



EURO&TALOUS

EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

4. 2012

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous



Sisällys

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous.....	3
<i>Hanna Freystätter</i> Asuntojen hintakuplan puhkeaminen ja Espanjan talouspoliittiset haasteet	37
<i>Juba Kilponen</i> Finanssipolitiikan syklisyys ja valtionlainojen riskilisä	49
<i>Heli Simola</i> Miten nousevat taloudet ovat muuttaneet globaaleja hintatrendejä?	59

Euro & talous 4 • 2012

Julkaisupäivä 12.9.2012

20. vuosikerta

(aiemmin Markka & talous)

Lehti ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

Päätoimittaja

Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto

Jenni Hellström, puheenjohtaja

Samu Kurri

Katja Taipalus

Jouko Vilmunen

Tuomas Välimäki

Petri Uusitalo, sihteeri

Toimitus

Suomen Pankin kieli- ja julkaisupalvelut

Tilaukset

sähköposti: SPjulkaisut@edita.fi

Painopaikka

Edita Prima Oy, Helsinki 2012

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata,
mutta lähde on mainittava.

ISSN-L 1456-4718 (painettu julkaisu)

ISSN 1456-5862 (verkkójulkaisu)

Suomen Pankki

PL 160

00101 HELSINKI

Puhelin: 010 8311

Faksi: (09) 174 872

www.suomenpankki.fi

Kannessa Slovakian 2 sentin kolikon kansallinen kuva-aihe:
Tatravuorten huippu Kriváň.

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous

6.9.2012

Tiivistelmä

Kansainvälisen talouden tila on heikentynyt kevään ja kesän aikana. Näkymiä varjostavat maailmantalouden kasvun hidastuminen, heikentynyt luottamusilmapiiri ja euroalueen ongelmat. Markkinahintojen suuret vaihtelut kertovat sijoittajien epävarmuudesta. Varovaisia merkkejä markkinaepävarmuuden häviämisestä on kuitenkin nähtävissä mm. pörssikursseissa, jotka ovat palautuneet kesän aikana, sekä valtionlainamarkkinoilla, jossa mm. Espanjan ja Italian velkakirjojen tuotot ovat laskeneet erityisesti lyhyemmissä maturiteeteissa.

Orastavasta markkinaoptimismista huolimatta eurojärjestelmän yhteisen rahapolitiikan välittymisessä on edelleen suuria eroja euromaiden välillä. Siltä osin kuin erot rahoituksen hinnassa ja saatavuudessa heijastavat eroja valtioiden velkakestävytydessä, pankkijärjestelmien kunnossa ja yksityisen sektorin asemassa, riskilisät ovat perusteltuja ja voivat korjaantua vain hitaasti. Sen sijaan perusteettomat, esimerkiksi euron olemassaoloon liittyvät riskilisät eivät ole hyväksyttäviä. EKP:n neuvosto päättikin syyskuun kokouksessaan uuden rahapolitiikan suorien ostojen ohjelman pääperiaatteista. Ohjelman tarkoituksena on turvata rahapolitiikan tarkoituksenmukainen välittyminen ja yksikäsitteisyys.

Suomen Pankin syyskuun 2012 kansainvälisen talouden ennusteen mukaan kuluvan vuoden jälkipuolisko on maailmantaloudessa laajalti vaimean kasvun aikaa. Euroalueen loppuvuoden näkymät ovat heikot ja nousevien talouksien kasvuvauhti on aiemmin odotettua hitaampaa. Ennuste rakentuu oletukselle, että kansallisten ja EU-tason päätösten avulla markkinoiden odotukset kyettään riittävässä määrin lunastamaan ja kriisin pahin vaihe jää taakse. Tästä huolimatta epävarmuuden tahtuminen on hidasta, sillä merkkejä syvimmissä ongelmassa olevien kriisimaiden talouskasvun ja velkakestävyuden kohentumi-

sesta saadaan odottaa parhaimmassakin tapauksessa pitkälle ensi vuoteen.

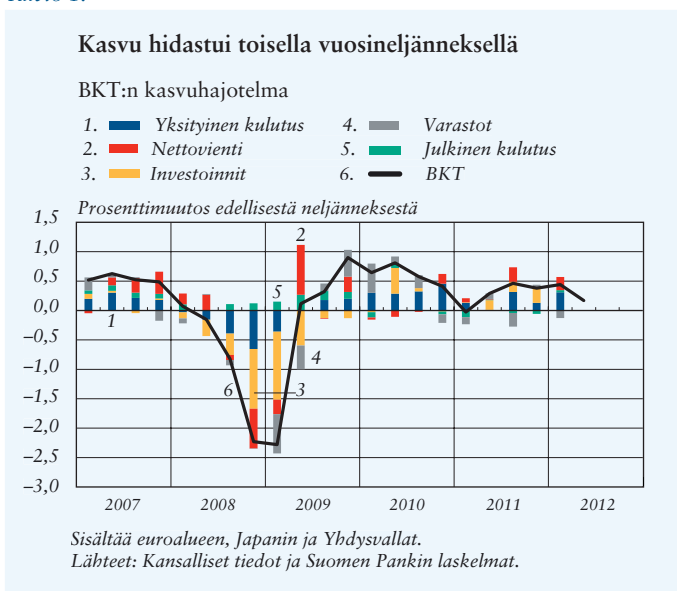
Ennusteen perusurassa maailmantalouden kasvu jää vuosina 2012–2013 hitaaksi. Ennustetta on tarkistettu aiemmin ennustettua heikomman kehityksen suuntaan erityisesti vuoden 2013 osalta. Sopeutusprosessi on Euroopan kriisimaissa vasta alussa, ja aiemmista finanssikriiseistä saatujen kokemusten mukaan sen voidaan olettaa kestävän vielä useita vuosia. Vaikka näkymät ovat muuttuneet eniten euroalueella, on ensi vuotta koskevia ennusteita tarkistettu aiemmin arvioitua heikommiksi kaikilla päätalousalueilla. Heikko luottamusilmapiiri ja epävarmuuden lisääntyminen näkyvät myös maailmankaupan kasvun hidastumisena. Inflaation ennustetaan vakautuvan ennustejaksolla kehittyneillä päätalousalueilla 2 prosentin tuntumaan.

Ennusteen riskit painottuvat pääasiassa arvioitua huonomman kehityksen suuntaan ja liittyvät ennen kaikkea Euroopan ongelmien pitkittymiseen ja syventymiseen. On olemassa merkittävä riski, että euroalueen epäsuotuisa kierre jatkuu ja toipuminen on ennustettuakin hitaampaa. Tällaisen kehityksen saattaisi laukaista esim. kriisimaiden taloustilanteen paljastuminen otaksuttua heikommaksi, kasvava epäluottamus politiikkatoimien riittävyteen ja/tai kiihtyvä pääomapako. Vaikka Euroopan tilanne on hauras, myös ennustettua myönteisempi kehitys on mahdollinen. Jos Eurooppa kykenee rakentamaan uskottavan kriisistrategian, markkinoiden luottamus voi vahvistua odotettua nopeammin, mikä pysäyttäisi pääomapaon ja pienentäisi rahoituskustannuksia kriisimaissa. Kriisimaiden velkakestävyuden turvaamisen kannalta olennaista on, että maat itse sitoutuvat riittäviin sopeutustoimiin ja rakennemuutoksiin ja että rahoittajat antavat takeet kohtuuhintaisen ulkoisen rahoituksen saatavuudesta sopeutustoimien ajaksi.

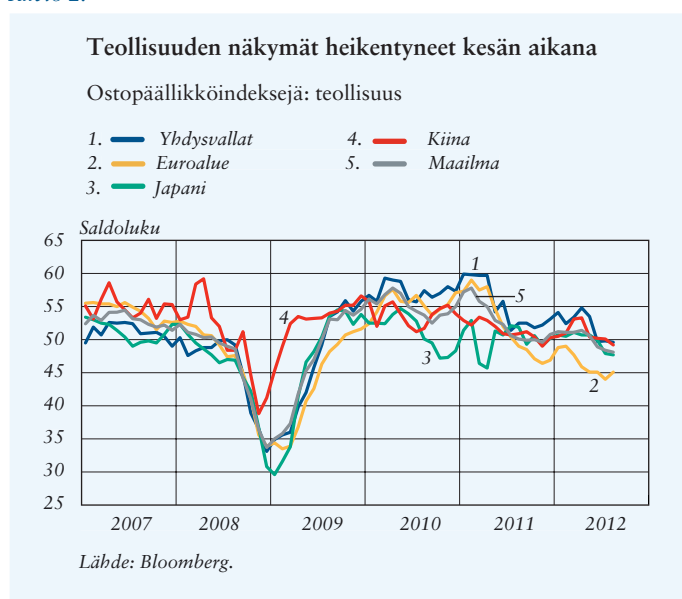
Suhdanne-tilanne ja maailmantalouden näkymät

Suomen Pankin maaliskuussa 2012 julkaistussa kansainvälisen talouden ennusteissa maailmantalouden kasvun odotettiin jäävän vuonna 2012 reiluun 3 prosenttiin eli noin ½ prosenttiyksikö-

Kuvio 1.



Kuvio 2.



köä hitaammaksi kuin vuonna 2011. Hidastumisen syyksi nähtiin euroalueen lyhytaikainen taantuma ja nousevien talouksien, etenkin Kiinan ja Intian, kasvuvauhdin rauhoittuminen. Kevään ennustetta tehtäessä indikaattoritiedot euroalueelta viittasivat siihen, että talouden supistuminen euroalueella päättyisi kesään mennessä. Lisäksi Yhdysvalloista saadut indikaattoritiedot viittasivat kasvuvauhdin voivan kiihtyä hieman jo vuoden 2012 aikana. Maailmantalouden kasvunäkymät ovat kuitenkin heikentyneet vuoden 2012 toisen ja kolmannen neljänneksen aikana (kuviot 1 ja 2). Euroalueen velkakriisin syveneminen lisäsi epävarmuutta, mikä johti pörssikurssien laskuun ja valtionlainojen korkoerojen kasvuun loppukevään aikana. Epävarmuus ja rahoitusolojen vaikeutuminen heikensivät kotitalouksien ja yritysten luottamusta, minkä seurauksena taloudenpitäjien odotuksia kuvaavat indikaattorit laskivat keskeisissä maissa.

Merkittäväntä indikaattoreiden lasku oli euroalueella. Teollisuuden ja palveluiden ostopäällikköindeksit viittasivat jo huhtikuussa taloudellisen aktiivisuuden heikkenemiseen euroalueella. Euroalueen bruttokansantuote supistuikin vuoden toisella neljänneksellä 0,2 % edellisestä neljänneksestä.

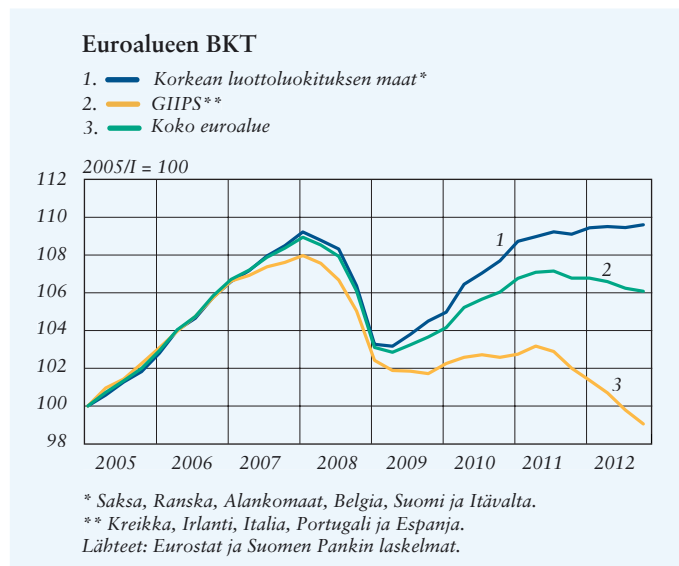
Euroalueen sisällä eri maiden ja maa-alueiden väliset erot ovat kuitenkin suuria (kuviot 3–6). Velkakriisin keskiössä olevien ns. GIIPS-maiden (Kreikka, Irlanti, Italia, Portugali ja Espanja) bruttokansantuote supistui toisella neljänneksellä keskimäärin 0,7 %, kun taas korkean luottoluokituksen maiden (Saksa, Ranska, Alanko-

maat, Belgia, Suomi ja Itävalta) bruttokansantuote keskimäärin kasvoi 0,1 % edellisestä neljänneksestä. Merkitte pan-tavaa on erityisesti se, että jälkimmäisen ryhmän maiden tuotanto on ylittänyt aiemman huippunsa eli vuoden 2008 alun tason, mutta GIIPS-maiden tuotanto on alittanut kriisin jälkeisen pohjan-sa eli vuoden 2009 lopun tason (kuvio 3).

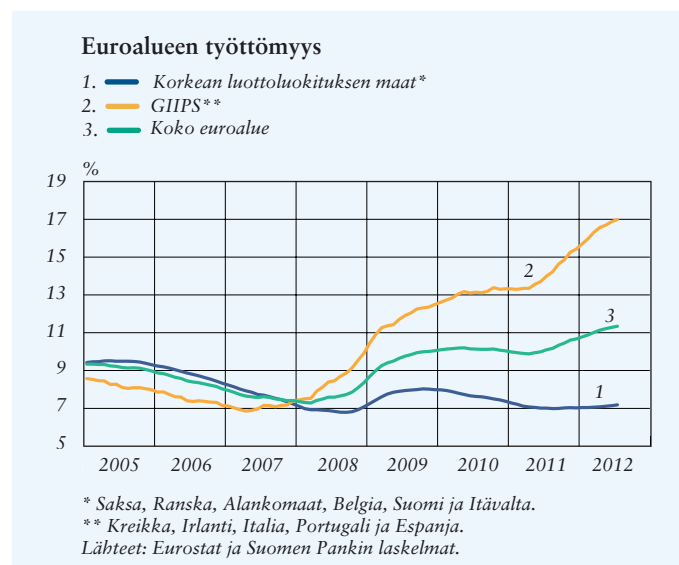
Erot työttömyydessä korkean luottoluokituksen maiden ja GIIPS-maiden välillä ovat niin ikään merkittäviä. Kun ensin mainituissa maissa työttömyysaste on säilynyt jo liki vuoden melko vakaasti 7 prosentin tuntumassa, on se GIIPS-maissa noussut vastaavana aikana noin 3 prosenttiyksikköä eli lähes 17 prosenttiin. Sen sijaan inflaatioerot ovat säily-neet vielä kohtuullisen pieninä (kuvio 5). Vaikka GIIPS-maiden heikko kehitys vähentää hintojen nousupaineita, julkis-ten talouksien tervehdyttämisen vuoksi tehdyt arvonlisäveron korotukset mm. Italiassa näkyvät hintatasossa.

Yksityinen sektori velkaantui talouden ylikuumentumisen aikana vuosina 2005–2007 huomattavasti enemmän GIIPS-maissa kuin monissa muissa euroalueen maissa. Kun osa käytettävissä olevista tuloista käytetään kulutuksen ja investointien sijasta velkaantumisen purkamiseen, talouskasvu hidastuu. GIIPS-maissa velkaantumisen purkaminen näkyy luottojen määrän supistumisena. Epävarmuuden lisääntyminen on näkynyt myös muissa euro-maissa luottojen kasvun hidastumisena. Koko euroalueella luottojen määrä on pysynyt viime aikoina muuttumattomana (kuvio 6). Velkaantumisen purkaantumisesta ja luottojen kasvua käsitellään

Kuvio 3.



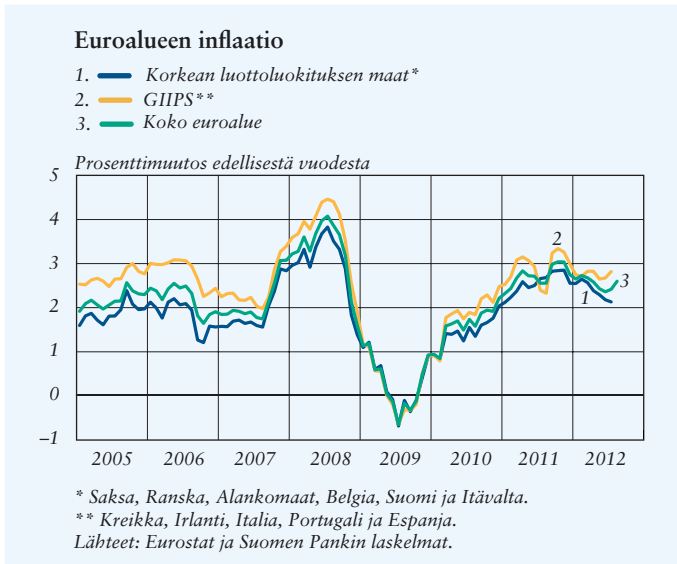
Kuvio 4.



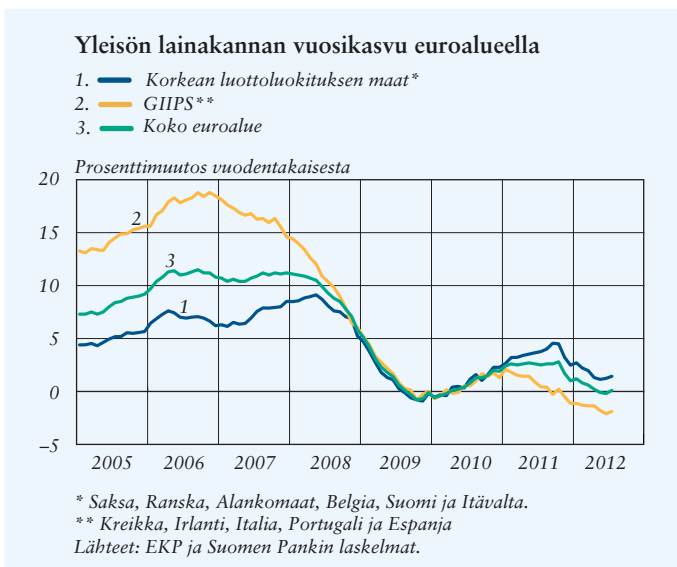
tarkemmin tämän artikkelin luvussa ”Rahapolitiikka ja sen välittyminen”.

Hyvän alkuvuoden jälkeen Yhdysvaltojen talouskasvu hidastui hieman vuoden 2012 toisella neljänneksellä epävarmuuden kasvaessa ja työllisyyskehityksen heikentyessä. Japanissa BKT:n kasvu oli ensimmäisellä vuosipuoliskolla keskimäärin ennustetun kaltaista.

Kuvio 5.



Kuvio 6.



Nousevan Aasian talouksissa alkuvuoden kehitys on ollut kaksijakoista. Kiinassa kasvu on hidastunut, mutta tähän asti pitkälti Suomen Pankin keväällä ennustaman kaltaisesti. Sen sijaan Intiassa ja muissa Aasian nousevissa talouksissa kasvu on hidastunut odotettua selvemmin.

Koko maailman tasolla taloustilanteen heikentyminen on näkynyt erityisesti teollisuustuotannon ja maailmankaupan indikaattoreissa (kuviot 2 ja 7). Edelliseen ennusteeseen verrattuna suurimmat erot koskevatkin maailmankauppaa, joka on kehittynyt keväällä ennustettua heikommin. Sekä kehittyneiden että nousevien talouksien tuonin ja viennin määrä on polkenut paikallaan vuoden 2012 ensimmäisellä puoliskolla.

Inflaatio oli nopeimmillaan maailmanlaajuisesti syksyllä 2011, jonka jälkeen se on hidastunut. Hidastumiseen on vaikuttanut erityisesti öljyn hinnan noususta tulevan inflaatiovaikutuksen poistuminen ja pienemmässä määrin myös kasvun hiipumisesta johtuva kotimaisten kysyntäpaineiden väheneminen (kuvio 12).

Ennusteen oletukset

Suomen Pankin syyskuun 2012 kansainvälisen talouden ennuste rakentuu oletukselle, että euroalueella kyetään toteuttamaan riittävät politiikkatoimet kriisin taltuttamiseksi ja finanssikriisi saadaan vähin erin taitettua. Näin taloudellisen luottamuksen heikentyminen saadaan pysäytettyä, valtioiden lainamarkkinoiden toiminta turvattua ja nykyinen talouden kriisivaihe päättymään.

Ennusteessa oletetaan euromaiden pitävän kiinni lupaamistaan julkisen talouden sopeutustoimista ja kasvua vahvistavista rakennepoliittisista uudistuksista. Maiden pyrkiessä täyttämään vakaus- ja lähentymisohjelmiansa mukaiset julkisen talouden alijäämätaavoitteet finanssipolitiikka säilyy kireänä. Nämä finanssipolitiikkaa kiristävät

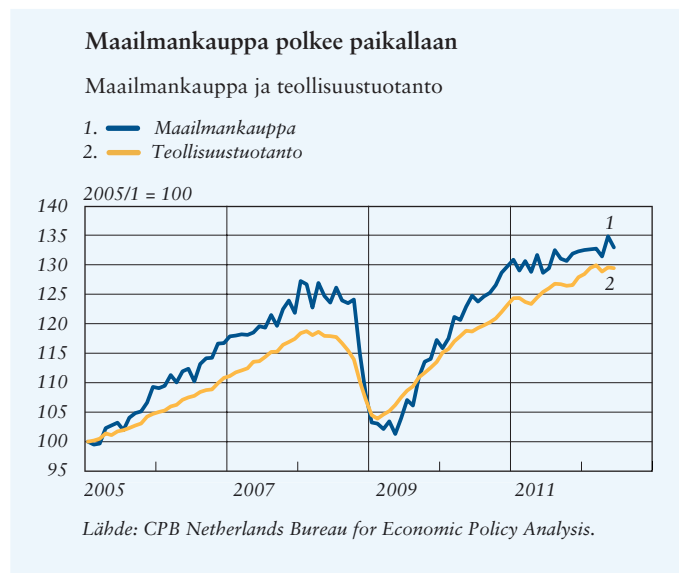
toimet heikentävät lyhyen aikavälin kasvunäkymiä, mutta niillä turvataan valtioiden keskipitkän aikavälin velka-kestävyys.

Finanssipolitiikan uskottavuuden vahvistuminen mahdollistaa kriisimaiden yleisen korkotason alentumisen. Se on edellytyksenä sille, että yksityisen sektorin tilanne voi vähitellen kohentua. Kriisimaiden huomattavat velkatasot voivat kuitenkin purkaantua vain hitaasti ja asteittain. Siten ennusteen lähtökohdaksi ei odoteta nopeaa ja tuntuvaa markkinoiden riskiarvioiden pysyvää kohentumista.

Ennusteen oletukset ovat pitkälti linjassa markkinoilta saatavan informaation kanssa. Markkinahintojen suuret vaihtelut ovat kertoneet sijoittajien epävarmuudesta. Varovaisia merkkejä epävarmuuden hälvenemisestä on kuitenkin nähtävissä. Pörssikurssit ovat palautuneet maailmanlaajuisesti kesän aikana (kuvio 8) samalla kun niihin liittyvää epävarmuutta kuvaava ns. VIX-indeksi on rauhoittunut. Euroalueella pörssikurssit ovat kuitenkin selvästi alkuvuoden huippuaan alempana. Myös valtioiden velkakirjamarkkinoilla on ollut havaittavissa varovaisen positiivisia merkkejä. Mm. Espanjan ja Italian valtionlainojen ns. tuottokäyrät ovat laskeneet, erityisesti parin kolmen vuoden maturiteeteissa (kuvio 9).

Rahapolitiikan osalta Suomen Pankin syyskuun 2012 kansainvälisen talouden ennuste perustuu markkina-odotuksiin, jotka on saatu 3 kuukauden korkofutuuressa 5. syyskuuta 2012. Varsinkin euroaluetta koskevat markkinoiden korko-odotukset ovat alentuneet verrattuna maaliskuun 2012

Kuvio 7.

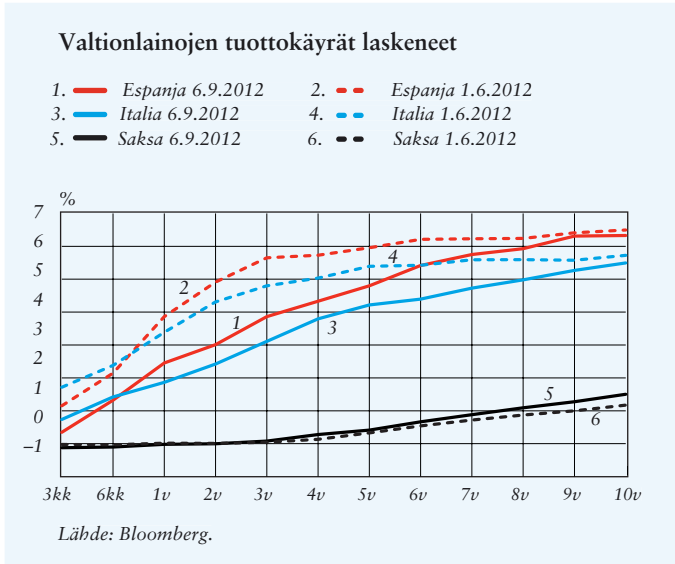


Kuvio 8.

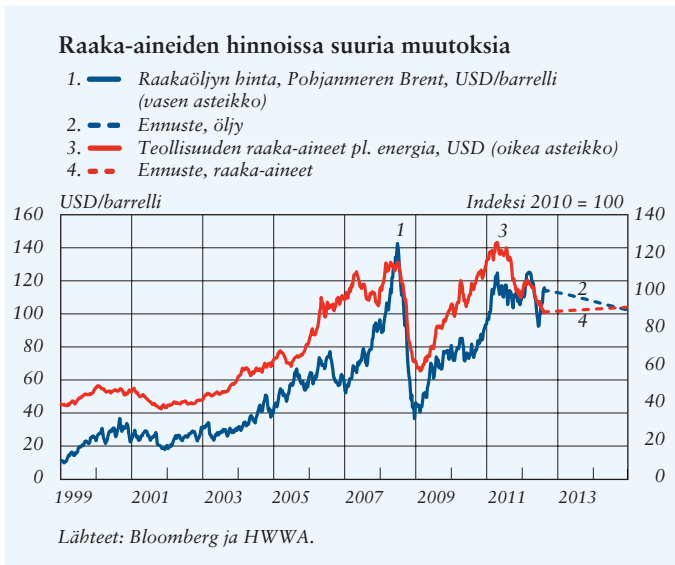


ennusteen aikaisiin odotuksiin. Valuuttakurssiodotukset on johdettu korkofutuuressa kattamattoman korkopariiteetin avulla. Niiden mukaan markkinat eivät odota suuria muutoksia nimellisissä valuuttakursseissa. Raakaöljyn ja muiden raaka-aineiden hintakehitystä

Kuvio 9.



Kuvio 10.



koskevat oletukset perustuvat syyskuun 5. päivän futuurihintoihin (kuvio 10).

Euroalue taantumassa, Yhdysvalloissa kasvun hitain vaihe takana

Suomen Pankin syyskuun 2012 kansainvälisen talouden ennusteen mukaan maailmantalouden kasvu jää vuosina

2012–2013 hitaaksi. Kasvua on kahden vuoden aikana keskimäärin vain runsaat 3 % vuodessa, ja erityisesti vuosi 2013 on aiemmin ennustettua heikompä. Muutos johtuu Euroopan taantumän pitkittymisestä kuluvan vuoden jälkipuoliskolle sekä nousevien talouksien kasvuvauhdin rauhoittumisesta. Myös maailmankaupan kasvu on ennusteperiodilla aiemmin ennustettua maltillisempää.

Eniten ennustetta on tarkistettu aiemmin arvioitua heikommän kehityksen suuntaan kehittyneen Euroopan ns. **EU20-alueella**, joka sisältää euroalueen lisäksi Ison-Britannian, Ruotsin ja Tanskan. **Euroalueen** talous alkoi supistua uudelleen vuoden 2012 toisella neljänneksellä. Lähineljännesten aikana sekä yksityisen kulutuksen että investointien ennakoidaan supistuvan samalla kun maailmankaupan hiipuminen ja monien maiden heikko kilpailukyky hidastavat viennin kasvua. Myös finanssipolitiikan kiristäminen ja velkakestävyyttä parantavat toimet jarruttavat kasvua. Loppuvuoden heikko kehitys alentaa myös ensivuoden lähtötasoa. Vuonna 2013 taloudellinen toimeliaisuus jääkin euroalueella keskimäärin lähes samalle tasolle kuin vuonna 2012, vaikka kasvun ennakoidaan käynnistyvän vuoden alussa ja kiihtyvän vuoden loppua kohti. Vaimea kotimainen kysyntä ja aiempää hitaampi maailmantalouden kasvu pahentavat jo valmiiksi heikkoa työllisyystilannetta useassa euroalueen maassa.

Ennustejaksolla lähes kaikissa euroalueen maissa tehdään menoleikkauksia ja veronkiristyksiä, jotka vähentävät lyhyellä aikavälillä julkista kulutus- ja investointikysyntää sekä kotitalouk-

sien ostovoimaa. Hallitusten haastetta lisää, että ennustettu taantuma vaikeuttaa valtioiden säästökuureja erityisesti GIIPS-maissa. Ellei julkisen sektorin tervehtyttäminen onnistu riittävän nopeasti, velkakriisi saattaa syntyä edelleen. Tämä on euroalueen ennusteen suurin arvioitua heikomman kehityksen riski. Kasvun ja kasvuodotusten vahvistaminen rakenteellisilla toimilla onkin hyvin tärkeää. Riskejä tarkastellaan lähemmin luvussa ”Ennusteen riskit painottuvat odotettua heikomman kasvun suuntaan”.

Ison-Britannian alkuvuoden kehitys on ollut odotettua heikompaa. Taantuma on jatkunut jo lähes vuoden ajan kotitalouksien kulutuksen ja viennin supistuessa. Viimeisimmät luottamusindikaattorit sekä työllisyysluvut ovat kuitenkin hieman kohentuneet. Lisäksi kotitalouksien reaalitylojen odotetaan lisääntyvän loppuvuodesta inflaatiopaineiden hellittäessä sekä julkisen sektorin elokuussa alkaneen lainatukiohjelman myötä. **Ruotsissa** alkuvuoden kasvu on ollut odotettua vahvempaa. Kotimainen kysyntä kasvoi sekä kotitalouksien että julkisen kysynnän lisääntymisen vuoksi. Myös vienti ja teollisuustuotanto ovat kasvaneet huolimatta kruunun vahvistumisesta suhteessa euroon. Vaikka alkuvuoden kasvu on ollut vahvaa, ulkoisen ympäristön heikkeneminen hillitsee tulevaisuudessa myös Ruotsin vientikysyntää. Euroalueen tilanne välittyy myös euron ulkopuolisiin Keski- ja Itä-Euroopan ns. **KIE-maihin**, joilla on sekä viennin että rahoitussektorin puolesta tiukat siteet euroalueeseen.

Hyvän alkuvuoden jälkeen **Yhdysvaltojen** talouskasvu heikkeni hieman

Taulukko 1.

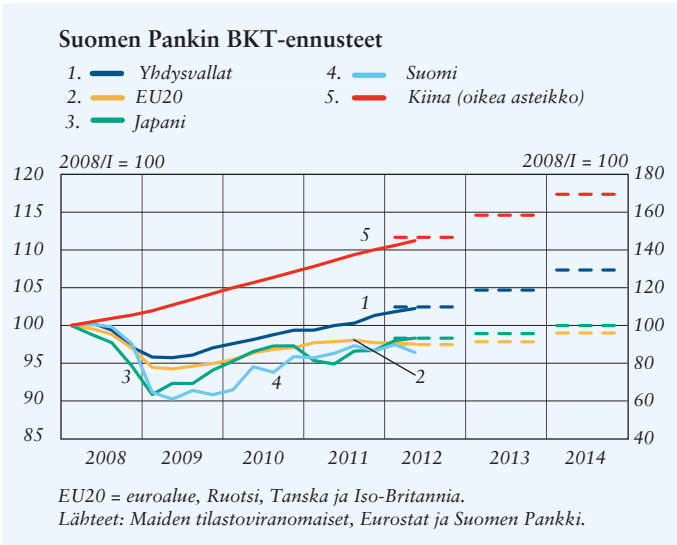
BKT:n ja maailmankaupan kasvu

BKT	2011	2012 ^e	2013 ^e	2014 ^e
Yhdysvallat	1,8	2,2 (2,3)	2,2 (2,6)	2,6 (2,5)
EU20	1,4	-0,4 (-0,2)	0,4 (1,0)	1,4 (1,6)
Japani	-0,7	2,5 (1,4)	0,6 (1,5)	1,1 (1,7)
Aasia pl. Japani	7,7	6,3 (6,6)	6,6 (7,2)	6,3 (6,8)
Maailma	3,9	3,2 (3,2)	3,5 (3,9)	3,7 (3,9)
Maailmankauppa	6,2	3,1 (3,5)	4,8 (5,8)	6,0 (6,3)

^e = ennuste

Prosenttimuutos edellisvuotisesta (suluissa edellinen ennuste)

Kuvio 11.



vuoden 2012 toisella neljänneksellä epävarmuuden lisääntyessä. Kevään ja kesän aikana erityisesti työllisyyden kasvu hidastui selvästi. Loppuvuoden osalta kasvu jää hieman aikaisemmin ennustettua hitaammaksi Euroopan ongelmien pitkittyessä ja Yhdysvaltojen finanssipolitiikan säästötoimista kum-

puavan epävarmuuden jäytässä talouskasvua ja erityisesti investointeja.

Japanin talous sai täksi vuodeksi hyvän alun vuoden ensimmäisellä neljänneksen kotimaiseen kulutukseen perustuvasta kasvupyrähdyksestä. Toisella neljänneksellä kasvu hidastui, mutta pysyi kuitenkin positiivisena lähinnä investointien vilkastumisen ansiosta. Vuoden jälkipuoliskon uskotaan kuitenkin olevan hyvin vaatimattoman kasvun aikaa. Viennin ongelmat, tsunamin jälkeisen jälleenrakentamisen kasvuvaikeuksien hiipuminen sekä finanssipoliittisen elvytyksen väheneminen tulevat pitämään vuoden 2013 kasvun vaatimattomana.

Ennusteen mukaan **Kiinan** kasvuvauhti hidastuu 8 prosenttiin vuosina 2012–2013 ja edelleen 7 prosenttiin vuonna 2014. Hidastumisen taustalla ovat sekä suhdannetilanne että pidemmällä aikavälillä myös talouden suureksi kasvanut koko ja rakennetekijät. Välitön syy kasvun hidastumiseen on kansainvälisen taloustilanteen huononeminen, joka on jarruttanut Kiinan viennin kasvua. Vaikka rahapolitiikkaa on hieman kevennetty, Kiinan hallitus ei ole aikaisempaan tapaan voinut tukea kasvua, sillä edellisen elvytyspaketin aiheuttaman luottokuplan seuraukset ja kiinteistömarkkinoiden ylikuumeneminen rajoittavat päättäjien toimintavapautta. Tulevina vuosina kasvuvauhtia heikentävät maan valtavat resurssitarpeet sekä talouden rakennetekijät. Mm. työikäisen väestön määrän kääntymisen vähenemään päin rajoittaa talouskasvua. Kiinan talousnäkyviä on käsitelty tarkemmin kehikossa ”Kiinan kasvumallin pitää muuttua”.

Venäjän talous kasvoi vuoden 2012 ensimmäisellä puoliskolla edelleen ripeästi. Bruttokansantuotteen kasvu vuodentakaisesta (4,4 %) oli lähes sama kuin vuosina 2010–2011 ja hiukan talvella 2012 ennustettua nopeampaa. Yksityinen kulutus lisääntyi yhä nopeasti mutta muut kysyntäerät kehittivät varsin heikosti. Kasvun arvioidaan hidastuvan vuosina 2012 ja 2013 runsaaseen 3½ prosenttiin maailmantalouden epävarmuuksien ja öljyn hinnan vähittäisen laskun seurauksena. Yksityinen kulutus säilyy keskeisenä tekijänä talouden kasvussa ennusteperiodilla.

Maailmankaupan kasvu jatkuu erittäin hitaana lähineljänneksen ajan. Heikko luottamusilmapiiri ja epävarmuuden lisääntyminen näkyvät kotitalouksien ja yritysten kestokulutus- ja investointitavaroiden hankintapäätöksissä. Maailmankaupan ennustetta onkin alennettu aiemmasta sekä kuluvan että ensi vuoden osalta. Ennusteperiodin loppupuolella maailmankauppa kuitenkin saavuttaa ennusteen mukaan pidemmän aikavälin (1990–2008) keskimääräisen kasvuvauhdin. Globaalit epätasapainot hieman korjaantuvat, kun sekä Kiinan että Japanin kauppatauseiden odotetaan olevan hieman aiempaa heikompia.

Vaima talouskasvu pitää hintakehityksen maltillisena

Inflaatio on hidastunut päätalosalueilla huomattavasti vuoden 2012 ensimmäisen puoliskon aikana. Heinäkuussa kuluttajahintainflaatio oli euroalueella 2,4 % ja Yhdysvalloissa 1,4 %. Kiinassa ja Brasiliassa hintojen nousu on tasaantunut usean prosenttiyksikön ver-

Kiinan kasvumallin pitää muuttua

Kiinan vienti- ja investointivetoisen kasvumalli on menettämässä tehoaan, ja siihen liittyvät riskit ovat kasvussa. Tulevaisuudessa Kiinan talouskasvun pitää perustua kasvavassa määrin kotitalouksien kulutuskysyntään. Jos maan kasvuvauhdin hidastuminen tulevina vuosina kuvastaa tätä rakennemuutosta, se on vain tervetullutta.

Tuhtien elvytystoimien ansiosta Kiina kykeni vuosina 2008–2011 säilyttämään 9–10 prosentin talouskasvun, vaikka maailmantalous ajautui suuriin vaikeuksiin. Tämän vuoden ensipuoliskolla Kiinan BKT:n kasvuvauhti hidastui alle 8 prosenttiin, ja elvytystoimista huolimatta koko vuoden kasvu jäänee 8 prosentin tuntumaan. Kiinan kasvun hidastuminen huolestuttaa markkinoita, ja monet toivovat kasvun vielä kiihtyvän selvästi nykyisestä.

Suhdanne- ja rakennetekijät jarruttavat kasvua

Suomen Pankin ennusteessa lähdetään siitä, että Kiinan kasvun hidastuminen 8 prosenttiin vuosina 2012–2013 ja edelleen 7 prosenttiin vuonna 2014 on luonnollisen kehityksen seurausta. Kasvuvauhdin hidastumisen taustalla ovat suhdannetilanne sekä pitämällä aikavälillä talouden suureksi kasvanut koko ja rakennetekijät. Välitön syy kasvun hidas-

tumiseen on kansainvälisen taloustilanteen huononeminen, joka on nakertanut Kiinan vientiä. Vaikka rahapolitiikkaa on hieman kevennetty, Kiinan hallitus ei ole aikaisempaan tapaan voinut tukea kasvua, sillä edellisen elvytyspaketin aiheuttaman luottokuplan seuraukset sekä kiinteistömarkkinoiden ylikuumeneminen rajoittavat yhä päätäjien toimintavapautta.

Tulevina vuosina kasvuvauhtia hidastavat maan valtavat resurssitarpeet sekä talouden rakennetekijät. Raaka-ainemarkkinat tuskin pystyvät ilman kasvua rajoittavia hinnannousuja tyydyttämään aikaisempaa vauhtia kasvavaa Kiinan kysyntää, ja ympäristöongelmatkin

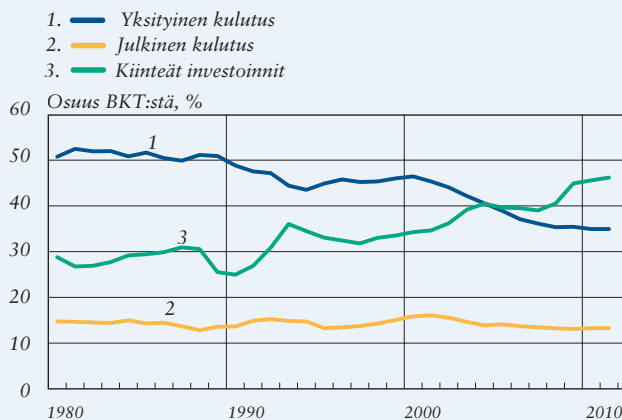
vaativat huomiota. Lisäksi työikäisen väestön määrän kasvun pysähtyminen ja sen kääntymisen laskuun lähivuosina rajoittavat talouskasvua. Vaikka maaseudulla on edelleen paljon alityöllistettyjä ihmisiä ja heidän työllistymisensä nopeasti kasvavissa kaupungeissa paikkaakin osin ikärakenteesta johtuvaa työpanoksen hiipumista, tulevaisuudessa työllisyyden kohe-

Ylisuuret investoinnit riskitekijä

Ehkä keskeisin syy kasvun hidastumiseen tulevina vuosina on Kiinan nykyisen investointivetoisen kasvumallin tulo tiensä

Kuvio A.

Investointien ja kotimaisen kulutuksen osuus Kiinan BKT:stä



Lähde: CEIC.

päähän. Tulevaisuudessa kasvun jatkuminen vauhdikkaana edellyttää, että kotitalouksien kulutuskysyntä nousee investointien ohi tärkeimmäksi kasvun moottoriksi. Kansainvälisen finanssikriisin ja investointipainotteisen elvytyspolitiikan takia investointien osuus suhteessa BKT:hen – nousi vuonna 2011 jo 46 prosenttiin, mikä on tavattoman suuri luku millä mittarilla tahansa. Samalla yksityinen kulutus on painunut vaivaiseen 35 prosenttiin kokonaiskysynnästä, mikä puolestaan on poikkeuksellisen vähän Kiinan omaankin historiaan nähden.

Kiinan jättimäiset investoinnit infrastruktuuriin ja tuotantokoneistoon ovat mahdollistaneet vientimarkkinoiden hyödyntämisen ja työn tuottavuuden nopean kasvun menneinä vuosikymmeninä, mutta maan kehityksen myötä tilanne on muuttunut. Jo nyt ylisuuriin investointeihin liittyy mittavia ongelmia.

IMF arvioi tuoreessa Kiina-raportissaan, että samaan aikaan kun Kiinan investointiaste kohosi, sen kapasiteetin käyttöaste laski kansainvälisen finanssikriisin puhkeamista edeltäneestä 80 prosentista 60 prosenttiin vuonna 2011. Virheinvestointien määrä on siis arvattavasti suuri. Huomattava ylikapasiteetti saattaa johtaa konkurssieihin ja järjestämättömien luottojen kasvuun sekä hintojen polkemisen kautta kauppapoliittisiin ongelmiin. Ylikapasiteetin myötä investoinnit

voivat äkillisesti lamaantua, ja tällä olisi investointien suuren painon takia dramaattinen vaikutus talouskasvuun.

Taloussuodistukset tukevat rakennemuutosta

Kansainvälisen rahoituskriisin myötä on käynyt selväksi, että Kiinan kokoisen talouden täytyy vientikysynnän sijaan nojata aikaisempaa enemmän kotimarkkinoihin. Kysynnän rakennemuutosta voidaan tukea talouspolitiikalla. Sosiaaliturva-, terveydenhuolto- ja koulutusjärjestelmien uudistukset, palvelusektorin kehittäminen ja avaaminen ulkomaiselle kilpailulle, valtionyritysten osinkomaksujen lisääminen sekä yli-investointeihin kannustavien hintasubventioiden vähentäminen ovat uudistuksia, jotka tukevat kulutuskysyntää ja vähentävät kotitalouksien säästämistarvetta. Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen ja palveluiden kehittäminen monipuolistavat kotitalouksien säästö- ja lainansaantimahdollisuuksia, mikä osaltaan auttaa kulutusta. Vaikka juuniin ei tällä hetkellä näytä kohdistuvan vahvistuspaineita, tilanteen muuttuessa valuutan vahvistuminen lisäisi suoraan kotitalouksien reaalitylöjä ja olisi luonteva osa nopeasti kasvavan Kiinan rakennemuutosta.

Hyvän tulokehityksen myötä kotitalouksien kulutus on jo pitkään kasvanut ripeästi, mitä osoittavat vähittäiskaupan kaksinumeroiset kasvuluvut viime vuosikymmen puolivälin jälkeen.

Kiinan talouden rakennemuutos tulee etenemään nimenomaan investointien kasvuvauhdin hidastumisen kautta. Samalla koko talouden kasvuvauhti hidastuu.

Merkkejä muutoksesta?

Kiinassa on jo otettu monia askeleita edellä mainittujen uudistusten toimeenpanemiseksi, mutta tie on pitkä ja kysynnän rakenteen muutokset ovat hitaita. Kysynnän muutosten myötä maan tuotantorakenne kehittyi niin, että teollisuuden ja rakentamisen osuus tuotannosta supistuu ja palvelualojen merkitys kasvaa. Joitakin merkkejä muutoksesta on jo nähtävissä, sillä palvelusektorin indikaattorit ovat viime aikoina osoittaneet sektorin kasvavan teollisuustuotantoa nopeammin.

Kiinan vaihtotaseen ylijäämä suhteessa BKT:hen on pienentynyt 10 prosentista vuonna 2007 alle 3 prosenttiin vuonna 2011. Samalla valtaisan 3 240 mrd. dollarin valuuttavarannon suureneminen on hidastunut, kun vaihtotaseen pienemisen ohella sijoitusvirrat Kiinasta ulkomaille ovat kasvaneet. Globaalien epätasapainojen kestävä tasapainottuminen Kiinan osalta edellyttää kuitenkin, että kiinalaispäättäjät jatkavat rakennemuutosta tukevia reformeja.

Japanin ja Korean vanavedessä

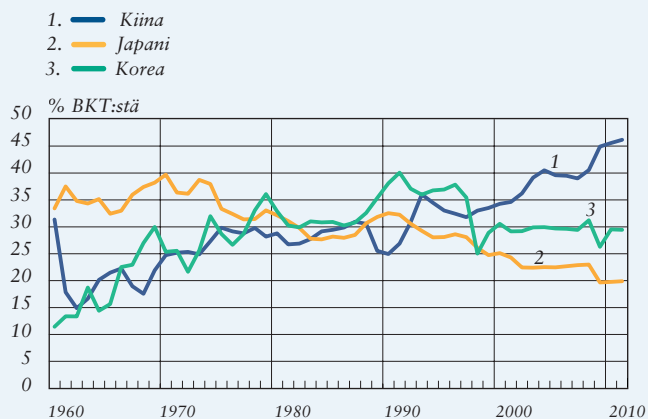
Vertailu Japanin ja Korean kasvuhistoriaan antaa pohjan uskoa, että nopeana jatkuva kaupungis-

tuminen ja työn tuottavuuden nousu takaavat Kiinalle vielä pitkään eväitä reippaana jatkuvaan kasvuun. Kiinan nykytilannetta ajatellen on kuitenkin kiinnostavaa, että niin Japanissa kuin Koreassakin kasvun pysyvä hidastuminen liittyi investointiasteen laskuun. Myös maailmantalouden kriisin merkitys vanhojen rakenteiden ravistelijana on tunnetusti tärkeä. Japanissa 1970-luvulla rakennemuutosta vauhdittivat maailmantaloutta ravistelleet öljykriisit, kun taas Koreassa investointiaste laski jyrkästi Aasian talouskriisin aikoihin 1990-luvun lopussa.

Japanin ja Korean kasvun hidastuminen ja investointiasteen lasku ovat toteutuneet eri tahtia, eivätkä ne tietenkään tarjoa helppoa tapaa ennustaa Kiinan tulevien muutosten nopeutta. Muutos on kuitenkin sitä helpompi, mitä aikaisemmin talouden ylisuurta investointiriippuvuutta saadaan pienennettyä. Tästä johtuva talouskasvun hidastuminen on tervetullut niin Kiinan kuin koko maailmantalouden kannalta.

Kuvio B.

Kiinan, Japanin ja Korean investointiaste



Lähteet: IMF, Maailmanpankki ja CEIC.

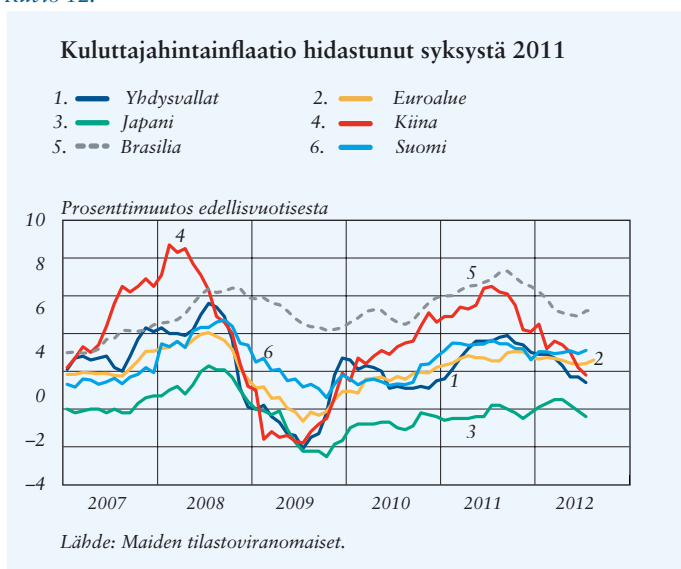
ran syksyn 2011 huipusta. Inflaation hidastumisen taustalla on ollut erityisesti öljyn hinnan noususta tulevan vaikutuksen poistuminen. Myös laajempien kysyntäpaineiden väheneminen on näkynyt erityisesti Kiinan hintakehityksessä. Sen sijaan Euroopassa ja Yhdysvalloissa energian ja (tuore)ruoan hin-

nasta puhdistetun ns. pohjainflaation hidastuminen on ollut vähäisempää.

Öljyn hinnan muutokset ovat olleet viimeisen puolen vuoden aikana suuria (kuvio 10). Öljyn dollarihinta nousi helmikuussa poikkeuksellisen korkealle. Huhtikuun alussa öljyn hinnan kehitys taitui maailmantalouden kasvuvauhdin osoittaessa hidastumisen merkkejä. Öljyn hinta saavutti pohjan kesäkuun lopussa, jolloin se oli alimmillaan sitten joulukuun 2010. Kesän aikana öljyn hinta on kuitenkin kohonnut takaisin lähelle kevään huippua, ja tämä näkyi mm. euroalueen elokuun inflaation hienoisena kiihtymisenä 2,6 prosenttiin. Öljyn futuurihintojen perusteella markkinat odottavat öljyn hinnan laskevan maltillisesti koko ennusteperiodin ajan. Elintarvikkeiden maailmanmarkkinahintoja ovat kesän aikana nostaneet poikkeukselliset sääolot ja erityisesti Yhdysvaltoja vaivaava kuivuus. Ruoan hinnannousu saattaa voimistaa inflaatiopaineita nousevissa talouksissa, joissa ruoalla on suurempi paino kulutuskorissa kuin kehittyneissä talouksissa. **Muiden raaka-aineiden hinnat** ovat laskeneet (kuvio 10).

Markkinainformaatiosta johdettavat pitkän aikavälin inflaatio-odotukset (5 vuodeksi 5 vuoden jälkeen) ovat tällä hetkellä lähellä historiallisia keskiarvojaan, vaikka lyhyellä aikavälillä muutokset ovatkin olleet suuria (kuvio 13). Myös ammattiennustajille suunnatuissa kyselytutkimuksissa (survey of professional forecasters) keskipitkän aikavälin odotukset ovat säilyneet lähes muuttumattomina. Suomen Pankin ennusteen mukaan **EU20-maiden inflaatio** hidastuu vähitellen ja vakiintuu noin 1,7

Kuvio 12.



Kuvio 13.



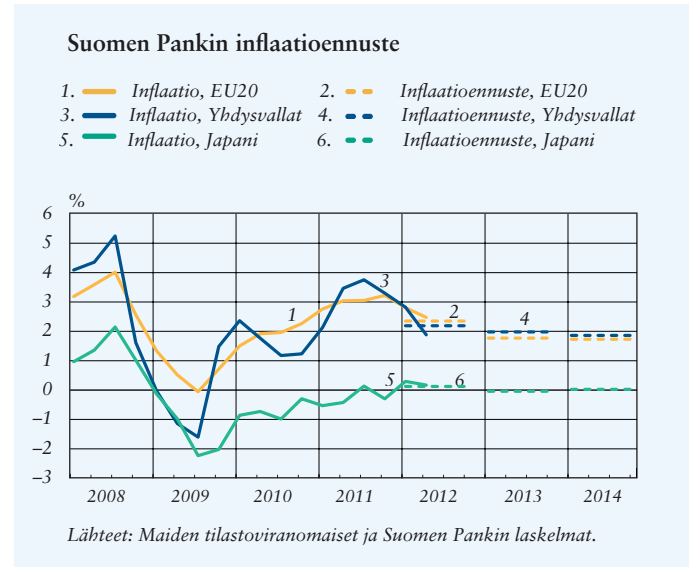
prosenttiin vuoden 2013 aikana (kuvio 14). Inflaatiovauhtia hidastaa erityisesti euroalueen heikko talouskehitys, joka vähentää kotimaisesta kysynnästä tulevia hintapaineita. Tosin kesän aikana nähty euron heikentyminen tuo inflaatioon nousupaineita Euroopassa ainakin vuoden 2013 alkuun saakka. **Yhdysvalloissa inflaation** arvioidaan vakautuvan hieman alle 2 prosentin tasolle ennustejaksolla. Yhdysvaltojen kotimaisesta kysynnästä tulevat hintapaineet ovat melko neutraalit, ja raaka-aineiden ja etenkin viimeaikainen öljyn hinnan nousu eivät näyttäisi kiihdyttävän inflaatiota merkittävästi yli 2 prosentin. Suomen Pankin ennusteen mukaan **Japanin inflaatio** hidastuu öljyn hinnan odotetun vakautumisen myötä kohti nollatasoa. Siten deflaatiouhka pysyy ajankohtaisena Japanissa lähivuosina.

Merkittävimmit inflaatiota koskevat riskit liittyvät maailmantalouden kriisiytymiseen samaan tapaan kuin vuodenvaihteessa 2008–2009, ja tällöin deflaation uhka tulee ajankohtaiseksi. Inflaatio-odotusten pysyminen vastakin lähellä keskuspankkien tavoitteita on keskeistä maltilliselle hintakehitykselle.

Ennusteen riskit painottuvat odotettua heikomman kasvun suuntaan

Ennusteeseen liittyvät riskit ovat painottuneet perusuraa hitaamman kasvun suuntaan. Suurimmat odotettua heikomman kehityksen riskin aiheuttajat liittyvät Euroopan ongelmien syvenemiseen ja pitkittymiseen. Ennusteessa on oletettu, että tehtävät kansalliset ja EU-tason toimenpiteet tilanteen tasapainottamiseksi riittävät hitaasti kääntämään

Kuvio 14.



maiden heikon kehityksen paremmaksi ja kohentavat markkinoiden uskoa Euroopan kykyyn löytää kestävä ulospääsy kriisistä. Tästä huolimatta toipuminen kestää kauan ja markkinoiden luottamus kohenee hitaasti.

On kuitenkin merkittävä riski, että euroalueen epäsuotuisa kierre jatkuu, jolloin toipuminen on ennustettuakin hitaampaa. Erittäin heikon talouskehityksen tarttuminen GIIPS-maista nykyistä laajemmin muihin euromaihin vaikeuttaisi euroalueen yhteistä kriisinhallintaa sekä kansallisen tason toimenpiteiden toteuttamista, mikä syventäisi edelleen epäsuotuisaa kierrettä. Tällaisen negatiivisen tapahtumasarjan saattaisi laukaista kriisimaiden taloustilanteen paljastuminen otaksuttua heikomaksi, kasvava epäluottamus poliittikkatoimien riittävyteen ja/tai kiihtyvä pääomapako euroalueen kriisimaista.

Erityisen hankalasti hallittavissa olisi tilanne, jossa kriisin syvenemisen aiheuttaisi kriisitalouksien epäonnistuminen rakennemuutosten läpiviennissä. Rakennemuutokset ovat keskeisiä maiden palauttamisessa kestäväen kasvun uralle. Jos rakennemuutokset esimerkiksi poliittisista syistä jäisivät toteuttamatta, kriisimaat voisivat jäädä pitkäaikaiseen hitaan kasvun loukkuun. Niiden velkatasot jatkaisivat ripeää kasvuaan, ja niillä olisi yhä suurempia vaikeuksia hankkia rahoitusta markkinoilta. Tällöin maat saattaisivat ajautua tilanteeseen, jossa ne olisivat jatkuvasti ulkoisten tukipakettien varassa. Kriisitalouksien heikentyvä tilanne vaikuttaisi myös korkean luottoluokituksen maiden talouskehitykseen, mikä murentaisi tukipakettien rahoitus pohjaa ja uskotavuutta.

Mikäli markkinoiden luottamus maiden kykyyn palauttaa valtiontaloutensa kestäväälle pohjalle heikkenisi tässä kuvatulla tavalla, myös kriisitalouksien pankkien tilanne kävisi nopeasti tukalaksi. Valtioiden ongelmien kärjistyessä pääomapako kriisitalouksien rahoituslaitoksista kiihtyisi hallitsemattomaksi. Toistaiseksi pankit ovat pystyneet rahoittamaan toimintansa yksityiseltä sektorilta ja keskuspankilta saamansa vakuudellisen rahoituksen turvin. Kuvatun kaltaisessa riskiskenaariossa pääomapako olisi kuitenkin niin voimakasta ja laajamittaista, että pankkien vakuusmateriaali hupenisi nopeasti ja rahoitusmahdollisuudet kävisivät vähiin. Tällöin pankit supistaisivat rajusti luotonantoaan, mikä johtaisi reaalityalouden voimakkaaseen pudotukseen ja työttömyyden lisääntymiseen entisestään.

Vaikka Euroopan tilanne onkin hauras, myös ennustettua positiivisempi kehitys on mahdollinen. Jos Eurooppa kykenee rakentamaan uskottavan kriisinhoidon strategian, markkinoiden luottamus voi vahvistua oletettua nopeammin. Kriisimaiden velkakestävyden turvaamisen kannalta olennaista on yhtäältä, että maat itse sitoutuvat riittäviin sopeuttamistoimiin ja rakennemuutoksiin, ja toisaalta, että rahoittajatahot antavat takeet kohtuuhintaisen ulkoisen rahoituksen saatavuudesta sopeuttamistoimien ajaksi. Tämä antaisi myös eurojärjestelmälle mahdollisuuden toimia tarvittaessa valtionlainamarkkinoiden toiminnan vakauttamiseksi.

Jo pelkän uskottavan kriisinhoidon mallin aikaansaaminen saattaisi rauhoittaa markkinoita, pysäyttää pääomapaon ja pienentää valtionvelan kustannuksia. Siten taloudet saisivat riittävästi aikaa toteuttaa muutokset ja luottamusilma- piiriin paraneminen näkyisi nopeampana kasvuna paitsi kriisitalouksissa myös muualla Euroopassa ja maailmassa.

Myös Yhdysvaltojen finanssipolitiikan säästöohjelmasta kumpuaa merkittäviä ennustettua heikomman kehityksen riskejä kasvuennusteeseen. Ennusteessa oletetaan, että Yhdysvallat löytää marraskuun vaalien jälkeen julkisen sektorin sopeuttamiseen kestäväen ratkaisun. Oletuksen mukaan finanssipolitiikka on lyhyellä aikavälillä maltillisesti kiristävää, ja keskipitkällä aikavälillä säästötoimet ovat riittäviä palauttamaan julkisen sektorin velkaantumisen kestäväällä uralle. Jos kuitenkin vuoden 2013 alussa päättyviksi kaavailtujen elvytystoimien annetaan äkillisesti loppua, finanssipolitiikka kiristyy voi-

makkaasti, mikä johtaisi koko vuoden 2013 talouskasvun pysähtymiseen. Tämä olisi merkittäviä kasvua entisestään hidastavia vaikutuksia myös viennistä enemmän riippuvaisissa Euroopan ja Aasian talouksissa.

Finanssipolitiikan epävarmasta kehityksestä huolimatta Yhdysvaltojen taloudessa on nähtävissä myös positiivisia merkkejä. Yksityisen sektorin velkasopeuttamisen pahin vaihe on takanapäin, ja pankkisektorin tase on aiempaa vahvemmassa kunnossa. Ennusteen merkittävin positiivinen riski liittyykin kevään aikana elpyneiden asuntomarkkinoiden ennustettua parempaan kehitykseen lähivuosina. Jos korot pysyvät matalana, asuntomarkkinoiden runsas patoutunut kysyntä voi alkaa purkautua ja nostaa huomattavasti asuntojen hintoja. Tämä voisi laukaista positiivisen kierteen, jossa kotitalouksien varallisuusaseman paraneminen mahdollistaa kulutuksen kasvun ja hyvän työmarkkinakehityksen. Maailman suurimman talouden myönteinen kehitys näkyisi muuallakin maailmassa viennin kasvuna ja rahoitusmarkkinoiden rauhoittumisena. Tämä auttaisi merkittävästi myös velkaongelmien kanssa painivaa Eurooppaa.

Rahapolitiikka ja sen välittyminen

Rahapolitiikka

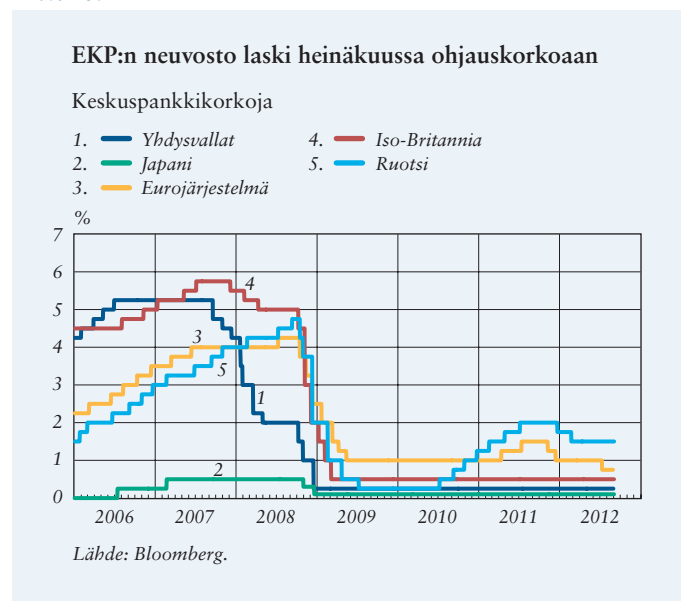
Rahapolitiikka lähellä nollakorkorajaa

Keskeiset keskuspankit ovat keventäneet rahapolitiikkaansa vuoden 2012 aikana. Rahapolitiikkaa on kevennetty, sillä inflaatio on globaalilla tasolla hidastunut ja talousnäköymät ovat heikentyneet.

EKP:n neuvosto laski heinäkuussa ohjauskorkoaan 1 prosentista 0,75 prosenttiin (kuvio 15). Tämän lisäksi neuvosto on vuoden 2012 aikana laajentanut epätavanomaisia toimenpiteitä, joilla on tuettu velkakriisin heikentämän pankkisektorin luotonantokykyä sekä rahapolitiikan välittymistä euroalueella. Syyskuun kokouksessaan neuvosto päätti lisäksi uusista epätavallisista rahapolitiikkatoimista. Niitä on käsitelty kehikossa ”Eurojärjestelmä täsmensi rooliaan velkakriisin hoidossa”.

Epätavanomaisia toimenpiteitä on laajennettu vuoden 2012 aikana myös Yhdysvalloissa, Japanissa ja Isossa-Britanniassa. Näissä maissa ohjauskorot ovat olleet lähellä nollassa jo pidempään. Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa ohjauskorot laskettiin lähelle nollassa pian globaalien finanssikriisin kärjistyttyä vuoden 2008 jälkimäisellä puoliskolla. Japanissa korko-

Kuvio 15.



taso oli ollut jo pidempään erittäin matala deflaatio-ongelmien vuoksi.

Taloukasvun heikentyminen ja inflaatiopaineiden vaimeneminen ovat näkyneet vuonna 2012 koronlaskuina ja vähimmäisvarantovaatimusten pienentämisenä myös useissa nousevissa talouksissa, kuten Kiinassa, Intiassa ja Brasiliassa. Kiinan keskuspankki laski kesä- ja heinäkuussa ohjaukorkojaan yhteensä 0,50 prosenttiyksikköä, minkä jälkeen vuoden talletuskorko on 3 %. Vuoden 2012 ensimmäisellä puoliskolla Kiinan keskuspankki pienensi suurten pankkien vähimmäisvarantovaatimusta yhteensä 1 prosenttiyksikön eli 20 prosenttiin alkuvuoden aikana.

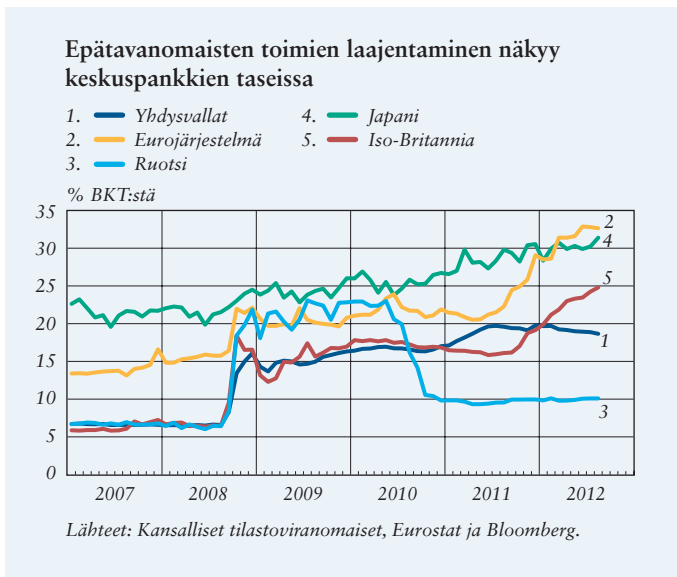
Eurojärjestelmän tase on vuoden 2012 aikana kasvanut noin 4 prosenttiyksikköä suhteessa bruttokansantuotteeseen (kuvio 16). Eurojärjestelmän taseen kasvu heijastaa pankkien keskuspankkirahan kysynnän lisääntymistä, mikä puolestaan kertoo rahoitusmarkkinoiden jännitteistä ja pankkien

varainhankinnan vaikeutumisesta varsinkin heikon talouskehityksen euromaissa. Taseen koko on kasvanut etenkin kahden erityispitkän luotto-operaation seurauksena; näissä operaatioissa pankit lainasivat joului- ja helmikuussa vakuuksia vastaan yhteensä noin 1 000 mrd. euroa kolmen vuoden ajaksi. Lisäksi EKP:n neuvosto puolitti pankkien vähimmäisvarantovelvoitteen tammikuusta 2012 lähtien yhteen prosenttiin (noin 100 mrd. euroa) ja lievensi rahapolitiikan luotto-operaatioissa hyväksyttävien vakuuksien kelpoisuusehtoja. Näiden toimenpiteiden tavoitteena on ollut rahoitusmarkkinajännitteiden helpottaminen ja sitä kautta yritysten ja kotitalouksien rahoituksen saannin ylläpitäminen. Euroalueen pankkien toimintaympäristö on kuitenkin edelleen haastava.

Arvopapereiden osto-ohjelmia on laajennettu Japanissa ja Isossa-Britanniassa vuoden 2012 aikana, mikä näkyy näiden maiden keskuspankkien taseiden kasvuna suhteessa bruttokansantuotteeseen (kuvio 16). Yhdysvalloissa keskuspankki on myynyt lyhytmaturiteettisia valtion velkapapereita ja ostanut maturiteetiltaan pitkiä velkapapereita (ns. operaatio Twist) tavoitteenaan alentaa pisimpiä arvopaperikorkoja ja tukea näin talouskasvua. Tämä operaatio ei ole kasvattanut maan keskuspankin taseen kokoa.

Keskuspankkien toimissa ovat vuoden 2012 aikana korostuneet viestinnän merkitys ja tavoitteiden täsmennäminen. Yhdysvalloissa ja Japanissa täsmennettiin alkuvuonna inflaatio-tavoitteeksi 2 %. Japanin keskuspankki tavoittelee ensin kuitenkin yhden pro-

Kuvio 16.



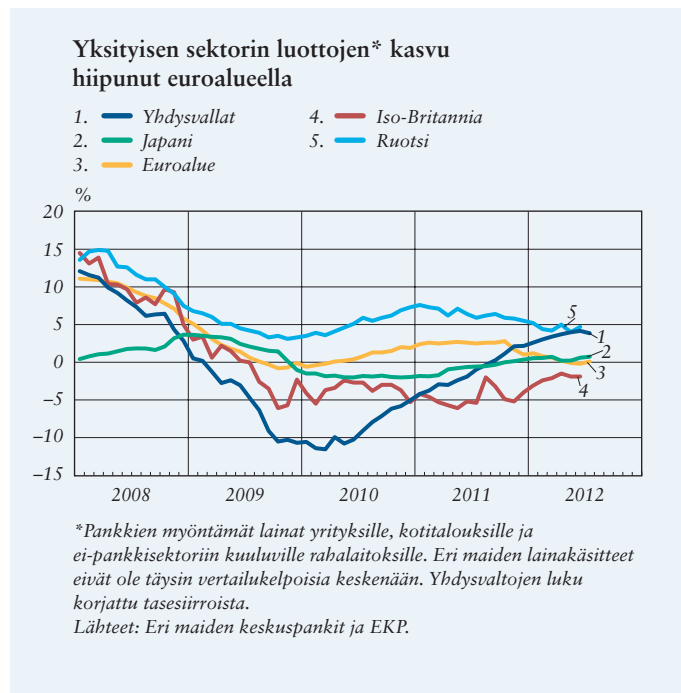
sentin inflaatiota, sillä maan talous on kärsinyt useana vuonna deflaatiosta. Yhdysvaltain keskuspankki on viestinnässään arvioinut korkojen pysyvän poikkeuksellisen matalina pitkään (”ainakin vuoden 2014 loppuun asti”), mikäli talouskehitys jatkuu odotetun heikkona. Ilmoittamalla etukäteen käsitöksensä ohjauksen tulevasta kehityksestä keskuspankki pyrkii ohjaamaan markkinoiden odotuksia raho poliittisten tavoitteidensa saavuttamiseksi.

Rahapolitiikan keventämisestä huolimatta yksityisten luottojen kasvu on useassa kehittyneessä maassa ollut vai meaa. Yksityisen sektorin lainakannan kasvu hidastui kevään mittaan euroalueella ja kesäkuukausina se pysähtyi kokonaan. Isossa-Britanniassa yksityisen sektorin lainakanta on edelleen supistunut vuonna 2012, kun taas vahvempi talouskehitys Yhdysvalloissa ja Ruotsissa on näkynyt näissä maissa lainakan nan noin 4–5 prosentin kasvuna.

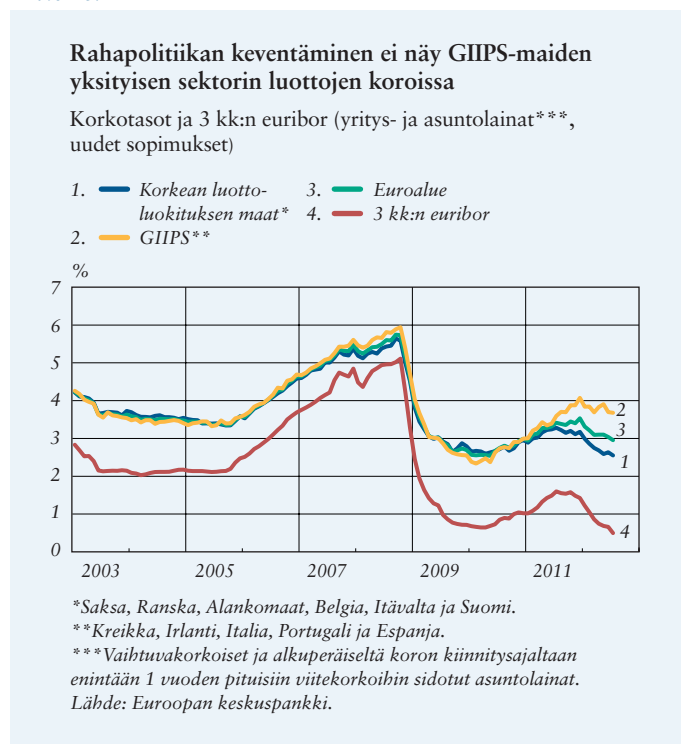
Rahapolitiikka välittyvä epätasaisesti euroalueen eri maiden yrityksille ja kotitalouksille

Eurojärjestelmän rahapolitiittiset toimet ovat vuoden 2012 aikana laskeneet lyhyitä rahamarkkinakorkoja selvästi. Esimerkiksi 3 kuukauden euribor on laskenut vuoden alun noin 1,3 prosentista noin 0,3 prosenttiin elokuussa (kuvio 18). Valtionlainamarkkinoiden häiriötila ja pitkään heikkona jatkunut talouskehitys ovat kuitenkin kiristäneet rahoitusoloja euroalueella selvästi. Tämä rahoitusolojen kiristyminen näkyy esimerkiksi siinä, että yksityisen sektorin lainoistaan maksamat korot

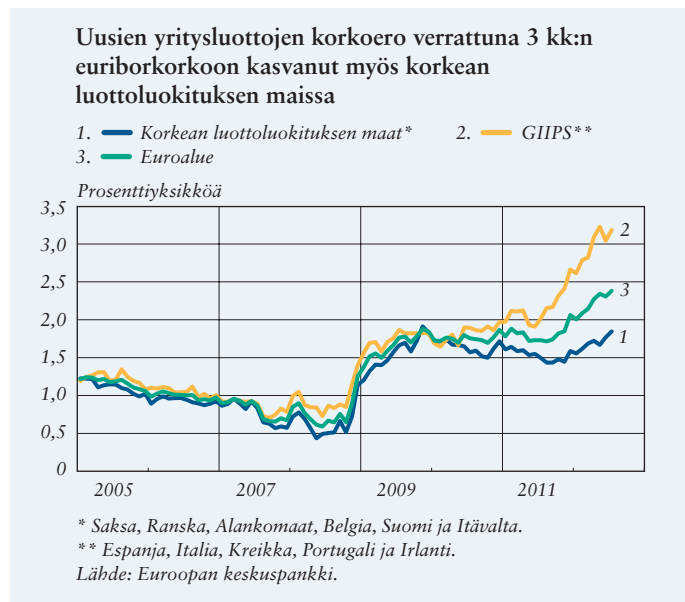
Kuvio 17.



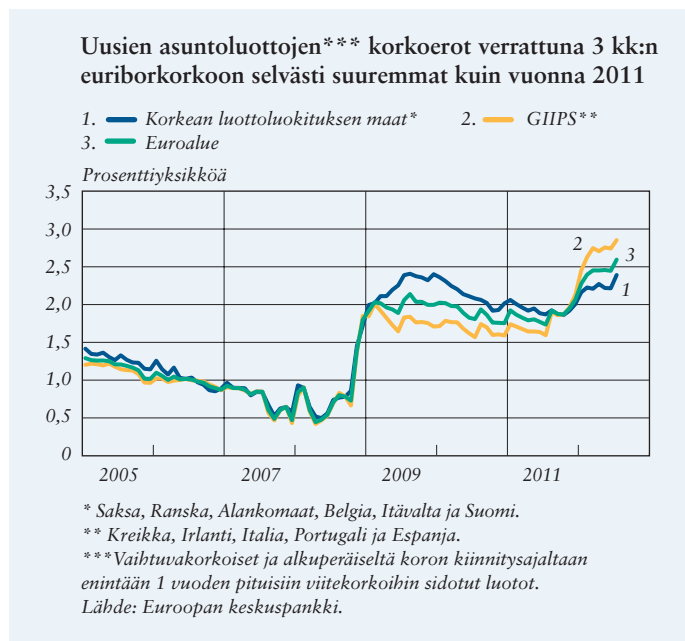
Kuvio 18.



Kuvio 19.



Kuvio 20.



eivät ole laskeneet yhtä paljon kuin lyhyet rahamarkkinakorot, kuten 3 kuukauden euriborkorko. Eniten rahoitusolot ovat kiristyneet ns. GIIPS-maissa, joissa velkakiiri on heikentänyt sel-

västi pankkisektorin tilaa. Näissä maissa yhteisen rahapolitiikan keventäminen ei juuri ole alentanut yksityisen sektorin uusista luotoista maksamia korkoja vuoden 2012 aikana (kuvio 18). Lisäksi erityisesti GIIPS-maissa luottojen saatavuus on heikentynyt ja ehdot kiristyneet. Samaan aikaan talouskehitykseltään vahvemmissa maissa, kuten Saksassa ja Ranskassa, yritysten ja kotitalouksien uusista lainoista maksamat korot ovat matalammat kuin euroalueella keskimäärin.

Tarkastelemalla yritysten ja kotitalouksien uusista pankkiluotoistaan maksamia korkoja suhteessa 3 kuukauden euriborin kehitykseen (korkoero/riskilisä) nähdään, miten rahapolitiikka on välittynyt keskuspankin ohjauskorosta rahamarkkinakorkojen kautta yritysten ja kotitalouksien uusista luotoista maksamiin korkoihin (kuvio 19 ja 20). Korkoerot ovat kasvaneet vuoden 2011 tilanteeseen verrattuna selvästi koko yksityisellä sektorilla. Erityisesti yrityslainoissa korkoerot ovat edelleen vuoden 2012 aikana suurentuneet, eikä selviä merkkejä korkoeron kasvun taitumisesta vielä ole.

Eurojärjestelmän rahapolitiikan keventyminen ei ole välittynyt kuin osin ongelmamaiden kotitalouksien ja yritysten maksamiin korkoihin. Uusien yrityslainojen korot ovat olleet vuoden 2012 ensimmäisellä puoliskolla erityisen korkealla Portugalissa ja Kreikassa (reilussa 6 prosentissa), kun euroalueen keskiarvo on alentunut noin 3 prosenttiin. Yrityslainakorot ovat euroalueen keskiarvoa korkeammat myös Espanjassa, Italiassa ja Irlannissa (lähes 4 prosentissa). Rahapolitiikan kotimaista

Eurojärjestelmä täsmensi rooliaan velkakriisin hoidossa

Markkinoiden huolet Espanjan ja Italian valtion velkakestävydestä ja koko euroalueen tulevaisuudesta kasvoivat loppukevään ja kesän aikana. EKP:n neuvosto (”neuvosto”) totesi elokuun kokouksessaan, että usean maan valtionlainapapereiden riskipreemiot ovat suurentuneet ja että rahoitusmarkkinoiden pirstaloituminen estää rahapolitiikka toimimasta tehokkaasti. EKP:n neuvosto korosti, että riskipreemioiden kasvusta se osa, joka liittyy pelkoon euroalueen hajoamisesta, ei ole hyväksyttävä, ja eurojärjestelmä tulee puuttumaan tähän voimakkaasti. Neuvosto korosti, että euro on peruuttamaton.

Syyskuun kokouksessaan neuvosto päätti uuden rahapoliittisten suorien kauppojen (Outright Monetary

Transactions, OMT) ohjelman pääpiirteistä. Koska riskilisien pieneneminen riippuu ensisijaisesti euroalueen hallitusten toimista kunkin maan talouden rakenteiden uudistamiseksi ja tarvittavien säästöjen aikaansaamiseksi, välttämätön ehto eurojärjestelmän toimille on euroopalaisten vakauskon mekanismien (ERVV/EVM) ohjelmiin liittyvä ehdollisuus. Ehdollisuus voi toteutua joko kokonaistaloudellisen sopeutusohjelman tai ennalta varautuvan ohjelman kautta, mikäli ERVV tai EVM voi tehdä näissä ostoja ensimarkkinoilla.

EKP:n neuvosto päättää mahdollisten rahapoliittisten suorien kauppojen aloittamisesta, jatkamisesta ja lakkauttamisesta itsenäisesti ja rahapoliittisen mandaattinsa mukaisesti. Se harmitsee rahapoliittisia suorita kaup-

poja vain siinä laajuudessa kuin kaupat ovat perusteltuja rahapoliittisista syistä ja niin kauan kuin ehdollisuutta on noudatettu täysimääräisesti. Rahapoliittiset suorat kaupat lopetetaan, kun niille asetetut tavoitteet on saavutettu tai jos kokonaistaloudellisen sopeutusohjelman ehdot eivät täyty.

Rahapoliittisille suorille kauppoille ei enakkoon aseteta määrällisiä rajoitteita. Kaupat keskittyvät lyhytmatuiteettisiin instrumentteihin ja erityisesti valtionvelkakirjoihin, joiden juoksu-aika on yhdestä kolmeen vuotta.

Rahapoliittisten suorien kauppojen ohjelma ei lisää rahan määrää euroalueella, sillä kaupoista aiheutuvat likviditeettivai-
kutukset tullaan poistamaan täysimääräisesti.

kysyntää elvyttävä vaikutus on siis ollut GIIPS-maissa vaimeampi kuin näiden maiden heikon taloustilanteen kannalta olisi toivottavaa.

Vaikka korkoerot ovat suurentuneet eniten GIIPS-maissa, myös korkean luottoluokituksen maiden korkoerot ovat kasvaneet vuoteen 2011 verrattuna. Korkoerojen kasvu on tyypillistä laskusuhdanteessa. Kun taloustilanne heikkenee, myös yritysten ja kotitalouksien lainanmaksukyky huononee, mistä syystä pankit haluavat korvaukseksi korkeamman koron kattamaan riskiä, että laina jää maksamatta.

Euroalueella lisäksi valtioiden velkakriisi ja rahoitusmarkkinoiden jännitteet ovat heikentäneet pankkien tilaa ja lisänneet niiden varainhankinnan kustannuksia. Myös tästä syystä pankkien pyytämät marginaalit ovat kasvaneet. Rahapolitiikan välittymisen kannalta tärkeää on, että pankit vahvistavat taseitaan. Pankkien taseiden vahvuus on keskeinen tekijä, joka edistää riittävästä luotonantosta taloudessa ja kaikkien rahoituskanavien normalisoitumista.

Finanssipolitiikka

Julkisen talouden tila ja näkymät

Valtioiden velkakriisissä on kyse siitä, että luottamus julkisen talouden velanhoidokykyyn on heikentynyt. Luottamuksen palauttaminen edellyttää tulojen ja menojen sopeuttamista, talouskasvua ja kunnossa olevaa pankkijärjestelmää. Nämä kaikki ovat kiinteässä yhteydessä toisiinsa, mikä asettaa harjoitettavalle talouspolitiikalle suuria haasteita.

Varsinaisten kriisimaiden lisäksi suureksi kasvanut valtion velka rajoittaa finanssipoliittisia elvytystoimia

myös monessa muussa euroalueen maassa. Tästä syystä finanssipolitiikka pysyy euroalueella kireänä vuoden 2012 lopulla ja vuonna 2013. Toisaalta aiemmin ennustettua heikompi talouskasvu vaikeuttaa pääsemistä julkisen talouden alijäämätavoitteisiin.

Myös pankkien heikentynyt kunto lisää valtioiden ongelmia. Kesän aikana Espanjan ja Kyproksen pankkijärjestelmien tukitarpeet kasvoivat niin suuriksi, että maat joutuivat pyytämään rahoitusapua Euroopan rahoitusvakaussivustolta (ERVV). Euroryhmä teki heinäkuussa periaatepäätöksen, jonka mukaan Espanjalle voidaan myöntää enintään 100 mrd. euroa pankkien pääomittamiseen. Rahoitusavun tarkat ehdot ja lopullinen määrä ovat vielä epäselviä. Rahoitus tullaan kuitenkin kanavoimaan Espanjan valtion pankkisektorin järjestelyrahaston (FROB) kautta, ja se tulee olemaan ehdollista.

Finanssipolitiikan haasteet eivät rajoitu euroalueeseen. Suurista talouksista myös Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Japanissa finanssipolitiikan lisäelvytysvara on rajallinen. Näiden maiden julkisen talouden vajeet ovat vähintään kaksinkertaiset euroalueen keskiarvoon (ks. kuvio 21) verrattuna, ja myös velkasuhteet näissä maissa ovat huomattavat.

Keväällä 2012 julkistetussa Suomen Pankin kansainvälisessä ennusteessa oletettiin, että euromaat pitkälti täyttäsivät vakaussivustolta ja lähentymisohjelmien mukaiset julkisen talouden alijäämätavoitteet vuosina 2012–2013. Tämä näyttäisi toteutuvan euroalueella ja sen suurissa jäsenvaltioissa vuonna 2012

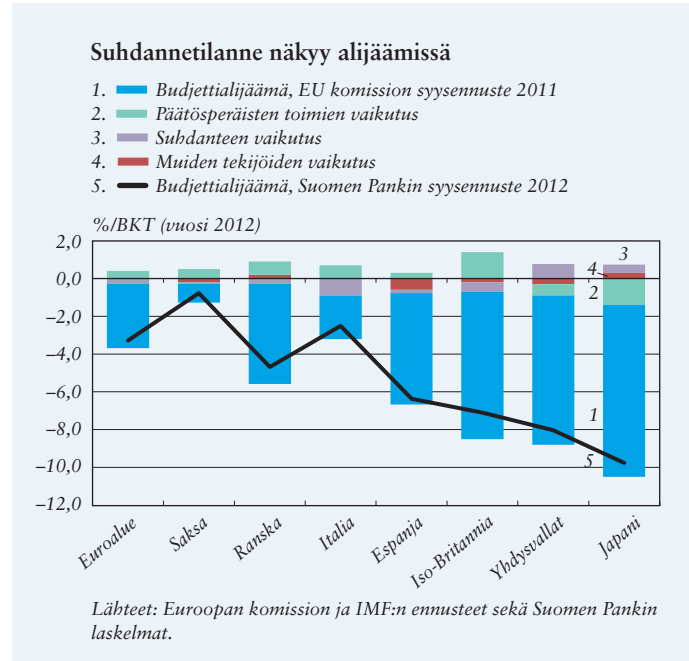
kohtalaisesti lukuun ottamatta Espanjaa, jonka tavoitteita helpotettiin kesän aikana. Myös Italia ilmoitti huhtikuussa pienistä muutoksista tavoitteisiinsa. Irlannin ja Portugalin sopeutus- ja rakenneohjelmat etenevät kohtuullisen hyvin suunnitelmien mukaan mutta Kreikan tilanne on edelleen hyvin epävarma.

Sen sijaan vuonna 2013 julkisen talouden alijäämätavoitteiden saavuttaminen vaikeutuu heikentyvän suhdanteen vuoksi. Suomen Pankin uudessa ennusteessa euroalueen julkisen talouden alijäämän odotetaan säilyvän 3,3 prosentissa BKT:stä mutta supistuvan 2,8 prosenttiin BKT:stä vuonna 2014 parantuvien suhdanteiden ansiosta. Näidenkin tulemien saavuttamiseksi erityisesti Espanjalta ja Ranskalta vaaditaan uusia sopeutustoimia. Heinäkuussa 2012 Espanja ilmoittikin 65 mrd. euron edestä uusia, vuoteen 2014 asti ulottuvia sopeutustoimia. Ranska ei ole vielä tarkentanut toimia, joilla se saavuttaa vakausohjelman tavoitteet.¹

Kaiken kaikkiaan käsitys kuluvan vuoden julkisesta alijäämästä suurissa euromaissa, Isossa-Britanniassa, Yhdysvalloissa ja Japanissa ei ole muuttunut paljoakaan syksyllä 2011 tehdyistä ennusteista (kuvio 21). Päätösperäiset toimet, joita kuvataan suhdannekorjatun perusjäämän muutoksella, ovat vaikuttaneet alijäämää pienentävästi suurissa euroalueen maissa ja Isossa-Britanniassa. Talouskasvua koskevien odotusten heikentyminen kuitenkin

¹ Näitä toimia ei ole otettu täsmällisesti huomioon Suomen Pankin ennusteen perusurassa, koska niihin ja niiden ajoitukseen liittyy epävarmuuksia.

Kuvio 21.



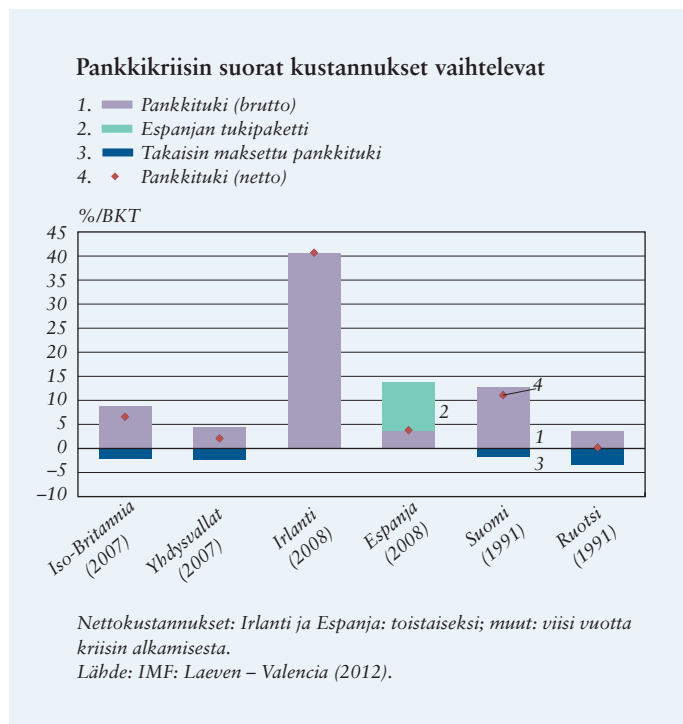
vähentää politiikkapäätösten vaikutuksia, joten muutokset aiemmin ennustetuihin vajeisiin jäävät kokonaisuudessaan pieniksi.

Julkinen talous ja pankkikriisit

Pankkien heikko tilanne on meneillään olevassa velkakriisissä vaikeuttanut valtioiden rahoitusasemaa. Pankkikriisit heikentävät julkisen talouden tilaa monen eri reitin kautta, ja suora pankkituki muodostaa yleensä vain pienen osan kriisien kokonaiskustannuksista. Suurin vaikutus julkiseen talouteen tulee lähes aina taloudellisen aktiivisuuden heikentymisen kautta.

Pankkikriisi saa tavallisesti alkunsa voimakkaassa laskusuhdanteessa tai taantumassa, jota kriisi voimistaa. Luottotappioiden kasvun myötä luottamus pankkisektoriin heikkenee lasku-

Kuvio 22.



suhdanteessa, mikä voi johtaa talletusten tai markkinarahan pakoon. Lisäksi laskevat varallisuushinnat heikentävät pankkien taseita. Kriisin seurauksena pankkien luotontarjonta supistuu, mikä johtaa talouskasvun merkittävään heikkenemiseen. Heikko talouskasvu johtaa verotulojen vähenemiseen ja menojen lisääntymiseen, minkä vuoksi julkinen velkasuhde alkaa kasvaa. Valtion verotulojen romahdus voi olla erityisen voimakas, jos pankkikriisiin liittyy omaisuushintakuplan puhkeaminen ja sen seurauksena asuntoinvestointien ja rakennussektorin supistuminen.

Pankkikriisi lisää etupainotteisesti suoria valtion menoja. Irlannin, Espanjan, Ison-Britannian ja Yhdysvaltojen nykyisistä pankkikriiseistä aiheutuneita suoria kustannuksia voidaan verrata Suomen ja Ruotsin 1990-luvun kriisien

kuluihin (kuvio 22). Bruttokustannusten lisäksi vertailussa on tarkasteltu nettokustannuksia bruttomääräisten kulujen ja viiden vuoden kuluessa takaisin saadun määrän erotuksena.²

Nykykriisi on tullut erityisen kalliiksi Irlannille, jossa suorat bruttomääräiset kustannukset ovat olleet noin 40 % BKT:stä. Jos Espanja joutuisi käyttämään koko 100 mrd. tukipaketin, pankkikriisin suorat (BKT:hen suhteutetut) bruttokustannukset yhdessä jo aiemmin maksettujen summien kanssa kasvaisivat samaan mitta- luokkaan kuin Suomen kustannukset 1990-luvun pankkikriiseissä. Yhdysvalloissa (5 %) ja Isossa-Britanniassa (9 %) kustannukset ovat olleet huomattavasti pienemmät.

Suomessa 1990-luvun alun pankkikriisin bruttokustannukset olivat noin 13 % suhteessa BKT:hen ja Ruotsissa noin 4 %. Ruotsin pankkikriiseissä suurin osa suorista kustannuksista saatiin takaisin 5 vuoden kuluessa kriisin alkamisesta. Suomessa 5 vuoden kuluessa takaisin saatu pankkituki oli pienempi, mutta jos Suomen valtiolle takaisin maksettua pankkitukea tarkastellaan kymmenen vuoden ajanjaksolla, takaisin maksettu tuki suurenee merkittävästi eli noin 40 prosenttiin tuen kokonaismäärästä.

Suorat kustannukset nykyisistä kriiseistä näyttävät jääneen suhteellisen pieniksi Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa. Tämä selittyy voimakkailla finanssi- ja rahapolitiittisilla elvytystoimilla. Elvyttävän finanssipolitiikan kääntöpuoli on kuitenkin voimakas jul-

² Analyysi perustuu IMF:n tutkimukseen Laeven – Valencia (2012), IMF WP 12/163.

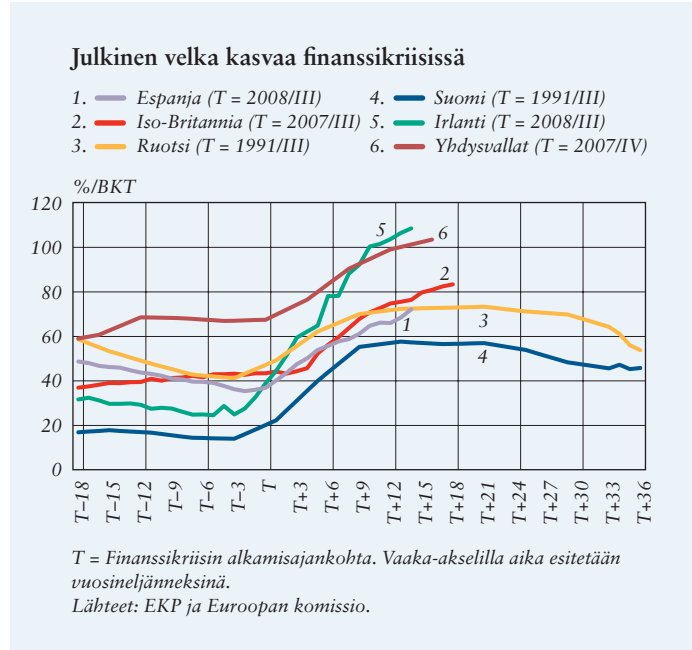
kisen velan BKT-suhteen kasvu (kuvio 23). Reinhart ja Rogoff ovatkin tutkimuksessaan painottaneet pankkikriisin laajempia kustannuksia kuin vain suoraan pankkitukea.³ Julkisen velan lisäys antaa pankkikriisien kustannusten ylärajan. Kuten oheisesta kuviosta (23) nähdään, julkisen velan BKT-suhde kasvaa finanssikriisin seurauksena räjähdysmäisesti. Muista kuin suurista pankkikriisin bruttokustannuksista aiheutunut julkisen velan BKT-suhteen lisäys on kriisin seurauksena vaihdellut noin 21 ja vajaan 32 prosenttiyksikön välillä. Kustannukset ovat alimmat Ruotsissa ja korkeimmat Yhdysvalloissa, Espanjassa ja Isossa-Britanniassa. Irlannissa kustannukset ovat jääneet hieman niitä pienemmiksi. Suomessa vastaava velkaantumisen kasvu oli noin 24 prosenttiyksikköä.

Vaihtoehtoja valtiontalouden ja pankkien välisen kohtalonyhteyden katkaisemiseen

Edellä on tarkasteltu, miten pankkikriisi heikentää julkisen talouden tilaa. Toisaalta luottamus pankkisektoriin perustuu osaltaan julkiseen talouteen, koska valtio joutuu viime kädessä kantamaan vastuun talletusuojajärjestelmästä ja pankkituista. Pankkisektori myös tyypillisesti omistaa kotimaisia valtion velkapapereita, mikä esimerkiksi Kreikan velkajärjestelyssä aiheutti merkittäviä tappioita kreikkalaisille pankeille. Näiden tekijöiden vuoksi epävakaa julkisen talouden tila näkyy luottamuksen heikentymisenä myös pankkisektorissa. Tästä vuorovaikutuksesta seuraa pank-

³ Reinhart – Rogoff (2009). This time is different.

Kuvio 23.



kien ja valtion kohtalonyhteys, jonka katkaiseminen on vaikeaa.

Yksi tapa vähentää pankkikriisien todennäköisyyttä ja siten pankkien ja valtion kohtalonyhteyttä on rajoittaa pankkien riskinottoa. Juuri tästä syystä talletus- ja investointipankkitoiminta erotettiin Yhdysvalloissa lainsäädännöllä toisistaan 1930-luvulta aina 1990-luvulle. Samaan tavoitteeseen on pyritty viime aikoina Yhdysvalloissa esillä olleella ns. Volckerin säännöllä, jonka mukaan pankit eivät saisi käydä arvopaperikauppaa omaan lukuunsa. Isossa-Britanniassa on puolestaan keskusteltu Vickersin komitean mietinnöstä, joka suosittaa vähittäispankkitoiminnan erottamista pankkien muusta rahoitustoiminnasta. Myös pankkien pääomien lisäämisellä Basel III -säännösten mukaisesti pyritään vähentämään pankkien riskejä.

Pankkiunionissa monia elementtejä

Euroalueen kesäkuun huippukokouksen johtopäätöksiin sisältyi tavoite perustaa euroalueen pankkeja varten yhteinen valvontamekanismi, jossa EKP on osallisena. Keskustelussa tätä yhteistä valvontamekanismia kutsutaan pankkiunioniksi. Pelkistetyimmillään pankkiunioni tarkoittaa pankkivalvonnan toimivallan siirtämistä kansalliselta tasolta unionitasolle. Käsite sisältää pankkivalvonnan lisäksi myös muita tärkeitä elementtejä, joita käsitellään seuraavassa.

Vaikka eurooppalaista finanssivalvontajärjestelmää vahvistettiin uusilla instituutioilla vuonna 2010, toimivalta pankkivalvonnassa on edelleen jäsenmaiden kansallisilla viranomaisilla. Euroopan pankkiviranomaisen (EBA) tehtävänä on lähentää pankkisääntelyn ja -valvonnan kansallista toimeenpanoa jäsenmaissa ja ratkaista mahdollisia kansallisten valvojien välisiä riitakysymyksiä, mutta sillä ei ole suoraa toimivaltaa pankkeihin nähden. Yli maiden rajojen toimivien pankkien valvonnan tehostamiseksi pankin kotivaltion viranomainen on velvollinen perustamaan valvojakollegioita, joiden avulla varmistetaan valvojien välinen tiedonvaihto ja yhteistyö. Finanssikriisi viimeistään kuitenkin paljasti, että nykyinen valvontajärjestelmä ei ole riittävän tehokas vastaamaan

voimakkaasti yhdentyneen pankkijärjestelmän asettamiin haasteisiin.

Pankkiunionin lähtökohtana on, että Eurooppa tarvitsee nykyistä tehokkaampaa pankkivalvontaa. Pankkiunionin avulla haetaan myös ratkaisua rahoitusjärjestelmän keskeiseen rakenneongelmaan – pankkien ja valtioiden väliseen riippuvuuteen. Kriisi on heijastunut voimakkaasti ongelmamaiden koko pankkijärjestelmään, kun usko valtion kykyyn tarvittaessa taata pankkien toiminta sekä tallettajien saamiset on horjunut. Jäsenvaltioiden ja pankkien välisen riippuvuuden katkaisemiseksi pelkkä valvonnan toimivallan siirtäminen ei riitä, vaan pankkiunioni tarvitsee unionitasoisia mekanismeja myös muilla alueilla, kuten ongelmajäsenmaiden kriisintarkkailuvaltuudet sekä talletussuojaa koskevat järjestelyt.

Euroalueen pankkien keskitetty valvonta annettaneen huippukokouksen linjausten mukaisesti EKP:n tehtäväksi. Pankkivalvonnassa keskeisiä ratkaistavia kysymyksiä ovat keskitetyn valvonnan laajuus sekä työnjako EKP:n ja kansallisten valvojien kesken. Varsin yleisesti katsotaan, että keskitetyn valvonnan tulee kattaa ainakin euroalueella toimivat suuret, monikansalliset pankkiryhmät, joiden ongelmat voisivat välittömästi vaarantaa

rahoitusjärjestelmän toiminnan unionin alueella. Tällaisia pankkeja voidaan kutsua euroalueella systeemisesti merkittäviksi pankeiksi. Näiden pankkien identifiointi on varsin moniulotteinen tehtävä, mutta tukena voidaan käyttää Baselin pankkivalvontakomitean hyväksymiä kriteereitä globaalilla tasolla systeemisesti merkittävillä pankeilla.

On kuitenkin perusteltuja syitä ulottaa EKP:n valvontatoimivalta kaikkiin euroalueen pankkeihin. Näin varmistettaisiin yhdenmukainen valvonnan toteuttaminen koko euroalueella ja vältettäisiin valvonnan eroista aiheutuvat kilpailun vääristymät. On selvää, että kaikkien euroalueen pankkien valvonnan toteuttaminen keskitetysti EKP:stä käsin ei ole realistista. Tämä voidaan ratkaista delegoimalla paikallisesti toimivien pankkien käytännön valvontatyö kansallisille valvojille. Joidenkin kansallisesti merkittävien pankkien valvonnan säilyttäminen EKP:ssä saattaa kuitenkin olla tarkoituksenmukaista rahoitusvakausta tai kilpailuyistä, ja nämä pankit voidaan harkita tapauskohtaisesti.

Valvonnan toimivallan keskittämisestä huolimatta on tärkeää, että kansallisten valvojien panos ja paikallisiin markkinoihin liittyvä asiantuntemus hyödynnetään myös suurten moni-

kansallisten pankkien valvontatyössä. Tähän on EU:ssa olemassa jo valmiita yhteistyömekanismeja (valvojakollegiot), joita voidaan asianmukaisesti vahvistamalla hyödyntää.

Valvontavaltuuksien toimivallan keskittämisen lisäksi myös viranomaisvaltuudet puuttua yhteisesti valvottujen ongelmiin ajautuneiden pankkien toimintaan tulee keskittää unionitasolle. Unionitason kriisintarkaisuviranomainen kykenee kansallisia viranomaisia paremmin ottamaan huomioon euroalueen laajuiset näkökohdat ja lisäksi sen edellytykset puuttua ajoissa ongelmiin ajautuneen pankin tilanteeseen ovat paremmat kuin kansallisten intressien ristipaineissa toimivien jäsenmaiden viranomaisten. Laaja näkökulma ja varhainen väliintulo ovat kriittisiä edellytyksiä pankkikriiseistä veronmaksajille aiheutuvien kustannusten vähentämiseksi. Kriisintarkaisutyön edellyttämien välittömien kustannusten kattamiseksi voidaan kerryttää varoja

erityiseen kriisirahastoon pankeilta perittävillä kannatusmaksuilla.

Tärkeä pankkien kriisintarkaisutyötä edistävää sääntelyhanke liittyy nk. taakanjakovelkainstrumentteihin (bail-in instruments). Näiden avulla on tavoitteena luoda uskottava sääntelyjärjestelmä ja menettelytavat vakuudettomien velkojen sitouttamiseksi pankin kaatumisesta koituvien kustannusten taakanjakoon joko velkojen arvoa pienentämällä tai muuntamisella osakepääomaksi. Tässä onnistuminen mahdollistaisi yhä useamman ongelmiin ajautuvan pankin kriisintarkaisun viranomaistyönä ilman tarvetta nojautua julkisen vallan tukitoimiin ja vähentäisi siten merkittävästi veronmaksajille tulevista pankkikriiseistä lankeavia kustannuksia.

Kolmas tärkeä pankkiunioniin sisältyvä elementti on talletussuoja. Tällä hetkellä tiettyjä talletussuojan piirteitä on EU-tasolla direktiivein yhdenmukaistettu mutta järjestelmissä on edel-

leen merkittäviä eroja jäsenmaiden välillä. Pankkiunioni edellyttää nykyistä pitemmälle menevää talletussuojan yhdenmukaistusta vähintäänkin yhteisen valvonnan kohteena olevien pankkien osalta. Yhdenmukaistetun talletussuojan on tarkoituksenmukaista olla tiettyyn määrään asti pankkien kannatusmaksuihin perustuva etukäteen rahastoiva järjestelmä.

On epätodennäköistä, että mittavatkaan sääntelyn ja valvonnan uudistukset kykenevät täysin eliminoimaan isot, systemiset pankkikriisit, joiden hoitamiseen tarvitaan julkisen vallan tukitoimia. Nämä tilanteet voidaan pankkiunionin myötäkin hoitaa tapauskohtaista harkintaa käyttäen ja kilpailunäkökohdat huomioon ottaen normaalien poliittisten päätöksentekomenettelyiden mukaan, tarvittaessa yhteiseurooppalaisia kriisinhallintamekanismeja, kuten Euroopan vakausmekanismia (EVM), hyväksi käyttäen.

Euroalueella pankkien ja valtion kohtalonyhteyttä on suunniteltu pitkällä aikavälillä vähennettävän pankkiunionin avulla. Kesäkuussa 2012 esitetyn Euroopan komission ns. visio-raportin mukaan pankkiunioni voisi käsittää yhteisen pankkivalvonnan, talletussuojan sekä mahdolliset pankkien uudelleenjärjestelyt ja muut viranomais-toimet. Yhteisesti rahoitettu talletussuoja vähentäisi yksittäisen maan pankkisektorin kohtalonyhteyttä kotimaahansa, kun lopullinen talletussuojavastuu jaettaisiin eri maiden kesken. Euroopan komissio tekee esityksen yhteisestä pankkivalvontamekanismista Eurooppa-neuvostolle, joka käsittelee sitä vuoden loppuun mennessä.

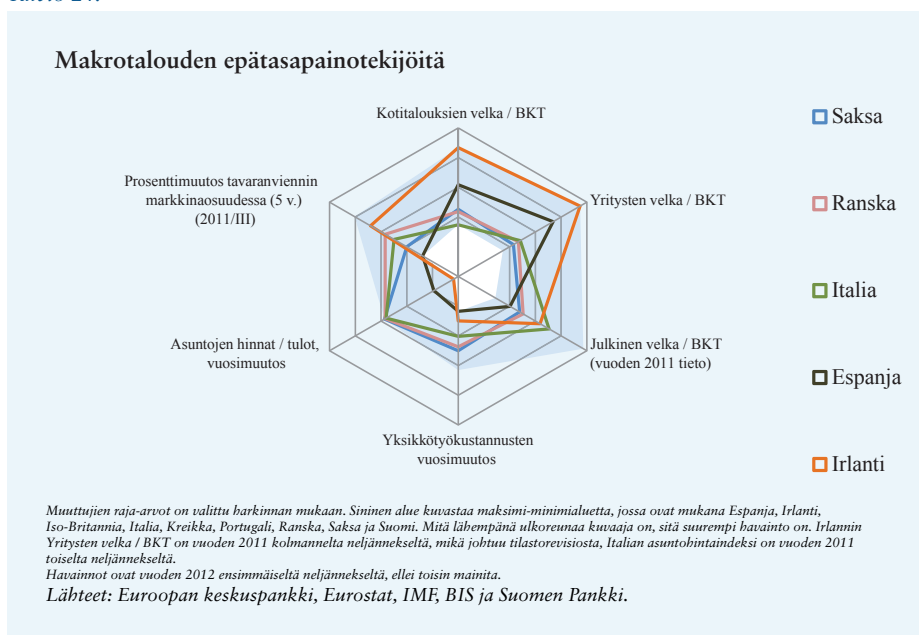
Rakennepolitiikka ja makrotaloudellinen vakaus Euroopassa

Yksityisen sektorin velkaantumisen purku alkanut

Makrotaloudellisten epätasapainojen muodostuminen 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä on merkittävä taustatekijä meneillään olevassa velkakriisissä. Nyt ongelmiin ajautuneissa euromaissa kriisiä edelsivät kilpailukyvyyn heikkeneminen, pitkään jatkuneen suuren vaihtotaseen alijäämän myötä suureksi kasvanut ulkomainen velkataakka sekä useissa talouksissa myös asuntomarkkinoiden ja rakennus-sektorin ylikuumentuminen (kuvio 24).

Erot euroalueen maiden välillä näkyvät myös rahoitusoloissa. Erityisesti GIIPS-maissa rahoituksen kustannusten kasvu on pakottanut maat vauhdittamaan sopeutusprosessiaan.

Kuvio 24.



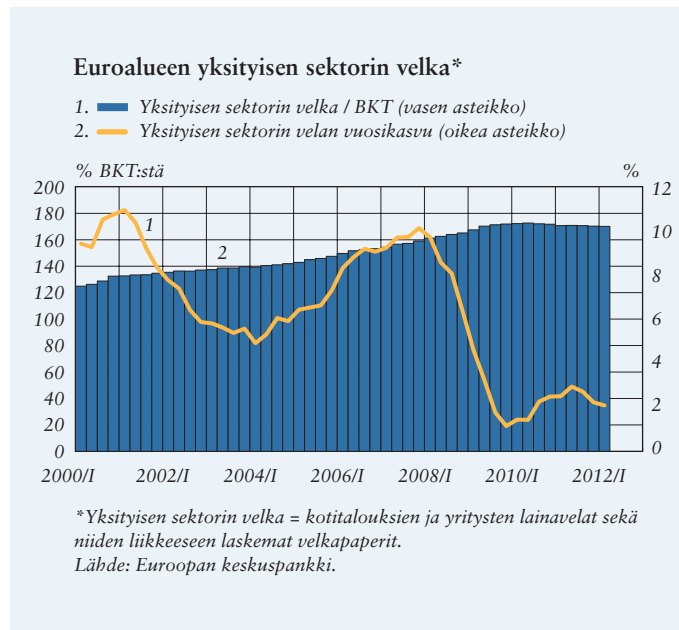
Yksityisen sektorin⁴ velka suhteessa BKT:hen on kokonaisuudessaan tasaantunut euroalueella, ja velan vuosikasvu on hiipunut (kuvio 25). Osittain tämä kuvastaa rahoitusolojen kiristymistä ns. GIIPS-maissa, mutta se on myös merkki siitä, että ylivelkaantumisen purkaminen on alkanut. Ylivelkaantuneet taloudet ovat joutuneet kiristämään kulutusta ja alentamaan velkatasoja. Lyhyellä aikavälillä sopeutus heikentää talouskehitystä, mutta pitkän ajan kuluessa velkaantuneisuuden väheneminen on edellytys sille, että talous palaa kestäväälle kasvu-uralle.

Euroopan komission makrovakauserannassa yksityisen sektorin velkaantuneisuuteen aletaan kiinnittää erityistä huomiota velan ylittäessä 160 % BKT:stä. Suurimmassa osassa euromaita tämä raja ylittyy. Maiden välillä on kuitenkin merkittäviä eroja. Yksityisen sektorin velka ylittää 200 % BKT:stä mm. Irlannissa, Portugalissa, Ruotsissa, Isossa-Britanniassa ja Espanjassa. Vuoden 2009 jälkeen yksityisessä velkaantuneisuudessa on näissä suuren velan maissa nähty käänne ja velkatasot ovat alentuneet. Samana aikana julkisen sektorin velkaantuneisuus on kuitenkin lisääntynyt. Tämä ei ole poikkeuksellista, sillä finanssikriisien jälkeiseen yksityisen sektorin taseiden sopeutukseen liittyy tyypillisesti julkisen velan kasvu (kuvio 26).

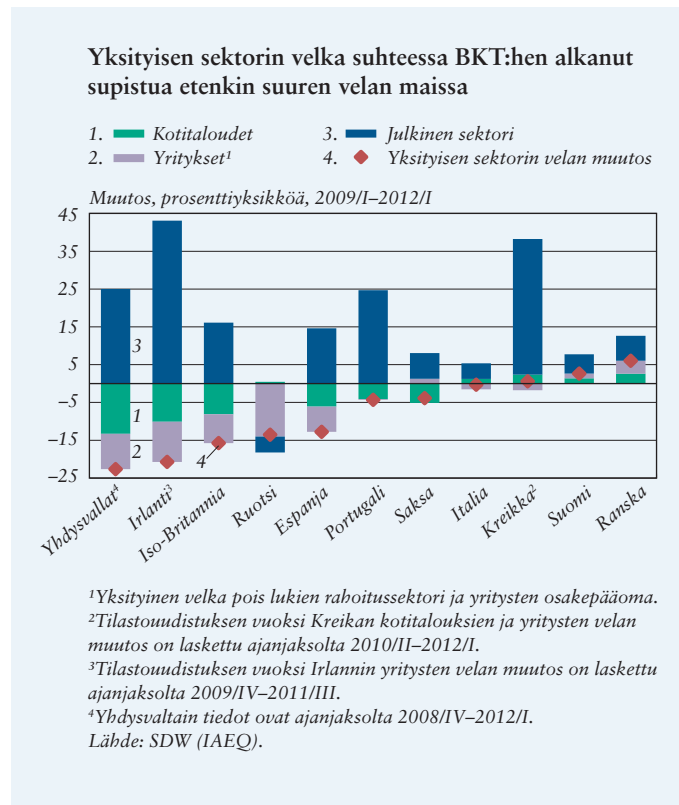
Sopeutusprosessi on Euroopassa kuitenkin vasta alussa. Verrattaessa aiempiin finanssikriiseihin sopeutuksen voidaan odottaa kestävästi vielä useita vuosia. Historiassa finanssikriisien jäl-

⁴ Tässä kotitalouksien ja yritysten velka suhteessa BKT:hen, ilman rahoitussektoria.

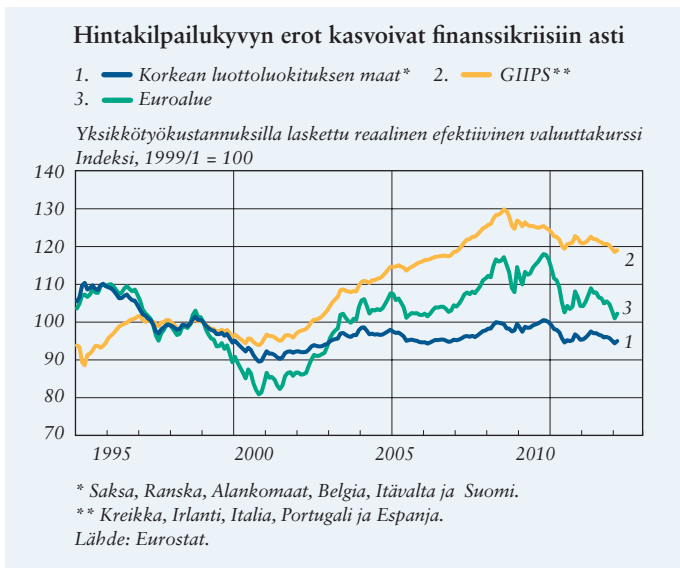
Kuvio 25.



Kuvio 26.



Kuvio 27.



keinen yksityisen velan vähentäminen on vienyt keskimäärin 7 vuotta ja alkanut noin 2 vuotta finanssikriisin jälkeen.⁵ Yhdysvalloissa yksityisen sektorin velkatasojen sopeutus alkoi jo vuonna 2008. Vuoden 2012 puoliväliin mennessä yksityisen sektorin velka suhteessa BKT:hen on pienentynyt 23 prosenttiyksikköä. Irlannissa vastaava velkasuhde on supistunut 21 prosenttiyksikköä, kun taas muissa korkean velkaantumistasteen euromaissa sopeutus on vielä alkuvaiheessa (kuvio 26).

Kriisimaiden kilpailukyky alkanut kohentua

Kustannustaso nousi GIIPS-maissa nopeammin kuin kilpailijamaissa finanssikriisiä edeltäneen euroajan. Tämä heikensi GIIPS-maiden hinta-

⁵ Tänä aikana yksityisen sektorin velka suhteessa BKT:hen on supistunut keskimäärin 38 prosenttiyksikköä. Reinhart – Reinhart (2010), NBER WP 16334; Tang – Upper (2010) BIS Quarterly Review Sep. 2012

kilpailukykyä ja vaikutti epätasapainojen kehittymiseen. Vuoteen 2009 asti erityisesti Espanja, Italia ja Kreikka menettivät kilpailukykyään⁶ samalla kun Saksassa ja Ruotsissa kilpailukyky parantui. Erot Euroopan maiden välisessä kilpailukykykehityksessä näkyvät osaltaan myös maiden välisessä hintakehityksessä. Aina vuoteen 2009 asti useimpien GIIPS-maiden kuluttajahintainflaatio oli selvästi esimerkiksi Saksan, Ranskan ja Suomen inflaatiota nopeampaa. Samana aikana myös etenkin Irlannin, Kreikan ja Espanjan yksikkötyökustannukset nousivat nopeammin kuin vertailumaissa.

Merkkejä hintatasojen sopeutuksesta on havaittavissa, sillä palkkojen lasku ja tuottavuuden koheneminen ovat parantaneet kriisimaiden suhteellista kilpailukykyä (kuvio 27 ja 28). Vuoden 2009 jälkeen yksikkötyökustannukset ovat pienentyneet Irlannissa, Espanjassa ja Portugalissa. Ranskassa ja Suomessa palkat ovat kohentuneet tuottavuutta nopeammin ja yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet. Saksassa ja Italiassa palkat ja tuottavuus ovat kriisin jälkeen kehittyneet samaa tahtia, eikä yksikkötyökustannuksissa ole nähtävissä merkittävää muutosta. Vaikka kilpailukykyerot ovat kaventuneet viimeisen kolmen vuoden aikana, ne ovat edelleen suuria.

Kilpailukyyn sopeutuksen tulisi lopulta näkyä myös inflaatiovauhdin merkittävänä hidastumisena. Tällaista kehitystä ei kriisimaissa Irlantia lukuun ottamatta ole vielä havaittavissa. Inflaatioerot ovat maiden välillä kuitenkin

⁶ Tarkasteltaessa yksikkötyökustannuksilla deflaoitua reaalista efektiivistä valuuttakurssia.

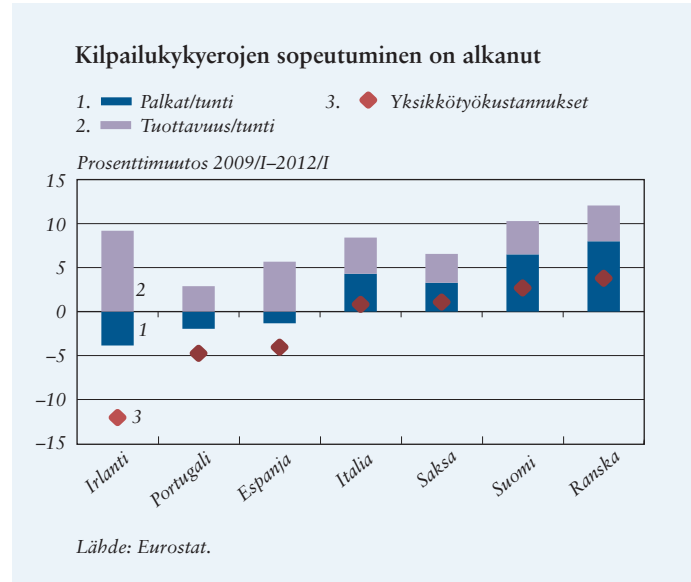
kaventuneet, ja Kreikan, Espanjan ja Portugalin inflaatiiovauhti on nyt lähempänä Saksan ja Ranskan vauhtia. Toisaalta eräät julkisen talouden sopeutukseen liittyvät tekijät, kuten välillisten verojen korotukset, ovat hidastaneet hintatason sopeutusta mm. Italiassa, Portugalissa ja Kreikassa. Uusien työ- ja tuotemarkkinoihin liittyvien rakennesopeutustoimien odotetaan kohentavan maiden kilpailukykyä tulevaisuudessa ja siten edistävän maltillista hintakehitystä.

Yhteinen rahapolitiikka on pehmentänyt kriisimaiden sopeutusta

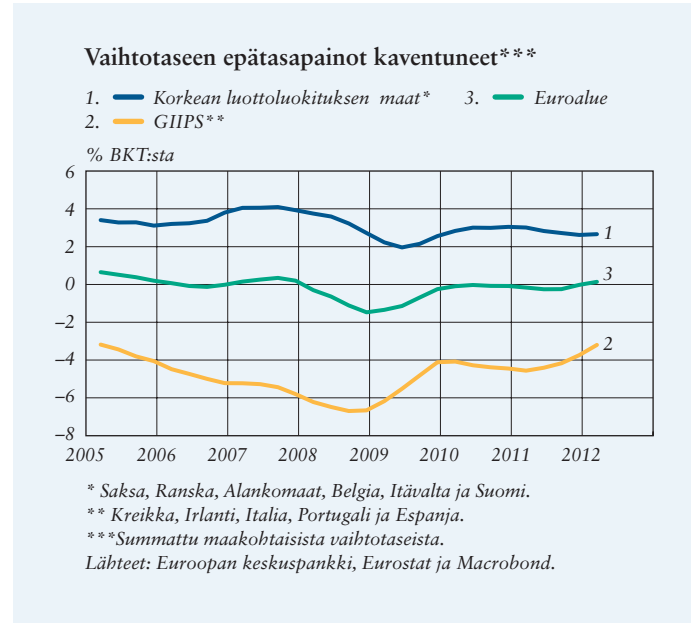
Kilpailukyvyyn koheneminen, kotimaisen kysynnän heikkeneminen ja velkatasojen sopeutus ovat johtaneet vaihtotaseen alijäämän supistumiseen kaikissa kriisimaissa (kuvio 29). Samanaikaisesti kriisimaihin suuntautuvat yksityiset pääomavirrat ovat merkittävästi vähentyneet. Yksityisiä pääomavirtoja ovat korvanneet EU:n ja IMF:n sopeutusohjelman mukainen rahoitus (Irlanti, Kreikka ja Portugali) sekä eurojärjestelmän vakuudelliset luotot. Esimerkiksi tammi-kesäkuun maksutasetietojen mukaan ulkomaista pääomaa pakeni Espanjasta 220 mrd. euroa ja Italiasta 89 mrd. euroa (kuvio 30). Nämä on pääosin korvattu eurojärjestelmän myöntämällä luotoilla.

Makroepätasapainojen sopeutuminen on pitkällä aikavälillä edellytys euroalueen yhtenäisyydelle. Sisäisten ongelmien lisäksi epätasapaino altistaa talouden ulkoisille sokeille, kuten esim. öljyn hinnan nousulle tai globaalien kysynnän heikkenemiselle, sekä pidentää toipumista kriiseistä. Sopeutuksen

Kuvio 28.



Kuvio 29.



tarpeet ja vaiheet vaihtelevat maittain. Esimerkiksi Irlannissa sopeutuminen alkoi aiemmin ja on edennyt pidemmälle kuin muissa maissa.

EU:n ja IMF:n sopeutusohjelmien rahoitus ja eurojärjestelmän pankeille

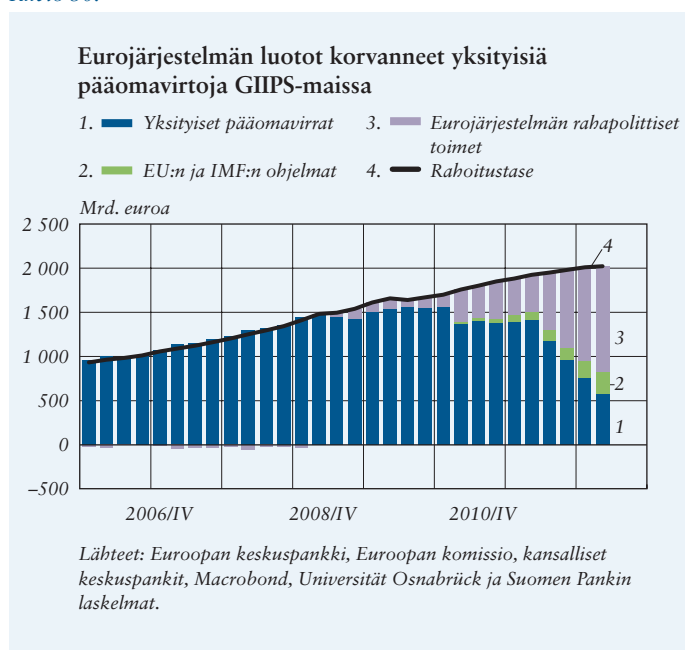
myöntämät vakuudelliset luotot ovat osaltaan pehmentäneet kriisimaiden sopeutusprosessia. Tämä on antanut maille lisää aikaa tarvittavien uudistusten läpiviemiseksi ja osittain pienentänyt kontrolloimattomaan sopeutukseen liittyviä riskejä, jotka voisivat merkittävästi horjuttaa myös koko Euroopan talouden kehitystä. Esimerkiksi liian nopea velkaantumisen purkautuminen saattaisi heikentää kysyntää rajusti ja käynnistää negatiivisen kierteen, joka horjuttaisi pankkeja ja julkista sektoria. Samalla se lisäisi sopeutukseen liittyviä sosiaalisia kustannuksia. On kuitenkin tärkeää, että makrotalouden rauhallisempi sopeutusvauhti ei viivästytä kriisimaiden rahoitussektorin välttämättömiä uudelleenjärjestelyjä.

Kuten voimakkailla kriisiajan toimilla yleensä, myös eurojärjestelmän epätavanomaisilla toimilla on monen-

laisia vaikutuksia, joista kaikki eivät välttämättä ole myönteisiä. Eurojärjestelmän tarjoama pitkäaikainen rahoitus on esimerkiksi saattanut kannustaa pankkeja ostamaan lisää kotivaltioidensa valtionlainoja. Näin se on saattanut osaltaan syventää julkisen sektorin ja kotimaisten pankkien välistä yhteyttä ja siten lisätä maiden systeemiriskiä. Epätavanomaisista toimista päättäessään eurojärjestelmä joutuu ottamaan huomioon toimien erilaiset vaikutukset ja arvioimaan niiden hyödyllisyyttä kokonaisuutena.

Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Kuvio 30.



Rakenneongelmat rasittavat Euroopan talouksia

Talouden rakenneongelmat hidastavat BKT:n kestäväää kasvua monissa euroalueen maissa. Ne vaikuttavat talouksien pitkän ajan kasvukapasiteettiin sekä resurssien käytön tehokkuuden että tuottavuuden kautta. Etenkin ns. GIIPS-maissa talouden rakenteiden heikkous on vienyt markkinoiden uskoa maiden tulevaisuuden kasvupotentiaaliin. Kuromalla kiinni tätä ns. rakennekuilua¹ olisi mahdollista lisätä potentiaalista tuotantoa merkittävästi ja siten osaltaan auttaa kestävän ratkaisun löytämisessä velkakriisiin.²

Yhdysvaltoihin verrattuna euromaiden alhaisemman BKT-tason taustalla ovat pienempi väestökohtainen työtuntien määrä sekä heikompi työtuntikohtainen tuottavuus suhteessa kilpailijoihin (kuvio A). GIIPS-maissa rakenteelliset haasteet liittyvät laajasti ottaen työ- ja tuotemarkkinoiden tehostamiseen, kun taas korkean luottoluokituksen maissa kasvua rajoittavat kilpailun esteet palvelusektorilla, alhainen työvoiman osallistumisaste sekä leveät verokiilat.³

¹ Rakennekuilu kuvaa talouden eri rakenteiden tuottavuutta ja työllisyyttä heikentävää vaikutusta verrattuna kilpailijoihin.

² Vertailussa käytetään Yhdysvaltain tietoa ja paikoin OECD:n määritelmää ”parhaiden käytäntöjen” maista.

³ Analyysissä ei käsitellä finanssisektoria.

Rakennekuilut euroalueen työ- ja tuotemarkkinoilla

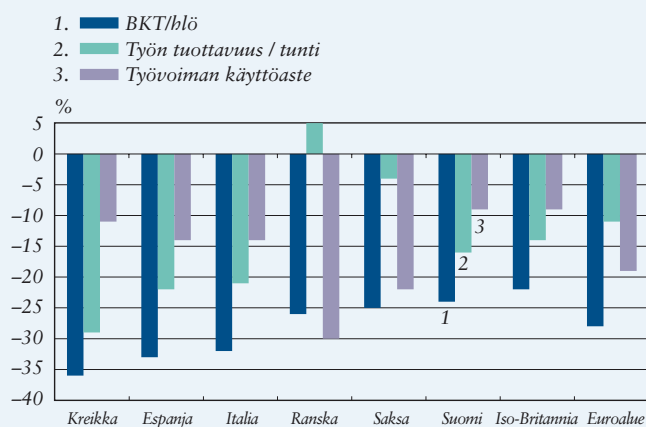
Työmarkkinoiden rakenteet vaikuttavat keskeisesti sekä työn tarjontaan että kysyntään. Työn kysyntään vaikuttavat esimerkiksi työnantajaan kohdistuvat palkka- ja sosiaalikulut sekä mahdolliset irtisanomissuojaan liittyvät kustannukset. Näistä työntekijään kohdistuvien verojen ja muiden sosiaali- ym. kustannusten suuri osuus työvoimakustannuksista (”verokiila”) rajoittaa työvoiman kysyntää etenkin Saksassa, Ranskassa ja Kreikassa (kuvio B). Voimakas irtisanomissuoja taas vähentää työmarkkinoiden dynaamisuutta joissain Manner-Euroopan maissa ja heikentää

siten tiettyjen ryhmien työllistymismahdollisuuksia ja koko talouden tuottavuutta (kuvio C).

Työn tarjontaan puolestaan vaikuttavat mm. työttömyys- ja muut toimeentulokijärjestelmät, niiden suhde nettopalkkaan sekä eläkejärjestelmät. Esimerkiksi huomattava ja pitkäkestoinen ansiosidonnainen työttömyysturva voi vähentää kannustimia etsiä uusia töitä ja aiheuttaa siten kannustinloukkuja. Eri-tyisesti Suomessa ja Irlannissa, mutta myös Saksassa ja Isossa-Britanniassa työttömyyskorvauksen ja tulojen välinen ero on viiden työttömyysvuoden jälkeen huomattavasti OECD:n keskiarvoa pienempi.

Kuvin A.

BKT:n, työn tuottavuuden ja työvoiman käyttöasteen* erot suhteessa Yhdysvaltoihin vuonna 2006

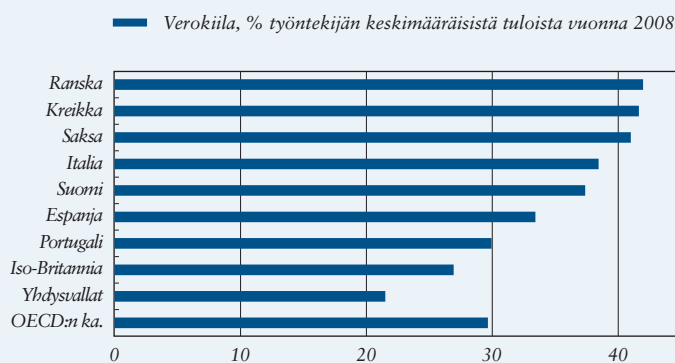


*Työvoiman käyttöasteella tarkoitetaan tässä kokonaistyötuntien suhdetta maan kokonaisväestöön.

Lähde: Gilles (2009) EC Economic Papers 354.

Kuvio B.

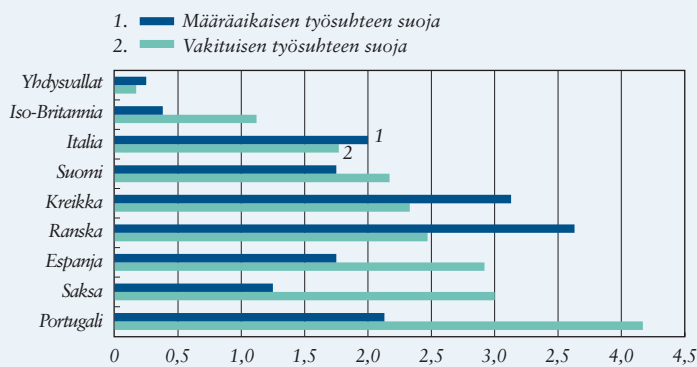
Verokiilat eräissä euromaissa, Isossa-Britanniassa ja Yhdysvalloissa



Lähde: OECD database.

Kuvio C.

Eräiden euromaiden työmarkkinat verrattuna Yhdysvaltoihin ja Isoon-Britanniaan*



*Asteikko 0–6. Asteikossa 6 merkitsee tiukinta sääntelyä.

Lähde: OECD database.

Työmarkkinoiden jäykkyyksien lisäksi huonosti toteutetut tuote- ja palvelumarkkinoita ohjaavat lait ja säädökset voivat heikentää resurssien tehokasta allokaatiota ja kilpailua sekä lisätä yritysten kustannuksia, mitkä

puolestaan vaikuttavat sekä talouden tuottavuuteen että työvoiman käyttöasteeseen. Maiden hallinnon rakenteita ja yleistä liiketoimintaympäristöä on niiden monitahoisuuden takia vaikea verrata keskenään. Karkeana

mittarina voidaan kuitenkin käyttää OECD-maiden tuotemarkkinoiden jäykkyyttä kuvaavaa indikaattoria⁴ vuodelta 2008. Myös tällä mittarilla mitattuna rakennekuilu Manner-Euroopan ja Yhdysvaltain sekä Ison-Britannian välillä on merkittävä, mutta eroja löytyy euroalueen sisältäkin (kuvio D). Toisaalta kun tarkastellaan liiketoimintaympäristön kilpailukykyä,⁵ ja hallinnon tehokkuutta⁶ mittaavia indikaattoreita, Italia, Kreikka, Espanja ja Portugali sijoittuvat heikosti verrattuna OECD-maihin.

Euroopan maiden rakennekuilujen tarkastelu perustuu pääosin vuoden 2008 tilanteeseen (kuviot B–D), eikä siinä siten oteta huomioon finanssikriisin alun jälkeen käynnistettyjä merkittäviä talouspoliittisia uudistuksia. Mittavia uudistusohjelmia on aloitettu Euroopan velkakriisistä kärsivissä maissa. Irlannissa, Kreikassa ja Portugalissa tukiohjelmien ehdollisuus on auttanut poliittisesti vaikeiden laajojen uudistusohjelmien käynnistämisessä. Espanjassa ja Italiassa taas markkinapaineet ovat pakottaneet hallitukset vastaavankaltaisiin toimiin.

⁴ Indikaattori mittaa maiden virallisia lakeja ja säädöksiä, jotka liittyvät valtion hallinnassa olevien liikeyritysten osuuteen, sekä yrittäjyyteen liittyviä oikeudellisia ja hallinnollisia esteitä samoin kuin kansainvälistä kauppaa ja investointeja rajoittavia esteitä.

⁵ World Bank (2011) Doing Business Indicator.

⁶ World Bank (2011) Governance Indicator.

Rakennekuilun kaventaminen mahdollistaisi vahvemman kasvun

Useat tutkimukset ovat osoittaneet, että työ- ja tuotemarkkina-reformeilla on pitkän ajan kuluessa merkittäviä positiivisia vaikutuksia työllisyyteen, tuottavuuteen ja talouskasvuun. Vaikka rakenneuudistukset keskittyvät pitkälti talouden pitkän ajan perustekijöiden muuttamiseen, etenkin kriisiaikoina tulee ottaa huomioon myös suhdanteiden ja lyhyen ajan kysyntä- ja tarjontapuolen muutosten vaikutukset.

Uusimmat arviot rakenneuudistusten potentiaalisesta vaikutuksesta Euroopan kasvuun perustuvat OECD:n⁷ tutkimukseen, joka kokoaa eri empiirisiä tuloksia, sekä IMF:n⁸ laskelmiin. IMF:n laskelmien mukaan euroalueen työmarkkinoihin ja eläkejärjestelmiin liittyvän rakennekuilun puolittaminen kasvattaisi BKT:tä 1,5 % viiden vuoden jälkeen. Tuotemarkkinauudistukset lisääisivät sitä edelleen 2,25 %. OECD:n arvioiden mukaan työ- ja tuotemarkkinoihin sekä eläkejärjestelmiin liittyvien rakennekuilujen kurominen umpeen voisi kasvattaa BKT:tä yli 5 % lähes kaikissa Etelä- ja Keski-Euroopan maissa viiden vuoden aikana ja jopa yli 10 % kymmenessä vuodessa.

OECD:n ja IMF:n tulokset toimivat vahvoina kannustimina rakenneuudistuksille. Tuloksia tulee kuitenkin pitää suuntaa

⁷ OECD (2011) WP No. 835.

⁸ IMF (2012) SDN/12/07.

antavina ja tulkinnassa täytyy ottaa huomioon tuloksiin liittyvät oletukset sekä rajoitukset. Rakennekuilun umpeenkurominen tarkoittaisi monissa maissa sosiaaliturvan heikentämistä ja muiden tulonsiirtojen pienentämistä. Tästä koituvia vaikutuksia tulonjakoon tai sosiaaliseen hyvinvointiin ei näissä laskelmissa oteta huomioon.

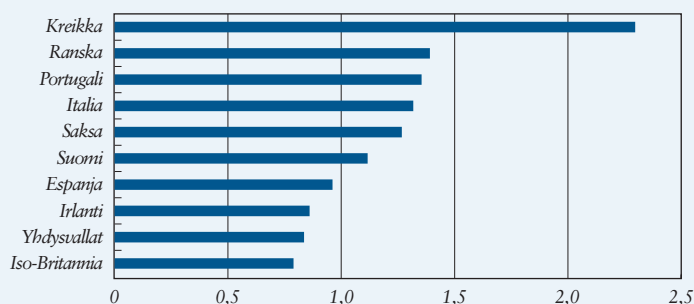
Kasvua voidaan lisätä lyhyelläkin aikavälillä, mutta subdannetekijät vaikuttavat

Vaikka rakenneuudistuksilla pyritään ensisijaisesti kohentamaan talouden pitkän aikavälin kasvua, tutkimustulokset⁹ osoittavat pääosin positiivisia vaikutuksia myös lyhyellä aikavälillä. OECD:n tulosten perusteella työmarkkina- ja sosiaalitukiin liittyvien reformien kasvuvaiikutukset ovat tyypillisesti positiivisia jo

⁹ OECD (2012) WP no. 949, IMF (2012) SDN/12/07, OECD (2012) WP no. 948.

Kuvio D.

Tuotemarkkinoiden sääntelyn erot*



*Asteikko 0–6. Asteikossa 6 merkitsee tiukinta sääntelyä.

Tiedot ovat vuodelta 2008.

Lähde: OECD database.

lyhyen ajan kuluessa. IMF:n tulokset ovat samansuuntaisia. Lyhyen ajan vaikutukset olivat positiivisia etenkin verouudistusten, aktiivisen työmarkkinapolitiikan sekä eläkejärjestelmän uudistamisen osalta. Tuotemarkkinoiden sääntelyyn liittyvien reformien vaikutukset taas pääosin realisoituvat pidemmän ajan kuluessa. IMF:n mukaan yhdistelmä työ- ja tuotemarkkinauudistuksia voisi tuoda Eurooppaan jopa 0,6 prosenttiyksikköä lisää kasvua jo ensimmäisen vuoden aikana.

Rakenteellisten uudistusten lyhyen aikavälin vaikutukset riippuvat myös suhdannetilanteesta. Jos esimerkiksi matalasuhdanteen aikana uudistukset lisäävät kokonaistarjontaa enemmän kuin kysyntää, lyhyen aikavälin vaikutukset saattavat olla negatiivisia. Erityisesti työttömyysturvaan ja työnsuojaan liittyvien reformien lyhyen aikavälin vai-

kutukset vaihtelevat talouden syklien mukana. Näiden reformien toteuttaminen matalasuhdanteessa muuttaa lyhyen aikavälin vaikutukset kokonaistyöllisyyteen lievästi negatiivisiksi.¹⁰ Toisaalta rakenteellisilla uudistuksilla on havaittu olevan merkittäviä yhteis- ja heijastevaikutuksia.¹¹ Esimerkiksi työmarkkinareformien mahdollisia lyhyen ajan negatiivisia vaikutuksia voidaan lieventää toteuttamalla samanaikaisesti laajempia työ- ja tuotemarkkinareformiohjelmaa.

Vaikka tutkimustulokset puhuvat voimakkaasti rakenneuudistusten puolesta, rakenteelli-

siin jäykkyyksiin puuttuminen koskettaa lähes aina yksittäisten ryhmien etuja ja on siksi poliittisesti hankalaa. Monia Euroopan talouksia rasittavat rahoitussektorin hauraus, voimakas velkaantuneisuus, suhteellisten hintojen epätasapaino ja poliittisen päätöksenteon jäykkyys, jotka kaikki heikentävät näiden talouksien kehitystä lähitulevaisuudessa. Rakennepoliittiset toimet tulisi nähdä osana sitä talouspoliittisten toimien kokonaisuutta, joilla maiden talousongelmia ratkotaan. Kokonaisvaltaisella uskottavalla talouspoliittisella uudistusohjelmalla, johon kuluvat kunnianhimoiset rakenteelliset uudistukset, voidaan lisätä markkinoiden luottamusta lyhyelläkin aikavälillä.

¹⁰ OECD (2012) WP no. 949, IMF (2012) SDN/12/07, OECD (2012) WP no. 948.

¹¹ OECD (2012) WP no. 948, IMF (2012) SDN/12/07, Allard et al. (2010), IMF.

Asuntojen hintakuplan puhkeaminen ja Espanjan talouspoliittiset haasteet

30.8.2012

Espanjan asuntojen hintakuplan puhkeamisen aiheuttama varallisuussokki on vaikutuksiltaan voimakas ja pitkäkestoinen. Kuplan puhkeamisen seurauksena ns. rahoitustekijät, kuten taseiden heikkeneminen ja rahoituskustannusten kasvu, vähensivät yritysten ja kotitalouksien mahdollisuuksia investoida ja kuluttaa. Tässä artikkelissa havainnollistetaan mallilaskelman avulla rahoitustekijöiden laskusuhdannetta voimistavaa vaikutusta Espanjassa. Maan talouden tervehtysohjelma tulee perustaa talouskehityksen realistiseen arvioon, jossa rahoitustekijöiden merkittävä ja pitkäaikainen kasvua hidastava vaikutus tulee otetuksi huomioon. Talouspolitiikalla tulee pyrkiä estämään Espanjaa uhkaava tase-taantuma ja kriisin pysyvät vaikutukset talouden tuotantopotentiaaliin.

Rahoitustekijät syventävät ja pitkittävät Espanjan laskusuhdannetta

Globaalia finanssikriisiä edeltänyt voimakas luottoekspansio ja noususuhdanne johtivat Espanjassa asuntojen hintakuplaan. Vuosina 2002–2006 asuntojen hinnat nousivat keskimäärin 15 % vuodessa. Noususuhdanteessa sekä kotitaloudet että yritykset (erityisesti kiinteistö- ja rakennusalan yritykset) velkaantuivat voimakkaasti. Yksityisen sektorin velkaantuminen perustui vaihtotaseen vajeeseen ja siten koko talouden velkaantumiseen ulkomaille eikä näin ollen ollut kestäväällä pohjalla.¹

Espanjan yksityisen sektorin noususuhdanteessa voimakkaasti kasvanut

¹ Espanjan julkisen talouden velka oli vuonna 2007 kohtuullinen, noin 36 % bruttokansantuotteesta. Samana vuonna vaihtotaseen vaje oli 10 % bruttokansantuotteesta.

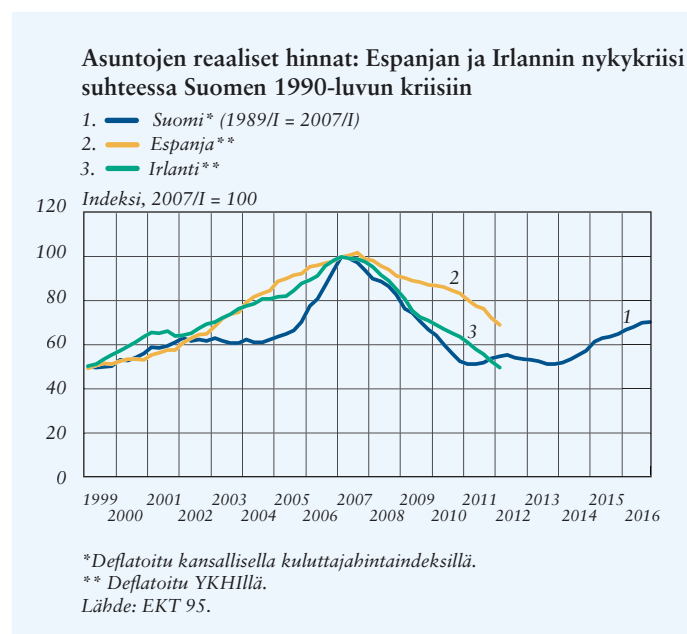
velkaantuneisuus paljastui koko talouden ongelmaksi, kun asuntojen hintakupla puhkesi. Asuntojen hinnat ovat vuoden 2007 huipun jälkeen laskeneet jo lähes viiden vuoden ajan (kuvio 1). Nimelliset asuntojen hinnat ovat laskeneet huipusta vuoden 2012 toiselle neljännekselle mennessä noin 26 % ja reaaliset hinnat noin 32 %.

Asuntojen hintakuplan puhkeamisen aiheuttama varallisuussokki on vaikutuksiltaan voimakas ja pitkäkestoinen. Varallisuushintojen lasku heikentää yritysten ja kotitalouksien taseita, kun varallisuus vähenee mutta velka säilyy ennallaan. Varallisuussokki huonontaa reaalitalouden kehitystä, sillä yksityisen sektorin taseiden heikkeneminen vähentää yritysten ja kotitalouksien mahdollisuuksia investoida ja kuluttaa. Varallisuussokki heikentää myös pankkisektorin taseita ja luotonantokykyä. Kaiken kaikkiaan yksityisen



Hanna Freystätter
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

Kuvio 1.



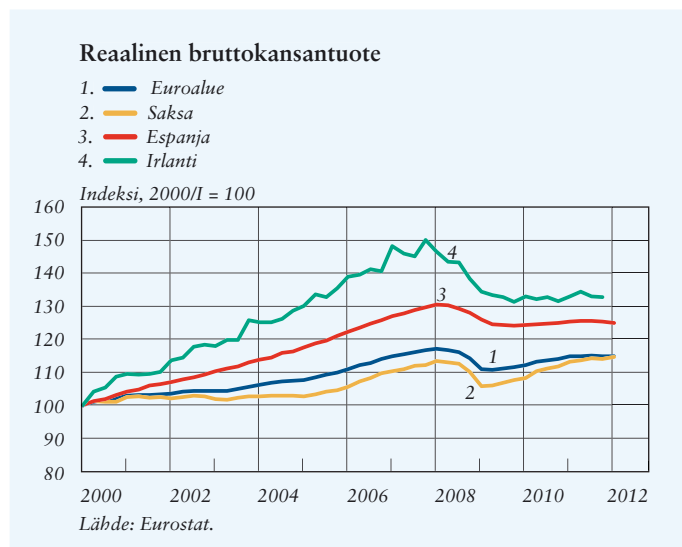
Espanjan talous on edelleen heikkenevässä kierteessä.

sektorin velkadynamiikka voi vähentää kotimaista kysyntää niin paljon, että viennin kasvusta huolimatta bruttokansantuote supistuu. Lisäksi ilman riittäviä politiikkatoimenpiteitä yksityisen sektorin taseiden heikkous voi jarruttaa talouskehitystä pitkään, jolloin kyseessä on ns. tasetaantuma (balance sheet recession).

Espanjan reaalin bruttokansantuote on vuoden 2012 puolivälissä – eli lähes 5 vuotta asuntojen hintakuplan puhkeamisen jälkeen – noin 5 % vuoden 2008 alun tason alapuolella (kuvio 2). Bruttokansantuotteen odotetaan supistuvan tänä vuonna 1,5 % ja 0,6 % vuonna 2013.² Espanjan talous on siis edelleen heikkenevässä kierteessä, jossa asuntojen hintojen lasku, bruttokansantuotteen supistuminen ja vaiheet odotukset tulevien vuosien kasvusta huonontavat yksityisen sektorin taseita. Samalla pankkisektorin ja julkisen

² IMF (2012d). Espanjan tilanteesta laajemmin, ks. myös IMF (2012c).

Kuvio 2.



talouden ongelmat syvenevät sekä työttömyys kasvaa. Jo nyt pankkien ja julkisen talouden tila on heikentynyt niin paljon, että Espanja joutui kesäkuussa pyytämään ulkopuolista tukea pankkisektorinsa toimintakyvyn turvaamiseksi.

Varallisuushintojen lasku, yritysten ja kotitalouksien taseiden heikkeneminen, rahoituskustannusten kasvu yhdistettynä rahoituksen saatavuuden heikkenemiseen sekä voimakas yksityisen sektorin velkaantuneisuus ovat ns. rahoitustekijöitä, jotka syventävät ja pitkittävät Espanjan laskusuhdannetta. Tässä artikkelissa havainnollistetaan mallilaskelman avulla rahoitustekijöiden laskusuhdannetta voimistavaa vaikutusta Espanjassa. Artikkelin laskelma on tehty modernilla pienen avotalouden makromallilla, joka on esitelty Suomen Pankin aiemmissa julkaisuissa.³

Laskelman avulla tuodaan esille, miten tärkeää on ottaa huomioon rahoitustekijöiden vaikutus, jotta politiikkatoimenpiteiden tarve ja mitoitus perustuvat realistiseen arvioon maan tulevasta talouskehityksestä ja siihen liittyvistä riskeistä. Laskelmissa, joissa rahoitustekijöitä ja yksityisen sektorin velkadynamiikkaa ei oteta huomioon, asuntojen hintakuplan puhkeamisesta seuraa yleensä vain lievä ja lyhytkestoinen taantuma.

Artikkelissa pohditaan samalla, mitkä ovat ne rahoitustekijöihin liitty-

³ Freystätter (2011 ja 2012a). Tämän artikkelin laskelmassa käytetään pääosin samoja mallin parametrien kalibroituja arvoja kuin Freystätterin (2012b) laskelmissa. Keskeisin ero on talouteen kohdistuvan varallisuussokin suurempi sitkeys yhdistettynä hieman vähäisempään rahoitusakseleraattorin voimakkuuteen. Tässä artikkelissa esitetyt laskelmat ovat kvantitatiivisesti suuntaa antavia.

vät edellytykset, jotka mahdollistaisivat myönteisen kierteen käynnistymisen Espanjassa. Rahoitustekijät tukevat talouskasvua, kun asuntojen hinnat kääntyvät nousuun, yksityisen sektorin taseet kohenevat ja velkaantuneisuus purkautuu asteittain, jolloin yritysten ja kotitalouksien rahoitusolot kevenevät ja mahdollisuudet investoida sekä kuluttaa paranevat. Rahoitustekijöiden epäsuotuisia vaikutuksia, joista seuraa erityisesti investointien pitkäaikainen heikkeneminen, tulisi vaimentaa politiikkatoimenpiteillä, jotta varallisuuskonin vaikutukset talouden tuotantopotentiaaliin ja sitä kautta pidemmän aikavälin kasvunäkymiin vältettäisiin.

Talouspolitiikan toimenpiteiden tarve ja mitoitus pohjautuvat arvioon talouden näkymistä

Talouspolitiikan suunnittelussa ja mitoituksessa hyödynnetään erilaisia ennusteita ja laskelmia. Näitä laskelmia tehdään tyypillisesti makrotalouden suhdannevaihteluilla mittaavilla malleilla, jotka kuvaavat talouden keskeisiä toimintamekanismeja. Mallin avulla voidaan ”laboratorio-olosuhteissa” ennakoita tulevaa talouskehitystä sekä arvioida erilaisten talouspoliittisten vaihtoehtojen vaikutuksia.

Parhaimmillaan mallit toimivat analyysin apuvälineinä, jotka edesauttavat talouspoliittisten päämäärien määrittelyä. Pahimmillaan mallilaskelma voi syystä tai toisesta johtaa harhaan, jolloin toimenpiteiden tarve ja mitoitus arvioidaan väärin kohtalokkain seurauksin.

Makrotaloutta kuvaavia malleja on erilaisia, ja ne ovat aina yksinker-

taistuksia. Tämän artikkelin mallilaskelma rakentaa Espanjan toteutuneesta talouskehityksestä tulkinnan, joka korostaa rahoitustekijöiden, kuten yksityisen sektorin velkaantuneisuuden, merkitystä. Tulkinnan keskeinen viesti on, että yksityisen sektorin velkadynamiikka syventää taantumaa ja hidastaa siitä toipumista.

Laskelmissa, joissa rahoitustekijöiden epäsuotuisaa vaikutusta ei syystä tai toisesta oteta huomioon, asuntojen hintakuplan puhkeamista seuraa tyypillisesti vain lievä ja lyhytkestoinen taantuma. Kun bruttokansantuote supistuu vain vähän ja talous toipuu sokin seurauksista nopeasti, julkisen talouden ja pankkien tila heikkenee vain tilapäisesti.

Rahoitustekijät voivat sen sijaan syventää ja pitkittää taantumaa tavalla, joka horjuttaa vakavasti luottamusta finanssisektorin ja julkisen talouden vakauteen. Seurauksena on, että talouspolitiikan reunaehdot tiukentuvat ja vaadittavat politiikkatoimet muuttuvat.

Mallilaskelmassa rahoitustekijät voimistavat ja pidentävät laskusuhdannetta, mutta talous toipuu sopeutumismekanismien avulla

Voimakkaiden laskusuhdanteiden tyypillinen piirre on investointien huomattava ja pitkäaikainen vaimeneminen. Vaikka nettovienti voi kasvaa, investointien nopea supistuminen kääntää kokonaistuotannon supistuvaan suuntaan. Näin kävi esimerkiksi Suomen 1990-luvun alun lamassa,⁴ ja vastaavas-

⁴ Esim. Freystätter (2011).

ta kehityskulusta on merkkejä myös Espanjassa. Tällainen kehitys on linjassa ns. rahoitusakselerattorimekanismiin⁵, jota myös tämän artikkelin laskelmissa käytetty makrotalouden malli hyödyntää.

Rahoitusakselerattorin toimintaa taloudessa voidaan kuvata seuraavalla tavalla: Taantumassa tuotanto supistuu ja varallisuushinnat laskevat, minkä seurauksena yksityisen sektorin taseet heikkenevät. Yksityisen sektorin nettoarvon (varat miinus velat) pieneneminen heikentää velallisten kykyä maksaa luoton- sa takaisin, minkä johdosta luotonantajat vaativat suurempia riskilisiä. Rahoituskustannusten kasvu ja mahdollinen rahoituksen saatavuuden heikkeneminen vaimentavat yksityisiä investointeja. Myös yksityinen kulutus ja vienti voivat kärsiä rahoitusongelmien takia. Investointien suunnan kääntäminen vie aikaa, koska velkaantuneisuuden purkaminen on hidasta. Näin rahoitusakselerattorimekanismi syventää taantumaa ja hidastaa siitä toipumista.

Suhdannevaihteluita kuvaavat makrotalouden mallit sisältävät talusteoriaan perustuvia sopeutumismekanismia, jotka palauttavat talouden ajan myötä takaisin sokkia edeltäneeseen lähtötilanteeseen. Esimerkiksi sokin seurauksena supistunut yksityisen sektorin nettovarallisuus palaa hiljalleen kohti lähtötasoaan (ts. velkaantuneisuus vähenee), kun varallisuushinnat asteittain toipuvat. Tällöin myös sokin seurauksena suurentuneet ulkoisen rahoituksen riskiliset palaavat takaisin lähtötasolleen. Mallissa ajatuksena on

⁵ Bernanke, Gertler ja Gilchrist (1999).

siis, että talous ei supistu ikuisesti, vaan bruttokansantuote hakeutuu kohti sokkia edeltänyttä lähtötasoaan, vaikka palautumiseen voi kulua useita vuosia.⁶

Mallilaskelma kalibroidaan siten, että se toistaa Espanjan makrotalouden kehityksen keskeiset piirteet. Tämä mahdollistaa mallin käyttämisen apuvälineenä, kun arvioidaan talouspoliittisten toimien tarvetta ja niiden mitoitusta. Seuraavassa verrataan mallilaskelmien tulemia ja Espanjan toteutunutta talouskehitystä.

Espanjan talouskehityksen keskeiset piirteet

1. Asuntojen hintakuplan puhkeaminen heikentää taseita

Asuntojen hintakuplan puhjettua vuoden 2007 loppupuolella asuntojen hinnat ovat Espanjassa laskeneet vuoden 2012 toiselle neljännekselle mennessä nimellisesti noin 26 % ja reaalisesti noin 32 % (kuvio 1). Tässä analyysissä Espanjan asuntojen hintakuplan puhkeaminen mallinnetaan varallisuussokkina. Kun asuntojen, kiinteistöjen ja osakkeiden arvo laskee, yksityisen sektorin varallisuus pienenee ja kotitalouksien ja yritysten taseet heikkenevät. Siten asuntojen hintakuplan puhkeaminen tuhoaa yllättäen osan yksityisen sektorin nettoarvosta (varat miinus velat).⁷

⁶ Suhdannevaihteluita kuvaavissa malleissa ei oteta kantaa lähtötasoon eli vaikkapa siihen, oliko Espanjan yksityisen sektorin velkaantuneisuus jo ennen sokkia liian suuri. Jos näin on, talouden tulisi lähtötasolle paluun sijasta hakeutua uuteen tasapainoon, jossa yksityisen sektorin velkaantuneisuus on vähäisempi. Tässä artikkelissa keskitytään kuitenkin varallisuussokin dynaamisiin vaikutuksiin eikä siis käsitellä talouden rakenteiden muuttumista.

⁷ Varallisuushinnat alenevat tyypillisesti laskusuhdanteessa, vaikka laskusuhdanteen olisi aiheuttanut jokin muu kuin varallisuussokki.

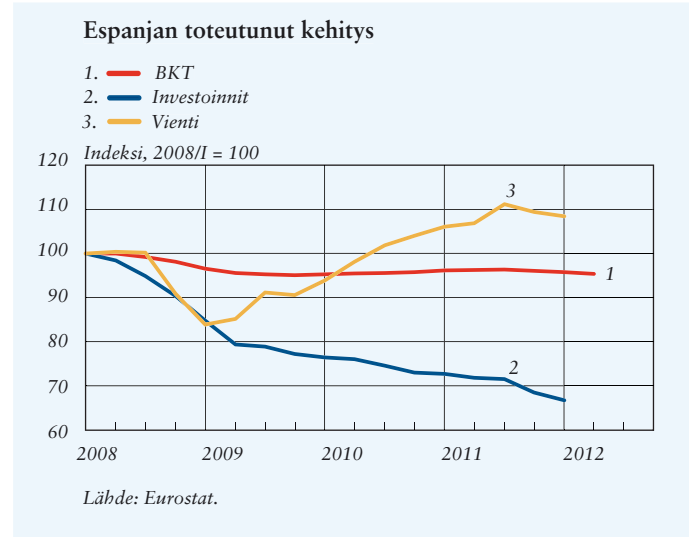
Espanjan tulevan kehityksen kannalta keskeistä on, kuinka pitkäkestoinen sokki on ja kuinka paljon asuntojen hinnat vielä laskevat ennen käännettä. Useiden arvioiden mukaan Espanjan asuntojen hinnat eivät vielä ole saavuttaneet pohjaansa.

2. Bruttokansantuote supistuu ja jää useaksi vuodeksi selvästi alle lähtötason

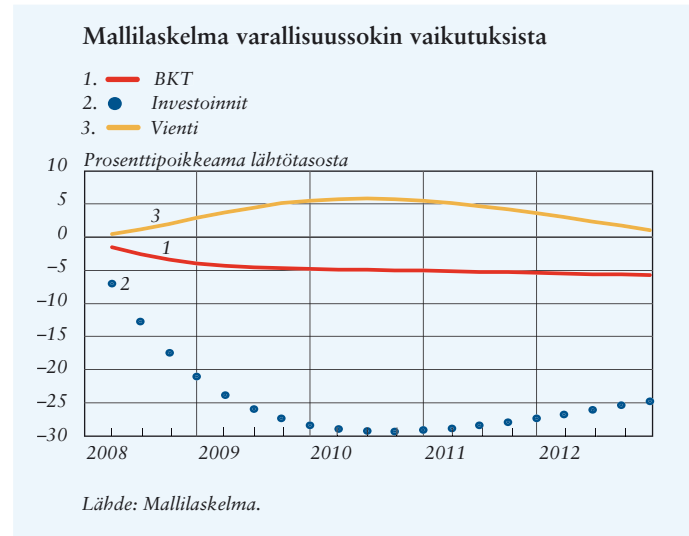
Mallilaskelmassa varallisuussokista seuraa tuotannon ja investointien supistuminen. Kuvioissa 3–5 mallilaskelman tulemia verrataan tietoihin Espanjan toteutuneesta kehityksestä. Sokin suuruus ja kesto on valittu niin, että mallilaskelma seuraa toteutunutta investointien ja bruttokansantuotteen supistumista mahdollisimman hyvin.

Mallilaskelman ja toteutuneen kehityksen vertailusta nähdään, että mallilaskelma toistaa sekä bruttokansantuotteen että investointien toteutuneen uran hyvin (kuviot 3a ja 3b). Laskelmassa bruttokansantuote supistuu sokin seurauksena noin 5 % ja investoinnit noin 30 %, kuten Espanjassa onkin käynyt vuoden 2008 alun jälkeen. Sekä mallissa että Espanjan toteutuneessa kehityksessä bruttokansantuote supistuu sokin seurauksena noin kahden vuoden ajan, jonka jälkeen bruttokansantuote pysyy noin 5 % pienempänä kuin vuoden 2008 alun lähtötaso. Investoinnit supistuivat pari ensimmäistä vuotta sokin jälkeen hieman hitaammin kuin mallilaskelmassa, mutta niiden supistuminen on jatkunut edelleen. Vuoden 2011 lopulla investoinnit olivat todellisuudessa supistuneet jo hieman mallin ennakoimaa vähäisemmiksi.

Kuvio 3a.

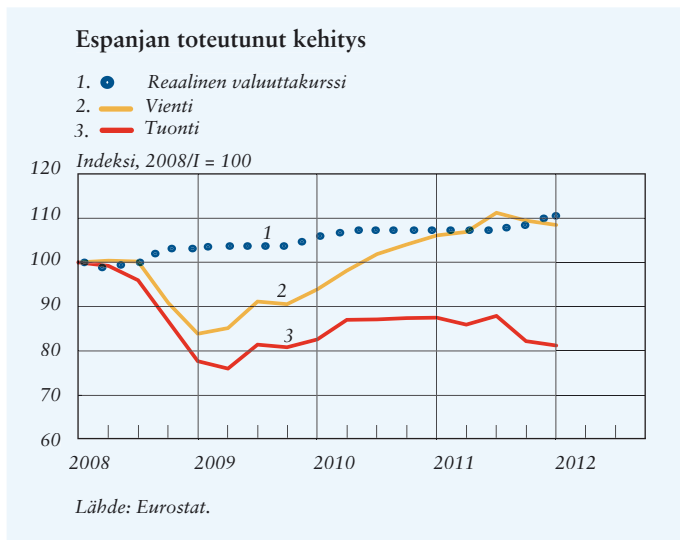


Kuvio 3b.

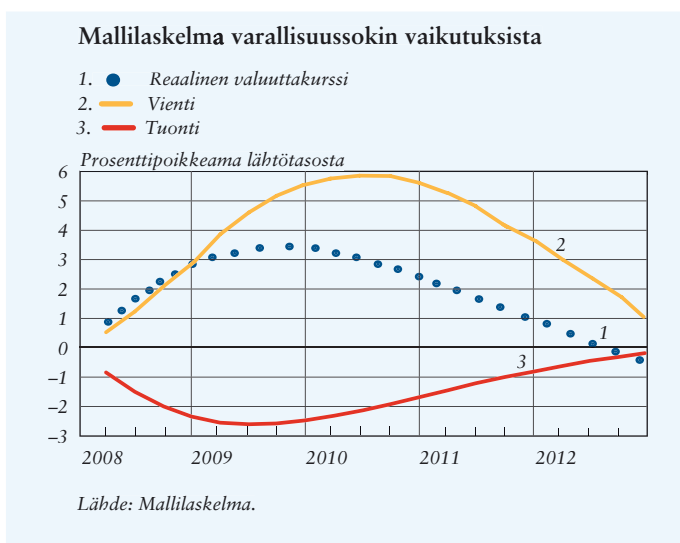


Mallilaskelmassa investoinnit alkavat jälleen kasvaa noin kolme vuotta kuplan puhkeamisen jälkeen. Tämä johtuu mallin sopeutumismekanismeista, joiden avulla taloudessa syntyy kasvun ja kevenevien rahoitusolojen kierre. Investointien kannalta keskeinen sopeutumismekanismi on se, että sokkia seuranneen pudotuksen jälkeen varallisuushinnat alkavat hiljalleen nousta,

Kuvio 4a.



Kuvio 4b.



jolloin yksityisen sektorin taseet kohenevat ja riskilisät pienenevät (kuvio 5b). Bruttokansantuotteen toipuminen on selvästi hitaampaa. Palautuminen alkaa vasta 10 vuoden päästä, ja vielä 20 vuoden jälkeen bruttokansantuote on selvästi alle sokkia edeltäneen lähtötason.

3. Viennin hintakilpailukyvyyn paraneminen sisäisen devalvaation kautta herättää toiveet vientivetoisesta noususta...

Reaalinen valuuttakurssi voi heikentyä kahdella tavalla: joko nimellisen valuuttakurssin heikentymisen tai suhteellisten hintojen muutosten kautta. Nimellisen valuuttakurssin devalvoitumisesta seuraava viennin kasvu on useassa kriisissä auttanut maita toipumaan taantumasta. Koska Espanja on euroalueen jäsen, sen reaalinen valuuttakurssi voi heikentyä, jos euron kurssi heikkenee tai jos Espanjan hinta- ja kustannustaso alenee suhteessa ulkomaisiin kauppakumppaneihin. Hintojen ja yksikkötyökustannusten halpenemisesta suhteessa ulkomaiseen hintatasoon käytetään nimitystä ”sisäinen devalvaatio”.

Mallilaskelmassa reaalinen valuuttakurssi heikkenee enimmillään noin 3,5 %, minkä jälkeen se hiljalleen vahvistuu (kuvio 4b). Reaalisen valuuttakurssin heikkeneminen johtaa laskelmassa nettoviennin kasvuun. Viennin positiivinen vaikutus on voimakkaimmillaan reilun kahden vuoden kuluttua, jolloin vienti on noin 6 % lähtötasonsa yläpuolella.

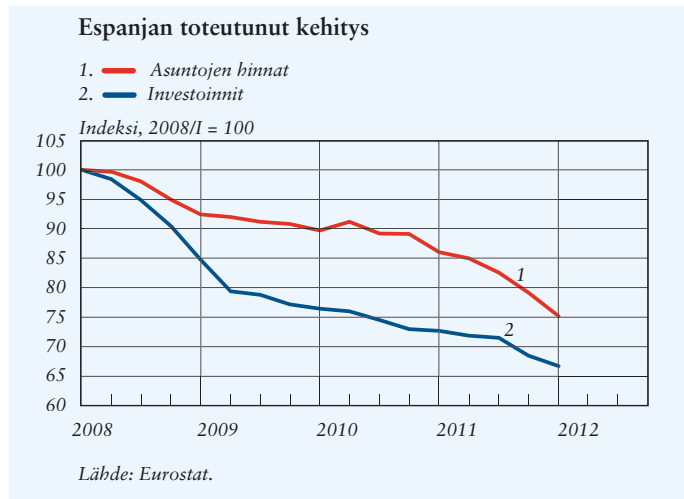
Yksikkötyökustannuksilla mitattuna Espanjan reaalinen valuuttakurssi on heikentynyt vuoden 2008 alusta jo noin 10 % (kuvio 4a). Kuluttajahinnoilla mitattuna heikentymistä on selvästi vähemmän, vajaan 4 %. Mallissa erityisesti palkkojen kehitys on joustavampaa kuin Espanjassa. Palkkajäykkyysistä huolimatta reaalinen valuuttakurssi on heikentynyt, tuonnin kehitys on vaimentunut ja vienti voimistunut erityisesti viime aikoina, mikä on linjassa

laskelman kanssa ja herättää toiveet vientivetoisesta kasvusta (kuvio 4a). Espanjan ulkomaankaupan heikko kehitys vuosina 2008–2009 ei liity varallisuussokkiin, vaan tuolloin Espanjan vientiä heikensi maailmankaupan kasvun voimakas hidastuminen globaalin finanssikriisin seurauksena. Viennin hiipuminen johti myös tuontipanosten käytön supistumiseen.

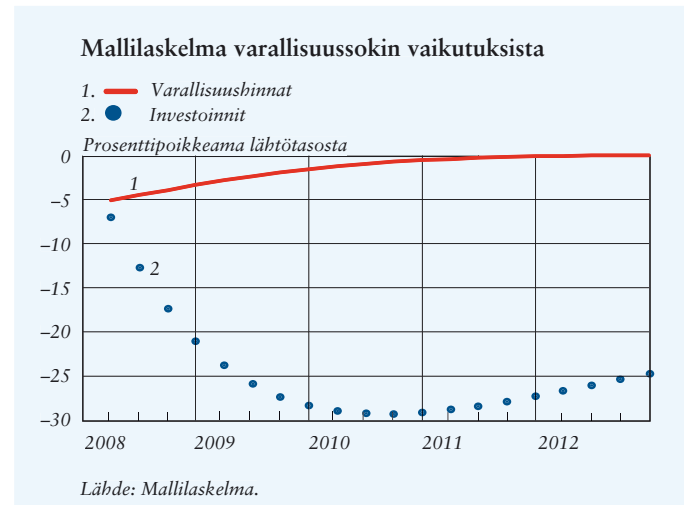
4. ... mutta yksityisen sektorin velkadynamiikka hidastaa talouden toipumista ja voi kumota vientivetoisen nousun

Vaikka jo toteutunut reaalisen valuuttakurssin heikkeneminen ja nettoviennin koheneminen herättävät toiveet vientivetoisesta kasvusta, Espanjan bruttokansantuote supistuu edelleen. Mallin tarjoama selitys bruttokansantuotteen pitkäaikaiseen pienenemiseen on rahoitustekijöiden ja yksityisen sektorin velkadynamiikan investointeja supistava vaikutus, joka kumoaa nettoviennin kasvun positiivisen vaikutuksen. Asuntojen hintakuplan puhkeamisen myötä yksityisen sektorin nettoarvo pienenee pitkäaikaisesti ja rahoituskustannukset suurenevät. Lainanottajien ulkoisen rahoituksen riskilisät kasvavat, koska lainanantajat haluavat korvauksen siitä, että lainanottajien kyky maksaa lainansa takaisin on heikentynyt, ja riski, että laina jää maksamatta, on lisääntynyt. Lisäksi pankkisektorin ongelmat johtavat pankkien pyytämien marginaalien suurenemiseen. Riskilisien kasvu syventää taantumaa vähentämällä erityisesti investointeja, joita varten tarvitaan yleensä pitkäaikaista ulkoista rahoitusta. Asuntojen hintakuplan puhkeamisen

Kuvio 5a.



Kuvio 5b.



myötä myös rahoituksen saatavuus ja sen ehdot voivat heiketä.

Mallissa riskiliset pysyvät huomattavina ja vaimentavat investointeja, kunnes yksityisen sektorin velkaantuneisuus on purettu takaisin lähtötasolle. Tämä prosessi kestää kauan, ja tuotanto pysyy useita vuosia selvästi lähtötasonsa alapuolella. Ajan myötä velkaantuneisuus vähenee ja sitä kautta

Voimakas velkaantuneisuus ja rahoitusolojen kiristyminen vaikeuttavat Espanjassa erityisesti kotitalouksien ja kiinteistöalan sekä rakentamiseen keskittyneiden yritysten tilannetta.

riskilisät pienenevät hiljalleen, mikä on edellytys talouden toipumiselle.

Espanjassa talous näyttäisi supistuvan mallin tuleman mukaisesti. Yksityisen sektorin velkadynamiikka vaimentaa investointeja, voimistaa tuotannon pudotusta ja hidastaa talouden toipumista. Aivan kuten mallilaskelmassa, Espanjan bruttokansantuote pienenee nettoviennin kasvusta huolimatta, koska investoinnit supistuvat voimakkaasti (kuvio 5a).⁸

Asuntojen hintakuplan puhkeamisen aiheuttama varallisuussokki heikentää kotitalouksien ja yritysten taseita pitkään. Voimakas velkaantuneisuus ja rahoitusolojen kiristyminen vaikeuttavat Espanjassa erityisesti kotitalouksien ja kiinteistöalan sekä rakentamiseen keskittyneiden yritysten tilannetta. Espanjassa suuri osa investoinneista ennen laskusuhdannetta oli asuinrakennusinvestointeja, kun taas tuotannolliseen toimintaan (kuten koneisiin ja laitteisiin) suuntautuvat investoinnit jäivät vaimeammiksi. Investointien käynnistyminen tulee siis tuskin perustumaan rakentamiseen, koska kestää kauan ennen kuin taloudessa on tarvetta uusille rakennuksille. Lisäksi Espanjan ja koko euroalueen tilanteeseen liittyvä epävarmuus lykkää investointipäätösten tekoa.

Mallilaskelmassa sisäisen devalvaation esteet ovat pienemmät kuin usein todellisuudessa. Mallilaskelma

⁸ Tavaroiden ja palveluiden viennin osuus Espanjan bruttokansantuotteesta oli 27 % vuonna 2007, kun vastaava osuus oli esimerkiksi Suomessa 46 % ja Irlannissa 80 %. Mitä suurempi viennin BKT-osuus on, sitä enemmän viennin lisääntyminen näkyy bruttokansantuotteen kasvuna. Esimerkiksi Irlannissa vientivetoisen kasvun toteutuminen on todennäköisempää kuin Espanjassa.

osoittaakin, että vaikka hintamekanismi toimisi hyvin ja kotimainen kustannustaso alenisi rivakasti, rahoitustekijöiden epäsuotuisa kehitys voi silti heikentää kotimaista kysyntää niin paljon, että bruttokansantuote supistuu.

Voimakas velkaantuneisuus lähtötilanteessa johtaa syvään ja pitkäaikaiseen laskusuhdanteeseen

Tutkimustulosten mukaan laskusuhdanteet, joita edeltää voimakas ja laaja-alainen luottoekspansio, ovat syvempiä ja pitkäkestoisempia kuin taantumat, joita ei edellä luottobuumi.⁹ Espanjassa laskusuhdannetta edelsi talouden ylikuumeneminen, joka perustui voimakkaaseen luottoekspansioon. Espanjan yksityisen sektorin yhteenlaskettu velka oli 286 % bruttokansantuotteesta vuonna 2007.¹⁰ Kun kotitalouksien ja yritysten tulevaisuuden tulo-odotukset olivat suuret ja varallisuushinnat nousivat, taseet pysyivät kunnossa, vaikka velkaa otettiin koko ajan lisää. Globaali finanssikriisi kuitenkin osoitti velkaantumisen taustalla olleet tulo-odotukset ylioptimistisiksi.

Velkaantuneisuus ja velkaantuneeseen sektoriin kohdistuvat sokit ovatkin yksi tapa selittää, miksi sokin vaikutukset talouteen voivat olla niin suuret. Mallilaskelmassa esimerkiksi vientikysyntäsokki johtaa selvästi lievempään ja lyhytkestoisempaan laskusuhdanteeseen kuin varallisuussokki.¹¹ Syynä on se, että varallisuussokki kohdistuu velkaantuneen yksityisen sektorin taseisiin suoraan, jolloin sokin vaikutukset voi-

⁹ Esim. IMF (2012a).

¹⁰ IMF (2012c).

¹¹ Freystätter (2012b).

mistuvat. Laskelmassa käytetyn mallin ominaisuus on, että mitä velkaantuneempi yksityinen sektori lähtötilanteessa (eli ennen sokkia) on, sitä voimakkaammin tuotanto supistuu ja sitä enemmän aikaa kuluu siihen, että tuotanto toipuu takaisin lähtötasolle.¹²

Asuntojen hintakuplan puhkeamisen aiheuttama varallisuussokki on vaikutuksiltaan voimakas ja pitkäkestoinen. Esimerkiksi Yhdysvalloissa finanssikriisi on pyyhkäissyt kotitalouksien varallisuudesta pois usean vuoden tuotot.¹³ Suurin syy varallisuuden väheneemiseen on asuntojen hinnanromahdus. Espanja sopeutuu asuntojen hintakuplan puhkeamiseen osana euroaluetta, jossa rahapolitiikka on kaikille yhteistä. Finanssipoliittisia toimenpiteitä rajoittavat suuri julkisen talouden vaje sekä kriittiselle rajalle kasvanut julkinen velka.

Toipuminen ei vielä näköpiirissä

Espanjan bruttokansantuotteen ennustetaan yhä supistuvan tänä ja ensi vuonna. Talouden suunta pitäisi pystyä kääntämään ja aikaansaamaan kasvavan talouden ja kevenevien rahoitusolojen myönteinen kierre. Silloin työttömyys kääntyisi supistuvaan suuntaan ja julkisen talouden sekä pankkisektorin tila kohenisi. Nopeaa paluuta vuoden 2008 alun ylivelkaantumisen siivittämälle bruttokansantuotteen tasolle ei kuitenkaan ole odotettavissa.

Asuntojen hintakuplan puhkeamisen jälkeen talouden toipuminen edellyttää asuntojen hintojen ylihinnoitellun korjaantumista. Usean maan koke-

¹² Freystätter (2012b).

¹³ Fed (2012).

musten perusteella voidaan sanoa, että tämä on vuosia kestävä prosessi. Esimerkiksi Suomessa asuntojen hinnat laskivat 1990-luvun alussa reaalisesti noin 50 % ja käänne nähtiin vasta kuusi vuotta hintakuplan puhkeamisen jälkeen (kuvio 1). Espanjassa asuntojen hinnat ovat nyt laskeneet lähes viiden vuoden ajan ja laskua on reaalisesti toistaiseksi noin 32 %.

Asuntojen hintojen laskun jatkuminen heikentää pankkien taseita, kun kiinteistöihin liittyvien saamisten arvo alenee (erityisesti pankkien haltuun ottamat kiinteistöt ja roskalainat) ja näiden arvonalennusten kirjaaminen rasittaa pankkien taseita, lisää pankkisektorin sopeutustoimien tarvetta ja heikentää luotonantomahdollisuuksia. Koska asuntosektorin ongelmat ovat vakava uhka Espanjan koko rahoitusjärjestelmän vakaudelle, Espanja pyysi kesäkuussa 2012 ulkopuolista tukea pankkiensa pääomittamiseen.

Pankkisektorin ongelmien ratkaiseminen on tärkeää, koska pankkien vaikeudet rajoittavat yritysten ja kotitalouksien luotonsaantia sekä nostavat luotoista maksettavia korkoja. Espanjan rahoitusolot ovat jo kiristyneet selvästi, mikä on seurausta sekä pankkisektorin taseisiin kohdistuvista paineista että supistuvan talouden heikentäjästä kotitalouksien ja yritysten lainanmaksukyvyistä. Rahoitusolojen kiristyminen voimistaa epäsuotuisaa talouskehitystä.

Reaalitalouden elpymisen edellytyksenä on, että rahoitustekijät alkavat tukea talouden kohenemistä. Toipuminen alkaa toden teolla vasta, kun asuntojen hinnat vakaantuvat, yksityisen

Espanja pyysi kesäkuussa 2012 tukea pankkiensa pääomittamiseen, koska maan asuntosektorin ongelmat ovat uhka rahoitusjärjestelmän vakaudelle.

sektorin taseet alkavat kohentua ja velkaantuneisuus asteittainen vähentyä sekä pankkien luotonantokyky parantua. Toistaiseksi rahoitustekijät näyttäsivät vaikuttavan Espanjassa epäsuotuisaan suuntaan: asuntojen hinnat laskevat edelleen, yksityisen sektorin taseet heikkenevät ja pankkien luotonantokyky huononee. Lisäksi yksityisen pääoman ulosvirtaus vuoden 2011 jälkimmäisen puoliskolla ja vuoden 2012 alkupuolella kiristää rahoitusoloja.¹⁴ Tätä ilmiötä voidaan pitää uutena Espanjan talouteen kohdistuvana sokkina.

Yksityisen sektorin taseongelmien pitkittyminen uhkaa talouden tuotantopotentialia

Tämän artikkelin analyysin perusteella Espanjan tulisi politiikkatoimillaan tukea yritysten ja kotitalouksien velkaongelmien ratkaisua. IMF:n arvion¹⁵ mukaan Espanjassa olisi tällä hetkellä tärkeintä ratkaista yrityssektorin tase-

¹⁴ Esim. IMF (2012c).

¹⁵ IMF (2012b).

ongelmat sopivasti kohdennetuilla velkajärjestelyillä. Uhkana on, että yksityisen sektorin taseongelmien pitkittyminen johtaa tasetaantumaa ja samankaltaiseen tilanteeseen kuin Japanissa, jossa tuottamattomat ja konkurssikypsät (erityisesti rakennusalan) yritykset jatkavat toimintaansa (ns. zombie-yritykset). Japanissa seurauksena oli ns. menetetty vuosikymmen (1991–2003) eli vuosia kestävä erittäin hitaan kasvun aika.¹⁶ Suurena huolena on, että investointien pitkäaikainen supistuminen ja pitkäaikaistyöttömyyden lisääntyminen jättävät pysyvän jäljen Espanjan talouteen. Investointien ja työllisyyden tukemiseen tähtäävät toimet ovat tärkeitä, jotta estetään asuntojen hintakuplan puhkeamisen ja sitä seuranneen kriisin pysyvät vaikutukset talouden tuotantopotentialiin ja kasvunäkymiin.

Asiasanat: Espanja, asuntojen hintakupla, makrotalouden mallit

¹⁶ Esim. Hamada – Kashyap – Weinstein (2011).

Lähteet

- Bernanke, B. – Gertler, M. – Gilchrist, S. (1999) The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. Handbook of Macroeconomics. Edited by Taylor, J. B. – Woodford, M. North-Holland, Amsterdam.
- Fed (2012) Changes in U. S. Family Finances from 2007 to 2010: Evidence from the Survey of Consumer Finances. Federal Reserve Bulletin, vol 98, No 2.
- Freystätter, H. (2011) Financial factors in the boom-bust episode in Finland in the late 1980s and early 1990s. BOF DP 1/2011. Suomen Pankki.
- Freystätter, H. (2012a) Essays on small open economy macroeconomics. Väitöskirja. Bank of Finland E:43. Suomen Pankki.
- Freystätter, H. (2012b) Rahoitusmarkkinasokit, velkadynamiikka ja pienen avotalouden sopeutumismekanismit. BoF Online 8/2012. Suomen Pankki.
- Hamada K. – Kashyap, A. – Weinstein, D. E. (eds.) (2011) Japan's Bubble, Deflation and Long-Term Stagnation. The MIT Press.
- IMF (2012a) Dealing with household debt. World economic outlook. Huhtikuu 2012.
- IMF (2012b) Spain: Vulnerabilities of Private Sector Balance Sheets and Risks to the Financial Sector (Technical Notes). Country Report No. 12/140. Kesäkuu 2012.
- IMF (2012c) Spain 2012 Article IV consultation. Country Report No. 12/202. Heinäkuu 2012.
- IMF (2012d) World Economic Outlook. Heinäkuu 2012.

Finanssipolitiikan syklisyys ja valtionlainojen riskilisä

3.9.2012

Vastasyklinen finanssipolitiikka on kansantaloudelle edullista, koska se tasaa suhdannevaihteluita sekä pienentää julkisten menojen rahoituskustannuksia. Jos finanssipolitiikka toimii suhdannevaihteluita voimistavalla tavalla, myös rahapolitiikan edellytykset vakauttaa makrotaloutta heikentyvät. Euroalueen jäsenmaiden sopimilla finanssipolitiikan kurinalaisuutta lisäävillä päätöksillä on tässä mielessä euroalueen vakautta lisääviä vaikutuksia.

Euroopan velkakriisin seurauksena finanssipolitiikan päätösperäistä liikkumavaraa pyritään kaventamaan uusilla budjetin tasapainottamista koskevilla säännöksillä. Julkisen talouden rakenteellinen alijäämä saa tulevaisuudessa olla korkeintaan puoli prosenttia bruttokansantuotteesta. Eurooppalaisien instituutioiden mahdollisuudet valvoa jäsenmaidensa finanssipolitiikkaa paranevat uuden lainsäädännön myötä. Uusi lainsäädäntö myös vahvistaa vakausta ja kasvusopimusta. Esille on myös nostettu Euroopan liittovaltiotekniikan vahvistaminen. Tämän myötä jäsenvaltioiden finanssipoliittinen liikkumavara voisi kaventua entisestään, kun budjettivaltaa keskitettäisiin EU:lle samalla, kun sen budjettia ja tulonsiirtoja kasvatettaisiin.

Nyt tehtyjen finanssipoliittisten päätösten ja tulevaisuudensuunnitelmien taustalla on tarve lisätä finanssipolitiikan kurinalaisuutta rahaliitossa ja estää Euroopan rahaliiton ajautuminen nykyisenkaltaiseen velkakriisiin, jossa jäsenmaiden joukkovelkakirjoista vaaditut riskilisät voivat kasvaa hallitsemattoman suuriksi ja rahatalouden

vakausta järkkyy. Rakenteellisen budjettialijäämän kokoa rajoittamalla pyritään ensisijaisesti varmistamaan, että julkinen talous pidetään tasapainoisena eri suhdannetilanteissa, mutta kuitenkin niin, että laskusuhdanteessa voidaan tarvittaessa elvyttää ilman, että budjettialijäämän maksimimäärää koskevaa 3 prosentin sääntöä rikotaan. Tällöin ei syntyisi tilannetta, jossa julkinen velka suhteessa talouden tuotantokapasiteettiin kasvaa liian suureksi.

Käytännössä budjettialijäämän rajoittaminen edellyttää, että julkisia menoja (tuloja) ollaan valmiita sopeuttamaan suhdannetilanteessa säännönmukaisesti alijäämä- ja velkatavoitteen saavuttamiseksi. Koska lainsäädännössä ei erikseen määritellä, millä finanssipoliittisella instrumentilla alijäämätaavoite saavutetaan, päätösvalta tästä jää kullekin jäsenmaalle. Yksi keskeinen elementti uudessa finanssipoliittisessä järjestelmässä on myös se, että finanssipolitiikan säännöt tukeutuvat aiempaa vahvemmin instituutioihin ja lainsäädäntöön. Tämän voi odottaa parantavan finanssipolitiikan uskottavuutta samalla periaatteella kuin rahapolitiikassa, jossa hintavakaustavoite on kirjattu keskuspankin mandaattiin.

Finanssipolitiikan syklisyyden, rahapolitiikan ja joukkovelkakirjoista vaaditun tuoton välistä yhteyttä tarkastellaan tässä artikkelissa yleisen tasapainon mallin avulla. Puhtaasti empiirisesti tätä kysymystä ovat tutkineet Iara ja Wolf vuonna 2010. Heidän tulosten perusteella joukkovelkakirjojen riskilisä (riskipremio) suhteessa Saksan valtion joukkovelkakirjojen tuottoon pienenee prosentin, kun finanssipolitiikan



*Juba Kilponen
neuvonantaja
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*

Myötäsyklinen, suhdanteita kärjistävä finanssipolitiikka voi kasvattaa merkittävästi julkisen velan hoitomenoja.

sääntöjä vahvistetaan lainsäädännöllä ja instituutioita parantamalla. Finanssipolitiikan ja joukkovelkakirjojen riskilisän välistä yhteyttä ei ole juuri tutkittu yleisen tasapainon makromalleilla. Tämä johtuu siitä, että riskilisän ja makrotalouden välistä yhteyttä on vaikea mallintaa tyydyttävällä tavalla.¹

Tässä artikkelissa joukkovelkakirjoista vaadittu riskilisa ilmentää kotitalouksien riskinottohalukkuutta eri suhdannetilanteissa. Laskelmissa käytetyssä mallissa joukkovelkakirjojen hinnat (jotka ovat käänteisessä suhteessa joukkovelkakirjojen tuottoon) ovat alhaiset laskusuhdanteessa ja korkeat noususuhdanteessa. Toisin sanoen joukkovelkakirjojen hinnat (tuotot) vaihtelevat myötäsyklisesti (vastasyklisesti) suhteessa talouden aktiivisuuteen. Kun kotitalouksien riskinottohalukkuus on samanaikaisesti pieni laskusuhdanteessa, seuraa tästä, että joukkovelkakirjoista vaadittu riskilisa on positiivinen.

Artikkelin keskeisin tulos on, että myötäsyklinen finanssipolitiikka, joka kärjistää suhdannevaihteluita, voi kasvattaa merkittävästi julkisen velan hoitomenoja, koska investoijat vaativat valtion liikkeeseen laskemilta joukkovelkakirjoilta hyvää tuottoa.

Malli pääpiirteissään

Tässä artikkelissa käytetty malli² on varsin tyyppillinen ns. uusikeynesiläinen stokastinen yleisen tasapainon makromalli.³ Tämäntyyppiset taloudenpitäjien optimointikäyttäytymiseen perustuvat

¹ Esim. den Haan (1995).

² Mallia on esitelty tarkemmin Christoffelin, Jaccardin ja Kilposen (2011) tutkimuksessa.

³ Esim. Goodfriend – King (1997), Woodford (2003), Galí (2008), Smets – Wouters (2007).

yleisen tasapainon mallit ovat laajasti käytössä keskuspankeissa makrotaloudellisen analyysin ja myös ennustamisen välineinä.

Mallissa julkinen sektori kerää veroja ja laskee liikkeeseen pitkäaikaisia joukkovelkakirjoja. Joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskusta saatu tuotto käytetään julkiseen kulutukseen ja tulonsiirtoihin kotitalouksille. Kotitaloudet kuluttavat, maksavat veroja ja tarjoavat työvoimaa yrityksille. Kotitaloudet myös sijoittavat valtion liikkeeseen laskemiin joukkovelkakirjoihin. Mallissa monopolistisesti kilpailevat yritykset tuottavat kulutushyödykkeitä. Kulutushyödykkeiden hinnat sopeutuvat hitaasti suhdannevaihteluihin. Tästä syystä tuotanto ja työllisyys reagoivat joustavasti kokonaiskysynnän ja tarjonnan muutoksiin, kun taas hintojen reagointi on maltillisempaa. Kotitaloudet ja yritykset tekevät mallissa optimaalisia kulutus-, työntarjonta-, sijoitus- ja hinnoittelupäätöksiä. Mallissa oletetaan lisäksi, että keskuspankki kontrolloi lyhytaikaista nimelliskorkoa ja että finanssipolitiikasta päättävät viranomaiset määräävät julkisesta kulutuksesta, ansiotulojen veroasteesta ja tulonsiirroista.

Toisin kuin kotitalouksien ja yritysten päätökset, jotka perustuvat optimointiin, lyhyt markkinakorko, julkinen kulutus, ansiotulojen veroaste ja tulonsiirtopäätökset perustuvat perusmallissa politiikkasääntöön, joka on sovitettu empiiriseen aineistoon. Korkosäännöstä oletetaan, että lyhyt korko reagoi tuotantokuiluun⁴ ja inflaation

⁴ Tuotantokuilu on määritelty mallissa tuotannon poikkeamaksi tuotannon pitkän aikavälin tasapainouralta.

siten, että keskuspankki pyrkii pitämään koron keskimäärin sen tavoite-tasossa: kun tuotanto kasvaa ja/tai inflaatio kiihtyy tavoiteltua voimakkaammaksi, keskuspankki nostaa korkoa.

Finanssipolitiikan säännöistä oletetaan, että julkinen kulutus, veroaste ja tulonsiirrot reagoivat tuotantokuiluun sekä velkasuhteen (velka/bruttokansantuote) poikkeamaan sen tavoitetasosta. Perusmallissa julkinen kulutus suhteessa bruttokansantuotteeseen vähenee noususuhdanteessa ja kasvaa laskusuhdanteessa. Veroaste ja tulonsiirrot puolestaan reagoivat lievän negatiivisesti tuotantokuiluun. Kaikki finanssipolitiikan muuttujat reagoivat velkasuhteeseen siten, että velkasuhde palautuu hitaasti kohti tavoitetasoaan mallin ulkoisten (eksogeenisten) tekijöiden muutosten myötä. Kaiken kaikkiaan finanssipolitiikka on perusmallissa vastasyklisiä ja finanssipolitiikan säännöt pitävät velkasuhteen pitkällä aikavälillä sen tavoitetasolla.

Joukkolainojen hinnoittelu mallissa

Valtion liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjojen hinnoittelu perustuu mallissa ns. stokastiseen diskonttokorkoon, jolla kotitaloudet diskonttaavat joukkovelkakirjojen kassavirran. Kassavirta voi muodostua joukkovelkakirjan tapauksessa kuponkikoroista sekä joukkovelkakirjan eräännyttyä maksettavasta pääomasta tai nollakuponkilainan tapauksessa vain pääomasta, joka maksetaan takaisin lainan eräännyttyä. Jälkimmäisessä tapauksessa sijoituksen tuotto syntyy ainoastaan liikkeeseenlaskuhinnan ja joukkolainan juoksu-

ajan lopussa maksettavan pääoman palautuksen välisestä erosta, eikä joukkovelkakirjan juoksuajana maksetuista kuponkikoroista.⁵

Stokastinen diskonttotekijä puolestaan kuvastaa kotitalouden rajahyöty-suhdetta tämänhetkisen ja tulevan kulutuksen välillä. Joukkovelkakirjan hinta hakeutuu markkinatasapainossa tasolle, jossa joukkolainaan tehdystä sijoituksesta saatava diskontattu rajahyöty on yhtä suuri kuin siinä tapauksessa, jos kotitalous käyttäisi sijoitusta vastaavan rahasumman tämän hetken kulutukseen. Kun kulutuksen rajahyöty riippuu tämän ja edellisen periodin kulutuksesta ja työtunneista, myös joukkovelkakirjojen hinnat vaihtelevat markkinatasapainossa kulutuksen ja työtuntien ja siten kokonaiskysynnän ja tarjonnan vaihdellessa.

Mallissa joukkolainoista saatava riskipremio (tuottovaatimus, joka ylittää markkinatasapainossa riskittömän lyhyen koron) syntyy siitä, että joukkolainojen hinta vaihtelee myötäsyklisesti (vastasyklisesti) suhteessa talouden suhdannevaihteluihin. Koska joukkolainan hinta on laskusuhdanteessa alhainen, mutta kulutuksen rajahyöty suuri, seuraa tästä, että joukkovelkakirja tarjoaa sijoituksena huonosti suojaa suhdannevaihteluilta: joukkolainan tuotto on pieni juuri silloin, kun lisäkulutuksesta saatava hyöty olisi suuri. Tällöin kotitalous vaatii joukkolainalta tuottoa, joka on riskitöntä korkoa suurempi. Tämän riskilisän suuruus riippuu luon-

⁵ Tätä kassavirtaa on arvioitu mallissa käyttämällä kuponkikorkoa, joka alenee geometrisesti lainan juoksuajan myötä. Joukkolainan laskennallinen juoksu-aika eli duraatio on mallissa puolestaan laskettu ns. Macaulay-kaavan perusteella.

nollisesti mallin parametreista ja – kuten jäljempänä huomataan – olennaisesti myös finanssipolitiikan syklistyydestä.

Mallin estimointi

Koska joukkolainojen riskilisän suuruus ja sen vaihtelut riippuvat olennaisesti mallin parametreista, parametrien valintaan täytyy kiinnittää erityistä huomiota. Tämän vuoksi mallin parametrit on estimoitu standardimenetel-

millä⁶ käyttämällä hyväksi suhdanne-dynamiikan kannalta keskeisiä makrotalouden muuttujia, kuten yksityinen kulutus, inflaatio, lyhyt korko, julkinen kulutus, verotulot ja tulonsiirrot.

Osa parametreista on myös kalibroitu niin, että mallin tuottama pitkän aikavälin tasapaino on sopusoinnussa keskimääräisten havaintojen kanssa (kuten esimerkiksi reaalikorko, julkisen velan, julkisen kulutuksen ja tulonsiirtojen suhde bruttokansantuotteen). Havaintoaineistona on käytetty Yhdysvaltojen neljännesvuositietoja vuosilta 1971/I–2007/IV. Lisäksi mallissa oletetaan, että mallin ulkopuoliset häiriöt (sokit) koostuvat tuottavuuteen, inflaatioon, korkoon, julkiseen kulutukseen, veroasteeseen ja tulonsiirtoihin liittyvistä sokeista.

Mallin sopivuutta havaintoaineistoon on tarkasteltu vertaamalla mallin simulointien tuottamaa suhdannekuvaa havaintoaineistoon (taulukko 1). Taulukossa 1 verrataan mallisimulointien tuottamien keskeisten makro- ja rahataloudellisten muuttujien vaihteluita ja korrelaatioita havaintoaineiston vastaaviin muuttujiin.

Tuloksista käy ilmi, että keskeisistä makrotalouden muuttujista malli hieinan aliarvioi tuotannon ja kulutuksen vaihteluita ja vastaavasti yliarvioi työtuntien vaikutusta. Samalla malli kuitenkin ennustaa hyvin näiden muuttujien ja tuotannon välisen korrelaatorakenteen. Finanssipolitiikan muuttujista malli yliarvioi velkasuhteen vaihtelun, samalla kun julkisen kulutuksen ja tuotannon välinen korrelaatio on mallin simuloinneissa lievästi positiivinen ja

⁶ An – Shorfheide (2007).

Taulukko 1.

Estimoidun mallin vertailu havaintoaineistoon

	<i>Makrotalouden tunnuslukuja</i>			
	<i>Keskiahjonta (%)</i>		<i>Korrelaatio (subteessa tuotantoon)</i>	
	<i>Aineisto</i>	<i>Malli</i>	<i>Aineisto</i>	<i>Malli</i>
<i>Tuotanto</i>	1,60	0,84	1	1
<i>Kulutus</i>	1,27	0,87	0,90	0,93
<i>Työtunnit</i>	1,24	1,76	0,80	0,91
<i>Julkiset menot</i>	0,24	0,30	-0,59	0,09
<i>Tulonsiirrot</i>	0,40	0,39	-0,63	-0,09
<i>Velkasuhde</i>	1,05	2,79	-0,03	-0,72
<i>Veroaste</i>	0,33	0,51	0,08	0,16
	<i>Rabotusmarkkinoiden tunnuslukuja</i>			
	<i>Keskiarvo (%)</i>		<i>Keskiahjonta (%)</i>	
	<i>Aineisto</i>	<i>Malli</i>	<i>Aineisto</i>	<i>Malli</i>
<i>Lyhyt korko</i>	2,51	0,76	2,66	3,51
<i>Inflaatio</i>	4,04	0,44	2,62	2,71
<i>Riskilisiä</i>	1,06	0,72	0,54	0,08

Taulukossa verrataan mallisimulointien tuottamien keskeisten makrotalouden ja rabotusmarkkinoiden tunnuslukujen arvoja havaintoaineistoon. Makrotalouden tunnusluvut perustuvat logaritmiin ja Hodrick–Prescott-suodatettuihin neljännesvuosisarjoihin. Rabotusmarkkinoiden tunnusluvut on esitetty prosentteina vuositasona. Havaintoaineistona (Aineisto) on käytetty Yhdysvaltojen kausivaihteluista puhdistettuja neljännesvuositietoja vuosilta 1971–2007 lukuun ottamatta riskipreemiota, johon liittyvät havainnot on saatu Rudebuschin ja Swansonin (2008) artikkelista. Mallisimulointien tuottamat tunnusluvut perustuvat epälineaarisen mallin 2. asteen Taylor-approksimaatioon.

Lähde: Christoffel – Jaccard – Kilponen (2011).

havaintoaineistossa selkeästi negatiivinen. Rahoitusmuuttujista (korko, inflaatio) malli hieman yliarvioi pitkän ja lyhyen koron vaihtelun, mutta toistaa inflaation vaihtelun tarkasti.

Mallin keskeisin kiinnostuksen kohde on riskilisiä (taulukko 1). Simulointien perusteella voidaan todeta, että malli toistaa havaintoaineiston keskimääräisen riskilisän varsin hyvin, erityisesti kun muistetaan, että tämäntyyppiset mallit tuottavat yleensä lähellä nol-laa olevan riskilisän.⁷ Mallisimulointien tuottama keskimääräinen riskilisiä on 0,72 %. Vastaava luku on havaintoaineistossa 1,06 %.

Varianssijohittelman (taulukko 2) perusteella voidaan todeta, että tuottavuus ja julkisen kulutuksen sokit selittävät valtaosan sekä tuotannon että joukkovelkakirjojen hintojen vaihtelusta. Inflaatio selittyy suurimmaksi osaksi inflaatio- ja tuottavuussokkien kautta. Mallissa joukkovelkakirjojen hintojen vaihtelu selittyy suurimmaksi osaksi

tuotavuus-, inflaatio- ja korkosokeilla, kuten on odotettavissa.

Finanssipolitiikka ja riskipremio

Valtaosa tuotannon vaihteluista havaintoaineistossa selittyy tämän mallin perusteella tuottavuuden ja julkisten menojen vaihteluiden kautta (ks. myös taulukko 2). Tuottavuussokki itse selittää noin 56 % tuotannon vaihteluista, kun julkiset menot selittävät siitä noin 41 %. Samanaikaisesti veroihin ja tulonsiirtoihin kohdistuvat sokit selittävät suhdannevaihteluista vain marginaalisen osan. Riskilisän ja finanssipolitiikan välisen yhteyden kannalta keskeisintä mallissa on se, että julkisten menojen lisääminen johtaa kulutuksen rajahyödyn kasvuun samalla kun joukkovelkakirjojen hinnat alenevat.

Kulutuksen rajahyödyn kasvu on seurausta julkisten menojen lisääksen negatiivisesta varallisuusvaikutuksesta. Mallissa taloudenpitäjät kompensoivat negatiivista varallisuusvaikutusta, joka syntyy julkisten menojen kattamiseksi tarvittavien verojen kiristämisestä, lisää-

⁷ Esim. Rudebusch – Swanson (2008).

Taulukko 2.

Tuotannon, inflaation ja joukkovelkakirjojen hintojen historiallinen varianssijohitelma

	Sokki				
	Tuottavuus	Julkinen kulutus	Lyhyt korko	Inflaatio	Muut (veroaste, tulonsiirrot)
Tuotanto	55,90	40,90	1,80	1,30	0,10
Inflaatio	14,40	0,20	0,10	84,90	0,40
Joukkovelkakirjan hinta	76,50	6,10	6,70	10,60	0,10

Taulukon varianssijohitelma kuvaa, kuinka paljon annetun muuttujan variaatiosta on subteellisesti lähtöisin tietyistä mallin eksogeenisistä muuttujista eli sokista. Taulukon arvot ovat tulkittavissa prosentteina.

Lähde: Christoffel – Jaccard – Kilponen (2011).

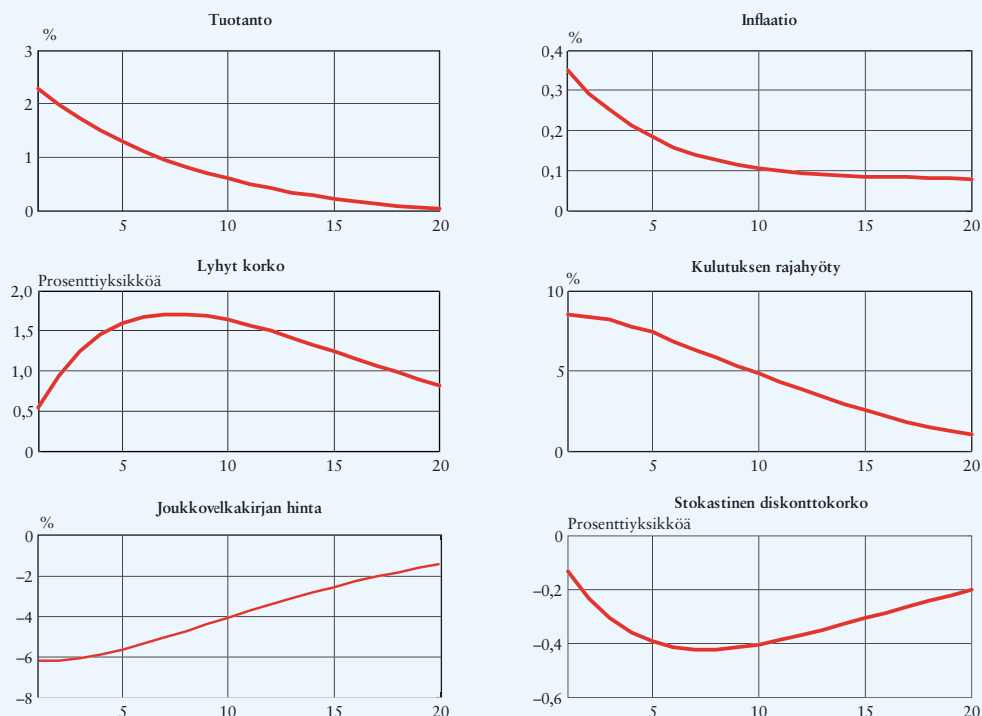
mällä työn tarjontaa. Työn tarjonnan lisäys puolestaan kasvattaa kulutuksen rajahyötyä. Tämä vaikutus on seurausta mallin oletuksesta, että kulutus ja työn tarjonta ovat toisiansa täydentäviä kotitalouden hyötyfunktiossa. Joukkovelkakirjojen hintojen lasku on puolestaan seurausta inflaation kiihtymisestä ja koron noususta: julkiset menot lisäävät kokonaiskysyntää, mikä johtaa inflaation nopeutumiseen. Sekä kokonaiskysynnän että inflaation kiihtyminen puolestaan johtaa korkotason nousuun keskuspankin vastareaktion seurauksena.

Tätä dynamiikkaa on tarkasteltu kuviossa 1. Reaktiona julkisten menojen lisäykseen tuotanto kohenee, inflaatio nopeutuu ja lyhyt korko nousee, mutta kulutuksen rajahyöty kasvaa. Vastaavasti joukkovelkakirjojen hinta alenee.

Huomattavaa on, että myös negatiivinen tuottavuussokki saa muuttujissa aikaan samanlaatuiset reaktiot. Periaatteessa myös korkosokit voivat johtaa samantyyppisiin reaktioihin, mutta kuten varianssihajotelma osoittaa, korkosokkien merkitys suhdanne-

Kuvio 1.

Mallin keskeisten muuttujien reaktiot julkisten menojen lisäykseen



Kuviossa esitetään eräitä keskeisiä muuttujia koskevat mallin impulssivasteet, kun julkisia menoja lisätään 1 %. Muutokset ovat tulkittavissa prosentuaalisina tai prosenttiyksikön (korko) suuruuksina muutoksina suhteessa mallin perusuraan. Vaaka-akselilla on aika neljännesvuosina.

Lähde: Christoffel – Jaccard – Kilponen (2011).

vaihtelun selittäjänä on tässä mallissa varsin pieni.

Finanssipolitiikan syklisyys ja riskipremio

Kun julkisten menojen vaihtelut selittävät mallissa huomattavan osan suhdannevaihteluista, seuraava mielenkiintoinen kysymys on, missä määrin finanssipolitiikan myötä- tai vastasyklisyys vaikuttaa joukkovelkakirjojen riskilisään.

Julkisten menojen myötä- ja vastasyklisyyden merkitystä joukkovelkakirjojen riskilisän kannalta voidaan tutkia mallissa arvioimalla, kuinka paljon riskilisa muuttuu, jos julkisen kulutuksen reaktiota tuotantokuiluun muutetaan suhteessa perusmalliin.

Julkisten menojen vastasyklisyyden voimakkuutta muutetaan mallissa käytännössä varioimalla parametria φ_{GY} yhtälössä

$$\tilde{G}_{Y,t} = \varphi_{GY} \tilde{Y}_t - \varphi_{GB} \tilde{D}_{Y,t} + \varepsilon_t$$

jossa \tilde{G}_Y , \tilde{Y} ja \tilde{D}_Y ovat julkisen kulutuksen suhde tuotantoon, tuotantokuilu ja velkasuhteen poikkeama tavoite-tasolta. φ_{GY} ja φ_{GB} ovat parametreja, jotka kuvaavat julkisten menojen herkkyyttä suhteessa tuotantokuiluun ja velkasuhteen poikkeamaan tavoite-tasolta. ε_t on normaalisti jakautunut virhetermi, joka voidaan tulkita odottamattomaksi eksogeeniseksi muutokseksi julkisessa kulutuksessa (julkisen kulutuksen sokki).

Perusmallissa, jonka dynamiikkaa on tarkasteltu edellä, julkiset menot ovat vastasyklisiä, eli julkiset menot suhteessa bruttokansantuotteeseen pyrkivät supistumaan noususuhdanteessa

ja kasvamaan laskusuhdanteessa (parametri φ_{GY} on edellä esitetystä yhtälöstä negatiivinen). Tämä voi olla seurausta automaattisista vakauttajista mutta myös systemaattisista päätöspärisistä finanssipolitiikan toimenpiteistä, kuten jos valtio tukee laskusuhdanteessa talouden kokonaiskysyntää julkisten menojen lisäyksellä. Perusmallissa joukkovelkakirjojen riskilisa on 0,72 %. Toisin sanoen kotitaloudet vaativat joukkovelkakirjoihin tehdystä sijoituksesta 0,72 % paremman tuoton suhteessa vastaavan riskittömän arvopaperin tuottoon.

Kun tarkastellaan graafisesti (kuvio 2), kuinka joukkovelkakirjojen riskilisa muuttuu, kun julkisten menojen vastasyklisyyden voimakkuutta

Kuvio 2.



muutetaan – muiden tekijöiden pysyessä ennallaan – nähdään, että julkisten menojen muuttuessa vastasyklisestä lievästi myötäsykliseksi, riskilisiä kasvaa merkittävästi. Vastaavasti vastasyklisemmät julkiset menot tuottavat pienemmän riskilisen suhteessa perusmalliin. Riskilisen kasvu myötäsyklisemmän finanssipolitiikan seurauksena heijastaa ensi sijassa suhdannevaihteluiden voimistumista, kun tuotannon, inflaation ja korkojen vaihtelut lisääntyvät.

Rahapolitiikan merkitys

Myötäsyklinen finanssipolitiikka lisää talouden suhdannevaihteluita ja johtaa suurempaan riskilisään. Jos menoja lisätään nousukauden aikana, lisäkysyntä luo hintapaineita ja johtaa inflaatio-odotusten kasvuun (ja keskimäärin myös inflaation vaihtelu kasvaa). Inflaatio-odotusten kasvu rapauttaa joukkovelkakirjojen reaaliuottoa ja siten alentaa joukkovelkakirjojen hintoja. Periaatteessa keskuspankki voi pyrkiä kompensoimaan inflaation vaihtelun voimistumisen reagoimalla voimakkaammin inflaatioon. Simuloinnit osoittavat, että tällä voidaan pienentää inflaation vaihteluita, mutta tämän seurauksena korkojen vaihtelu kasvaa. Korkojen vaihtelun lisääntyminen kasvattaa riskilisiä. Myötäsyklinen finanssipolitiikka luo siis epäsuotuisimmat olot makrotalouden vakauttamiselle siinä mielessä, että myötäsyklisen finanssipolitiikan mukanaan tuoman riskilisen kasvua on vaikea torjua korkopolitiikan keinoin.

Suhdanteita kärjistävä finanssipolitiikka voi kasvattaa julkisen velan hoitomenoja

Euroopan velkakriisin taltuttamiseksi on tehty joukko päätöksiä, jotka lisäävät finanssipolitiikan kurinalaisuutta ja säännönmukaisuutta. Erityisesti noususuhdanteessa rakenteellista alijäämää koskeva tavoite rajoittaa jäsenmaiden kiusausta harjoittaa suhdannevaihteluita kärjistävää eli myötäsyklistä finanssipolitiikkaa. Tässä artikkelissa on arvioitu yleisen tasapainon mallin avulla finanssipolitiikan sääntöjen ja erityisesti finanssipolitiikan vastasyklisyyden voimakkuuden ja joukkovelkakirjojen riskilisen välistä yhteyttä. Mallisimuloinnit tukevat näkemystä, että vastasyklisen finanssipolitiikan harjoittaminen on kansantaloudelle edullista, ei pelkästään siksi, että se voi tasata suhdannevaihteluita, mutta myös siksi, että julkisten menojen rahoittamiseksi liikkeeseen lasketuille joukkovelkakirjoille maksettu korko voi tällöin merkittävästi alentua. Myötäsyklinen finanssipolitiikka pienentää kotitalouksien (investoijien) halukkuutta investoida valtion liikkeeseen laskemiin joukkovelkakirjoihin. Tämän kompensoimiseksi kotitaloudet vaativat joukkovelkakirjoilta parempaa tuottoa, mikä puolestaan kasvattaa julkisten menojen rahoituskustannuksia. Mallisimuloinnit osoittavat myös, että finanssipolitiikan voimistaessa suhdannevaihteluita rahapolitiikalla on heikommat edellytykset makrotalouden vakauttamiselle.

Asiasanat: finanssipolitiikka, suhdannevaihtelut, riskipreemio, rahapolitiikka

Kirjallisuus

- An, S. – Schorfheide, F. (2007) Bayesian Analysis of DSGE Models. *Econometric Reviews*, 26, 113–172, s. 173–219.
- Christoffel, K. – Jaccard, I. – Kilponen, J. (2011) Government Bond Risk Premia and the Cyclicity of Fiscal Policy. ECB Working Paper No. 1411. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1969854>.
- Den Haan, W. J. (1995) The term structure of interest rates in real and monetary economies. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 19(5–7), 909–940.
- Galí, J. (2008) Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework. Princeton University Press. Princeton.
- Goodfriend, M. – King, R. (1997) The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. *NBER Macroeconomics Annual* 1997, 12, 231–296.
- Iara, A. – Wolff, G. (2010) Rules and risk in the euro area: does rules-based national fiscal governance contain sovereign bond spreads? *European Economy. Economic Papers*, 443.
- Rudebusch, G. D. – Swanson, E. T. (2008) Examining the bond premium puzzle with a DSGE model. *Journal of Monetary Economics*, 55 (Supplement), S111–S126.
- Smets, F. – Wouters, R. (2007) Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach. *American Economic Review*, 97(3), 586–606.
- Woodford, M. (2003) *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press. Princeton.

Miten nousevat taloudet ovat muuttaneet globaaleja hintatrendejä?

10.9.2012

Kansainvälinen talouskriisi on pitänyt viime vuosina kotoperäiset inflaatiopaineet kehittyneissä talouksissa maltillisina. Kriisin seurauksena käytettävissä on ollut runsaasti vapaata tuotantokapasiteettia ja kotimainen kysyntä on elpynyt hitaasti. Sitä vastoin useissa nousevissa talouksissa inflaatio on kiihtynyt selvästi vuoden 2009 jälkeen, koska nämä taloudet kärsivät kriisistä huomattavasti vähemmän ja ovat elpyneet nopeasti. Koska nousevien talouksien paino maailmantaloudessa on viime vuosikymmenen aikana kasvanut huomattavasti, näillä maila on merkittävä vaikutus myös globaaliin inflaatioon. Tässä artikkelissa pyritään hahmottamaan tämän vaikutuksen suuruutta, kanavia ja kehitystä pidemmällä aikavälillä.

Nousevat taloudet ja globaali hintakehitys

Aiemmasta trendistään poiketen globaali inflaatio on alkanut hienoisesti kiihtyä kansainvälisen talouskriisin syvimmän vaiheen jälkeen (kuvio 1). Tuoteryhmätasolla tämä näkyy energian ja ruoan hinnoissa, kun taas muiden tavaroiden hintojen nousu on pysynyt hitaana. Nousevien talouksien vaikutuksen on arvioitu olevan yksi tärkeä tekijä globaalien inflaatiopaineiden lisääntymisessä. Vaikka pitkän aikavälin inflaatiokehitys määräytyy rahapolitiikan pohjalta, inflaatio voi lyhyemmällä aikavälillä vaihdella useiden tekijöiden vaikutuksesta. Vielä 2000-luvun alkupuolella nousevien talouksien edullisilla tuotantokustannuksilla ja tuottavuuden nopealla kohentumisella oli globaalia inflaatiota hidastava vaikutus, mutta nyt tämä vaikutus voi olla hiipumassa. Useimmat nousevista talouksista ovat selvinneet kansainvälisestä talouskriisistä kehittynei-

tä maita nopeammin, ja tuotantokuilun arvioidaan muuttuneen niissä jo positiiviseksi. Samalla työvoimakustannusten kasvu on jatkunut nopeana.

Syvenevän globalisaation myötä nousevien talouksien vaikutus myös kehittyneiden talouksien inflaatiokehitykseen on kasvanut. Nousevat taloudet vastaavat yhteensä jo puolesta maailman kokonaistuotannosta (laskettuna ostovoimakorjatuilla tiedoilla), ja pelkästään Kiina on noussut maailman suurimmaksi vientimaaksi: sen osuus on 10 % globaalista tavaraviennistä. Viimeaikaisissa tutkimuloksissa¹ on löydetty viitteitä siitä, että kotimaisen reaalitalouden kehityksen vaikutus inflaatioon on kehittyneissä talouksissa vähentynyt ja globaalien talouden kehityksen merkitys lisääntynyt.

Nousevat taloudet voivat vaikuttaa kehittyneiden maiden inflaatiokehitykseen useiden eri kanavien kautta. Ilmei-



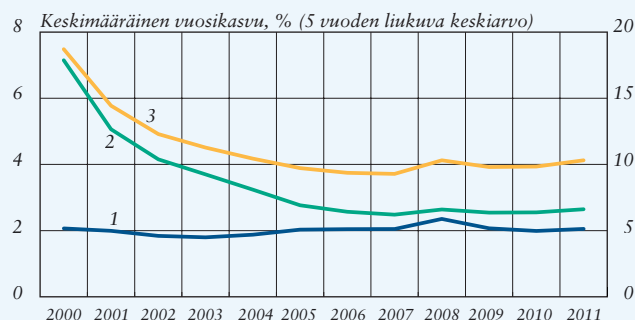
Heli Simola
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

¹ Esim. Borio – Filardo (2007), Ciccarelli – Mojon (2010).

Kuvio 1.

Kuluttajahinnat kehittyneissä ja nousevissa talouksissa vuosina 2000–2011

1. Kehittyneet taloudet (vasen asteikko)
2. Nousevat taloudet (oikea asteikko)
3. Maailma (vasen asteikko)



Lähde: IMF.

sin vaikutuskanava on nousevista talouksista tuleva tuonti, jonka hinta vaikuttaa suoraan kehittyneiden talouksien hintakehitykseen. Nousevien talouksien kasvavalla tarjonnalla voi olla myös epäsuoria vaikutuksia kehittyneiden maiden hintakehitykseen. Nousevien talouksien aiheuttama kansainvälisten markkinoiden kilpailun kiristyminen voi laskea yleistä kansainvälistä hintatasoa ja siten kaikista maista tulevien tuontituotteiden hintoja. Kireä kilpailu saattaa vaikuttaa myös kotimaisiin tuottajahintoihin kehittyneissä talouksissa pakottamalla yritykset tinkimään katteistaan ja hillitsemällä palkankorotuspaineita tai lisäämällä tuottavuutta. Nämä tekijät voivat laskea kotimaisia tuottajahintoja tai hidastaa tuottajahintojen nousua.

Nousevien talouksien vaikutus tuontihintojen kautta

Kehittyneiden talouksien tuonti nousevista talouksista on kasvanut voimakkaasti viime vuosikymmenen aikana. Tavarakaupassa nousevien talouksien osuus euroalueen ulkopuolisesta tuonnista on suurentunut 50 prosentista lähes 70 prosenttiin 2000-luvulla.

Yhdysvaltojen tavarantuonnissa nousevien maiden osuus on kasvanut 40 prosentista runsaaseen 60 prosenttiin viimeisen vuosikymmenen aikana.

2000-luvun alkupuolella nousevista talouksista euroalueelle ja Yhdysvaltoihin tulevien valmistettujen tavaroiden tuontihinnat eivät kallistuneet tai olivat jopa laskussa (kuvio 2a ja 2b). Sen jälkeen ensin Etelä-Amerikasta, Itä- ja Keski-Euroopasta sekä Intiasta tuotujen tavaroiden ja myöhemmin myös muista Aasian maista tuotujen tavaroiden hinnat kääntyivät nousuun. Euroalueella Kiinasta ja Kaakkois-Aasian maista (ASEAN-maat) tulevien tuotteiden hinnat eivät silti olleet vielä vuoden 2011 lopullakaan saavuttaneet vuoden 2000 tasoa (hintojen kehitys heijastaa kuitenkin osin myös valuuttakurssikehitystä).

Vaikka nousevilla talouksilla on ollut selvä vaikutus kehittyneiden maiden tuontihintoihin, tästä kuluttajahintojen kehitykseen aiheutuvat seuraukset ovat ainakin toistaiseksi olleet useimpien tutkimusten mukaan vaatimattomampia.² Vuosiin 1995–2005

² Esim. Kamin ym. (2004), Pain ym. (2006), ECB (2008).

Taulukko

Nousevien talouksien tuontihintojen keskimääräinen vaikutus euroalueen vuotuisen valmistettujen tavaroiden kuluttajahintainflaatioon, prosenttiyksikköä

	Kiina		ASEAN*		Etelä-Amerikka		KIE-maat**		Yhteensä		
	Taso	Muutos	Taso	Muutos	Taso	Muutos	Taso	Muutos	Taso	Muutos	Yht.
2000–2005	-0,06	-0,03	0,00	-0,02	0,00	0,00	-0,03	0,02	-0,10	-0,03	-0,13
2006–2011	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	-0,04	0,02	-0,14	0,03	-0,11

Lähde: Eurostat.

Taso = hintojen tasoeron vaikutus.

Muutos = hintojen muutosvauhdin vaikutus.

* Brunei, Kambodža, Indonesia, Laos, Malesia, Myanmar, Filippiinit, Singapore, Thaimaa, Vietnam.

** Puola, Tšekki, Unkari, Romania, Bulgaria, Latvia, Liettua, Viro.

ajoittuvien tutkimusaineistojen pohjalta on todettu, että tuonti nousevista talouksista on hidastanut vuotuista kuluttajahintainflaatiota eri kehittyneissä talouksissa 0–0,3 prosenttiyksikköä. Tulos selittyy pitkälti sitä kautta, että nousevissa talouksissa valmistettujen tuotteiden osuus kehittyneiden talouksien koko kulutuksessa on yhä melko pieni. Vaikka niiden osuus esim. Yhdysvaltain tuonnista ja euroalueen ulkopuolisesta tuonnista on jo yli puolet, koko tuonnin osuus kotimaisesta kulutuksesta on edelleen 10–15 %, joten nousevien talouksien osuus koko kulutuksesta on alle kymmenesosa.³

Koska aiemmat tutkimukset ovat ulottuneet ainoastaan 2000-luvun alkupuolelle, on syytä tarkastella euroalueen kehitystä myös viime vuosien osalta (taulukko). Tässä esitettäviä laskelmia voidaan pitää lähinnä suuntaa antavina arvioina vaikutuksen kokoluokasta, sillä ne ovat yksinkertaistuksia ja pohjana käytettyihin tilastoihin liittyy epätasaisuutta.⁴ Lisäksi viime vuodet ovat olleet poikkeuksellisen ajanjakso kansainvälisen talouskriisin vuoksi, mikä lisää tulkintaan liittyvää epävarmuutta. Vaikutukset ovat kuitenkin samaa suuruusluokkaa kuin aiemmissa tarkasteluissa esitetyt arviot.

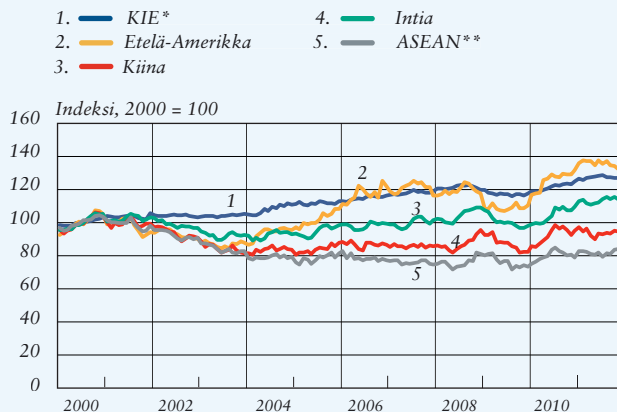
Laskelmissa on käytetty samaa menetelmää kuin esim. Kaminin ym. ja Painin ym. tutkimuksissa. Tässä menetelmässä kotimainen kuluttajahinta-

³ Esim. Hale ja Hobijn (2011) arvioivat Kiinan osuuden vastaavan vain vajaata 3:ä prosenttia Yhdysvaltain yksityisistä kulutusmenoista vuonna 2010.

⁴ Laskelmissa ei myöskään oteta huomioon, miten rahapolitiikka olisi muuttunut ilman globalisaatiokehitystä. Ks. esim. Bowen ja Mayhew (2008).

Kuio 2a.

Euroalueen valmistettujen tavaroiden tuonnin yksikköarvoindeksi alueittain



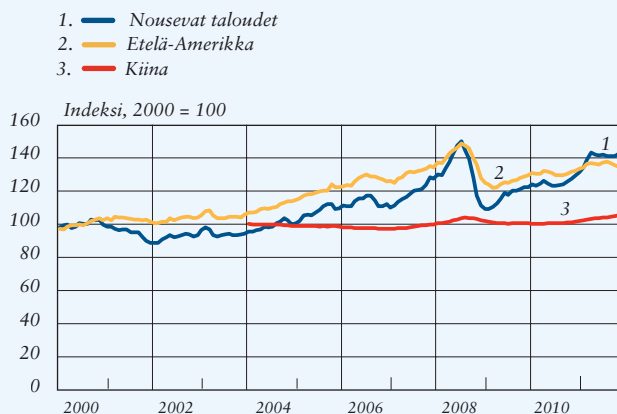
* Puola, Tšekki, Unkari, Romania, Bulgaria, Latvia, Liettua, Viro.

** Brunei, Kambodža, Indonesia, Laos, Malesia, Myanmar, Filippiinit, Singapore, Thaimaa, Vietnam.

Lähde: Eurostat.

Kuio 2b.

Yhdysvaltain valmistettujen tavaroiden tuontihintaindeksi alueittain



Lähde: Bureau of Labor Statistics.

inflaatio jaetaan kolmeen osaan, jotka riippuvat kotimaisten ja tuontituotteiden hintojen tasoerosta, muutosvauhdin eroista sekä kotimaisten tuottajahintojen kehityksestä.⁵

Kun tarkastellaan sekä hintatason muutosten että hintojen muutosvauhdin keskimääräisiä vaikutuksia euroalueen kuluttajahintainflaatioon vuosina 2000–2005 ja 2006–2011, havaitaan hintatason johtuvan vaikutuksen olleen näistä kahdesta selvästi tärkeämpi ja hillinneen euroalueen inflaatiota molempina tarkasteluajanjaksoina (taulukko). Hintojen muutosvauhdista johtuva vaikutus on ollut pienempi, mutta viime vuosiin saakka myös se on hillinnyt hinnannousupaineita, koska nousevista talouksista tuotujen tuotteiden hinnat ovat laskeutuneet tai nousseet kotimaisia hintoja hitaammin ja niiden osuus kulutuskorista on kasvanut. Hintojen muutosvauhdista aiheutuva vaikutus on kuitenkin muuttunut viime vuosina negatiivisesta positiiviseksi, kun nousevista talouksista tuotujen tuotteiden hinnat ovat kohooneet nopeammin kuin kehittyneiden maiden tuotteiden hinnat.

Nousevien talouksien vaikutus kilpailun lisääntymisen kautta

Nousevien talouksien aiheuttama kilpailun kiristyminen voi näkyä myös kehittä-

$$\frac{\Delta P^M}{P^M} = \Delta S \left(\frac{C_t^E - C_t^M}{C_t^M} \right) + S_{t-1} \left(\frac{\Delta C^E}{C_{t-1}^E} - \frac{\Delta C^M}{C_{t-1}^M} \right) + \frac{\Delta C^M}{C_{t-1}^M}$$

Tässä PM on kuluttajahintaindeksi kehittyneessä taloudessa, S nousevan talouden tuonnin osuus kehittyneen talouden kotimaisessa kulutuksessa, CE nousevien talouksien tuontihinta ja CM kehittyneiden talouksien kotimaassa tuotettujen tuotteiden hinta. Yksinkertaisuuden vuoksi kehittyneistä maista tulevan tuonnin hintatason ja hintojen muutoksen oletetaan olevan sama kuin kehittyneen maan kotimaisen hintatason.

tyneiden talouksien yritysten kustannuspaineissa ja hinnoittelussa. Nousevista talouksista peräisin olevan tuonnin on useissa tutkimuksissa havaittu vaikuttavan varsinkin suhteellisiin tuottajahintoihin Yhdysvalloissa ja Euroopassa.⁶ Toimialatasolla tarkasteltuna nousevien talouksien markkinaosuuden lisääntyessä yhden prosenttiyksikön verran tuottajahintojen on todettu laskevan 2–3 prosenttiyksikköä. Tämä vaikutus on kohdistunut erityisesti työvoimavaltaisiin aloihin, joilla nousevien talouksien osuus kehittyneiden maiden kulutuksesta on lisääntynyt voimakaimmin. Suhteellisten tuottajahintojen laskun on havaittu pääosin johtuvan näiden toimialojen tuottavuuden kasvun nopeutumisesta, mutta myös yritysten katteiden on todettu hieman supistuneen nousevien talouksien tuonnin seurauksena. Lisäksi on löydetty viitteitä siitä, että nousevista talouksista peräisin oleva tuonti on hillinnyt palkankorotuspaineita.

Tuoreimpaan saatavilla olevaan tilastoaineistoon perustuvan yksinkertaisen tarkastelun pohjalta voidaan myös havaita samansuuntainen yhteys. Kun verrataan eri toimialojen palkka-kehitystä ja tuonnin osuutta toimialan tuotteiden kotimaisesta kulutuksesta, näyttää siltä, että palkat ovat nousseet hieman hitaammin niillä toimialoilla, joilla tuonnin osuus kotimaisesta kulutuksesta on lisääntynyt enemmän (kuvio 3a ja 3b). Yhteys ei ole kovin voimakas, mutta samansuuntaisia tuloksia on saatu myös aiemmissa niin euroaluetta, Yhdysvaltoja kuin Japania-

⁶ Auer – Fisher (2008), Auer ym. (2010), Chen ym. (2004), IMF (2006), Pula – Skudelny (2007).

kin koskevilla tarkasteluissa⁷. Vastaava tarkastelu euroalueen (Saksa, Ranska, Italia ja Suomi) yritysten käyttökäteen ja nousevien talouksien tuontiosuuden välillä osoittaa, että yritysten käyttökäite on vuosina 2000–2007 supistunut enemmän niillä toimialoilla, joilla nousevien talouksien tuonnin osuus kotimaisesta kulutuksesta on kasvanut enemmän.

Vaikka nousevien talouksien vaikutus kehittyneiden talouksien suhteellisiin tuottajahintoihin on todettu merkittäväksi, näyttää niiden vaikutus koko tuottajahintakehitykseen olevan selvästi vaatimattomampi. Esim. Euroopassa nousevien talouksien tuonnin on arvioitu hidastaneen koko tuottajahintainflaatiota keskimäärin 0,1–0,3 prosenttiyksikköä vuodessa 1990-luvulla ja 2000-luvun alkupuolella. Lisäksi tuottajahintojen muutokset eivät välttämättä välity täysimääräisinä kuluttajahintoihin, jolloin kokonaisvaikutus voi jäädä vielä pienemmäksi.

Nousevien talouksien vaikutus raaka-ainehintojen kautta

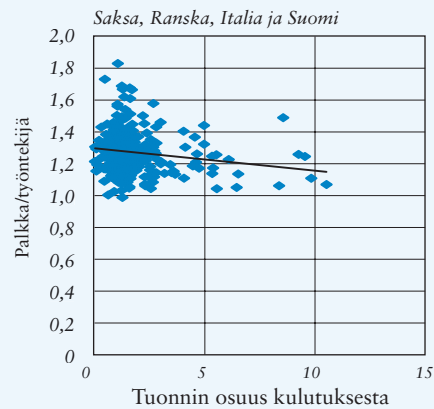
Nousevista talouksista – erityisesti Kiinasta – on viime vuosina tullut myös huomattavia raaka-aineiden kuluttajia. Nousevat taloudet vastaavat jo lähes puolesta maailman öljyntuonnista, ja vuodesta 2007 lähtien öljyntuonti on kasvanut ainoastaan nousevissa talouksissa. Yksistään Kiinan osuus maailman raakamalmin tuonnista on suurentunut jopa kahteen kolmannekseen ja lähes puoleen myös monien metallien, kuten jalostamattoman sinkin ja kuparin,

tuonnissa. Tulotason kohenemisen myötä mm. lihan kysyntä on kasvanut voimakkaasti nousevissa talouksissa, mikä on lisännyt sekä lihan että rehuraaka-aineiden hintapaineita. Useiden tutkimusten mukaan nousevien talouksien raaka-aineiden kysynnän voimakas kasvu onkin ollut yksi tärkeimmistä tekijöistä viime vuosien nopeassa raaka-

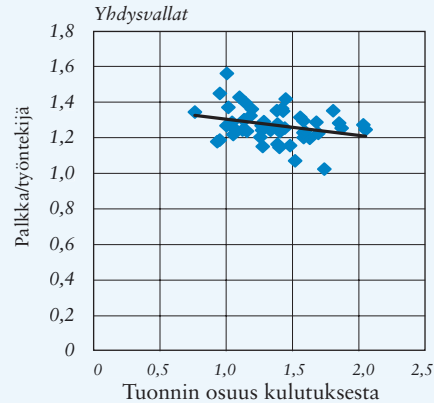
Kuvio 3a.

Tuonnin osuus kotimaisesta kysynnästä ja palkka työntekijää kohden toimialoittain

Muutos 2000–2008



Kuvio 3b.



Lähteet: Eurostat ja UNIDO.

⁷ Esim. White (2008).

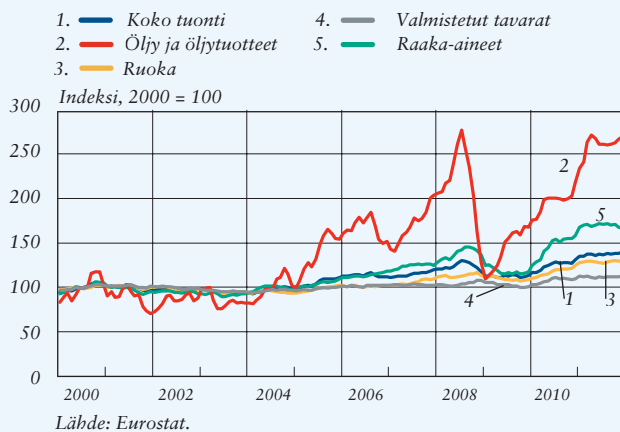
aineiden maailmanmarkkinahintojen nousussa.⁸

Useimmat kehittyneet taloudet ovat merkittäviä raaka-aineiden tuojia, joten raaka-aineiden hintojen muutokset vaikuttavat suoraan kehittyneiden maiden tuontihintoihin. Viime vuosina

⁸ Esim. Hamilton (2009), Kilian – Hicks (2009), Roache (2012).

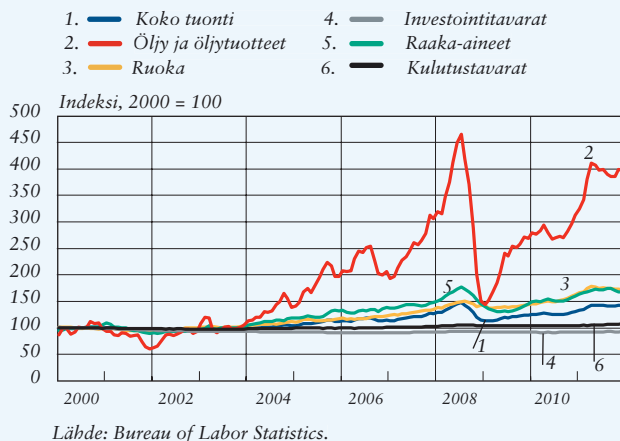
Kuvio 4a.

Euroalueen tuonnin yksikköarvoindeksi tuoteryhmittäin



Kuvio 4b.

Yhdysvaltain tuontihintaindeksi tuoteryhmittäin



öljyn ja muiden raaka-aineiden tuontihintojen nopea nousu onkin kiihdyttänyt merkittävästi koko tuontihinta-inflaatiota sekä euroalueella että Yhdysvalloissa (kuvio 4a ja 4b).

Raaka-aineiden tuontihintojen muutokset näkyvät nopeasti myös kehittyneiden maiden kuluttajahinnoissa. Raakaöljyn hinnanmuutosten on havaittu euroalueella välittyvän polttoaineiden (verottomiin) kuluttajahintoihin lähes täysimääräisesti muutamassa viikossa. Ruoan ja energian yhteenlaskettu paino euroalueen ja Yhdysvaltojen kuluttajahintaindeksissä on lisääntynyt viime vuosikymmeninä lähes neljännekseen. Siksi öljyn ja ruoan hintojen kalleudella ja voimakkailla vaihteluilla on usein merkittävä suora vaikutus koko kuluttajahintaindeksin kehitykseen. Rahapolitiikan kannalta on tärkeää estää suoran vaikutuksen kerrannaisvaikutukset muihin hintoihin ja inflaatio-odotuksiin. Tutkimustulosten pohjalta esim. öljyn hinnan epäsuorat vaikutukset euroalueen kuluttajahintoihin tuotantopanosten hintojen kautta onkin arvioitu maltillisiksi.⁹

Raaka-aineiden kysynnän kasvun arvioidaan yleisesti jatkuvan nousevissa talouksissa myös tulevina vuosina. Kansainvälinen energiajärjestö (IEA) on ennustanut raakaöljyn kysynnän kasvavan ainoastaan nousevissa talouksissa, mutta supistuvan kehittyneissä talouksissa.¹⁰ Nousevien talouksien kysyntä kuitenkin kasvaa nopeammin kuin kysyntä supistuu kehittyneissä talouksissa, joten öljyn hintaan kohdistuu nousupaineita myös tulevina vuosina.

⁹ ECB (2010, 2012).

¹⁰ IEA (2011).

Öljyn kysyntä ei myöskään ole kovin hintajoustavaa, koska öljyä on usein vaikea korvata vaihtoehtoisilla polttoaineilla.

Vaikka raaka-aineiden kysynnän ennakoidaan edelleen kasvavan nousevissa talouksissa, kasvun odotetaan hieman hidastuvan. Suurimman raaka-aineiden kysyjän eli Kiinan talouskasvun odotetaan hidastuvan vähitellen ja siirtyvän investointivetoisesta enemmän kulutusvetoiseen kasvuun, mikä hillinne monien teollisuusraaka-aineiden kysynnän kasvua. Kysynnän volyymi nousevissa talouksissa on kuitenkin jo niin suuri, että sen pienikin lisäys aiheuttaa hintapaineita raaka-aineisiin, koska tarjontaa voidaan lisätä vain hitaasti.

Öljyn tuotannon lisäämiseksi monissa tuottajamaissa täytyy ottaa käyttöön uusia esiintymiä. Uuden tuotannon käynnistäminen vie kuitenkin aikaa, ja monissa tapauksissa uudet tuotantoalueet sijaitsevat entistä vaikeammassa olosuhteissa, jolloin niiden tuotantokustannukset ovat aiempaa suuremmat. Lisäksi monissa suurissa öljyntuottajamaissa julkisen sektorin tulot ovat niin riippuvaisia öljyn hintatasosta, että tarjonnan lisäystä pyritään rajoittamaan hintojen pitämiseksi korkeina.

Myös maatalousraaka-aineiden tuotannon kasvun arvioidaan vastaisuudessa hidastuvan, kun uutta maatalousmaata on yhä vaikeampi saada käyttöön.¹¹ Maataloustuotteisiin kohdistuu hintapaineita myös kalliista öljyn hinnasta, joka nostaa panoskustannuksia. Niin öljyn kuin maataloustuot-

¹¹ FAO (2012).

teidenkin tarjontaa vaikeuttavat usein myös erilaiset poliittiset tai sääöloihin liittyvät sokit. Niiden hintavaikutus voimistuu, kun ylimääräistä kapasiteettia ja varastoja ei muutoinkaan ole enää runsaasti jäljellä juuri nousevien talouksien kasvavan kysynnän vuoksi. Raaka-aineiden kalliit ja nousevat hinnat eivät myöskään rajoita kysynnän kasvua nousevissa talouksissa niin paljon kuin muualla, koska usein esim. energian ja ruoan hintoja subventoidaan tai hintojen nousua kotimarkkinoilla rajoitetaan.

Vaikka nousevat taloudet pääosin vastaavat maailman raaka-ainekysynnän kasvusta ja niillä on todettu olevan selvä vaikutus useimpien raaka-aineiden hintakehitykseen, useimpien tutkimusten mukaan nousevien talouksien vaikutus raaka-aineiden hintoihin on kuitenkin edelleen pienempi kuin kehittyneiden talouksien. Etenkin Yhdysvaltojen reaalityalouden kehityksellä on todettu olevan ratkaiseva vaikutus raaka-aineiden hintoihin. Nousevien talouksien vaikutus raaka-aineiden hintoihin kuitenkin kasvaa koko ajan, ja tulevaisuudessa siitä saattaa aiheutua aiempaa enemmän paineita myös muiden hintojen nousuun.

Nousevien maiden merkitys maailmantalouden hintatrendien kannalta voimistumassa

Nousevien talouksien vaikutus kehittyneiden talouksien inflaatiokasvuun on lisääntynyt selvästi viime vuosina, kun nousevien talouksien painoarvo maailmantaloudessa on kasvanut ja osallistuminen globaaliin työnjakoon lisääntynyt. Nousevat taloudet näyttävät hieman hillinneen lopputuotteiden

hintojen nousua globaaleilla markkinoilla, mutta kiihdyttäneen raaka-aineiden hintojen nousua.

Nousevista talouksista tuotujen tuotteiden osuus kehittyneiden talouksien kotimaisesta kulutuksesta on edelleen melko pieni, mikä rajoittaa nousevien talouksien vaikutusta kehittyneiden maiden hintakehitykseen. Lisäksi monet kehittyneiden talouksien tuottamat tuotteet eivät edelleenkään ole korvattavissa nousevien talouksien tuotteilla, mikä vähentää kehittyneiden maiden tuottajiin kohdistuvia kilpailupaineita. Tuonti nousevista talouksista voi myös vaikuttaa koko hintakehityksen sijasta lähinnä suhteellisiin hintoihin. Nousevista talouksista tuotujen tuotteiden hintojen laskiessa kotimaisten tuotteiden tai palveluiden hinnat voivat vastaavasti nousta, koska kuluttajat pystyvät maksamaan tuotteista enemmän. Tämä on voinut osittain vaikuttaa siihen, että esim. euroalueella palveluiden hinnat ovat 2000-luvulla nousseet nopeammin kuin tavaroiden hinnat.

Nousevat taloudet ovat vaikuttaneet kehittyneiden talouksien inflaatioon myös raaka-aineiden hintojen kautta, sillä nousevien talouksien nopeasti kasvanut kysyntä on osaltaan vaikuttanut raaka-aineiden hintojen voimakkaaseen nousuun. On kuitenkin vaikea arvioida, kuinka suurelta osin raaka-aineiden hintojen nousu johtuu nimenomaisesti nousevista talouksista. Nousevat taloudet ovat olleet todella merkittäviä globaalissa mittakaavassa vasta varsin lyhyen ajan. Lisäksi viime vuosikymmen oli yleisesti poikkeuksellinen ajanjakso maailmantaloudessa nopean kasvun vaihtuessa syvään

talouskriisiin. Siksi nousevien talouksien vaikutusta on vaikea erottaa muista tekijöistä.

Nousevien talouksien vaikutus kehittyneiden maiden hintakehitykseen voimistunee tulevina vuosina, kun niiden merkitys globaalissa taloudessa kasvaa edelleen. Lopputuotteiden lisääntyvä tuonti nousevista talouksista hillinnee kehittyneiden talouksien inflaatiopaineita vastakin, koska nousevien talouksien hintataso on vielä selvästi alempi kuin kehittyneiden talouksien. Nousevien talouksien tuontihinnat ovat kuitenkin kääntyneet nousuun viime vuosina. Nousupaineet jatkunevat myös tulevina vuosina nousevien maiden valmistamien tuotteiden kehityksessä, palkkojen kohotessa nopeasti ja kotimaisen kulutuksen kasvaessa. Uutta edullista työvoimaa ei enää riitä nousevissa talouksissa samassa määrin kuin ennen, joten tulevaisuudessa nousevien talouksien inflaatiota hillitsevä vaikutus jäänee pienemmäksi. Lisäksi raaka-aineiden kysynnän kasvun jatkuminen nousevissa talouksissa aiheuttaa tulevaisuudessakin nousupaineita raaka-aineiden hintoihin ja siten myös monien kehittyneiden maiden hintakehitykseen. Useat nousevat taloudet ovat kuitenkin viime vuosina alkaneet kiinnittää aiempaa enemmän huomiota kurinalaiseen rahapolitiikkaan ja inflaation hillitsemiseen, mikä tukee globaalien hintojen vakaampaa kehitystä pidemmällä aikavälillä.

Asiasanat: kuluttajahinnat, tuottajahinnat, tuontihinnat, nousevat taloudet

Lähteet

- Auer, R. – Degen, K. – Fischer, A. (2010) Globalization and Inflation in Europe. Federal Reserve Bank of Dallas. Working Paper No. 65.
- Auer, R. – Fischer, A. (2008) The Effect of Low-Wage Import Competition on U.S. Inflationary Pressure. Swiss National Bank Working Papers 2008-18.
- Borio, C. – Filardo, A. (2007) Globalisation and Inflation: New Cross-Country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation. BIS Working Papers 227.
- Bowen, A. – Mayhew, K. (2008) Globalisation, Import Prices and Inflation: How Reliable Are the "Tailwinds"? Bank of England Quarterly Bulletin 2008 Q3.
- Chen, N. – Imbs, J. – Schott, A. (2004) Competition, Globalization and the Decline of Inflation. CEPR Discussion Paper No. 4695.
- Ciccarelli, M. – Mojon, B. (2010) Global Inflation. The Review of Economics and Statistics. Elokuu, 92(3), s. 524–535.
- ECB (2012) Monthly Bulletin. The Development of Prices and Costs During the 2008-09 Recession. Huhtikuu.
- ECB (2010) Monthly Bulletin. Oil Prices – Their Determinants and Impact on Euro Area Inflation and the Macroeconomy. Elokuu.
- ECB (2008) Monthly Bulletin. Globalisation, Trade and the Euro Area Macroeconomy. Tammikuu.
- FAO (2012) OECD-FAO Agricultural Outlook 2012-2021.
- Hale, G. – Hobijn, B. (2011) The U.S. Content of "Made in China". FRBSF Economic Letter 2011-25.
- Hamilton, J. (2009) Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007-08. Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2009, pp. 215–261.
- IEA (2011) World Energy Outlook 2011.
- IMF (2006) World Economic Outlook 2006. How Has Globalization Affected Inflation?
- Kamin, S. – Marazzi, M. – Schindler, J. (2004) Is China "Exporting Deflation"? Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers No. 791.
- Kilian, L. – Hicks, B. (2009) Did Unexpectedly Strong Economic Growth Cause the Oil Price Shock of 2003-2008? CEPR Discussion Paper No. 7625.
- Pain, N. – Koske I. – Sollie, M. (2006) Globalisation and Inflation in the OECD Economies. OECD Economic Working Paper No. 524.
- Pula, G. – Skudelny, F. (2007) The Impact of Rising Imports from Low-Cost Countries on Euro Area Prices and Labor Markets. ECB Conference on Globalisation and the Macroeconomy, 23–24 July 2007.
- Roache, S. (2012) China's Impact on World Commodity Markets. IMF Working Paper 12/115.
- White, W. (2008). Globalisation and the determinants of domestic inflation. BIS Working Papers No. 250.

Suomen Pankin organisaatio

1.9.2012

PANKKIVALTUUSTO

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

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

JOHTOKUNTA

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

Johtokunnan sihteeri Mika Pösö

OSASTOT

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

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

Julkaisut

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

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

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

