EURO&TALOUS

1 · 2010

SUOMEN PANKKI
FINLANDS BANK

EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

Sisällys

Mika Pösö
Epätavanomaisten rahapoliittisten toimenpiteiden vaikutus euriborkorkoihin 1

Esa Jokivuolle ja Jukka Vauhkonen
Paineita pankkien vakavaraisuussääntelyn muuttamiseen 9

Heli Huhtala
Valtion rahoitustarpeet ja institutionaaliset sijoittajat 20

Mika Kortelainen ja Marko Melolinna
Skenaarioita maailmantalouden tasapainottomuuksien korjaantumisesta 30

Kannessa San Marinon 10 sentin kolikon kansallinen kuva-aihe: Basilica del Santo, klassinen temppeli.

Euro & talous 1 • 2010
Julkaisupäivä 11.2.2010
18. vuosikerta
(aiemmin Markka & talous)
Lehti ilmestyy neljä kertaa vuodessa.

Päätoimittaja
Erkki Liikanen

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

Toimitus
Suomen Pankin kieli- ja julkaisupalvelu-toimisto

Tilaukset
sähköposti: SPjulkaisut@multiprint.fi

Painopaikka
Multiprint Oy, Vantaa 2010

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

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

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

Epätavanomaisten rahapoliittisten toimenpiteiden vaikutus euriborkorkoihin

26.1.2010

Suomessa rahapolitiikka välittyy lyhyiden rahamarkkinakorkojen kautta kotitalouksien ja yritysten lainakorkoihin enemmän kuin muualla euroalueella. Esimerkiksi elokuussa 2009 kotitaloudet sitoivat 97 % uusista luotoistaan lyhyisiin korkoihin, pääosin euriborkorkoihin. Ennen finanssikriisiä EKP:n keskeisen ohjauskoron ja euriborkorkojen välinen yhteys oli kiinteä ja ennakoitavissa. Finanssikriisin jäljiltä niin rahapolitiikan toteuttaminen kuin sen välittyminenkin ovat olennaisesti muuttuneet. Tässä artikkelissa tarkastellaan, kuinka rahapolitiikan epätavanomaiset toimenpiteet ovat vaikuttaneet euriborkorkojen kehitykseen ja mitä korkoihin vaikuttavia teknisiä tekijöitä liittyy epätavanomaisista toimenpiteistä irtautumiseen.

Normaaliolosuhteissa euroalueen rahapolitiikan tila määrittyy EKP:n neuvoston korkopäätösten ja niihin kohdistuvien odotusten perusteella. Euroalueen kansalliset keskuspankit toteuttavat rahapoliittisia päätöksiä markkinaoperaatioilla siten, että rahamarkkinoiden lyhimmät korot asettuvat korkopäätösten edellyttämälle tasolle. Pidemmät markkinakorot heijastavat ohjauskorkojen lisäksi markkinoiden odotuksia tulevista korkopäätöksistä. Näihin odotuksiin EKP:n neuvoston jäsenet vaikuttavat rahapoliittisella viestinnällä, mikä antaa markkinaosapuolille välineitä ennakoida inflaatiokehitykseen kohdistuvia riskejä ja tulevia korkopäätöksiä.

Finanssikriisin aikana tapaan toteuttaa rahapolitiikkaa on tehty muutoksia ja rahapolitiikan tila määrittyy eri tavalla kuin normaalioloissa. Korkopäätösten ja niihin liittyvän viestinnän rinnalle on otettu epätavanomaisia rahapoliittisia toimenpiteitä, joilla on vastattu rahoitusmarkkinoilla ja rahoitusjärjestelmässä esiintyneisiin ongelmiin. Näiden epätavanomaisten toimenpiteiden takia sekä niiden yhteisvaikutusten vuoksi, joita näillä toimenpiteillä on perinteisemmän korkopolitiikan kanssa, rahapolitiikan tilan määrittäminen ja sen kehittyminen ovat ajoittain tulleet vaikeammiksi ymmärtää.

Mika Pösö
viestintäpäällikkö
johdon sihteeristö

Korkopolitiikkaa ei tarvittu finanssikriisin alkuvaiheessa

Eurojärjestelmän näkökulmasta finanssikriisi alkoi rahoitusmarkkinoiden häiriötilana elokuussa 2007, jolloin pankkien välisillä rahamarkkinoilla luottamus heikkeni voimakkaasti. Ennen kriisiä EKP mitoitti huutokaupoissa jakamansa likviditeetin tarkasti euroalueen pankkijärjestelmän kokonaistarpeen mukaan. Jaettu likviditeetti ei välittömästi jakautunut pankkien tosiasiallisten tarpeiden mukaan, mutta rahamarkkinoiden toimiessa normaalisti EKP pystyi luottamaan siihen, että koko pankkijärjestelmän tarpeisiin mitoitettu likviditeetti jakaantui tehokkaasti yli- ja alijäämäisten pankkien kesken.

Kun luottamus pankkien välillä alkoi horjua, likviditeetin tasaukseen tuli kitkaa. Ylijäämäiset pankit eivät

enää lainanneetkaan kaikkea ylimääräistä likviditeettiään alijäämäisille pankeille, vaan hamstrasivat sitä pahan päivän varalle. Likviditeetin tasauksen onnuttua pankkijärjestelmän likviditeetti osoittautui riittämättömäksi ja likviditeetin hinta alkoi nousta. EKP reagoi korkopaineisiin lisäten ajoittain pankkijärjestelmän likviditeettiä voimakkaasti, mutta vain väliaikaisesti ja lyhytaikaisilla lainaoperaatioilla.

Pankkien välinen epäluottamus johti myös siihen, että pankit alkoivat periä toisiltaan suurempia riskilisiä eli lainamarginaaleja. Marginaalien kasvun seurauksena euriborkorot ja niihin sidotut lainakorot nousivat, vaikka keskuspankin ohjauskorko pysyi ennallaan. Tämän kehityksen pysäyttämiseksi ja markkinoiden rauhoittamiseksi EKP lisäsi juoksuajaltaan normaalia pidempiä rahapoliittisia operaatioita. Se otti käyttöön ensin ylimääräiset kolmen kuukauden ja sitten kuuden kuukauden lainaoperaatiot, joilla pyrittiin katkaisemaan riskilisien kasvu pankkien välisillä rahamarkkinoilla.

Pankkien välinen epäluottamus johti siihen, että euriborkorot ja niihin sidotut lainakorot nousivat, vaikka keskuspankin ohjauskorko pysyi ennallaan.

Muutokset EKP:n rahapolitiikan ohjausjärjestelmässä olivat kuitenkin suhteellisen pieniä aina lokakuuhun 2008 asti, jolloin investointipankki Lehman Brothersin ajautuminen selvitystilaan syöksi rahoitusmarkkinat kaaokseen. Finanssikriisin kärjistymisen seurauksena EKP:n neuvosto laski keskeisen ohjauskoronsa 4,25 prosentista yhteen prosenttiin seuraavien kahdeksan kuukauden aikana. Tämän lisäksi rahapolitiikkaa kevennettiin merkittävästi ottamalla käyttöön aiempaa järeämmät epätavanomaiset rahapoliittiset toimenpiteet.

Likviditeettipolitiikan merkitys kasvoi finanssikriisin kärjistyttyä

Lokakuuhun 2008 asti eurojärjestelmän keskuspankit lainasivat pankeille likviditeettiä ns. vaihtuvakorkoisilla huutokaupoilla, joissa EKP hyväksyi pankkien lainapyynnöt haluamaansa kokonaismäärään asti korkeimmasta tarjouskorosta lähtien. Jos esimerkiksi EKP:n ohjauskorko oli 4,25 %, pankit saivat jättää lainapyyntönsä keskuspankin järjestämissä huutokaupoissa vain tätä korkeammilla koroilla. Huutokaupoissa EKP listasi lainapyynnöt korkeimmasta korosta matalimpaan ja täytti lainapyynnöt siihen asti kunnes kokonaismäärä tuli täyteen. Alimman hyväksytyn koron eli ns. marginaalikoron alle jääneitä lainapyyntöjä ei hyväksytty. Huutokaupoissa alijäämäisiksi jääneet pankit täyttivät likviditeettitarpeensa lainaamalla ylijäämäisiltä pankeilta rahamarkkinoilla.

Lehman Brothersin konkurssin jälkeen jo reilun vuoden heikosti toimineet pankkien väliset rahamarkkinat jäätyivät kokonaan. Kun pankit eivät enää voineet luottaa rahamarkkinoihin likviditeetin vaihtoehtoisena lähteenä, ne pyrkivät varmistamaan maksuvalmiutensa tarjoamalla huutokaupoissa aiempaa korkeampia korkoja.

Pankkien huutokaupoissa maksamat korot alkoivat nousta voimakkaasti. Pahimmillaan lainaoperaatioiden keskimääräinen korko nousi 0,74 pro-

senttiyksikköä korkeammaksi kuin EKP:n neuvoston päättämä ohjauskorko (kuvio 1). Tilanne kääntyi nurinkuriseksi. Sen sijaan, että EKP:n ohjauskorko olisi ohjannut markkinakorkoja, markkinakorot nostivat keskuspankin lainaaman likviditeetin korkoa.

Lokakuussa 2008 kävi ilmeiseksi, että kriisi oli nopeasti leviämässä rahoitusmarkkinoilta reaalitalouteen ja inflaatiopaineet olivat vaihtumassa hintavakauteen kohdistuviksi alasuuntaisiksi riskeiksi. Näihin riskeihin EKP – yhdessä muiden keskeisten keskuspankkien kanssa – reagoi laskemalla keskeisiä ohjauskorkojaan 8.10.2008.

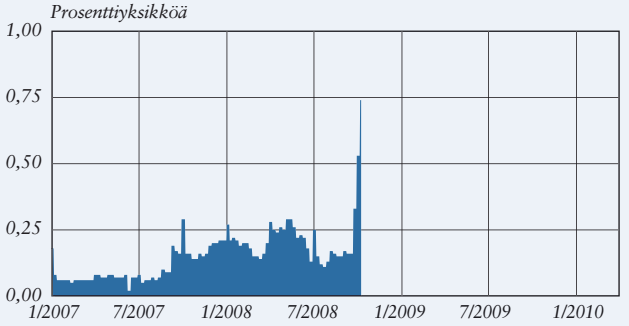
Samalla kun tarve laskea ohjauskorkoa kasvoi, suureni niin ikään tarve varmistaa, että koronalennukset siirtyvät myös markkinakorkoihin. Kriisioloissa toimimattomaksi osoittautunut vaihtuvakorkoinen huutokauppamekanismi oli tullut tiensä päähän.

EKP:n neuvosto päätti 8.10.2008 myös siirtyä lainaoperaatioissaan huutokauppamekanismiin, jossa se täyttää jokaisen yksittäisen pankin lainapyynnön täysimääräisesti kiinteällä korolla, joka on asetettu yhtä suureksi ohjauskoron kanssa. Tämän kiinteän koron ja täyden jaon huutokauppamekanismin käyttöönotolla EKP varmisti, että keskuspankista lainatun likviditeetin korko vastaa aina ohjauskorkoa ja että yksikään pankki, jolla on riittävästi turvaavia vakuuksia, ei joudu ongelmiin likviditeetin puutteen takia.

Huutokauppamekanismin muutos palautti korko-ohjauksen tehokkuuden ja turvasi kunkin yksittäisen pankin maksuvalmiuden. Samalla se kuitenkin poisti EKP:n mahdollisuuden kontrolloida pankkijärjestelmän kokonaislikviditeettiä. Pankkien kokeman likviditeettiepävarmuuden vuoksi pankkien likviditeetinkysyntä oli alusta pitäen voimakasta, ja pankit ovat näihin päiviin asti jatkaneet likviditeetin lainaamista merkittävästi yli pankkijärjestelmän kokonaistarpeen (kuvio 2). Mihin tämä ylimääräinen likviditeetti on päätynyt?

Kuvio 1.

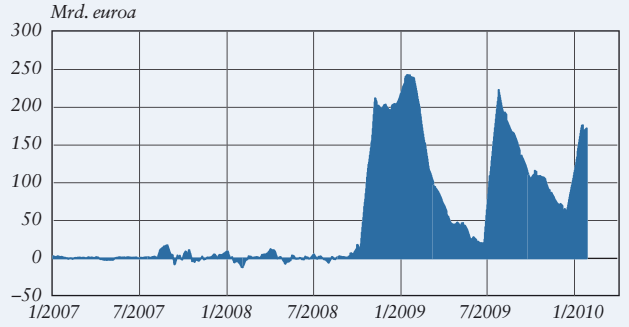
Perusrahoitusoperaatioiden koron ja EKP:n ohjauskoron välinen ero*



** Viikko-operaatiossa lainatun likviditeetin keskikoron ja EKP:n ohjauskoron välinen ero.*
Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 2.

Ylimääräinen likviditeetti euroalueen pankkijärjestelmässä*



** 30 päivän liukuva keskiarvo.*
Lähde: Suomen Pankki.

Ylimääräinen likviditeetti päätyy takaisin keskuspankkiin

Kun pankkijärjestelmässä on ylimääräistä likviditeettiä, osa likviditeettiylijäämäisistä pankeista ei löydä alijäämäistä vastapuolta pankkien välisillä markkinoilla. Tämän vuoksi ylijäämäisten pankkien on turvauduttava keskuspankin palveluihin. Keskuspankki tarjoaa pankkien ylimääräiselle likviditeetille pääasiassa kaksi käyttökohdetta.

Jos pankin likviditeettiylijäämä on väliaikainen, se voi hyödyntää vähimmäisvarantovaatimuksen keskiarvostamisominaisuutta. Eurojärjestelmän kansalliset keskuspankit edellyttävät, että kunkin pankin käyttelytilillään pitämän likviditeetin määrä on noin kuukauden pituisella varantojen pitoajanjaksolla keskimäärin vähintään pankille asetetun varantovelvoitteen suuruinen. Jos pankilla on esimerkiksi pitoajanjakson alussa käyttelytilillään likviditeettiä yli velvoitteen, se voi täyttää vähimmäisvarantovelvoitteensa etupainotteisesti ja pitää pitoajanjakson lopulla velvoitetta vähemmän likviditeettiä käyttelytilillään. Pankit ovatkin lisänneet vähimmäisvarantovelvoitteiden etupainotteista täyttöä finanssikriisin aikana, mutta tämä vaihtoehto tarjoaa ylimääräiselle likviditeetille kuitenkin vain väliaikaisen ratkaisun pitoajanjakson aikana.

Kun pankit ovat täyttäneet vähimmäisvarantovelvoitteensa, ne voivat jättää ylimääräisen likviditeetin joko käyttelytileilleen keskuspankkiin nollakorolla tai tehdä keskuspankkiin yötalletuksen, jolle tällä hetkellä maksetaan 0,25 prosentin korkoa. Koska matalakin korko on parempi kuin nollakorko, pankkien käytännöksi on muodostunut ylimääräisen likviditeetin tallettaminen keskuspankkiin yö kerrallaan.

Pankit tekevät yötalletuksia keskuspankin ohella myös toisiin pankkeihin. Koska keskuspankkeja pidetään kaikkein turvallisimpina talletuskohteina, pankkien on maksettava yön yli -talletuksista jonkin verran korkeampaa korkoa kuin keskuspankit. Tällä hetkellä euroalueen suurimmat pankit maksavat yön yli -talletuksistaan 0,34 % eli 0,09 prosenttiyksikköä korkeampaa korkoa kuin eurojärjestelmän keskuspankit. Tätä markkinoiden lyhintä korkoa, eli yön yli -korkoa, kutsutaan euroalueella eoniakoroksi.

Pidemmät korot kuvaavat odotuksia lyhimpien korkojen kehityksestä

Eoniakoron merkitys EKP:n rahapolitiikan toteuttamisessa on keskeinen. Pankkijärjestelmän likviditeetin ja eoniakoron välinen yhteys on normaalisti hyvin kiinteä ja paremmin ennustettavissa kuin likviditeetin yhteys mihinkään toiseen markkinakorkoon. Koska keskuspankilla on monopoli pankkijärjestelmän likviditeetin suhteen, sillä on normaalisti vahva kontrolli myös eoniakorkoon. Juuri tästä kiinteästä yhteydestä johtuu, että keskeiset keskuspankit aset-

tavat rahapolitiikan operatiiviset tavoitteet suhteessa valuuttansa yön yli -korkoon. Esimerkiksi EKP on ilmoittanut operatiiviseksi tavoitteekseen pitää lyhimmät rahamarkkinakorot mahdollisimman lähellä keskeistä ohjauskorkoa eli ns. perusrahoitusoperaatioiden korkoa. Yhdysvalloissa Fedin ohjauskoron nimi, Fed funds target, viittaa suoraan dollarin yön yli -korkoon.

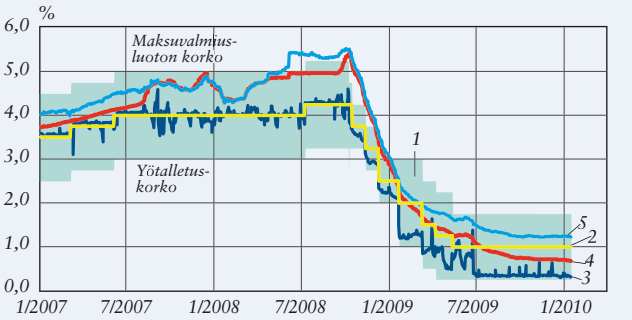
Eoniakoron painuminen yötalletuskoron lähelle kuvaa yötalletuskoron markkinakorkoja ohjaavan roolin korostumista runsaan ylimääräisen likviditeetin olosuhteissa (kuvio 3). Miksi keskuspankin yötalletuksille maksama korko vetää yön yli -korkoa voimakkaammin puoleensa kuin keskeinen ohjauskorko, jolla pankeille lainataan likviditeettiä?

Pankkien välisillä markkinoilla likviditeettiä lainaavat pankit voivat arvioida, kuinka merkittävästi ylijäämäisenä pankkijärjestelmä pysyy tulevina viikkoina ja kuukausina. Pankit myös tietävät, että ylimääräinen likviditeetti viime kädessä kanavoituu takaisin keskuspankkeihin yötalletuksiksi. Tästä syystä pankkien välisillä markkinoilla lyhytaikaisia lainoja ottavat pankit eivät ole halukkaita maksamaan yön yli -talletuksille merkittävästi korkeampaa korkoa kuin keskuspankin yötalletuksille tällä hetkellä maksama 0,25 %.

Korkojen odotushypoteesin mukaan pidemmät korot perustuivat odotuksiin lyhyempien korkojen kehityksestä. Esimerkiksi jos markkinat odottavat yön yli -koron pysyvän tulevan kuukauden 0,34 prosentin tasolla, myös kuukauden korko asettuu lähelle tätä tasoa. Jos markkinat odottavat pankkijärjestelmän pysyvän ylijäämäisenä pidemmän aikaa, ne myös odottavat eoniakoron pysyvän lähellä yötalletuskorkoa pidemmän aikaa. Tästä syystä ylimääräinen likviditeetti on laskenut myös pidemmät rahamarkkinakorot alle EKP:n keskeisen ohjauskoron.

Kuvio 3.

EKP:n ohjauskorot, eoniakorko ja euriborkorkoja



1. EKP:n korkoputki 3. Eoniakorko 5. 12 kk:n euribor
2. EKP:n ohjauskorko 4. 3 kk:n euribor

Lähde: Suomen Pankki.

Euriborit ovat yhdistelmä ohjauskorkoja ja riskilisiä sekä niihin kohdistuvia odotuksia

Euro on maailman toiseksi käytetyin valuutta, ja siitä seuraa, että euron ympärille kehittyneet rahoitusmarkkinat ovat monipuoliset ja likviditeetiltään syvät. Yksi esimerkki euroalueen monipuolisista johdannaismarkkinoista ovat eoniaswapmarkkinat.

Eoniaswap on sopimus, jolla sopimuksen osapuolet vaihtavat päi-

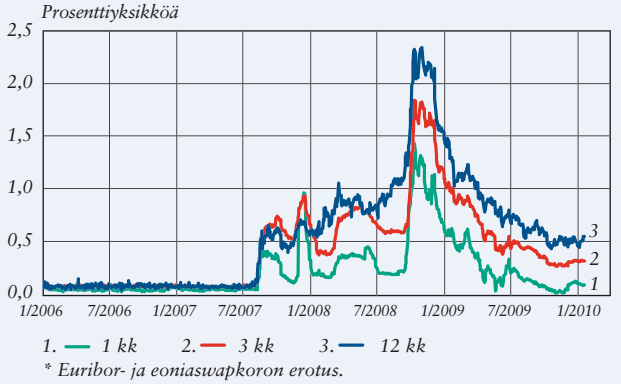
Eoniaswapkorko kuvastaa markkinaosapuolten odotuksia eoniakoron tasosta seuraavan 12 kuukauden aikana.

vittäin muuttuvan ja eoniakorkoon sidotun korkovirran kiinteään korkovirtaan. Esimerkiksi 12 kuukauden eoniaswapissa vaihdetaan päivittäin muuttuva eoniakorkoon perustuva korkovirta 12 kuukaudeksi kiinteänä pysyvään korkovirtaan. Koska eoniaswapissa vaihdetaan vain korkovirrat eikä pääomaa, siihen ei kohdistu mainittavaa luottoriskiä. Siten eoniaswapkorko ei sisällä mainittavaa riskilisää, vaan se kuvastaa varsin tarkasti osapuolten odotusta sen suhteen, mitä eoniakorko tulee olemaan keskimäärin tulevien 12 kuukauden aikana.

Esimerkiksi tällä hetkellä, kun eoniakorko on 0,34 % ja 12 kk:n eoniaswapkorko 0,66 %, markkinat odottavat eoniakoron nousevan 12 kuukauden aikana siten, että eoniakoron päiväkeskiarvoksi tulee seuraavien 12 kuukauden aikana 0,66 %.

Kuvio 4.

Euriborkorkoihin sisältyvät riskilisät pankkien välisillä markkinoilla*



** Euribor- ja eoniaswapkoron erotus.*
Lähteet: European Banking Federation ja Suomen Pankki.

Nämä eoniaswapkorkoihin sisältyvät koronnosto-odotukset sisältyvät täysimääräisinä myös euriboreihin.

Toisin kuin eoniaswapkorot, euriborkorot ovat vakuudettomia korkoja. Vakuudettomassa lainassa lainanantaja ei vaadi lainan vakuudeksi omaisuutta, jonka voisi realisoida lainanottajan mennessä konkurssiin. Siten euriborkorkoihin sisältyy luottoriskilisä, joka eoniaswapkoroista puuttuu. Tällä hetkellä 12 kuukauden euribor on 1,22 % eli 0,58 prosenttiyksikköä korkeampi kuin 12 kuukauden eoniaswapkorko. Tämä erotus voidaan tulkita euriborkorkoon sisältyväksi riskilisäksi.

Ennen finanssikriisiä pankkien välisten markkinoiden riskilisät olivat lähes olemattomat. Finanssikriisin seurauksena ne ovat ajoittain kasvaneet erittäin suuriksi. Näiden euriboreihin liittyvien riskilisien kasvu on rahapolitiikan välittymisen kannalta ongelmallista, koska riskilisät välittyvät suoraan euriborsidonnaisiin lainakorkoihin ja heikentävät ohjauskoron laskun elvyttävää vaikutusta. Euriboreihin sisältyvät riskilisät ovat vuoden 2008 lopun jälkeen supistuneet merkittävästi, mutta jääneet kuitenkin kriisiä edeltäneiden tasojen yläpuolelle etenkin pidemmissä maturiteeteissa (kuvio 4).

Ylimääräisen likviditeetin kehitys keskeistä euriborien kehitykselle

Ylimääräisen likviditeetin määrän kehitys riippuu jo toteutetuista lainaoperaatioista ja pankkien kysynnästä

keskuspankin tulevissa lainaoperaatioissa. Koska ajan mittaan prosentilla lainaaminen ja 0,25 prosentilla tallettaminen tulee pankkijärjestelmälle kalliiksi, jossain vaiheessa pankkien likviditeettiepävarmuuden hälveneminen vähentää niiden ylimääräisen likviditeetin kysyntää.

EKP toteutti kesä-, syys- ja joulukuussa 2009 yhteensä kolme 12 kuukauden lainaoperaatiota yhden prosentin ohjauskorolla. Pankit lainasivat näissä operaatiossa yhteensä 614 mrd. euroa. Tämän lisäksi pankeilla oli muita lyhytaikaisia lainoja eurojärjestelmän keskuspankeista 106 mrd. euron arvosta. Vaikka nämä muut maturiteetiltaan lyhyemmät lainat erääntyisivät ilman, että pankit uusisivat niitä, voimassa olevat 12 kuukauden lainat kattaisivat reilusti pankkijärjestelmän likviditeettitarpeet kesäkuun 2010 loppuun asti (kuvio 5). Kesäkuun 2010 lopussa erääntyy kesäkuussa 2009 toteutettu 12 kuukauden operaatio, jossa pankit lainasivat ennätykselliset 442 mrd. euroa.

Euroalueen pankkijärjestelmässä odotetaan siis ylimääräisen likviditeetin säilyvän kesäkuuhun 2010 asti, ellei jotain odottamatonta tapahdu. EKP:n neuvosto voi luonnollisesti muuttaa rahapolitiikkaa tai rahapolitiikan ohjausjärjestelmää, jos siihen on tarvetta. Neuvosto arvioi tilannetta kuukausittaisissa kokouksissaan. EKP:n neuvoston 14.1.2010 pitämän kokouksen jälkeen järjestetyssä lehdistötilaisuudessa EKP:n pääjohtaja Trichet sanoi, että EKP:n neuvosto

Kuvio 5.

jatkaa tehostettua luotonannon tukea pankkijärjestelmälle. Hän kuitenkin myös totesi, että EKP:n neuvosto purkaa edelleen asteittain epätavanomaisia likviditeettiä lisänneitä toimenpiteitä, joita ei tulevaisuudessa tarvita samassa määrin kuin aiemmin.

EKP:n käyttöön ottamat epätavanomaiset rahapoliittiset toimenpiteet ovat väliaikaisia. Vaikka niitä on ilmoitettu jatkettavan niin pitkään kuin tarpeellista, niille on annettu myös määräaika. EKP:n kaikkien lainaoperaatioiden muuttaminen kiinteän koron ja täyden jaon huutokaupoiksi on ollut vaikutuksiltaan merkittävin epätavanomainen rahapoliittinen toimenpide finanssikriisin aikana. EKP:n neuvosto ilmoitti joulukuussa 2009 jatkavansa tämän huutokauppamekanismin käyttämistä niin pitkään kuin on tarpeellista, mutta ainakin 13.4.2010 toteutettaviin lainaoperaatioihin saakka. Voimassa olevat epätavanomaiset rahapoliittiset

toimenpiteet ja niiden minimivoimassaoloaika käyvät ilmi taulukosta.

Se, että euriborkorot ovat tällä hetkellä alle ohjauskoron aina kuuden kuukauden euriboriin asti, kuvastaa markkinoiden odottavan, että pankkijärjestelmän likviditeetti pysyy ylijäämäisenä vielä useita kuukausia. Pankkien viime vuonna ottamat suuret vuoden mittaiset lainat keskuspankeista pitävät pankkijärjestelmän likviditeetin ylijäämäisenä ainakin kesäkuuhun 2010 asti, jos EKP:n toimintatapa likviditeetin ohjaamiseksi ei muutu.

Ylimääräisen likviditeetin määrän kehitys riippuukin tällä hetkellä ensisijaisesti pankkien kysynnän kehityksestä. Koska ajan mittaan prosentilla lainaaminen ja 0,25 prosentilla tallettaminen tulee pankkijärjestelmälle kalliiksi, jossain vaiheessa pankkien likviditeettiepävarmuuden hälveneminen vähentää niiden ylimääräisen likviditeetin kysyntää.

Jos ylimääräisen likviditeetin kysyntä alkaa vähentyä, jossain vaiheessa euriborkorot voivat nousta ilman että EKP:n neuvosto nostaa ohjauskorkoa. Siksi lyhyisiin euriborkorkoihin lainansa sitoneiden kannattaa EKP:n korkopäätösten ohella seurata myös ylimääräisen likviditeetin kehitystä ja siihen liittyvää korkodynamiikkaa.

Asiasanat: rahapolitiikka, ohjauskorko, likviditeetti, euriborkorot, irtautuminen

Taulukko.

Voimassa olevat epätavanomaiset rahapoliittiset toimenpiteet euroalueella

Voimassa	*Ilmoitettu*	*EKP:n neuvoston päätös*
31.3.2010	*3.12.2009*	*Viimeinen kiinteäkorkoisena huutokauppana toteutettava kuuden kuukauden käänteisoperaatio, jossa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti*
13.4.2010 (tai niin kauan kuin tarvetta)	*3.12.2009*	*Viikoittaisten perusrahoitusoperaatioiden ja kuukausittaisten kolmen kuukauden pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden jatkaminen kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti*
13.4.2010 (tai niin kauan kuin tarvetta)	*3.12.2009*	*Ylimääräisten, maturiteetiltaan yhden kuukauden käänteisoperaatioiden jatkaminen kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti*
Kesäkuun 2010 loppuun mennessä	*4.6.2009*	*Katettujen joukkovelkakirjalainojen 60 mrd. euron osto-ohjelma*
Vuoden 2010 loppuun mennessä	*7.5.2009*	*Lainaoperaatioissa hyväksyttävän vakuusmateriaalin väliaikainen laajentaminen*
Toistaiseksi	*3.10.2008*	*Kaikilla rahapolitiikan vastapuolilla mahdollisuus osallistua myös pikahuutokauppoihin, jos täyttävät operatiiviset kriteerit*

Paineita pankkien vakavaraisuussääntelyn muuttamiseen

29.1.2010

Pankkien vakavaraisuuden tärkeys on korostunut vuonna 2007 alkaneen ja vuonna 2008 laajentuneen finanssikriisin aikana. Vaikka pankkien uutta ns. vakavaraisuuskehikkoa – eli kriisiä edeltävinä vuosina viimeisteltyä Basel II -säännöstöä – tuskin voi syyttää kriisin synnystä, kriisi kuitenkin teki selväksi, että säännöstö on tiettyjen parannusten tarpeessa. Vähimmäispääomavaatimukset tulevat mitä todennäköisimmin tiukkenemaan, ja rahoitusjärjestelmän suhdannevaihteluja vahvistavia pääomavaatimusten vaikutuksia on myös tarpeen lieventää. On kuitenkin myös esitetty, että pääomavaatimukset eivät välttämättä ole tehokkain tapa varmistaa pankkien turvallisuus. Nämä näkemykset ovat perustuneet ajatukseen, että olisi oltava valmiit järjestelyt, joilla varmistettaisiin pääoman riittävä tarjonta pankeille silloin, kun ne sitä eniten tarvitsevat, eli kriisin iskiessä. Tässä artikkelissa tarkastellaan vakavaraisuusvaatimuksista kriisin jälkitunnelmissa käytyä viimeaikaista keskustelua.

Ensimmäinen eri maiden pankkien vähimmäispääomavaatimusten yhtenäistämiseksi tehty kansainvälinen sopimus – joka nykyään tunnetaan nimellä Basel I – solmittiin vuonna 1988. Basel I -säännöstön voidaan katsoa onnistuneen lopettamaan kehityksen, jossa kansainvälisesti toimivat pankit tavoittelivat kilpailuetua sijoittautumalla sellaisille lainkäyttöalueille, joilla noudatettiin toinen toistaan vähäisempiä pääomavaatimuksia.

Basel I -säännöstö edellyttää pankkien pitävän hallussaan pääomaa 8 % riskipainotetuista saamisistaan. Basel I -säännöstön mukaan esimerkiksi yrityslainojen riskipaino on 100 %, mikä tarkoittaa, että pankkien on pidettävä hallussaan pääomaa vähintään 8 % yrityslainakannastaan. Basel I -säännöstössä on vastaavat yksilölliset riskipainot laajasti määritellyille luottoriskiluokille, kuten vähittäisasiakkaiden lainoille. Varsin nopeasti kävi kuitenkin ilmi, että tällaiset laveat riskimittarit olivat riittämättömiä pankkien todellisten riskien mittaamiseen. Lisäksi karkeat riskimittarit vaikuttivat jäävän jatkuvasti jälkeen johtavien pankkien modernien riskinmittaustekniikoiden kehityksestä.

Basel II -säännöstön mukaiset pääomavaatimukset

Yleiskuvaus Basel II -säännöistä

Ensimmäinen suuri muutos Basel I -säännöstöön oli vuonna 1996 tehty tarkistus, joka paransi pankkien kaupankäyntivarastoon liittyvän markkinariskin pääomavaatimuksen laskentaa. Sen myötä pankkien sallittiin käyttää omia todennäköisen tappioluvun (VaR) mallejaan markkinariskin mittaamiseen pääomavaatimuksen määrittämisen yhteydessä.

Pankkien omien mallien käyttö merkitsi suurta filosofista muutosta ja tasoitti tietä vuoden 2004 merkittävälle vakavaraisuussäännöstön uudistukselle, Basel II -säännöstölle, jossa oli pääasiassa kyse pankkien luottoriskillisten saamisten riskipainojen uudista-

Esa Jokivuolle
tutkimusohjaaja
rahapolitiikka- ja tutkimusosasto

Jukka Vauhkonen
ekonomisti
rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto

misesta. Lisäksi operatiiviset riskit lisättiin uudeksi riskiluokaksi, jolle määritetään pääomavaatimukset. Vaikka Basel II -säännöt eivät salli pankkien omien luottoriskin VaR-mallien käyttöä pääomavaatimuksen laskennassa[1], hyväksyttiin ajatus, että pankit voisivat käyttää omia sisäisiä asiakasluokituksiaan ja arvioida itse keskimääräiset todennäköisyydet asiakkaan maksuhäiriölle kussakin luokassa. Basel II -järjestelmässä pankkien määrittämät arvot syötetään eräiden muiden riskiparametrien ohella Basel II -säännöstöön kuuluvaan erityiseen matemaattiseen kaavaan, joka viime kädessä määrittää pankin luottosaamisiin sovellettavan pääomavaatimuksen.

Erityisesti luottosaamisia koskevien vähimmäispääomavaatimusten uudistuksen lisäksi Basel II -säännöstöön kuuluu myös kaksi muuta ns. pilaria. Toinen pilari tarjoaa valvojalle kehikon pankin vakavaraisuuden ja pääomasuunnittelun kokonaisarviointiprosessia varten. Jos arvioinnissa havaitaan vakavia puutteita, toinen pilari antaa valvojalle mahdollisuuden vaatia lisäpääomia. Kolmannen pilarin tavoitteena on edistää ja vahvistaa markkinakuria lisäämällä raportointivaatimuksia.

Basel II -säännöstön ytimenä on pyrkimys määritellä pankkien pääomavaatimukset pankkikohtaisten riskien perusteella ja siten hyödyntää vastaavia riskienmittaustekniikoita kuin johtavat pankit ovat itse kehittäneet ja käyttäneet. Basel II ei pyri suoranaisesti mittaamaan järjestelmäriskejä ja yksittäisten pankkien vaikutusta niiden muodostumiseen. Basel II -säännöstön implisiittinen tausta-ajatus on, että suurten pankkiinstituutioiden riskien mittaaminen erikseen ja pääoman edellyttäminen niitä vastaavasti on paras tapa hallita myös systeemiriskiä. Vuosien 2007–2008 finanssikriisi on haastanut tämän näkemyksen. Vähintäänkin kriisi on paljastanut tarpeen käsitellä jotenkin pankkien maksuvalmiusriskejä, jotka eivät tällä hetkellä kuulu Basel II -säännöstön vähimmäispääomavaatimusten piiriin.

Basel II on pantu EU:ssa täytäntöön vakavaraisuusdirektiivillä, joka tuli voimaan vuonna 2007. Yhdysvalloissa Basel II -säännöstön täytäntöönpano on vielä kesken.

Myötävaikuttivatko vakavaraisuusvaatimukset kriisin syntyyn?

On väitetty, että nykyinen kriisi olisi osittain johtunut uudesta Basel II -säännöstöstä tai että se on ainakin saattanut pahentaa kriisiä. Tällainen kritiikki ei kuitenkaan välttämättä ole aivan oikeudenmukaista. Saattaa päinvastoin olla, että jos Basel I olisi korvattu Basel II -säännöstöllä aikaisemmin, tämä olisi saattanut lieventää joitain kriisiin vaikuttaneita tapahtumia. Koska lisäksi Basel II tuli Euroopassa voimaan vasta vuonna 2007 eikä ole edelleenkään käytössä

[1] Baselin komitea harkitsi tätä ajatusta, mutta hylkäsi sen, koska luottoriskin VaR-mallien ei vielä katsottu olleen riittävän kypsässä kehitysvaiheessa.

Yhdysvalloissa, sen syyttäminen kriisistä lienee perusteetonta.

Cannata ja Quagliariello (2009) ovat arvioineet väitteitä, joiden mukaan Basel II myötävaikutti kriisin syntyyn. Tällaisia väitteitä ovat 1) pääomavaatimusten suhdannevaihteluja vahvistava vaikutus, 2) luokitusmenetelmät ja luokituksiin liittyvät eturistiriidat pääomavaatimuksia määritettäessä ja 3) pääoma-arbitraasi, jossa hyödynnetään sääntelyjärjestelmän vajavuuksia omien pääomavaatimusten minimoimiseksi.[2] Cannata ja Quagliariello tulevat johtopäätökseen, että useimmissa tapauksissa väitteet Basel II -säännöstön vaikutuksesta kriisiin ovat liian voimakkaita. On kuitenkin varsin selvää, että kriisi on paljastanut Basel II -säännöstössä puutteita, jotka on korjattava tulevien kriisien todennäköisyyden ja vakavuuden pienentämiseksi. Tällaisia korjaavia toimia on jo tulossa.

Kriisin opetukset pankkien vakavaraisuussääntelyn kannalta

Pääoman määrä ja laatu olivat liian vaatimattomat

Arvioitaessa pääoman riittävyyttä on erotettava kaksi pankin pääoman keskeistä tehtävää (ks. esim. Financial Services Authority 2009). Ensinnäkin vararikon sattuessa pankin pääoman tehtävänä on suojata velkojien, talletttajien ja veronmaksajien saamisia (ns. gone concern -näkemys). Toiseksi pääomarakenne ja vakavaraisuus vaikuttavat pankkien käyttäytymiseen ja siten koko kansantalouteen (ns. going concern -näkemys). Erityisesti äkilliset, suuret ja odottamattomat luotto- ja arvostustappiot voivat pakottaa pääomavajeesta kärsivät pankit rajoittamaan luotonantoaan kotitalouksille ja yrityksille. Pääomarakenteeltaan heikot ja merkittävästi velkaantuneet pankit saattavat myös ottaa liiallisia riskejä noususuhdanteissa ennen rahoituskriisejä, koska velkavipua käyttävien yritysten osakkeenomistajat saattavat hyötyä riskinoton lisäämisestä.

Äkilliset, suuret ja odottamattomat luotto- ja arvostustappiot voivat pakottaa pääomavajeesta kärsivät pankit rajoittamaan luotonantoaan kotitalouksille ja yrityksille.

On selvää, että ennen nykyistä kriisiä pankkien pääomataso oli liian alhainen ainakin going concern -mielessä. Monet pankit ja muut rahoituslaitokset lisäsivät riskinottoaan sekä havaittavissa olevaa ja piilotettua velkavipuaan ja kevensivät pääomapuskureitaan. Riskien toteuduttua keskuspankit ja valtiovarainministeriöt ovat tarjonneet valtavan määrän julkista tukea estääkseen rahoitusjärjestelmän romahduksen ja ylläpitääkseen pankkien luotonantoa kotitalouksille ja yrityksille. Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa, Pohjoismaissa ja Sveitsissä toimivat pankit ovat keränneet vuoden 2009 toisen neljänneksen loppuun mennessä uutta pääomaa lähes 1 000 mrd. Yhdysvaltain dollarin edestä, ja tästä suuri osa oli peräisin julkisista lähteistä (IMF 2009).

Pankin pääoman määrän lisäksi myös sen koostumus on tärkeää. Kriisiä edeltäneinä vuosina pankit lisäsivät – vastatakseen sijoittajien voi-

[2] Täydellisempi luettelo ja arviointi, ks. Cannata – Quagliarello (2009).

Pankkien laadukkaimman pääoman tulisi olla niiden ”viimeinen puolustuslinja”.

makkaaseen kysyntään suurituottoisia arvopapereita kohtaan – sekä velan että oman pääoman ominaisuuksia sisältävien hybridipääomainstrumenttien (hybridit) liikkeeseenlaskua. Tiettyjen kriteerien täyttyessä tällaiset hybridi-instrumentit voitiin laskea pankin omaan pääomaan, ensisijaisiin omiin varoihin (Tier 1 -pääoma).

Pankkien laadukkaimman pääoman tulisi olla niiden ”viimeinen puolustuslinja”, jossa on pysyvästi sellaisia instrumentteja, joilla voidaan kattaa tappioita sekä suojata velkojia ja tallettajia. Muun muassa hybrideihin ja omista varoista vaadittuihin vähennyksiin sovellettavat ehdot ja rajoitukset eivät kuitenkaan olleet yhtenäiset eri maissa. Tämän seurauksena sijoittajat asettivat pankkien raportoimien ensisijaisten omien varojen laadun, johdonmukaisuuden ja avoimuuden yhä enemmän kyseenalaiseksi ja alkoivat käyttää tätä suppeampia omien varojen määritelmiä. Epävarmuuden välttämiseksi, tasapuolisten toimintaedellytysten takaamiseksi ja sääntelyarbitraasin rajoittamiseksi pääomavaatimuksiin kuuluvien erityyppisten omien varojen määritelmiä on selkeytettävä ja yhdenmukaistettava mahdollisimman pitkälle eri lainkäyttöalueiden välillä.

Suuriin riskeihin varautumisessa puutteita

Pääomavaatimukset antavat pankeille vääriä kannustimia, mikäli tietyntyyppisten saamisten hallussapidosta tai tiettyjen sitoumusten tarjoamisesta edellytettävät omat varat eivät vastaa niiden riskiä. Esimerkiksi pankeilta on vaadittu hyvin pieniä pääomia suhteessa niiden kaupankäyntivarastossa oleviin varoihin, joita ostetaan ja pidetään hallussa lähinnä siinä tarkoituksessa, että ne myydään lähitulevaisuudessa. Alkuperäinen syy näiden saamisten kevyeen pääomavaatimukseen oli oletus, että kaupankäyntivarasto koostuisi pääasiassa likvideistä varoista, jotka voidaan myydä nopeasti, kuten valtioiden joukkolainoista. Kriisiä edeltäneinä vuosina ja osittain sääntelyarbitraasin seurauksena pankkien kaupankäyntivarastojen sisältö kuitenkin muuttui siten, että pankit alkoivat pitää hallussaan vähemmän likvidejä ja yhä suurempiriskisiä varoja. Kaupankäyntivarastoon sovellettavien pääomavaatimusten riittämättömyys kävi ilmeiseksi erityisesti kriisin alkuvaiheessa, jolloin suurin osa pankkien tappioista kohdistui nimenomaan näihin saamisiin.

Pankkien riskipainotettujen saamisten – jotka määrittävät pääomavaatimukset Basel II -säännöstössä ja siten kuvaavat saamisten riskisyyttä koskevaa viranomaisarviota – ja kaikkien saamisten kasvuvauhtien eriytyminen viittaa siihen, että pääomavaatimukset ovat yleisesti ottaen kattaneet riskit riittämättömällä tavalla (kuvio).

Kuviosta nähdään, että kymmenen suurimman maailmanlaajuisen pankin kokonaisvarat yli kaksinkertaistuivat vuodesta 2000 vuoden

2007 toiseen neljännekseen mennessä. Sitä vastoin riskipainotetut saamiset kasvoivat vain kohtalaisesti. Siten kuvio antaa ymmärtää, että otokseen kuuluvien pankkien varat kehittyivät turvallisempaan suuntaan vuoden 2007 toista neljännestä kohti. Jälkikäteen on nähtävissä, että riskien kehitys oli tosiasiassa täysin päinvastaista.

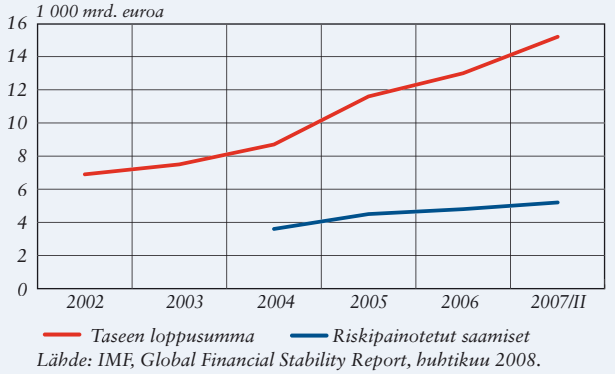
On selvästi monia syitä, joiden vuoksi pankeilta vaaditut riskipainotetut omat varat eivät vastanneet pankkien todellisten riskien kasvua. Niitä ovat esimerkiksi pankkien kevyesti pääomittamien kaupankäyntivarastojen voimakas kasvu, luottoriskin siirtäminen ja järjestelmäriskien riittämätön huomiointi vakavaraisuussääntelyssä.

Pääomavaatimuksilla ei myöskään kyetty puuttumaan moniin taseen ulkopuolisiin riskeihin, jotka ovat tyypillisiä luo ja siirrä -pankkitoimintamallille. Puhtaassa luo ja siirrä -mallissa pankki voi siirtää riskit lainojen arvopaperistamisen avulla pankkijärjestelmän ulkopuolella toimiville sofistikoituneille loppusijoittajille. Tämä vähentää pankkijärjestelmän riskiä kokonaisuutena. Todellisuudessa arvopaperistamisen riskit kuitenkin pysyivät suurelta osin pankkien taseissa. Itse asiassa suurelta osin arvopaperistamisen tärkeä tausta-ajatus näyttääkin olleen pääomavaatimusten kiertäminen (Acharya – Schnabl 2009).

Arvopaperistettujen instrumenttien ja erityisesti pankkien taseissaan pitämien monimutkaisten uudelleenarvopaperistettujen instrumenttien

Kuvio.

Pankkien taseen loppusumma suhteessa riskipainotettuihin saamisiin



Lähde: IMF, Global Financial Stability Report, huhtikuu 2008.

pääomavaatimukset olivat jälkikäteen tarkastellen hyvin pienet. Lisäksi pankit siirsivät runsaasti arvopaperistettuja instrumentteja näennäisesti juridisesti erillisille yhtiöille, jotka rahoittivat toimintansa laskemalla liikkeeseen lyhytaikaisia omaisuusvakuudellisia yritystodistuksia (asset-backed commercial papers, ABCP) ja joiden tueksi pankit myönsivät luottojärjestelyjä. Tällaisen likviditeetin parantamisjärjestelyn pääomavaatimus oli niin ikään pieni. Erillisyhtiöiden ja muiden vastaavien taseen ulkopuolisten järjestelyjen ongelmat viittaavat siihen, että arvopaperistamisen, uudelleenarvopaperistamisen ja pankkien taseen ulkopuolisen riskinoton sääntelyssä ja valvonnassa tarvitaan muutoksia.

Pääomavaatimusten suhdannevaihteluja voimistava vaikutus

Jo hyvissä ajoin ennen nykyistä kriisiä monet tutkijat olivat huolissaan uusien Basel II -sääntöjen mahdolli-

sista myötäsyklisistä vaikutuksista pankkisektoriin. Kriisi on sittemmin tuonut tämän huolen poliittiseen päätöksentekoon.

Periaatteessa kaikki pääomavaatimukset voivat vahvistaa suhdannevaihteluja. Mekanismi toimii seuraavasti: Kun talous ajautuu taantumaan, pankkien vakavaraisuusvaatimuksista saattaa tulla rajoittavia, sillä luottotappioiden lisääntyminen supistaa pankkien pääomavarantoja. Koska taantumassa on tyypillisesti vaikea saada uutta ulkopuolista rahoitusta ainakaan nopeasti, pankit saattavat joutua sopeutumaan tilanteeseen vähentämällä luotonantoa. Tämä saattaa ruokkia talouden taantumaa edelleen. Riskiperusteiset pääomavaatimukset, kuten Basel II, voimistavat tätä vaikutusta, sillä pankkien saamisiin liittyvät riskit yleisesti kasvavat taantumissa, mikä puolestaan johtaa pääomavaatimusten kiristymiseen. Tämä huoli on eittämättä perusteltu. Tähän mennessä on kuitenkin ollut vaikea todistaa empiirisesti, että Basel II -säännöt olisivat todellisuudessa pahentaneet luottolamaa nykyisen kriisin aikana. Erityisen vaikeaa on erotella luoton kysynnän vaikutukset luoton tarjonnan vaikutuksista kriisin aikana.

Vähentääkseen Basel II -säännöstön mahdollista myötäsyklisyyttä lainsäätäjät pohtivat paraikaa, pitäisikö keskimääräisiä pääomavaatimuksia ja pankkien todellisia pääomatasoja mukauttaa enemmän suhdannevaihteluihin eli korottaa noususuhdanteissa ja alentaa laskusuhdanteissa (ks. myös esim. Repullo – Suarez 2008). Kaikesta huolimatta harkittaessa tällaisia parannuksia Basel II -säännöstöön on pidettävä mielessä myös riskiperusteisten pääomavaatimusten hyödyt. Jokivuolle, Kiema ja Vesala ovat esittäneet (2009), että hyvin suunnitellut riskiperusteiset pääomavaatimukset saattavat parantaa luoton kohdentumista, mikä puolestaan voi hillitä myötäsyklisyyttä (ks. myös Boissay – Kok Sørensen 2009).

Järjestelmäriskeihin kiinnitettiin liian vähän huomiota

Yksi kriisin keskeisimmistä yleisistä opetuksista on, että rahoitusjärjestelmän ja koko talouden toimintaa uhkaavia järjestelmäriskejä ei otettu kyllin hyvin huomioon talouspolitiikassa, sääntelyssä ja valvonnassa. Niin vakavaraisuussääntelyssä kuin muussakin sääntelyssä painopiste oli yksittäisten instituutioiden turvallisuudessa. Rahoituslaitosten ja muiden taloudellisten toimijoiden kollektiivisesta käyttäytymisestä aiheutuvia riskejä ei otettu riittävällä tavalla huomioon. Siten keskeiseksi poliittiseksi tavoitteeksi on maailmanlaajuisesti otettava sääntelyn ja valvonnan kohdistaminen järjestelmäriskeihin.

Järjestelmäriskit syntyvät kahdesta pääasiallisesta lähteestä (ks. esim. Englannin pankin julkaisu 2009, luku 3). Ensinnäkin talouden noususuhdanteessa kotitalouksilla, rahoituslaitoksilla ja yrityksillä on kollektiivisesti taipumusta ottaa velkaa ja liiallisia riskejä. Sitä vastoin laskusuhdanteessa ne alkavat liiallisesti karttaa riskejä. Toiseksi yksittäiset pankit eivät ota täysimääräisesti

huomioon toimintansa ulkoisvaikutuksia toisten rahoituslaitosten ja koko rahoitusjärjestelmän riskeihin. Esimerkiksi suuren rahoituslaitoksen vararikko todennäköisesti aiheuttaisi vakavia ongelmia muille rahoituslaitoksille kahdenvälisten positioiden, mainehuolien tai paniikin takia.

Pääomavaatimukset ovat potentiaalisia makrovalvonnan välineitä, joilla näitä järjestelmäriskejä voitaisiin vähentää. Englannin pankki (2009) esittää, että viranomaiset voisivat harkinnanvaraisesti vaatia pankkeja ylläpitämään vähimmäispääomavaatimukset ylittäviä pääomapuskureita talouden noususuhdanteiden lieventämiseksi. Vaadittujen pääomapuskureiden suuruus voisi olla suhteessa pankilta vaadittujen omien varojen kokonaismäärään. Vaihtoehtoisesti noususuhdanteessa voitaisiin korottaa tiettyjä saamisia – kuten asuntolainoja – vastaan vaadittujen pääomavaatimusten laskennassa käytettäviä riskipainoja, jotta rajoitettaisiin luotonantoa ylikuumentuneelle talouden sektorille (Tucker 2009). Laskusuhdanteessa pääomavaatimuksia kevennettäisiin pankkien luotonannon tukemiseksi.

Pankkikohtaisilla pääomapuskurivaatimuksilla voitaisiin myös vähentää järjestelmäriskejä, jotka liittyvät suurten, toisiinsa sidoksissa olevien pankkien vararikkoon. Puskurivaatimusten tehtävänä olisi pakottaa pankit ottamaan huomioon vararikkonsa kustannukset rahoitusjärjestelmän muille osille ja tarjota pankeille kannustimia pienentää kokoaan ja vähentää sidoksiaan muihin rahoituslaitoksiin. Pankkikohtaiset, pankin systeemiseen merkittävyyteen perustuvat pääomapuskurivaatimukset voisivat riippua esimerkiksi pankin taseen koosta, pankkien välisten vastuiden suuruudesta tai kaupankäyntivaraston arvosta (Englannin pankki 2009, luku 5).

Kaiken kaikkiaan keskustelu pääomavaatimusten mahdollisista eduista ja puutteista makrovalvonnan välineinä on vasta alkanut ja todennäköisesti kiihtyy lähikuukausina.

Vakavaraisuussäännöstön uudistukset

Baselin pankkivalvontakomitea julkisti marraskuussa 2008 kokonaisvaltaisen strategian Basel II -säännöstön uudistamiseksi vähentääkseen rahoituskriisin siinä paljastamia heikkouksia. Suunniteltujen uudistusten tavoitteena on muun muassa

1) lisätä yleisesti pääoman määrää pankkijärjestelmässä,
2) vahvistaa kaupankäyntivarastoa ja taseen ulkopuolisia riskejä koskevia pääomavaatimuksia,
3) parantaa ensisijaisten omien varojen laatua,
4) rakentaa suurempia pääomapuskureita pääomakehikkoon,
5) täydentää riskiperusteisia pääomavaatimuksia yksinkertaisella pankkien velkaantumisen bruttomittarilla sekä
6) vahvistaa pilarin 2 vaatimuksia pankkien riskienhallinnan ja hallintokäytäntöjen osalta.

Baselin komitea julkisti heinäkuussa 2009 aiempaa tiukemmat pääomavaatimukset pankkien kaupankäyntivarastoille.

Jotkin julkistetuista toimenpiteistä on jo toteutettu. Heinäkuussa 2009 Baselin komitea julkisti entistä tiukemmat pääomavaatimukset pankkien kaupankäyntivarastoille tarkoituksenaan puuttua joihinkin riskeihin, joita ei ollut otettu huomioon aikaisemmissa säännöissä, sekä vähentää kannustimia käyttää hyväksi eräpäivään asti pidettävien ja kaupankäyntivarastossa olevien varojen erilaista vakavaraisuuskohtelua. Lisäksi komitea korotti tiettyjen monimutkaisten uudelleenarvopaperistettujen erien pääomavaatimuksia. Uudet säännöt myös estävät pankkia käyttämästä pääomavaatimustensa laskennassa ulkopuolisia luottoluokituksia siltä osin kuin ne edes osittain perustuvat pankin itsensä antamaan takaukseen tai tukeen. Näin ollen jos arvopaperistetulla saamisella (esim. pankin tukeman erillisyhtiön liikkeeseen laskema omaisuusvakuudellinen yritystodistus, ABCP) on luottoluokitus AAA, ja se perustuu edes osittain pankin itsensä antamaan takaukseen, pankin ei tulisi hyötyä omasta takauksestaan vakavaraisuuspääomansa laskemisessa.

Baselin pankkivalvontakomitean hiljattain tekemän laadullisen vaikutustutkimuksen mukaan pankkien markkinariskin pääomavaatimus kasvaa muutosten johdosta yli kolminkertaiseksi. Uudet vaatimukset tulisi ottaa käyttöön vuoden 2010 loppuun mennessä. Baselin komitea myös korotti pilarin 2 vaatimuksia puuttuakseen pankkien riskienvalvontakäytäntöjen puutteisiin ja kiristi pilarin 3 julkistamisvaatimuksia, jotka liittyvät arvopaperistettuihin eriin ja taseen ulkopuolisille yhtiöille annettuihin takauksiin.

Joulukuussa 2009 komitea julkisti kommentoitavaksi suuren kokonaisuuden ehdotuksia finanssikriisin paljastamien sääntelyn puutteiden korjaamiseksi. Ehdotukset jakautuvat viiteen kokonaisuuteen. Nämä koskevat

1) pankkien omien varojen laadun ja läpinäkyvyyden parantamista,
2) pankkien maksuvalmiuspuskureille asetettavia määrällisiä rajoituksia,
3) pankkien liiallista velkaantumista rajoittavaa vähimmäisomavaraisuusastevaatimusta,
4) pankkitoiminnan taloussuhdanteita voimistavan vaikutuksen hillitsemistä sekä
5) pankkien arvopaperi- ja johdannaiskauppaan liittyvien ns. vastapuoliriskien aiempaa kattavampaa huomioon ottamista vakavaraisuussääntelyssä.

Lisäksi Baselin komitea aikoo julkistaa systeemisesti merkittävien pankkien vakavaraisuussääntelyä sekä osakepääomaksi tietyin ehdoin muunnettavissa olevan velkarahoituksen vakavaraisuuskohtelua koskevat mahdolliset uudet ehdotuksensa myöhemmin vuoden 2010 aikana. Joulukuussa 2009 julkistetuista ehdotuksista tehdään vaikutustutkimus vuoden 2010 alkupuoliskolla. Baselin säännöstöön tehtävät muutokset on

määrä hyväksyä vuoden 2010 loppuun mennessä ja ottaa käyttöön vuoden 2012 lopussa.

Baselin komitean valmistelemien uudistusten mahdollisia vaikutuksia pankkien liiketoimintaan ja rahoitusjärjestelmän vakauteen on vielä aikaista arvioida, koska uudistukset ovat kesken. On kuitenkin selvää, että pankkien pääomavaatimukset ja maksuvalmiusvaatimukset tiukentuvat huomattavasti. Erityisesti Baselin komitean kaavailemat pankkien uudet likviditeettivaatimukset vaikuttavat varsin kireiltä. Uudistuksia viimeisteltäessä olisi tärkeää varmistaa se, että uudistukset kohtelevat tasapuolisesti yhtiömuodoltaan ja liiketoimintamalliltaan erilaisia pankkeja. On esimerkiksi jossain määrin epäselvää, miltä osin ei-osakeyhtiömuotoisten pankkien omat varat täyttävät pankkien laadukkaimmilta omilta varoilta vastaisuudessa edellytettävät kelpoisuusvaatimukset. Samoin vähimmäisomavaraisuusasteen tasoa ja sisältöä asetettaessa tulisi huolehtia siitä, ettei se kohtele epäedullisesti sellaisia pankkeja, joilla on suhteellisen suuri ja vähäriskinen tase. Tällaisia pankkeja ovat esimerkiksi vähittäisluotonantoon keskittyvät ja pankkiryhmien keskusrahalaitoksina toimivat pankit.

Euroopan unioni reagoi rahoituskriisiin muuttamalla vakavaraisuusdirektiiviä ensimmäisen kerran lokakuussa 2008. Arvopaperistettujen tuotteiden luojat velvoitettiin pitämään itsellään osa liikkeeseen laskemistaan arvopapereista, hybridiinstrumenttien kelpoisuutta osana pankkien kokonaispääomaa selkeytettiin, pankkien suuria riskejä koskevia sääntöjä kiristettiin ja valvojat velvoitettiin perustamaan valvontakollegioita useissa EU-maissa toimivien pankkikonsernien valvontaan. Direktiiviä muutettiin edelleen heinäkuussa 2009, jolloin EU:ssa otettiin käyttöön tiukemmat pääomavaatimukset pankkien kaupankäyntivarastoille ja uudelleenarvopaperistetuille erille. Lisäksi pankkien edellytetään noudattavan terveitä palkitsemiskäytäntöjä, ja tätä valvotaan pilarin 2 valvontaprosessissa. Euroopan komissio uudistaa vakavaraisuusdirektiiviä suurin piirtein samassa aikataulussa kuin Baselin komitea omaa säännöstöään. Komission odotetaan julkistavan alkuvuonna 2010 muutosehdotuksia direktiiviin. Nämä ehdotukset koskevat samoja kokonaisuuksia kuin Baselin komitean joulukuussa 2009 julkistamat ehdotukset.

Pankkien todellisten riskien mittaaminen vaikeaa

Maailmanlaajuinen rahoituskriisi on ilmentynyt suurelta osin maksuvalmiuskriisinä. Tästä syystä vakavaraisuus ei ole ainoa uudistuksen tarpeessa oleva pankkisääntelyn osa. Yhtä tärkeää on varmistaa, että pankeilla on taseissaan riittävästi likviditeettiä. Uusissa sääntelyhankkeissa tämä on jo otettu huomioon. Tästä huolimatta riskit, jotka ensin ilmenevät maksu-

valmiusriskeinä, usein sisältyvät pankkien ottamiin luotto- ja markkinariskeihin. Viimeaikaisen kriisin pohjimmaisena syynä olivat suurelta osin subprime-asuntolainat, joiden pääomavaatimukset osoittautuivat riittämättömiksi. Tämä näkökulma korostaa pääomavaatimusten ensisijaista merkitystä pankkien turvallisuuden varmistamisessa.

Kriisi on kuitenkin muistuttanut, kuinka vaikeita pankkien todellisten riskien mittaaminen ja pääomavaatimusten asettaminen näiden riskien mukaan voivat olla. Useimmat nykyisistä riskien mittausmalleista todennäköisesti antaisivat tulokseksi, että pankkien nykyisessä kriisissä kokemien tappioiden toteutumisen todennäköisyys olisi hyvin pieni. Tämä asettaa paineita uusien mallien kehittämiselle – kenties riskien mittaamisen mallintamisessa on otettava käyttöön kokonaan uusia lähestymistapoja, jotka voivat osoittaa vakaville kriisiskenaarioille realistisempia todennäköisyyksiä.

Toinen pääomavaatimusten kiristämiseen liittyvä huolenaihe on, että se voi aiheuttaa tehottomuutta rahoituksen välityksessä ja siten lisätä rahoituksen kustannuksia. Voi olla, että pankkien turvallisuuden riittävän tason saavuttaminen pelkästään pääomavaatimusten avulla olisi yhteiskunnallisesta näkökulmasta liian kallis ratkaisu. Uudet kriisit kehittyvät aina vähintään osittain uudella tavalla, eikä suojaavilla toimenpiteillä, kuten pääomavaatimuksilla, välttämättä kyetä puuttumaan niihin. Näistä syistä monet johtavat tutkijat ovat esittäneet ehdollisen pääoman järjestelyjä, jotka eivät edellyttäisi suurten pääomapuskurien ylläpitämistä pankkien taseissa tavanomaisissa oloissa. Yksi tällainen ratkaisumuoto olisi velan ja oman pääoman vaihtosopimus, jolla pankkien velat muunnettaisiin automaattisesti omaksi pääomaksi jonkin ennalta määrätyn systeemiriskiin liittyvän tapahtuman seurauksena tai valvojien päätöksellä. Muita vastaavia ideoita ovat pääomavakuutus (Kashyap – Rajan – Stein 2008) ja kaupankäynnin kohteeksi kelpaavat vakuutukset, joilla on julkinen takaus (Caballero – Kurlat 2009). Ehdollisia pääomia koskevien ajatusten yhteisenä nimittäjänä on, että ne keskittyvät enemmän potentiaalisen kriisin rajoittamiseen, ja siten niitä voi pitää paremminkin palonsammuttimena kuin tulipalon ehkäisykeinoina.

Haasteena parantaa vakavaraisuutta tehokkuudesta tinkimättä

Tässä artikkelissa on tuotu esiin joitakin näkökulmia keskusteluun pankkien vähimmäispääomavaatimusten uudistamisesta maailmanlaajuisen rahoituskriisin jälkeen. Pääomavaatimusten yleinen taso mitä luultavimmin nousee, ja tulevat vaatimukset todennäköisesti myötäilevät suhdannevaihteluja siten, että niitä kiristetään noususuhdanteessa ja lievennetään laskusuhdanteessa. Pääomavaatimusten kytkeminen yksittäisten

laitosten järjestelmäriskeihin on haasteellista, mutta sitä pohditaan edelleen.

Rahoitusjärjestelmän vakauden parantaminen uhraamatta liiaksi järjestelmän tehokkuutta on hyvin vaativa tavoite. Paras menettelytapa tämän saavuttamiseksi lienee erilaisten politiikkakeinojen yhdistelmä eikä ainoastaan pääomavaatimusten uudistaminen. Muita keskeisiä toimenpiteitä ovat pankkeihin sovellettavat maksuvalmiusvaatimukset ja vararikkoon joutuneiden pankkien uudelleenjärjestelyjen parantaminen.

Avainsanat: Basel II, vakavaraisuusvaatimukset, rahoituskriisi, myötäsyklisyys, järjestelmäriskit

Lähdeluettelo

Acharya, V. – Schnabl, P. (2009) How banks played the leverage game. Teoksessa Acharya, V. – Richardson, M. (toim.) Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System. New York University Stern School of Business. Helmikuu.

Bank of England (2009) The role of macroprudential policy: A Discussion Paper. Marraskuu.

Boissay, F. – Kok Sørensen, C. (2009) The stabilising effects of risk-sensitive bank capital. EKP:n Working Paper -sarjan julkaisu (ilmestymässä lähiaikoina).

Caballero, R. – Kurlat, P. (2009) The 'surprising' origin and nature of financial crises: a macroeconomic policy proposal. Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy. Jackson Hole, elokuu.

Cannata, F. – Quagliariello, M. (2009) The Role of Basel II in the Subprime Financial Crisis: Guilty or Not Guilty? CAREFIN Research Paper nro 3/09.

Financial Services Authority (2009) The Turner Review – A regulatory response to the global banking crisis. Maaliskuu.

IMF (2009) Global Financial Stability Report. Lokakuu.

Jokivuolle, E. – Kiema, I. – Vesala, T. (2009) Credit allocation, capital requirements and procyclicality. Suomen Pankin keskustelualoite 23/2009.

Kashyap, A. – Rajan, R. – Stein, J. (2008) Rethinking capital regulation. Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on Maintaining Stability in a Changing Financial System. Jackson Hole, elokuu.

Repullo, R. – Suarez, J. (2008) The procyclical effects of Basel II. CEPR Discussion Paper -sarjan julkaisu nro 6862. Kesäkuu.

Tucker, P. (2009) Barclays Annual Lecture -luento, 22. lokakuuta.

Valtioiden rahoitustarpeet ja institutionaaliset sijoittajat

1.2.2010

Heli Huhtala
toimistopäällikkö
pankkitoimintaosasto

Rahoitusmarkkinakriisin ja taloustaantuman seurauksena julkisen sektorin rahoitustarpeet ovat voimakkaassa kasvussa. Valtioiden markkinaehtoisen rahoituksen hinta määräytyy joukkovelkakirjamarkkinoilla paitsi reaalikorkojen ja inflaatio-odotusten mukaan myös kysyntä- ja tarjontatekijöiden perusteella. Euroopan valtioiden tulevat rahoitustarpeet[1] lisäävät velkakirjamarkkinoiden tarjontaa. Tässä artikkelissa tarkastellaan valtioiden velkakirjamarkkinoiden kysyntätekijöitä institutionaalisten sijoittajien näkökulmasta. Institutionaalisiksi sijoittajiksi määritellään tässä keskuspankit, valtioiden sijoitusrahastot, eläkerahastot, sijoitusrahastot ja vakuutusyhtiöt. Näiden sijoittajien sijoituspäätökset vaikuttavat oleellisesti valtioiden rahoituskustannuksiin.

Rahoitusmarkkinakriisin ja heikentyneen taloudellisen ympäristön seurauksena valtioiden rahoitustarpeet ovat kasvaneet. OECD-maat laskivat liikkeeseen velkaa vuonna 2009 noin 16 000 mrd. Yhdysvaltain dollaria.[2] Kuluvana vuonna rahoitustarpeiden ennakoidaan olevan suurin piirtein samaa luokkaa, joskin niihin kohdistuva epävarmuus on vielä suurta (kuvio 1). Rahoitustarpeiden kasvaminen nostaa esiin kaksi merkittävää kysymystä: onko rahoitusta saatavilla ja mihin hintaan. Rahoitustarpeiden kasvaessa valtiot joutuvatkin pohtimaan keinoja kohdata koventunut kilpailu sijoittajavirtojen suuntautumisesta.

Suurin osa valtioiden rahoitustarpeista on uudelleenrahoitustarvetta: uudella velalla katetaan erääntyvä velka. Nettomääräisesti OECD-maiden odotetaan tänä vuonna laskevan liikkeeseen uutta velkaa noin 3 500 mrd. dollarin arvosta. Tämä on yli 7 kertaa vuonna 2007 liikkeeseen laskettu määrä (kuvio 2). Rahoitustarpeiden kasvun vuoksi onkin tärkeää pitää yllä ja mielellään laajentaa valtionvelan sijoittajakuntaa.

Vuoden 2009 aikana valtioiden velkakirjamarkkinoilla nähtiin merkkejä kysynnän heikkenemisestä. Huutokauppojen järjestäminen onnistui vaihtelevasti: joidenkin valtioiden velan liikkeeseenlaskut olivat ylimerkittyjä, kun samanaikaisesti toiset valtiot joutuivat maksamaan huomattavan suuren preemion velastaan tai olivat jopa kykenemättömiä hankkimaan rahoitusta suunnittelemaansa määrää. Tämän vuoden aikana julkisen sektorin velan rahoittamiseen liittyvä epävarmuus tuntuu edelleen kasvaneen, mistä esimerkkeinä voidaan mainita Dubain ja Kreikan rahoitusongelmat.

Viime aikojen tapahtumat eivät kuitenkaan ole merkki laajamittaisesta valtioiden huonosta luottokelpoisuudesta tai siitä johtuvasta yleisestä kyvyttömyydestä hankkia rahoitusta markkinoilta. Ennemminkin niitä voidaan pitää yksittäistapauksina,

[1] Ilves – Viertola, Euro & talous 4/2009.

[2] OECD (2009) Financial Market Trends.

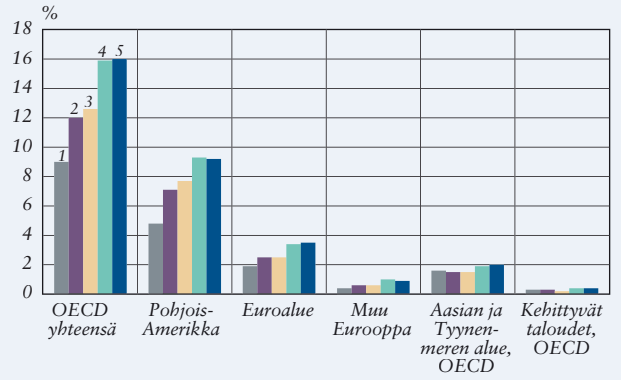
joissa markkinoiden heikko likviditeetti ja yksittäiseen liikkeeseenlaskijaan liittyvät epäluulot aiheuttavat väliaikaisia ongelmia markkinoilla. Tällaisilla yksittäistapauksilla on kuitenkin merkittävä signaalivaikutus rahoitusmarkkinakriisin heikentämillä velkakirjamarkkinoilla. Epävarmuus heijastuu herkästi markkinoiden yleisiin riskilisiin ja sitä kautta korkotasoon.

Valtion velkakirjamarkkinoilla on suuri merkitys keskuspankkien toimintaympäristöön. Valtioiden velkakirjojen tuottotasot, eli sijoittajien perimät korot, ovat määrittelemässä kaikkien talouden sektoreiden rahoituskustannuksia. Valtion rahoituskustannukset näkyvät niin kyseisen maan pankkien ja yritysten rahoituskustannuksissa kuin kotitalouksien lainanhoitokustannuksissa.

Eri maturiteettisten velkakirjojen tuottotaso – eli ns. tuottokäyrän muoto – määräytyy paitsi keskuspankin asettaman ohjauskoron myös inflaatio-odotusten ja riskipreemioiden sekä markkinoiden kysyntä- ja tarjontatekijöiden mukaan. Velkakirjamarkkinoiden kysyntä kuvastaa sijoittajavirtoja ja eri sijoituskohteisiin kohdistuvaa sijoittajien kysyntää. Sijoittajavirtojen vaikutusta velkakirjamarkkinoihin ja tuottokäyrän muotoon on tutkittu akateemisessa kirjallisuudessa lähinnä Yhdysvaltain joukkovelkakirjamarkkinoilla. Empiiristen tutkimusten tulokset ovat vaihtelevia, mutta viittaavat vahvasti siihen, että sijoittajavirtojen kohdistumisella on

Kuvio 1.

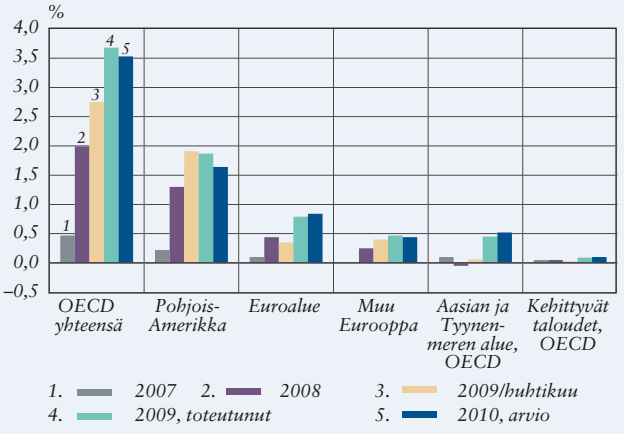
Rahoitustarpeiden kasvu vuosina 2007–2009



Lähde: OECD.

Kuvio 2.

Nettorahoitustarpeen kasvu vuosina 2007–2009



Lähde: OECD.

merkittävä vaikutus maturiteetiltaan pitkien velkakirjojen korkotasoon.

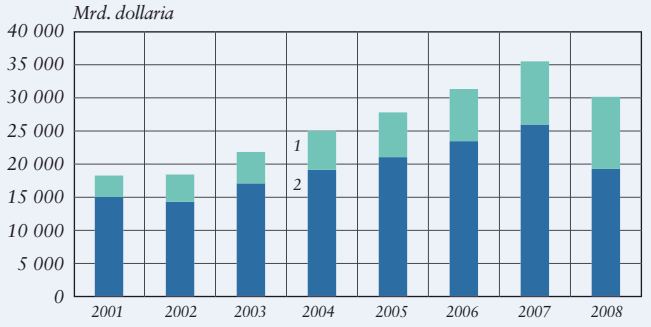
Institutionaaliset sijoittajat

Kansainvälisillä joukkovelkakirjamarkkinoilla suurimpia sijoittajia ovat perinteisesti olleet keskuspankit,

eläkerahastot ja sijoitusrahastot. Nämä institutionaaliset sijoittajat hallinnoivat valtaosaa maailmanlaajuisista säästöistä ja ovat siten niin julkisen kuin yksityisen sektorin merkittävimpiä rahoittajia. Pelkästään eläkerahastot, keskuspankit ja valtioiden sijoitusrahastot hallinnoivat yli 30 000 mrd. dollarin sijoitusvarallisuutta (kuvio 3). Viime aikoina myös muut sijoitusrahastot ovat kasvaneet merkittävästi. Institutionaalisten sijoittajien hallinnoima varallisuus on tyypillisesti hajautettu useaan sijoitusluokkaan. Valtion velkakirjat ovat yksi osa korkosijoituksia. Institutionaaliset sijoittajat omistavat merkittävän osan liikkeeseen lasketuista valtion velkakirjoista: euroalueella institutionaalisten sijoittajien osuus markkinoista on noin 74 % (kuvio 4).

Kuvio 3.

Eläkerahastojen, keskuspankkien ja valtiollisten sijoitusrahastojen sijoittama varallisuus vuosina 2001–2008

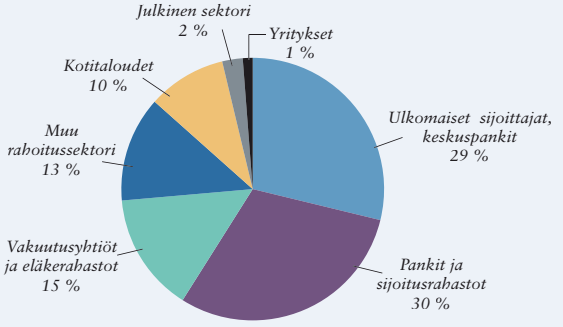


1. Keskuspankit ja valtiolliset sijoitusrahastot
2. Eläkerahastot

Lähteet: IMF, OECD ja SWF Institute.

Kuvio 4.

Euroalueen valtioiden joukkovelkakirjojen jakautuminen sijoittajatyypin mukaan vuoden 2009 toisella neljänneksellä



Lähde: JP Morgan.

Keskuspankkien sijoitustoiminta lähestynyt markkinakäytäntöjä

Institutionaalisten sijoittajien hallinnoima varallisuus on moninkertaistunut viimeisten 15 vuoden aikana. Kehitykseen ovat vaikuttaneet monet talouksien rakenteelliset ja sykliset seikat. Talouksien avautumisen ja niiden rakenteiden kehittymisen seurauksena sijoittajille on avautunut uusia ja moninaisia mahdollisuuksia kasvattaa varallisuuttaan. Väestörakenteen muutokset, muutokset talouden ja rahoitussektorin sääntelyssä sekä raaka-ainemarkkinoiden tarjoamat ns. windfall gain -tilaisuudet ovat tukeneet sijoitettavan varallisuuden nopeaa kasvua ja samalla erilaisten rahoitusinstrumenttien kysyntää. Sijoitettavan varallisuuden kasvun seurauksena institutionaalisten sijoittajien sijoitusavaruus laajeni ja kansainvälistyi rahoituskriisiä edeltävinä vuosina. Sijoitusvarallisuuden kansainvälinen kasvu sinänsä on rahoi-

tusjärjestelmän vakautta tukeva tekijä, mutta rahoitusvirtojen valtava koko ja rahoituksen tarvitsijoiden riippuvuus näistä virroista on myös herättänyt huolestumista.

Keskuspankkien hallinnoimien valuuttavarantojen ja muiden rahoitusvarallisuuserien määrä on kasvanut merkittävästi erityisesti kehittyvissä maissa, joissa talouden nopea vientivetoinen kasvu ja usein myös kiinteän valuuttakurssin politiikka ovat kasvattaneet reservejä. Kehittyneiden maiden keskuspankkien sijoitusvarallisuus on kasvanut tasaisemmin. Uudempana ilmiönä moni valtio ja jotkin keskuspankit ovat rahastoineet ylimääräistä rahoitusvarallisuutta erityisiin valtiollisiin sijoitusrahastoihin (ns. sovereign wealth fund). Valtiollisissa sijoitusrahastoissa on tällä hetkellä sijoitettavaa varallisuutta noin 6 000 mrd. dollarin arvosta. Sijoitukset on hajautettu maailmanlaajuisesti, mutta painopiste on ollut merkittävällä tavalla Yhdysvaltain dollarin määräisissä sijoituksissa.

Keskuspankkien ja valtiollisten sijoitusrahastojen sijoitusten hallinnointi on perinteisesti ollut melko konservatiivista. Varsinkin keskuspankit ovat sijoitustoiminnassaan painottaneet turvallisuutta ja likvidiyttä. Kun viime vuosikymmenen aikana niiden valuuttavarannot ovat kasvaneet ja likvidiysvaatimusta on tämän vuoksi voitu pienentää, keskuspankkien sijoittamisen tapa on lähestynyt markkinakäytäntöjä ja muiden institutionaalisten sijoittajien käyttäytymistä. Tämän seurauksena sijoitettava varallisuus on sijoitettu aikaisempaa laajempaan sijoituskohdevalikoimaan ja varainhallinnassa painotetaan turvallisuuden lisäksi suotuisaa tuottojen ja riskien suhdetta.

Eläkesijoittajat hakeneet lisätuottoja kansainvälisiltä velkakirjamarkkinoilta

Eläkevarojen vuotuinen kasvu on OECD-maissa ollut keskimäärin noin 7 % viimeisen kymmenen vuoden aikana.[3] Eläkkeiden rahoitukseen tarkoitetun sijoitetun varallisuuden määrä on keskimäärin 72 % näiden maiden bruttokansantuotteesta, joskin maiden välillä on suuria eroja (kuvio 5). Eläkerahastojen sijoitusten arvon arvioidaan tällä hetkellä olevan yli 20 000 mrd. dollaria. Näistä sijoituksista noin puolet on yhdysvaltalaisten eläkesijoituksia.

Arviolta yli 20 000 mrd. dollarin arvoisista eläkerahastosijoituksista noin puolet on yhdysvaltalaisia.

Eläkevarojen sijoittamisessa rahoitusmarkkinakriisiä edeltänyttä aikaa hallitsivat sijoitusten kansainvälistyminen ja riskinottohalukkuuden kasvaminen. Kansalliset eläkejärjestelmät ovat lähes kaikkialla alikatettuja, joten tulevien eläkemaksujen kattamiseksi eläkevarojen hoitajien on pitänyt tavoitella parempia tuottoja riskillisimmistä sijoitusluokista. Euroopassa alhainen korkotaso valtion velkakirjamarkkinoilla ja joukkovelkakirjamarkkinoiden suhteellinen kehittymättömyys ovat jossain määrin ajaneet eläkesijoittajia hake-

[3] OECD (2008) Pension markets in Focus. Watson Wyatts 2008 Pension Fund Study.

maan lisätuottoja kansainvälisiltä velkakirjamarkkinoilta, erityisesti Yhdysvalloista ja kehittyviltä markkinoilta.

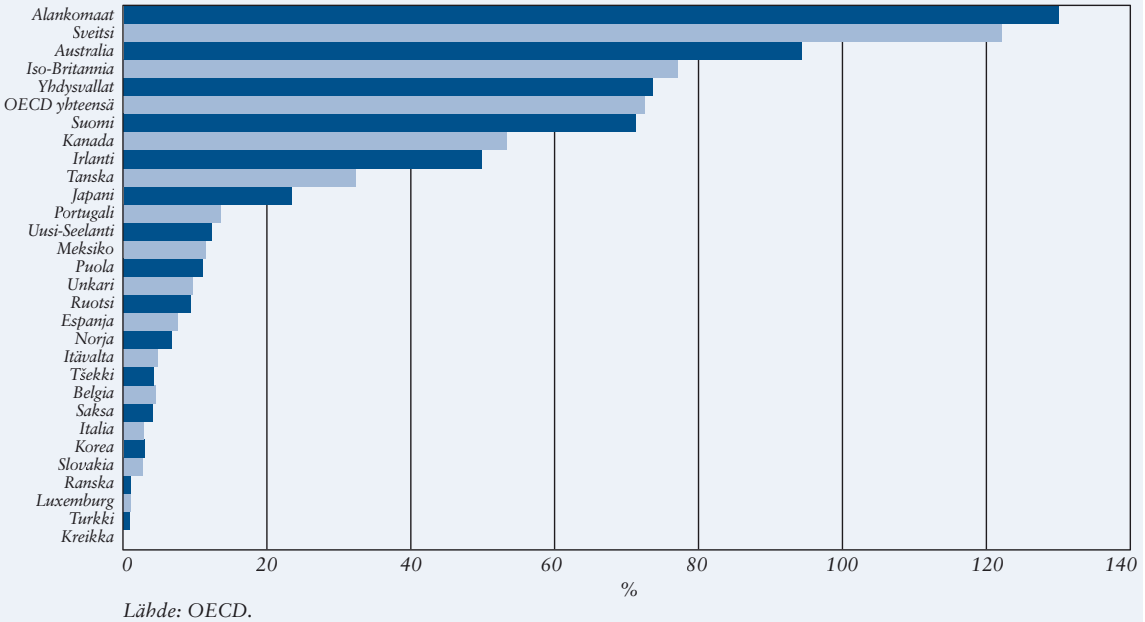
Väestörakenteen muuttuminen ja eläkkeiden rahoitusta koskevan lainsäädännön kehittyminen viime vuosikymmeninä ovat kasvattaneet institutionaalisten sijoittajien hallinnoimia eläkevaroja huomattavasti. Näin on käynyt varsinkin Isossa-Britanniassa, Yhdysvalloissa, Sveitsissä ja Hollannissa, joissa yksityisten eläkeyhtiöiden toiminta kehittyi aikaisin (kuvio 5). Eläkevarojen kasvun ja niiden sijoittamisen laajenemisen myötä on syntynyt myös tarve säännellä näiden varojen sijoittamista ja varoja hallinnoivien yhtiöiden vakavaraisuutta. Sääntelyn kehittyminen on vaikuttanut eläkevaroista syntyviin sijoitusvirtoihin vaihtelevasti, kun kukin maa on kehittänyt omaa sääntelyään kansallisesti.

Sijoitusrahastojen merkitys kasvanut

Sijoitusrahastojen merkitys kansainvälisissä pääomavirroissa on viime vuosina kasvanut. Tämä on seurausta toisaalta eläkesäästämisen muotojen monipuolistumisesta ja toisaalta suotuisasta taloudellisesta kehityksestä, joka on mahdollistanut myös yksityisten säästöjen kasvun ja kertymisen sijoitusrahastoihin. Sijoitusrahastojen sijoitusvirtojen tulkinta on hankalampaa kuin valtiollisten sijoitusrahastojen, keskuspankkien ja eläkerahastojen tapauksessa, koska sijoitusvarallisuuden lähdettä tai sijoittamisen motiiveja ei ole mahdollista yksilöidä.

Kuvio 5.

Eläkerahastot suhteessa OECD-maiden BKT:hen



Lähde: OECD.

Kaikkiaan voidaan todeta, että kansainvälisten pääomavirtojen ja sijoitettavan varallisuuden kasvu rahoitusmarkkinakriisiä edeltävinä vuosina oli huimaa ja sillä oli vaikutusta sijoitusinstrumenttien hinnoitteluun kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. Rahoitusinstrumenttien kasvavat markkinat ja kaupankäyntimäärät yhdessä laskevien tuottotasojen kanssa vahvistavat käsitystä, että näihin vuosiin ajoittuneet muutokset ovat tulos sijoittajapohjan laajenemisesta ja kysynnän kasvusta. Sijoittajavirroilla oli siis huomattava merkitys markkinaehtoisen valtionvelan rahoituskustannuksen muodostumisessa. Esimerkiksi Yhdysvaltain valtion pitkien velkakirjojen korkotason arvioitiin vuonna 2005 olleen ulkomaisten sijoittajavirtojen vuoksi 0,5–1,0 prosenttiyksikköä matalampi kuin se muuten olisi ollut.[4]

Rahoitusmarkkinakriisin vaikutukset institutionaalisiin sijoittajiin

Rahoitusmarkkinakriisillä on ollut sekä suoria että epäsuoria vaikutuksia institutionaalisiin sijoittajiin. Suorista vaikutuksista merkittävimpiä ovat olleet varallisuushintojen laskun aiheuttama sijoitusvarallisuuden supistuminen sekä tämän seurauksena syntynyt halu karttaa riskejä. Toisaalta keskuspankkien ja valtioiden mittavilla tukitoimilla on ollut positiivinen vaikutus sijoitusmarkkinoiden likviditeettiin ja kysyntään. Epäsuorista vaikutuksista laajimpia tulee todennäköisesti olemaan se, että rahoitusmarkkinoiden ja joidenkin institutionaalisten sijoittajien sääntely tiukentuu.

Sijoitettava pääoma uuteen kasvuun

Rahoitusmarkkinakriisin oletettiin vaikuttavan merkittävästi julkisen sektorin sijoittajiin, koska kriisin ratkaisuna oli yksityisen sektorin riskien osittainen siirtäminen valtioiden taseeseen. Näyttää kuitenkin siltä, että valtioiden rahoitustarpeiden lisääntyminen hoidetaan valtioiden kasvavalla velanotolla ja keskuspankkien sijoitettava varallisuus pysyy maailmanlaajuisesti tarkasteltuna lähes ennallaan. Valtioiden ja maanosien välillä on tässä kuitenkin suuria eroja. Joidenkin keskuspankkien rahoitusvarallisuus on pienentynyt pankkien likviditeetti- ja hätärahoitustarpeiden aiheuttamien ulosvirtausten seurauksena ja joidenkin arvostustappiot ovat aiheuttaneet sijoitusvarallisuuden markkina-arvon laskua. Välillisesti keskuspankkien ja valtiollisten sijoitusrahastojen kokoon voi myös vaikuttaa valtioiden rahoitustarpeiden kasvu, koska valtiolla saattaa olla merkittäväkin rooli valtiollisten sijoitusrahastojen ja joissakin tapauksissa myös keskuspankin ohjauksessa.

Vaikeista taloudellisista ajoista huolimatta keskuspankkien rahoitusvarallisuuden ja valtiollisten sijoitusrahastojen varallisuuden oletetaan

[4] Fed (2005) International Capital Flows and U.S. Interest Rates.

tulevinakin vuosina kasvavan. Erityisen positiiviseksi kehitys nähdään kehittyvissä talouksissa, joiden odotettu talouskehitys ei ole kärsinyt Yhdysvaltoihin ja Eurooppaan keskittyneestä pankkikriisistä samoin kuin kehittyneissä länsimaissa (kuvio 6). Raaka-aineiden hyvänä jatkuva kysyntä ja kiinteiden valuuttakurssien politiikka luovat edelleen hyvät edellytykset valuuttavarantojen kasvulle kehittyvissä talouksissa.[5]

Eläkerahastojen sijoitettavan varallisuuden kasvu näyttää toistaiseksi jatkuvan.

Eläkerahastojen sijoitettavan varallisuuden kasvu näyttää toistaiseksi jatkuvan. Eläkerahastojen hallinnoiman varallisuuden pieneneminen vuonna 2008 johtui paljolti sijoitusten markkina-arvon laskusta (kuvio 3). Sijoitusten arvonalennukset koettelivat pahiten Euroopan reunaalueiden maita ja sellaisia eläkesijoittajia, jotka altistuivat voimakkaasti valuutta- tai osakekurssiriskille.

Toisaalta monissa OECD-maissa eläkkeiden rahastointi on vielä lapsenkengissä, ja lähes kaikissa kehittyvissä talouksissa eläkejärjestelmätkin ovat vasta kehittymässä. Eläkkeiden rahastoinnin oletetaan tulevaisuudessa yleistyvän kaikkialla maailmassa, ja tämän vuoksi eläkerahastojen pääoman ja sijoitusvarallisuuden oletetaan tulevinakin vuosina kasvavan.

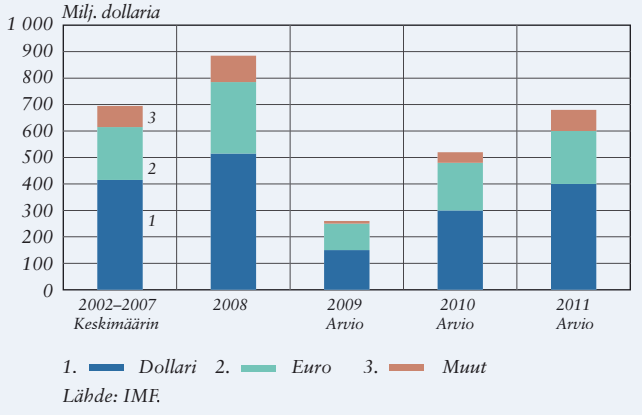
Länsimaissa pohditaan parhaillaan laajasti ikääntymisen vaikutuksia talouskehitykseen. Ikääntyminen ja suurten ikäluokkien eläköityminen voivat vaikuttaa myös rahoitusmarkkinoihin, kun nykyiset eläkesäästäjät muuttuvat seuraavien vuosikymmenten aikana eläkekuluttajiksi ja eläkemaksujen kattamiseksi tehtyjä sijoituksia aletaan vähitellen purkaa. Koska ikääntymisen vaikutukset ovat merkittävimmät kehittyneissä länsimaissa ja koska potentiaalia uusien eläkejärjestelmien ja rahastoinnin kasvuun on eniten kehittyvissä talouksissa, tulee eläkerahastojen kasvun painopiste todennäköisesti siirtymään tulevaisuudessa Yhdysvalloista ja Euroopasta kehittyviin maihin (kuvio 5).

Rahoitusmarkkinakriisin seurauksena rahoitusmarkkinoilla on tällä hetkellä aidon sijoituskysynnän lisäksi runsaasti muutakin julkista likviditeettiä. Keskuspankit ovat tarjonneet markkinoille poikkeuksellisen paljon likviditeettiä rahoitusmarkkinakriisin vaikutusten lieventämiseksi. Euroalueella näitä epätyypillisiksi luokiteltavia rahapolitiikan välineitä oli vuoden 2009 puolivälissä käytössä yli 700 mrd. dollarin ja Yhdysvalloissa yli 1 200 mrd. dollarin edestä. Kes-

[5] IMF (2009) Global Stability Report.

Kuvio 6.

Kehittyvien maiden valuuttavarantojen odotettu kehitys



Lähde: IMF.

kuspankkien lisäksi valtiot ovat tukeneet rahoitussektoria erilaisin toimenpitein, kuten takauksin ja pääomituksin. Tukitoimet ovat olleet erittäin mittavia, ja on ollut nähtävissä merkkejä siitä, että osa keskuspankkien liikkeeseen laskemasta ylimääräisestä likviditeetistä on suuntautunut institutionaalisten sijoittajien kautta rahoitusmarkkinoille.

Rahoitusmarkkinakriisi on lisännyt riskien karttamista

Rahoitusmarkkinakriisi vaikutti sijoittajien käsityksiin riskistä samoin kuin riskinsietokykyyn monella tavalla. Riskien mittaamiseen ja analyysiin ollaan parhaillaan kehittämässä uudenlaisia välineitä, jotta erityisesti rakenteeltaan monimutkaisten ja luottoriskillisten sijoituskohteiden riskit saadaan hallittua paremmin. Kriisin seurauksena sijoittajat ovat suhtautuneet aikaisempaa varovaisemmin sijoituskohteisiin, joiden arvostus on hankalaa tai joiden likviditeetistä ei ole kaikissa markkinaolosuhteissa takeita. Riskinkarttavuuden lisääntymisen vuoksi riskien arvioinnissa ollaan aikaisempaa tarkempia ja sijoittajat valitsevat sijoituskohteet entistä huolellisemmin. Tämä on toisaalta suunnannut sijoittajavirtoja aikaisempaa enemmän valtion velkakirjamarkkinoille, mutta toisaalta nostanut esiin yksittäisiin valtioihin liittyvän luottoriskin arvioinnin tärkeyden.

Keskuspankit ja sijoitusrahastot ovat rahoitusmarkkinakriisin seurauksena joutuneet kiinnittämään entistä enemmän huomiota sijoituskohteiden likvidiyteen. Aikaisempina vuosina institutionaaliset sijoittajat olivat tottuneet hyvin vakaaseen sijoitusympäristöön ja tasaiseen sijoitusvarallisuuden kasvuun. Siksi kriisiolosuhteissa esiin tulleet likviditeettitarpeet ja markkinoiden ajoittainen toimimattomuus yllättivät monet. Kriisin jälkeen käsitys markkinoiden likvidiydestä ja instituutioiden likviditeetintarpeesta on muuttunut pysyvästi.

Riskin karttamisen lisääntyminen on ajanut institutionaalisia sijoittajia suosimaan aikaisempaa enemmän sijoituksia kotimarkkinoilleen. Tämä ns. home bias on perusteltavissa paitsi ulkomaisia sijoituksia pienemmillä valuuttakurssi- ja korkoriskitasolla myös informaatioedulla. Lähialueille ja tuttuihin sijoituskohteisiin tehtävistä sijoituksista on saatavilla paremmanlaatuista ja ajantasaisempaa tietoa, mikä varmistaa sijoituskohteesta tehtävää riskianalyysiä.

Rahoituskriisin jälkeen käsitykset markkinoiden likvidiydestä ja instituutioiden likviditeetintarpeesta ovat muuttuneet pysyvästi.

Sääntelyn tiukentaminen lisää valtion velkakirjojen kysyntää

Pankkien ja eläkesijoittajien viime vuosina kärsimät sijoitustappiot ovat nopeuttaneet niiden sääntelyn tiukentamista. Sääntely koskee erityisesti vakavaraisuuden eli sijoitusten ja vastuiden suhteen määrittämistä ja vakavaraisuuden rajoittamista. Sääntelyn tiukentaminen todennäköisesti vähentää riskinottohalukkuutta. Tämä oletettavasti suosii valtion vel-

kakirjoja. Valtioiden jakaantuminen luottokelpoisuudeltaan vahvempiin ja heikompiin saattaa vahvistua myös sääntelyn kautta, kun heikomman luottokelpoisuusluokituksen valtioiden rahoituksen saanti suhteessa vahvoihin vaikeutuu. Sääntely heijastuu vakavaraisuusvaatimuksiin ja eri sijoitusluokkien riskillisyyden painotuksiin. Sääntelyn odotetaan tiukkenevan, jolloin vähäriskisempien sijoitusluokkien suosion voidaan olettaa kasvavan.

Euroalueen valtioiden asema rahoituksen hakijana

Valtioiden rahoitustarpeiden kasvaessa kilpailu potentiaalisista sijoittajista kovenee. Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymisen seurauksena euroalueen valtiot kilpailevat sijoittajista tällä hetkellä tasavertaisesti muiden liikkeeseenlaskijoiden kanssa. Tällöin sijoittajien ja sijoitusvirtojen houkuttelussa avainasemassa ovat liikkeeseenlaskijoiden luottokelpoisuus, luottokelpoisnäkymät sekä lainanoton rakenne sijoittajien kysyntään verrattuna.

Valtioiden vahvuuksia velanottajina ovat ennen kaikkea niiden liikkeeseen laskemien velkakirjojen turvallisuus ja likvidiys. Rahoitusmarkkinakriisin jälkeen nämä ominaisuudet ovat olleet haluttuja institutionaalisten sijoittajien keskuudessa. Sijoitusjakaumassa turvallisten sijoituskohteiden lisääminen pienentää sijoitusten markkina-arvon vaihteluja ja vähentää luottotappioiden todennäköisyyttä.

Valtion velkakirjojen likvidiys on yleensä parempi kuin muiden joukkovelkakirjojen suurten liikkeeseenlaskumäärien ja vakiintuneen markkinarakenteen vuoksi. Sijoittajien varmuus siitä, että sijoituskohteille saa kaikissa markkinaolosuhteissa sekä osto- että myyntihinnan, on noussut aikaisempaa tärkeämmäksi tekijäksi harkittaessa sijoitusten jakautumista eri sijoitusluokkiin.

Rahoitusmarkkinoilla sijoittajat joutuvat maksamaan sijoituskohteiden turvallisuudesta ja likvidiydestä niistä saatavan vähäisemmän tuoton muodossa. Matala tuottotaso onkin valtioiden suhteellinen heikkous velkakirjojen liikkeeseenlaskijana markkinoilla. Rahoitusmarkkinakriisin jälkeen monilla sijoittajilla on suuri tarve korjata heikentyneitä taseitaan ja sijoitusten markkina-arvon alenemista, minkä seurauksena tuottohakuisuus on viime aikoina selvästi kasvanut. Sijoittajavirtojen onkin nähty viime aikoina suuntautuvan takaisin riskillisempiin sijoitusluokkiin.

Sääntelyn tiukentumisen seurauksena arviot eri sijoitusluokkien riskillisyydestä ovat tyypillisesti korostuneet. Tämä parantaa riskittömiksi katsottujen ja luottokelpoisuudeltaan hyvien valtion velkakirjojen suhteellista houkuttelevuutta. Omaisuuserien markkina-arvojen laskun seurauksena esimerkiksi eläkevakuutusyhtiöiden vakavaraisuus on huonontunut, mikä pakottaa suuntaamaan sijoituksia aikaisempaa enemmän turvallisiin sijoituskohteisiin ja

erityisesti pienempiriskisimpiin korkoinstrumentteihin.

Euroopan valtiot ovat muiden suurten lainanottajien tavoin hyvin riippuvaisia institutionaalisten sijoittajien sijoitusvirroista. Suurten ja vakaiden sijoittajien kiinnostuksesta kilpaillaan kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. Eurooppalaisten valtioiden velkakirjojen houkuttelevuudelle voidaan institutionaalisten sijoittajien näkökulmasta pitää suurimpana uhkana yksittäisten valtioiden luottokelpoisuuden muutoksia ja lainanottotarpeisiin kohdistuvaa epävarmuutta. Tämä jakaa Euroopan valtiot aikaisempaa selvemmin ”hyviin” ja ”huonoihin”, mikä ei välttämättä ole eurooppalaisten joukkovelkakirjamarkkinoiden etu.

Sijoittajien halu hajauttaa sijoituksia aikaisempaa enemmän pois Yhdysvaltain dollarin määräisistä sijoituskohteista saattaa vastedes tukea Euroopan joukkovelkakirjamarkkinoita. Myös kotimarkkinoiden suosiminen saattaa lisätä kiinnostusta eurooppalaisiin sijoituksiin. Toisaalta eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden sirpaleisuus ja heterogeenisuus ovat selvä haitta kilpailussa sijoittajavirroista. Koska euroalueen valtiot hoitavat rahoituksen hankkimisen itsenäisesti ja toisistaan riippumatta, ne kilpailevat sijoittajista myös keskenään. Tässä kilpailussa parhaiten selviävät maat, joiden julkisen talouden kestävyys on hyvä ja joiden velkakirjatarjonta vastaa mahdollisimman hyvin rakenteeltaan ja ajoitukseltaan markkinoilla olevaa kysyntää.

Asiasanat: julkinen velkaantuminen, velanhallinta, sijoittajat, arvopaperisijoitukset

Skenaarioita maailmantalouden tasapainottomuuksien korjaantumisesta

2.2.2010

Mika Kortelainen
ekonomisti
rahapolitiikka- ja tutkimusosasto

Marko Melolinna
ekonomisti
rahapolitiikka- ja tutkimusosasto

Maailmantalouden tasapainottomuuksien eli globaalien vaihtotase-epätasapainojen kasvusta on viime vuosikymmenen aikana tullut merkittävä maailmantaloutta leimaava ilmiö. Näiden epätasapainojen korjaantuminen tulee todennäköisesti vaatimaan sekä rakenteiden muutoksia että valuuttakurssien sopeutumista maailman suurimmissa talouksissa. Vaihtotaseiden epätasapainot nivoutuvat kulutuksen, säästämisen ja investointien epätasaiseen jakautumiseen maailmantaloudessa. On ilmeistä, että epätasapainojen sopeutuminen vaatii sekä säästämisasteen nousua Yhdysvalloissa että sen laskua ja kulutuskysynnän lisääntymistä Kiinassa. Valuuttakursseilla on potentiaalisesti tärkeä rooli vaihtotaseiden epätasapainojen pienentämisessä.

Tässä artikkelissa tarkastellaan Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän ja sen korjautumisen makrotaloudellisia vaikutuksia Yhdysvalloissa ja muualla maailmantaloudessa. Aluksi esitellään aihepiiri ja käydään läpi alan tutkimusta. Sen jälkeen esitetään yksinkertainen Yhdysvaltain huoltotasekehikkoon pohjautuva skenaariolaskelma vaihtotaseen alijäämän umpeutumisen vaikutuksista maan yksityiseen kulutukseen ja vastaava ”peilikuvalaskelma” Kiinan osalta. Lopuksi esitellään makrotaloudelliseen malliin perustuva laskelma Yhdysvaltain ja euroalueen välisestä vaihtotaseen sopeutuksesta ja sen vaikutuksista.

Tarve Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän korjaantumiseen nähty tutkimuksissa jo pitkään

Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämä kasvoi 2000-luvulla aiempaan verrattuna poikkeuksellisen suureksi (kuvio 1). Suurimmillaan alijäämä oli n. 6 % BKT:stä vuonna 2006. Sittemmin alijäämä on supistunut siten, että vuonna 2009 se oli arviolta vajaat 3 % BKT:stä.

Periaatteessa vaihtotaseen poikkeama nollasta ei välttämättä ole epätasapainotila. Jos maan pääoman tuottavuus on pitkällä aikavälillä keskimäärin parempi kuin muun maailman, tämä houkuttelee korkeammalla tuottotasolla ulkomaisia sijoittajia rahoittamaan maan rahoitusalijäämää (eli vaihtotaseen alijäämää) mahdollisesti pitkäänkin. Vaikka tämäntyyppistä perustelua Yhdysvaltain vaihtotaseen ongelmattomuudesta on jonkin verran käytetty, tutkimuksen valtavirta näkee Yhdysvaltain vaihtotaseen kasvavan alijäämän kuitenkin epätasapainotilaksi (esim. Eichengreen 2006). Tilanteen kestämättömyyttä perustellaan yleensä sillä, että Yhdysvaltain vaihtotaseen pitkäaikainen alijäämä kerryttää vähitellen maan ulkomaisen nettovelan niin suureksi, että jossain vaiheessa suurin osa maan pääomakannasta on ulkomaisessa omistuksessa. Tällaista tilannetta voidaan pitää epärealistisena sekä kotimaisista poliittisista että ulkomaisista taloudellisista syistä. Tämän vuoksi jossain vaiheessa täytyy käynnistyä korjausliike, jossa ulkomaiset sijoittajat alkavat myydä

yhdysvaltalaisia arvopapereita, niiden arvo laskee ja dollari heikkenee. Kotimainen kysyntä supistuu ja Yhdysvaltain tuotanto alkaa suuntautua aiempaa enemmän vientiin kotimaisen kysynnän sijaan. Tämä johtaa Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän pienenemiseen.

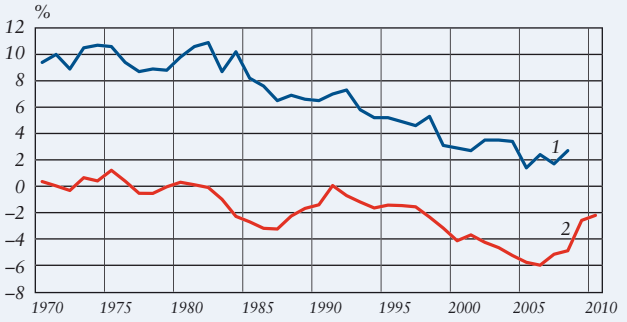
Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän korjaantumisen voidaan nähdä alkaneen vuoden 2009 aikana sen jälkeen, kun maan rahoitusmarkkinoilta käynnistynyt häiriö levisi maailmanlaajuiseksi finanssikriisiksi ja taloustaantumaksi. Alan tutkimuksessa olennaiseksi kysymykseksi oli jo aiemmin noussut se, missä määrin Yhdysvaltain dollarin heikkeneminen voisi pehmentää vaihtotaseen alijäämän pienenemisen aiheuttamia reaalitaloudellisia vaikutuksia. Toisin kuin monissa tutkimuksissa oli ennakoitu, dollari ei heikentynytkään voimakkaasti finanssikriisin alkuvaiheessa. Pikemminkin vaikutti siltä, että Yhdysvaltain dollari pysyi sijoittajien turvalliseksi kokemana sijoituskohteena, eikä Yhdysvalloilla missään vaiheessa ollut ongelmia rahoittaa alijäämäänsä. Yhdysvaltain vaihtotaseen pieneneminen aiheutui kotimaisen kysynnän voimakkaasta heikentymisestä, säästämisasteen noususta ja raaka-aineiden hintojen laskusta.

Nykytilanteen valossa varsin realistisia makrotaloudelliseen malliin perustuvia laskelmia Yhdysvaltain vaihtotaseen korjauksesta ovat esittäneet Engler, Fidosra ja Thimann (2009) sekä Engler (2009). Ensin mainitun tutkimuksen mukaan Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän supistuminen vaatii kotimaisen kysynnän siirtymistä aiempaa enemmän suljetun sektorin tuotteisiin (kuten palveluihin), joiden suhteellisen hinnan täytyy laskea verrattuna kotimaassa tuotettuihin avoimen sektorin tuotteisiin. Tällöin Yhdysvaltain kotimainen tuotanto siirtyy suhteessa enemmän avoimen sektorin tuotteisiin. Tämä vahvistaa viennin kasvamisen kautta vaihtotaseen alijäämän sopeutumista, eikä tarvittava valuutan reaalinen heikentyminen ole yhtä suuri kuin joissakin aiemmissa tutkimuksissa on arvioitu.

Engler (2009) puolestaan laajentaa Englerin, Fidoran ja Thimannin mallia siten, että se ottaa huomioon kaksi Yhdysvaltain ulkopuolista talousaluetta, Euroopan ja Aasian. Yhdysvaltain tuotanto siirtyy jälleen merkittävästi enemmän avoimen sektorin tuotteisiin, mutta reaktio Euroo-

Kuvio 1.

Yhdysvaltojen vaihtotase ja kotitalouksien säästäminen



1. — *Kotitalouksien säästäminen (% käytettävissä olevista tuloista)*
2. — *Vaihtotase (% BKT:stä)**

** Vaihtotase vuosina 2009–2010 perustuu IMF:n ennusteeseen*
Lähde: Bureau of Economic Analysis (BEA).

passa ja Aasiassa riippuu ratkaisevasti noudatetusta valuuttakurssipolitiikasta. Mikäli Aasian maat jatkavat valuuttojensa (joko eksplisiittistä tai implisiittistä) sitomista Yhdysvaltain dollariin, jatkuu Aasian maiden avoimen sektorin tuotteiden tuotanto vahvana ja niiden vaihtotaseen ylijäämä kasvaa edelleen. Tällöin Euroopan osaksi jäävä sopeutustarve on erittäin suuri. Alueelle kehittyy valtaisa vaihtotaseen alijäämä, ja valuutta vahvistuu reaalisesti selvästi.

Vaikka keskustelussa globaaleista epätasapainoista Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämän vastinpariksi nousevat Saksan, Aasian maiden ja öljyntuottajien ylijäämät, kiinnostavin ja kiivain keskustelu koskee Kiinan roolia. Alhaisesta tulotasosta ja voimakkaasta kasvusta huolimatta Kiinan vaihtotaseen ylijäämä on viimeisimmän 10 vuoden aikana revennyt suureksi. Vuonna 2008 ylijäämä kasvoi ennätykselliseen 426 mrd. dollariin (9 % BKT:stä), kun vuonna 2009 ylijäämä oli selvästi alle 300 mrd. dollaria (5 % BKT:stä). Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) ennustaa Kiinan vaihtotaseen lähtevän uudestaan kasvuun, kun maailmantalous alkaa elpyä.

Keskustelu Kiinan vaihtotaseen ylijäämän (ja valuuttavarannon kasvun) syistä keskittyy yhtäältä Kiinan korkeaan säästämisasteeseen ja toisaalta valuuttakurssipolitiikkaan. Säästämisasteen alentamistarve liittyy laajempaan pohdintaan siitä, miten Kiinan kotimaista kulutuskysyntää voitaisiin tukea, jotta maa voisi irtautua kestämättömäksi käyvästä vienti- ja investointivetoisesta kasvustrategiasta. Tällaisen muutoksen aikaansaaminen edellyttäisi uudistuksia sosiaaliturvassa (eläkeuudistus), terveydenhuollossa, koulutuksessa sekä yritysten rahoitus- ja osingonjakopolitiikassa (IMF 2009 sekä Guo – N'Diaye 2009). Makrotaloudelliseen malliin perustuvan arvion mukaan Kiinan vaihtotaseen suuresta ylijäämästä uhkaa ilman syvällisiä sosiaaliturvaa ja yritystoimintaa koskevia uudistuksia muodostua pysyvä piirre Kiinan taloudessa (Hofman – Kuijs 2008). Toisaalta samassa tutkimuksessa viitataan siihen, että reformien toteutuessa vaihtotase voi sopeutua ilman suuria valuuttakurssimuutoksia.

Samalla kun Kiinan kasvumallin uudistamisesta ja siihen liittyvistä reformeista näyttää vallitsevan laaja yksimielisyys, valuuttakurssipolitiikka on kiihkeän väittelyn aihe kaikilla tasoilla – ei vähiten kiinalaispäättäjien keskuudessa. Kiina luopui juanin kiinteästä dollarisidonnaisuudesta heinäkuussa 2005, minkä jälkeen juan vahvistui nimellisesti suhteessa dollariin 20 % ja sen reaalinen kauppapainotettu kurssi 10 % kesään 2008 mennessä. Tämän jälkeen rahoituskriisin syventyessä Kiina on palannut kiinteän dollarikurssin politiikkaan. Dollarin heikkenemisen myötä juanin reaalinen kauppapainotettu valuuttakurssi oli marraskuun 2009 lopussa 6 % heikompi kuin vuoden 2008 lopussa.

Kauppapoliittisesti kysymys juanin kurssista on kuuma. Suuri enem-

mistö juanin ulkoista arvoa koskevista tutkimuksista viittaa juanin selkeään aliarvostukseen, vaikka arviot revalvaatiotarpeen suuruudesta vaihtelevat (Korhonen – Ritola 2009) ja eriäviäkin näkemyksiä valuuttakurssin merkityksestä on esitetty (ks. esim. McKinnon – Schnabl 2008). Juanin reaalisen valuuttakurssin on todettu vaikuttavan Kiinan kauppataseen ylijäämään, joskin ylijäämän tasapainottuminen yksin juanin vahvistumisen kautta on tuskin realistista. Tämä johtuu pitkälti siitä, että juanin vahvistuminen vähentää myös laajaan kokoonpanotuotantoon liittyvää tuontia (Garcia-Herrero – Koivu 2007). Juanin revalvoituminen ei yksin voi myöskään ratkaista Yhdysvaltojen vajeongelmaa, sillä Kiinan hintakilpailukyvyn heiketessä vientituotanto siirtyy muihin halvan kustannustason maihin, ei Yhdysvaltoihin.

Kauppapoliittisten tekijöiden ohella kysymys juanin valuuttakurssista on syytä nähdä osana edellä mainittua laajempaa reformipolitiikkaa. Valuuttakurssin joustavuus olisi tärkeä osa Kiinan rahoitussektorin reformeja, ja samalla kun se auttaisi Kiinaa muuttamaan kasvumalliaan enemmän kulutusvetoiseksi. Joustava valuuttakurssi edistäisi globaalien epätasapainojen korjaantumista (Rajan 2006).

Vaihtotaseen alijäämän korjautuminen Yhdysvalloissa: huoltotaseiden sopeutuminen

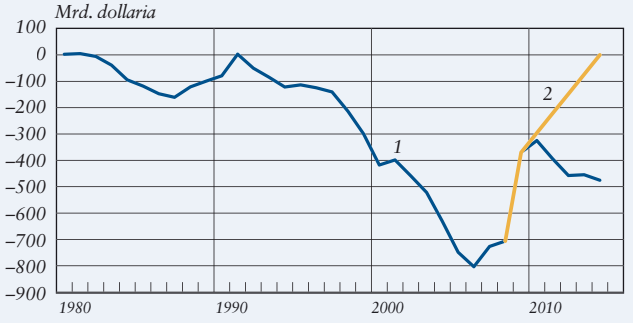
Tässä osiossa esitetään yksinkertainen skenaariolaskelma siitä, minkälaisia muutoksia Yhdysvaltain ja Aasian (erityisesti Kiinan) huoltotaseen rakenteessa Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän korjaantuminen tulisi vaatimaan. Laskelmissa oletetaan, että vaihtotase korjautuu vuoden 2014 loppuun mennessä siten, että ajanjakson lopussa Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämä olisi nolla. Pohjana laskelmille on maailmantalouden kehitystä ennustava Kansainvälisen valuuttarahaston syksyn 2009 raportti World Economic Outlook (WEO), jonka ennusteura toimii laskelman perusskenaariona.

Yhdysvaltain osalta tutkitaan skenaarion poikkeamia perusskenaariosta seuraavien viiden vuoden aikana (kuvio 2).[1] Vaihtotaseen alijäämän oletetaan tässä skenaariossa korjautu-

[1] Skenaariossa oletetaan, että Yhdysvaltain inflaatio on WEO-raportin BKT:n deflaattoriennusteen mukainen. Lisäksi oletetaan kulutuksen deflaattorin olevan sama kuin BKT:n deflaattori, ja perusskenaariossa kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen ja yksityisen kulutuksen kasvu on WEO-raportin BKT-ennusteen mukainen. Historiakehityksen perusteella nämä oletukset ovat suhteellisen realistisia.

Kuvio 2.

Vaihtotaseskenaariot: Yhdysvallat

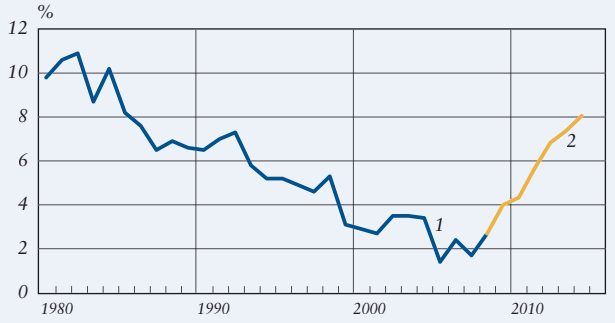


1. Vaihtotase
2. Vaihtotase skenaariossa

Lähteet: Bureau of Economic Analysis (BEA), IMF ja omat laskelmat.

Kuvio 3.

Yhdysvaltain säästämisaste: skenaario

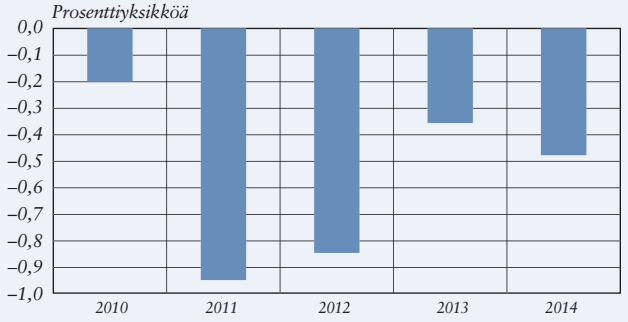


1. Kotitalouksien säästämisaste (% käytettävissä olevista tuloista)
2. Kotitalouksien säästämisaste (skenaario)

Lähteet: Bureau of Economic Analysis (BEA) ja omat laskelmat.

Kuvio 4.

Erot Yhdysvaltain BKT:n kasvuvaikutuksissa (skenaario)



Lähteet: Bureau of Economic Analysis (BEA) ja omat laskelmat.

van täysin Yhdysvaltain yksityisen kulutuksen supistumisen kautta. Yksinkertaisessa skenaariolaskelmassa tämä on varsin järkevä oletus, koska Yhdysvaltain kotitalouksien velkaantumisen purkaminen ja säästämisen lisääntyminen on yleensä analyyseissa liitetty vaihtotaseen alijäämän umpeutumiseen. Kotitalouksien säästämisastehan on viime vuosina pudonnut poikkeuksellisen alhaiselle tasolle (kuvio 1).

Skenaariolaskelman mukaan kotitalouksien säästämisaste nousisi vuoteen 2014 mennessä n. 8 prosenttiin (kuvio 3). Sopeutuminen leikkaisi – muiden oletusten pysyessä ennallaan – Yhdysvaltain BKT:n määrän kasvua perusskenaarioon verrattuna vuosina 2011–2012 vajaan prosenttiyksikön vuodessa ja muina vuosina tätä vähemmän (kuvio 4). Kaiken kaikkiaan tällainen staattinen laskelma osoittaa, että vaihtotaseen sopeutuksen vaikutus BKT:n kasvuun olisi merkittävä, joskaan ei dramaattinen. Tämä suhteellisen vaimea vaikutus johtuu osin siitä, että Yhdysvaltain vaihtotaseen vaje on korjaantunut huomattavasti viime vuoden aikana.

Vaihtotaseen ylijäämän supistuminen Kiinassa: huoltotaseiden sopeutuminen

Tässä osiossa arvioidaan Kiinan kulutuskysynnän kasvun kykyä kompensoida Yhdysvaltojen kulutuskysynnän vähenemistä ja vaihtotaseen tasapainottumista niin, että kokonaiskysyntä ei vähene globaalisti. Kuten Yhdysvaltoja koskevassa laskelmassa, tässäkin vertailukohtana ovat IMF:n syksyllä 2009 esittämät ennusteet Kiinan BKT:n kasvusta ja vaihtotaseen kehityksestä (perusura). Vaihtoehtolaskelmassa Kiinan tuontia suhteessa perusuraan lisätään vähitellen niin, että tarkasteluperiodin lopussa (vuonna 2014) Kiinan tuonnin määrä on 400 mrd. dollaria suurempi kuin perusurassa, mikä vastaa Yhdysvaltojen

vaihtotaseen tasapainottumista. Laskelmassa on otettu huomioon Kiinan Yhdysvaltojen-viennin väheneminen Kiinan markkinaosuutta (19 %) vastaavasti, joten vaihtotase vuonna 2014 on 480 mrd. dollaria pienempi kuin perusuran mukaan (kuvio 5). Laskelma perustuu vuosien 2008 ja 2009 hintoihin ja kiinteään juanin ja dollarin väliseen valuuttakurssiin (1 dollari = 6,8 juania).

Kiinan talouden sopeutumista tarkastellaan mekaanisesti huoltotasekehikossa kahden äärivaihtoehdon avulla. Molemmissa vaihtoehdoissa investointien kasvuvauhti on perusuran mukaisesti noin 9 % vuodessa, joten vaihtoehtolaskelmissa nettoviennin supistuminen joko kompensoidaan kulutusta kasvattamalla tai sen annetaan täysimääräisesti vähentää kokonaistuotantoa.

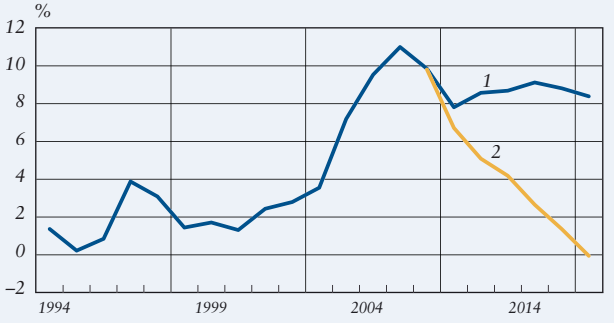
Ensimmäisessä vaihtoehdossa Kiinan talouskasvu pidetään perusuran mukaisena, jolloin maan kulutuskysynnän kasvun ajatellaan korvaavan täysin nettoviennin vähentymisen aiheuttaman negatiivisen kasvukontribuution. Tämä edellyttää edellä mainittuja uudistuksia ja finanssipoliittisia panostuksia, jotka tukevat kotitalouksien kulutushalukkuutta. Tässä skenaariossa kulutuksen voimakas kasvu muuttaisi Kiinan talouden rakennetta niin, että kulutuskysynnän osuus BKT:stä kasvaisi nykyisestä 49 prosentista 57 prosenttiin vuonna 2014.

Tämän laskelman tuloksia arvioitaessa on hyvä muistaa, että kulutuksen ja erityisesti kotitalouksien kulutuskysynnän osuus BKT:stä on Kiinassa pieni verrattuna muihin saman tulotason maihin, joskaan se ei ole aivan poikkeuksellinen verrattuna muihin nopeasti kasvaviin Aasian talouksiin. Merkille pantavaa on lisäksi se, että kulutuksen osuus pieneni 10 prosenttiyksikköä tämän vuosikymmenen alkupuolella, joten ensimmäisessä vaihtoehtolaskelmassa saatu tulos kulutuksen BKT-osuuden kasvusta tarkoittaisi lähinnä paluuta vuosikymmenen alun tilanteeseen. Tästä huolimatta skenaarion mukainen kulutuksen kasvuvauhti Kiinassa olisi erittäin poikkeuksellista, sillä 1990-luvun puolivälin jälkeen kulutuskysynnän kasvu on ylittänyt 10 % ainoastaan vuosina 1996 ja 2007.

Toisessa vaihtoehtolaskelmassa tuonnin kasvun ja viennin vähenemisen (480 mrd. dollaria) annetaan vaikuttaa täysimääräisesti kokonaistuotantoon eli lisätuonti syrjäyttää kotimaista tuotantoa, eikä kotimainen

Kuvio 5.

Kiinan vaihtotase suhteessa BKT:hen: perusura ja skenaariot

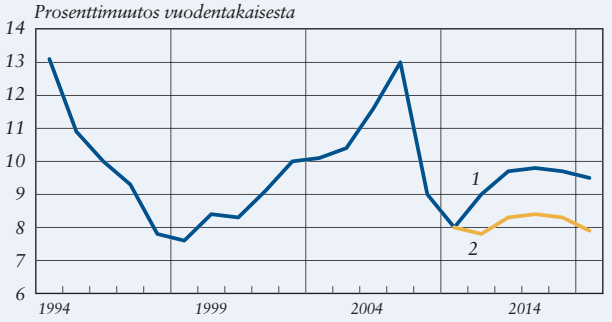


1. Perusura (vaihtotase)
2. Vaihtoehdot 1 ja 2

Lähteet: IMF (WEO) ja omat laskelmat.

Kuvio 6.

Kiinan BKT:n kasvu: perusura ja skenaario 2



1. Perusura (kasvu)
2. Vaihtoehto 2

Lähteet: IMF (WEO) ja omat laskelmat.

kysyntä kompensoi viennin vähentymistä. Tässä laskelmassa BKT:n vuosikasvu jää noin 8 prosenttiin, kun se perusurassa on puolitoista prosenttiyksikköä suurempi (kuvio 6). Koska kulutuksen ja investointien määrä on tässä vaihtoehdossa sama kuin perusurassa, nettoviennin vähenemisen seurauksena kulutuksen osuus BKT:stä kasvaa 54 prosenttiin (perusurassa 51 %) ja investointiaste 48 prosenttiin (45 %).

Asukasta kohden laskettuna tulotaso on tässä vaihtoehtolaskelmassa 350 dollaria (6 %) pienempi kuin vuoden 2014 perusuran tulotaso (noin 5 600 dollari/asukas). Tästä huolimatta asukaskohtainen reaalinen tulotaso kasvaa tässäkin vaihtoehdossa 7–8 % vuodessa, kun perusurassa kasvu on 9 prosentin luokkaa. Kiinalaisten kotitalouksien kannalta kysymys ei siis ole mahdottomasta skenaariosta, ja tulemaa pehmentäisi entisestään valuuttakurssin vahvistuminen.

Näitä tuloksia arvioitaessa on hyvä pitää mielessä, että Kiinan perusuran mukainen talouskasvu ei ehkä ole kestävällä pohjalla, vaan kysynnän rakenteen pitää muuttua vähemmän vienti- ja investointivetoiseksi. Muutos voi myös edellyttää, että viime vuosien talouden hurjasta kasvuvauhdista joudutaan hieman tinkimään. Tätä taustaa vasten vaikuttaa siltä, että Kiina pystyisi niin halutessaan näyttelemään erittäin suurta roolia nykyisten maailmantalouden epätasapainojen saattamisessa hallintaan.

Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämän supistuminen vain euroalueeseen nähden

Lopuksi tarkastellaan Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämän supistumista tilanteessa, jossa vain euroalueen vaihtotase kasvaa vastaavasti. Jäsentelemme tätä kysymystä Suomen Pankissa kehitetyllä dynaamisella yleisen tasapainon EDGE-mallilla (Kortelainen 2007).[2]

Laskelmassa käytetään EDGE-mallin kahden maan versiota, joka on sovitettu Yhdysvaltojen ja euroalueen aineistoon. Malli on suljettu kahden maan malli, josta ei ole linkkejä muihin maihin. Tämän mallin käyttö on luontevaa, kun oletetaan, että yksinomaan Yhdysvaltojen ja euroalueen välinen vaihtotase sopeutuu.

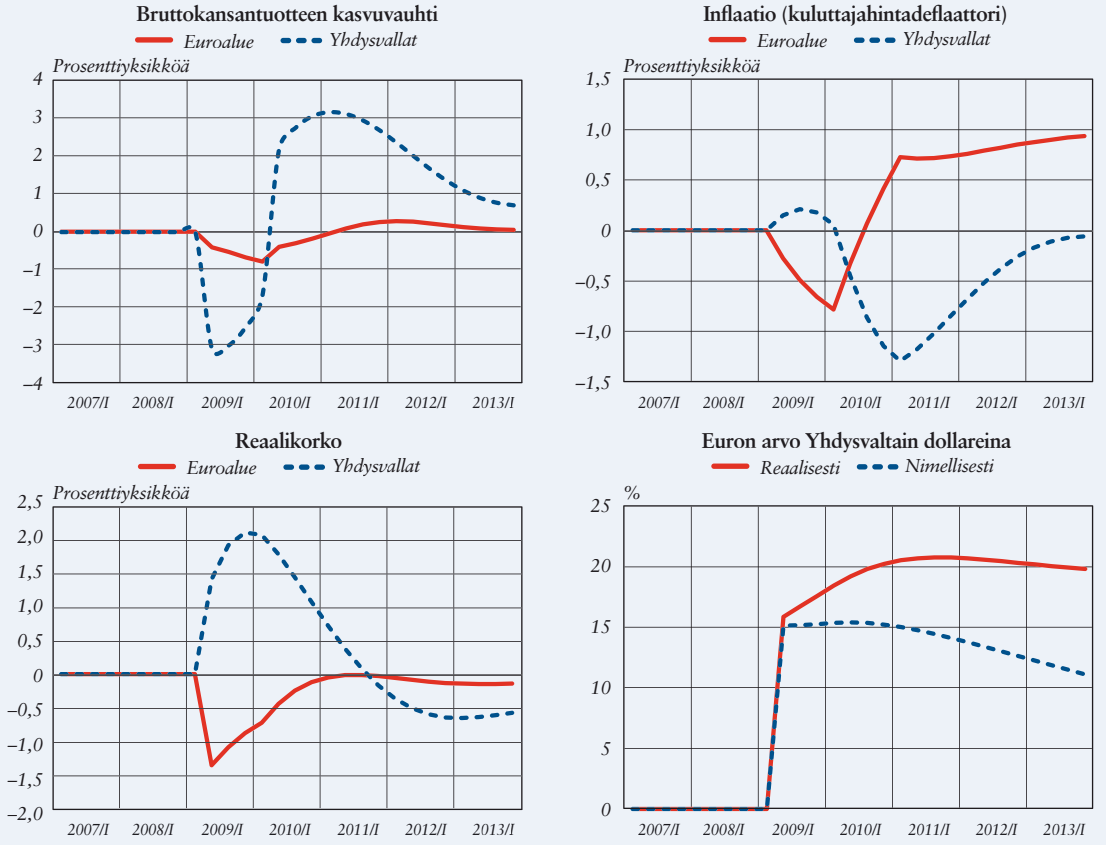
[2] Mallin tärkeimpiin ominaisuuksiin kuuluvat Blanchardin stokastisen eliniän kulutus- ja säästämispäätökset, yksityisen pääomavarallisuuden arvostaminen pääomatulojen nykyarvona, työmarkkinoiden limittäiset ns. Calvo-sopimukset ja neoklassinen tarjonta Cobb–Douglas-hyötyfunktiolla.

Laskelmassa oletetaan, että yhdysvaltalaiset kotitaloudet huolestuvat tulevaisuudesta ja nostavat siksi säästämisastettaan. Mallilaskelmassa tämä on otettu huomioon siten, että kotitalouksien aikapreferenssin aste laskee keskimäärin 1,8 prosenttiyksikköä vuodessa seuraavan 30 vuoden aikana. Aikapreferenssin asteen lasku merkitsee sitä, että kotitalouden lisäävät säästämistä ja lykkäävät kulutustaan tulevaisuuteen. Tällä on suora vaikutus kotitalouksien tulevien tulojen ja kulutuksen nykyarvoon. Laskelman keskeisiä tuloksia on esitetty kuviossa 7 ja taulukossa.

Aikapreferenssin alentuminen nostaa Yhdysvaltojen kotitalouksien säästämisastetta lähes 10 prosenttiyksikköä, mikä käytännössä tasapainottaa Yhdysvaltojen vaihtotaseen vajeen. Yhdysvaltain BKT kasvaa, kun sekä investoinnit että vienti kasvavat, mikä kompensoi yksityisen kulutuksen

Kuvio 7.

Tilapäinen (30 vuoden) 1,8 prosenttiyksikön vuotuinen pudotus Yhdysvaltain aikapreferenssin asteessa



Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

vähentymistä. Kotimaisen kysynnän supistuminen vähentää inflaatiopaineita, mikä pitää Yhdysvaltain nimelliskorot matalina (lähellä nykyistä nollakorkotasoa) keskipitkällä aikavälillä.

Laskelmassa Yhdysvaltain vaihtotaseen tasapainottuminen säästämisasteen nousun kautta hidastaa euroalueen kasvua vain hieman. Vaikka euroalueen vienti Yhdysvaltoihin vähenee merkittävästi, reaalikorkojen alentuminen vauhdittaa euroalueen kotimaista kysyntää, sekä kulutusta että investointeja. Vaihtosuhteen heikkeneminen nopeuttaa euroalueen kuluttajahintainflaatiota keskipitkällä aikavälillä. Euroalueen vaihtotaseen vaje kasvaa samaa vauhtia kuin Yhdysvaltain vaihtotaseen vaje supistuu. Tässä skenaariossa dollarin reaalinen valuuttakurssi heikkenee noin 20 % seuraavien viiden vuoden aikana.

Laskelman realistisuutta puntaroitaessa on syytä huomata, että siinä oletettu säästämisasteen nousu Yhdysvalloissa on erittäin suuri. Sen toteutuminen edellyttäisi, että kotitalouksien säästämisaste, joka finanssikriisin seurauksena on jo noussut selvästi, kohoaisi edelleen.

Taulukko.

Tilapäinen (30 vuoden) 1,8 prosenttiyksikön vuotuinen pudotus Yhdysvaltain aikapreferenssin asteessa

	Euroalue			*Yhdysvallat*		
Vuosi	***V1***	***V2***	***V5***	***V1***	***V2***	***V5***
Inflaatio						
Inflaatio, BKT:n deflaatori, pros.yks.	*0,4*	*1,0*	*0,9*	*–0,4*	*–1,4*	*0,0*
Inflaatio, kulutuksen deflaattori, pros.yks.	*–0,6*	*0,2*	*0,9*	*0,1*	*–0,9*	*–0,1*
BKT ja alaeriä						
BKT:n vuosikasvu, pros.yks.	*–0,6*	*–0,2*	*0,1*	*–2,6*	*2,8*	*0,8*
BKT, %	*–0,5*	*–0,8*	*–0,3*	*–2,1*	*0,7*	*6,1*
Yksityinen kulutus, %	*6,8*	*6,2*	*6,2*	*–13,0*	*–11,0*	*–7,6*
Yksityiset kiinteät investoinnit, %	*13,1*	*15,3*	*14,9*	*3,0*	*15,5*	*29,2*
Tuonti, %	*18,1*	*21,7*	*23,6*	*–15,7*	*–13,5*	*–9,0*
Vienti, %	*–15,7*	*–13,5*	*–9,0*	*18,1*	*21,7*	*23,6*
Työmarkkinat						
Työllisyys, %	*–0,8*	*–1,7*	*–2,4*	*–0,7*	*0,7*	*5,5*
Työttömyysaste, pros.yks.	*–1,4*	*–0,3*	*0,1*	*3,6*	*1,9*	*0,0*
Muita tunnuslukuja						
Vaihtotase/BKT, pros.yks.	*–4,6*	*–4,3*	*–4,0*	*2,8*	*2,6*	*2,6*
Vaihtosuhde, %	*10,5*	*12,1*	*12,0*	*–9,5*	*–10,8*	*–10,7*
Nimelliskorko, pros.yks.	*0,2*	*0,7*	*0,8*	*0,4*	*0,1*	*–0,6*
Kotitalouksien säästämisaste, pros.yks.	*–4,7*	*–3,8*	*–4,1*	*7,3*	*7,3*	*9,2*
Valuuttakurssit						
Euron arvo dollareina, nimellisesti, %	*15,2*	*15,3*	*11,3*			
Euron arvo dollareina, reaalisesti, %	*17,2*	*19,9*	*19,9*			

Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

Yhdysvaltain ja Kiinan reaalitalouden sopeutumisen jatkuttava

Globaalien epätasapainojen aiheuttamat ongelmat ja niiden mahdollinen korjautuminen kiteytyvät Yhdysvaltojen ja Kiinan kehityksessä. Vaihtotaseiden epätasapainot nivoutuvat kulutuksen, säästämisen ja investointien epätasaiseen jakautumiseen maailmantaloudessa. On ilmeistä, että epätasapainojen sopeutuminen vaatii sekä säästämisasteen nousua Yhdysvalloissa että sen laskua ja kulutuskysynnän lisääntymistä Kiinassa. Valuuttakursseilla on potentiaalisesti tärkeä rooli vaihtotaseiden epätasapainojen pienentämisessä.

Tämän artikkelin skenaariolaskelmissa on tarkasteltu, millaisia sopeutuksia Yhdysvaltojen vaihtotaseen tasapainottuminen edellyttäisi Yhdysvalloissa ja Kiinassa. Laskelmien oletuksena on, että Kiinan tuontikysyntä kasvaa yhtä paljon kuin Yhdysvaltojen kysyntä vähenee, jotta kokonaiskysyntä maailmantaloudessa ei vähenisi. Kyseessä on siis lähtökohtaisesti myönteisen ratkaisumallin löytäminen nykyisiin vaihtotaseongelmiin.

Yhdysvalloissa vaihtotaseen vajeen sulaminen vaatisi yksinkertaisen skenaariolaskelman perusteella merkittäviä muutoksia kotitalouksien säästämis- ja kulutuskäyttäytymisessä. Jos oletetaan, että sopeutuminen tapahtuisi yksinomaan kotitalouksien kulutuksen kautta, olisi BKT:n kasvua vähentävä vaikutus lähivuosina enimmillään n. 1 prosenttiyksikköä vuodessa. Samalla kotitalouksien säästämisaste nousisi nykyisestä n. 4 prosentista n. 8 prosenttiin. Tällainen sopeutuminen ei ole mahdotonta, mutta todennäköisesti se tulisi vaatimaan myös dollarin heikentymisen juaniin nähden.

Kiinassa säästämisasteen alentuminen ja kulutuskysynnän kasvattaminen kuvatulla tavalla edellyttävät merkittäviä yhteiskunnallisia reformeja. Vaikka reformeja on jo pantu alulle, prosessi tulee kestämään pitkään. Laskelmien mukaan kulutuksen kasvuvauhdin pitäisi nopeutua parilla prosenttiyksiköllä jo nykyisin suurista lukemista tai vaihtoehtoisesti talouden kasvuvauhdista pitäisi hieman tinkiä. Samalla laskelmat kuitenkin viittaavat siihen, että lisäkysynnän myötä kulutuskysynnän osuus BKT:stä kasvaisi nykyiseltä kiinalaisittainkin alhaiselta tasolta lähemmäs 2000-luvun alun normaalimpaa tasoa. Sopeutumiselle on siis tilaa. Aikaisemmin nähdyn kaltainen juanin hallittu vahvistuminen korvaisi helposti kotitalouksille kasvun mahdollisesta hidastumisesta koituneet tulojen menetykset. Kiinalla on joka tapauksessa suuri tarve muuttaa taloutensa rakennetta niin, että palveluiden ja kotimaisen kulutuskysynnän merkitys kasvaa teollisuustuotannon sekä vienti- ja investointikysynnän kustannuksella.

Jos Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämä korjautuu kokonaisuudessaan vain Yhdysvaltojen ja euroalueen välisen vaihtotaseen sopeutumisen kautta, vaadittava reaalitalouden sopeutus on varsin mittava. Yhdysvaltain vaihtotaseen tasapainottumisen

vaikutukset euroalueeseen heijastuvat erityisesti suhteellisten hintojen (kuten valuuttakurssi, vaihtosuhde) muutosten kautta. Yhdysvaltojen rahapolitiikka olisi tässä vaihtoehdossa huomattavan keveää keskipitkällä aikavälillä.

Vaikka Yhdysvaltain ja Kiinan välisen vaihtotase-epätasapainon korjautuminen on kuluvana vuonna edennyt finanssikriisin kärjistymisen jälkeen jo varsin vauhdikkaasti, on epäselvää, miten tämä sopeutuminen jatkuu lähivuosien aikana. Kaiken kaikkiaan sekä tämän artikkelin skenaariolaskelmat että alan tutkimus viittaavat siihen, että vaihtotasesopeutuksen eteneminen tulee vaatimaan reaalitalouden sopeutumisen jatkumista sekä Yhdysvalloissa että Kiinassa. Samaan aikaan sopeutuminen saattaa vaatia selviä valuuttakurssimuutoksia sekä keveän rahapolitiikan jatkumista pitkään Yhdysvalloissa. Vaihtotaseen sopeutuksen jatkuminen voisi kuitenkin olla viime vuoden aikana nähtyyn kehitykseen verrattuna suhteellisen kivutonta, jos se ajoittuisi useamman vuoden aikajänteelle.

Asiasanat: Kiina, globaalit epätasapainot, vaihtotasesopeutus

Lähteet

Blanchard, O (2009) Sustaining a global recovery. Finance & Development. Syyskuu.

Eichengreen, B. (2006) Global Imbalances: The new economy, the dark matter, the savvy investor, and the standard analysis. Journal of Policy Modeling, 28.

Engler, P. (2009) Global Rebalancing in a Three-Country Model. Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin 2009/1.

Engler, P.– Fidora, M. – Thimann, C. (2009) External Imbalances and the US Current Account: How Supply-Side Changes Affect an Exchange Rate Adjustment. Review of International Economics, 17 (5).

Garcia-Herrero, A. – Koivu, T. (2007) Can the Chinese trade surplus be reduced through exchange rate policy? BOFIT Discussion Papers 6/2007.

Guo, K. – N'Diaye, P. (2009) Is China's Export-Oriented Growth Sustainable? IMF Working Paper 09/172.

Hofman, B. – Kuijs, L. (2008) Rebalancing China's Growth. Teoksessa Goldstein & Lardy (2008) Debating China's Exchange Rate Policy.

IMF (2009) Article IV Report, China. Kesäkuu.

Korhonen, I. – Ritola, M. (2009) Renminbi misaligned – Results from meta-regressions. BOFIT Discussion Papers 13/2009.

Kortelainen, M. (2007) Adjustment of the US current account deficit. Bank of Finland Discussion Papers 9/2007.

McKinnon, R. – Schnabl, G. (2008) China's financial conundrum and global imbalances. BIS Working Papers No 277.

Rajan, R. G. (2006) Global Imbalances and Financial Reform with Examples from China. Cato Journal, Vol. 26, No. 2.

Suomen Pankin organisaatio

10.9.2009

PANKKIVALTUUSTO

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

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

JOHTOKUNTA

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

Johtokunnan sihteeri Arno Lindgren

OSASTOT

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

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

Julkaisut

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

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

Verkkojulkaisuja voi tilata osoitteessa www.suomenpankki.fi > Julkaisut > Sähköisten julkaisujen tilaaminen.

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

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

. 2343

EURO & TALOUS 1 • 2010