toiminta ei sinänsä ole uutta, sillä Euroopan komissio on ennenkin hankkinut varoja pääomamarkkinoilta EU:n nimissä ja puolesta. Tämän se on tehnyt rahoittaakseen EU:n myöntämää maksutasetukea ja makrotaloudellista tukea. Komissio ei voi kuitenkaan rahoittaa itse omaa toimintaansa.

EU voi myöntää keskipitkän aikavälin rahoitustukea vakavissa maksutaseongelmissa oleville jäsenmaille tällä hetkellä enintään 50 mrd. euroa. Maksutasetukea voi kuitenkin saada vain talous- ja rahaliittoon kuulumaton EU:n jäsenvaltio, kun taas uuden rahoituksen vakautusmekanismin kautta myös euroalueen jäsen voi hakea taloudellista tukea. Finanssikriisin aikana maksutaseohjelman (*Balance of Payments facility*) mukaista tukea on annettu Unkarille, Latvialle ja Romanialle, ja näitä luottoja oli vuoden 2011 alussa avoinna noin 12 mrd. euroa. Makrotalouden tukea (*Macro-Financial Assistance*) EU puolestaan myöntää unionin ulkopuolisille maille. Tätä tukea oli avoinna 600 milj. euroa.

EU:n velan luottokelpoisuus ei ole sidoksissa sen lainojen vastaanottajamaiden luottorisktiin, koska kaiken varainhankinnan takuuna on EU:n budjetti. Mikäli lainansaaja ei pysty maksamaan EU:lle takaisin lainaansa, komissio hoitaa varainhankintansa korko- ja pääomamaksut EU:n budjetista. Suomen maksama osuus EU:n omista varoista on alle 2 %. EU:n jäsenmailla on lakimääräi-

nen velvoite taata kaikki EU:n velat, ja siksi EU:n liikkeeseenlaskuilla on paras mahdollinen luottoluokitus. Rahoituksen vakautusmekanismin myöntämiin luottoihin sisältyy lisäksi – samalla tavalla kuin vakausvälineenkin tapauksessa – käteispuskuri, joka ohjataan takaisin EU:n budjettiin.

Varainhankinta käynnistynyt hyvin

Euroopan rahoitusvakausväline hankkii markkinoilta varoja, jotta se voi lainata ne edelleen niitä tarvitseville euroalueen valtioille. Sen varainhankinta perustuu ainoastaan euroryhmän hyväksymiin eurovaltioiden tukipyynnöihin ja on korvamerkittyä siten, että rahoitusvakausväline laskee liikkeeseen velkakirjoja vain tietyn maan sopeutusohjelmaa rahoittaakseen. Vakausväline myös hankkii nykyisellään varoja ainoastaan valtioiden rahoittamista varten. Irlannin pelastuspaketin yhteydessä kuitenkin sovittiin, että valtio käyttää 35 mrd. euroa kokonaisuudessaan 85 mrd. euron pelastuspaketista maan pankkialan tukemiseen.

Rahoitusvakausväline laski liikkeeseen ensimmäisen, juoksuajaltaan viiden vuoden velkakirjan tammi-kuun 2011 lopussa. Velkakirjan kysyntä ensimmäisillä yllä lähes yhdeksänkertaisesti tarjotun määrään, 5 mrd. euroa. Markkina-arvioiden mukaan kysyntä oli suurin vastaavankokoisissa syndikoiduissa liikkeeseenlaskuissa koskaan nähty. Velkakirjan keskimääräiseksi tuotoksi ensimmäi-

Rahoitusvakausvälineen tammi-kuussa 2011 liikkeeseen laskeman ensimmäisen velkakirjan kysyntä markkinoilla oli erittäin hyvä.

kinoilla muodostui noin 2,9 %, mikä oli liikkeeseenlaskuhetkellä noin 0,6 prosenttiyksikköä enemmän kuin vastaavanpituisen Saksan valtionlainan tuotto ja 0,3 prosenttiyksikköä enemmän kuin Suomen valtionlainan tuotto. Japanilaiset sijoittajat merkitsivät 20 % liikkeeseen lasketusta määrästä, ja suurin sijoittajaryhmä olivat julkiset tahot. Ero Saksan tuottoon selittyy osittain sillä, että rahoitusvakaussäilyneen velkakirjojen likviditeetti jälkimarkkinoilla on heikompi kuin Saksan valtionlainojen. Myöskään rahoitusvakaussäilyneen velkakirjojen käyttö vakuutena pankkien välisissä luotoissa tai korkojohdannaisissa ei ole yhtä vakiintunutta.

Rahoitusmarkkinoilla vakaussäilyneen velkakirjaa pidettiin houkuttelevana, koska AAA-luottoluokituksen ansiosta velkakirjaan sisältyvä luottoriski on vähäinen. Sen lisäksi pieneen luottoriskiin nähden tuotto on parempi kuin esimerkiksi Saksan ja Ranskan valtionlainoissa. Jälkimarkkinoilla vakaussäilyneen velkakirjan tuotto on toistaiseksi pysytellyt hiukan alle 3 prosentissa. Liikkeeseenlaskun jälkeen velkakirjan ero Saksan vastaavan velkakirjan tuottoon on kuitenkin kaventunut selvästi, kun Saksan valtionlainojen tuotot ovat kasvaneet ja rahoitusvakaussäilyneen velkakirjan tuotto on säilynyt kohtalaisen muuttumattomana.

Euroopan rahoitusvakaussäilyneen ilmoittanut varainhankintansa olevan 26,5 mrd. euroa vuosina 2011–2012. Tämä vastaa Suomen valtion

vuoden 2011 arvioitua bruttorahoitustarvetta. Jo toteutetun emission lisäksi vakaussäilyne arvioi laskevansa vuonna 2011 liikkeeseen velkakirjoja vielä 11,5 mrd. euron arvosta, ja tämä koostuisi mahdollisesti kahdesta viitelainasta. Vakaussäilyne pyrkii saattamaan velkakirjoilleen likvidit markkinat. Sen liikkeeseenlaskujen odotetaan olevan euromääräisiä, mutta vakaussäilyne voi laskea liikkeeseen myös muuta kuin euromääräistä velkaa. Saksan valtiokonttori, Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur, hoitaa liikkeeseenlaskut rahoitusvakaussäilyneen puolesta ja myös sijoittaa lainoihin liitettävät käteisvarat.

Komission varainhankinta perustuu niin ikään EU:n myöntämien luottojen ehtoihin (*back-to-back lending*), jotka määrittelevät mm. liikkeeseen laskettavien velkakirjojen juoksuajan, valuutan, määrän ja arvostuspäivämäärän. Komission hallinnoima rahoituksen vakautusmekanismi laskee liikkeeseen ensimmäisen velkakirjan Irlannin luottojärjestelyn rahoittamiseksi tammikuun 2011 alussa. Se oli näin ollen jo ennen rahoitusvakaussäilyne markkinoilla. Velkakirjan juoksu-aika oli viisi vuotta, ja sen keskimääräinen tuotto hinnoiteltiin liikkeeseenlaskuhetkellä noin 2,5 prosentiksi eli 0,7 prosenttiyksikköä Saksan viiden vuoden valtionlainan tuottoa paremmaksi. Näin ollen rahoituksen vakautusmekanismin velkakirjan hinnoittelu vastaa komission vuonna 2010 toteuttamia liikkeeseenlaskuja, joista yhdellä mm. rahoitettiin Romanian maksutaseohjelmaa.

Velkakirjan liikkeeseenlaskussa kysyntä oli runsasta ja ylitti liikkeeseen lasketun määrän, 5 mrd. euroa, nelinkertaisesti. Kysyntä oli maailmanlaajuisista, ja 22 % liikkeeseenlaskusta huutokaupattiin aasialaisille sijoittajille. Lähes puolet kaikista sijoittajista oli pankkeja tai varainhoitajia, 39 % julkisia tahoja ja 12 % vakuutusyhtiöitä.

Komissio suunnittelee laskevan EU:n nimissä liikkeeseen kaikkiaan lähes 20 mrd. euroa euromääräisiä 5–10 vuoden velkakirjoja vuonna 2011. Tästä valtaosa, 17,6 mrd. euroa, käytetään vakautusmekanismin kautta maksettavaan Irlannin lainaan. Euroopan unionin viitelainojen kanta oli vuoden 2010 lopussa nimellisarvoltaan noin 12,5 mrd. euroa, ja tästä 2 mrd. euroa eräännyy vuonna 2011. Siten kanta yli kaksinkertaistuu vuoden 2011 loppuun mennessä.

Uudet rahoitusvakausmekanismit käytännössä korvaavat vuoteen 2013 saakka lähes kokonaan Irlannin valtion varainhankinnan. Irlanti pyrkii kuitenkin säilyttämään pääsyn markkinaehtoiseen rahoitukseen myös tukipaketin voimassaolon aikana. Sen on määrä laskea liikkeeseen alle vuoden velkakirjoja ja aloittaa pitempien valtionlainojen liikkeeseenlaskut, kun markkinatilanne sen sallii. Irlannin oman varainhankinnan sekä rahoitusvakausjärjestelyjen kustannusten vertailusta (kuvio 2) käy ilmi, että Irlanti maksaa Euroopan rahoitusvakausvälineeltä saamastaan luotosta korkoa noin 6 %, joka muodos-

tuu vakausvälineen varainhankinnan kustannuksista, tällä hetkellä noin 2,9 %, ja noin 3 prosenttiyksikön marginaalista. Komission rahoitusvakautusmekanismin kautta annetusta luotosta Irlanti maksaa hivenen vähemmän, noin 5,5 %. Korko koostuu komission omista rahoituskustannuksista, noin 2,6 %, sekä 2,9 prosenttiyksikön marginaalista. Irlannin 85 mrd. euron tukipaketin kokonaiskustannukset ovat maan valtiokonttorin mukaan noin 5,8 % ja lainojen keskimääräinen juoksuaika 7½ vuotta. Korko on alhaisempi kuin Irlannin vastaava markkinarahoituksen korko, joka on noin 8 prosentissa vuoden 2011 alussa. Lopullinen tukipaketin lainoista maksettava korko riippuu vallitsevista markkinatasoista.

Kuvio 2.



Pysyvä vakausmekanismi toiminnassa vuoden 2013 jälkeen

EU-maat päättivät joulukuussa 2010, että keväällä sovitut väliaikaiset rahoitusvakauseräjä, kuten Euroopan rahoitusvakauserä, korvataan vuoden 2013 puolivälistä alkaen pysyvällä Euroopan vakauserämekanismilla (European Stability Mechanism). Päätös perustui euroryhmän aiempaan linjaukseen, jonka tarkoituksena oli selventää euromaiden omaa vastuuta talouspolitiikan hoitamisessa sekä yksityisten sijoittajien osallistumista velkomiseräjäjästä.

Euroopan vakauserämekanismi arvioi tulevaisuudessa tapauskohtaisesti, onko tukea hakevan valtion velkaantumisen kestävä. Likviditeettiongelma kärsivä valtio voi saada luottoa kuten Euroopan rahoitusvakauseräjäneen kautta tällä hetkellä. Luottoa voidaan myöntää ainoastaan kaikkien

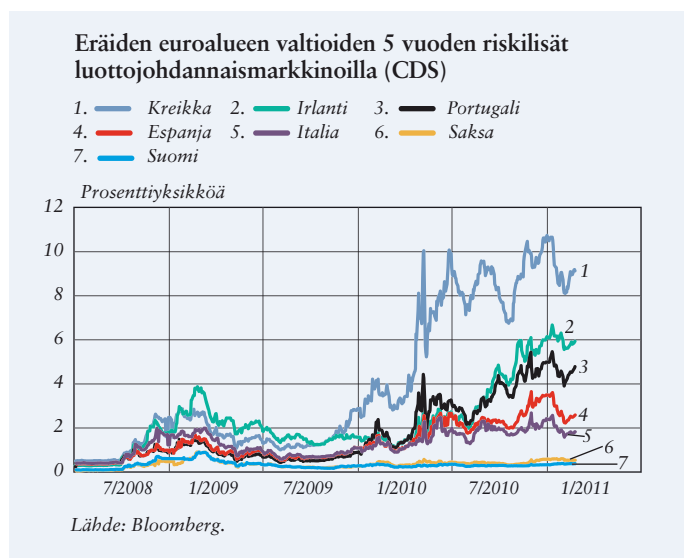
euromaiden yhteisellä suostumuksella, ja luotto on ehdollista tuen saajan sopeutusohjelman tavoitteille.

Vakauserämekanismiin sisältyvät yhteistoimintalausekkeet (*collective action clauses*), jotka helpottavat velkojen uudelleenjärjestelyjä. Vakauserämekanismiin saamiset ovat velkomiseräjedeltaan ensisijaisia yksityisten velkojen saamiin nähden, mutta eivät Kansainvälisen valuuttarahaston saamiin verrattuna. Näin ollen vakauserämekanismiin on mahdollista ottaa merkittävä rooli uudelleenjärjestelyiden hoitamisessa. Se voi myös antaa likviditeettitukea uudelleenjärjestelyn aikana. Yhteistoimintalausekkeet sisältyvät ainoastaan vuoden 2013 jälkeen liikkeeseen laskettaviin euroalueen valtionlainoihin.

Pysyvän vakauserämekanismiin perustaminen on osa talouspolitiikan koordinaation tehostamista Euroopassa. EU:ssa keskustellaan parhaillaan, miten talouspolitiikan koordinaatiota voitaisiin parantaa julkisen talouden hallinta- ja seurantaräjäjästä uudistamalla. Myös Euroopan vakauserämekanismiin yksityiskohdat ovat vielä avoinna. On keskusteltu siitä, miten nykyisen vakauseräjäneen luotonantokapasiteettia voitaisiin lisätä tai mandaattia laajentaa esimerkiksi siten, että vakauseräjäneen voisi ostaa valtionlainoja jälkimarkkinoilta.

Vuoden 2011 alussa rahoitusmarkkinoilla vahvistuivat odotukset, että Euroopassa saavutettaisiin kokonaisvaltainen ratkaisu velkakriisiin hoidossa. Luottamusta euroalueen

Kuvio 3.



reunamaita kohtaan kasvattivat osaltaan vakauseräjästäjen liikkeeseenlaskuissa suuri kysyntä sijoittajien keskuudessa sekä yksittäisten valtioiden onnistunut varainhankinta pääomamarkkinoilla, vaikka velkaantuneimpien valtioiden lainojen korot säilyivätkin korkeina ja riskiliset suurina luottojohdannaismarkkinoilla (kuvio 3). Rahoitusmarkkinoiden luottamuksen ylläpitämiseksi on tärkeää saavuttaa velkaongelmiin kattava ja uskottava ratkaisu.

Asiasanat: julkinen talous, rahoitusvakauseräväline, valtioiden varainhankinta, rahoitusmarkkinat

Suomen Pankin organisaatio

11.3.2011

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

<p>Erkki Liikanen johtokunnan puheenjohtaja</p> <p><i>Rahapolitiikan valmistelu ja toteutus, kotimaan talouspolitiikka, EKP:n neuvoston ja yleisneuvoston jäsenyys.</i></p> <p><i>Johdon sihteeristön ja pankkitoimintaosaston osastopäälliköiden sekä tarkastuspäällikön esimies.</i></p>	<p>Pentti Hakkarainen johtokunnan varapuheenjohtaja</p> <p><i>Rahoitusmarkkinoiden vakauskysymykset, rahahuoltopalvelut, taloushallinto, riskienvalvonta, Finanssivalvonnan johtokunnan puheenjohtajuus.</i></p> <p><i>Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osaston sekä maksuvälineosaston osastopäälliköiden esimies.</i></p>	<p>Seppo Honkapohja johtokunnan jäsen</p> <p><i>Tutkimustoiminta, rahoitusvarallisuuden sijoittaminen ja hallinto.</i></p> <p><i>Rahapolitiikka- ja tutkimusosaston sekä hallinto-osaston osastopäälliköiden esimies.</i></p>
---	--	--

Johtokunnan sihteeri Arno Lindgren

OSASTOT

<p>Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto <i>Tuomas Saarenheimo</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Ennustetoimisto• Kansainvälisen ja rahatalouden toimisto• Tietopalvelutoimisto	<p>Siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT)</p>	<p>Tutkimusyksikkö</p>
<p>Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto <i>Kimmo Virolainen</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Vakaustoimisto• Yleisvalvontatoimisto	<p>Tilastoyksikkö</p> <ul style="list-style-type: none">• Maksutasetoimisto• Rahoitustilastotoimisto	<ul style="list-style-type: none">• Tilastojärjestelmätoimisto
<p>Pankkitoimintaosasto <i>Harri Lahdenperä</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Markkinaoperaatioiden toimisto	<ul style="list-style-type: none">• Sijoitustoimisto	<ul style="list-style-type: none">• Maksuliiketoimisto
<p>Maksuvälineosasto <i>Mauri Lehtinen</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Aluekonttorit Kuopio, Oulu, Tampere, Vantaa	<ul style="list-style-type: none">• Rahahuoltotoimisto	<ul style="list-style-type: none">• Rahahuollon tukitoimisto
<p>Johdon sihteeristö <i>Antti Suvanto</i></p>	<p>Kansainvälinen yksikkö Lakiasiaint yksikkö Viestintäyksikkö</p>	<p>Strategia- ja organisaatio-ryhmä</p>	<p>Johtokunnan sihteeri-palvelut -ryhmä</p>
<p>Hallinto-osasto <i>Pirkko Pohjoisaho-Aarti</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Henkilöstötoimisto• Kieli- ja julkaisupalvelutoimisto• Riskienvalvontatoimisto	<ul style="list-style-type: none">• Sisäiset palvelut -toimisto• Taloushallintotoimisto	<p>IT-yksikkö Turvallisuus- ja kiinteistöyksikkö</p>
<p>Sisäinen tarkastus <i>Erkki Kurikka</i></p>			

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

Julkaisut

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

Verkkosivuilla on maksuton palvelu, josta voi tilata Suomen Pankin 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



2341