



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

EURO&TALOUS

1 . 2012

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous



Sisällys

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous.....	1
--	---

Harri Hasko

Rahapolitiikan välittyminen ja velkaantuminen euroalueella.....	29
---	----

Samu Kurri

Euroalueen talouspoliittinen koordinaatio: mitä on tehty ja miksi?	39
---	----

Lauri Vilmi

Rahapolitiikan määrällinen keventäminen.....	53
--	----

Euro & talous 1 • 2012

Julkaisupäivä 15.3.2012

20. vuosikerta

(aiemmin Markka & talous)

Lehti ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

Päätoimittaja

Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto

Mika Pösö, puheenjohtaja

Samu Kurri

Jukka Vauhkonen

Jouko Vilmunen

Tuomas Välimäki

Petri Uusitalo, sihteeri

Toimitus

Suomen Pankin kieli- ja

julkaisupalvelutoimisto

Tilaukset

sähköposti: SPjulkaisut@edita.fi

Painopaikka

Edita Prima Oy, Helsinki 2012

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata,
mutta lähde on mainittava.

ISSN-L 1456-4718 (painettu julkaisu)

ISSN 1456-5862 (verkkojulkaisu)

Suomen Pankki

PL 160

00101 HELSINKI

Puhelin: 010 8311

Faksi: (09) 174 872

www.suomenpankki.fi

Kannessa Italian 20 sentin kolikon kansallinen kuva-aihe:
Umberto Boccionin suunnittelema veistos.

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous

9.3.2012

Tiivistelmä

Maailmantalouden kasvunäkymät heikkenivät vuoden 2011 toisella puoliskolla. Euroalueen velkakriisin syveneminen lisäsi epävarmuutta ja heikensi rahoitusmarkkinoiden toimintaa. Rahoitusolojen vaikeutuminen ja epävarmuus söivät kotitalouksien ja yritysten luottamusta, ja taloudenpitäjien odotuksia kuvaavat indikaattorit heikentyivät maailmanlaajuisesti. Vuoden 2012 aikana markkina-kehitys on kuitenkin rauhoittunut ja talouden indikaattorit ovat viestineet tilanteen vakautumisesta.

Epäluottamuksen kierteen katkeamista ovat tukeneet joulukuun 2011 alkupuolella toteutetut voimakkaat talouspoliittiset toimet. Kehitys riippuu vastaisuudessa yhtä paljon poliittisista päätöksistä kuin taloudellisista riippuvuuksista. Vaikka keskuspankkijärjestelmän toimilla voidaan rauhoittaa rahoitusmarkkinoita, valtionlainamarkkinoita voimakkaammin koetelleen kriisin pysyvä ratkaisu ei voi perustua eurojärjestelmän tilapäisiin toimiin. Kriisinhallinnan lopullinen menestys vaatii kuitenkin sekä onnistumista keskuspankkitoimien ulottumattomissa olevilla alueilla että hallitua ja oikea-aikaista irtautumista nyt toteutetuista keskuspankkitoimista.

Suomen Pankin maaliskuun 2012 kansainvälisen talouden ennuste rakentuu oletukselle, että riittävät politiikkatoimet kriisin taltuttamiseksi kyetään toteuttamaan ja velkakriisi saadaan pysyvästi taitettua. Käytännössä vuosia 2012–2014 koskevassa ennusteessa oletetaan euroalueen maiden pitävän kiinni lupautustaan julkisen talouden sopeutustoimista ja kasvua vahvistavista rakennepoliittisista toimista. Korkotason aleneminen mahdollistaa sen, että yksityisen sektorin tilanne voi vähittäin kohentua. Kriisimaiden huomattava valtionvelka ja budjettipolitiikan uskottavuuden puute voivat kuitenkin korjaantua vain hitaasti ja asteittain.

Suomen Pankin ennusteen mukaan maailmantalouden kasvu jää vuonna 2012 hyvin hitaaksi, runsaaseen 3 prosenttiin. Ennusteperiodin loppupuolella maailmantalous ja maailmankauppa saavuttavat uuden ennusteen mukaan likimain vuosien 2003–2010 keskimääräisen kasvuvauhdin. Globaalit epätasapainot hie- man korjaantuvat, kun sekä Kiinan että Japanin vaihtotaseiden ylijäämien odotetaan supistuvan aiemmin ennakoitua enemmän.

Kehittyneiden talouksien inflaation ennustetaan hidastuvan vuoden 2012 aikana ja pysyvän vuosina 2013 ja 2014 pääosin 1½ ja 2 prosentin haarukassa. Euroalueen hintakehityksessä on eri suuntaan vetäviä voimia. Inflaatiota ovat viime kuukausina nopeuttaneet öljyn hinta sen tarjontaan kohdistuvien epävarmuuksien vuoksi sekä julkisen talouden tervehdyttämistoimena laaja-alaisesti käytettävät arvonnäisäveron korotukset. Rahapolitiikan kannalta relevantilla aikavälillä kotimaisesta kysynnästä tulevien inflaatiopaineiden arvioidaan kuitenkin pysyvän ennustejaksolla vähäisinä.

Ennusteen kasvuriskit painottuvat ennusteen oletusten vuoksi pääosin arvi- oitua heikomman kehityksen suuntaan. Taloushistoria on osoittanut, että toipu- minen finanssikriisistä on hidasta ja epä- tasaista. Korkojen alenemisen ja luotta- muksen kohentumisen myönteinen kier- re voi katketa äkillisestikin, jos esimer- kiksi vakauttavan politiikan tavoitteiden ja toteutuksen välillä alkaa ilmetä eroja. Ennusteen inflaatoriskit ovat globaalilla tasolla tällä hetkellä maltillisia ja liitty- vät lähinnä energiatuotteiden maailman- markkinahintojen vaihteluihin. Merkit- tävin positiivisen kehityksen riski liittyy Yhdysvaltojen ennakoituun talouskehi- tykseen. Odotettua parempi Yhdysvalto- jen kysynnän kasvu tukisi koko maail- mantaloutta sekä suoraan että epäsuo- rasti.

Suhdannetilanne ja maailmantalouden näkymät

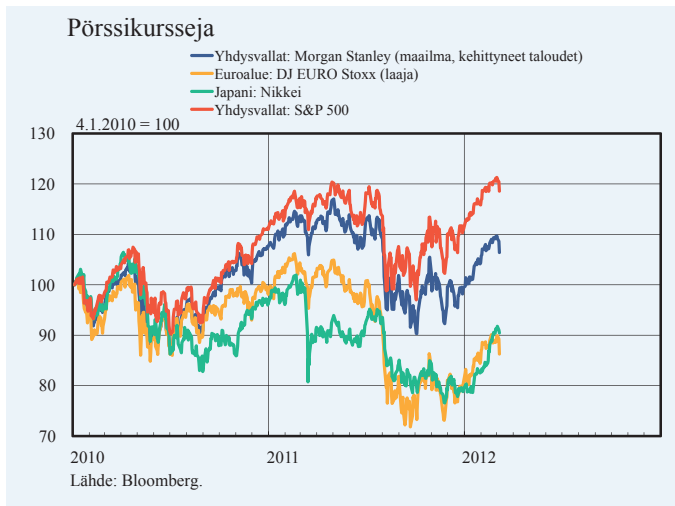
Maailmantalouden kasvunäkymät heikkenivät vuoden 2011 toisella puoliskolla. Euroalueen velkakriisin syveneminen lisäsi epävarmuutta ja heikensi rahoitusmarkkinoiden toimintaa. Pankkien välisillä markkinoilla vakuudellisten ja

vakuudettomien korkojen ero kasvoi ja luottoriskiltä suojautumisen hinta nousi. Keskeiset osakeindeksit laskivat voimakkaasti, ja osakemarkkinoiden heilahtelut lisääntyivät. Vähäriskisinä pidettyjen sijoituskohteiden – Saksan ja Yhdysvaltain valtionvelkakirjat ja kulta – hinnat nousivat. Heikentyneet rahoitusolosuhteet ja epävarmuus söivät kotitalouksien ja yritysten luottamusta, ja taloudenpitäjien odotuksia kuvaavat indikaattorit heikentyivät maailmanlaajuisesti.

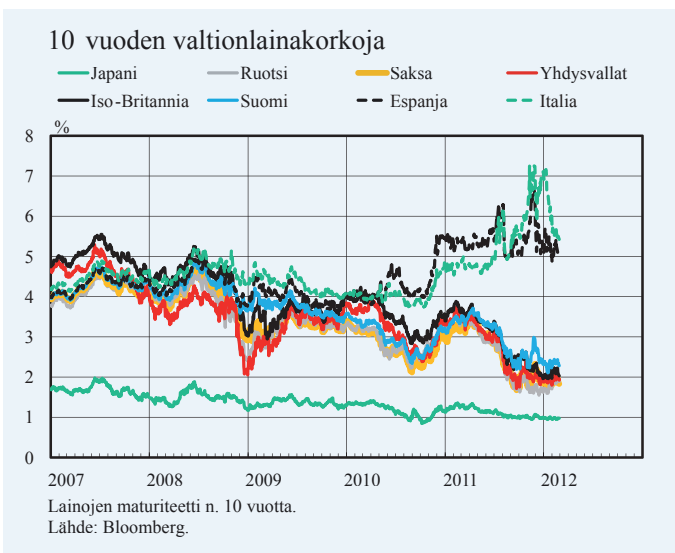
Jyrkintä indikaattoreiden lasku oli euroalueella. Teollisuuden ja palveluiden ostopäällikköindeksit viittasivat euroalueen ajautuneen vuoden loppupuolella taantumaan, minkä bruttokansantuotetilastot myöhemmin vahvistivat. Euroalueen BKT supistui vuoden 2011 viimeisellä neljänneksellä 0,3 %. Velkakriisin keskiössä olleiden Italian ja Espanjan taloudet supistuivat, mutta kriisi painoi myös mm. Alankomaiden ja Saksan taloudet heikkenevään suuntaan. Kriisin euroaluekeskeisyyden mukaisesti euron ulkoinen arvo suhteessa muihin päävaluuttoihin heikkeni.

Euroopan ulkopuolella velkakriisin välittömät vaikutukset jäivät kohutuullisen vähäisiksi. Yhdysvalloissa talousindikaattorit olivat toisella vuosipuoliskolla jopa hieman odotettua parempia. Kasvua nopeutti paranevan työllisyyskehityksen myötä kiihtynyt yksityisen kulutuksen koheneminen. Nousevissa talouksissa kasvuvauhti hidastui, mutta tämä oli pitkälti odotusten mukaista ja johtui ylikuumenemista ehkäisevistä politiikkatoimista. Japanissa kehitys oli vaisua etupäässä heikon vientikehityksen seurauksena.

Kuvio 1.



Kuvio 2.



Myös maailmankaupan kehitys oli vuoden 2011 lopulla heikompaa kuin syksyllä oli odotettu. Sekä kehittyneiden että nousevien maiden tuonnin ja viennin arvo säilyi lähes ennallaan vuoden 2011 viimeisten kuukausien ajan. Taloudenpitäjien laaja epävarmuus lykäksi kotitalouksien ja yritysten kestokulut- ja investointitavaroiden ostopäätöksiä. Kun kestokulut- ja investointitavarat ovat pääasiassa kansainvälisen vaihdannan kohteita, synkkä luottamusilmapiiri näkyy korostuneesti maailmankaupan heikkona kehityksenä. Tämän mukaisesti vientitilauksia koskevat indikaattoritiedot heikkenivät vuoden 2011 lopulla keskeisissä maissa.

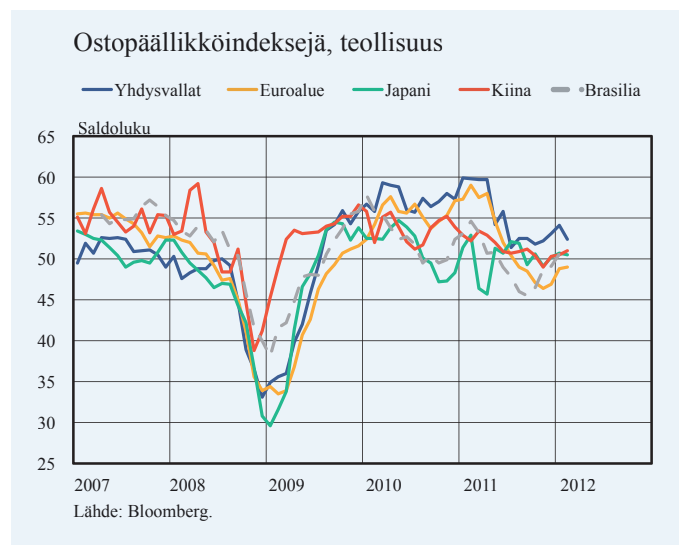
Velkakriisistä huolimatta inflaatio säilyi maailmanlaajuisesti nopeana viime vuoden loppupuolella. Kuluttajahintojen vuotuisen nousuvauhdin nopein vaihe osui loka-marraskuuhun. Kehittyneissä maissa inflaation taittumiseen vaikutti raaka-aineiden, ennen kaikkea öljyn, hintojen lasku. Sen sijaan ilman energian ja ruuan hintaa lasketun ns. pohjainflaation hidastuminen oli vähäisempää. Erityisen nopeasti inflaatio hidastui vuoden jälkipuoliskolla Kiinassa, jossa talouspolitiikkaa kiristettiin voimakkaasti vuoden 2011 aikana. Inflaation hidastuminen on kuitenkin mahdollistanut kevyen rahapolitiikan jatkumisen ja edelleenkeventymisen monissa kehittyneissä maissa.

Vuoden 2012 aikana markkina-kehitys on kuitenkin rauhoittunut ja talouden indikaattorit ovat viestineet myös Euroopan talouden supistumisen hidastuneen. Valtioiden velkaan liittyvät riskilisät ovat pienentyneet useimmissa Euroopan maissa ja osakekurssit ovat

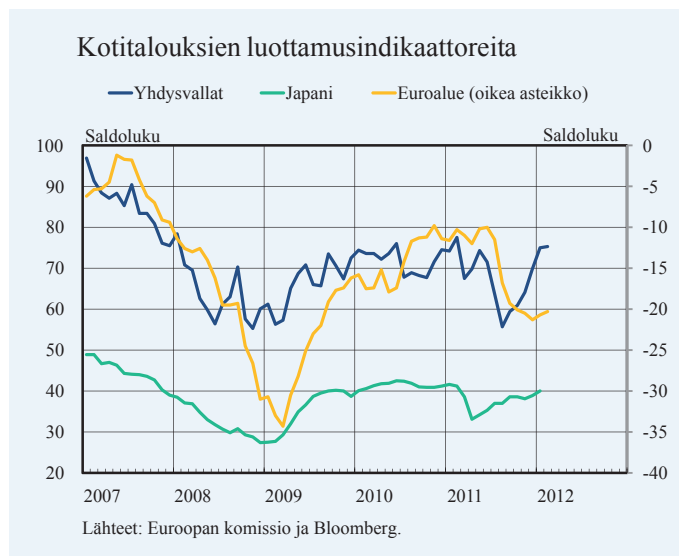
nousseet. Myös euron ulkoinen arvo on osoittanut vakautumisen merkkejä.

Epäluottamuksen kierteen katkaimista ovat tukeneet joulukuun 2011 alkupuolella toteutetut voimakkaat talouspoliittiset toimet. Euroalueen ja koko Euroopan unionin tasolla tehdyt toimet ovat lisänneet yksittäisten maiden

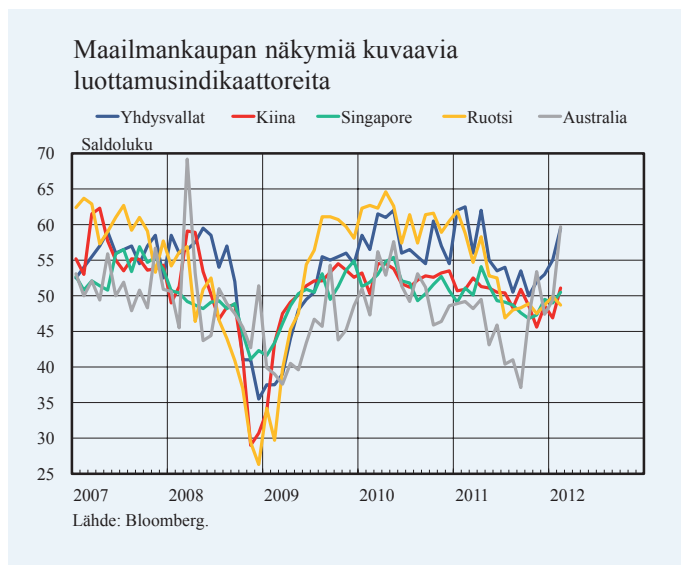
Kuvio 3.



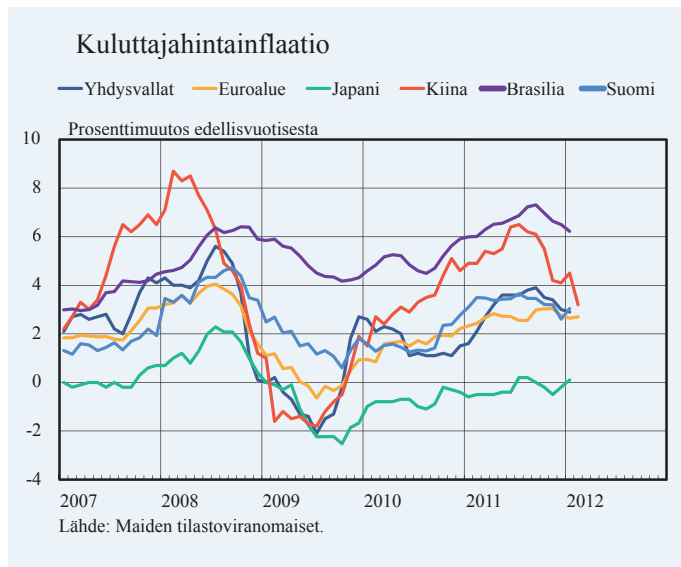
Kuvio 4.



Kuvio 5.



Kuvio 6.



julkisen talouden vakauttamispäätösten uskottavuutta. Joulukuun 8. päivänä EKP:n neuvosto kevensi euroalueen rahapolitiikkaa sekä tavanomaisten korkopoliittisten että epätavanomaisten toimien avulla (tarkemmin tämän artikkelin osassa Raha- ja finanssipoliittikka).

Päivää myöhemmin EU:n huippukokouksessa esitellyn hallitusten välisen sopimuksen avulla lähes kaikki EU-maat sitoutuivat aiempaa pontevammin tavoittelemaan tasapainoista julkisen talouden rahoitusasemaa mm. sitoutumalla lisäämään lainsäädäntöönsä kohti tasapainoa ohjaavat finanssipoliittikan säännöt. Sopimuksella myös tehostettiin vakaus- ja kasvusopimuksen liiallisten alijäämien menettelyn toimeenpanoa.¹

Tärkeitä päätöksiä tilanteen vakauttamiseksi on tehty myös kansallisella tasolla. Sekä Italian että Espanjan uudet hallitukset ovat ilmoittaneet talouspoliittisista ohjelmista, joihin kuuluu sekä julkisen talouden sopeuttamistoimia että rakennepoliittisia uudistuksia. Italiassa vuosiksi 2011–2014 päätettyjen toimien kokonaissumma on n. 90 mrd. euroa (noin 5 ½ % maan vuotuisesta bruttokansantuotteesta). Myös Espanja on ilmoittanut suurimittaisista julkisen talouden sopeutuksista. Joulukuussa aloittanut uusi hallitus päätti vuoden 2011 lopulla reilun 15 mrd. euron konkreettisista tuloja ja menoja sopeuttavista toimita. Espanjan toimiin liittyy kuitenkin edelleen epävarmuutta, sillä kuluvaa vuotta koskeva budjetti julkistetaan vasta maaliskuun aikana.

Myös Kreikan toisesta sopeutuspaketista saavutettiin helmikuun lopulla periaatteellinen sopu. Pakettiin kuuluu velkajärjestely, jonka myötä yksityisen sektorin saamisten nimellisarvosta leikataan yli puolet (53,5 %). Samalla näiden saamisten korkoa alennetaan ja juoksuaikaa pidennetään. Kokonaisu-

¹ Ks. Samu Kurrin artikkeli ”Euroalueen talouspoliittinen koordinaatio: mitä on tehty ja miksi?” tässä lehdessä.

nessaan velkajärjestelyn seurauksena yksityisen sektorin saamisten nykyarvo alentuu keskimäärin noin neljännekseen alkuperäisestä nimellisarvostaan. Velkajärjestelyn, menojen sopeutuksen ja kasvupohjaa vahvistavien toimien avulla Kreikan julkisen velan suhde bruttokansantuotteeseen pyritään pienentämään noin 120 prosenttiin vuoteen 2020 mennessä.

Suomen Pankin kansainvälisen talouden ennusteen oletukset

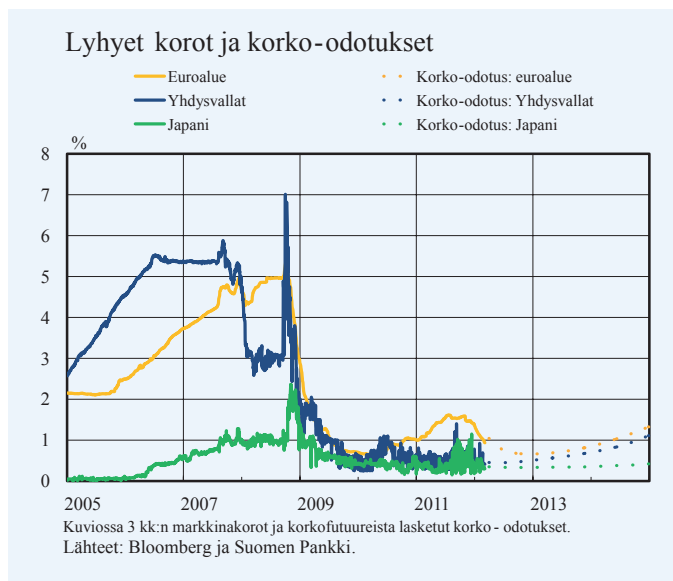
Ennusteiden laatiminen talouskriisin olosuhteissa on aina haastavaa, ja erityisen vaikeaa se on euroalueen tapauksessa. Euroopan talous- ja rahaliitto on nykyaikaisten pääomamarkkinoiden aikana ainutlaatuinen kokonaisuus ja siten vailla taloushistoriallista kiinne-kohtaa. Kriisin alkaessa euroalueella oli niukasti kriisinhoidon välineitä, ja niitä on luotu ja kehitetty kriisin edetessä. Tapahtumien kulku riippuu vastaisuudessa yhtä paljon poliittisista päätöksistä kuin taloudellisista riippuvuuksista. Suomen Pankin ennuste rakentuu oletukselle, että riittävät politiikkatoimet kriisin taltuttamiseksi kyetään toteuttamaan ja finanssikriisi saadaan pysyvästi taitettua. Tämän myötä yleisen taloudellisen luottamuksen heikentyminen saadaan kestäväällä tavalla pysäytettyä ja kyetään varmistamaan orastavan suotuisan kehityksen jatkuminen.

Käytännössä vuosia 2012–2014 koskevassa ennusteessa oletetaan euroalueen maiden pitävän kiinni lupaamisistaan julkisen talouden sopeutustoimista ja kasvua vahvistavista rakennepoliittisista uudistuksista. Tämän seurauksena erityisesti Italian ja Espanjan yleisen

Kuvio 7.



Kuvio 8.



korkotason oletetaan palautuvan kohti vuoden 2011 alkupuoliskon tilannetta. Korkotason aleneminen mahdollistaa sen, että yksityisen sektorin tilanne voi vähittäin kohentua.

Kriisimaiden huomattava valtiovelka ja budjettipolitiikan uskottavuuden

puute voivat kuitenkin korjaantua vain hitaasti ja asteittain. Siten ennusteen perusuran lähtökohdaksi ei myöskään odoteta nopeaa ja tuntuva markkinoini-

Kuvio 9.



Taulukko 1.

Suomen Pankin kansainvälisen talouden ennuste

BKT	2010	2011 ^e	2012 ^e	2013 ^e	2014 ^e
Yhdysvallat	3,0	1,7 (1,5)	2,3 (1,9)	2,6 (2,6)	2,5
EU20	1,9	1,5 (1,6)	-0,2 (0,9)	1,0 (1,6)	1,6
Japani	4,5	-0,9 (-0,6)	1,4 (2,4)	1,5 (1,3)	1,7
Kiina	10,4	9,2 (9,0)	8,0 (8,0)	8,0 (8,0)	7,0
Venäjä	4,3	4,3 (4,4)	3,7 (4,4)	3,7 (3,6)	3,4
Maailma	5,3	3,8 (3,9)	3,2 (3,6)	3,9 (4,0)	3,9
Maailmankauppa	13,7	6,0 (6,2)	3,5 (6,1)	5,8 (7,1)	6,3

^e = ennuste.

Prosenttimuutos edellisvuotisesta (suluissa edellinen ennuste).

Lähde: Suomen Pankki.

den riskiarvojen pysyvää kohentumista vielä vuoden 2012 aikana.

Rahapolitiikan osalta Suomen Pankin ennuste perustuu lyhyitä korkoja koskeviin markkinaodotuksiin, jotka on saatu maaliskuun 5. päivän korkofutuureista. Näistä on johdettu valuuttakurssiodotukset kattamattoman korkopariteetin avulla. Varsinkin euroaluetta koskevat markkinoiden korko-odotukset ovat alentuneet huomattavasti verrattuna syysennusteen aikaisiin odotuksiin. Myös Yhdysvalloissa lyhyttä korkoa koskevat nousuodotukset ovat siirtyneet kauemmaksi tulevaisuuteen. Euroalueella markkinat odottavat lyhyiden korkojen hieman nousevan vuoden 2013 lopulla ja vuoden 2014 aikana. Raakaöljyn ja muiden raaka-aineiden hintakehitystä koskeva Suomen Pankin ennuste perustuu maaliskuun 5. päivä vallinneisiin futuurihin-
toihin.

Finanssipolitiikan sopeuttamisen oletetaan heikentävän lyhyen aikavälin kasvunäkymiä. Keskipitkän aikavälin velkakestävyyden turvaaminen on kuitenkin välttämätöntä, jotta korkotaso voi palautua pysyvästi yksityisen sektorin suotuisan kehityksen mahdollistavalle tasolle. Ennusteessa on oletettu finanssipolitiikan kiristämisen hidastavan talouskasvua taloustieteellisessä tutkimuksessa keskimäärin havaitulla tavalla. On kuitenkin mahdollista, että nämä historiallisiin tilastoaineistoihin perustuvat arviot eivät päde euroalueen velkakriisin kaltaisessa epätavanomaisessa talous- ja instituutio-naalisessa tilanteessa. Finanssipolitiikkaa ja siihen liittyvää epävarmuutta on käsitelty tarkemmin tämän artikkelin osassa Raha- ja finanssipolitiikka.

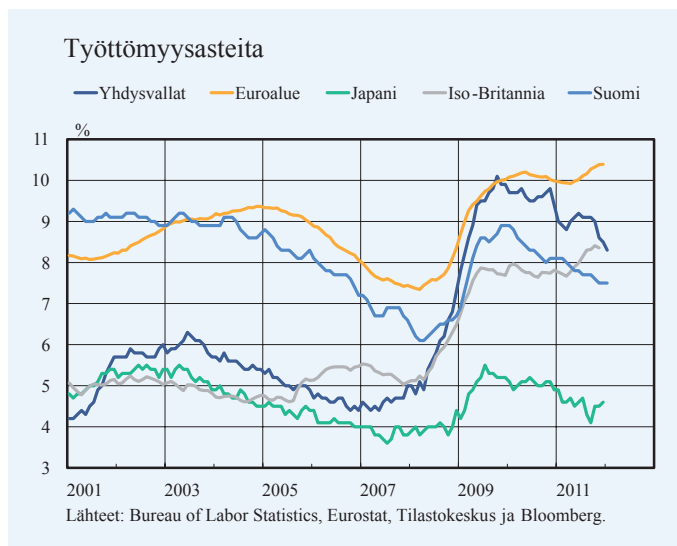
*Euroalue taantumassa,
Yhdysvaltain tilanne herättää toivoa*

Suomen Pankin uuden ennusteen mukaan maailmantalouden kasvu jää vuonna 2012 hyvin hitaaksi, runsaaseen 3 prosenttiin eli liki ½ prosenttiyksiköä hitaammaksi kuin syyskuun ennusteessa. Muutos johtuu kehittyneen Euroopan luisumisesta taantumaan sekä nousevan maailman, etupäässä Kiinan ja Intian, kasvuvauhdin rauhoittumisesta.

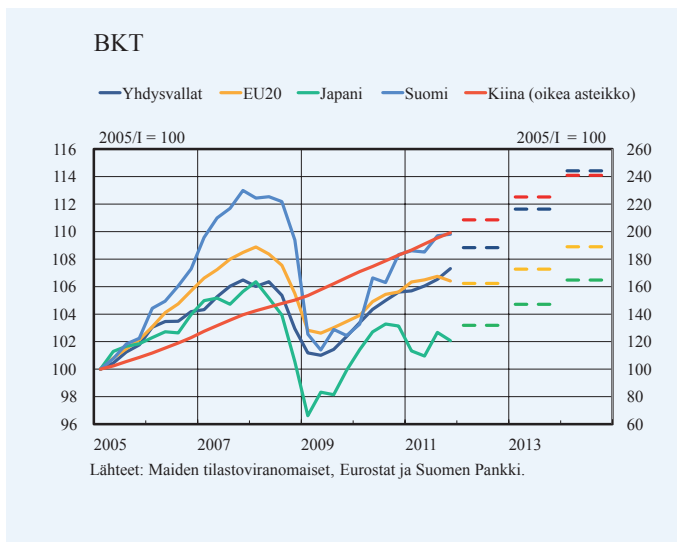
Ennusteen tarkistus aiemmin arvioitua heikomman kehityksen suuntaan on suurin euroalueella, jossa talouden supistuminen alkoi vuoden 2011 viimeisellä neljänneksellä. Supistumisen odotetaan jatkuvan kuluvaan vuoden alkupuolella. Suomen Pankin syyskuussa julkaistussa edellisessä kansainvälisen talouden ennusteessa odotettiin euroalueen selviävän nykyisestä kriisistä ilman reaalitalouden taantumaa. Taantuman todennäköisyys nähtiin kuitenkin jo tuolloin suureksi. Taantuman toteutuminen kävi ilmeiseksi markkinoiden luottamuksen heikennyttyä huomattavasti loka-marraskuun taitteessa.

Lähineljänneksinä sekä yksityisen kulutuksen että investointien kehitys jää euroalueella hyvin heikoksi. Maailmankaupan hidastuminen, hintakilpailukyyn huononeminen ja heikot vientitilaukset merkitsevät hidasta viennin kasvua lähineljänneksen aikana. Myös finanssipolitiikan kiristäminen ja velkakestävyyttä parantavat toimet jarruttavat kasvua. Vuoden 2012 jälkipuoliskolta lähtien kasvun odotetaan palautuvan ja hiljalleen vahvistuvan. Kaiken kaikkiaan koettu taantuma ja myös vuodeksi 2013 ennus-

Kuvio 10.



Kuvio 11.



tettu aiempaa hitaampi kasvu pahentavat jo valmiiksi heikkoa työllisyystilannetta useassa euroalueen maassa.

Myös muiden vanhojen EU-maiden kasvuodotukset ovat heikentyneet finanssikriisin myötä. Viennin heikkouden lisäksi Ison-Britannian, Ruotsin ja

*Viime aikojen
positiiviset uutiset
markkinoiden
luottamuksesta ja
työllisyydestä
antavat odottaa
Yhdysvaltojen
talouden
kasvuvauhdin
kiihtyvän vuonna
2012.*

Tanskan kotimaista kysyntää supistaa yksityisen sektorin velkaantuneisuuden purku. Lisäksi erityisesti Isossa-Britanniassa julkisen sektorin sopeuttamisohjelmat vaimentavat kotimaista kysyntää edelleen. Itä- ja Keski-Euroopan uusien EU-maiden kasvunäkymät ovat heikentyneet euroalueen talouskehityksen myötä. Maat ovat erittäin riippuvaisia euroalueen kehityksestä niin vientivai- kutuksen kuin rahoituksen saatavuuden kannalta. Erityistapaus näiden maiden joukossa on Unkari, joka on jälleen noussut kriisimaiden listalle.

Yhdysvaltojen kasvu oli vuoden 2011 jälkipuoliskolla hieman nopeampaa kuin aiemmin oli ennustettu, kun euroalueen velkakriisin vaikutukset yksityiseen kulutukseen ja investointeihin jäivät odotettua pienemmiksi. Viime kuukausina tulleet positiiviset uutiset markkinoiden luottamuksesta ja työmarkkinoista antavat perusteen olettaa kasvuvauhdin kiihtyvän hieman vuonna 2012. Huomatava työttömyys pysyy kuitenkin ongelmana koko ennustejakson ajan.

Japanille vuosi 2011 oli monin tavoin poikkeuksellinen. Maaliskuisen maanjäristyksen, tsunamin ja ydinvoimalaonnettomuuden lisäksi maan taloutta koettelivat maailmantalouden ongelmat sekä Thaimaan tulvista japanilaisille viennit yrityksille aiheutuneet haitat. BKT supistui vuonna 2011, eikä vuoden 2012 kasvukaan yllä vähäisen nettoviennin vuoksi niin ripeäksi kuin vilkkaan jälleenrakentamisen perusteella voisi odottaa. Vaikka maailmantalous elpyy ennusteperiodin jälkipuoliskolla, Japanin kasvuedellytyksiä tukahduttaa kasvava paine tasapainottaa julkista taloutta menoleikkauksin ja veronkorotuksin.

Kiinan kasvurakenteen muuttuminen tasapainottaa vähitellen maailmantaloutta

Nousevien talouksien, etenkin Kiinan, ennustetaan kasvavan edelleen nopeasti, vaikka vauhti hieman hidastuukin. Kiinassa viimeisen 30 vuoden aikana toteutettu malli, jossa kasvu tukeutuu vientiin ja investointeihin, alkaa lähestyä rajojaan. Viime vuosikymmen lopulla investointien osuus bruttokansantuotteesta kasvoi voimakkaasti ja on tällä hetkellä yli 45 %. Samalla kotitalouksien kulutusosuus on supistunut 35 prosenttiin. Näin korkea investointiaste ja matala kulutustaso ovat täysin poikkeuksellisia niin Kiinan omaan historiaan kuin muihin maihin verrattuna.

Vastedes Kiinan talouden valtava koko ja rakenteelliset tekijät jarruttavat maan talouden kasvua: raaka-aineiden tarjonta on rajallista, työikäisen väestön määrä Kiinassa alkaa vähetä eikä kulutuskysynnän kasvu voi täysin korvata investointien kasvuvauhdin hidastumista. Nämä tekijät viittaavat koettua hitaampaan kasvuun siinäkin tapauksessa, että maailmantaloudessa nähdään lievää elpymistä. Kiinan kasvun hidastuminen on maan omien sekä globaalien tasapainottomuuksien kannalta tervetullutta.

Myös Intian talouden odotetaan kasvavan aiemmin odotettua hitaammin maailmantalouden tilanteen ja maan sisäisten ongelmien – mm. 7–8 prosentin inflaatio ja noin 9 prosenttiin suurentunut budjettialijäämä – takia.

Venäjän talous kasvoi vuonna 2011 lähes Suomen Pankin syysennusteen mukaisesti. Kasvun arvioidaan hidastuvan tänä vuonna alle 4 prosenttiin maailmantalouden ja Venäjän omien epävar-

muuksien johdosta. Vuonna 2013 kasvu elpyy hiukan mutta alkaa pian hidastua.

Maailmankauppa kasvaa erittäin hitaasti lähineljänneksinä. Vaikka kuluvan vuoden alkukuukausina vientitilauksia koskevat tiedot ovat kohentuneet erityisesti Yhdysvalloissa ja lievemmissä määrin myös Kiinassa, näkyy kotitalouksien ja yritysten kestokulutus- ja investointitavaroitten ostopäätöksissä edelleen syksyn tapahtumien tuoma epävarmuus. Maailmankaupan kasvu jää Suomen Pankin ennusteessa tänä vuonna noin 3½ prosenttiin eli noin 2½ prosenttiyksikköä hitaammaksi kuin alkusyksystä odotettiin.

Ennusteperiodin loppupuolella maailmantalous ja maailmankauppa saavuttavat uuden ennusteen mukaan likimain vuosien 2003–2010 keskimääräisen kasvuvauhdin. Erityisesti Yhdysvalloissa ja euroalueella kasvu saavuttaa vuonna 2014 potentiaalisen vauhtinsa. Globaalit epätasapainot hieman korjaantuvat, kun sekä Kiinan että Japanin nettoviennin odotetaan olevan hieman aiempaa heikompaa.

Inflaatio hidastuu

Suomen Pankin ennusteen mukaan kehittyneiden talouksien inflaatio hidastuu vuonna 2012 ja pysyy vuosina 2013 ja 2014 pääosin 1½ ja 2 prosentin haarukassa. Euroopan hintakehityksessä on eri suuntaan vetäviä voimia. Taantuman ja työttömyyden kasvun myötä vapaa kapasiteetti lisääntyy, mistä syystä kotimaisesta kysynnästä tulevien inflaatiopaineiden arvioidaan pysyvän vähäisinä ennustejaksolla. Myös öljyn kalliin hintajakson jääminen pois vertailuajankohdasta hidastaa inflaatiota. Inflaatiota nopeuttavia tekijöitä ovat

öljyn hinnan viimeaikainen nousu ja valtioiden julkisen talouden tervehdyttämistoimena laaja-alaisesti käytettävät arvonnlisäveron korotukset.

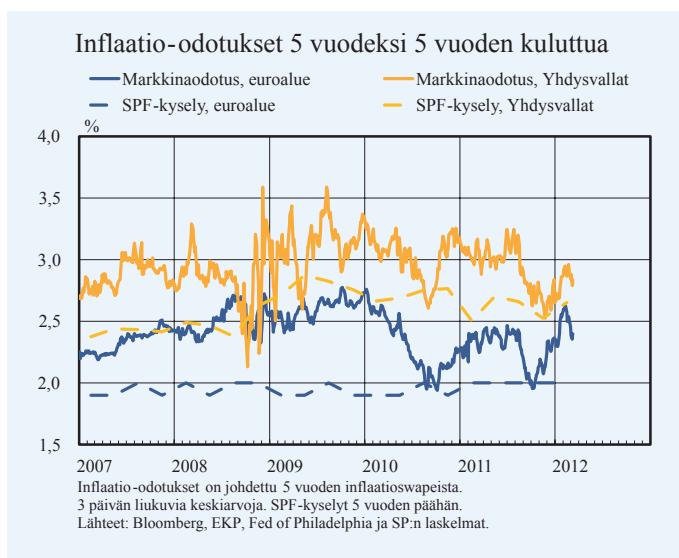
Inflaatiokehitys voidaan hajottaa kolmeen osatekijään: inflaatio-odotusten vaikutus, kotimaiset hintapaineet ja tuontihintojen vaikutus. Näistä viimeksi mainittu voidaan vielä jakaa öljyn hinnan kaltaisiin, heti kotimaisissa hinnoissa näkyvään komponenttiin sekä muihin tuontihintoihin, joiden läpimenoon vaikuttavat yleiset kotimaiset hintapaineet.

Inflaatio-odotusten vakautuminen liittyy keskeisellä tavalla muutokseen rahapolitiikan tavoitteenasetannassa 1980- ja 1990-lukujen aikana. Useimpien kehittyneiden maiden keskuspankkien tavoitteena on – virallisena tavoitteena tai määritelmänä esitetty – hintavakaus. Esimerkiksi euroalueella vallitsee hintavakaus, kun yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) mukainen inflaatio on keskipitkällä aikavälillä alle 2 %, mutta lähellä sitä. Yhdysvaltojen keskuspankin avomarkkinakomitean (FOMC) jäsenten arvio keskipitkän aikavälin inflaatiosta asianmukaisen rahapolitiikan tulemana on tasan 2 %. Euroalueen ja Yhdysvaltojen keskuspankkien uskottava kyky sitoutua hintavakauteen näkyy markkinainformaatiosta johdetuista tai kyselytutkimuksien avulla kerättävistä inflaatio-odotuksista. Vaikka toteutunut inflaatio on vuoden 2011 aikana ollut Atlantin molemmilla puolilla selvästi yli tavoitteiden, inflaatio-odotukset ovat säilyneet ankkuroituneina lähellä tavoitetta.

2000-luvun ensimmäisen vuosikymmenen aikana kotimaiseen kysyn-

Vaikka toteutunut inflaatio on vuoden 2011 aikana ollut Atlantin molemmilla puolilla selvästi yli tavoitteiden, inflaatio-odotukset ovat säilyneet ankkuroituneina lähellä tavoitetta.

Kuvio 12.



tään liittyvän osatekijän vaikutus inflaatioon pieneni yleisesti. Tähän ns. Philips-käyrän loiventumiseen, eli inflaation ja kotimaisen kysynnän välisen yhteyden heikentymiseen, on kehittyneissä maissa vaikuttanut kansainvälisen kilpailun kiristyminen globalisaation myötä. Kansainvälinen kilpailu on hillinnyt kotimaisten hintojen nousua sekä suoraan alentuneiden (tai hitaammin nousevien) tuontihintojen kautta että epäsuorasti kotimaista kilpailua lisäämällä. Kilpailun kireys on vähentänyt yritysten mahdollisuuksia hinnan-
korotuksiin.

Öljyn hintaan on vuoden 2011 lopulla ja vuoden 2012 alussa vaikuttanut öljyn tarjontaan kohdistuva epävarmuus Iranin geopoliittisen tilanteen vuoksi. Muiden raaka-aineiden hintoja on laskenut niiden kysynnän kasvun hidastumisen lisäksi niiden tarjontatilanteen paraneminen mm. maataloustuotteiden suotuisan sadon ansiosta.

Raakaöljyn ja muiden raaka-aineiden osalta ennuste perustuu maaliskuun alun futuurihintoihin. Raakaöljyn tynnyrihintaa on tällä hetkellä noin 15 dollaria korkeammalla kuin Suomen Pankin syksyn ennusteessa oletettiin. Vaikka ero pieneneekin lähivuosien aikana, säilyy öljyn hinta futuurien mukaan syksyllä olettua korkeampana koko ennustehorisontin ajan.

Kuluttajahintainflaation nopein vaihe osui globaalisti loka-marraskuuhun 2011. Inflaatio oli euroalueella helmikuussa 2,7 %. Tammikuun inflaatio oli Yhdysvalloissa 2,9 % ja Kiinassa 4,5 %. Inflaation hidastumiseen ovat vaikuttaneet raaka-aineiden hintojen laskun ohella erityisesti kehittyneissä maissa verraten suuret vapaat tuotantoresurssit ja maltillinen kulutuksen kasvu. Raaka-aineiden kalliin hintajakson jääminen pois vertailuajankohdasta on niin ikään vaikuttanut inflaation hidastumiseen. Japanissa kuluttajahintojen kehitys on ollut edelleen erittäin hidasta. Vuosimuutos oli tammikuussa 0,1 %.

Euroopassa inflaatiota ylläpitää kuluvana vuonna raakaöljyn maailmanmarkkinahinnan viimeaikainen nousu. Euroopan inflaatiovauhti todennäköisesti pysyy koko kuluvan vuoden ajan yli 2 prosentissa ennen kuin se hidastuu tätä vaimeammaksi. Ennuste perustuu raakaöljyn hintaan ja oletukseen, että tilanteessa, jossa Euroopan kasvu on hidasta, kotoperäiset hintapaineet pysyvät vähäisinä. Yhdysvalloissa inflaation odotetaan hidastuvan lähineljännesten aikana ja pysyvän maltillisella alle 2 prosentin tasolla ennusteperiodilla. Kiinassa inflaation odotetaan olevan hie-
man nopeampaa kuin muilla suurilla

talousalueilla eli noin 3–4 %. Elintarvikkeiden arvaamattomalla hintakehityksellä on Kiinan inflaation kannalta kuitenkin poikkeuksellisen suuri merkitys. Japanissa keskuspankki ilmoitti helmikuussa välitavoitteekseen noin 1 prosentin ja keskipitkän aikavälin hintavaikautustavoitteekseen korkeintaan 2 prosentin inflaatiovauhdin. Suomen Pankin ennusteessa Japanin inflaation odotetaan pysyvän ennusteperiodilla kuitenkin melko muuttumattomana.

Inflaatioennusteisiin liittyy tällä hetkellä lieviä ennustettua nopeamman inflaation riskejä. Raakaöljyn maailmamarkkinahinta on helmi- ja maaliskuussa noussut melko voimakkaasti lähinnä raakaöljyn tarjontaan liittyvien epävarmuuksien vuoksi. Tämä lisää lähikuukausina tuontihintainflaatiota. Inflaatiota nopeuttanevat myös euroalueen maiden julkisten talouksien alijäämien korjaamiseen liittyvät suunnitteilla olevat välittömien verojen korotukset useassa maassa. Kaiken kaikkiaan raakaöljyn hinnan nousun ja suunnitteilla olevien välittömien verojen korotusten aiheuttamia inflaatiopaineita hillitsevät vain osittain euroalueen reaali-talouden taantuma ja kotimaisen kysynnän heikkous.

Euroalueen velkakriisi edelleen keskeisin riski maailmantaloudelle

Ennusteen kasvuriskit painottuvat ennusteen oletusten vuoksi pääosin arvioitua heikomman kehityksen suuntaan. Vaikka markkinatilanne ja talousindikaattorit ovat joulukuun loppupuolelta alkaen kehittyneet toiveita herättävästi, on euroalueen tilanne edelleen hauras. Taloushistoria on osoittanut,

että toipuminen finanssikriisistä on hidasta ja epätasaista. Korkojen alenemisen ja luottamuksen kohentumisen myönteinen kierre voi katketa äkillisestä, jos esimerkiksi vakauttavan politiikan tavoitteiden ja toteutuksen välillä alkaa ilmetä eroja.

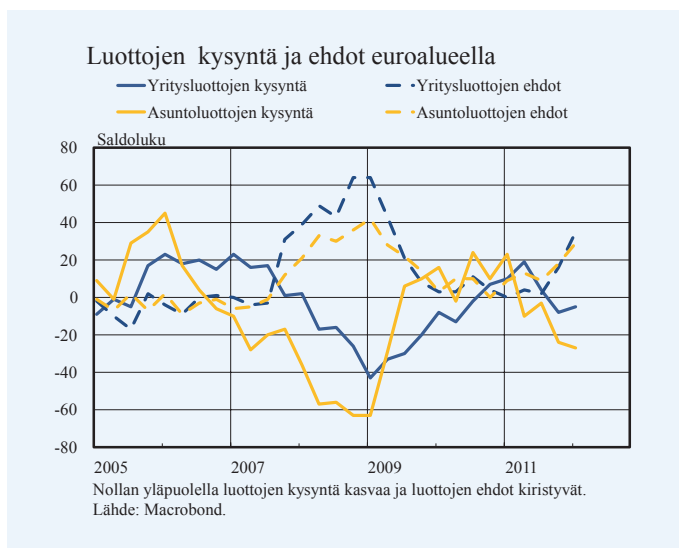
EKP:n kaksi suurta kolmen vuoden jälleensuoritusoperaatiota ovat tukeneet merkittävästi pankkien rahoitusta ja vähentäneet euroalueen pankkisektorin lähiaikojen riskejä. Silti myös pankkijärjestelmän tilanne on edelleen hauras ja pankkien kyky tukea talouden kehitystä monissa maissa epävarma. Erityisesti liiallisen velkaantumisen seurauksista kärsivien maiden pankkijärjestelmissä luottotappiot ja taseiden sopeutuksen tarve jatkuvat. Maissa, joissa kasvun edellytykset ovat kunnossa, pankkien on kyettävä hankkimaan toimintansa rahoitusta kohtuullisin ehdoin voidakseen vastata kysynnän elpymisen myötä kasvavaan luotonkysyntään. Lisäksi pidemmän aikavälin kysyntään vastaamaan kykenevän pankkijärjestelmän rakennemuutokset ovat edelleen alkutekijöissään euroalueella.

Ennusteen perusuran lähtökohta on siis, että euroalueen velkakriisi saadaan taltutettua kestäväällä tavalla eikä kriisi enää kärjisty. On olemassa riski, että näin ei käy, vaan talouskehityksen normalisoituminen pysähtyy ja tilanne kääntyy uudelleen huonompaan. Käänteen voi laukaista esimerkiksi sopeutusohjelmien epäonnistuminen tai markkinoiden paniikinomainen reaktio odotettua huonompiin taloutta koskeviin tietoihin.

Erityisen ongelmallinen kehityssuunta olisi, jos luottamus keskeisten

EKP:n kaksi suurta kolmen vuoden jälleensuoritusoperaatiota ovat tukeneet merkittävästi pankkien rahoitusta ja vähentäneet euroalueen pankkisektorin lähiaikojen riskejä.

Kuvio 13.



euromaiden kykyyn ja haluun toteuttaa pitkän aikavälin sopeutuskyyä kohen-tavia budjetti- ja rakenneuudistuksia horjui. Tämä kehityssuunta tarkoittai-si, että kriisimaiden ulkoinen tasapaino ei kohenisi julkisten alijäämien raken-teellisen korjaantumisen ja tuottavuuden kasvun vaan kotimaisen kysynnän supistumisen kautta. Tämä puolestaan ei ainoastaan heikentäisi hetkellistä sijoittajatunnelmaa, vaan perustavasti kyseenalaistaisi koko euroalueen uskot-tavuuden. Markkinareaktiot olisivat voimakkaita, ja koko velkakriisin hoi-don strategialta murenisi pohja.

Uskottavuuden heikkeneminen oli-si tällaisen kehityksen myötä laajamit-taista. Vaikutukset talouskehitykseen olisivat dramaattisimmat kriisimaissa, mutta kulutus- ja investointihalukkuus heikkenisi koko euroalueella. Taantuma euroalueen kotimaisessa kysynnässä ei jäisi siten vain lyhytaikaiseksi ja verrat-tain keveäksi sopeutukseksi, vaan

uuden tasapainon löytäminen edellyt-täisi syvempää ja pidempikestoista pudotusta.

Euroalueen pankkisektorin hau-raus voimistaisi yllä kuvatun kaltaista negatiivista kehitystä. Talouskehityksen heikkeneminen vaikeuttaisi pankkien rahoitusta ja voimistaisi niiden tarvetta tasesopeutukseen. Vaikka lainakannan vähentyminen joissakin ongelmamaissa on välttämätöntä, laajempi luottolama syventäisi vääjäämättömästi lyhyen aikavälin suhdannetaantumaa ja hei-kentäisi investointien vähenemisen kautta edelleen myös maiden keskipit-kän aikavälin kasvupotentiaalia. Finanssipoliittisen sopeutuksen ja rakenteellisten uudistusten lykkäänty-minen ei siten helpottaisi mitenkään maiden itsenäistä velkaongelmien rat-kaisemista.

Rahoitussektorin riippuvuuksien kautta euroalueen velkakriisin kärjisty-misellä uudelleen olisi laajoja negatiivisia vaikutuksia myös muiden talousalueiden kehitykseen ja siten maailmankaupan kehitysnäkymiin. Tuloksena voisi olla täysmittainen globaali taantuma.

Tällaisen kriisiskenaarion toteu-tuessa euroalueen inflaatiopaineet vähenisivät. Yhtäältä kotimaisen kysyn-nän heikentyminen alentaishi euroalueen sisäisiä hintapaineita. Toisaalta globaa-lin talouden hidastuminen painaisi raa-ka-aineiden hintoja alaspäin. Hintake-hityksen kokonaiskuva riippuisi siitä, miten euroalueen uskottavuuden heikke-neminen heijastuisi euron valuuttakurs-siin. Jos euro heikentyisi selvästi, tällä olisi tuontihintoja nostava vaikutus.

Merkittävin positiivinen kasvuriski sisältyy Yhdysvaltain talouskehitykseen.

Ennusteen mukaan tarve purkaa kriisin alla kertynyt ylivelkaantuneisuus pitää Yhdysvaltain kulutuskysynnän kasvun ennustejaksolla maltillisena. Säästämisaste laskee hitaasti velkataakan pienemisen myötä.

On kuitenkin epäselvää, kuinka pieneksi velan pitää supistua ennen kuin kotitalouksien säästämistarve vähenee ja kulutus- ja investointihalukkuus paranee. On mahdollista, että Yhdysvaltain kotitalouksien taseiden kohentaminen päättyy aikaisemmin kuin ennusteen perusurassa oletetaan, jolloin säästäminen vähenee ja kulutus kasvaa ennakoitua enemmän. Tällöin myös maan työmarkkinatilanne kohenisi odotettua nopeammin. Yhdysvaltain kysynnän kasvu lisäisi maailmankauppaa ja tukisi investointihalukkuutta. Myös euroalueen vienti kasvaisi, mikä tukisi sijoittajien luottamusta siihen, että Euroopan taloudet toipuvat velkakriisistä. Luottamuksen kohentuminen pienentäisi kriisimaiden riskilisiä, jolloin euroalueen kotimaisen kysynnän matalasuhdanne voisi jäädä ennakoitua lievemmäksi.

Ennusteen perusuran oleellinen edellytys on, että markkinoiden luottamus suuren julkisen velkataakan kansantalouksien – mm. Yhdysvaltain ja Japanin – velkakestävyyteen säilyy. Luottamus Yhdysvaltain kykyyn rakentaa pitkän aikavälin sopeutusohjelma on pitänyt maan rahoituskustannukset pieninä. Kesän 2011 poliittiset ongelmat velkakaton nostamisessa ja markkinatunnelman lyhytaikainen heikentyminen samoihin aikoihin muistuttivat kuitenkin siitä, että budjettistrategian uskottavuuden mureneminen voi

nopeasti muuttaa myös Yhdysvaltain kasvunäkymiä.

Raha- ja finanssipolitiikka

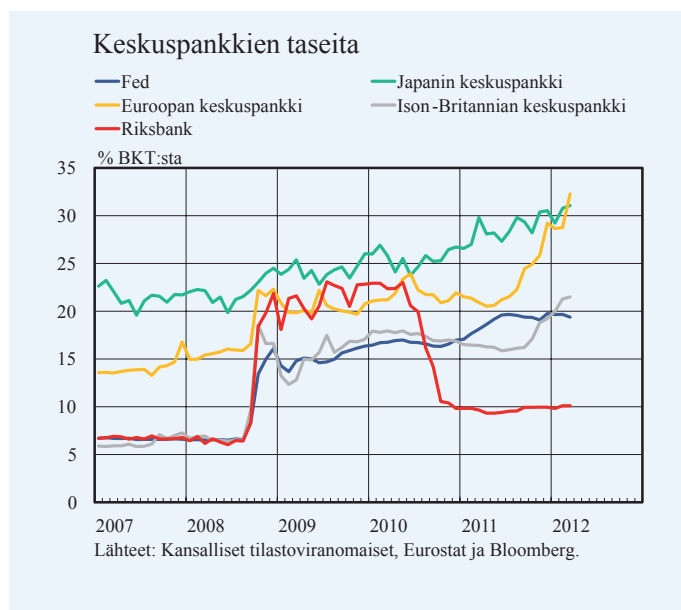
Rahapolitiikka ennätyskeveää

Talousnäkymien merkittävä heikentyminen vuoden 2011 jälkimmäisellä puoliskolla vaimensi inflaatiopaineita ja loi tilaa koronlaskuille euroalueella sekä useassa nousevassa taloudessa. Euroalueen velkakriisin kärjistyminen ja leviäminen vuoden 2011 lopulla kiristivät myös euroalueen yksityisen sektorin rahoitusoloja ja heikensivät yritysten ja kotitalouksien luottamusta paitsi euroalueella myös useassa euroalueen ulkopuolisessa maassa. Rahoitusolojen kireys ja julkistalouksien säästötoimet useissa euromaissa vaimentavat vastaisuudessaakin euroalueen taloudellista toimeliaisuutta. EKP:n neuvosto laski loppuvuonna ohjauskorkojaan

Kuvio 14.



Kuvio 15.



kaksi kertaa 0,25 prosenttiyksikön verran, ensin marras- ja sitten joulukuussa. Joulukuussa EKP:n perusrahoitusoperaatioiden korko oli palannut 1 prosenttiin eli historiansa alimmalle tasolle.

Hintavakauteen kohdistuvat arvioitua voimakkaamman inflaation riskit ovat globaalilla tasolla tällä hetkellä maltillisia ja liittyvät lähinnä energiatuotteiden maailmanmarkkinahintojen vaihteluihin. Inflaation hidastuminen ja maltilliset inflaatio-odotukset pitänevät kehittyneiden maiden rahapolitiikan keveänä koko ennustejakson eli vuodet 2012–2014, mikä tukee talouskasvua ja uusien työpaikkojen luomista. Yhdysvaltain keskuspankki ennakoi pitävänsä ohjauskorkonsa nykyisellä tasolla – eli käytännössä nollassa – vuoden 2014 lopulle, mikäli elpyminen on odotetun hidasta. Myöskään Japanissa ei ole odotettavissa muutosta jo pitkään jatkuneeseen

hintatason vaimeaan kehitykseen eikä keskuspankin hyvin alhaisiin ohjauskorkoihin.

Useimmissa kehittyneissä maissa keskuspankkien ohjauskorot ovat lähellä nollaa, eikä korkopolitiikalla siten ole ollut juuri tilaa reagoida talouskehityksen heikentymiseen. Moni keskuspankki joutuikin vuoden 2011 jälkimmäisellä puoliskolla sekä vuoden 2012 alkupuolella turvautumaan jälleen epätavanomaisiin toimiin, joilla pyrittiin keventämään rahoitusoloja tai tukemaan rahoitussektorin toimintakykyä.

Valtioiden velkakriisistä johtuneet ongelmat rahapolitiikan välittymisessä olivat keskeisellä sijalla EKP:n neuvoston päätöksissä vuoden 2011 jälkipuoliskolla. Yksityisen pääoman ulosvirtaus kriisimaista uhkasi kiristää näiden maiden rahaoloja dramaattisesti. Niinpä EKP:n neuvosto päätti joulukuussa joukosta toimia pankkisektorin likviditeetin ja toiminnan parantamiseksi. Merkittävimmät näistä toimista olivat joului- ja helmikuussa toteutetut kaksi jälleenrahoitusoperaatiota, joissa pankit saivat poikkeuksellisen pitkämatuuriteettistä eli kolmivuotista vakuudellista luottoa. Näihin operaatioihin osallistui hyvin laaja joukko euroalueen pankkeja. Operaatiot ovat vähentäneet huomattavasti pankkien maksuvalmiuteen kohdistuvia riskejä, mikä parantaa euroalueen rahoitusolojen kohentumisen edellytyksiä. Euroalueen pankkisektori toimii kuitenkin edelleen vaikeassa toimintaympäristössä, ja heikomman kehityksen riskit eivät ole kokonaan poistuneet.

Epätavanomaisia toimia on laajennettu myös Isossa-Britanniassa, Japanis-

sa ja Yhdysvalloissa.² Epätavanomaiset toimet rahoitussektorin toimintakyvyn tukemiseksi ovat kasvattaneet keskuspankkien taseen kokoa suhteessa bruttokansantuotteeseen euroalueella, Isossa-Britanniassa ja Japanissa. Yhdysvalloissa keskuspankin taseen koko on säilynyt suunnilleen ennallaan vuoden 2011 kesäkuun lopulta lähtien.

Nousevissa talouksissa tilanne on rahapolitiikan kannalta erilainen kuin useassa kehittyneessä taloudessa. Globaalin finanssikriisin vaikutukset nouseviin talouksiin jäivät suhteellisen pieniksi, ja nopea kasvu kriisin jälkeen oli jo kääntänyt ohjauskorot selvään nousuun. Siten taloustilanteen uuteen heikkenemiseen ja inflaatiopaineiden lievään vaimenemiseen vuoden 2011 jälkimmäisellä puoliskolla on voitu vastata ohjauskorkoja laskemalla sekä joissakin maissa, kuten Kiinassa, vähimmäisvarantovelvoitteita keventämällä. Nousevien talouksien tähän saakka melko nopeana jatkunut inflaatio osoittaa nyt vaimenemisen merkkejä, mikä luo tilaa koronlaskuille ennustejakson alkupuolella. Ennustejakson loppupuolella talouskasvun voimistuminen uudelleen kääntäneen rahapolitiikan jälleen kiristävään suuntaan useassa nousevassa taloudessa.

Vaikka kehittyneiden maiden rahapolitiikka säilyy keveänä ennustejaksolla, talouden laajemmat rahoitusolot eivät muodostu yhtä keveiksi. Pankkisektorin tarve vahvistaa pääomia ja pienentää tasetta sekä alhaiset vakuusarvot vaimentavat luotontarjontaa ja lisäävät yritysten ja kotitalouksien

rahoituskustannuksia. Monissa maissa myös yritysten ja kotitalouksien liiallinen velkaantuminen rajoittaa vielä pitkään luotonsaantimahdollisuuksia ja kasvattaa rahoituskustannuksia.³ Rahoitusolojen säilyminen suhteellisen kireänä vaimentaa osaltaan reaalitalouden kehitystä lähivuosina.

Finanssipolitiikka kiristyy euroalueella aiemmin ennakoitua enemmän

Euroalueen finanssipolitiikka on kiristymässä ennustejakson kuluessa aiemmin ennakoitua voimakkaammin. Ennusteessa oletetaan, että euromaat pitkälti täyttävät vakaus- ja lähentymisohjelmiensa mukaiset tavoitteet. Jos näin käy, finanssipolitiikka kiristyy euroalueella noin prosenttiyksikön verran suhteessa bruttokansantuotteeseen sekä vuonna 2012 että 2013. Koko euroalueen tasolla julkisen talouden vaje supistuu tällöin alle 2 prosentin ennustejakson lopulla.

Vaikka valtioiden velkakriisi on rajoittunut euroalueeseen, ei julkistalouksien tasapaino monissa muissa kehittyneissä maissa ole parempi. Julkisen talouden vaje- ja velkasuhteet ovat erittäin suuret myös Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Japanissa. Silti markkinoiden luottamus niiden velanhoidokykyyn on säilynyt vahvana. Yhdysvalloissa finanssipolitiikka on kiristymässä noin 1½ prosenttiyksikön verran suhteessa bruttokansantuotteeseen sekä vuonna 2012 että 2013 ja Isossa-Britanniassa noin prosenttiyksikön kumpanakin vuonna. Japanissa

² Ks. Lauri Vilmin artikkeli ”Rahapolitiikan määrällinen keventäminen” tässä lehdessä.

³ Ks. Harri Haskon liiteartikkeli ”Rahapolitiikan välittyminen ja velkaantuminen euroalueella” tässä lehdessä.

Eurojärjestelmä otti kolmen vuoden pituiset lainaoperaatiot käyttöön

Aikaisemmin lähinnä vain kolmen euromaan rahoitusmarkkinoita koetellut matalapaine voimistui vuoden 2011 toisella puoliskolla ja tarttui laajamittaisesti euromaiden valtionvelkamarkkinoihin. Rahoitusmarkkinahäiriön saatua systeemisen kriisin piirteitä yhä useampi markkinatoimija alkoi pitää Euroopan keskuspankkia (EKP) euroalueen uskottavuuden ainoana takuumiehenä. Odotukset, että myös euroalueella otettaisiin muiden suurten keskuspankkien tapaan käyttöön laajat arvopaperien osto-ohjelmat, kasvoivat.

EKP:n neuvoston joulukuun vastaus näihin odotuksiin oli yhtäaikaan sekä perinteinen että epätavanomainen. Pankkeille päätettiin antaa kaksi mahdollisuutta lainata keskuspankkirahaa peräti kolmeksi vuodeksi kiinteällä korolla määrä, jonka ne vakuuksia vastaan halusivat.

Lisäksi neuvosto päätti puolittaa pankkien vähimmäisvarantovelvoitteet tammikuusta 2012 lähtien ja lieventää rahapolitiikan luotto-operaatioissa hyväksyttävien vakuuksien kelpoisuusehtoja.

Kolmen vuoden pituiset operaatiot

Eurojärjestelmä on pidentänyt pankkeille tarjotun rahoituksen juoksuaikaa useaan otteeseen elokuusta 2008 jatkuneen rahoitusmarkkinoiden stressitilan aikana. Joulukuuhun 2011 saakka luottoja oli kuitenkin myönnetty enimmilläänkin vain yhdeksi vuodeksi kerrallaan eli ainoastaan pankkien maksuvalmiudesta huolehtimiseen tarkoitetuissa rahamarkkinamaturiteeteissa. Siirtyminen kolmen vuoden luottoon merkitsi perinteisen likviditeetin hallinnan lisäksi pitempikestoisen rakenteellisen

rahoituksen turvaamista luotonannon tukemiseksi.

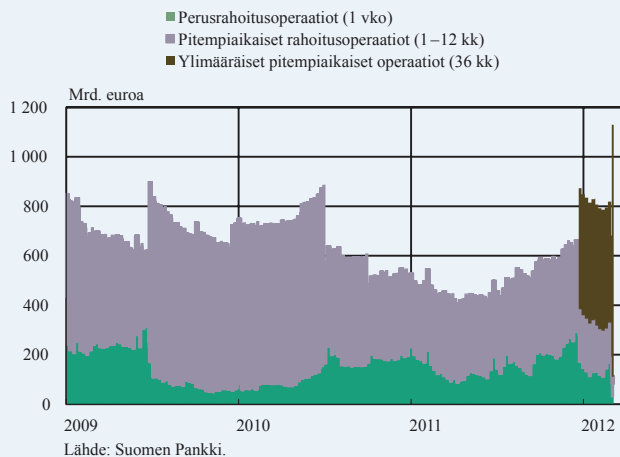
Kysyntä näissä kahdessa poikkeuksellisen pitkässä operaatiossa osoittautui mittavaksi. Pankit lainasivat joului- ja helmikuussa järjestetyissä operatioissa 489 mrd. ja 530 mrd. euroa eli yhteensä yli biljoona euroa. Koska pankit eivät juuri uusineet operatioiden yhteydessä erääntyneitä lyhyempiä keskuspankki-
luottojaan, operaatiot kasvattivat pankkien eurolikviditeettiä nettomääräisesti noin puolella nimellismäärästä eli reilulla 500 mrd. eurolla (kuvio A).

Keskuspankin näkökulmasta pankkien laajamittainen osallistuminen pitkiin luotto-operaatioihin poistaa niiden tarvetta vähentää rahoitustarpeitaan antolainausta supistamalla. Tämä pienentää reaalitaloudellisen kehityksen kannalta erittäin kielteisenä pidettävän luottolaman todennäköisyyttä. Lisäksi koska osa lainatusta rahamäärästä hakeutuu sijoituksina euroalueen rahoitusmarkkinoille, parantavat pitkät operaatiot välillisesti myös euroalueen rahapolitiikan välittymisen kannalta keskeisten markkinalohkojen toimintaa ja siten pienentävät markkinoiden toimintaa korjaavien keskuspankki-interventioiden tarvetta.¹

¹ Eurojärjestelmä on toteuttanut touku-
kuusta 2010 lukien arvopaperimarkkinoita koskevaa ohjelmaa, jonka tarkoituksena on ollut turvata rahapolitiikan välittymisen kannalta keskeisten markkinoiden toimintakyky.

Kuvio A.

EKP:n luotto-operaatiot maturiteeteittain



Pankit tarvitsevat keskuspankkirahoitusta erilaisiin likviditeettitarpeisiinsa, kuten kattaakseen käteisen rahan kysynnän, sekä täyttääkseen vähimmäisvarantovelvoitteensa. Helmi-kuussa 2012 järjestetyn kolmen vuoden operaation jälkeen pankkien lainaama keskuspankkirahoituksen määrä on noin 800 mrd. euroa suurempi kuin niiden laskennallinen rahoituksen tarve. Tätä ylijäämää kasvatti myös EKP:n neuvoston joulukuinen päätös vähimmäisvarantovelvoitteen puolittamisesta noin 100 mrd. euroon. Euroalueen pankkien täytyy tallettaa ylijäämä eurojärjestelmän keskuspankkeihin päivittäin. Tällä hetkellä eurojärjestelmä maksaa pankkien yötalletuksille korkoa 0,25 % eli 0,75 prosenttiyksikköä lainakorkoa vähemmän.

Vaikka toteutunut keskuspankkirahan huomattava kysyntä onkin pankkisektorille sinänsä kallista, pankeilla on ollut ainakin kahdenlaisia perusteita jättämiselle likviditeetinkysynnälleen. Ensiksi loppusyksystä 2011 lähtien osalla euroalueen pankeista on ollut kasvavia vaikeuksia hankkia markkinapohjaista rahoitusta. Muidenkin pankkien rahoituksen juoksuaika lyheni ja korkojen sisältämät riskipreemiot kasvoivat. Näissä oloissa kolmen vuoden keskuspankkirahan odotettu hinta alitti merkittävästi markkinapohjaisen rahoituksen kustannuksen – operaatioiden toteutushetkellä perusrahoitusoperaatioiden korko oli 1 %. Pit-

kät keskuspankkiluotot tarjosivatkin pankeille varteenotettavan vaihtoehdon erityisesti vakuudetoman mutta myös katetuilla joukkolainoilla toteutettavan rahoituksen hankinnalle. Euroalueen pankkien pitkäaikaista velkarahoitusta on arvioitu erääntyvän vuoden 2012 aikana jopa yli 500 mrd. euron edestä.

Toiseksi eri arvopaperilajien osin huomattavastikin syksyn 2011 mittaan kohonneet korkotuotot tarjosivat pankeille houkuttelevia sijoituskohteita, joiden tuotto ylitti selvästi keskuspankkirahan odotetun hinnan. Esimerkiksi euromaiden valtionvelkamarkkinoiden häiriötila on tarjonnut pankeille tällaisia sijoituskohteita. Euromaiden joukkolainoilla katettavaksi aiotun bruttorahoitustarpeen on arvioitu asetuvan 700 mrd. euroon vuonna 2012.

EKP:n neuvosto päätti joulukuussa 2011 myös helpottaa tiettyjen omaisuusvakuudellisten joukkolainojen vakuuskelpoisuusehtoja siten, että lainojen liikkeeseenlaskun yhteydessä tehdyn luottoluokituksen vähimmäisrajaa alennettiin AAA:sta A:han. Samanaikaisesti euroalueen kansallisille keskuspankeille annettiin väliaikainen lupa hyväksyä omalla vastuullaan rahapolitiikan vakuudeksi pankkilainoja, jotka eivät täyty kaikkia normaaleja kelpoisuusehtoja.

Näillä vakuustoimilla pyritään varmistamaan pienten ja keskisuurten toimijoiden mahdollisuus hankkia rahoitusta sel-

laisissakin tilanteissa, joissa pankkien normaali vakuustilanne on heikentynyt. Tähän mennessä ylimääräisiä vakuuksia on päätetty hyväksyä väliaikaisten vakuuslaajennusten turvin rahapolitiikan luottoihin Irlannissa, Portugalissa, Italiassa, Espanjassa, Kyproksella, Ranskassa ja Itävallassa.

Toimenpiteiden vaikutuksesta

Euroalueen rahoitusmarkkinoiden kehitys on ollut pääosin myönteistä EKP:n joulukuisten päätösten toimeenpanon jälkeen. Esimerkiksi Italian valtion 10 vuoden joukkolainojen korkotuotto pieneni yli 2 prosenttiyksikköä ensimmäisestä 3 vuoden operaation toteutusajankohdasta toista operaatiota seuranneisiin päiviin verrattuna. Vastaavana ajanjaksona eurooppalaisten pankkien luottoriskivakuutuksen hinta on pudonnut liki kolmanneksella. Lisäksi rahamarkkinoiden riskilisää kuvaavat vakuudetomien ja vakuudellisten pankkienvälisten korkojen erot kapeenivat 0,3–0,5 prosenttiyksikköä ensimmäisen ja toisen pitkän operaation välillä (kuvio B).

Vaikka keskuspankkijärjestelmän toimilla voidaan rauhoittaa rahoitusmarkkinoita, valtionlainamarkkinoita voimakkaimmin koetelleen kriisin pysyvä ratkaisu ei voi perustua eurojärjestelmän tilapäisiin toimiin. Valtionlainojen hinnoittelu heijastaa yhtäältä odotuksia riskittömän keskuspankkikoron tasosta sekä toisaalta erilaisten riskilisien

kehityksestä. Viime aikoina riskilisät ovat dominoineet korkotuottojen muutoksia.

Pysyvä euromaiden korkoerojen kaventuminen tulee vaatimaan useita erityyppisiä toimia: euromaiden harjoittaman talouspolitiikan tulee olla kestävä, euroalueen talouspoliittisen koordinaation tulee olla aiempaa tehokkaampaa ja pankkien pää-

omituksen täytyy olla kestävällä pohjalla. Eurojärjestelmän viimeaikaisilla toimilla pankkien maksuvalmius on toistaiseksi turvattu. Kriisinhallinnan lopullinen menestys vaatii kuitenkin sekä onnistumista em. keskuspankki-toimien ulottumattomissa olevilla alueilla että hallittua ja oikea-aikaista irtautumista nyt toteutetuista keskuspankkitoimista.

Kuvio B.

1, 3 ja 12 kuukauden euribor- ja repokorkojen välinen erotus



Taulukko 2.

Euroalueen ja sen suurimpien maiden julkisen talouden vaje ja tavoitteet vuosina 2011–2013 sekä Ison-Britannian ja Yhdysvaltain julkisen talouden vaje vuosina 2011–2013

	Arvioitu / toteutunut vaje	Vakaus- ja lähentymisohjelman alijäämätavoite*		
	2011	2011	2012	2013
<i>Euroalue</i>	–4,3	–4,3	–3,1	–2,1
<i>Saksa</i>	–1,1	–2,5	–1,5	–1,0
<i>Ranska</i>	–5,7	–5,7	–4,6	–3,0
<i>Italia</i>	–3,9	–3,9	–1,6	0,0
<i>Espanja</i>	–8,5	–6,0	–4,4	–3,0
<i>Iso-Britannia</i>	–8,6		–7,8	–6,5
<i>Yhdysvallat</i>	–9,5		–8,0	–6,4

* Ison-Britannian ja Yhdysvaltain luvut ovat IMF:n ennusteita toteutuvaksi vajeeksi.
Lähteet: IMF, Euroopan komissio ja maiden ilmoitukset.

merkittävämpien kiristystoimien alkaminen ajoittuu vasta vuoteen 2013. Vielä ennustehorisontin lopulla julkisen talouden vaje on Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa noin 6 % suhteessa bruttokansantuotteeseen ja Japanissa noin 8 %.

Arvioiden mukaan vuonna 2011 euroalueella ja sen suurimmissa jäsenmaissa päästiin Espanjaa lukuun ottamatta lähelle tavoitteita (taulukko 2). Tavoitteiden täyttäminen vuosina 2012 ja 2013 edellyttää finanssipolitiikan merkittävää kiristymistä kaikissa suurissa euroalueen maissa Saksa lukuun ottamatta. Kun tarkastellaan euroalueen maiden budjettivajeen supistamisen BKT:lla painotettua maajakautaa (kuvio 16), havaitaan, että vuonna 2012 Italia ja Espanja ovat sopeutusprosessin keskeiset maat. Vuonna 2013 korostuu lisäksi Ranskan osuus.

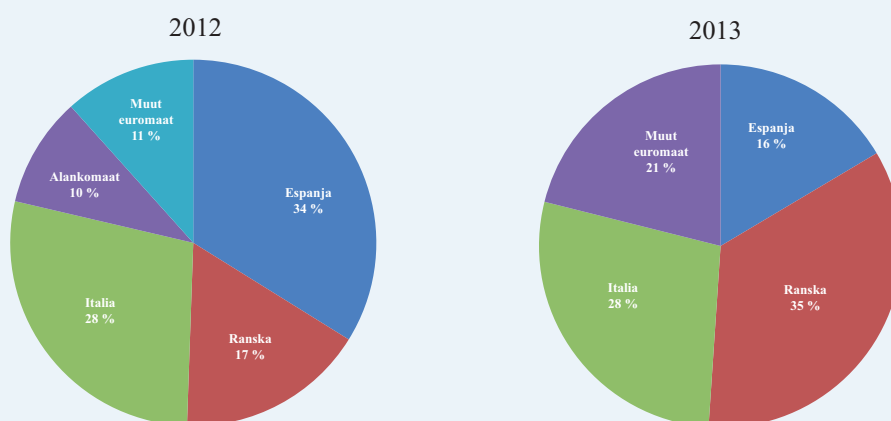
Finanssipolitiikan sopeuttamisen taustalla on tarve saattaa julkisen talouden velkasuhde kestäväälle uralle. Käy-

tännössä tämä tarkoittaa julkisen velan BKT-suhteen kasvun uskottavaa taittamista näköpiirissä olevana ajanjaksona. Velkasuhteen kasvuun vaikuttavat julkisen talouden perusjäämä (eli julkisen talouden vuosittainen ali-/ylijäämä ilman korkomenoja), talouden kasvuvauhti, velasta maksettava korko ja olemassa oleva velkasuhde. Kestävän julkisen talouden lähtökohta on niin suuri perusjäämä, että se riittää kattamaan olemassa olevasta velasta maksettavat korkokustannukset. Vaadittavaan perusjäämän suuruuteen vaikuttaa lisäksi talouden kasvuvauhdin ja korkotason erotus. Jos kasvuvauhti on korkeaa suurempi, velkasuhde voi olla supistuva, vaikka budjetti olisi alijäämäinen. Jos sen sijaan korko on kasvuvauhtia korkeampi, vakautumiseen vaadittavan ylijäämän suuruus kasvaa.

Pelkkä julkisen talouden sopeutus ei siis riitä. Uskottava velanhoitokyky edellyttää myös riittävää talouskasvua. Mitä nopeammin maan BKT kasvaa,

Kuvio 16.

Euroalueen julkisen sektorin sopeuttamisen BKT-painotettu maajakauma vuosina 2012 ja 2013



Lähteet:
IMF, Euroopan komissio, maiden ilmoitukset ja Suomen Pankin laskelmat.

sitä suuremman euromääräisen velan julkinen talous pystyy kantamaan. Ongelmana on, että lyhyellä aikavälillä nämä tavoitteet ovat ristiriidassa keskenään: pääasiassa julkisen talouden sopeuttamistoimet heikentävät talouskasvua lyhyellä aikavälillä. Esimerkiksi Italiassa ja Espanjassa tarvittavat sopeutustoimet ovat niin mittavia, että maiden bruttokansantuotteet todennäköisesti supistuvat kuluvana vuonna.

Vaikka markkinoiden luottamus useimpien euroalueen maiden velanhoidokykyyn on kohentunut, tilanne on edelleen hyvin hauras. Suunnitelmat julkisten talouksien sopeuttamiseksi on laadittu ja niitä on pidetty ainakin jossain määrin uskottavina, mutta toimien toteutus on pääosin vielä edessä. Kasvua vahvistavista rakennepoliittisista toiminna monilla mailla on vielä suunnitelmatkin tekemättä.

Oletukseen vakaus- ja kasvusopimuksen tavoitteiden saavuttamisesta sisältyy ilmeisiä riskejä. Monissa maissa huono taloustilanne heikentää poliittista tahtoa julkisen talouden määrätietoiseen tasapainottamiseen. Toisaalta herässä markkinatilanteessa markkinoiden reaktio tavoitteista lipsumiseen voi olla voimakas, mikä tukee hallitusten sitoutumista tavoitteisiin. Samaan suuntaan vaikuttaa myös joulukuussa voimaan tullut aiempaa tiukempi vakaus- ja kasvusopimus.

Mitä finanssipolitiikan vaikutuksista tiedetään?

Suomen Pankin kevään 2012 kansainvälisen talouden ennusteessa käytetyt arviot julkisen talouden sopeutustointien kasvua hidastavien vaikutusten suuruudesta perustuvat kansainvälisten laitosten tutkimuksiin. Finanssipoliti-

kan yhden yksikön suuruisen kiristämisen arvioidaan supistavan bruttokansantuotetta noin 0,6 yksikön verran kahden vuoden aikana.⁴ BKT:n yhden yksikön suuruisen supistumisen arvioidaan puolestaan heikentävän julkisen talouden tilannetta jotakuinkin 0,5 yksikköä.⁵ Näiden kertoimien perusteella voidaan laskea, että julkisen talouden tasapainottamisen lyhyen aikavälin kysyntävaikutukset heikentävät kiristämisen vaikutuksia noin 30 %, joten yhden yksikön suuruinen kiristäminen kohentaa julkisen talouden tasapainoa lopulta vain noin 0,7 yksikköä.

Kertoimista ei kuitenkaan vallitse taloustieteellisessä tutkimuksessa konsensusta, vaan ekonomistien käsitykset niiden suuruudesta vaihtelevat varsin paljon. Arviot perustuvat yleensä useiden maiden historiallisiin tietoihin jopa vuosikymmenien ajalta. Nykyisen kaltaisissa poikkeuksellisissa olosuhteissa vaikutusarvioihin liittyy siis epävarmuutta sekä käytettyjen menetelmien että ajanjakson kannalta: finanssipoliitiikan vaikutukset eivät ole ajassa ja paikassa vakaita.⁶

Vaikutusepävarmuudet voidaan jakaa useaan ryhmään. Ensinnäkin tulokset voivat erota käytettävien tilastotieteellisten menetelmien takia. Mikroaineistoa eli yksittäisten kotitalouksien tietoja hyödyntävien tutkimusten tulokset eroavat tavallisesti jonkin veran perinteistä makroaineistoa käyttä-

vistä tutkimuksista. Makrotaloudellisiin malleihin perustuvat simuloinnit voivat puolestaan erota tilastotieteellisiin menetelmiin perustuvista tutkimuksista.

Toinen epävarmuus liittyy käytäviin instrumentteihin. Esimerkiksi tulonsiirtojen leikkauksiin liittyviä vaikutuksia pidetään yleensä varsin suuriina. Onkin luontevaa olettaa, että tulonsiirtojen vähentyminen voi leikata kaikin pienituloisimpien kulutusta jopa täysimääräisesti. Sama pätee ainakin jossain määrin myös julkiseen kulutukseen tai investointeihin liittyviin suoriin menoleikkauksiin. Sen sijaan veronkevennysten välittömien BKT-vaikutusten arvioidaan useimmiten heikenevän tuloluokkien yläpäästä lähestyttäessä tai jos kevennysten tiedetään olevan vain tilapäisiä. Näissä molemmissa tapauksissa on todennäköistä, että suurempi osa lisätuloista säästetään kuluttamisen sijaan.

Kolmas epävarmuuden lähde liittyy tarkasteltavaan aikaväliin. Jos tarkastelu ulotetaan välittömistä vaikutuksista pidemmän aikavälin vaikutuksiin, veronkevennysten työvoiman tarjontaan liittyvät kannustinvaikutukset (eli lisäponnisteluun ansaittujen tulojen nettotuloa lisäävä osuus) tulee ottaa huomioon. Myös arvonlisäveron ja työntekijöiden palkkaamiseen liittyvien verojen suhteellisen osuuden voidaan osoittaa vaikuttavan talouden kasvuun.⁷ Lisäksi julkisen kulutuksen sopeuttaminen tuo tilaa yksityisen sektorin tuotannolle, joka paikkaa julkisen sektorin menoleikkausten BKT-vaikutuksia.

⁴ Guajardo – Leigh – Pescatori (2011) *Expansionary Austerity: New International Evidence*. IMF Working Paper No. 11/158.

⁵ Euroopan komissio (2005) *New and Updated Budgetary Sensitivities for the EU Budgetary Surveillance*.

⁶ Leeper (2010) *Monetary Science, Fiscal Alchemy*. Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Symposium 26.–28. 8. 2010.

⁷ Ks. Kilponen – Vilmunen (2007) *Laskelmia verotuksen painopisteen muuttamisen vaikutuksista dynaamisessa yleisen tasapainon mallissa*. Euro & talous 1/2007.

Julkisen talouden saattaminen kestäväälle pohjalle alentaa myös yksityisen sektorin korkoja ja mahdollistaa eurojärjestelmän kasvua tukevan rahapolitiikan välittymisen.

Toisenlainen epävarmuuden lähde on finanssipolitiikan sopeutuksen makrotaloudellinen ympäristö: finanssipolitiikkaa ei harjoiteta tyhjiössä. Nykyaikaisissa makrotaloudellisissa malleissa finanssipolitiikan vaikutukset ovat yleensä kohtuullisen pieniä, koska rahapolitiikan reaktiot kumoavat ne suurelta osin. Tasapainottamistoimien seurauksena inflaatiopaineet helpottavat, jolloin rahapolitiikka voidaan keventää ja tämä elvyttää taloutta. Tilanne on toinen, jos rahapolitiikka on jo saavuttanut alarajansa. Tällöin finanssipolitiikan kiristämisen taloutta supistavat vaikutukset voivat olla hyvinkin suuria.⁸

Euroalueen julkisen sektorin tasapainottamistoimia onkin kritisoitu tästä jälkimmäisestä näkökulmasta. On katsottu, että koska EKP:n korkopolitiikan liikkumavara on lähes käytetty, finanssipolitiikan kiristämisen kustannukset voivat muodostua hyvin suuriksi. Tämä väite on kuitenkin harhaanjohtava. EKP:n ohjauskorkojen laskulle on yhä tilaa, ja epätavanomaiset toimet mahdollistavat tarvittaessa rahapolitiikan lisävennyksen. Lisäksi Italian ja Espanjan ilmoittamat tasapainottamistoimet ovat osaltaan tukeneet näiden maiden pitkien korkojen alentumista joulukuun puolivälin jälkeen. Julkisen talouden saattaminen kestäväälle pohjalle alentaa ajan myötä myös yksityisen sektorin korkoja ja mahdollistaa siten eurojärjestelmän kasvua tukevan rahapolitiikan välittymisen.

Italian ja Espanjan esimerkki havainnollistaa, että finanssipolitiikan kysyntävaikutukset riippuvat myös

odotetusta julkisen talouden velkakestävydestä. Mitä heikompi on valtion velkakestävyys, sitä vähäisempi on sen kyky tukea kysyntää finanssipolitiikan keinoin. Ylivelkaantuneen valtion pyrkimys velkaelvytykseen johtaa vain luottamuksen menetykseen ja korkotason nousuun. Vastaavasti velkaantuneen maan tapauksessa finanssipolitiikan kiristäminen voi johtaa luottamuksen paranemiseen ja korkotason alentumiseen, mikä vähentää kiristämisen taloutta supistavia vaikutuksia.

Myös eri sopeutusinstrumenttien vaikutukset voivat poiketa tällaisessa tilanteessa. Jos velkaantumisrajan läheisyydessä olevalla maalla myös kokonaisveroaste on korkea, on todennäköistä, että menojen vähentämiseen keskittyvät toimet tuottavat veronkorotuksia uskottavamman tuloksen. Päinvastainen esimerkki velkaantumisrajalla olevasta maasta on Japani, jossa kokonaisveroasteen alhaisuus mahdollistaa ainakin teoriassa lisätulojen keräämisen julkiselle sektorille.

Makrotalouden epätasapainotekijät ja rakennepolitiikka

Euroalueen makrotalouden epätasapainotekijät keskittyvät velkaantumiseen sekä kilpailukyvyn heikentymisestä johtuviin viennin ongelmiin ja markkinaosuuden menetyksiin.

Euroalueen velkakriisin kärjistyminen on vauhdittanut kotitalouksien ja yritysten taseiden korjausta. Yksityisen sektorin velkaantuminen suhteessa BKT:hen on pysähtynyt tai alkanut vähentyä vuoden 2011 aikana Suomen Pankin seurantakehikossa olevissa

⁸ Coenen – Kilponen – Trabandt (2010) When does fiscal stimulus work? ECB Research bulletin No 10, kesäkuu.

maissa⁹ Italiaa, Ranskaa ja Kreikkaa lukuun ottamatta. Tähän ovat vaikuttaneet sekä luottojen kysynnän hiipuminen talousnäkymien heikentyessä että pankkien luotontarjonnan kiristyminen velkakriisin myötä. Kotitalouksien velkaantuminen on purkautumassa erityisen voimakkaasti niissä maissa, joissa asuntomarkkinakupla kasvatti viime vuosikymmenellä kotitalouksien velkausta eli Isossa-Britanniassa, Irlannissa ja Espanjassa.

Kotitalouksien pyrkimys vähentää velkaantumistaan hillitsee kulutuskysyntää ja heikentää BKT:n kehitystä. Aiempien finanssikriisien kokemukset osoittavat, että ylisuurten velkatasojen sulattaminen on hidas prosessi. Onkin odotettavissa, että taseiden sopeutus jatkuu myös tällä kertaa vielä pitkään.

⁹ Espanja, Irlanti, Iso-Britannia, Italia, Kreikka, Portugali, Ranska, Ruotsi, Saksa, Suomi ja Viro.

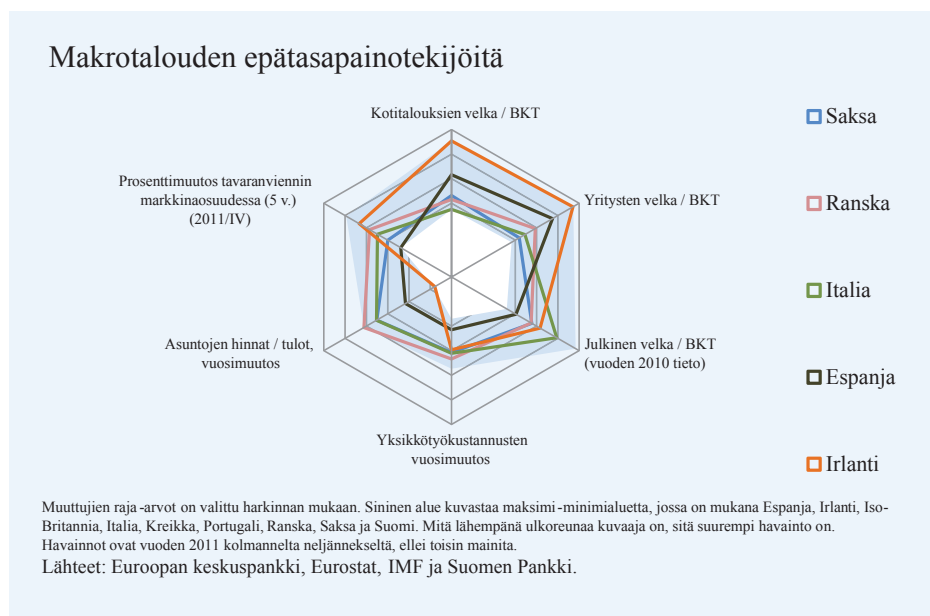
Vaikka velkataakan keventäminen hidastaa kasvua lyhyellä aikavälillä, se on korkean velkatason maissa välttämätöntä talouden pitkän aikavälin vakauden kannalta.

Taseiden sopeutus näkyy myös vientiluvuissa

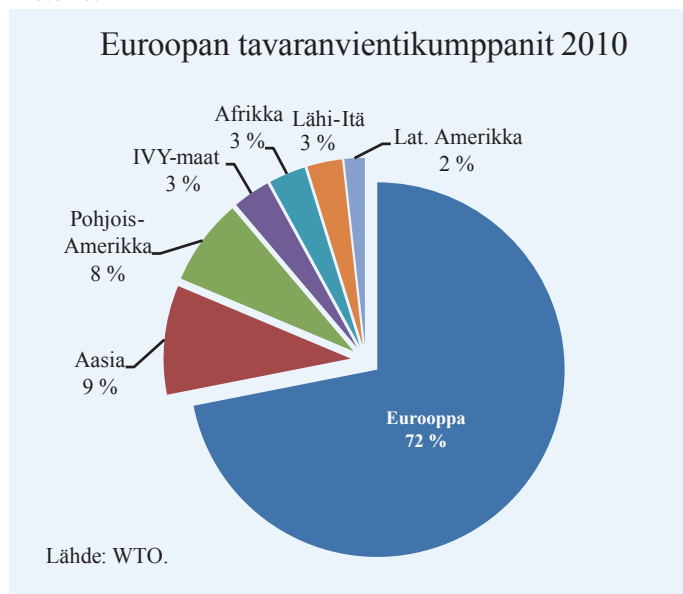
Erot euromaiden kilpailukyvn kehityksessä johtivat viime vuosikymmenellä mittaviin vaihtotaseiden epätasapainotiloihin. Vuodesta 2008 alkaen nämä epätasapainotilat ovat kaventuneet. Saksan ylijäämä on pienentynyt vuoden 2007 huippuluvuista. Velkakriisin myötä myös kriisimaiden alijäämien koheneminen on vauhdittunut, mutta tämä liittyy lähinnä kotimaisen kysynnän voimakkaaseen vähenemiseen pikemmin kuin kilpailukyvn korjautumiseen.

Eurooppa on menettänyt asemiaan vientimarkkinoilla kiihtyvään tahtiin.

Kuvio 17.



Kuvio 18.



Lukuun ottamatta itäisen Keski-Euroopan maita kaikki EU-maat ovat menettäneet viimeisen viiden vuoden aikana selvästi viennin markkinaosuuksia. Eniten niitä ovat menettäneet Iso-Britannia, Ranska, Italia ja Suomi. Osin viennin heikko kehitys liittyy Euroopan sisäisen kysynnän heikkoon kehitykseen. EU-maiden viennistä yli 70 % on EU:n sisäistä kauppaa. Siten kriisi-

talouksien kysynnän vaimeneminen välittyy vientivaikutusten kautta myös alueen vahvempiin talouksiin.

Tärkeältä osin markkinaosuuksien supistuminen selittyy kuitenkin Aasian maiden vahvan kauppamenestyksen ja Euroopan kilpailukyvyn heikentymisen kautta. Kehittyvien markkinoiden osuus maailmankaupasta on viime vuosina kasvanut merkittävästi suhteessa Eurooppaan ja Pohjois-Amerikkaan. Vuosina 2005–2010 Euroopan vuotuinen tavarantuonti kasvoi keskimäärin 5 %, kun kasvu Aasiassa oli 11 % ja Latinalaisessa Amerikassa 14 %.

Kilpailukykyyn vaikuttavat hintakehityksen kehityksen lisäksi rakenteelliset tekijät, kuten talouden kapasiteetti hyödyntää uusia vientimahdollisuuksia, ja resurssien allokointiin liittyvät tekijät. Euroopan maiden vientiosuuksien supistuminen kertoo kokonaisvaltaisesti kilpailukyvyn menetyksestä, joka heikentää talouskasvua ja lisää makrokauteen liittyviä riskejä etenkin voimakkaasti velkaantuneissa maissa.

Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Kaksijakoiset työmarkkinat kasaavat työllisyyden sopeutuspaineita nuoriin

Sekä julkisen että yksityisen sektorin velkatasojen sopeutuksen ja kilpailukyvyyn heikentymisen jälki näkyy talouksissa. Kotimainen kysyntä on vaimentunut ja työttömyys on lisääntynyt etenkin kriisiytyneissä maissa. Sektorikohtaiset sokit sekä työmarkkinoiden rakenteelliset muutokset ovat koskettaneet erityisesti nuoria, ja nuorisotyöttömyys on kasvanut ennätystasolle. Nuoret ovat työmarkkinoilla muita haavoittuvammassa asemassa ja toimivat helposti työvoimapuskurina yritysten sopeuttaessa työvoimaansa.

Nuorisotyöttömyyden lisääntyminen on ollut voimakasta velkakriisiin joutuneissa maissa, joissa työttömyyden kasvu on muutenkin ollut suurinta – esimerkiksi Espanja, Portugali ja Irlanti. Joissakin maissa nuorisotyöttömyyden lisääntyminen on kuitenkin ollut maltillista, ja Saksassa nuorisotyöttömyys on jopa vähentynyt kriisin aikana. Nuorten työmarkkina-aseman heikentymistä kuvaa myös se, että nuorten osuus työllisistä on pienentynyt. Tämä osuus on supistunut huomattavasti Irlannissa, Espanjassa ja Italiassa, joissa nuorisotyöttömyys on suurinta.

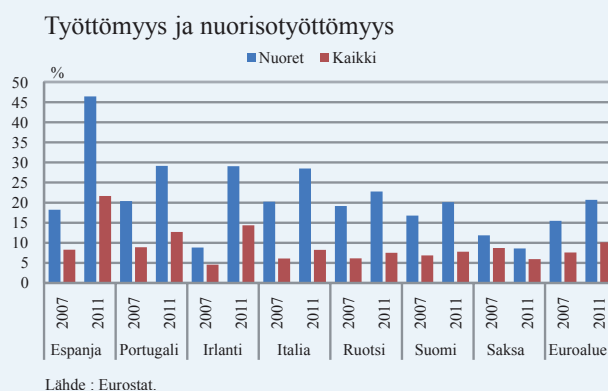
Kriisin sektorikohtaiset sokit kohdistuivat nuoriin

Kriisiä edeltäneellä sektorikohtaisella kehityksellä ja kriisin aikaisen sokkien luonteella on ollut

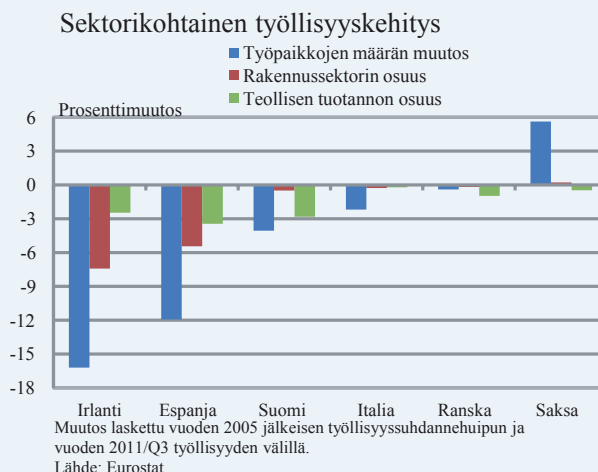
merkittävä vaikutus maiden väliin työllisyyskehityksen eroihin. Espanjassa ja Irlannissa ylikuumentunut rakennussektori romahti, mikä johti suuriin työpaikkojen menetyksiin. Työpaikkojen menetykset kohdistuivat erityisesti nuoriin, sillä näissä maissa rakennussektori työllisti erityisen runsaasti nuoria. Sen sijaan Saksassa ja Suomessa kii-

sin vaikutus näkyi ensisijaisesti vientisektorin kautta ja johti suhteellisesti pienempiin työllisyysvaikutuksiin. Toisin kuin rakennussektorilla, vientisektorin työllisyyden vähentyminen ei kohdistunut erityisesti nuoriin, sillä teollisuustuotannossa nuorten osuus työvoimasta on suunnilleen sama kuin heidän osuutensa koko työvoimasta.

Kuvio A.



Kuvio B.



Kriisin seurauksena työvoiman uudelleensijoittumisen tarve on kasvanut etenkin Espanjassa ja Irlannissa. Espanjassa rakennussektorilta on hävinnyt suhdannehuipun jälkeen 1,1 miljoonaa ja Irlannissa 160 000 työpaikkaa, ja kasvunäkymät alalla ovat heikot. Vapautuneen työvoiman kohdentuminen uudelleen kasvukykyisemmille sektoreille on hidasta. Tätä vaikeuttaa Espanjassa nuorten työttömien heikko koulutustaso, sillä nousukauden aikana nuoret jättivät koulutuksensa kesken siirtyäkseen rakennustyömaille töihin. Työvoiman uudelleenkohdentumispaineita on myös teollisuudessa. Kriisin vaikutusten lisäksi työllisten määrän trendi on ollut laskeva Euroopassa jo pidempään. EU27-alueelta on hävinnyt 5,8 miljoonaa teollisen tuotannon työpaikkaa vuoden 2000 jälkeen.

Pitkäkestoinen työmarkkinoiden heikkous ja työvoiman hidas uudelleenkohdentuminen kasvukykyisille sektoreille on haitallista niin työntekijöiden tuottavuuden kuin työn tarjonnan kannalta. Etenkin nuorten työpäntöksen menettämisellä on kauaskantoiset seuraukset. Pidemmällä aikavälillä nämä ovat maan kilpailukykyyn vaikuttavia tekijöitä, joihin voi vaikuttaa mm. työmarkkinainstituutioilla.

Kaksijakoiset työmarkkinat vaikeuttavat nuorten työmarkkina-asemaa

Monissa etenkin Manner-Euroopan maissa irtisanomissuoja koskee eri työntekijäryhmiä eri tavoin. Työmarkkinoiden joustavuutta on pyritty lisäämään, mutta uudistukset ovat keskittyneet lähinnä määräaikaisten sopimusten joustavampaan käyttöön. Näiden uudistusten läpivienti on

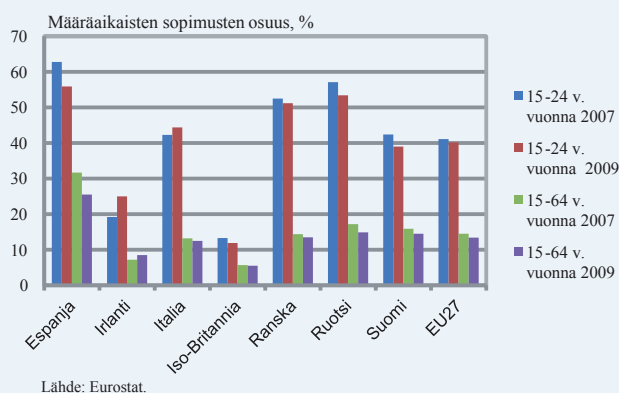
ollut poliittisesti helpompaa kuin jatkuvien työ sopimusten sääntösten muuttaminen (esim. irtisanomissuojan heikentäminen). Tämän seurauksena työmarkkinat ovat jakautuneet.

Työmarkkinoiden jakautuessa määräaikaisten sopimusten suhteellinen asema on heikentynyt. Erot etenkin määräaikaisten ja jatkuvien työ sopimusten irtisanomiskustannusten välillä ovat kasvaneet. Esimerkiksi erottaessaan pysyvässä työsuhteessa olevan henkilön työnantaja on Espanjassa velvollinen maksamaan tälle 45 päivän palkan jokaista työsuhteen vuotta kohti, kun määräaikaisessa työsuhteessa työskentelevälle joutuu maksamaan vastaavassa tilanteessa vain 8 päivän palkan vuotta kohti. Tosin Espanjassa on juuri ilmoitettu työmarkkinareformi, jossa pyritään hiukan purkamaan pysyvän työsuhteen suojaa.

Työmarkkinoiden kaksijakoisuudella on myös vaikutuksia sekä palkkaeroihin eri sopimustyyppien välillä että todennäköisyyteen siirtyä määräaikaisesta jatkuvaan työsuhteeseen. Määräaikaisten ja vakituisten sopimusten välisen eron kasvaessa käytetään määräaikaista sopimuksia aiempaa enemmän ja kynnys muuttaa määräaikainen sopimus jatkuvaksi on korkeampi. Espanjan lisäksi etenkin Italian, Ranskan sekä Ruotsin työmarkkinat

Kuvio C.

Ikäluokkien osuus määräaikaista työ sopimuksista



ovat jakautuneet. Näissä maissa myös nuorisotyöttömyys on huomattava.

Määräaikaaisuudet lisäävät nuorten epävarmuutta ja heikentävät tuottavuutta

Työmarkkinoiden kaksijakoisuutta korostava kehitys on vaikuttanut etenkin nuorten asemaan, sillä määräaikaiset työ sopimukset ovat yleisiä nuorten työsuhteissa. Ranskassa, Ruotsissa ja Espanjassa yli 50 % nuorten työ sopimuksista on määräaikaisia. Parhaimmillaan määräaikainen työ sopimus voi toimia nuorelle siltana vakituiseen työsuhteeseen. Kaksijakoisuus työmarkkinoilla on kuitenkin lisännyt työllisyyskoki en kohdentumista määräaikaisiin työntekijöihin ja sitä kautta myös nuoriin. Lähes kaikissa Manner-Euroopan maissa määräaikaisten sopimusten osuus on pienentynyt kriisin jälkeen.

Määräaikaisten sopimusten osuuden kasvu vaikuttaa talouden potentiaaliseen tuotantoon työvoiman tuottavuuden kasvun

kautta. Tuottavuuden heikompa kehitystä voidaan selittää sillä, että niin yritysten kuin työntekijöiden kannustimet panostaa määräaikaisten työntekijöiden koulutukseen ovat heikommat. Lisäksi määräaikaisilla työntekijöillä on heikompi motivaatio työskennellä. Heikompi koulutustaso puolestaan huonontaa inhimillisen pääoman laatua ja vaikuttaa siten tuottavuuteen kansantaloudessa.

Nykyisellään monien Euroopan maiden työmarkkinainstituutiot hidastavat talouden rakennemuutosta ja jarruttavat työntekijöiden siirtymistä sektorien välillä, millä on merkittävä vaikutus maiden kilpailukyyn. Etenkin Etelä-Euroopan maissa kaksijakoiset työmarkkinat ohjaavat sokit ja rakennemuutoksen kohdistumaan suhteettomasti nuoriin. Nuorisotyöttömyys aiheuttaa suuret yksityiset ja yhteiskunnalliset kustannukset. Kun nuoret jäävät määräaikaisten sopimusten loukkuun, lyhytkestoiset työpaikat eivät toimi ponnahduslautana pysyväm-

piin työsuhteisiin. Jos he jäävät pysyvämmiin työttömäksi työuran alkuvaiheessa, saattaa se jättää pitkälle työuraan ulottuvan varjon niin työllisyyden, tuottavuuden kuin palkkakehityksen kannalta. Pidemmällä aikavälillä nuorisotyöttömyyden pitkäkestoiset työllisyys- ja tuottavuusvaikutukset sekä nuorten syrjäytyminen heijastuvat myös talouden potentiaalisen tuotannon tasoon ja hyvinvointiin.

Julkisen talouden kannalta nuorisotyöttömyyden pidempiaikaiset kustannukset voivat kasvaa suuriksi, mikä voi edelleen vaikeuttaa julkisen talouden vakauttamista. Tulevaisuuden kilpailukyyn ja kasvun kannalta työmarkkinarakenteiden tulisi tukea, ei heikentää, nuorten asemaa työmarkkinoilla. Siten työmarkkinauudistukset, joilla lisätään työmarkkinoiden joustavuutta ilman kaksijakoisuuden lisäämistä, ovat kriittisiä talous- ja velka kriisissä painivassa Euroopassa.

Rahapolitiikan välittyminen ja velkaantuminen euroalueella

9.3.2012

Euroalueen kotitalous- ja yrityslainojen nimelliskorot olivat ennen vuoden 2008 rahoitusmarkkinakriisin kärjistymistä verrattain yhtenäisiä ja seurasivat läheisesti Euroopan keskuspankin ohjauskorkoja. Euroalueen velkaantumisessa on sen sijaan ollut suuria maakohtaisia eroja. Keskeinen velkaantumiseroja selittävä tekijä oli eräiden reunavaltioiden muita nopeampi inflaatiovauhti. Tämän vuoksi näissä maissa lainojen reaalkorot muodostuivat alhaisemmiksi kuin muualla ja velkaantumisen kasvu oli nopeaa.

Yritykset ja kotitaloudet velkaantuneet viime vuosikymmeninä

Kotitalouksien ja yritysten velkaantuminen on kasvanut nopeasti OECD-maissa 1980-luvulta lähtien. Tähän kehitykseen on nähty useita syitä, kuten rahamarkkinoiden liberalisointi, vakaa makrotaloudellinen kehitys, reaalkorkojen lasku sekä monien maiden velkaantumista suosiva verolainsäädäntö.¹ Myös keskuspankkien ohjauskorkojen suhteellisen matala taso uuden vuosituhannen alussa on mainittu yhtenä velkaantumista tukevana tekijänä.

Vuosina 1999–2011 yksityisen sektorin velat kasvoivat euroalueella keskimäärin noin 70 prosenttiyksikköä maiden bruttokansantuotteeseen suhteutettuna. Julkisen sektorin velkasuhde supistui vuosikymmenen alkupuolella mutta alkoi kasvaa voimakkaasti talouskriisin kärjistyttyä vuoden 2008 lopussa. Kaiken kaikkiaan yrityslainojen (pl. rahalaitokset) kasvu selittää kes-

kimäärin vajaan puolet, kotitalouslainojen kasvu runsaan kolmasosan ja julkisen sektorin velkojen kasvu viidenneksen euroalueen kokonaisvelkaantumisen lisääntymisestä vuosina 1999–2011² (taulukko 1).

Velkaantumiseen vaikuttaneista yhteisistä tekijöistä huolimatta maakohtaisissa velkaantumisvauhdeissa on ollut huomattavia eroja. Irlannissa ja Espanjassa kotitalouksien ja yritysten velkojen yhteenlaskettu BKT-osuus suureni noin 130 prosenttiyksikköä, mutta Saksassa vain 3 prosenttiyksikköä. Erot ovat suuria, kun otetaan huomioon, että euroalueen vähittäislainakorkojen taso on ollut suhteellisen yhtenäinen.

Pankkilainojen korkotasolla on keskeinen merkitys rahapolitiikan välittymisessä. Uusien asunto- ja yrityslainojen korot vaikuttavat kotitalouksien ja yritysten sijoitus- ja investointipäätöksiin. Näin on etenkin euroalueella, jossa yritysten rahoitus ja kotitalouksien varainhallinta ovat vielä suhteellisen pankkikeskeisiä verrattuna esim. anglosaksisiin maihin. Seuraavassa tarkastellaan lähemmin Euroopan keskuspankin rahapolitiikan välittymistä euroalueen pankkien myöntämiin uusiin asunto- ja yrityslainojen korkoihin sekä pyritään selvittämään lainojen korkotason yhteyttä maakohtaisiin velkaantumiseroihin. Tarkastelu keskittyy rahoitusmarkkinakriisiä edeltävään ajanjaksoon, johon valtaosa euroalueen yksityisen sektorin velkaantumisen kasvusta ajoittui.



Harri Hasko
neuvonantaja
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

¹ Esim. Cecchetti ym. (syyskuu 2010) The real effects of Debt. BIS WP No 352.

² Euroalueen 11 maan painottamaton keskiarvo.

Taulukko 1.

Euroalueen maiden lainakantojen muutokset vuodesta 1999 vuoden 2011 kolmanteen neljännekseen sekä kokonaislainakanta vuonna 2010

	Yksityinen ja julkinen velka / BKT A+B+C	Yksityinen velka / BKT A+B	Kotitalous- lainat / BKT A	Yrityslainat / BKT B	Julkinen velka / BKT* C	Yksityinen ja julkinen velka % BKT:stä 2010
	Muutos (pros. yks.)	Muutos (pros. yks.)	Muutos (pros. yks.)	Muutos (pros. yks.)	Muutos (pros. yks.)	
Irlanti**	193	130	68	63	63	381
Espanja	132	134	44	90	-1	280
Portugali	125	81	46	36	44	316
Kreikka**	105	64	44	20	42	269
Ranska	73	50	21	28	23	222
Belgia	66	84	11	72	-18	322
Suomi	65	63	32	31	3	206
Italia	59	54	26	29	5	240
Alankomaat	47	45	48	-3	2	273
Itävalta	42	37	10	27	5	215
Saksa	25	3	-10	13	22	205
Ka.***	85	68	31	37	17	266

* Julkinen velka / BKT vuosina 1999–2010.

** Kreikka ja Irlanti 2002/I–2011/III.

*** Painottamaton keskiarvo.

Lähde: Rahoitustilinpito.

Lainakorot verrattain yhtenäisiä
ennen finanssikriisiä

Euroalueen asuntolainat voidaan jakaa vaihtuva- ja kiinteäkorkoisiin. Edellisten viitekorot ovat korkeintaan vuoden pituisia, ja niiden tyypillisin viitekorko on 12 kuukauden euribor. Kiinteäkorkoisten asuntolainojen viitekorot ovat tätä pitempiä, useimmiten vähintään 5 vuoden pituisia. Vaihtuvat lainakorot ovat vallitsevia Portugalissa, Espanjassa, Suomessa, Kreikassa, Irlannissa, Itävallassa ja Italiassa. Kiinteät asuntolainakorot ovat yleisimpiä Saksassa, Ranskassa ja Belgiassa ja osin myös Alankomaissa.

Uusien vaihtuvakorkoisten asuntolainojen korot ovat seuranneet raha-

liitossa läheisesti 12 kuukauden euriborkorkoa (kuvio 1). Euriborkorot taas heijastavat pääosin EKP:n ohjauskoron tasoa ja markkinoiden odotuksia sen muutoksista. Näin EKP:n ohjauskoron ja vaihtuvien asuntolainalainakorkojen kehityksen välillä on läheinen yhteys. Kiinteät asuntolainakorot seuraavat puolestaan euroalueen pitkien, lähinnä 5–10 vuoden valtionlainakorkojen kehitystä. Pitkien valtionlainakorkojen ja EKP:n ohjauskoron välinen yhteys ei ole yhtä kiinteä kuin lyhyiden korkojen (kuvio 2). Pitkien korkojen kehitykseen vaikuttavat myös odotukset talouden pitemmän aikavälin kasvunäkymistä ja inflaatiokehityksestä. Pitkät korot ovat olleet vakaampia ja kes-

kimääriin korkeampia kuin lyhyet korot.

Valtaosa euroalueen pankkien myöntämistä uusista yrityslainoista on korkeintaan vuoden pituisia yli miljoonan euron lainoja. Niiden viitekorot voivat vaihdella periaatteessa yli yön-korosta 12 kuukauden markkina-korkoihin. Käytännössä uusien yrityslainojen korot seuraavat 12 kuukauden euriborkorkoa samaan tapaan kuin uusien vaihtuvakorkoisten asuntolainojen korot.

Euroalueen maiden väliset uusien asuntolainojen korkoerot supistuivat syksyllä 2008 ennen rahoitusmarkkina-kriisin kärjistymistä pienimmillään noin puoleen prosenttiyksikköön ja yrityslainojen runsaaseen prosenttiyksikköön.

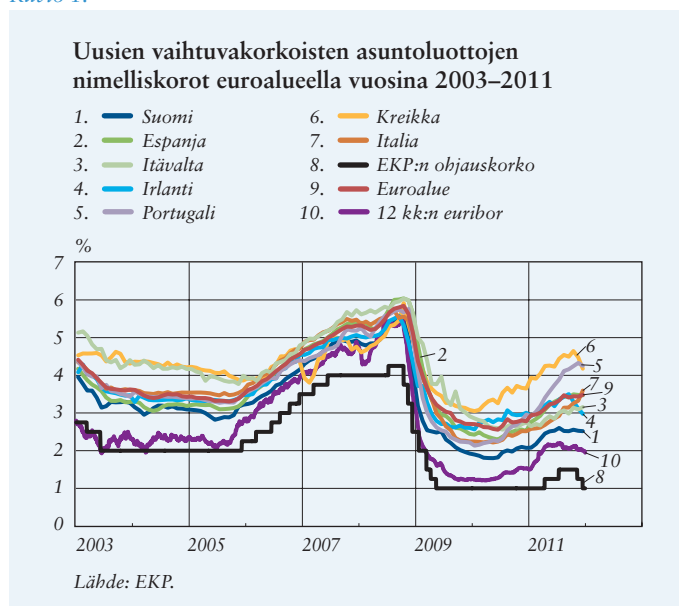
Euroalueen maiden velkaantumismuutoksissa suuria eroja

Euroalueen maiden yhdenmukaiset asunto- ja yrityslainojen korkotilastot alkavat vasta vuodesta 2003 (taulukko 2). Tämän vuoksi lainakorkojen ja lainamäärien keskinäistä yhteyttä koskeva tarkastelu käsittää ajanjakson, joka alkaa vuodesta 2003 ja päättyy vuoden 2008 kolmanteen neljännekseen, jonka jälkeen rahoitusmarkkina-kriisi kärjistyi nopeasti. Vertailussa rajoitutaan euroalueen ns. vanhoihin jäsenvaltioihin, koska uusien jäsenmaiden aikasarjat ovat liian lyhyitä mielekkääseen vertailuun.³

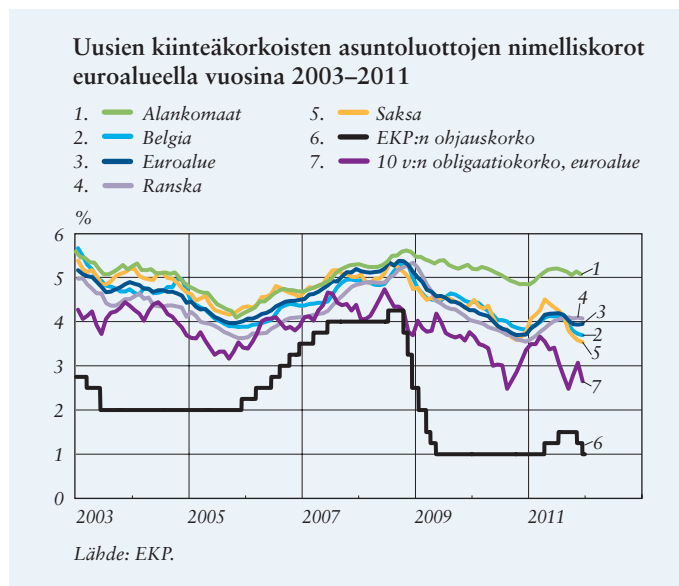
Kotitalouslainat ovat kasvaneet eniten ns. GPS-maissa eli Kreikassa, Irlannissa, Portugalissa ja Espanjassa, joissa tyypillisesti käytetään vaihtuvia

³ Luxemburg on myös jätetty pois vertailusta, koska sen aikasarjat ovat osittain puutteellisia.

Kuvio 1.



Kuvio 2.



asuntolainakorkoja. Näiden maiden kotitalouslainakantojen BKT-osuudet suurenevät vuodesta 2003 vuoden 2008 kolmanteen neljännekseen keskimäärin 35 prosenttiyksikköä, kun vastaava muutos kiinteitä asuntolainakorkoja

Taulukko 2.

Kotitalouslainakantojen BKT-osuuden muutos, asuntolainakorot, kuluttajahintainflaatio ja talouskasvu euroalueella vuodesta 2003 vuoden 2008 kolmanteen neljännekseen

	Kanta / BKT muutos, prosentti- yksikköä	Keskim. nimelliskorko, %	Keskim. YKHI **, %	Keskim. reaalikorko, %	Keskim. BKT:n kasvu, %
<i>Irlanti</i>	56	4,0	2,9	1,1	5,1
<i>Espanja</i>	31	4,0	3,3	0,7	3,5
<i>Kreikka</i>	29	4,4	3,4	1,0	4,4
<i>Portugali</i>	23	4,1	2,7	1,4	0,9
<i>Alankomaat</i>	21	4,6	1,7	2,9	2,0
<i>Suomi</i>	17	3,8	1,4	2,4	3,5
<i>Italia</i>	14	4,2	2,5	1,8	1,0
<i>Ranska</i>	13	4,3	2,2	2,1	1,8
<i>Euroalue</i>	11	4,2	2,3	1,8	1,9
<i>Belgia</i>	10	4,6	2,4	2,2	2,3
<i>Itävalta</i>	5	4,6	2,1	2,6	2,4
<i>Saksa</i>	-10	4,8	2,0	2,9	1,4
<i>GIPS-maat, vaihtuvat korot*</i>	35	4,1	3,1	1,0	3,5
<i>Muut maat, vaihtuvat korot*</i>	12	4,2	2,0	2,2	2,3
<i>Muut maat, kiinteät korot*</i>	9	4,6	2,1	2,5	1,9

* Luvut ovat ko. ajanjakson painottamattomia keskiarvoja.

** YKHI = euroalueen yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi.

Lähteet: Raboitustilinpito, EKP, Eurostat ja kirjoittajan laskelmat.

soveltavissa euromaissa (Saksa, Ranska, Belgia ja Alankomaat) oli vain 9 prosenttiyksikköä. Reunavaltioissa inflaatio oli nopeampi kuin muissa euroalueen maissa, mistä syystä näiden maiden uusien asuntolainojen toteutuneet reaalikorot (eli nimelliskorot vähennettynä vallinneella inflaatiolla) olivat keskimäärin lähes 1,5 prosenttiyksikköä matalammat kuin muissa euroalueen maissa. Kotitalouslainakannan kasvu oli yleensä sitä nopeampaa, mitä alhaisempi oli maan uusien asuntolainojen

reaalikorko.⁴ Sen sijaan maan asuntolainojen nimelliskorkotasolla ei näytä olevan yhtä suoraa yhteyttä kotitalouksien lainakannan kasvuvauhtiin. Lainakanta kasvoi kuitenkin hitaimmin kiinteäkorkoisia asuntolainoja soveltavissa maissa, joissa asuntolainojen nimelliskorot olivat keskimäärin noin puoli prosenttiyksikköä korkeampia kuin vaihtuvia lainakorkoja soveltavissa maissa.

⁴ Koska keskimäärin noin 70 % euroalueen kotitalouslainoista on asuntolainoja, seuraavassa oletetaan, että asuntolainakorot ovat riittävän edustavia kuvaamaan koko kotitalouslainakannan korkotasoa ja sen muutoksia.

Uusien asuntolainojen *reaalikorkojen* ja kotitalouksien lainakantojen keskinäisen yhteyden eli korrelaation tarkastelu osoittaa, että uusien asuntolainojen reaalikorkojen laskiessa kotitalouksien lainanotto on kasvanut ja päinvastoin (kuvio 3). Korrelaatio on noin 52 %. Jos kaavasta poikkeavat Suomi ja Alankomaat jätettäisiin tarkastelun ulkopuolelle, korrelaatio kasvaisi 70 prosenttiin eli verrattain suureksi. Voidaan sanoa, että euroalueen maiden reaalikorkotasojen eroilla on selvä yhteys maiden kotitalouslainakantojen muutokseen.

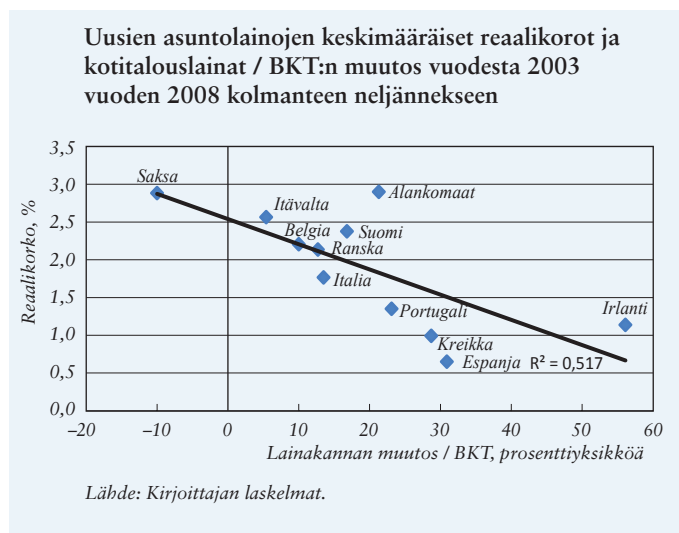
Vastaava yhteys vallitsee myös yrityslainoissa. Euroalueen maiden uusien vaihtuvakorkoisten yrityslainojen reaalikorkojen ja yrityslainakantojen muutoksen välinen korrelaatio on yli 0,5.⁵ Yrityslainojen määrä on kasvanut selvästi eniten Irlannissa, Espanjassa ja Belgiassa. Seuraavina ovat Portugalit ja Kreikka. Saksassa ja Alankomaissa yrityslainakannat supistuivat.

Reaalikorko keskeinen velkaantumiserojen selittäjä

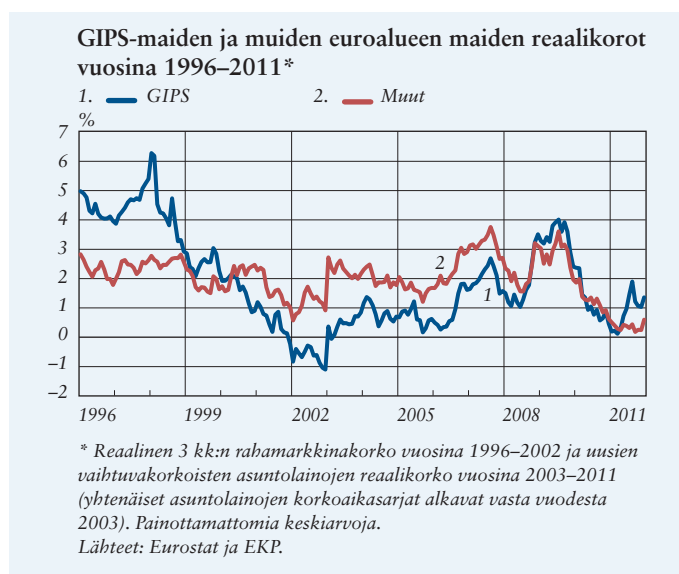
Tarkastelu osoittaa, että maiden reaalikorkoeroja selittävillä inflaatioeroilla on ollut keskeinen merkitys euroalueen kotitalouksien ja yritysten velkaantumisessa. Kun maiden inflaatiovauhdit lähentyivät rahaliitossa nimelliskorkoja hitaammin, nopean inflaation GIPS-maiden reaalikorot muodostuivat liian alhaisiksi niiden talouskehitykseen nähden. GIPS-maiden 3 kuukauden reaaliset *rahamarkkinakorot* olivat vielä

⁵ Yrityslainojen tarkastelussa on otettava huomioon, että rahoitustilinpidoon lainakäsite sisältää myös muiden kuin pankkien myöntämät lainat yrityksille. Suomessa pankkien osuus on ollut 70–80 %:n luokkaa.

Kuvio 3.



Kuvio 4.



rahaliiton perustamisen kynnyksellä keskimäärin noin 2 prosenttiyksikköä korkeammat kuin muissa rahaliittoon liittyneissä maissa (kuvio 4). Muutaman vuoden kuluttua ne olivat jo noin 2 prosenttiyksikköä matalampia kuin muissa euromaissa. Vastaavasti vuoden 2003 alussa GIPS-maiden uusien

asuntolainojen reaalkorot olivat keskimäärin noin 2,5 prosenttiyksikköä matalampia kuin muiden euromaiden.

Reunavaltioiden reaalkorkokuilu muihin euroalueen maihin nähden umpeutui vasta rahoitusmarkkina-kriisin aikana. Kevästä 2011 lähtien reunavaltioiden uusien asuntolainojen reaalkorot ovat olleet keskimäärin korkeammat kuin muiden euroalueen maiden korot. Reaalkorot ovat nousseet etenkin Kreikassa ja Irlannissa.

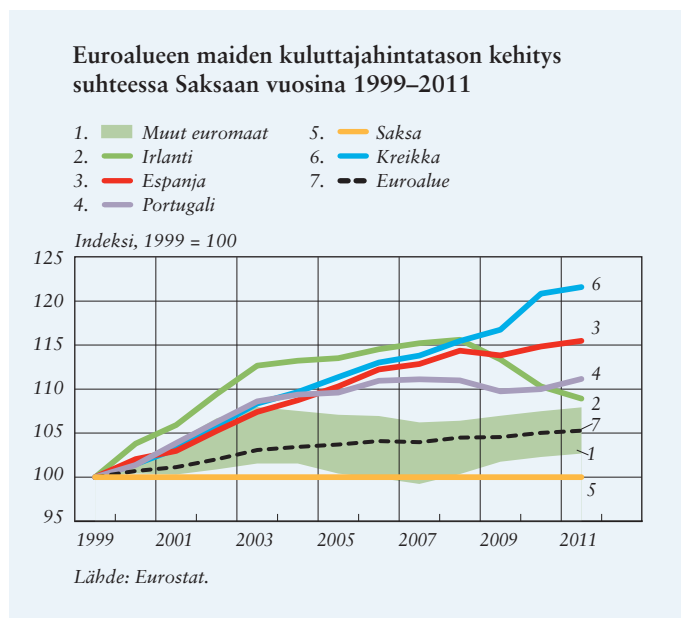
Vaikka GIPS-maiden noin 1–2 prosenttiyksikön inflaatioero muihin euroalueen maihin verrattuna voi tuntua pieneltä, pitkään jatkuneena sen vaikutus maiden hintatasoon ja kilpailukykyyn on ollut huomattava. Kun euroalueen maiden hintatasoa verrataan inflaatioltaan rahaliiton hitaimman maan eli Saksan hintatasoon (kuvio 5), havaitaan, että maiden hintataso nou-

sua kuvaava järjestys oli vuonna 2008 hyvin samankaltainen kuin kotitalouksien velkaantumismuutos (taulukko 2).⁶ Vuoteen 2008 mennessä hintataso oli noussut Irlannissa, Espanjassa ja Kreikassa noin 15 % vuodesta 1999. Näistä maista ainoastaan Irlanti on pystynyt taittamaan selvästi hinta- ja kustannustason nousun suhteessa muuhun euroalueeseen.

Talouden ylikuumenemisen hallinta haastavaa

Yksi keskeinen tekijä, joka voisi selittää etenkin Välimeren maiden muita euroalueen maita nopeamman hintojen nousun, on elintasoerojen kaventuminen. Jotta köyhemmät maat saavuttaisivat vauraampien elintason, tuottavuuden pitäisi kasvaa niissä nopeammin kuin vauraammissa maissa. Nopeampi tuottavuuden kasvu johtaa yleensä nopeampaan inflaatioon.⁷ Tämä ei kuitenkaan muodostu ongelmaksi, jos vientisektorin palkkakehitys pysyy tuottavuuden kasvun mukaisena. Välimeren maissa tuottavuuden kasvu on kuitenkin ollut hitaampaa ja palkkakustannusten nousu nopeampaa kuin muualla euroalueel-

Kuvio 5.



⁶ Muiden euromaiden järjestys oli Italia, Alankomaat, Belgia, Ranska, Itävalta, Suomi ja Saksa. Ainoastaan Suomen sijoitus hintatasoverailussa poikkeaa selvästi taulukon 2 järjestyksestä hyvin hitaan inflaation (ja sen vuoksi suhteellisen korkeiden reaalkorkojen) vuoksi.

⁷ Ilmiötä kutsutaan Balassa–Samuelson-efektiksi. Muita nopeampi hintojen nousu perustuu siihen, että suljetun sektorin palkat nousevat samaa tahtia kuin kilpailulle avoimen sektorin, vaikka suljetun sektorin tuottavuus ei kasva yhtä nopeasti.

la.⁸ Tämä on johtanut maiden hinta-
kilpailukyyn tuntuvaan heikkenemi-
seen ja markkinaosuuksien menetyksiin.

Nopean talouskasvun hallinta
ilman talouden ylikuumenemisen muka-
naan tuomia ylilyöntejä on osoittautu-
nut haastavaksi. Samanlaisia ongelmia
kuin reunavaltoilla on viime vuosina
ollut mm. Islannissa, Baltian maissa ja
1980- ja 1990-luvulla yleisemminkin
rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin
yhteydessä, myös meillä Suomessa.
Bernanken, Gertlerin ja Gilchristin
kehittämä ns. rahoituskiihdytinteoria
("financial accelerator") on yksi tunne-
tuimmista yrityksistä pyrkiä ymmärtä-
mään, miksi talouskasvun hallinnassa
ote niin usein kirpoo ja seurauksena
on syvä taantuma.⁹

Yksinkertaisimmillaan rahoitus-
kiihdytinteoriassa on kysymys siitä, että
lainoille annettujen vakuuksien arvojen
muutokset vaikuttavat myönnettyihin
lainamääriin ja sitä kautta talous-
kasvuun.¹⁰ Talouden nousuvaiheessa
varallisuuskohteiden, kuten asuntojen,
kiinteistöjen ja osakkeiden hinnat nou-
sevat (eli vakuuksien arvot kasvavat).
Tämä helpottaa lainansaantia ja kasvat-

taa lainojen kokoa. Myös tulo-odotukset
ovat optimistisia, minkä vuoksi koti-
taloudet ja yritykset ovat valmiita kas-
vattamaan velkaantumistaan ja lisäävät
kulutusta ja investointeja. Näin syntyy
kehä, jossa yritysten ja kotitalouksien
investoinnit kasvattavat tuotantoa, työl-
lisyyttä ja tuloja. Vahva tulonmuodostus
kiihdyttää asuntojen ja osakkeiden
kauppaa ja nostaa niiden hintoja entises-
tään jne. Jos nousukasi on pitkä, avaina-
loilla syntyy työvoimapulaa, palkkojen
nousu kiihtyy ja jossain vaiheessa maan
kilpailukyky alkaa tavallisesti rapautua.

Bernanke ym. uskovat, että kun
ylikuumeneminen on edennyt tarpeeksi
pitkälle, pienikin kielteinen "talous-
sokki" voi kääntää myönteisen kierteen
tuhoisaksi noidankehäksi. Koko maail-
maa kohdanneessa finanssikriisissä
investointipankki Lehman Brothersin
konkurssi muodostui tällaiseksi veden-
jakajaksi. Konkurssi synnytti paniikin
rahoitusmarkkinoilla ja suisti kehitty-
neet maat syvään pankkikriisin ja
taloustaantumaa noidankehään, josta
niiden on ollut vaikea irrottautua. Kun
vakuuksien arvot laskivat, pankit kirisi-
tivät lainanantoon. Tämä heikensi eri-
tyisesti pienten ja keskisuurten yritysten
rahoitusta, mutta myös kotitalouksien
lainansaantia. Kulutus ja investoinnit
supistuivat, työttömyys kasvoi ja asun-
not ja osakkeet halpenivat. Varallisuus-
kohteiden hintojen lasku heikensi pank-
kien vakavaraisuutta, ja luottotappioi-
den kasvu on syönyt niiden omia pää-
omia. Pankkeja kohtaan tunnettu epä-
luottamus on kasvattanut niiden oman
toiminnan rahoituskustannuksia, mikä
on kiristänyt luotonantoa entisestään
jne.

*Rahoituskiihdytin-
teorian mukaan
lainavakuuksien
arvojen muutokset
vaikuttavat
talouskasvuun.*

⁸ Maailmanpankin tuoreen raportin mukaan tuotta-
vuuden keskimääräinen vuosikasvu oli vuosina 2002–
2008 Espanjassa –0,5 %, Italiassa –0,6 % ja Portuga-
lissa –0,1 % sekä Kreikassa –2,0 % vuosina 2003–
2007. Muiden euromaiden tuottavuuden kasvuluvut
olivat vuosina 2002–2008 keskimäärin yhden prosen-
tin luokkaa (lammavuotina tuottavuus yleensä heikke-
nee). Ks. Indermit, G. ja Reiser, M. (2012) Golden
Growth: Restoring the Lustre of the European Eco-
nomic Model. World Bank Report.

⁹ Bernanke, B., Gertler, M. ja Gilchrist, S. (1996) The
Financial Accelerator and Flight to Quality. The
Review of Economics and Statistics, s. 1–15.

¹⁰ Vakuuksilla on tärkeä osa, koska lainan myöntäjällä
(esim. pankilla) ei ole samaa tietoa kotitalouden
velanmaksukyvyistä tai yrityksen investointihankkei-
den kannattavuudesta kuin näillä itsellään. Koska
tällaista tietoa on vaikea tai kallista hankkia, lainan-
antaja vaatii luotolle turvaavan vakuuden suojaksi
lainanottajan mahdollisen maksukyvyttömyyden
varalle.

Reunavaltioiden kannalta oli kohtalokasta, että inflaatiovauhti niissä pysyi nopeampana kuin muualla euroalueella lähes vuosikymmenen ajan.

Rahoituskiihdytinteorian mukaan lainakorot yhtenäistyvät talouden nousuvaiheessa, kun vakuusarvojen kasvassa lainanantoon liittyvä riski pienenee ja pankit voivat tinkiä marginaaleistaan. Laskusuhdanteessa korkoerot taas kasvavat, koska taantumassa lainanhakijoiden maksukykyyn kohdistuvat riskit vaihtelevat ja turvaavia vakuuksia on vaikeampi saada. Juuri näin on käynyt myös euroalueella viime vuosina (kuvio 1). Maakohtaiset uusien asuntolainakorkojen erot ovat kasvaneet kesän 2008 noin 0,5 prosenttiyksiköstä suurimmillaan noin 2 prosenttiyksikköön, ja ero EKP:n ohjauskorkoon vastaavasti vajaasta yhdestä prosenttiyksiköstä suurimmillaan yli 3 prosenttiyksikköön (Portugali ja Kreikka). Uusien yrityslainojen maakohtaiset korkoerot ovat kasvaneet kesän 2008 runsaasta prosenttiyksiköstä vuoden 2011 lopun 4,5 prosenttiyksikköön ja ero EKP:n ohjauskorkoon vastaavasti 1–2 prosenttiyksiköstä suurimmillaan noin 5,5 prosenttiyksikköön (Kreikka). Samalla rahapolitiikan välittyminen on heikentynyt, kun heikoimmassa asemassa olevien maiden lainakorot ovat nousseet eniten ja parhaimmassa kunnossa olevien maiden yritykset ja kotitaloudet saavat lainaa edullisemmin ehdoin.

Rahaliitossakin jokaisen maan on huolehdittava oman taloutensa tasapainosta

Euroopan yhdyttyessä pääomia ja investointeja on ohjautunut muita enemmän valtioihin, jotka tavoittelevat varakkaampien maiden elintasoa (catching up). Monissa maissa runsas pääomien tarjonta ja velkaantuminen

aiheuttivat talouskehityksen ylikuumenemisen, mikä purkautui syvänä taantumana kansainvälisen rahoitusmarkkinakriisin kärjistyttyä. Bernanken ym. rahoituskiihdytinteoria auttaa ymmärtämään, miksi tällaisissa oloissa talouskehitys usein kriisiytyy.

Euroalueella tähän kurimukseen suistuivat alueen nk. reunavaltiot, joissa pääomien runsaaseen tarjontaan vastasi poikkeuksellisen alhaisten reaalikorkojen kiihdyttämä voimakas lainojen kysyntä. Reunavaltioiden kannalta oli kohtalokasta, että niissä inflaatiovauhti pysyi – heikosta tuottavuuden kasvusta huolimatta – nopeampana kuin muualla euroalueella lähes vuosikymmenen ajan, aina rahoitusmarkkinakriisin kärjistymiseen asti. Esimerkiksi Espanjan ja Irlannin nopean talouskasvun hillitseminen olisi edellyttänyt nk. Taylor-korkosääntöön perustuvien laskelmien mukaan useita prosenttiyksiköjä toteutunutta korkeampaa rahapolitiikkakorkoa.¹¹ Tämä olisi pitänyt ottaa huomioon niillä talouspolitiikan lohkoilla, jotka ovat kansallisen päätöksenteon piirissä. Seyfriedin mukaan euroalueen rahapolitiikka on sen sijaan ollut pääpiirteissään sopivaa mm. Saksalle ja Ranskalle.

Miksi reunavaltioiden talouskehityksen epätasapainoon ei osattu puuttua ajoissa? Rahaliiton alkutaipaleella valitettavasti vierastettiin maakohtaista talouskehityksen tarkastelua ja puuttumista asioihin. Haluttiin korostaa, että

¹¹ Seyfried, W. (2010) Monetary policy and housing bubbles: a multinational perspective. Research in Business and Economics Journal, vol. 2, s. 1–21. Seyfriedin Taylor-sääntöön pohjautuvien laskelmien perusteella Espanjassa ja Irlannissa olisi tarvittu jopa 4–8 prosenttiyksikköä korkeampaa rahapolitiikkakorkoa.

rahaliitto muodostaa yhteisen talousalueen, jonka kehitystä on arvioitava koko alueen mittareilla. Poikkeuksen muodostivat vakaus- ja kasvusopimukseen sisältyvät maakohtaiset julkista taloutta koskevat velvoitteet. Nyt nähdään, että monien euromaiden finanssi politiikan olisi pitänyt olla huomattavasti toteutunutta kireämpää.

Voidaan kysyä, olisiko lähentymiskriteereissä pitänyt kiinnittää huomiota pitkien korkojen ja inflaation lähentymisen lisäksi myös lyhyiden rahamarkkinakorkojen lähentymiseen. Jos inflaation painaminen lähentymiskriteerin edellyttämälle tasolle edellytti poikkeuksellisen tiukkaa rahapolitiikkaa, oli ehkä odotettavissa, että korkotason yhdyttyessä inflaatiopaineet palaisivat jälleen. Reunavaltioissa lyhyet korot asettuivatkin samalle tasolle kuin muualla euroalueella vasta vuoden 1998 viimeisinä kuukausina, kun muissa rahaliittoon liittyneissä maissa rahamarkkinakorot olivat yhdyntyneet jo vuonna 1996. Reunavaltioiden inflaatioluvut painuivat samalle tasolle muiden maiden lukemien kanssa vain vuonna 1997. Tämä oli vuosi, jonka talouslukujen perusteella lähentymiskriteerien täyttymistä arvioitiin. Lähentymisen arviointi vain yhden vuoden lukujen perusteella antoi liian paljon pelivaraa tilapäistoimien käytölle tavoitteiden saavuttamiseksi. Näin Euroopan unionin perussopimuksen vaatimus lähentymisehtojen ”kestävästä toteutumisesta” jäi arvioimatta.

Euroopassa ja muuallakin on viime vuosina valmisteltu talouskehitykselle ennakkoarvoitusmittareita, jotta epätasapainoihin osattaisiin tarttua aikai-

sessä vaiheessa. Nämä koskevat mm. maan vaihtotasetta, ulkomaista velkaantumista, viennin markkinaosuuksia, yksikkötyökustannuksia, yksityistä luotonantoa ja velka-asteita, asuntojen hintakehitystä ja työttömyysastetta.

Talous- ja velkakriisin hoito Euroopassa on opettanut, että ennakkoarvoitusjärjestelmistä huolimatta jokaisen rahaliittoon liittyvän maan on viime kädessä itse huolehdittava hintavakautensa, kilpailukykynsä ja ulkoisen tasapainonsa säilymisestä sellaisella tasolla, että maa selviytyy rahaliitossa ja kansainvälisessä kilpailussa. Ulkopuolelta epätasapainoja on hyvin vaikeaa, ellei peräti mahdotonta, korjata. Talouskriisi on osoittanut, että näiden velvollisuuksien laiminlyönnillä voi olla kauaskantoisia heijastusvaikutuksia myös muihin euromaihin, minkä vuoksi tarve tiivistää talouspoliittista koordinaatiota on tullut entistä ilmeisemmäksi.

Asiasanat: rahapolitiikka, lainakorot, velkaantuminen

Euroalueen talouspoliittinen koordinaatio: mitä on tehty ja miksi?

9.3.2012

Viimeisen vuoden aikana Euroopan valtioiden päämiehet ja Euroopan parlamentti ovat sopineet monesta merkittävästä talouspolitiikan koordinaatiota tehostavasta uudistuksesta. Päätöksiä on ollut paljon, ja ne ovat seuranneet toisiaan nopeassa tahdissa. Tässä artikkelissa käydään läpi euroaluetta koskeva uudistettu talouspoliittisen yhteistyön kehikko ja esitetään, miten eri sopimukset nivoutuvat toisiinsa.

Euroalue on 13-vuotisen historian sa suurimmassa kriisissä. Kolme euro-maata, Kreikka, Irlanti ja Portugali, joutui vuosina 2010 ja 2011 turvautumaan EU:n ja IMF:n yhteiseen sopeutus- ja rahoitusohjelmaan markkinaehtoisen rahoituksen hinnan noustua ja käytyä lopulta mahdottomaksi. Vuoden 2011 jälkipuoliskolla markkinoiden luottamus heikentyi myös useisiin muihin euromaihin, erityisesti Italiaan ja Espanjaan. Kriisin syvimpinä hetkinä marraskuun jälkipuolella markkinat vaikuttivat kyseenalaistavan koko rahanliiton olemassaolon. Joulukuun huippukokouksen päätösten, Italian ja Espanjan hallitusten vakautustoimien ja euroalueen pankkien pitkäaikaisen maksuvalmiuden turvaavien eurojärjestelmän rahoitusoperaatioiden myötä tilanne markkinoilla on kuitenkin rauhoittunut.

Viime aikojen näkyvimmit talouspoliittiset päätökset euroalueella ovat liittyneet akuuttiin kriisinhallintaan: tarpeeseen saada aikaan kestävä ratkaisu Kreikan kriisiin, tarpeeseen saada padottua kriisin leviäminen uusiin maihin ja niiden pankkijärjestelmiin sekä tarpeeseen saada maiden julkisten talouksien velkaantuminen takaisin kestävälle uralle.

Samanaikaisesti koko unionin tasolla on tehty merkittäviä päätöksiä maiden välisen talouspoliittisen koordinaation tehostamiseksi. Päätöksiä on ollut paljon, ja ne ovat seuranneet toisiaan niin nopeassa tahdissa, että kokonaisuuden hahmottaminen on käynyt vaikeaksi. Tässä artikkelissa käydään läpi euroaluetta koskeva uudistettu talouspoliittisen yhteistyön kehikko ja esitetään, miten eri sopimukset nivoutuvat toisiinsa.

Lissabonin sopimus luo perustan yhteistyölle

Lissabonin sopimuksena tunnettu Euroopan unionin perussopimuksen uusin versio luo perustan Euroopan unionin ja euroalueen jäsenmaiden talouspoliittiselle yhteistyölle. Yhteistyön pääosapuolet ovat jäsenvaltioiden talous- ja valtiovarainministereistä koostuvat Ecofin-neuvosto (euromaiden osalta euroryhmä; jatkossa ”neuvosto”) sekä Euroopan komissio (jatkossa ”komissio”). Muita toimijoita ovat EU-maiden päämiehistä koostuva Eurooppa-neuvosto ja Euroopan parlamentti.

Lissabonin sopimuksen mukaan talouspolitiikan koordinaatioon liittyvissä kysymyksissä päätäntävalta on neuvostolla, joka päättää määräenemmistöllä (ilman arvion kohteena olevan maan edustajaa) komission esityksen hyväksymisestä. Määräenemmistöllä tarkoitetaan vähintään 55:tä prosenttia kokoukseen osallistuvista ja jäsenvaltioita edustavista neuvoston jäsenistä, joiden yhteenlaskettu väestö on vähintään 65 % kokoukseen osallistuvien valtioiden väestöstä.

Tärkeimmät euroalueen maiden talouspoliittisen yhteistyön yleisperiaat-



*Samu Kurri
toimistopäällikkö
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*

teita rajaavat säännöt löytyvät Lissabonin sopimuksen artikloista 121, 126 ja 136 (kuvio 1).

Artiklassa 121 määritellään jäsenvaltioiden talouspoliittisen yhteistyön yleisperiaatteet. Talouspolitiikan todetaan olevan yhteistä etua koskeva asia, joka vaatii yhteensovittamista. Jäsenmaiden ja unionin talouspolitiikan yhteensovittamisen työkaluna käytetään ns. laajoja suuntaviivoja. Käytännössä tämä tarkoittaa, että neuvosto valvoo komission raporttien pohjalta yksittäisen jäsenvaltion talouspolitiikkaa suhteessa sovittuihin tavoitteisiin ja periaatteisiin. Jos neuvosto toteaa, että maan taloudenpito poikkeaa tavoitteista tai että se voi vaarantaa talous- ja rahaliiton moitteetoman toiminnan, komissio voi artiklan mukaan antaa jäsenmaalle varoituksen.

Artiklassa 126 jäsenvaltioita kehoitetaan välttämään liiallisia julkistalouden alijäämiä. Arviointiperusteina ovat julkinen alijäämä ja julkinen velka. Jos jäsenvaltio ei täytä jommankumman tai kummankaan arviointiperusteen mukaisia vaatimuksia tai jos jäsenvaltiolla on liiallisen alijäämän vaara, komissio laatii asiasta kertomuksen. Päätöksen liiallisen alijäämän menettelyn käynnistämisestä tekee neuvosto komission ehdotuksen pohjalta. Jos neuvosto toteaa liiallisen alijäämän olevan olemassa, jäsenmaalle annetaan suositukset korjata tilanne määräjän kuluessa. Jos maa ei noudata suosituksia, näiden noudattamista voidaan tehostaa asteittain kiristyvien toimenpiteiden avulla. Ankarimmillaan toimenpiteet ovat artiklan mukaan koroton talletus ja sakko.

Artikla 136 on uusi. Sitä ei ollut Lissabonin sopimusta edeltäneissä

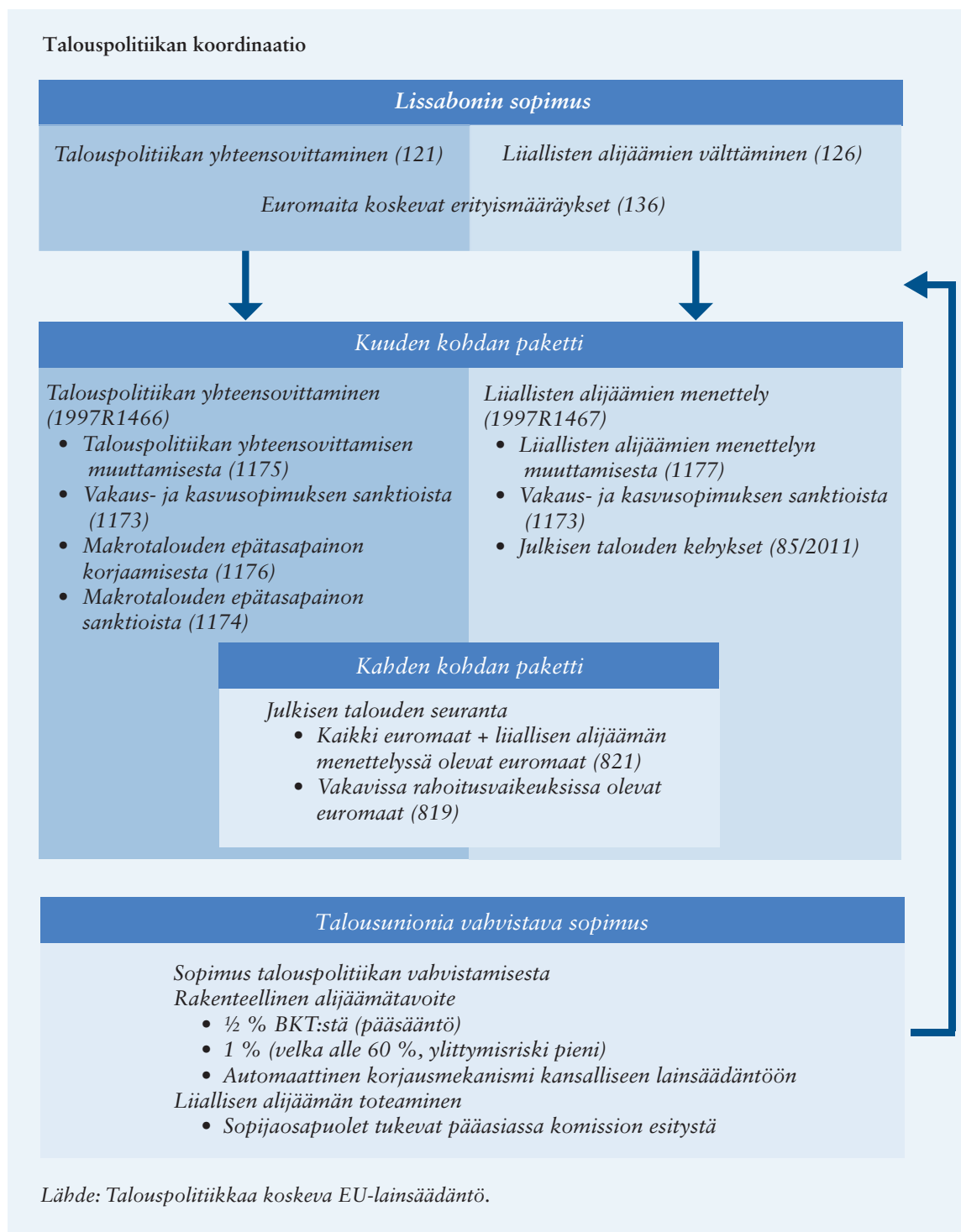
perussopimuksen versioissa. Artiklassa annetaan euroa valuuttanaan käytettävälle maille mahdollisuus sopia, että artikloja 121 ja 126 sovelletaan muita EU-maita tiukemmin.

Lissabonin sopimuksen sanamuodot ovat varsin yleisiä – kyseessä on yleisperiaatteet asettava sopimus, jota voi verrata kansallisvaltion perustuslakiin. Tarkemmat ohjeet annetaan direktiiveinä (lainsäädäntöohje) ja asetuksina. Esimerkiksi julkisen talouden alijäämän viitearvot määritellään erillisessä liiallisia alijäämiä koskevasta menettelystä tehdyssä perussopimuksen pöytäkirjassa. Perussopimuksessa annetaankin Euroopan parlamentille ja neuvostolle oikeus antaa yksityiskohtaisemmat säännöt artiklojen 121 ja 126 soveltamisesta. Artiklan 121 osalta menettely perustuu tavanomaiseen neuvoston ja Euroopan parlamentin lainsäädäntöjärjestykseen, mutta artiklan 126 muuttaminen vaatii yksimielisyyttä.

Kuuden kohdan lainsäädäntöpakettilla täsmennetään Lissabonin sopimusta

Kuuden kohdan lainsäädäntöpaketti (ns. six-pack) tuli voimaan 13. joulukuuta 2011. Sen avulla täsmennetään Lissabonin sopimuksen artiklojen 121 ja 126 tulkintaa (kuvio 1). Viiden asetuksen ja yhden direktiivin avulla selkeytetään vakaus- ja kasvusopimusta, nopeutetaan sen täytäntöönpanoa, helpotetaan sääntöjen rikkomisesta seuraavista rangaistuksista päättämistä sekä luodaan uusi makrotaloudellisen epätasapainon ehkäisemisen kehikko koko kansantalouden tasapainoisen kehityksen tukemiseksi.

Kuvio 1.



Vakaus- ja kasvusopimuksen tehostaminen

Lainsäädäntöpaketin ehkä eniten huomiota saanut osio liittyy vakaus- ja kasvusopimuksen uusittuun versioon. Vastuullisen finanssipolitiikan tukemiseen tähtäävän vakaus- ja kasvusopimuksen ensimmäinen versio tuli voimaan vuonna 1997. Siinä täsmennettiin perussopimuksen artiklan 126 mukaiseksi julkisen talouden liiallisen alijäämän vajekriteeriksi 3 % ja velkakriteeriksi 60 % bruttokansantuotteesta ja tarkennettiin sopimuksen noudattamatta jättämisestä seuraavia rangaistuksia.

Vakaus- ja kasvusopimus on synnyttään saakka jakautunut kahteen osaan. Ennalta ehkäisevän osan avulla pyritään huolehtimaan siitä, että maan julkisen talouden tavoitteet ovat kestävä taloudenpidon mukaisia. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että maa omaksuu julkisen talouden keskipitkän aikavälin tavoitteeksi (Medium Term Objective, MTO) lähellä tasapainoa olevan rahoitusaseman. Ennalta ehkäisevän osan oikeusperuste on perussopimuksen artikla 121. Korjaavan osan avulla pyritään tunnistamaan liiallinen alijäämä ja ohjaamaan jäsenvaltio toteuttamaan tarvittavat korjaavat toimenpiteet. Sen oikeusperustana on perussopimuksen artikla 126.

Jo 2000-luvun alkuvuosina kävi ilmi, että jäsenmailta puuttui riittävä poliittinen tahto vakaus- ja kasvusopimuksen täytäntöönpanoon. Saksan ja Ranskan 3 prosentin kriteerin ylittävät vajeet eivät johtaneet päätökseen liiallisen alijäämän olemassaolosta. Kreikan ja Portugalin tapauksessa prosessit saatiin aloitettua, mutta ne eivät johtaneet

sanktioihin. Komission tuolloinen puheenjohtaja Romano Prodi totesi lokakuussa 2002 vakaus- ja kasvusopimuksen joustamattoman ja ahdasmielisen täytäntöönpanon olevan typerää. Sopimusta muutettiin maaliskuussa 2005 Eurooppa-neuvoston päätöksellä enemmän harkinnanvaraa sisältävään suuntaan. Euroopan keskuspankki ilmaisi jo tuolloin huolestumisensa muutoksen suhteen.

Joulukuussa 2011 voimaan tullessa vakaus- ja kasvusopimuksen kolmannessa versiossa sopimuksen sitovuutta on uudelleen tiukennettu. Vaikka liiallisen julkisen talouden alijäämäsuhteen 3 prosentin rajan rikkoutumiseen liittyy edelleenkin harkinnanvaraa poikkeuksellisten olosuhteiden varalle, julkisen velkasuhteen 60 prosentin raja on otettu konkreettiseksi osaksi vajekriteerin arviointia. Jos maan julkinen velka ylittää tämän kriteerin, myös alijäämäkriteeri tiukentuu 1/20 velkarajan ylittävstä määrästä. Jos esimerkiksi maan julkinen velkasuhde on 80 %, eli 20 prosenttiyksikköä sallittua suurempi, alijäämäsuhteen minimiarvo olisi –3 prosentin sijasta –2 %.

Myös prosessien läpimenoaikoja on kiristetty konkreettisin aikarajoin ja äänestysmenettelyjä on tiukennettu erityisesti rangaistuksista päätettäessä. Paljon huomiota saanut käänteinen määränemistöäänestys on käytössä lähinnä vain rangaistuksista päätettäessä. Siinä komission esitys jää voimaan, ellei määränemistö neuvostosta äänestä sitä vastaan. Lissabonin sopimuksen kirjausten mukaisesti itse ongelman olemassaolon toteamiseen liittyvässä päätöksenteossa noudetaan pääosin normaalia määränemmis-

Joulukuussa 2011 voimaan tullessa vakaus- ja kasvusopimuksen kolmannessa versiossa sen sitovuutta on taas tiukennettu.

tömenettelyä. Tällöin komission esityksen läpimeno edellyttää, että määräenemmis- tö neuvostosta puoltaa sitä.

Talouspolitiikan yhteensovittaminen

Kukin jäsenvaltio ilmoittaa julkisen talouden rahoitusasemaa koskevan keskipitkän aikavälin tavoitteensa (Medium Term Objective, MTO) rakenteellisena eli niin, että siitä on poistettu suhdanne- ja tilapäistekijöiden vaikutukset (taulukko 1). Tavoitteen tarkoituksena on huolehtia siitä, että maan julkinen talous on kestävällä uralla ja että maalle jää riittävästi marginaalia, jotta normaalissa suhdannetaantumassa elvyttävä politiikka on mahdollista 3 prosentin alijäämätavoitetta rikko-

matta. Tavoitetta laadittaessa otetaan huomioon mm. maan julkisen talouden herkkyys kansantalouden häiriöille, ikärakenteen tuomat paineet julkisen talouden kestävyydelle ja olemassa oleva julkisen talouden velkasuhde.

Vakaushjelmassa euromaa esittää keskipitkän aikavälin tavoitteen ja sopeutusuran tavoitteen saavuttamiseksi. Sopeutusuran tarkoituksenmukaisuuden arvioinnin lähtökohtana on ½ prosenttiyksikön vuotuinen kohennus rakenteellisessa vajesuhteessa. Lisäksi julkisen talouden menot eivät pääsääntöisesti saa kasvaa bruttokansantuotteen potentiaalista kasvuvauhtia nopeammin eli julkisten menojen BKT-suhde ei saa suurentua.

Taulukko 1.

Euromaiden keskipitkän aikavälin tavoitteet ja Euroopan komission syksyn 2011 ennusteet

	Tavoite	Rakenteellinen vaje Ennuste				Vaje Ennuste			
		2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
<i>Belgia</i>	0,5	-3,3	-3,0	-4,0	-4,0	-4,1	-3,6	-4,6	-4,5
<i>Saksa</i>	-0,5	-2,4	-1,3	-0,7	-0,4	-4,3	-1,3	-1,0	-0,7
<i>Viro</i>	> 0,0	-0,1	-0,2	-0,5	-0,9	0,2	0,8	-1,8	-0,8
<i>Irlanti</i>	[-0,5, 0,0]	-9,7	-9,1	-8,3	-8,1	-31,3	-10,3	-8,6	-7,8
<i>Kreikka</i>	0,0	-9,0	-5,0	-2,9	-3,4	-10,6	-8,9	-7,0	-6,8
<i>Espanja</i>	> 0,0	-7,0	-4,9	-4,2	-4,3	-9,3	-6,6	-5,9	-5,3
<i>Ranska</i>	0,0	-5,7	-4,7	-4,0	-3,9	-7,1	-5,8	-5,3	-5,1
<i>Italia</i>	0,0	-3,5	-3,1	-1,3	-0,5	-4,6	-4,0	-2,3	-1,2
<i>Kypros</i>	0,0	-5,7	-5,9	-4,2	-4,2	-5,3	-6,7	-4,9	-4,7
<i>Luxemburg</i>	0,5	0,3	0,5	0,0	-0,2	-1,1	-0,6	-1,1	-0,9
<i>Malta</i>	0,0	-4,3	-3,1	-3,5	-3,8	-3,6	-3,0	-3,5	-3,6
<i>Alankomaat</i>	> -0,5	-3,5	-3,2	-1,8	-1,4	-5,1	-4,3	-3,1	-2,7
<i>Itävalta</i>	0,0	-3,2	-3,1	-2,7	-2,8	-4,4	-3,4	-3,1	-2,9
<i>Portugali</i>	-0,5	-9,6	-6,9	-2,5	-1,8	-9,8	-5,8	-4,5	-3,2
<i>Slovenia</i>	0,0	-3,9	-3,0	-3,8	-4,7	-5,8	-5,7	-5,3	-5,7
<i>Slovakia</i>	0,0	-7,5	-4,9	-4,5	-4,6	-7,7	-5,8	-4,9	-5,0
<i>Suomi</i>	0,5	-0,5	0,1	0,3	0,1	-2,5	-1,0	-0,7	-0,7

Lähteet: Maiden vakaushjelmat ja Euroopan komission syysennuste.

Jos jäsenmaan havaitaan poikenneen merkittävästi sopeutusurasta, komissio antaa maalle ennakkoarvioituksen (kuvion 2A ensimmäinen tarkistuspiste). Neuvosto tarkastelee tilannetta kuukauden kuluessa ennakkoarvioituksen antamisesta ja päättää komission esityksestä suositeltavista korjaustoimista (kuvion 2A toinen tarkistuspiste). Jos maa ei määräajan puitteissa toteuta suosituksia, komissio suosittelee neuvostolle, että tämä hyväksyy määräenemmistöllä päätöksen, että tuloksellisia toimia ei ole toteutettu (kuvion 2A kolmas tarkistuspiste). Jos neuvosto hylkää esityksen, komissio voi kuukauden kuluttua tuoda esityksen uudelleen neuvoston päätettäväksi. Esitys jää voimaan, jollei neuvosto yksinkertaisella enemmistöllä sitä hylkää. Neuvoston päätettyä, että maa ei ole ryhtynyt riittäviin toimiin, voidaan määrätä, että rangaistukseksi maan on tehtävä komissiolle korollinen talletus, joka on suuruudeltaan 0,2 % maan BKT:stä. Rangaistus tulee voimaan, ellei neuvosto määräenemmistöllä kaada esitystä (kuvion 2A sanktio-osuus).

Liiallisten alijäämien menettely

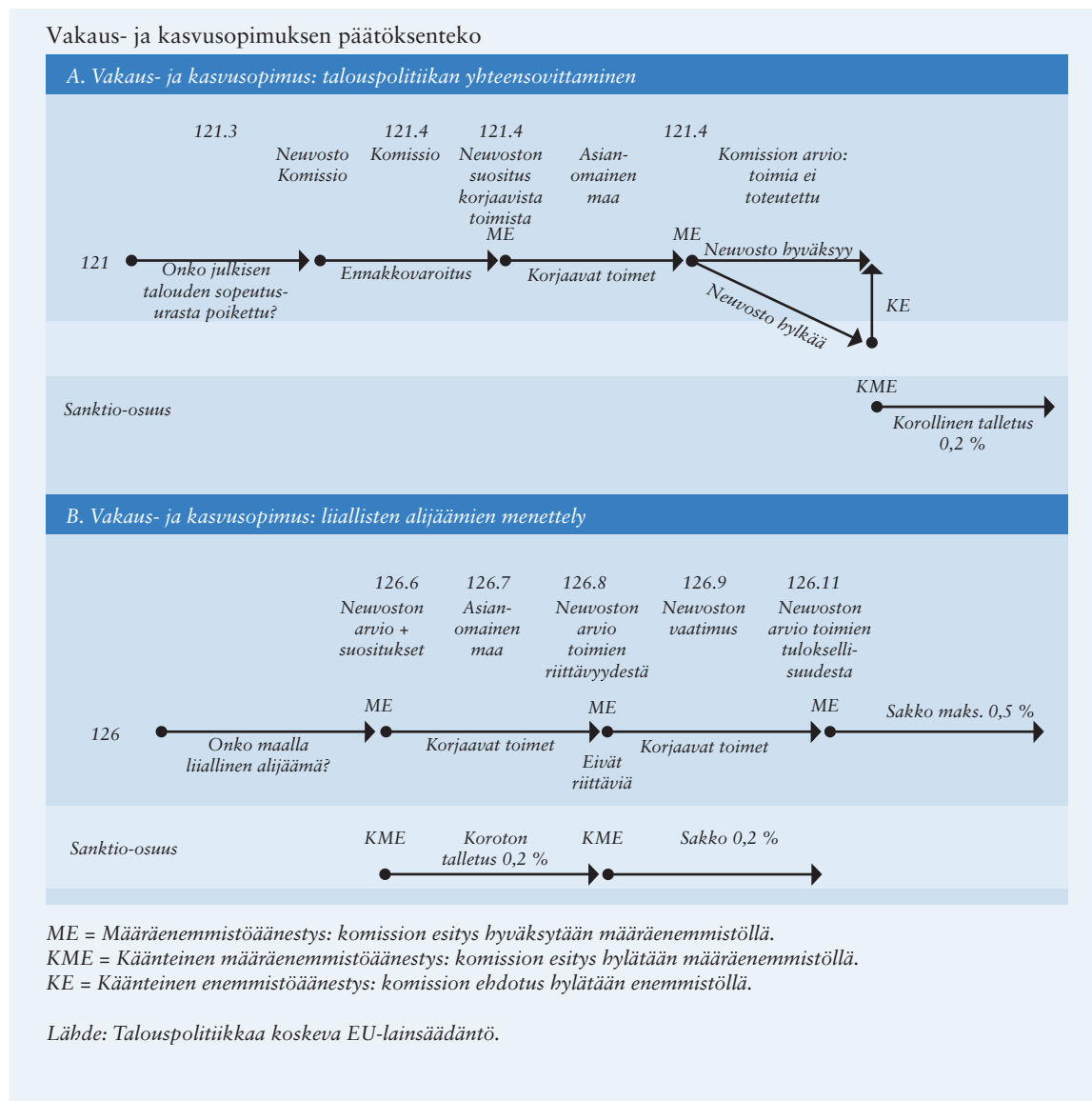
Jos neuvosto komission esityksestä päättää, että jäsenvaltiolla on liiallinen alijäämä, eli maan julkisen sektorin vaje ylittää 3 % BKT:stä ja/tai julkisen sektorin velka 60 % BKT:stä, asianomaisen maan on määräajan kuluessa toteutettava tuloksellisia toimia (kuvion 2B ensimmäinen tarkistuspiste). Jos maa on joutunut tekemään korollisen talletuksen jo ennalta ehkäisevän osan perusteella tai

jos ”finanssipoliittisia velvoitteita on laiminlyöty erityisen vakavasti”, se voidaan velvoittaa tekemään koroton talletus, joka on suuruudeltaan 0,2 % BKT:stä (tai olemassa oleva korollinen talletus muutetaan korottomaksi). Päätös talletuksesta tehdään komission esityksestä käänteisellä määräenemmistöllä (kuvion 2 sanktio-osuuden ensimmäinen tarkistuspiste).

Neuvosto arvioi korjaavien toimien riittävyyden määräajan päätyttyä jäsenmaan raportin perusteella. Vähimmäis-suorituksena pidetään ½ prosenttiyksikön rakenteellisen vajesuhteen kohennusta vuodessa. Jos neuvosto toteaa, että toimet eivät ole olleet riittäviä, se vaatii maata toteuttamaan esittämiään alijäämää pienentäviä toimenpiteitä (kuvion 2B toinen tarkistuspiste). Vaatimusta voidaan tehostaa sakolla, joka on suuruudeltaan 0,2 % BKT:stä (2B sanktio-osuuden toinen tarkistuspiste). Sakosta päätetään käänteisellä määräenemmistöllä ja se maksetaan Euroopan rahoitusvakaussäilyneelle tai myöhemmin Euroopan vakaussäilyneille.

Jos neuvosto uuden määräajan kuluttua arvioi, että vaadittuja toimenpiteitä ei ole toteutettu, se voi määrätä asianomaiselle maalle lisärangaistuksen (kuvion 2B kolmas tarkistuspiste). Pääasiallisena rangaistuksena on sakko, joka koostuu 0,2 prosentin kiinteästä osasta ja sen lisäksi laskettavasta muuttuvasta osasta. Yhteensä yksittäiset sakot voivat olla korkeintaan 0,5 % maan BKT:stä. Muuttuvan osan mukainen lisäsakko voidaan määrätä vuosittain niin kauan, kunnes päätös liiallisen alijäämän olemassaolosta on kumottu.

Kuvio 2.



Makrotaloudellisen epätasapainon ehkäisy ja korjaaminen

Vaikka perussopimuksen artikla 121 tarjoaa mahdollisuuden jäsenvaltion kansantalouden kehityksen laajamittaiseen seurantaan, jäi sen soveltaminen ennen finanssi- ja talouskriisiä hyvin vähäiselle huomiolle. Yksi kriisin tärkeimpiä opetuksia on ollut, että

julkinen talous on korkeintaan yhtä vahva kuin koko kansantalous. Jos julkisen talouden rahoitus on rakentunut kiinteistökuplan tai kotimaisen kysynnän kestäättömän kasvun varaan, se on kuplan puhjetessa vakavissa vaikeuksissa. Esimerkkejä tällaisesta kehityksestä ovat olleet Irlanti ja Espanja.

Kuuden lain paketissa kaksi asetusta suuntaa kriisin opetusten mukaisesti huomion makrotalouden epätasapainojen ehkäisemiseen ja korjaamiseen. Epätasapainon määritellään tarkoittavan ”mitä tahansa sellaiseen makrotalouden kehitykseen johtavaa suuntausta, joka vaikuttaa tai voi vaikuttaa kielteisesti jäsenvaltion talouden, talous- ja rahaliiton tai koko unionin moitteettomaan toimintaan”. Tämä käsite vastaa ajatuksellisesti julkisen talouden alijäämän ennalta ehkäisevää osaa.

Astetta vakavampi käsite on liiallinen epätasapaino, joka tarkoittaa ”vakavaa epätasapainoa, [...] joka vaarantaa tai uhkaa vaarantaa talous- ja rahaliiton moitteettoman toiminnan”. Ajatuksellisesti tätä voi verrata liiallisen alijäämän käsitteeseen.

Epätasapainon havaitseminen perustuu ns. tulostaulussa määriteltyihin makrotalouden indikaattorien hälytysarvoihin, joiden rikkoutuminen käynnistää tarkemman analyysin. Komission esityksen pohjalta neuvosto päättää mahdollisen ongelman olemassaolosta, sen vakavuudesta ja korjaustoimenpiteiden tarpeellisuudesta. Tällä hetkellä tulostaulussa on 10 sisäisen ja ulkoisen epätasapainon indikaattoria (taulukko 2).

Jos komissio päättyy siihen, että jäsenvaltiossa on epätasapaino, neuvosto voi komission suosituksesta kehottaa jäsenvaltiota korjaamaan tilanteen. Suosituksia tarkastellaan vuosittain ns. eurooppalaisen ohjausjakson yhteydessä (kuvio 3A).

Jos komissio sen sijaan päättyy siihen, että jäsenvaltiossa on liiallinen epätasapaino, neuvosto voi komission

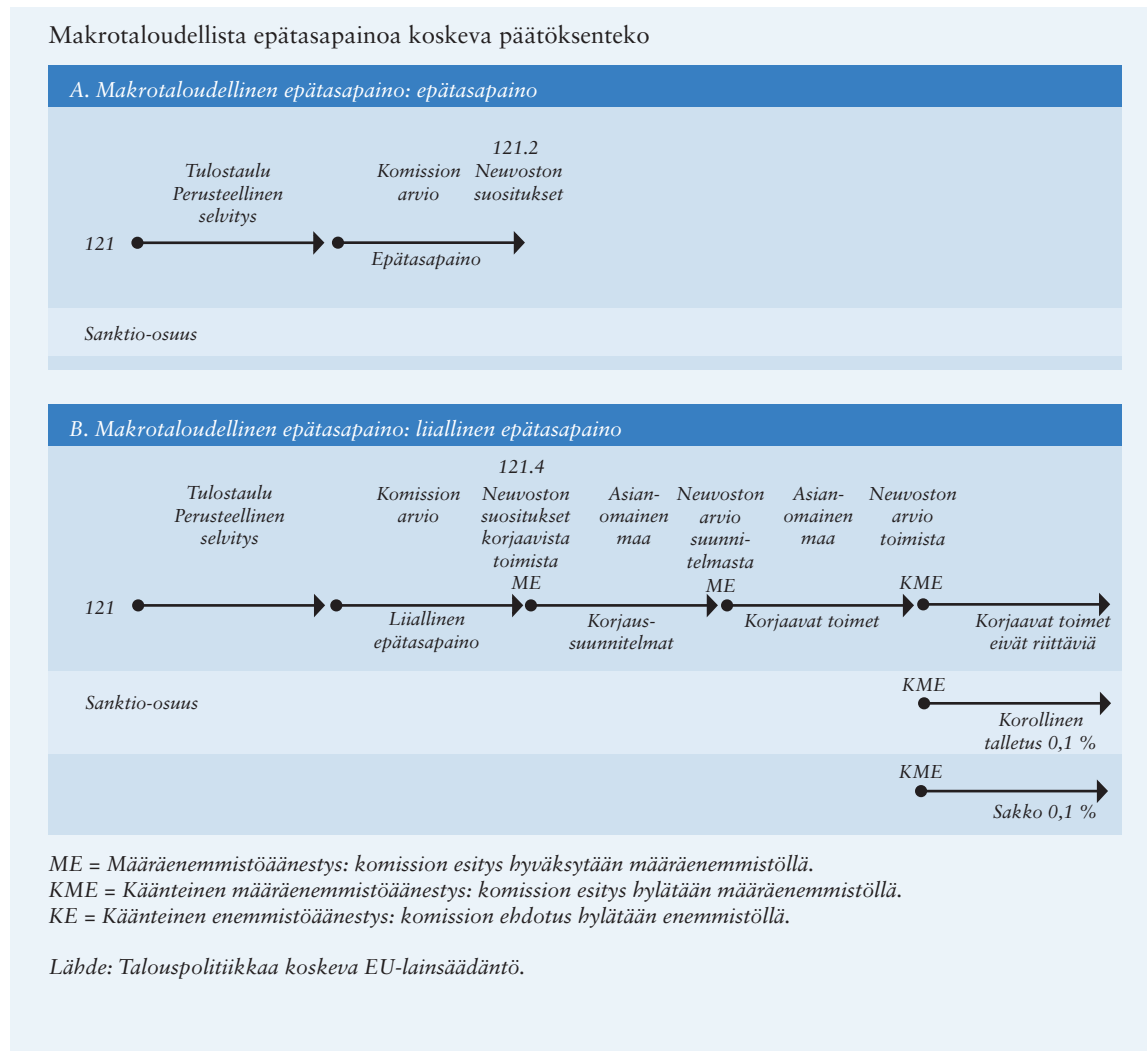
suosituksesta antaa jäsenvaltiolle suosituksen korjaavista toimenpiteistä (kuvion 3B toinen tarkistuspiste). Suosituksessa määritetään politiikkatoimet, joita on noudatettava, sekä määräaika, jonka kuluessa jäsenvaltion on toimitettava korjaussuunnitelma. Neuvosto arvioi korjaussuunnitelman komission suosituksesta määräajan kuluessa sen esittämisestä. Jos suunnitelman arvioidaan olevan riittävä, toimenpiteet ja aikataulut vahvistetaan. Jos suunnitelma sen sijaan arvioidaan riittämättömäksi, jäsenvaltion on toimitettava uusi suunnitelma lähtökohtaisesti kahden kuukauden kuluessa (kuvion 3 kolmas tarkistuspiste).

Neuvosto arvioi komission kertomuksen perusteella, onko asianomainen maa toteuttanut suositellut toimenpiteet. Jos neuvosto komission suosituksesta päättää, että korjaavia toimenpiteitä ei ole tehty, se antaa uuden suosituksen määräaikoineen (kuvion 3B neljäs tarkistuspiste). Päätös tulee voimaan, jos neuvosto ei määränemistöllä kaada komission esitystä. Lisäksi maalle voidaan määrätä rangaistukseksi korollinen talletus, joka on suuruudeltaan 0,1 % BKT:stä, tai prosessin pitkittyessä vastaavan suuruinen sakko (kuvion 3B sanktio-osuus).

Kahdella asetuksella vahvistetaan kuuden lain pakettia, hallitusten välisellä sopimuksella vahvistetaan koko vakaus- ja kasvusopimusta

Kuuden kohdan lainsäädännön mukaisen julkisen talouden seurannan tehostamiseksi edelleen komissio antoi 23. marraskuuta 2011 kaksi esitystä kokonaisuutta täydentäviksi asetuksiksi (ns.

Kuvio 3.



two-pack). Niiden sisältö liittyy pääasiassa euromaiden julkisen talouden tilan ennakkointiin ja seurantaan. Esitykset voidaan jakaa 1) kaikkia euromaita koskeviin, 2) niitä euromaita koskeviin, jotka ovat joutuneet tai joita uhkaa joutuminen liiallisen alijäämän menettelyyn, sekä 3) niitä euromaita koskeviin, jotka ovat vakavissa rahoitusvaikeuksissa tai sen uhan alla. Asetusten velvoitteet kiristyvät maan (potentiaalisten) ongelmien syventyessä. Asetukset

ovat tätä kirjoitettaessa vielä neuvotte-lujen alla ja voivat siksi muuttua jossain määrin.

Kaikkia euromaita koskevat osat asetuksista liittyvät pääosin keskipitkän aikavälin finanssipoliittisten suunnitelmien ja seuraavaa vuotta koskevien talousarviosuunnitelmien aikatauluihin ja sisältövaatimuksiin. Jos komissio ei esimerkiksi ole tyytyväinen talousarviosuunnitelman mukaiseen vajetavoitteiden korjaantumiseen, se voi vaatia maa-

ta toimittamaan korjatun esityksen. Liiallisen alijäämän menettelyssä olevalta maalta vaadittavan tiedon määrä ja tietojen toimitustiheys kasvavat. Maalle voidaan jopa tehdä tilintarkastus ja maan tilastotietojen oikeellisuuden arviointi komission tilastoviranomaisen Eurostatin toimesta. Jos jäsenvaltio on joutunut tai sitä uhkaa joutuminen vakaviin rahoitusvaikeuksiin, sen velvoitteet kasvavat entisestään. Jos maa joutuu turvautumaan ulkopuoliseen rahoitusapuun (ERVV, EVM, IMF), sille on laadittava sopeutusohjelma, jolla varmistetaan maan kyky maksaa annettu rahoitusapu takaisin.

Kaiken tämän uuden lainsäädännön jälkeenkin jäsenvaltioiden talouksien negatiivisten ulkoisvaikutusten ehkäisy- ja korjaamisprosessien tehostamiseen on jäänyt merkittävä puute: päättäminen itse ongelman olemassaolosta. Tältä osin äänestysmenettelyt on säädetty perussopimuksessa. Liiallinen alijäämä on artiklan 126 mukaan olemassa, jos neuvosto komission esityksestä niin määräenemmistöllä päättää. Artiklan 121 mukaan julkisen alijäämän ennalta ehkäisevän osan tai liiallisen epätasapainon olemassaolo todetaan vastaavalla tavalla.

Koska unionin perussopimusta täydentävä toissijainen lainsäädäntö ei voi olla ristiriidassa perussopimuksen kanssa, ongelmaa ei ole mahdollista korjata unionitasoisen lainsäädännön avulla perussopimusta muuttamatta. Tästä syystä asiaa ollaan korjaamassa hallitusten välisen sopimuksen avulla. Ns. talousunionia vahvistavan sopimuksen mukaan euroa valuuttanaan käyttävät osapuolet sitoutuvat äänestä-

mään liiallisen alijäämän menettelyssä komission esityksen mukaisesti, paitsi jos määräenemmistö on esitystä vastaan. Sopimuksen mukaan käänteinen määräenemmistöäänestys tulisi tosiasialliseksi äänestyskäytännöksi koko liiallisen alijäämän menettelyssä. Sopimus allekirjoitettiin maaliskuun alun EU-huippukokouksessa.

Talousunionia vahvistavassa sopimuksessa on herättänyt paljon huomiota sopijaosapuolien sitoutuminen pääasiassa ½ prosentin rakenteelliseen vajetavoitteeseen¹ ja lisäämään kansalliseen lainsäädäntöön säännöt, joilla tavoite saavutetaan. Lakien asianmukaisuuden arvioi Euroopan unionin tuomioistuin, jos jokin sopijaosapuolista tekee sille kantelun. On huomionarvoista, että ½ prosentin rakenteellisen alijäämän tavoite ei itsessään ole yhdelekään maalle kiristys nykytavoitteisiin verrattuna (taulukko 1). Ei myöskään ole ilmeistä, että tavoitteen saavuttamisen varmistava lainsäädäntö kiristää tilannetta nykyisestä: julkisen talouden alijäämän ennalta ehkäisevässä osassa on jo esitetty tätä koskevat periaatteet.

Unionitasoisten tavoitteiden sääntely unionin lainsäädännön ulkopuolisen sopimuksen avulla on monella tapaa epätäydellinen ratkaisu. Erityisesti sopimuksen sitovuus mahdollisten riitapöytästen sattuessa on unionirakenteisiin tukeutuvia sopimuksia epävarmempi. Sopimusosapuolet asettavatkin tavoitteekseen saada sopimus osaksi EULainsäädäntöä viiden vuoden kuluessa.

¹ Maalla, jonka julkinen velkasuhde on selvästi alle 60 % ja riski, että arvo rikkoutuu, on pieni, tavoitteenä voi olla korkeintaan 1 prosentin rakenteellinen alijäämä.

Taulukko 2.

Tulostaulu

Ulkoinen epätasapaino ja kilpailukyky					
Indikaattori	Vaihtotase, 3 vuoden keskiarvo, % BKT:stä	Ulkomainen nettovarallisuus- asema, % BKT:stä	Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi, prosenttimuutos 3 vuoden ajanjaksolla, YKH:n deflaattorit suhteessa 35 teollisuusmaahan (a)	Viennin markkina- osuus, prosentti- muutos 5 vuoden ajanjaksolla	Nimelliset yksikkö-työkustannukset, prosenttimuutos 3 vuoden ajan- jaksolla (b)
Kynnysarvo- jen ohjeelli- set rajat	+6/-4 %	+35 %, alakvartiili	Euroalue +/-5 %, euroalueen ala- ja yläkvartiilit +/- euroalueen keskihajonta	-6 %, alakvartiili	Euroalue +9 %, yläkvartiili euro- alue 3 peruspistettä
Kynnysarvo- jen laskenta- ajanjakso	1970-2007	Ensimmäinen vuosi, jolta tietoja saatavissa (1990-luvun puoli- väli) - 2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007
Muut talouspoliit- tisiin päätel- miin vaikut- tavat indi- kaattorit	Nettoluotonanto/ -otto ulkomaihin nähden (pääomata- se + vaihtotase, % BKT:stä)	Ulkomainen netto- velka, % BKT:stä	Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi- muuhun euroaluee- seen nähden	Tavaraviennin volyymiin perustu- va viennin markki- naosuus; työn tuottavuus; koko- naistuottavuuden trendikasvu	Nimelliset yksikkö-työkustannukset (muutos 1, 5 ja 10 vuoden aikana); efektiiviset yksikkö-työkustannukset muuhun euro- alueeseen nähden, muut tuottavuus- indikaattorit
Sisäinen epätasapaino					
Indikaattori	Asuntojen reaali- hinnat, prosentti- muutos edellisvuot- tista (c)	Yksityisen sektorin luottojen kasvu, % BKT:stä (d), (e)	Yksityisen sektorin velka, % BKT:stä (d), (e)	Julkisyhteisöjen velka, % BKT:stä (f)	Työttömyysaste, 3 vuoden keski- arvo
Kynnysarvo- jen ohjeelli- set rajat	+6 %, yläkvartiili	+15 %, yläkvartiili	+15 %, yläkvartiili	+ 60 %	+10 %
Kynnysarvo- jen laskenta- ajanjakso		1995-2007	1994-2007		1994-2007
Muut talouspoliit- tisiin päätel- miin vaikut- tavat indi- kaattorit	Asuntojen reaali- hinnat (muutos 3 vuoden aikana); asuntojen nimelli- hinnat (muutos 1 ja 3 vuoden aika- na), asuinrakenta- minen	Konsolidoimatto- man rahoitussektori- n rahoitusvelko- jen muutosten indi- kaattori, velkara- hoituksen ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen suhde/ velkaantumisaste	Konsolidoituihin tietoihin perustuva yksityisen sektorin velka		
Huom. (a) EU:n kauppakumppaneiden osalta YKHI, EU:n ulkopuolisten kauppakumppaneiden osalta YKH:n metodolo- giikka vastaava KHI. (b) Nimelliskustannukset työntekijää kohden suhteessa BKT:n määrään työntekijää kohden. (c) Asuntojen hintojen muutos suhteessa Eurostatin kulutusdeflaattoriin. (d) Yksityinen sektori käsittää yritykset, kotitalou- det ja kotitalouksia palvelevat voittoja tavoittelemattomat yhteisöt. (e) Lainojen ja muiden arvopapereiden kuin osakkei- den summa; velat, konsolidoimattomina. (f) Julkisen talouden kestävyys ei arvioida makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä, koska se kuuluu vakaus- ja kasvusopimuksen piiriin. Indikaattori on kuitenkin osa tulostaulua, koska julkisen sektorin velkaantuneisuus vaikuttaa koko maan velkaantuneisuuteen ja siten maan haavoittuvaisuuteen.					

Pelissäntöjen tiukentaminen ja aiempaa helpompi rangaistusten säätäminen eivät aukottomasti takaa, että nykyisenkaltainen kriisi ei voisi enää toistua.

Pelissäännöt tiukentuvat

Euroopan unionin tasolla on tehty paljon työtä talouspolitiikan koordinaation tehostamiseksi. Tähänastisten päätösten perusteella maat vastaavat edelleen pääosin itsenäisesti talouspolitiikastaan (rahopolitiikkaa lukuun ottamatta). Uusin ja uudistetuin säännöin luodaan kuitenkin selvästi aiempaa tiukemmat yhteiset pelissäännöt, joiden mukaan yksittäisten jäsenmaiden on talouspolitiikkaansa harjoitettava. Kriisi on osoittanut, että yhteisen rahan oloissa yhden maan huonolla talouspolitiikalla on negatiivisia ulkoisvaikutuksia myös muiden maiden tilanteeseen.

Pelissäntöjen tiukentaminen ja aiempaa helpompi rangaistusten säätäminen eivät aukottomasti takaa, että nykyisenkaltainen kriisi ei voisi enää toistua. Ne ovat kuitenkin askel oikeaan suuntaan: jotta rahaliitto voi toimia, maiden pitää kunnioittaa yhteisiä pelissäntöjä. Ulkoa asetetut säännöt eivät kuitenkaan viime kädessä johda mihinkään, jos tavoitteisiin ja niitä tukeviin sääntöihin ei sitouduta kansallaisella tasolla.

Uusien talouspolitiikan sääntöjen pitävyyttä on nyt vuodenvaihteessa arvioitu ensimmäistä kertaa. Tammi-kuun alkupuolella komissio julkisti tiedotteen uudistetun liiallisen alijäämän menettelyn soveltamisesta. Harkinnan alla oli Belgian, Kyproksen, Malta, Puolan ja Unkarin alijäämäkriteerien noudattaminen. Komission arvion mukaan euromaat ja Puola olivat tehneet riittäviä toimenpiteitä ja komissio voi siten tyytyä seuraamaan toimien tehoamista. Sen sijaan Unkarin tapauksessa komissio tulee esittämään liiallisen alijään

olemassaolon toteamista. Lisäksi uuden makrotalouden epätasapainon seurantakehikon mukaisesti on käynnistetty 12:ta EU-maata (myös Suomea) koskeva komission tarkempi analyysi mahdollisten ongelmien selvittämiseksi. Nämä meneillään olevat tapaukset antavat ensimmäisen todellisen näytön uuden kehikon toimivuudesta.

Asiasanat: talouspoliittinen koordinaatio, Lissabonin sopimus, kuuden kohdan lainsäädäntöpaketti, talousunionia vahvistava sopimus

Lähteet

Euroopan unioni (2010) Euroopan unionista tehdyn sopimuksen ja Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen konsolidoidut toisinnot (Lissabonin sopimus).

Neuvoston asetus (1466/97) julkisyhteisöjen rahoitusaseman sekä talouspolitiikan valvonnan ja yhteensovittamisen tehostamisesta.

Neuvoston asetus (1175/2011) julkisyhteisöjen rahoitusaseman sekä talouspolitiikan valvonnan ja yhteensovittamisen tehostamisesta annetun neuvoston asetuksen (EY) N:o 1466/97 muuttamisesta.

Neuvoston asetus (1173/2011) julkisen talouden valvonnan tehokkaasta täytäntöönpanosta euroalueella.

Neuvoston asetus (1467/97) liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn täytäntöönpanon nopeuttamisesta ja selkeyttämisestä.

Neuvoston asetus (1177/2011) liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn täytäntöönpanon nopeuttamisesta ja selkeyttämisestä annetun asetuksen (EY) N:o 1467/97 muuttamisesta.

Neuvoston asetus (1176/2011) makrotalouden epätasapainon ennalta ehkäisemisestä ja korjaamisesta.

Neuvoston asetus (1174/2011) täytäntöönpanotoimista liiallisen makrotalouden epätasapainon korjaamiseksi euroalueella.

Neuvoston direktiivi (2011/85/EU) jäsenvaltioiden julkisen talouden kehyksiä koskevista vaatimuksista.

Neuvoston asetusehdotus (2011/821) alustavien talousarviosuunnitelmien seuranta ja arviointia sekä euroalueen jäsenvaltioiden liiallisen alijäämän tilanteen korjaamisen varmistamista koskevista yhteisistä säännöksistä.

Neuvoston asetusehdotus (2011/819) rahoitusvakautensa osalta vakavissa vaikeuksissa olevien tai vakavien vaikeuksien uhasta kärsivien jäsenvaltioiden talouden ja julkisen talouden valvonnan tiukentamisesta euroalueella.

Eurooppa-neuvosto (2011) Sopimus talous- ja rahaliiton vakaudesta, yhteensovittamisesta sekä ohjauksesta ja hallinnasta. Viimeistelty versio 31.1.2011

Rahapolitiikan määrällinen keventäminen

21.2.2012

Vuosien 2007–2009 aikana useat keskuspankit laskivat ohjauskorkojaan voimakkaasti torjuessaan deflaatiota eli hintojen laaja-alaista laskua ja tukeakseen reaali-talouden kehitystä. Korkojen laskettua lähelle nollassa keskuspankit turvautui-
vat epätavanomaisiin politiikkatoimen-
piteisiin. Näitä epätavanomaisia toimia
ovat olleet mm. pitkäaikainen sitoutumi-
nen alhaisiin korkoihin, keskuspankin
taseen kasvattaminen lisäämällä keskus-
pankkirahaa talouteen (ns. määrällinen
keventäminen) ja keskuspankin taseen
rakenteen muuttaminen esimerkiksi osta-
malla pitkäaikaisia velkapapereita ja myy-
mällä lyhytaikaisia. Tässä artikkelissa
keskitytään tarkastelemaan määrällisen
keventämisen rahapolitiikkaa ja siitä saa-
tuja kokemuksia.

Keskuspankit toteuttavat rahapolitiik-
kaa ja ohjaavat korkoja pääasiassa ns.
takaisinosto eli repo-operaatioiden
avulla. Tällöin ne hankkivat (ostavat ja
sopivat myyvänsä takaisin) liikepankeil-
ta esimerkiksi valtion joukkovelkakirja-
lainoja ennalta sovituksi ajaksi. Liike-
pankkien lainaaman ja takaisin makse-
tun rahasumman erotus vastaa keskus-
pankin politiikkakorkoa, ja kohteena
oleva joukkovelkakirjalaina toimii ope-
raatiossa vakuutena. Rahapolitiikkaa
voidaan harjoittaa repo-operaatioiden
lisäksi myös myymällä tai ostamalla
pysyvästi joukkovelkakirjalainoja (tai
muuta arvopapereita). Esimerkiksi
Yhdysvaltojen Federal Reserve (Fed)
toimii näin korkotavoitteensa saavutta-
miseksi. Kun ostettavaa määrää kasva-
tetaan yli tavanomaisen korko-ohjauk-
sen edellyttämän tason, puhutaan ns.

määrällisen keventämisen politiikasta
(Quantitative Easing, QE).

Määrällinen keventäminen vaikut-
taa talouteen pääosin pitkien korkojen
kautta, mikä pohjautuu kolmeen kes-
keiseen vaikutuskanavaan. Ensimmäi-
nen ja ehkä eniten tutkimuskirjallisuu-
dessa tutkittu vaikutuskanava on ns.
portfoliovaikutuksen¹ kautta tuleva
pitkäaikaisten velkapapereiden hintoja
nostava vaikutus. Se pienentää lyhyiden
ja pitkien korkojen välistä riskilisää.
Toiseksi jo pelkästään ilmoitus määräl-
lisestä keventämisestä lisää velkapape-
reiden kysyntää ja niiden likviditeettiä
kriisitilanteessa, jossa markkinoiden
heikentynyt likviditeetti on kasvattanut
tuottovaatimusta. Tämän kanavan
kautta erityisesti vähiten likvidien
velkakirjojen tuotot pienenevät. Kol-
manneksi ilmoitus määrällisestä keven-
tämisestä osoittaa keskuspankin sitou-
tuneen keveään rahapolitiikkaan ja hei-
kentää siten odotuksia ohjauskoron
tulevasta kehityksestä. Tämä puolestaan
laskee pitkiä korkoja (jos inflaation ei
odoteta nopeutuvan).

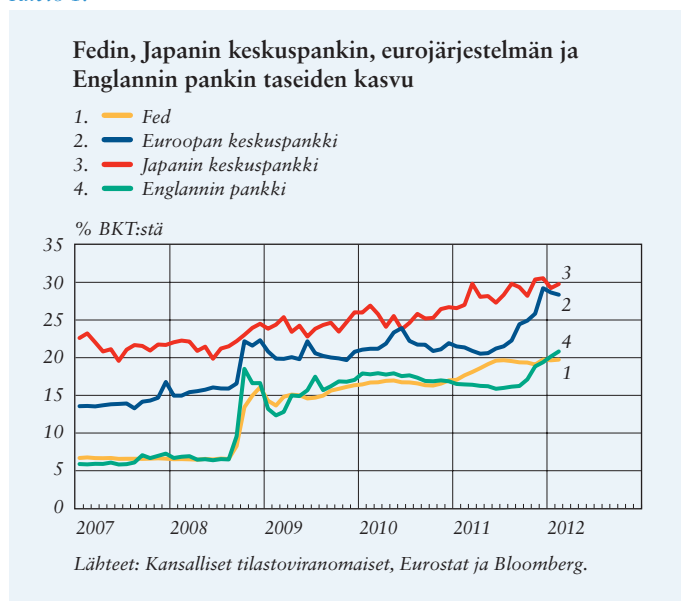
Finanssikriisin aikana sekä Yhdys-
valtojen keskuspankki että Englannin
pankki aloittivat määrällisen keventä-
misen rahapolitiikan. Myös Japanin
keskuspankki käynnisti uudelleen vuo-
situhannen alussa lopettamansa ohjel-



Lauri Vilmi
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

¹ Portfoliovaikutuksella tarkoitetaan sitä, että eri velkakirjat eivät ole toistensa täydellisiä vaihtoehtoja, vaan sijoittajalla on jokin syy pitää juuri tiettyä velka-
kirjaa salkussaan. Tällaisia velkakirjojen välisiä eroja
ovat esim. erilainen maturiteetti eli juoksuaika,
inflaatoriski ja luottoriski. Jos määrällisen keventä-
misen politiikalla ostetaan maturiteetiltaan pitkiä
velkapapereita, niiden tuotot pienenevät (hintojen
noustessa) ja siten pitkien ja lyhyiden velkapaperien
välinen riskilisa vähentyy. Tämä saattaa rauhoittaa
markkinoita ja lisätä edelleen riskillisten velka-
papereiden kysyntää.

Kuvio 1.



man.² Ostojen myötä keskuspankkien taseet ovat suurentuneet merkittävästi (kuvio 1). Lisäksi liikepankkien vapaasti käytettävissä olevan likviditeetin määrä on kasvanut vastaavasti, sillä määrällisen keventämisen politiikassa velkapapereiden ostojen seurauksena lisääntyntä keskuspankkirahan määrää ei pyritä kumoamaan ns. sterilointien avulla.

² Toisin kuin muut tärkeimmät keskuspankit eurojärjestelmä (EKP ja euroa käyttävien maiden kansalliset keskuspankit) ei ole turvautunut valtionpaperi-ostoihin toteutettavaan määrälliseen keventämiseen. Ns. velkakirjamarkkinaohjelmassa suoritettavat ostot on steriloitu, eli niiden rahan määrää lisäävä vaikutus on kumottu keräämällä liikepankeilta vastaava määrä talletuksia. Eurojärjestelmän tase samoin kuin euro-määräisen keskuspankkirahan määrä on kasvanut merkittävästi, mutta se on tapahtunut pääosin liikepankeille suunnattujen repo- eli lainaoperaatioiden avulla.

Taulukko 1.

Yhdysvaltain ja Ison-Britannian määrällisen keventämisen ohjelmat

Yhdysvalloissa	
25.11.2008	Keskuspankki ilmoittaa ostavansa 600 mrd. dollarilla asuntolainapapereita
1.12.2008	FEDin pääjohtaja Bernanke sanoo puheessaan pitkien valtionpapereiden osto-ohjelman olevan mahdollinen
16.12.2008	Keskuspankki vihjaa pitkien valtionpapereiden oston mahdollisuuteen
28.1.2009	Keskuspankki ilmoittaa olevansa valmis laajentamaan asuntolainapapereiden osto-ohjelmaa
18.3.2009	Keskuspankki ilmoittaa ostavansa 850 mrd. dollarilla asuntolainapapereita ja 300 mrd. dollarilla valtionpapereita
10.8.2010	Keskuspankki ilmoittaa sijoittavansa osto-ohjelmasta vapautuvat varat valtionvelkakirjoihin
27.8.2010	Fedin pääjohtaja Bernanke ilmoittaa valtionvelkakirjojen lisäoston olevan tehokasta ja mahdollista
21.9.2010	Keskuspankin 10.8. ilmoitettua ohjelmaa jatketaan
15.10.2010	Fedin pääjohtajan Bernanken puhe: keskuspankki valmis lisätoimiin, jos tarvitaan
3.11.2010	Keskuspankki ilmoittaa 600 mrd. dollarin valtionvelkakirjojen osto-ohjelmasta
Isossa-Britanniassa	
11.2.2009	Keskuspankki ilmoittaa määrällisen keventämisen ohjelman olevan todennäköinen
5.3.2009	Keskuspankin 75 mrd. punnan valtionvelkakirjojen osto-ohjelma
7.5.2009	Keskuspankin osto-ohjelman laajennus 125 mrd. puntaan
6.8.2009	Keskuspankin osto-ohjelman laajennus 175 mrd. puntaan
5.11.2009	Keskuspankin osto-ohjelman laajennus 200 mrd. puntaan
6.10.2011	Keskuspankin osto-ohjelma laajennetaan 275 mrd. puntaan
9.2.2012	Keskuspankin osto-ohjelma laajennetaan 325 mrd. puntaan

Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian keskuspankkien määrällisen keventämisen ohjelmat ovat olleet suuria. Yhdysvalloissa osto-ohjelmien koko on yhteensä n. 20 % ja Isossa-Britanniassa peräti 29 % ostettujen arvopapereiden koko markkinoista. Maiden brutto-kansantuotteisiin suhteutettuna ohjelmien koot ovat olleet lähes 20 %. Suhteutettuna BKT:hen Japanin aikaisemman ohjelman suuruus oli vain 7 %. Japanin ohjelma kesti yli viisi vuotta, eli vuosittain käytetty rahasumma oli huomattavasti pienempi kuin muissa maissa.

Määrällisen keventämisen ohjelmat alkoivat Fedissä loppuvuodesta 2008 ja Englannin pankissa alkuvuodesta 2009 (taulukko 1). Fedin ohjelma jaetaan tavanomaisesti kahteen osaan, ns. QE1- ja QE2-ohjelmaan. Näistä ensin mainittu käynnistettiin marraskuussa 2008 asuntolainamarkkinapapereihin kohdistuneella 600 mrd. dollarin suuruisella osto-ohjelmalla. Määrällisen keventämisen toinen vaihe, ns. QE2-ohjelma, alkoi elokuussa 2010, jolloin Fed ilmoitti sijoittavansa edellisestä ohjelmasta vapautuvat varat uudelleen valtion velkakirjoihin.

Japanin keskuspankki oli turvautunut määrällisen keventämiseen vuosina 2001–2006. Tuona aikana keskuspankin taseeseen kertyi valtion pitkäaikaisia velkakirjoja 35 biljoonan jenin arvosta. Suurimpana erona Japanin ja muiden keskuspankkien määrällisen politiikan keventämisen välillä oli koon lisäksi ohjelman ilmoittamistapa. Japanin keskuspankki ei ilmoittanut ohjelmansa kokoa eikä kestoa etukäteen, vaan sitoutui jatkamaan ohjelmaansa,

kunnes kuluttajahintaindeksillä laskettu pohjainflaatio olisi palannut vakaasti nollan yläpuolelle. Finanssikriisin myötä vuosina 2010 ja 2011 Japanin keskuspankki ilmoitti uudesta määrällisen keventämisen ohjelmasta, jonka päätavoitteena oli hillitä jenin vahvistumista.

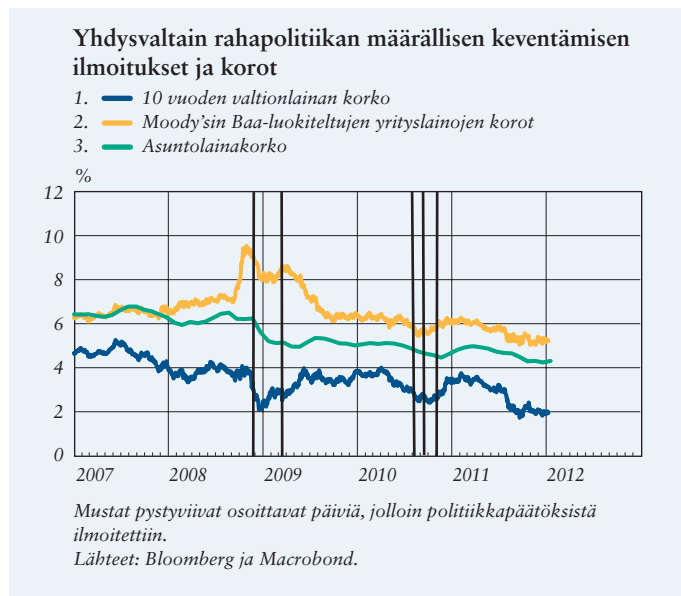
Kuinka määrällisen keventämisen politiikka on tehonnut?

Koska epätavanomaisen rahapolitiikan menetelmistä on niukasti kokemuksia, keskuspankit joutuivat turvautumaan tähän politiikkaan tuntematta sen vaikutuksia yhtä hyvin kuin tavanomaisen rahapolitiikan seurauksia. Luotettavien ja yleistettävissä olevien tulosten löytäminen määrällisen keventämisen politiikan vaikutuksista on edelleenkin haastavaa. Olemassa olevassa tutkimuskirjallisuudessa on pitkälti keskitytty tutkimaan vaikutuksia tapaustutkimuksen menetelmällä, jossa tarkastellaan markkinoiden reaktioita politiikka-ilmoituksiin. Lisäksi on sovellettu tilasto- ja taloustieteelliseen analyysiin pohjautuvia menetelmiä, joissa ensin historiallisten tietojen avulla estimoidaan malli (VAR tai DSGE) ja mallin avulla simuloidaan erilaisten politiikkamuutosten vaikutusta.

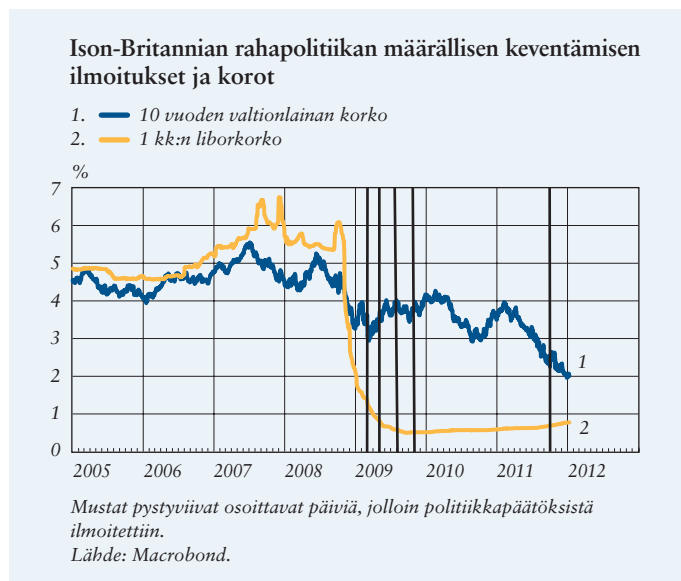
Välittömien (päivän tai kahden sisällä ilmenevien) reaktioiden tutkimista voidaan perustella ns. täydellisten markkinoiden hypoteesilla, jonka mukaan markkinat reagoivat uutiseen välittömästi ja oikein. Tämän mukaan korkoreaktion tulisi olla välitön ja täysimääräinen. Välittömän markkinareaktion tarkastelu saattaa kuitenkin johtaa ohjelmien saavutusten yliarviointiin, jos markkinatoimijat eivät todellisuudessa

välittömästi täysin ymmärräkään poikkeuksellista politiikkatoimenpidettä. Toisaalta jos markkinat ovat odottaneet kyseistä politiikkatoimintaa jo ennen keskuspankin ilmoitusta, se on jo hinnoiteltu korkoihin, jolloin tilastollinen analyysi aliarvioi toimen vaikutukset.

Kuvio 2.



Kuvio 3.



Tilastolliseen analyysiin pohjautuvien menetelmien heikkoutena on, että syy- ja seuraussuhteet on estimoitu normaaliaikojen aineistolla. Finanssikriisin oloissa nämä normaaliaikoina havaitut riippuvuussuhteet eivät välttämättä ole enää voimassa. Kriisiooloissa markkinoiden riskilisät (erityisesti pitkien ja lyhyiden korkojen välillä) kasvoivat poikkeuksellisen suuriksi, ja määrällisen keventämisen politiikalla saattoi siten olla mallituloksia suuremmat vaikutukset riskilisien pienenemisen ja markkinoiden rauhoittamisen kautta.

Määrällisen keventämisen vaikutukset korkotasoon

Kun tarkastellaan korkojen muutoksia Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa politiikkailmoitusten yhteydessä, havaitaan erityisesti yrityslainojen korkojen nousseen Yhdysvalloissa korkealle tasolle ennen ensimmäistä politiikkailmoitusta syksyllä 2008 (kuvio 2). Kuviosta nähdään, että QE1-ilmoituksen jälkeen yrityslainojen korot laskivat selvästi ja samoin myös asuntolainojen korot. Näiden osalta määrällinen keventäminen näyttää rauhoittaneen markkinoita ja laskeneen korkoja pysyvämmiin. Valtioiden velkojen koroissa politiikkailmoitusten vaikutusten pysyvyys ei näytä silmämääräisesti yhtä selvältä, mutta myös niissä välitön markkinareaktio näyttää olleen korkoja laskeva.

Tapaustutkimuksissa on havaittu määrällisen keventämisen ensimmäisessä vaiheessa toteutettujen yhteensä 1 750 mrd. dollarin arvopaperiostojen alentaneen merkittävästi korkoja ja erityisesti kaventaneen pitkien ja lyhyiden

korkojen eroja. Useiden tapaustutkimusten perusteella QE1-ilmoitukset näyttävät laskeneen 10 vuoden valtionlainojen korkoja yhteensä n. 1 prosenttiyksikön. Gagnonin ym. (2011a ja b) estimointien mukaan keskuspankin toimet pienensivät tätä ns. aikapreemiota n. 0,35–0,60 prosenttiyksikköä eli hie-
man tapaustutkimuksissa havaittua vähemmän. D’Amico ym. tutkivat, mitä vaikutuksia korkoihin oli pelkästään Fedin avomarkkinakomitean (FOMC) 18.3.2009 antamalla ilmoituksella ostaa 300 mrd. dollarilla valtion velkapapereita. D’Amicon ym. mukaan tuottokäyrä laski ilmoituksen seurauksena keskimäärin 0,30 prosenttiyksikköä, jolloin korot olisivat laskeneet 0,01 prosenttiyksikköä jokaista käytettyä 10 mrd. dollaria kohden.

Lisäksi vaikuttaa siltä, että velkapapereiden osto-ohjelmat pienensivät eniten niiden papereiden tuottoja, joita ohjelmassa ostettiin. Esimerkiksi Krishnamurthy ym. mukaan Fedin avomarkkinakomitean ilmoitukset määrällisen keventämisen ensimmäisestä vaiheesta laskivat eniten 10 vuoden valtionvelkakirjojen korkoja sekä valtiontakauksella toimivien asuntoluottotajien joukkovelkakirjalainojen ja asuntolainavakuudellisten arvopapereiden korkoja noin 1 prosenttiyksikköä. Korkovaikutukset eivät kuitenkaan jääneet vain ostettuihin papereihin, vaan levisivät myös muihin velkapapereihin, kuten yrityslainoihin. Neelyn (2011) mukaan myös kiinteäkorkoisen 30 vuoden asuntolainan tuotto pieneni ensimmäisen vaiheen aikana, joskin vähemmän eli vain n. 0,30 prosenttiyksikköä.

Useimpien tutkimusten mukaan Yhdysvaltojen määrällisen keventämisen toisella vaiheella on ollut huomattavasti ensimmäistä kierrosta pienemmät vaikutukset korkoihin. Krishnamurthy ym. havaitsivat toisen vaiheen ilmoituksen alentaneen esimerkiksi 10 vuoden valtionlainan korkoa vain 0,30 prosenttiyksikköä. Toisen vaiheen ilmoitusten vaikutukset näyttävätkin olleen huomattavasti pienemmät kuin ensimmäisen vaiheen kaikissa arvopaperiluokissa. Yksi mahdollinen syy tähän on se, että ensimmäisen vaiheen toteutus ajoitui keskelle pahinta taantumaa, jolloin riskilisät olivat poikkeuksellisen suuret, kun taas toisen vaiheen aikaan vuonna 2010 talous oli kääntynyt jo elpymisvaiheeseen. Toinen mahdollinen selitys on, että myöhemmässä vaiheessa markkinat odottivat elvyttävää politiikkaa, jolloin ohjelman vaikutukset oli jo ennakoitu. Glick ym. (2011) osoittavatkin, että jos politiikan yllätyksellisyys otetaan huomioon, ohjelmat ovat olleet suunnilleen yhtä tehokkaita.

Joycen ym. (2010) löytämät Englannin pankin ohjelman vaikutukset ovat hyvin samankaltaiset kuin Yhdysvalloissa. Valtion velkapapereiden korko näyttää laskeneen n. 0,50–1,00 prosenttiyksikköä riippuen tutkimuksessa valitusta ajanjaksosta. Investointiluokan yrityslainojen korot laskivat hie-
man vähemmän, n. 0,70 prosenttiyksikköä. Joycen ym. mukaan suurin osa tästä vaikutuksesta tulee portfolio-vaikutuksen kautta. Myös Isossa-Britanniassa markkinat odottivat myöhemmin ilmoitettuja osto-ohjelmia, jolloin näiden vaikutukset oli jo hinnoiteltu korkoihin. Kaiken kaikkiaan korko-

Rahapolitiikan määrällinen keventäminen on tehokkainta kriisitilanteissa.

Kuvio 4.



Kuvio 5.



reaktiot ovat kahdessa maassa hyvin samanlaiset.

Japanissa keskuspankin määrällisen keventämisen politiikan suorien vaikutusten on havaittu aiheuttaneen vain pieniä ja tilastollisesti merkitsemättömiä vaikutuksia valtioiden velkakirjojen tuottoihin. Luottoluokitukseltaan hyvien yritysten velkakirjoihin tällä toimenpiteellä oli kuitenkin pieni tuottoja pienentävä vaikutus. Sen sijaan tulevan alhaisen korkouran signaloinnista johtuvat toimenpiteen vaikutukset olivat merkittävämpiä, sillä kolmen ja viiden vuoden valtionvelkakirjojen korot alentuivat n. 0,15–0,20 prosenttiyksikköä käytettyä 10 biljoonaa jeniä kohden. Japanissa valuuttakurssin, osakkeiden hintojen ja heikomman luottoluokituksen yritysten korkojen ei ole havaittu reagoineen ohjelmiin. Suurimmat hyödyt Japanissa vaikuttavatkin tulleen sitoutumisesta alhaisen koron politiikkaan pidemmäksi aikaa.

Määrällisen keventämisen vaikutukset inflaatioon, valuuttakurssiin ja tuotantoon

Määrällisen keventämisen politiikan vaikutukset korkotasoon ovat vain välitavoite, ja päätavoite liittyy inflaatioon (deflaation ehkäiseminen) ja edelleen tuotantoon (taantuman syvyyden pehmentäminen).

Kun tarkastellaan inflaatio-odotusten ja valuuttakurssin reaktioita määrällisestä keventämisestä annettujen ilmoitusten aikana (kuviot 4 ja 5), havaitaan politiikkatoimien kasvattaneen inflaatio-odotuksia sekä Yhdysvalloissa että Isossa-Britanniassa. Myös valuuttakurssissa näkyy lievä heikentyminen politiikan ilmoitusajankohtina.

Vaikka arviot vaihtelevat hieman, näyttää määrällisen keventämisen ohjelmalla olleen Yhdysvalloissa toistaiseksi vain rajallinen inflaatiota kiihdyttävä vaikutus. Neely (2011) laskee Yhdysvaltojen ohjelman ensimmäisen vaiheen kasvattaneen inflaatio-odotuksia inflaatiolta suojattujen valtion velkakirjojen (TIPS) avulla laskettuna 0,80 prosenttiyksikköä. Tämä on kuitenkin markkinoiden välitön reaktio politiikka-ilmoitukseen eikä osoita ohjelman pitkän ajan vaikutuksista inflaatioon. Mallipohjaisten arvioiden mukaan velkakirjojen osto-ohjelmat lisäsivät Yhdysvalloissa pohjainflaatiota 0,5–1 prosenttiyksikköä ja Isossa-Britanniassa peräti 2 prosenttiyksikköä. Vaikka tämä vaikutus on merkittävä, se ei ole kuitenkaan pysyvä, vaan ohjelmien vaikutusten hävitessä myös inflaatiovaikutus poistuu. Sen sijaan ohjelman toisen vaiheen inflaatiovaikutuksen arvioidaan jääneen hyvin pieneksi, vain noin 0,05 prosenttiyksikköön.

Ohjelmilla näyttää Neelyn, Meaningin ym. ja Glickin ym. mukaan olleen valuuttakurssia heikentävä vaikutus sekä Yhdysvalloissa että Englannissa. Yhdysvaltain dollari näyttää heikentyneen politiikkailmoitusten seurauksena 3–10 %, kun taas Englannissa punta heikkeni 2–4 % Englannin pankin ilmoitusten seurauksena.

Määrällisen keventämisen politiikan vaikutuksia BKT:hen on hankala arvioida luotettavasti. Tutkimustulokset määrällisen keventämisen ohjelman vaikutuksista Yhdysvaltojen tuotantoon vaihtelevat suuresti sen mukaan, mitä menetelmää tutkimuksessa käytetään. Arviot ohjelman positiivisista vaikutuk-

sista Yhdysvaltain reaalisen BKT:n kasvuun vaihtelevat välillä 0–4 prosenttiyksikköä.

Haittavaikutukset ja irtautumisstrategia

Määrällisen keventämisen ohjelmien mahdollinen haittapuoli on ennen kaikkea vaara, että keskuspankki menettää itsenäisyytensä ja uskottavuuttaan.

Uhka syntyy erityisesti, jos tulkitaan, että keskuspankin toimien tarkoituksena on rahoittaa valtion budjettialijäämiä. Suuret arvopapereiden osto-ohjelmat saattavat myös aiheuttaa häiriöitä rahoitusmarkkinoille ja muuttaa muiden markkinatoimijoiden käyttäytymistä. Alhaiset korot voivat johtaa epäterveeseen riskinottoon ja kannustaa liialliseen velkavivun käyttöön sekä vääristää tuottokäyrää vähentämällä likvidin valtionvelan tarjontaa.

Osto-ohjelmassa on tärkeää ostettavien velkapapereiden valinta, sillä epäonnistunut valinta saattaa johtaa osapuolten epätasa-arvoiseen kohteluun ja kilpailun vääristymiseen. Alhaiset korot voivat myös hidastaa välttämättömien sopeutumistoimien toimeenpanoa esimerkiksi hidastamalla yksityisen sektorin ylivelkaantuneisuuden purkua tai mahdollistamalla tehottomien yritysten lainansaannin pidempään kuten Japanissa mahdollisesti tapahtui.

Määrällisen politiikan toimien purkaminen vaatii yleensä aktiivista päätöksentekoa. Pitkäaikaisten arvopapereiden poistuminen taseesta niiden erääntymisen kautta jättäisi keskuspankin taseen ylisuureksi pitkäksi aikaa. Keskuspankin lyhyemmän maturiteetin luotto-ohjelmissa (Credit facili-

Määrällisen keventämisen vaarana on, että keskuspankki voi menettää itsenäisyytensä ja uskottavuuttaan.

Keskuspankin on suunniteltava määrällisestä keventämisestä irtautuminen huolella ja viestitettävä politiikka-muutoksista ajoissa markkina-osapuolille.

ty) tämä ongelma ei ole yhtä mutkikas, sillä ohjelmien käyttö vähenee automaattisesti, kun markkinatoimijat eivät enää halua niitä käyttää markkinoiden normalisoituessa. Irtautumisstrategian osalta oleellista on korostaa hintavakautta politiikan päämääränä samoin kuin se, että päämäärästä ja suunnitelmista tiedotetaan selvästi (Blinder 2010 ja Kozicki 2011).

On todennäköistä, että keskuspankkien taseet tulevat normalisoitumaan suurelta osin avomarkkinaoperaatioiden avulla. Tämä edellyttää keskuspankilta aktiivista päätöstä irtautumisstrategian toteuttamisen ajankohdasta ja nopeudesta. Rahapolitiikan syklisen kiristämisen oikea-aikainen ajoitus on aina haastavaa, mutta määrällisen kevennyksen jälkeiseen irtautumisstrategiaan liittyvät haasteet ovat monesta syystä tavanomaista suuremmat. Ensinnäkin määrällinen keventäminen liittyy käytännössä aina poikkeuksellisen vaikeaan taloustilanteeseen, jonka jälkeen elpyminen on tyypillisesti hauras ja epätasainen prosessi. Toiseksi, koska määrällisen keventämisen käytöstä on niukasti kokemuksia, ei myöskään keskuspankin taseen pienentämisen makrotaloudellisia vaikutuksia tunneta hyvin. Kolmanneksi määrälliseen keventämiseen liitetään helposti normaaliin korkopolitiikkaan kuulumattomia assosiaatioita ”setelien painamisesta valtion menojen katteeksi”. Tästä seuraa erityisiä riskejä keskuspankin uskottavuuden kannalta, mikä asettaa suuria haasteita keskuspankin toimien ajoitukselle ja viestinnälle.

Määrällisen keventämisen politiikan suurimmat riskit liittyvätkin siihen,

että irtautumisstrategia epäonnistuu tavalla, joka vaarantaa keskuspankin uskottavuuden ja johtaa inflaatio-odotusten kasvuun. Tämän takia on tärkeää suunnitella irtautumisstrategia hyvissä ajoin ja viestiä siitä jo etukäteen. Esimerkiksi Yhdysvalloissa (Bernanke 25.3.2010) Fed ei ole sitoutunut tiettyyn aikatauluun, vaan toteaa irtautumisen epätavanomaisista politiikkatoimista alkavan, kun taloudellisen tilanteen arvioidaan olevan tarpeeksi vahva, jotta saavutetaan hintavakaus ja hyvä työllisyystilanne.

Tärkeimpänä hintavakauden säätelijänä Fedin irtautumisstrategiassa on mahdollisuus säätää keskuspankkiin talletetuille reserveille maksettavaa korkoa, joka nostaisi markkinoilla lyhyitä korkoja. Fed on kehittänyt myös muita työkaluja, joilla voidaan vähentää pankkijärjestelmän suuria reserveja. Nämä toimenpiteet parantavat edellä kuvattujen reserveille maksettavan koron tehokkuutta lyhyiden markkinakorkojen säätelijänä. Tämän mahdollistamiseksi Fed on lisännyt mahdollisten käänteisten repo-operaatioiden vastapuolien määrää ja luonut järjestelyt, joissa asuntolainavakuudellisia arvopapereita (MBS) voidaan käyttää vakuutena tällaisissa operaatioissa. Fed suunnittelee myös tarjoavansa pankeille määräaikaistalletuksia, joilla voidaan vähentää likviditeetin määrää. Kaikki nämä toimet mahdollistavat pankkisysteemin hallussaan pitämän likviditeetin nopean vähentämisen, mutta eivät vaikuta keskuspankin taseen kokoon. Taseen kokoa keskuspankki voi vähentää myymällä hankkimiaan arvopapereita avomarkkinaoperaatioissa.

Japanissa keskuspankki pienensi tasettaan nopeasti vain muutamassa kuukaudessa vuonna 2006, mikä Blinderin (2010) mukaan johtui keskuspankin inflaatiopelkojen kasvusta. Nopealla sopeutumisella ei ollut merkittävää negatiivista vaikutusta talouskasvuun. On kuitenkin luultavaa, että keskuspankin taseen sopeutuminen tulee kestämaan Yhdysvalloissa pidempään, ja sinä aikana myös ohjauskorot tulevat nousemaan nolasta ja muuttumaan takaisin keskeiseksi politiikka-instrumentiksi.

Johtopäätökset

Määrällisen keventämisen rahapolitiikan on havaittu laskeneen Yhdysvalloissa ja Englannissa erityisesti pitkiä korkoja. On myös havaittu, että osto-ohjelmien teho on suurimmillaan silloin, kun markkinoilla on akuutti kriisi. Siten ohjelman ajoitus ja päätös siitä, mitä velkakirjoja ostetaan, ovat erittäin tärkeitä. Määrällisen keventämisen politiikalla aikaansaadulla korkotason alentumisella on havaittu olleen pieni tuotantoa elvyttävä vaikutus, joskin sen suuruuden arviointi on hyvin epävarmaa. Ohjelmat ovat myös saattaneet kiihdyttää inflaatiota lyhyellä aikavälillä, mutta pitkän ajan vaikutukset inflaatioon nähdään toistaiseksi vähäisiksi. Epäonnistuminen määrällisestä rahapolitiikasta irtautumisessa saattaisi kuitenkin pahimmassa tapauksessa johtaa keskuspankin uskottavuuden menettämiseen ja inflaation nopeutumiseen pidemmälläkin aikavälillä.

Tehtyjen tutkimuksen mukaan määrällisen keventämisen politiikan

teho perustuu portfoliovaikutuksen lisäksi paljolti myös siihen, että tällä politiikalla keskuspankki osoittaa sitoutuneensa alhaisiin korkoihin pitkäksi aikaa. Erityisesti Japanissa tämä vaikutus oli suuri. Luonteva kysymys onkin, voitaisiinko tämä sitoutuminen saada uskottavasti aikaan myös muilla keinoin, kuten esimerkiksi rahapoliittisella viestinnällä.

Tutkimuskirjallisuudessa on myös arvioitu mahdollisen eurooppalaisen määrällisen keventämisen politiikan vaikutuksia. Tulokset viittaavat siihen, että euroalueella määrällisen keventämisen ohjelman vaikutukset voisivat olla hyvin samankaltaisia kuin Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa.

Mahdollisen eurooppalaisen määrällisen keventämisen politiikan tehoa arvioitaessa on otettava huomioon, että Euroopassa talouden heikko tila johtuu pitkälti valtioiden velkakriisistä. Tällöin Euroopan keskuspankin täytyisi olla Yhdysvaltain ja Englannin keskuspankia huolellisempi ohjelmasta viestiesään, jotta sen ei tulkittaisi rahoittavan valtioiden velkaantumista uskottavuuden kustannuksella.

Asiasanat: epätavanomaiset politiikkatoimet, määrällinen keventäminen

Kirjallisuutta

- Blinder, A. (2010) Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. Marras-joulukuu 2010.
- D’Amico, S. – King, T. B. (2011) Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases. Manuscript.
- Gagnon, J. – Raskin, M. – Remache, J. – Sack, B. (2011a) The Financial Market Effects of the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchases. International Journal of Central Banking. Vol. 7 (1). Maaliskuu 2011.
- Gagnon, J. – Raskin, M. – Remache, J. – Sack, B. (2011b) Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work? FRBNY Economic Policy Review. Toukokuu 2011.
- Glick, R. – Leduc, S. (2011) Central Bank Announcements of Asset Purchases and the Impact on Global Financial and Commodity Markets. Manuscript.
- Joyce, M. – Lasasosa, A. – Stevens, I. – Tong, M. (2010) The financial market impact of quantitative easing. Bank of England. Working Paper no. 393.
- Kozicki, S. (2011) Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases. Bank of Canada Review. Kevät 2011.
- Krishnamurthy, A. – Vissing-Jorgensen, A. (2011) The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. NBER Working Paper No. 17555.
- Meaning, J. – Zhu, F. (2011) The impact of recent central bank asset purchase programmes. BIS Quarterly Review. Joulukuu 2011.
- Neely, C. (2011) The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects. Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2010-018C.

Suomen Pankin organisaatio

11.3.2011

PANKKIVALTUUSTO

Ben Zyskowicz, *puheenjohtaja*, Pirkko Ruohonen-Lerner, *varapuheenjohtaja*, Mari Kiviniemi, Jouni Backman, Timo Kalli, Marjo Matikainen-Kallström, Lea Mäkipää, Jan Vapaavuori, Pia Viitanen

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

JOHTOKUNTA

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

Johtokunnan sihteeri Arno Lindgren

OSASTOT

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

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

Julkaisut

A complete list of publications is available on the Bank of Finland website (www.bof.fi > Publications).

The Bank of Finland has introduced a free electronic subscription service on its website, through which it is possible to order the Bank's publications in electronic form. Subscribers are sent an email alert whenever the publications subscribed to are newly released. Publications can be subscribed to at www.bof.fi > Publications > Order and subscribe to electronic publications and reports.

Back copies of older printed publications still in stock can be ordered from the Bank of Finland (www.bof.fi > Publications > Orders and subscriptions, printed publications).

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



2341