



EURO&TALOUS

EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

4 • 2013

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous



Sisällys

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous.....	3
<i>Hanna Freystätter – Hanna Putkuri – Jukka Vauhkonen</i> Finanssisyklit, rahapolitiikka ja makrovakauspoltiikka euroalueella.....	35
<i>Karlo Kauko</i> Likviditeetinsäätely tulee takaisin	49
<i>Pasi Ikonen – Tuomas Saarenbeimo – Matti Virén</i> Vielä finanssipolitiikan kertoimista.....	59
<i>Elisa Newby</i> Arvonlisäykseen perustuvat ulkomaankauppatilastot haastavat perinteisen kuvan kansainvälisestä kaupasta	65

Euro & talous 4 • 2013

Julkaisupäivä 17.9.2013

21. vuosikerta

(aiemmin Markka & talous)

Lehti ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

Päätöittäjä

Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto

Jenni Hellström, puheenjohtaja

Samu Kurri

Katja Taipalus

Jouko Vilmunen

Tuomas Välimäki

Petri Uusitalo, sihteeri

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous -artikkeli on laadittu Suomen Pankin rahapolitiikka- ja tutkimusosastolla toimistopäällikkö Samu Kurrin johdolla.

Kirjoittajat

Hanna Freystätter

Jyrki Haajanen

Juhana Hukkinen

Pasi Ikonen

Tuuli Koivu

Vesa Korhonen

Mika Kortelainen

Kimmo Koskinen

Sami Oinonen

Maritta Paloviita

Seija Parviainen

Jouko Rautava

Heidi Schauman

Lauri Vilmi

Assistentit

Heli Honkajarju

Sami Oinonen

Toimitus

Suomen Pankin kieli- ja julkaisupalvelut

Tilaukset

sähköposti: SPjulkaisut@edita.fi

Painopaikka

Edita Prima Oy, Helsinki 2013

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-4718 (painettu julkaisu)

ISSN 1456-5862 (verkkojulkaisu)

Suomen Pankki

PL 160

00101 HELSINKI

Puhelin: 010 8311

Faksi: (09) 174 872

www.suomenpankki.fi

Kannen kuvassa Italian 50 sentin kolikon kansallinen kuva-aihe:
Keisari Marcus Aureliuksen ratsastajapatsas.

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous

6.9.2013

Tiivistelmä

Viime kuukausien aikana kehittyneiltä päätalousalueilta on saatu rohkaisevia merkkejä: pahin voi olla jo takana. Euroalueen tuotannon syksystä 2011 jatkunut supistuminen päättyi kevätkesällä 2013, ja luottamusindikaattorit ennakoivat varovaisen kasvun jatkuneen viime kuukausien aikana. Euroalueen tilaa leimaa kuitenkin edelleen epävarmuus.

Maailmantaloudelle on 2000-luvun aikana ollut leimallista nousevien talouksien merkityksen voimakas kasvu. Viimeisen vuoden aikana tämä kehitys on osoittanut taittumisen merkkejä. Kiinan kasvuennusteita on yleisesti tarkistettu aiemmin arvioitua vaatimattomampaan suuntaan, ja luottamus talouden perustekijöiltään hauraita nousevia talouksia kohtaan on viime kuukausien aikana laajalti heikentynyt. Kasvuerot eivät enää rajoitu kehittyneiden ja nousevien talouksien välille: myös erot maaryhmien sisällä ovat kasvaneet.

Suomen Pankin syyskuun 2013 kansainvälisen talouden ennusteen mukaan maailmantalouden kasvu piristyy asteittain nykyisestä. Toipuminen kriisistä jatkuu kuitenkin eritahtisena, ja maailmantalouden kasvuvauhti jää kokonaisuudessaan hitaammaksi kuin kriisiä edeltävinä vuosina. Talouden perustekijöiltään kunnossa olevissa maissa, kuten esimerkiksi Saksassa ja yhä enemmän myös Yhdysvalloissa, kasvu kiihtyy ennustehorisontin aikana potentiaalisen kasvuvauhdin tuntumaan. Euroalueen kriisimaissa kasvunäkymät säilyvät vaisuina, sillä kriisin syiden ja seurausten korjaaminen on hidas prosessi. EU20-alueen kasvun ennustetaan kokonaisuudessaan olevan vaikeaa: kuluvana vuonna BKT vielä supistuu, ja vuosia 2014 ja 2015 koskevat kasvuennusteet ovat 1,2 ja 1,6 %. Kiinassa kasvuvauhti jää totuttua hitaammaksi, noin 7 prosenttiin. Kiinan kasvun hidastuminen kuvastaa maan kasvumallin muuttumista nykyistä kulutusvetoisemmaksi.

Suomen Pankin ennusteen mukaan inflaationäkymät säilyvät vaikeina lähivuosien ajan. EU20-alueella inflaatio hidastuu vuoden 2013 lopulla noin 1,3 prosenttiin. Vastaisuudessa alueen inflaatiota pitävät hitaana suuri vapaiden resurssien määrä

sekä julkisten talouksien tervehdyttämiseksi tehtyjen veronkorotusten vaikutusten hiipuminen. Vielä vuonna 2015 EU20-alueen inflaation ennustetaan olevan vain hieman yli 1½ %.

Maltillisten inflaationäkymien ansiosta keskeisten keskuspankkien rahapolitiikka on voinut säilyä voimakkaasti kasvua tukevana. Useat keskeiset keskuspankit ovat tehostaneet rahapolitiikkaansa ennakoidun viestinnän avulla. EKP:n neuvosto ilmoitti heinäkuussa 2013, että se pitää rahapoliittiset korot nykyisellä tai sitä alemmalla tasolla pidemmän aikaa. Neuvosto pyrki ennakoidulla viestinnällä selvittämään toimintatapaansa ja näin vähentämään rahapoliittisten korkojen kehitykseen liittyvää epävarmuutta. Arvio tulevasta rahapoliittisista koroista on ehdollinen suhteessa inflaationäkymiin: rahapoliittisten korkojen kehitys tulee riippumaan odotetusta keskipitkän aikavälin inflaatiokehityksestä.

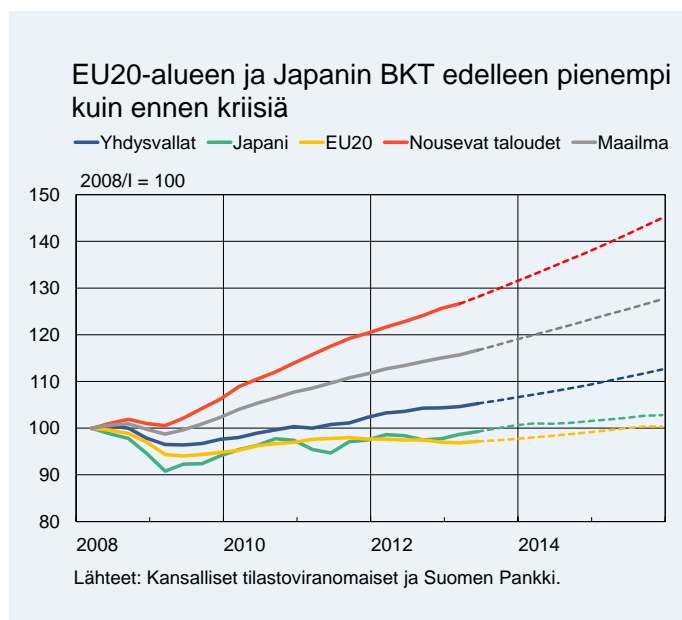
Vaikka useat riskimittarit osoittavat rahoitusmarkkinoiden jännitteiden euroalueella lieventyneen, kasvua tukeva rahapolitiikka välittyy edelleen epätasaisesti eri maiden yrityksille ja kotitalouksille. Tilanteen kohentamisessa jäsenmaiden hallitusten talouskasvua edistävillä rakenteellisilla toimilla samoin kuin julkisen talouden tasapainottamiseen tähtäävillä toimenpiteillä on suuri merkitys.

Pankkisektorin tervehdyttäminen ja pankkiunionin eteneminen vahvistavat euroalueen rahoitussektorin toimintakykyä. Tähänastiset toimet pankkien tase-erien laadun selvittämiseksi ja korjaamiseksi eivät ole onnistuneet poistamaan pankkien taseita kohtaan koettua epävarmuutta. Luottamuksen palauttamiseksi Euroopan pankkien tase-erien laadusta tullaan tekemään useita arvioita. On tärkeää, että taseiden läpinäkyvyyden lisäksi pankkien mahdollinen pääomittaminen tai alasajo pystytään hoitamaan ongelmitta. Myös rahapolitiikan välittymisen kannalta on tärkeää, että euroalueen pankkisektori pystytään tervehdyttämään niin, että markkinoiden luottamus valtioiden julkiseen taloudenpitoon säilyy.

I Suhdanneltilanne ja maailmantalouden näkymät

Maailmantalouden kasvu jatkui vuoden 2013 ensimmäisellä puoliskolla vauhdilla. Julkisen talouden sopeuttaminen,

Kuvio 1.



Kuvio 2.



yksityisen sektorin velkojen purkaminen, suuri työttömyys ja vaimea palkka-kehitys hidastivat talouskasvua laajasti. Vaikka rahoitusolojen koheneminen näkyi mm. osakekurssien nousuna, rahoituskriisin jäljet ovat pitkät: kriisin pahimmin koettelemissa talousalueilla tuotannon taso on edelleen vaatimaton (kuvio 1).

Maailmantalouden nykytilaa leimaa edelleen kriisistä toipumiseen liittyvä epävarmuus. Erityisesti euroalueen moninaiset uudistustoimet, Japanin elvytyspolitiikka, Kiinan uuden johdon linjaukset ja poliittinen liikehdintä useassa nousevassa taloudessa synnyttävät epätietoisuutta tulevasta talouskehityksestä. Epävarmuudesta kärsivät eniten investoinnit, joiden määrä suhteessa kokonaistuotantoon on useissa maissa edelleen hyvin vähäinen. Vaikka osasyynä investointien heikkouteen ovat yli-investoinnit kriisiä edeltävinä vuosina esimerkiksi asuinrakentamiseen, myös kone- ja laiteinvestoinnit ovat toipuneet kriisin jälkeen hitaasti. Tämä taas on osaltaan heijastunut maailmankauppaan, jonka kehitys on ollut kuluvana vuonna hyvin vaimeaa (kuvio 2).

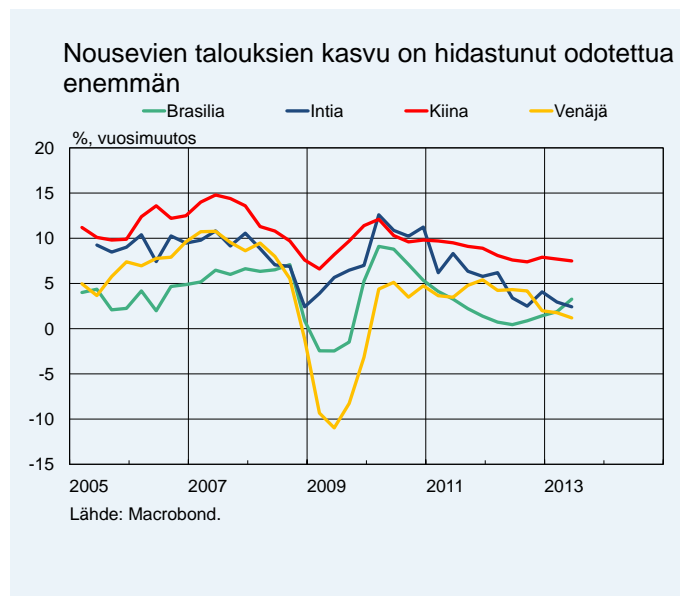
Talouskasvua on kriisin jälkeen ylläpitänyt nousevien talouksien kehitys. Maailmankaupan heikkous on kuitenkin yksi pääsyyistä nousevien talouksien kasvuvauhdin hidastumiseen kuluvana vuonna (kuvio 3). Hidas talouskasvu mm. euroalueella ja Yhdysvalloissa on vähentänyt nousevien talouksien tuotteiden kysyntää. Toisaalta myös nousevien talouksien talouspolitiikka on ollut vähemmän elvyttävää kuin synkimpinä kriisivuosina. Lisäksi erityi-

sesti Kiinan kasvun hidastuminen laski varsinkin alkuvuonna raaka-aineiden ja energian hintoja, mikä puolestaan on hiljentänyt monen raaka-ainetuottajan kehitystä.

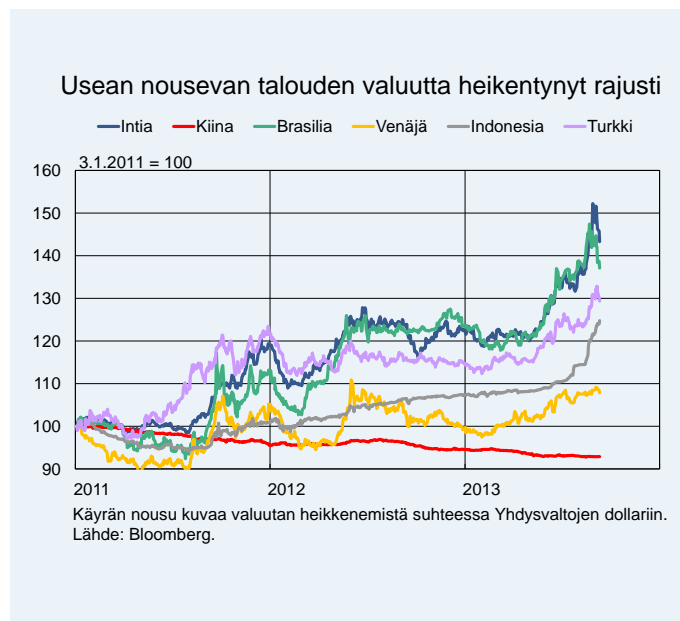
Kesän 2013 aikana muutamien nousevien talouksien kasvua ovat hidastaneet myös liikkeet rahoitusmarkkinoilla. Odotukset talouskasvun piristymisestä ja rahapolitiittisen elvytyksen vähentämisestä Yhdysvalloissa nostivat korkoja laajalti muillakin talousalueilla. Tämä yhdessä nousevien talouksien heikentyvien kasvunäkymien kanssa on kääntänyt pääomavirrat pois päin nousevista talouksista ja heikentänyt näiden valuuttoja (kuvio 4). Niinpä samaan aikaan kun heikko ulkoinen kysyntä on kasvattanut muutamien nousevien talouksien vaihtotaseen vajeita, näiden vajeiden rahoittaminen on vaikeutunut ja kallistunut. Ylipäättään velkaantuminen on viime vuosina lisääntynyt nopeasti myös nousevissa talouksissa, eikä lainanotto voi vastedes toimia samassa määrin kasvun moottorina.

Kehittyneillä markkinoilla rahoitusolot ovat sen sijaan talvesta 2013 kohentuneet. Erityisesti Yhdysvalloissa pankit ovat raportoineet sekä luottojen kysynnän lisääntymisestä että luottokriteerien helpottamisesta. Euroaluetta lukuun ottamatta pankkiluotot ovatkin olleet kasvussa (ks. tämän artikkelin osio II). Korkojen viimeaikainen kohoaminen on kuitenkin hidastanut sekä osakekurssien nousua että yritysten velkakirjojen liikkeeseenlaskua (kuvio 5).

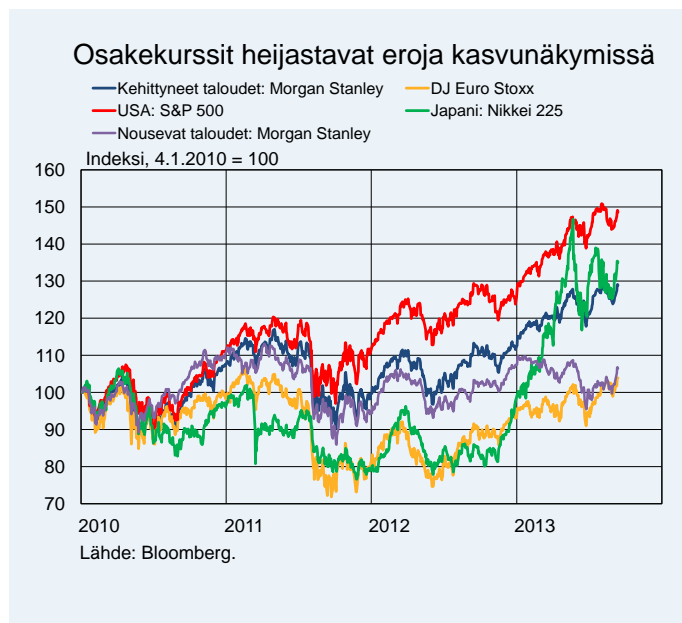
Kuvio 3.



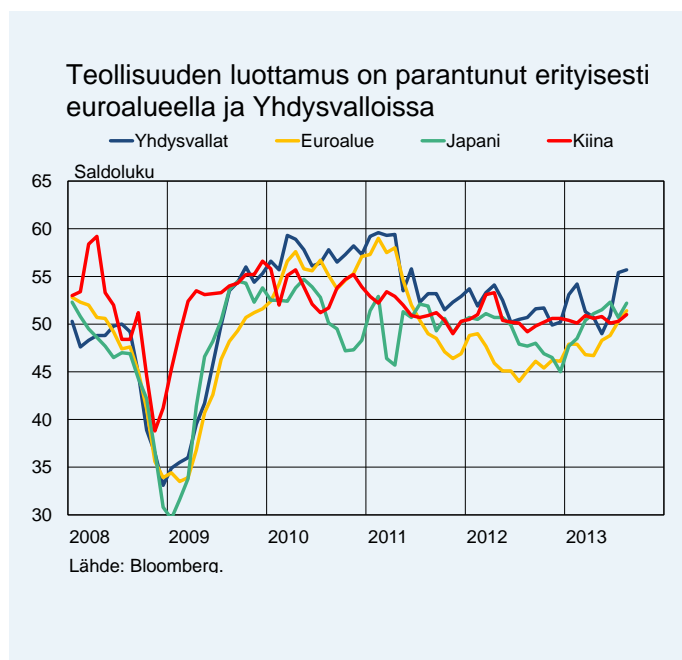
Kuvio 4.



Kuvio 5.



Kuvio 6.



Kasvu piristyy asteittain

Suomen Pankin syyskuun 2013 kansainvälisen talouden ennuste pysyy päälinjoiltaan maaliskuun ennusteen kaltaisena: maailmantalouden kasvun odotetaan jäävän lähivuosina selvästi hitaammaksi kuin kriisiä edeltävinä vuosina. Tuoreimmat tiedot talouskehityksestä viittaavat kuitenkin hitaimman kasvun vaiheen olevan takana ja talouskasvun piristyvän asteittain nykyisestä. Esimerkiksi kotitalouksien ja yritysten luottamus talouskehitykseen on kesän aikana parantunut erityisesti euroalueella ja Yhdysvalloissa (kuvio 6). Lisäksi Kiinan talouskasvu näyttää vakautuneen noin 7,5 prosenttiin, mikä on kääntänyt raaka-aineiden hinnat nousuun.

Odotuksia kasvun kiihtymisestä puoltaa myös se, että julkisen sektorin sopeutustoimet ovat monin paikoin loppusuoralla. Julkisen sektorin vajaiden leikkausten odotetaan nipistävän talouskasvua tulevana vuosina nykyistä vähemmän. Lisäksi suhdannetilanne hillitsee inflaatiota ja mahdollistaa kevyen rahapolitiikan jatkumisen. Asteittain myös työttömyyden kasvun taantumisen ja varallisuushintojen nousun odotetaan palauttavan luottamuksen talouteen ja näin ruokkivan kotitalouksien kulutuskysyntää ja heijastuvan lopulta myös investointeihin. Esimerkiksi Yhdysvalloissa kasvun edellytykset ovat parantuneet, kun kotitalouksien velkaantuneisuuden purku näyttää pysähtyneen ja asunto- ja työmarkkinoilla on nähty käänne parempaan.

Talosalueet toipuvat kriisistä kuitenkin edelleen hyvin eritahtisesti, ja erityisesti EU20-maiden kehitykseen

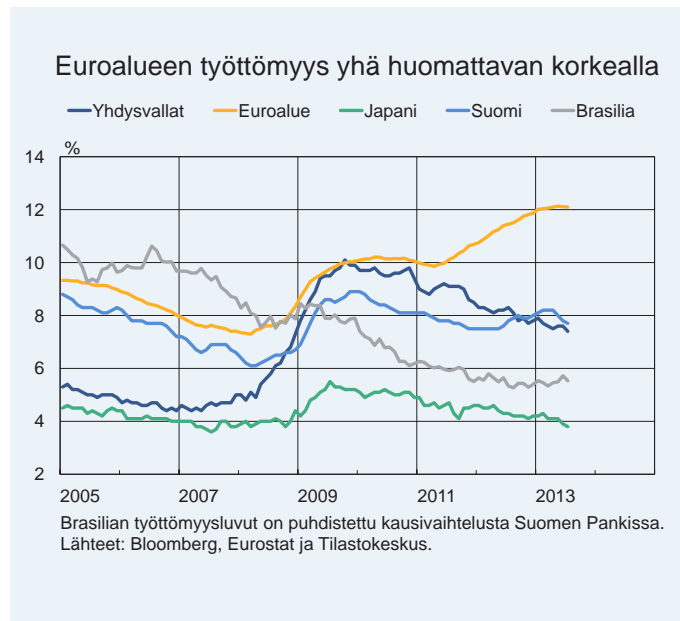
liittyy edelleen suurta epävarmuutta. Alueen monissa maissa kriisin jälkeinen rakennemuutos tulee olemaan huomattava, mikä hidastaa paitsi talouskasvua lyhyellä aikavälillä myös työttömyyden vähenemistä (kuvio 7). Paluuta vaikkapa kriisiä edeltäneeseen rakentamisen tilanteeseen ei pidäkään olla niissä maissa, joissa sektori ylikuumentunut pahoin. Monet uudistukset koskevat myös rahoitussektoria (ks. osio II). Uudistustoimien lykkäytyminen tai mahdolliset ongelmat rahoituksen saamisessa voivat hidastaa uusien yritysten tai jopa kokonaisten toimialojen syntyä ja siten olla osaltaan jarruttamassa välttämätöntä rakennemuutosta, mikä johtaa siihen, että kasvu jää ennustejaksolla odotettuaikin vaimeammaksi.

Japanin elvyttävä talouspolitiikan linja on lähikuukausina puntarissa. Pelkän elvytyksen varassa maan taloutta ei saada siirtymään pysyväälle kasvu-uralle, vaan tähän tarvitaan rakenneuudistuksia. Nousevien talouksien hitaamman kehityksen vaiheen odotetaan päättyvän, kunhan laajamittainen kasvu kehittyneissä talouksissa käynnistyy. Odotettu hidas elintarvikkeiden ja raaka-aineiden hintojen nousu antaa tilaa näiden maiden keskuspankeille elvyttää talouskehitystä.

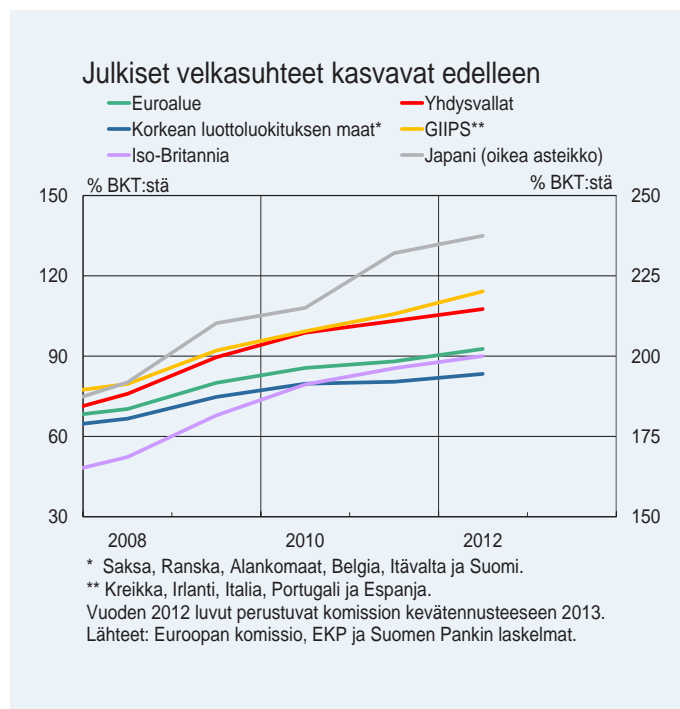
Julkisen talouden korkea velka-aste kasvun jarruna

Useimmissa maissa julkinen sektori on edelleen selvästi alijäämäinen, mikä yhdessä heikon suhdannetilanteen kanssa kasvattaa maiden velkasuhteita (kuvio 8). Historiaan verrattuna poikkeuksellisen suuret julkiset velkasuhteet lisäävät epävarmuutta ja siten hidastavat talous-

Kuvio 7.



Kuvio 8.



kasvua. Julkista sektoria on näin ollen pakko edelleen sopeuttaa pitkän aikavälin kasvun turvaamiseksi, vaikka sopeutustoimien lyhyen aikavälin vaikutus kasvuun on usein negatiivinen.

Sopeutustoimia on tehty viime vuosina hyvin laajalti kehittyneissä talouksissa. Näiden toimien kasvua hidastavan vaikutuksen arvioidaan kuitenkin ennustejaksolla asteittain väistyvän. Yhdysvalloissa suurin sopeutus ja siten negatiivinen lyhyen aikavälin kasvuvaihtelu ajoittuvat suunnitelmien mukaan kuluvaan vuoteen, mutta sopeutuksen on tarkoitus jatkua tämän jälkeenkin, sillä vaje on edelleen mittaava. Yhdysvaltojen julkisen sektorin tilaa on helpottanut talouskehityksen piristymisen. Tilanne on hyvin päinvastainen Isossa-Britanniassa, jossa heikko suhdannetilanne on osaltaan pitänyt julkisen sektorin vajeat suurina. Maalla onkin edessään vielä runsaasti sopeutustoimia. Japanissa taas julkisen sekto-

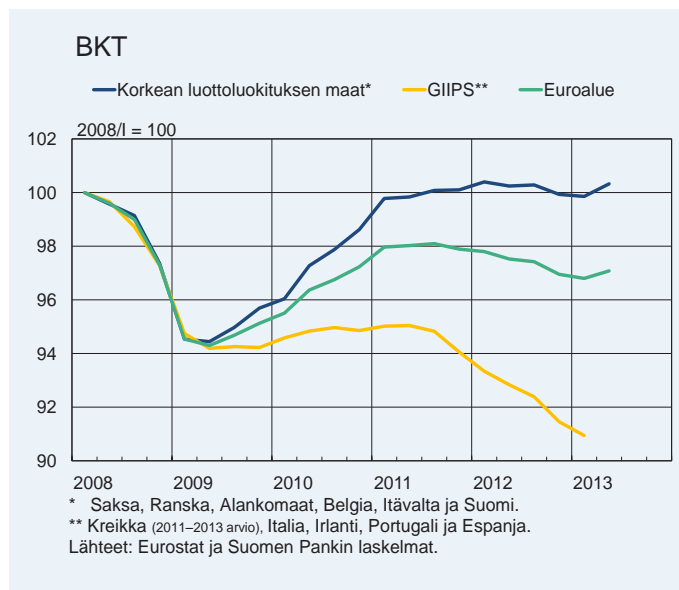
rin sopeutus ei ole vielä edes käynnistynyt maan keskittyttyä elvyttävään talouspolitiikkaan. Ennustejaksolla Japanin oletetaan supistavan vajettaan mm. kiristämällä kulutusveroa, mikä tulee osaltaan hidastamaan BKT:n kasvuvauhtia.

Euroalueen keskimääräinen kokonaisvaje on supistunut ripeää tahtia jo kohtuulliseksi, mutta lukuihin vaikuttaa suurella painolla Saksa, jonka julkinen sektori on tasapainossa. Erityisesti kriisimaissa huono suhdannetilanne on heikentänyt vajeita, jotka ovat edelleen suuria huomattavista sopeutustoimista huolimatta. Niinpä sopeutustoimien odotetaan useissa euroalueen maissa vielä jatkuvan, joskin hitaammin kuin aiempina vuosina.

Hidas kasvu jatkuu EU-maissa

Talouden supistuminen päättyi EU20-maissa kuluvan vuoden toisella neljänneksellä. Kasvun ennakoidaan maaliskuussa ennustettuun tapaan jatkuvan hitaana kuluvan vuoden jälkipuoliskolla. Vuotta 2013 koskevaa ennustetta on tarkistettu hieman aiemmin arvioitua positiivisempaan suuntaan ennen kaikkea siksi, että alkuvuoden 2013 kehitys oli hieman vahvempaa kuin keväällä ennustettiin. Vuonna 2014 BKT:n odotetaan kasvavan 1,2 % ja vuoden 2015 kasvuksi ennustetaan 1,6 %. BKT saavuttaa ennusteen mukaan kriisiä edeltäneen tason vasta vuonna 2015. Maa-kohtaiset erot EU-alueella ovat suuret. BKT on nyt esimerkiksi Saksassa 1,5 % suurempi, mutta esimerkiksi Espanjassa noin 7 % ja Kreikassa noin 20 % pienempi kuin vuoden 2008 alussa (kuvio 9).

Kuvio 9.

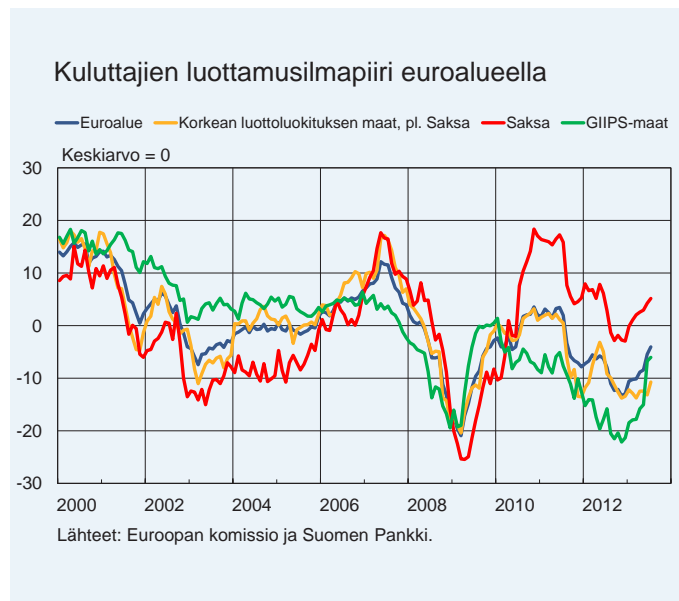


Maltillista kasvuennustetta puoltaa se, että luottamusilmapiiri on EU20-maissa kohentunut jo liki vuoden ajan, vaikka onkin yleisesti edelleen heikko ja maittaiset erot ovat suuria. Luottamusilmapiiri on paras Saksassa, kun taas ilmapiirin koheneminen on ollut voimakkainta GIIPS-maissa, joissa erityisesti kuluttajien luottamus on vahvistunut (kuvio 10).

Kaiken kaikkiaan EU20-maiden kasvun taustatekijöistä löytyy edelleen paljon heikkouksia. Ennusteajaksolla kasvua hidastavat edelleen huono tulokehitys, suuri työttömyys sekä verkkainen vienti- ja investointiaktiivisuus. Elvyttävä rahapolitiikka välittyy alueen talouksiin epäsymmetrisesti, ja ylipäättään talouskehitystä hillitsee erityisesti kriisimaissa sekä yritysten että kotitalouksien velkaantumisen purkaminen. Myös julkisen talouden tervehdyttäminen johtaa useassa maassa lähivuosiin painottuviin menoleikkauksiin ja veronkiristykseen. Nämä tekijät yhdessä rakenneuudistuksiin liittyvän epävarmuuden kanssa heikentävät talouskasvua ennusteajaksolla.

Talouskehityksen kannalta on tärkeää, että luottamus euroalueen finanssipolitiikkaan on kohentunut. Tämän kehityksen myötä GIIPS-maiden valtionvelan korot ovat laskeneet ja erot Saksan vastaaviin korkoihin ovat supistuneet. Tähän on myötävaikuttanut varsinkin EKP:n ilmoittama rahapolitiittisten suorien kauppohenjelman (OMT), mutta suotuisa kehitys ilmennää myös julkisen talouden sopeutus-toimilla saavutettuja tuloksia sekä markkinapaineiden hellittämistä. Korkopaineita on hillinnyt myös vaih-

Kuvio 10.

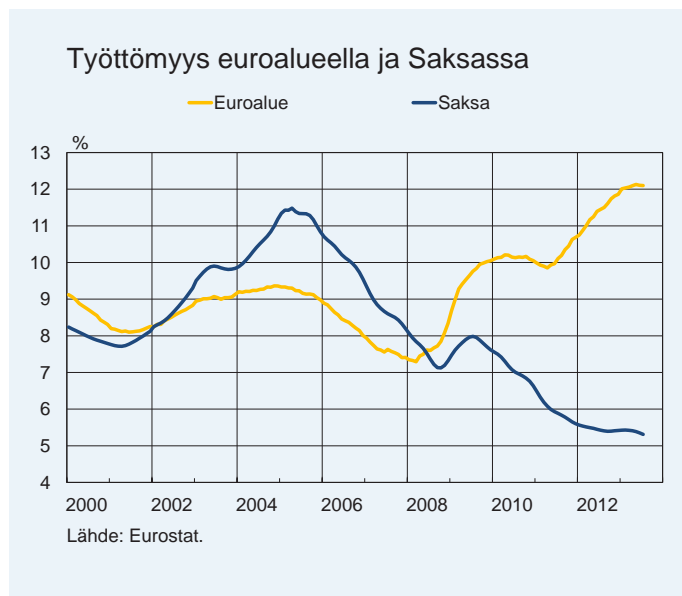


totaseiden vajeiden supistuminen. Alemmat valtionvelan korot parantavat talouskasvua siltä osin kuin ne välittyvät pankkien lainakorkoihin ja luottoehtoihin.

Saksassa talouskasvu kiihtyi vuoden toisella neljänneksellä ja BKT kasvoi edellisestä neljänneksestä 0,7 %. Ennusteen mukaan kasvu jatkuu Saksassa suhteellisen vahvana, sillä talouden perustekijät ovat kunnossa: hyvää kilpailukykyä heijastava vaihtotase on ylijäämäinen, kotitalouksien velkaantuneisuus on vähentynyt ja työttömyysaste (kesäkuussa 5,4 %) on euroalueen matalimpia (kuvio 11). Koko talouden odotusilmapiiri on parempi kuin muulla euroalueella keskimäärin. Osaltaan varsinkin työttömyyden supistumiseen ovat vaikuttaneet noin vuosikymmen sitten toteutetut uudistukset.¹

¹ Näitä uudistuksia tarkastellaan lähemmin tämän artikkelin kehikossa 1.

Kuvio 11.



Ranskan kasvu piristyi vuoden 2013 toisella neljänneksellä ennen kaikkea kotimaisen kysynnän mutta myös viennin ansiosta. Tämän myötä Ranskan koko vuoden 2013 kasvu tulee ylittämään aiemmin ennustetun. Suuri työttömyys ja julkisen talouden sopeustoimet kuitenkin hidastavat kotimaisen kysynnän kasvua ennustehorisontin aikana. Toisaalta kilpailukykyä ja työmarkkinoiden toimintaa parantavien rakenneuudistusten vaikutukset voivat alkaa näkyä kasvussa samalla ajanjaksolla.

Italiassa talous on jatkanut supistumistaan alkuvuoden 2013 aikana ja myös vuositasolla BKT:n odotetaan supistuvan tänä vuonna. Kasvun arvioidaan kuitenkin elyvän nykyisestä asteittain. Uuden hallituksen sisäiset paineet ovat johtaneet jo aiemmin sovittujen finanssipolitiikan kiristystoimien lykkääntymiseen. Toimien lyk-

kääntyminen ja jopa mahdollinen peruuntuminen luovat riskin, että julkisen velkasuhde ei vakaudu odotetusti ennustejaksolla.

Espanjan tilanne on talouden perustekijöiden suhteen edelleen vaikea, vaikka bruttokansantuotteen supistumisen ennustetaan tänä vuonna päättyvän. Viennin merkittävästä kasvusta huolimatta kotimainen kysyntä pysyy vastakin vaimeana. Sekä yksityisen että julkisen sektorin velkaantuneisuus on mittavaa, rahoitusolot ovat kireät ja asuntojen hintojen voimakas lasku on jatkunut vielä vuoden 2013 ensimmäisellä puoliskolla. Asuntojen hintasykli voi kuitenkin olla pikkuhiljaa kääntymässä, ja ennätyksellisen suurtyöttömyyden voimakkain kasvu näyttäisi olevan takanapäin. Vuoden sisällä toteutetut pankkisektorin tervehdyttämistoimet sekä jo tehdyt talouden rakenteiden uudistukset tukevat osaltaan talouskasvun käynnistymistä.

Isossa-Britanniassa vuoden 2013 ensimmäisen puoliskon kasvu yllätti myönteisesti ja luottamusindikaattoreiden kehitys kesän aikana lupaa kasvun jatkuvan. Kotitalouksien orastava optimismi on osittain peräisin asuntojen hintojen noususta. Kaiken kaikkiaan elpymisen merkit ovat kuitenkin hyvin varovaisia, ja huolimatta hyvin keveästä rahapolitiikasta sekä kotitalouksien että yritysten lainakanta supistuu edelleen. Maan työllisyys on hyvä, mutta tuottavuuskehitys on ollut poikkeuksellisen huono viime vuosina, ja suurehko osuus maan työllisyyden kasvusta on peräisin osa-aikatyöllisyyden lisääntymisestä.

Ruotsin suhteellisen hyvän kasvuvauhdin odotetaan jatkuvan myös lähi-

vuosina. Kotitalouksien tilanne näyttää melko hyvältä, kun taas yritysten näkyvät ovat heikkommat, osittain ulkomaankaupan huonon kehityksen vuoksi. Kuluttajien ja vähittäiskaupan luottamus on kasvussa, mikä viittaa siihen, että talouskasvu tulee kiihtymään kulusvetoisesti. Kasvun käänköpuoli on siten kotitaloussektorin huomattava ja yhä kasvava velkaantuminen. Yhdistetynä asuntojen hintojen kalleuteen ja asuntomarkkinoiden tarjontaongelmiin tästä on tullut Ruotsin talouden potentiaalinen heikkous.

Yhdysvaltojen kasvun odotetaan pirstyvän, Kiinan kasvu jatkuu aiempaa hitaampaa

Alkuvuoden kehitys on ollut **Yhdysvalloissa** hieman ennustettua hitaampaa. Ensimmäisen neljänneksen heikkoa kehitystä selittää alkuvuonna vallinnut julkisen talouden sopeutustoimia koskenut epävarmuus, joka vaikutti negatiivisesti yritysten investointeihin. Kotitaloudet selvisivät sen sijaan yllättävän hyvin alkuvuoden veronkorotuksista.

Tulevaisuudessa Yhdysvaltojen kasvunäkymät ovat vakaat, ja vuosikasvun ennustetaan kiihtyvän hitaasti kohti 3 prosentin vauhtia. Finanssi-politiikan suunnan selkiytymisen myötä suurimmat epävarmuustekijät Yhdysvaltojen taloudesta ovat hävinneet. Kotitalouksien varallisuusasema on kohentunut työmarkkinoiden paremman kehityksen ja asuntomarkkinoiden elpymisen ansiosta. Myös kotitalouksien velkaantumisen purkaminen vaikuttaa olevan päättymässä. Tähän viittaa mm. säästämisasteen lasku takaisin tasolle, jolla se oli 2000-luvun alussa.

Taulukko 1.

BKT:n ja maailmankaupan kasvu

BKT	2012	2013 ^e	2014 ^e	2015 ^e
Yhdysvallat	2,8	1,6 (1,8)	2,5 (2,4)	2,9 (2,8)
EU20	-0,4	-0,1 (-0,4)	1,2 (1,1)	1,6 (1,5)
Japani	2,0	1,6 (1,1)	1,5 (1,7)	1,2 (1,0)
Kiina	7,8	7,5 (8,0)	7,0 (7,0)	7,0 (7,0)
Venäjä	3,7	1,8 (3,4)	3,3 (3,4)	3,2 (3,0)
Maailma	3,4	3,0 (3,2)	3,7 (3,6)	3,8 (3,8)
Maailmankauppa	3,0	2,7 (4,0)	5,2 (5,7)	5,9 (6,3)

^e = ennuste

EU20 = euroalue, Ruotsi, Tanska ja Iso-Britannia

Prosenttimuutos edellisvuotisesta (suluissa edellinen ennuste)

Lähde: Suomen Pankki.

Vaikka julkisen talouden sopeutustoimet jatkuvat koko ennusteperiodin ajan, niiden suurin negatiivinen vaikutus talouskasvuun ohitetaan tänä vuonna.

Japanissa hallitus yrittää pääministeri Aben johdolla kiihdyttää maan talouskasvua ja päihittää sitkeän deflaation mittavilla elvytystoimilla, joihin myös keskuspankki osallistuu rahapolitiisella velkapapereiden osto-ohjelmallaan. Elvytys ja sen aiheuttama jenin heikkeneminen lisäsivät alkuvuonna odotuksia kasvun kiihtymisestä, mutta sittemmin optimismi on hiipunut yhtä matkaa talouskasvun kanssa. Osittain tähän on ollut syynä elvytysohjelman kolmannen ja samalla tärkeimmän osan – rakenneuudistusten – viivästyminen. Koko kuluvan vuoden BKT:n kasvuvauhti tulee kuitenkin olemaan hyvän alkuvuoden ansiosta maaliskuussa

*Kotimaisen
kulutuskysynnän
merkitys Kiinan
talouskasvun
moottorina
korostuu pitkällä
aikavälillä.*

ennustettua nopeampi (1,6 %). Vastaisuudessa kasvun ennustetaan jatkuvan maltillisena, hieman potentiaalista kasvua ripeämpänä.

Japanin tilannetta hankaloittaa ja talouspoliittista liikkumavaraa supistaa julkisen sektorin valtava velka (230 % BKT:stä), joka käytännössä edellyttää verotuksen kiristämistä. Aben hallituksen tavoite – koko julkisen talouden alijäämän puolittaminen vuoden 2010 tasosta vuoteen 2015 mennessä – on hyvin haastava. Osana julkisen sektorin sopeutustoimia edellinen hallitus päätti korottaa kulutusveroa lähivuosina nykyisestä 5 prosentista asteittain 10 prosenttiin. Ennusteessa on oletettu, että korotukset toteutuvat, mutta tosiasiassa korotuksia saatetaan lykätä sen pelossa, että ne vaarantavat talouden elpymisen. Kestävän velkauran saavuttamiseksi Japanin olisi ehdottomasti pystyttävä rakenteellisiin uudistuksiin, jotka lisäävät maan potentiaalista kasvuvauhtia nykyiseltä alle prosentin tasolta.

Nousevien talouksien kasvuvauhdin odotetaan asteittain piristyvän nykyisestä, kunhan maailmantalouden kokonaisuutena elpyy ja nousevien talouksien vientikysyntä kohentuu. **Latinalaisen Amerikan** näkymiä tukevat tärkeän kauppakumppanin – Yhdysvaltojen – hyvät kasvunäkymät, mutta toisaalta raaka-aineiden hintojen maltillinen kehitys hidastaa kasvua.

Kiinassa talouskasvu jäi alkuvuonna hieman odotettua heikommaksi, minkä vuoksi koko vuotta 2013 koskevaa BKT:n kasvuennustetta on tarkistettu ½ prosenttiyksikköä aiemmin arvioitua pienemmäksi eli 7,5 prosenttiin.

Kokonaiskuva talouskasvun hidastumisesta vastaa kuitenkin hyvin Suomen Pankin aiempaa näkemystä Kiinan pidemmän aikavälin talouskehityksestä, joten talouskasvun odotetaan jatkuvan noin 7 prosentin vauhtia vuosina 2014–2015. Päättäjillä ei näytä olevan tällä hetkellä tarvetta suurisuuntaiseen ja riskejä kasvattavaan elvytykseen, vaan kasvun tukemiseen riittävät pienet finanssipoliittiset elvytystoimet. Toisaalta elvytysvara rajoittaa paikallishallinnon nopeasti kasvanut velkaongelma, joka lisää rahoitusmarkkinoilla muhivia riskejä.

Kiinan talouskasvun pitkän aikavälin hidastumisen taustalla on käynnissä oleva talouden rakennemuutos, jossa investointien merkitys talouskasvun veturina korvautuu vähitellen kotimaisella kulutuskysynnällä. Poliittinen tuki tällaiselle muutokselle näyttää vahvistuneen, kun uuden johdon myötä talouden liberalisointi ja rakenneuudistukset ovat saamassa aikaisempaa suuremman painoarvon talouspolitiikassa. Kuluvana vuonna tämä on näkynyt rahoitusmarkkinoiden vapauttamisena sekä siinä, että juanin arvon on sallittu vahvistua ja valuutan kansainvälistymistä on tuettu. Uudistuspolitiikka auttaa pitkän aikavälin ongelmien vähentämisessä, vaikka muutokset ovatkin vaikeasti hallittavia ja voivat siten aiheuttaa myös ikäviä yllätyksiä.

Venäjällä talouden kasvu hidastui ennustettua selvästi enemmän kuluvan vuoden ensimmäisellä puoliskolla. Tämä johtui etenkin investointien vähenemisestä. Kasvun odotetaan kuitenkin virkoavan maailmantalouden elpyessä, joskin BKT:n koko tämän vuoden

kasvulukema jää alle 2 prosenttiin. Vaikka öljyn hinta laskee ennusteen oletusten mukaan lievästi, BKT kasvaa vuosina 2014–2015 yli 3 %, sillä maailmantalouden elpyminen vetää Venäjän viennin määrää hitaaseen kasvuun. Myös investointien odotetaan alkavan kasvaa, osittain kapasiteettirajoitteiden vuoksi sekä valtion mittavien liikenneinvestointien ansiosta. Tulevaisuudessa Venäjän talouskasvu supistuu kohti noin 2 prosentin trendiä, jos öljyn hinta ei nouse eikä liiketoimintaympäristön parantaminen etene nykyistä nopeammin.

Maailmankaupan kasvun odotetaan seuraavan yleistä talouskehitystä ja siten kiihtyvän maltillisesti loppuvuonna 2013 ja seuraavina vuosina. Erityisesti investointien ja kestokulutushyödykkeiden kysynnän piristymisen odotetaan ruokkivan kaupan kasvua. Kauppaepätasapainot supistuivat heti kriisin puhjettua. Sittemmin Kiinan kaupan ylijäämä samoin kuin Yhdysvaltojen alijäämä ovat pysyneet lähes ennallaan, kun taas Japanin riippuvuus tuontienergiasta on painanut maan kauppataaseen negatiiviseksi. Näihin tekijöihin ei ennustejaksolla odoteta suuria muutoksia. Euroalueen kauppataaseen ylijäämän odotetaan hieman kasvavan, kun osa euromaista sopeuttaa edelleen kotimaista kysyntäänsä.

Inflaatio pysyy Euroopassa hitaana

Päätalousalueiden hintakehitys on ollut kevään ja kesän 2013 aikana hitaampaa kuin Suomen Pankki edellisessä ennusteessaan arvioi. Yhdysvaltojen ja EU20-alueen inflaatio on ollut 1,5 prosentin tietämissä, kun taas Japanissa on

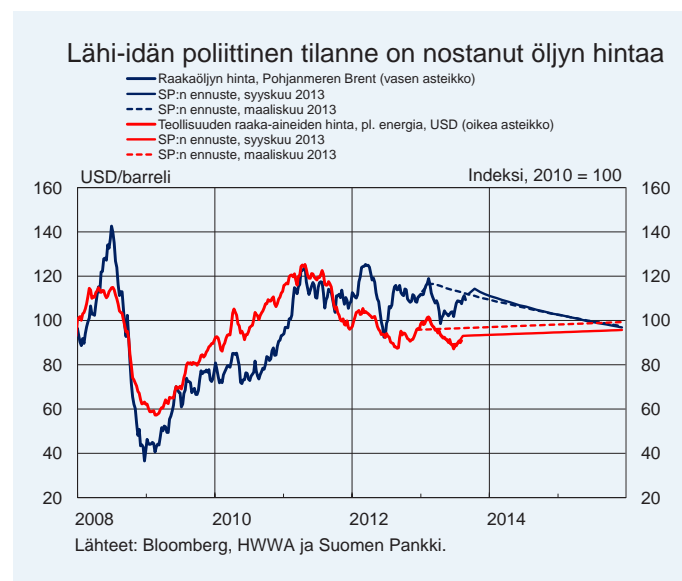
vallinnut deflaatio. Inflaation hidastumista selittävät pääosin talouskasvun hiipuminen ja keväinen öljyn hinnan lasku. Ns. BRIC-maissa inflaatiouauhti on pysytellyt koko alkuvuoden vakaina. Heinäkuussa inflaatio oli Brasiliassa 6,3 %, Venäjällä 5,6 %, Intiassa 9,6 % ja Kiinassa 2,7 %.

Viime viikkojen poliittiset jännitteet ovat nostaneet öljyn hinnan jo yli maaliskuussa ennustetun tason. Tulevaisuudessa markkinat kuitenkin odottavat öljyn hinnan laskevan hitaasti (kuvio 12). Myös teollisuuden muiden raaka-aineiden hintakehityksen ennustetaan pysyvän maltillisena.

Markkinainformaatiosta johdetut pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat euroalueella ja Yhdysvalloissa lähellä viime vuosien keskiarvoja. Pitkän ajan odotusten vakaus osoittaa rahapolitiikan säilyneen uskottavana. Sen sijaan euroalueella lähiaikojen vai-

Päätalousalueiden inflaation hidastumista selittävät talouskasvun hiipuminen ja öljyn hinnan lasku.

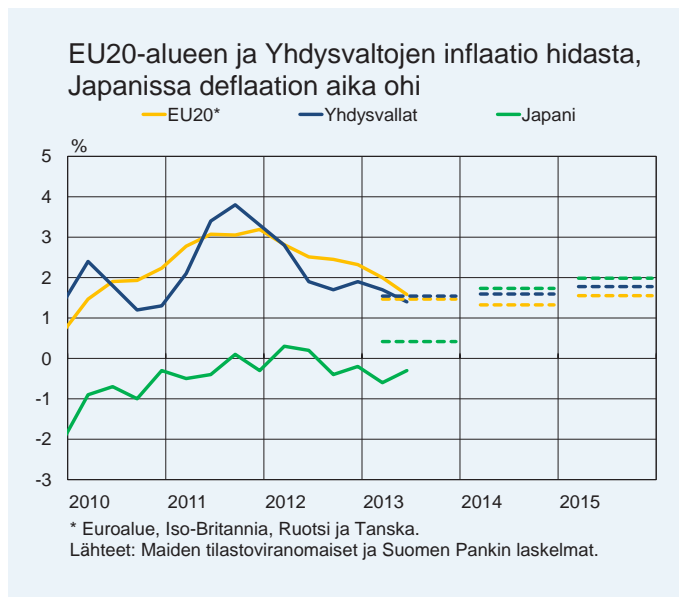
Kuvio 12.



suut kasvunäkymät ja odotukset Yhdysvaltojen rahapolitiikan asteittaisesta kiristymisestä ovat vähentäneet lyhyen ajan inflaatio-odotuksia. Yhdysvalloissa erityisesti aiempaa täsmällisemmät tiedot rahapolitiikan määrällisen keventämisen ohjelmasta irtautumisesta ovat heikentäneet inflaatio-odotuksia, jotka kuitenkin ovat edelleen lähellä 2 prosentin inflaatiotavoitetta. Eniten inflaatio-odotukset ovat muuttuneet Japanissa, jossa elvyttävä rahapolitiikka on voimistanut näitä odotuksia ja jossa markkinat odottavatkin deflaatiokierteen päättävän.

Suomen Pankin ennusteen mukaan EU20-alueen inflaatio hidastuu tämän vuoden lopulla noin 1,3 prosenttiin (kuvio 13). Tämän jälkeen inflaation ennustetaan kiihtyvän hieman ja päätyvän ennusteperiodin lopulla reiluun 1,5 prosenttiin. Inflaatiota hidastavat tuontihintojen lasku ja talouskasvun hitaus.

Kuvio 13.



Vakaiden kasvunäkymien ansiosta Yhdysvaltojen inflaatio pysyttelee koko ennusteperiodin ajan vajaassa 2 prosentissa. Odotukset rahapolitiikan kiristymisestä ovat kuitenkin muuttaneet ennustetta hieman aiemmin ennustettua hitaamman inflaation suuntaan.

Japanin inflaation ennustetaan kiihtyvän loppuvuonna ja pysyttelevän positiivisena koko ennusteperiodin ajan. Erityisesti jenin heikentyminen on nostanut tuonti- ja tuottajahintoja kevään ja kesän aikana. Tämä on näkynyt viime kuukausina kuluttajahintojen nousuna. Koska toteutunut inflaatio on merkittävältä osiltaan johtunut energian ja raaka-aineiden hintojen noususta, ilman näitä eriä laskettu hintaindeksi osoittaa deflaation edelleen jatkuvan. Hintojen nousu ei olekaan vielä näkynyt palkkakehityksessä. Vastaisuudessa inflaation odotetaan kiihtyvän tuottajahintojen nousun ja ensi vuodeksi suunniteltujen kulutusveron korotusten välittyessä kuluttajahintoihin. Inflaation pysyminen lähellä Japanin keskuspankin tavoitetta ennustehorisonttia pidemmällä aikavälillä vaatii kuitenkin elvytysohjelmien onnistumista ja talouskasvun elpymistä.

Ennusteen riskit

Ennusteen lähtökohtana on, että maailmantalouden kasvu elpyy vuoden 2013 loppupuolella ja edelleen lähivuosina. Tähän ennusteeseen liittyy sekä ennakoitua voimakkaamman että heikomman kasvun riskejä, mutta riskit painotuvat edelleen heikomman kehityksen suuntaan. Esimerkiksi euroalueen velkakriisin kärjistyksellä voisi olla erittäin huomattavat vahingolliset vai-

kutukset koko maailmantalouden kehitykseen, kun taas arvioitua vahvemman kehityksen riskien – kuten Yhdysvaltojen odotettua paremman kehityksen – positiiviset vaikutukset jäisivät toteutuessaankin rajallisiksi.

Euroalueella EKP:n ilmoittama rahapoliittisten suorien kauppohen (OMT) ohjelma on rauhoittanut tilanteen kriisimaiden valtionlainamarkkinoilla. Mitään merkittäviä uusia negatiivisia yllätyksiä ei ole tullut, joten usko kriisimaiden valtionvelan kehityksen ja kilpailukykyyn ongelmien hälvemiseen on edelleen vahvistunut. Markkinaindikaattoreiden mukaan riski euroalueen kriisin kärjistymisestä onkin pienentynyt merkittävästi viime maaliskuun jälkeen.

Toisaalta rakenteellisten uudistusten käynnistäminen on monessa euroalueen maassa ollut sängen verikkaista. Esimerkiksi OECD:n analyysin mukaan työ- ja hyödykemarkkinoihin liittyvien rakenteellisten uudistusten kohteita löytyy kaikissa euroalueen maissa.² Myös euroalueen rahoitusmarkkinat ovat rakenteellisten uudistusten tarpeessa. Jos rakenteellisia uudistuksia ei kyetä tekemään, on mahdollista, että euroalueen tuottavuuskehitys jää ennustettua hitaammaksi. Huono tuottavuuskehitys taas johtaa talouskasvun hidastumiseen ja luo sitä kautta uusia paineita mm. julkisen talouden lisäsopeutukseen.

Rakenteellisten uudistusten lykkääntymistä arvioidaan tässä ennusteessa riskilaskelman avulla. Laskelma on tehty hyödyntäen kansainvälisen raha-

² OECD (2012) Economic Policy Reforms: Going for Growth 2012.

ja finanssitalouden mallia.³ Malli on yksinkertaistava kokonaistaloudellinen laskelma, joka ei sisällä kaikkia niitä elementtejä, joita mahdollinen rakenneuudistuskokonaisuus sisältää. Niinpä uudistusten lykkääntymisen vaikutuksia arvioidaan hidastamalla tuottavuuskehitystä mallissa. Tämä esitetty sokki on epäsymmetrinen, eli vain osa euroalueesta (GIIPS-maat) lykkää uudistuksia, kun taas muut alueen maat toteuttavat nämä uudistukset odotetusti.

OECD on arvioinut, että työ- ja hyödykemarkkinauudistukset, kuten työttömyyskorvausten leikkaus ja uusien yritysten markkinoillepääsyn helpottaminen, voivat kasvattaa tuotantoa huomattavasti, jopa noin 10 % pitkällä aikavälillä.⁴ Suomen Pankin tekemässä riskilaskelmassa tuottavuuskehityksen uskotaan eroavan perusrasta hieman maltillisemmin, osin siksi, että uudistusten oletetaan viivästyvän, ei peruuntuvan kokonaan. Käytännössä oletetaan, että GIIPS-maiden välituotetuotannon tuottavuuskehitys hidastuu ¼ prosenttiyksikköä vuosittain seuraavan kymmenen vuoden aikana. Tämä supistaa GIIPS-maiden reaalista bruttokansantuotetta 2 % suhteessa perusruraan kymmenessä vuodessa. Tämän lisäksi oletetaan, että Yhdysvallat, euroalue ja Japani pitävät rahapolitiikkakorot nollan tuntumassa seuraavat kaksi vuotta, minkä jälkeen korot reagoivat

³ Kortelainen Mika (2013) Kansainvälisen raha- ja finanssitalouden malli. Euro & talous, Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous 1/2013.

⁴ Cacciatore, Matteo – Duval, Romain – Fiori, Giuseppe (2012) Short-Term Gain or Pain? A DSGE Model-Based Analysis of the Short-Term Effects of Structural Reforms in Labour and Product Markets. OECD Economics Department Working Papers No. 948.

Euroalueella EKP:n ilmoittama rahapoliittisten suorien kauppohen (OMT) ohjelma on rauhoittanut tilanteen kriisimaiden valtionlainamarkkinoilla.

talouskehitykseen Taylor-säännön mukaisesti.

Tuottavuuden kasvun hidastuminen GIIPS-maissa vähentää pääoman ja työn kysyntää. Tämä tuotantotekijöiden kysynnän heikkeneminen johtaa reaali-palkkojen ja reaalisen pääoman käyttökustannusten laskuun, mikä puolestaan supistaa kotitalouksien käytettävissä olevia tuloja. Kokonaisuutena kotimainen kysyntä vähenee, minkä seurauksena tuotantokustannukset pienenevät ja inflaatio hidastuu. Kotimaisen kysynnän heikkeneminen vähentää myös tuontia ja kohentaa näiden maiden vaihtotaseita. GIIPS-maiden reaalinen efektiivinen valuuttakurssi heikkenee laskelmissa lievästi, kun inflaatio hidastuu. Lisäksi nimelliskorko pysyy euroalueella paikoillaan nollakorkorajoitteen vuoksi, jolloin reaalikorko ensi vaiheessa nousee. Vasta rajoitteen päättyminen sallii korkotason laskun.

GIIPS-maiden heikko tuottavuuskehitys hidastaa myös muun euroalueen kasvua kauppavirtojen kautta. Tämä johtaa inflaation hidastumiseen ja samalla reaalikoron nousuun myös näissä maissa, jolloin kotimainen kysyntä vähenee.

Euroalueen aktiivisuuden hiipuesssa muiden maiden vienti euroalueelle supistuu. Tämä vähentää edelleen kysyntää muussa maailmantaloudessa. Siellä, missä nollakorkoraja ei ole sitova rajoite, keskuspankit alentavat lievästi politiikkakorkoja. Yhdysvalloissa ja Japanissa nollakorkoraja on kuitenkin sitova rajoite lyhyellä aikavälillä, joten myös näissä maissa inflaation hidastuminen johtaa reaalikoron nousuun, mikä vähentää talouden aktiivisuutta edelleen. Kokonaisuutena GIIPS-maiden hidastuva tuottavuuskehitys vähentää kuitenkin maailmantalouden bruttokansantuotetta vain hiukan.

Ennusteen sisältämistä arvioitua vahvemman kehityksen riskeistä merkittävin kumpuaa Yhdysvaltojen taloudesta. Siellä on havaittavissa useita merkkejä, jotka viittaavat talouskasvun elpymiseen mahdollisesti jopa ennustettua nopeammin. Erityisesti asunto- ja työmarkkinoiden vire on positiivinen. Lisäksi finanssipolitiikan kiristystoimet ovat supistaneet merkittävästi liittovaltion budjettialijäämiä. Taloustilanteen kohenemisen johdosta Yhdysvaltain keskuspankki on kertonut harkitsevansa rahapolitiikan määrällisen keventämisen vaiheittaista purkamista. Vaikka keskuspankki on viestinnässään painottanut kevyen rahapolitiikan edelleen jatkuvan, mahdolliset rahapolitiikan suunnanmuutokset ovat jo aiheuttaneet

Taulukko 2.

Riskilaskelma: GIIPS-maiden heikkenevän tuottavuuden skenaario

	2013	2014	2015
<i>GIIPS-maat</i>			
BKT, %	-0,7	-0,8	-0,7
Inflaatio, pros.yks.	-0,1	-0,1	-0,1
Nimelliskorko, pros.yks.	0	0	-0,2
Reaalinen efekt. val. kurs., % (+ heikkeneminen)	0,0	0,1	0,2
Vaihtotase/BKT, pros.yks.	0,2	0,3	0,3
<i>Euroalue</i>			
BKT, %	-0,3	-0,4	-0,3
Inflaatio, pros.yks.	0,0	-0,1	-0,1
Nimelliskorko, pros.yks.	0	0	-0,2
Reaalinen efekt. val. kurs., % (+ heikkeneminen)	0,0	0,0	0,1
Vaihtotase/BKT, pros.yks.	0,1	0,1	0,1

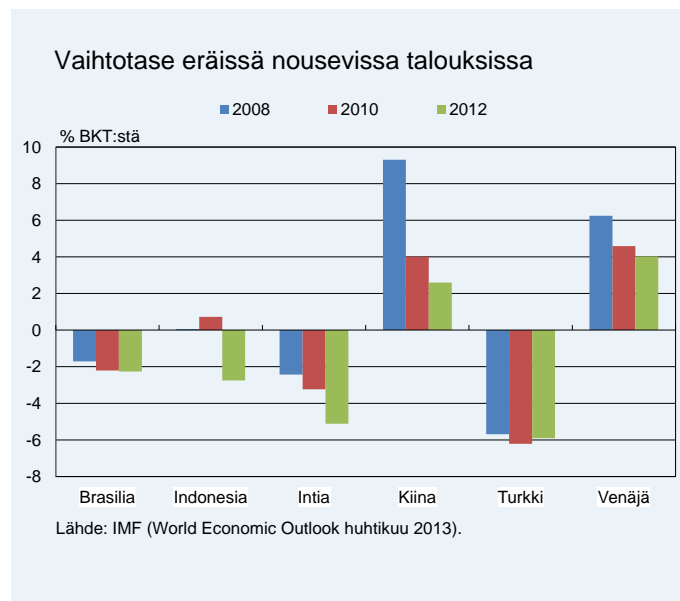
Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

merkittäviä reaktioita rahoitusmarkkinoilla. Näihin ensireaktioihin on kuulunut korkotason nousu, joka on osaltaan johtanut siihen, että pääomavirrat ovat kääntyneet pois päin nousevista talouksista. Jos tämä trendi jatkuu, se voi johtaa rahoitusolojen tiukentumiseen myös Yhdysvaltojen ulkopuolella ja erityisesti nousevissa talouksissa luottojen kasvun äkinäiseen hidastumiseen.

Yksi ennustejakson riskeistä liittyykin siihen, miten epätavanomaisiin toimiin viime vuosina voimakkaasti nojanneet keskuspankit irtautuvat näistä toimista talouskehityksen parantumessa. Ennen kaikkea keskuspankkien tähän liittyvää viestintää tullaan seuraamaan tarkasti. Jos viestintä epäonnistuu, markkinareaktiot voivat olla odottamattomia ja vaikuttaa kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kautta laajalle maailmantalouden kasvunäkymiin.

Muutamien nousevien talouksien ulkoinen tasapaino on heikentynyt viime aikoina, kun vaatimaton ulkoinen kysyntä on hidastanut vientikehitystä ja tuonti on jatkanut kasvuaan (kuvio 14). Nämä taloudet ovat haavoittuvaisia sekä kotoperäisten että ulkoisten häiriöiden suhteen. Erityisesti euroalueen talouskasvun hidastuminen tai markkinoiden odotettua voimakkaammat reaktiot, jotka liittyvät Yhdysvaltain rahapolitiikan kiristämiseen, saattavat johtaa lisäongelmiin näissä maissa.

Kuvio 14.



Kehikko 1.

Saksan työmarkkinauudistus

Vuosikymmen sitten Saksaa vai-vasi sitkeä suurtyöttömyys, ja maan työmarkkinainstituutioita pidettiin joustamattomuuden perikuvana. Tällä hetkellä Saksan työttömyysaste on hämmästyttävän alhainen, eikä edes BKT:n voimakas supistuminen ns. suuren taantumun aikana ole vai-mentanut maan poikkeuksellisen vahvaa työmarkkinakehitystä.¹

Suuren ja sitkeän työttömyyden taltuttamiseksi Saksan työmarkkinat uudistettiin ja nykyäikaistettiin vuosina 2003–2005 perusteellisesti. Volkswagenin hallituksen entisen

¹ Tämä kehiikkoteksti on tiivistelmä Michaela Schmöllerin julkaisusta *A perspective on the German 'Job Miracle': labour market outcomes and welfare after the labour market transformation*. BoF Online 7/2013.

jäsenen Peter Hartzin johtama ”työmarkkinoiden modernien palvelujen neuvosto” (Modern services on the labour market) esitti suosituksensa toteutettavista uudistuksista.² Uudistusten yleisenä tavoitteena oli vähentää työttömyyttä merkittävästi vaikuttamalla virta-
muuttujiin.³

Uudistus voidaan tiivistää kolmeen pääpiirteeseen: 1) työlisyyspalvelujen uudistaminen, 2) työttömien aktivointi sekä

² Jacobi, L. – Kluge, J. (2010) *Before and After the Hartz Reforms: The Performance of Active Labour Market Policy in Germany*. Zeitschrift für Arbeitsmarkt Forschung 1/2007.

³ Klinger, S. – Rothe, T. (2010) *The impact of labour market reforms and economic performance on the matching of short-term and long-term unemployed*. IAB Discussion Paper 13/2010.

3) työmarkkinoiden sääntelyn purkaminen (taulukko).⁴

Saksan työmarkkinoiden olennaisimpia piirteitä uudistusten jälkeen ovat kokonais- ja pitkäaikaistyöttömyyden väheneminen sekä kohtaannon tehostuminen. Niihin liittyy tiiviisti uudistuksista johtunut reservaatiopalkan aleneminen, joka näkyi pitkäaikaisena palkkamalittina sekä yksikkötyökustannusten maltillisena kehityksenä. Saksan kestävyys nykyisessä taantumassa perustuu osaltaan suotuisaan työmarkkinatilanteeseen. Työvoiman sopeutuminen voimakkaaseen BKT-sokkiin saavutettiin sekä keskimääräisten työtuntien

⁴ Jacobi, L. – Kluge, J. (2010).

Taulukko.

Uudistusten aikataulu

Hartz I (tammikuu 2003)	Hartz III (tammikuu 2004)
”Sopivan” työn määrittely uudelleen	Työvoimatoimistojen uudistus
Henkilökohtainen integraatiosopimus	Työpaikkakeskusten käyttöönotto
Sanktiot	Henkilökohtainen neuvoja työttömille
Koulutus- ja työhönsijoitussetelit	Integraatiotuet
Vuokratyönvälityksen sääntelyn purkaminen	
Määräaikaisten sopimusten ja irtisanomisten sääntelyn purkaminen	
Henkilökohtainen palvelutoimisto	
Hartz II (tammikuu 2003)	Hartz IV (tammikuu 2005)
Epätyypilliset työsuhteet: minityöt ja midityöt	Etuusjärjestelmän uudistus
Aloittavan yrittäjän tuet (”Ich-AG”)	Yhden euron työpaikat
Palkkasuoja	

Lähteet: Klinger ym. (2013), Brussiget al ym. (2006) ja Klinger – Rothe (2010).

että tuntia kohden lasketun tuotavuuden supistumisen kautta. Lisäksi Saksan työmarkkinoiden poikkeuksellisen vahvan kehityksen taustalla kriisin aikana on tunnistettavissa viisi keskeistä tekijää: 1) yritysten sisäisten joustojen vahva läsnäolo, 2) työmarkkinaosapuolten voimakas yhteistyö, 3) yritysten halu pitää työvoimansa vakaana, 4) taloudellisen sokin suotuisa rakenne sekä 5) yleisesti vankka talous ennen kriisiä.

Saksan työmarkkinoiden yleisesti suotuisasta tilanteesta huolimatta kehityksessä on ilmenyt myös epäsuotuisia piirteitä. Keskeisiä työmarkkinauudistusten jälkeisiä kyseenalaisia kehitysuuntia Saksassa ovat epätyypillisen työllisyyden korostuminen, silppuutöissä käyvien naisten työllisyyden rajoittuneisuus sekä epätasa-arvon ja köyhyyden riskin

lisääntyminen. Kaikkein ongelmallisimpana piirteenä voidaan kuitenkin pitää työssäkäyviä köyhiä eli henkilöitä, jotka ovat työllisiä mutta silti elävät köyhyysrajalla tai sen tuntumassa.

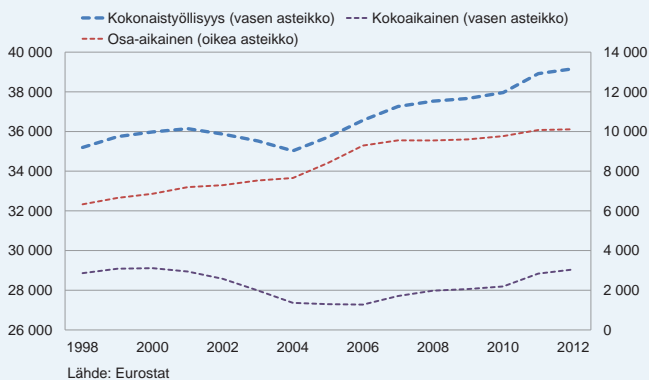
Saksan edistyksellä on ollut hintansa. Paitsi että liittokansleri Schröder menetti asemansa, puolueen aikaisempi pääkannattajakunta – työväenluokka – koki uudistukset petokseksi itseään kohtaan. Tämä myötävaikutti sosiaalidemokraattien ennätyksellisen heikkoon äänimäärään sekä siihen, että Saksan poliittinen kartta on piirtynyt uudelleen. Näyttää siltä, että monien – koko työmarkkinoiden – menestys syntyi harvojen kustannuksella: tuloasteikon alapäässä olevat kantoivat suhteettoman suuren taakan Saksan noustessa jälleen kilpailukykyiseksi. Uudistukset näyttävät myötävaikuttaneen yhteiskunnal-

lisen eriarvoisuuden lisääntymiseen ja muokanneen työn yleistä merkitystä yhteiskunnassa.

Kaikesta huolimatta on väärin päätellä, että työmarkkinauudistukset olisivat olleet virhe. Kokonaisuutena Saksan uudistukset olivat selvästi menestys. Kun otetaan huomioon uudistusten valtava laajuus – ne koskivat olennaista osaa Saksan taloudesta ja instituutioista – ei ole yllättävää, että osalla toteutetuista toimenpiteistä oli odottamattomia ja vääristäviä vaikutuksia. Voidaan väittää, että Saksa teki virheen siinä, että se ei optimoinut syvällisesti ja jatkuvasti työmarkkinauudistuksiaan. Eräät muutokset, joiden ei välttämättä tarvitsisi olla laajoja, voisivat esimerkiksi ohjata Saksan työmarkkinat pois vuokratyövoiman liiallisesta käytöstä. Lisäksi verojärjestelmän tarkistaminen tasa-arvoisempaan suuntaan edistäisi osaltaan naisten itsenäisempien työllistymispolkujen kehitystä. Saksan esimerkki osoittaa selkeästi, että on mahdollista ratkaista työttömyysongelma ja palauttaa kilpailukyky rakenteellisten uudistusten avulla.

Kuvio.

Koko- ja osa-aikainen työllisyys



II Rahapolitiikka ja sen välittyminen

Ennakoiva viestintä selventää eurojärjestelmän kasvua tukevaa rahapolitiikkaa

Keskeisten keskuspankkien rahapolitiikan mitoitus on edelleen poikkeuksellisen kasvua tukevaa, sillä finanssikriisistä toipuminen pitää talouskehityksen heikkona ja inflaationäkymät vaikeina. Viimeisen puolen vuoden aikana keskeisistä keskuspankeista vain eurojärjestelmä on laskenut rahapoliittisia korkoja. Muiden keskeisten keskuspankkien ohjaukorot ovat jo aiemmin olleet hyvin lähellä nollaa (kuvio 15).

EKP:n neuvosto laski eurojärjestelmän ohjaukoron toukokuussa 0,5 prosenttiin sekä päätti jatkaa kiinteän koron ja ns. täyden jaon politiikkaa rahoitusoperaatioissaan vähintään vuo-

den ajan eli heinäkuuhun 2014 asti. Näillä toimenpiteillä tuetaan pankkien varainhankintaa ja luotonantoa. Neuvosto on huhtikuusta alkaen korostanut, että EKP:n rahapolitiikan mitoitus tulee pysymään kasvua tukevana niin kauan kuin on tarpeen. Rahapolitiikan mitoituksella pyritään sellaiseen kasvua tukevaan vaikutukseen, joka on sopu-soinnussa hintavakausunäkymien kanssa ja edistää rahamarkkinoiden vakautta. Näin ollen rahapolitiikan mitoitus tukee taloudellisen toimeliaisuuden elpymistä tänä ja ensi vuonna.

Vuoden sisällä useat keskeiset keskuspankit, eurojärjestelmä mukaan lukien, ovat tehostaneet rahapolitiikkaansa uudella toimintamallilla, ns. ennakoivalla viestinnällä (forward guidance). Ennakoivalle viestinnälle ei ole yhtä täsmällistä määritelmää. Eri keskuspankkien ennakoivan viestinnän sisältö ja tavoitteet eroavat toisistaan. Keskuspankit tekevät ennakoivalla viestinnällään toimintatapojansa läpinäkyvimmiksi ja pyrkivät näin hallitsemaan odotuksia, jotka liittyvät keskuspankkikorkojen kehitykseen. Keskuspankit ovat myös täsmentäneet arvopaperi-ostoihin tai muihin rahapolitiikan mitoitukseen vaikuttaviin toimiin liittyviä toimintatapojaan ennakoivan viestinnän avulla.

EKP:n neuvosto muutti heinäkuussa rahapoliittisia korkoja koskevaa viestintätapaansa aloittamalla ennakoivan viestinnän. Neuvosto ilmoitti, että se odottaa pitävänsä EKP:n rahapoliittiset korot nykyisellä tasollaan tai sitä alempana pidemmän aikaa ("for an extended period of time"). Tämä viesti toistettiin myös elo- ja syyskuussa. Neu-

Kuvio 15.

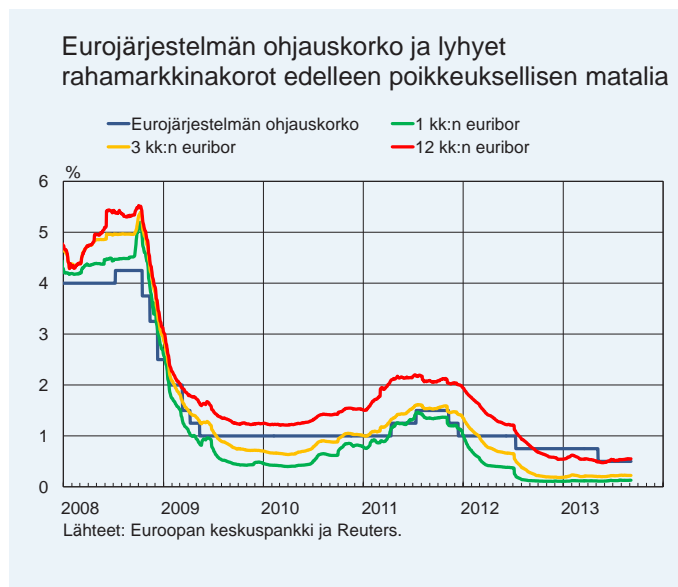


vosto pyrkii ennakoivan viestinnän avulla selventämään toimintatapaansa ja näin vähentämään rahapoliittisten korkojen kehitykseen liittyvää epävarmuutta. Tällöin kasvua tukeva rahapolitiikka välittyy voimakkaammin talouteen. EKP:n neuvoston ennakoiva viestintä sisältää mahdollisuuden, että rahapoliittisia korkoja tullaan yhä laskemaan.

Neuvoston arvio tulevasta rahapoliittisista koroista on ehdollinen suhteessa inflaationäkymiin: rahapoliittisten korkojen mitoitusta tulee riippumaan odotetusta keskipitkän aikavälin inflaatiokehityksestä. Heinä-syyskuussa lyhyen ja keskipitkän aikavälin inflaationäkymien arvioitiin pysyvän maltillisina, kun reaali talous on laaja-alaisesti heikentynyt ja rahataloudellinen dynamiikka (mm. raha- ja luottomäärien kehitys) on vaimeaa. Neuvosto seuraa päätöksenteossään sekä reaali talouden että raha- ja luottomäärien kehitystä koskevaa uutta tietoa kattavasti ja arvioi uusien tietojen mahdollista vaikutusta inflaationäkymiin.

Yksi syy siihen, että EKP:n neuvoston päätti aloittaa ennakoivan viestinnän, oli euroalueen rahamarkkinakorkojen heilunta vuoden ensimmäisellä puoliskolla erilaisten alueen ulko-puolisten tekijöiden johdosta. Rahamarkkinakorkoja koskevat markkinatodotukset voimistuivat touko-kesäkuussa, vaikka ohjaukorkoa oli juuri laskettu 0,25 prosenttiyksikön verran toukokuun alussa. Neuvosto arvioi, että tämänkaltainen rahamarkkinakorkojen nousun aiheuttama rahoitusolojen kiristyminen ei ole linjassa keskipitkän aika-

Kuvio 16.



välin inflaationäkymiin¹ pohjautuvan rahapolitiikan mitoituksen kanssa. Ennakoivan viestinnän aloittaminen pienensi heti markkinoiden odotuksia ohjaukorkon kehityksestä. Elo-syyskuussa korko-odotukset ovat hieman voimistuneet, koska uusimmat taloutta koskevat tiedot näyttävät ennakoivan euroalueen talouden supistumisen päättymistä (kuvio 16).

Realistiset odotukset keskuspankkien toimista tärkeä osa talouden tasapainoista toipumista finanssikriisistä

Yhdysvalloissa ennakoiva viestintä on jo pidemmän aikaa ollut keskuspankin keskeinen rahapolitiikan väline. Vuoden 2008 lopulta vuoden 2012 loppupuolelle Yhdysvaltojen keskuspankin (Federal reserve, Fed) ennakoiva viestintä oli

¹ EKP:n syyskuussa julkaiseman ennusteen mukaan euroalueen inflaatio on vuosina 2013–2014 noin 1,3–1,5 % ja bruttokansantuotteen kasvu –0,4 % vuonna 2013 ja 1,0 % vuonna 2014.

*Yhdysvaltain
keskuspankki
siirtyi joulukuussa
2012 tilasidonnai-
seen raha-
politiikan
ennakoivaan
viestintään.*

aikasidonnaista. Aikasidonnaisuus merkitsi sitä, että keskuspankki ilmoitti pitävänsä ohjauskorkonsa matalana tietyn aikaa – aluksi ”pidemmän aikaa” ja myöhemmin täsmällisemmin ilmaistuun ajankohtaan saakka, esimerkiksi ”vuoden 2014 loppuun asti”. Tämä aikasidonnainen viestintä oli kuitenkin ehdollista: ohjauskorko pysyisi matalana, jos hintavakaus ei vaarantuisi ja jos talouskehitys olisi odotetun heikkoa.

Aikasidonnainen ennakoiva viestintä voidaan kuitenkin helposti tulkita lupaukseksi pitää korot matalina tiettyyn ajankohtaan saakka. Yhdysvaltain keskuspankki siirtyikin joulukuussa 2012 tilasidonnaiseen ennakoivaan viestintään. Muutoksessa ei siis ollut kyse siitä, että keskuspankin käsitys ohjauskoron tulevasta urasta olisi muuttunut, vaan kyseessä oli muutos tavassa harjoittaa ennakoivaa viestintää. Fedin tilasidonnainen ennakoiva viestintä on ilmaistu niin, että keskuspankki odottaa voivansa pitää ohjauskorkonsa poikkeuksellisen matalana, kunnes työttömyysaste on laskenut alle 6,5 prosentin. Fed toimii näin sillä ehdolla, että inflaation ei ennusteta kiihtyvän yli 2,5 prosentin seuraavan kahden vuoden aikana ja inflaatio-odotukset säilyvät ankkuroituneina.

Yhdysvaltojen keskuspankki on antanut työttömyysasteelle kynnysarvon ennakoivassa viestinnässään, sillä kaksoismandaattinsa mukaan keskuspankki tavoittelee hintavakauden lisäksi mahdollisimman hyvää työllisyyttä. Se siis harkitsee ohjauskoron nostoa, mikäli työttömyysaste alittaa sen itsensä asettaman kynnysarvon, mutta kynnysarvon tavoittaminen ei kuitenkaan

automaattisesti johda ohjauskoron nostoon. Eurojärjestelmän mandaatti on rajattu tiukemmin hintavakauden tavoitteeseen kuin Fedin mandaatti. Vaikka eurojärjestelmän ennakoivassa viestinnässä ei aseteta työttömyysasteelle kynnysarvoa, rahapolitiikalla voidaan tukea talouspolitiikan yleisiä tavoitteita, mikäli hintavakaus ei vaarannu.

Yhdysvaltojen keskuspankki jatkaa edelleen päättymisajankohdaltaan avointa arvopaperien osto-ohjelmaansa. Se on tammikuusta 2013 lähtien ostanut kuukausittain 45 mrd. dollarilla valtion velkapapereita syyskuussa 2012 aloittamiensa 40 mrd. dollarin kuukausittaisien kiinteistövakuudellisten arvopaperiostojen lisäksi. Arvopaperiostoissa Fed on ilmoittanut nojautuvansa täsmällisen kynnysarvon sijasta kvalitatiiviseen arvioon työmarkkinoiden tilasta: se jatkaa arvopaperiostoja, kunnes työmarkkinoiden näkymät ovat kohentuneet selvästi. Osto-ohjelmalla Fed tavoittelee keveämpiä rahoitusoloja talouden tueksi, kun taas ennakoiva viestintä tarjoaa informaatiota siitä, missä tilanteessa Fed harkitsee ohjauskoron nostoa.

Toukokuussa pääjohtaja Bernanke kertoi puheessaan Fedin harkitsevan arvopaperiostojen vähentämistä (tapering), mikäli työmarkkinoiden koheneminen jatkuu odotetusti. Erityisesti Yhdysvaltain valtionlainojen korot ovat nousseet selvästi, kun odotukset arvopaperiostojen kaventamisesta ovat syksyn aikana voimistuneet. Nämä odotukset ja useiden nousevien talouksien talousnäkyvien hiipuminen ovat voimistaneet pääomien ulosvirtausta ja

heikentäneet eräiden nousevien talouksien valuuttoja. Vaikka euroalueen toipuminen finanssikriisistä on pitkittynyt ja taloussuhdanteen vaihe eroaa selvästi Yhdysvaltain tilanteesta, odotukset Yhdysvaltain rahapolitiikan lisäkevenysten päättymisestä nostivat kesällä myös euroalueen valtionlainojen korkoja.

Japanissa keskuspankki aloitti huhtikuussa uuden, pääosin valtionlainoihin kohdistuvan osto-ohjelman, jolla se pyrkii 2 prosentin inflaatioon. Keskuspankin päättäväiset toimet ovat heikentäneet valuuttakursseja. Rahoitusmarkkinoilla arvioidaan keskuspankin mahdollisuuksia päästä tavoitteisiinsa, mikä on näkynyt mm. valtionlaina- ja osakemarkkinoiden heiluntana.

Selvää on, että talouskasvun elpyminen kehittyneissä maissa johtaa myös pitkien korkojen nousuun nykyiseltä erittäin matalalta tasoltaan. Viimeaikainen liike valtionlainojen koroissa on myös merkki talousnäkyvien koheneemisestä ja luottamuksen vahvistumisesta. Pitkien korkojen nousu merkitsee kuitenkin samalla valtionlainapapereiden arvon alenemista, mikä mm. heikentää pankkien taseita. Lisäksi korkojen nousu vaimentaa osakekurssien kehitystä, jota toisaalta talousnäkyvien paraneminen tukee. Korkotason vähittäinen normalisoituminen herättää kuitenkin huolta ja näyttäisi lisäävän rahoitusmarkkinoiden heiluntaa, vaikka sen ei sinänsä pitäisi tulla yllätyksenä. Keskuspankit pyrkivät vastaamaan tähän huoleen täsmällisellä viestinnällä. Keskuspankkikorkoihin liittyvien markkinaodotusten hallinta on lähiaikoina Fedin sekä myös muiden keskeisten kes-

Kuvio 17.



kuspankkien tärkeä tehtävä, jotta rahapolitiikka pystyy tukemaan talouden toipumista finanssikriisistä.

Pitkään matalana pysyvät ohjauskorot herättävät huolta rahoitusmarkkinoiden vakauteen liittyvistä riskeistä

Myös Isossa-Britanniassa keskuspankin huolena on mahdollinen rahoitusolojen kiristymisen tarpeettomasti, kun talouskehitys hiljalleen vahvistuu. Tästä syystä myös Englannin pankki aloitti elokuussa uuden pääjohtajansa Mark Carneyn johdolla ennakoivan viestinnän. Keskuspankin rahapolitiikan komitea (Monetary Policy Committee, MPC) aikoo pitää ohjauskorkonsa nykyisellä 0,5 prosentin tasolla vähintään siihen asti, että sen työttömyysasteelle asettama 7 prosentin kynnyсарvo alittuu. Työttömyysasteelle asetetun

Eurojärjestelmän, Fedin ja Englannin pankin ennakoivassa viestinnässä on keskeistä se, että hintavakauden tavoitteesta ei tingitä.

kynnysarvon osalta Englannin pankin uusi tilasidonnainen ennakoiva viestintä on samankaltaista kuin Fedin vastaava viestintä. Fedistä poiketen Englannin pankki sitoi myös arvopaperien osto-ohjelmansa työttömyysasteen 7 prosentin kynnysarvoon niin, että osto-ohjelma ei pienene nykytasostaan (375 mrd. puntta) ennen kuin työttömyysaste on laskenut alle 7 prosentin. Samalla tavalla kuin Fedin tapauksessa, työttömyysasteen kynnysarvon alittuminen ei myöskään Isossa-Britanniassa automaattisesti merkitse ohjauskoron nostoa tai arvopaperisalkun pienentämistä.

Kaikkien kolmen – eurojärjestelmän, Fedin ja Englannin pankin – ennakoivassa viestinnässä on keskeistä se, että hintavakauden tavoitteesta ei tingitä. Englannin pankki ja Fed pitävät ohjauskorkonsa matalana vain, jos inflaation ennustetaan olevan alle 2,5 prosentissa noin kahden vuoden päästä ja keskipitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat ankkuroituneet.

Inflaatioennusteeseen ja keskipitkän aikavälin inflaatio-odotuksiin liittyvien ehtojen lisäksi Englannin pankki otti rahoitusvakauden kolmanneksi ehdoksi sille, että ohjauskorko pidetään matalana vähintään siihen asti, että työttömyysaste on alle 7 %. Rahoitusvakautteen liittyvä ehto täyttyy ja korot voidaan pitää matalina, jos Englannin pankin Financial Policy Committee (FPC) ei näe matalan koron aiheuttavan rahoitusvakaudelle sellaista riskiä, jota ei voitaisi useiden viranomaisten käytössä olevilla merkittävillä valvonnan ja sääntelyn välineillä torjua. Rahoitusvakautteen liittyvä ehto hyödyntää Englannin pankin uutta roolia rahoitus-

vakauden vaalijana. Komitea sai maaliskuussa 2013 makrovakaussäilytysliittymästä liittyviä valtuuksia. Rahoitusvakautteen liittyvä ennakoivan viestinnän ehto varmistaa, että Englannin pankki koordinoi raha- ja makrovakaussäilytysliittymänsä tukeakseen talouden toipumista finanssikriisistä.

Keskuspankkien odotukset ja ennakoiva viestintä pitkän aikaa matalina pysyvistä ohjauskoroista perustuvat näkemykseen talouskasvun jatkumisesta pitkään hitaana sekä vaihteleviin keskipitkän aikavälin inflaationäkymiin. Laskusuhdanteessa riskien kartaaminen saattaa korostua kohtuuttomasti. Tällainen vähentää pankkien lainantohalukkuutta sekä vaimentaa yritysten investointihalua, jolloin talouden negatiivinen kierre voimistuu entisestään. Alhaisten korkojen toivotaan kannustavan uusiin investointeihin, jotka lisäävät talouden tuotantopotentiaalia ja loisivat työpaikkoja. Matalat korot tukevat taloutta pienentämällä kotitalouksien ja yritysten lainanhoitokuluja. Voimakkaasti velkaantuneiden kotitalouksien ja yritysten tulisi käyttää tilaisuus hyväkseen ja lyhentää lainojensa. Matalat korot tukevat velkaantuneisuuden hallittua vähentämistä.

Vaarana kuitenkin on, että matala korkotaso houkuttelee heikkoihin tulevaisuudennäkymiin nähden liialliseen lisälainanottoon. Tällä hetkellä rahan määrä kasvaa euroalueella maltillisesti ja yksityisen sektorin luottokanta supistuu (kuviot 18). Rahoitusvakautteen kohdistuu riskejä, jos luottojen kasvuvauhti jatkuu voimakkaana pitkään ja varallisuushinnat, kuten asuntojen hinnat, nousevat voimakkaasti. Vaikka euro-

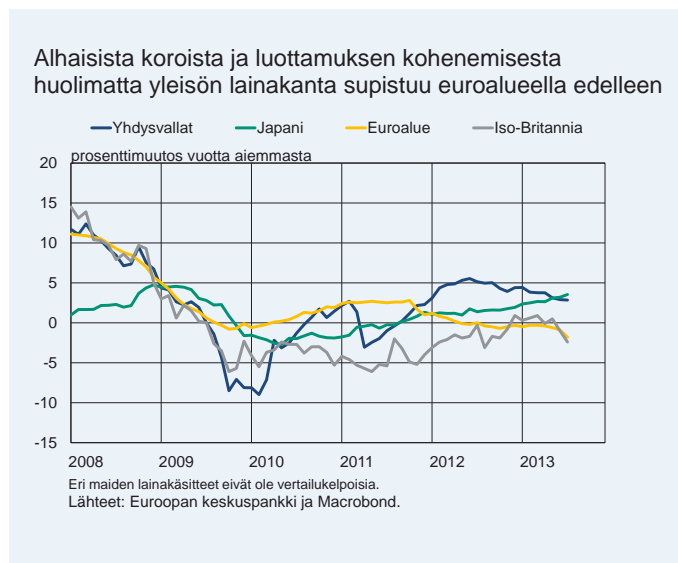
alueella ei tällä hetkellä ole selviä merkkejä kuplien syntymisestä, vaara on olemassa, jos korkotaso säilyy pitkään matalana. Finanssikriisin opetuksia ei saa unohtaa ja katse pitäisi kohdistaa riittävän pitkälle tulevaisuuteen. Yhteisen rahapolitiikan toimintaympäristösä on toivottavaa, että euroalueen maat varautuvat riskeihin tarvittaessa käytettävissä olevilla makrovakauseräillä, joilla olisi mahdollista hillitä finanssisykliä kohdennetusti.

Eurojärjestelmän taseen supistuminen kuvastaa luottamuksen kohenemistä

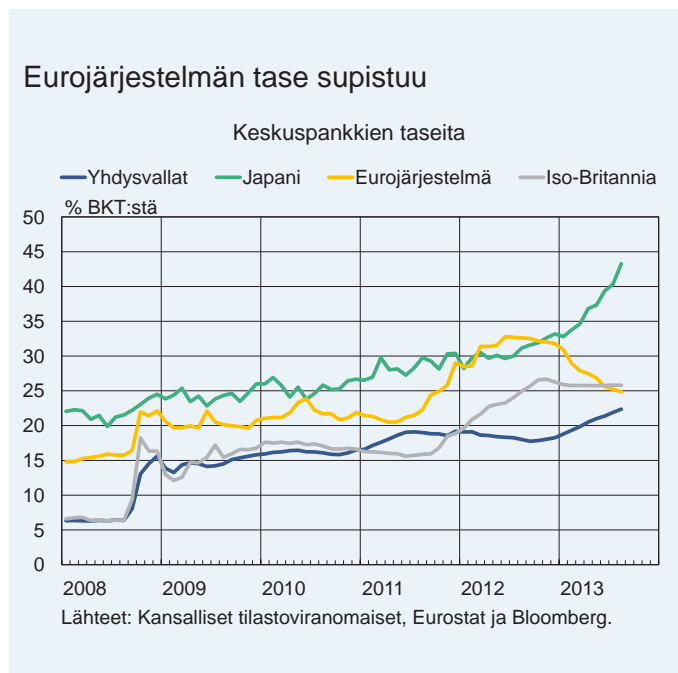
Eurojärjestelmän tase suhteessa bruttokansantuotteeseen on supistunut vuoden 2013 aikana selvästi, kun pankit ovat maksaneet ennenaikaisesti takaisin vuodenvaihteessa 2011–2012 otettuihin alun perin kolmen vuoden mittaisiin keskuspankkiluottoihin (kuvio 19). Tätä voidaan pitää merkinä luottamuksen palautumisesta euroalueella. Eurojärjestelmästä poiketen keskuspankkien arvopapereiden osto-ohjelmien jatkuminen Yhdysvalloissa ja Japanissa on kasvattanut keskuspankkien taseiden kokoa suhteessa bruttokansantuotteeseen.

Eurojärjestelmän matala ohjauskorko tukee niitä pankkeja, jotka ottavat lainaa keskuspankin luotto-operaatioissa. Lisäksi eurojärjestelmä tukee pankkien likviditeetin hallintaa, sillä pankit saavat haluamansa määrän lainaa keskuspankista ohjauskorolla vakuuksia vastaan. Runsaan keskuspankkilikviditeetin johdosta lyhyet rahamarkkinakorot ovat ohjauskorkoa alemmat. Näin hyvän luottoluokituksen pankit pystyvät rahoittamaan toimin-

Kuvio 18.



Kuvio 19.



taansa lainaamalla rahamarkkinoilta vielä ohjauskorkoakin alemmalla korolla.

Euroalueen tilanteen vakiintumisesta kertoo myös eurojärjestelmän

sisäisten saamisten ja velkojen (ns. TARGET-saldojen) supistuminen vuoden 2013 aikana. Monet TARGET-alijäämämaissa, kuten Espanjassa ja Italiassa, toimivat pankit tukeutuvat varainhankinnassaan kuitenkin edelleen keskuspankista saataviin luottoihin markkinarahoituksen sijaan, kun taas ylijäämämaassa Saksassa toimivat pankit tallettavat nettomääräisesti varojaan keskuspankkiin.

Rahoitusmarkkinoiden pirstaloituneisuus rahapolitiikan tasaisen välittymisen esteenä

Vaikka useat riskimittarit osoittavat rahoitusmarkkinoiden jännitteiden euroalueella vähentyneen selvästi vuoden sisällä, rahoitusolot ovat monessa maassa edelleen melko kireät. Sekä uusien yrityslaina- että asuntolainasopimusten korot ovat keskimäärin edelleen markkinakorkoihin nähden korkeat tasoltaan (kuvio 20). Ohjauksen laskut ja eurojärjestelmän muut

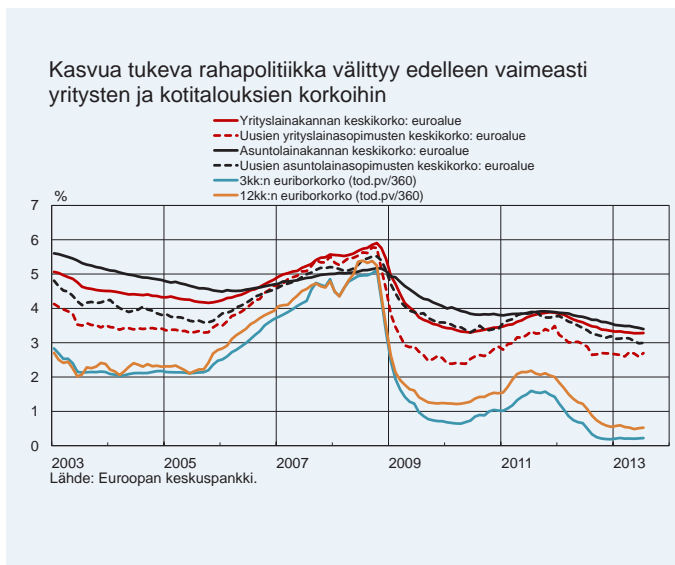
toimet eivät siis ole johtaneet vastavansuuruiseen alenemiseen euroalueen keskimääräisissä uusissa yritys- ja asuntolainakoroissa.

Useassa maassa tuntuva yksityisen sektorin velkaantuneisuus ja jo pitkään heikkona jatkunut talouskehitys huonontavat edelleen yritysten ja kotitalouksien lainanmaksukykyä sekä pankkisektorin tilaa ja luotonantokykyä. Tämä näkyy rahoitusolojen kireytenä, joka puolestaan ylläpitää kriisimaiden heikkoa talouskehitystä ja rapauttaa tuotantopotentiaalia. Alhaisista rahapoliittisista koroista ja luottamuksen kohenemisesta huolimatta yleisön lainakanta supistuu euroalueella edelleen. Usean maan yksityisellä sektorilla on merkkejä tasetantumasta, jolloin alhaiset korot kyllä tukevat velkaantuneisuuden purkua, mutta tase-rajoite estää lisälainanoton.

Maakohtaiset erot rahoitusoloissa ovat euroalueella edelleen suuret, ja alueen rahoitusmarkkinat pirstaloituneet. Esimerkki pirstaloituneisuudesta on, että italialainen PK-yritys joutuu maksamaan pankkiluotostaan noin 2 prosenttiyksikköä korkeamman koron kuin samankaltainen yritys rajan takana Itävallassa. Kasvua tukeva rahapolitiikka välittyy edelleen epätasaisesti euroalueen eri maiden yrityksille ja kotitalouksille.

Euroalueen rahoitusmarkkinoiden pirstaloituneisuuden taustalla on useita tekijöitä, ja tilanteen koheneminen edellyttää monelta taholta toimia heikon talouskehityksen ja kireiden rahoitusolojen kierteen katkaisemiseksi. EKP:n neuvoston ilmoitus syyskuussa 2012 rahapoliittisten suorien kauppojen

Kuvio 20.



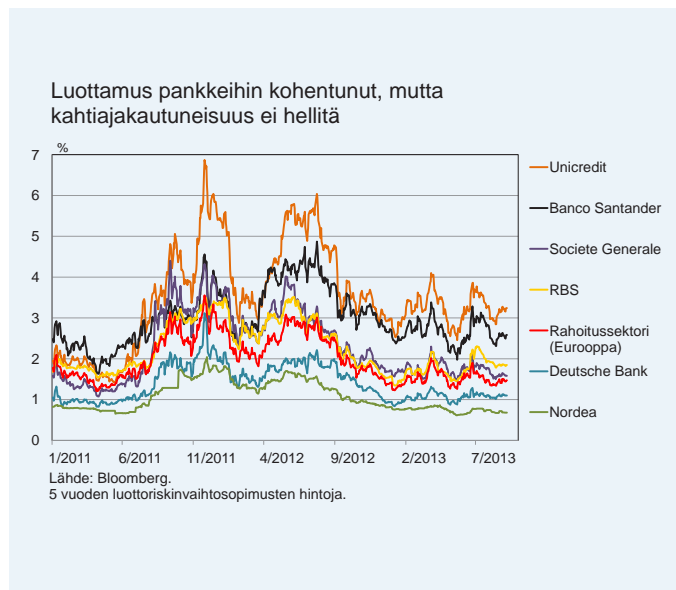
ohjelmasta on osaltaan tukenut rahoitusolojen vakaantumista euroalueella ja antanut aikaa uudistusten toteuttamiseen.

Suuri merkitys rahoitusolojen maakohtaisten erojen vähenemisen kannalta on euroalueen maiden hallitusten rakenteellisilla toimilla talouskasvun edistämiseksi samoin kuin julkisen talouden tasapainottamiseen tähtäävillä toimenpiteillä. Näitä toimia tulee edelleen jatkaa. Pankkisektorin tervehtäminen sekä pankkiunionin eteneminen (ks. kehikko 2) vahvistavat lisäksi euroalueen rahoitussektorin toimintakykyä sekä vähentävät maakohtaisten rahoitusolojen riippuvuutta jäsenmaan taloudenpidosta. Eurojärjestelmä tukee toimillaan rahoitusolojen vakautumista euroalueella, mutta merkittävä osa maakohtaisia rahoitusoloja kiristävästä tekijöistä jää keskuspankin toimivallan ulkopuolelle. Rahapolitiikan suotuisa välittyminen tarvitsee tukea sekä vahvalta maakohtaiselta että euroalueen tasoiselta talouspolitiikalta.

Pankkisektorin kahtiajakautuneisuus pitää yllä eroja maakohtaisissa rahoitusoloissa

Pankkien varainhankinnan keskimääräiset kustannukset ovat pienentyneet vuoden 2013 aikana ja varainhankinnan saatavuus on parantunut. Monille euroalueen pankeille markkinarahoituksen hinta on kuitenkin pysynyt kalliina, ja markkinat ovat avautuneet lähinnä parempikuntoisille suurille pankeille. Euroalueen pankkien erot varainhankinnan kustannuksissa johtuvat etenkin kriisimaissa pitkään jatkuneesta heikosta talouskasvusta ja sitä kautta

Kuvio 21.



syntyneestä taseisiin liittyvästä epävarmuudesta (kuvio 21). Pankkikohtaiset erot varainhankinnan kustannuksissa ylläpitävät edelleen sektorin kahtiajakautuneisuutta, mikä heijastuu eteenpäin yksityisen sektorin uusien laina- ja talletuskorkojen hinnoitteluun. Marginaalien kasvua voidaan selittää sillä, että alhainen korkotaso on laskenut lainakannan keskikoron ennätysellisen matalalle ja siten heikentänyt korkokatetta, joten pankit ovat pyrkineet kasvattamaan uusien luottojen marginaaleja. Toisaalta marginaalien suureneminen liittyy myös vaisuihin talousnäkyelmiin, joiden takia pankkien vaatimat riskilisät ovat kasvaneet.

Vakavaraisuussääntöjen kiristymisen ja luottotappioiden kasvu ovat pakottaneet pankit vahvistamaan pääomiaan² ja vähentämään riskisijoituk-

² Eurooppalaisten suurten pankkiryhmien ensisijainen oma pääoma (Tier 1) suhteessa riskisijoituksiin oli vuoden 2013 ensimmäisellä neljänneksellä 11,1 %, kun se vielä vuonna 2011 oli 9,6 %.

Vakavaraisuussääntöjen kiristymisen ja luottotappioiden kasvu ovat pakottaneet pankit vahvistamaan pääomiaan.

Kuvio 22.



Euroalueen pankkisektorin tilassa epävarmuutta, sillä heikkolaatuiset tase-erät ovat jakautuneet epätasaisesti alueen maiden ja pankkien kesken.

siaan. Työttömyyden ja konkurssien lisääntyminen on kasvattanut merkittävästi hoitamattomia lainoja ja luottotappioita erityisesti kriisimaissa. Tähän mennessä GIIPS-maiden pankit ovat kirjanneet luottotappioita pääosin kiinteistöalan yrityksistä.

Euroalueen pankkisektorin haasteena on tällä hetkellä epävarmuus, sillä heikkolaatuiset tase-erät ovat jakautuneet epätasaisesti alueen maiden ja pankkien kesken (kuvio 22). Saatavilla on vähän tietoa esim. pankkien lainanhoitojoustojen (forbearance) käytöstä. Lainanhoitojoustot auttavat velallista selviytymään väliaikaisista maksuhäiriöistä, mutta niiden merkittävä kasvu taseessa saattaa viivästyttää pankkien taseiden tervehtyttämistä ja heikentää pankkien kykyä myöntää uusia luottoja kannattaville yrityksille ja luottokelpoisille asiakkaille. Tähän-

astiset toimet pankkien tase-erien laadun selvittämiseksi ja korjaamiseksi eivät ole täysin onnistuneet poistamaan pankkien taseiden laatua kohtaan tunnettua epävarmuutta. Rahapolitiikan välittymisen kannalta on tärkeää, että pankkien taseiden kestävyys koskeva epävarmuus poistuu. Luottamuksen koheneminen vähentäisi osaltaan rahoitusmarkkinoiden pirstaloituneisuutta euroalueella ja edesauttaisi kasvua tukevan rahapolitiikan tasaisempaa välittymistä.

Hyväkuntoiset pankkien taseet edellytys euroalueen yhteisen pankkivalvonnan alkamiselle

Luottamuksen palauttamiseksi Euroopan pankkien tase-erien laadusta tehdään arvioita, joiden perusteella pankit tarvittaessa pääomitetaan. Erityisen tärkeä on EKP:n alaisen yhteisen valvontamekanismin (Single Supervisory Mechanism, SSM) johdolla tehtävä taseiden arviointi (balance sheet assesment, BSA). Yhteistä valvontamekanismia koskeva asetus edellyttää, että EKP tekee kattavan arvion ainakin sen suoraan valvontaan tulevista pankeista ja niiden taseista. Arvion tulee valmistua ennen yhteisen valvontamekanismin valvontatehtävien käynnistämistä syksyllä 2014.

Lisäksi Euroopan pankkiviranomainen (European Banking Authority, EBA) antoi toukokuussa suosituksen, jonka mukaan kunkin maan valvojan tulisi tehdä pankkien omaisuuserien laatua koskeva riippumaton tarkastelu (asset quality review, AQR). Pankkiviranomaisen suositus kattaa koko EU:n pankkisektorin. Suositus on jat-

Pankkiunioni

Pankkiunionin valmistelu on edennyt nopeasti, ja sen keskeiset elementit alkavat habmottua. Pankkiunioni koostuu yhteisestä valvontamekanismista sekä yhteisestä kriisinratkaisumekanismista. Talletussuojajärjestelmää kehitetään samalla uudistamalla talletussuojadirektiiviä. Pankkiunionin toimintaan liittyy läheisesti myös Euroopan vakausmekanismin (EVM) tukivälineiden täydentäminen siten, että mukaan otetaan mahdollisuus pääomittaa jäsenmaiden kriisipankkeja suoraan.

Yhteinen valvontamekanismi perustetaan Euroopan keskuspankin yhteyteen. Vaikka valvontavastuu siirtyy EKP:hen, itse valvontatyö hoidetaan vastakin monelta osin yhteistyössä kansallisten valvojien kanssa. Valvontamekanismin toiminnan käynnistäminen edellyttää vielä Euroopan unionin neuvoston asetuksen lopullista hyväksymistä, jonka jälkeen jäsenmaiden edustajista koostuva valvontaneuvosto pääsee aloittamaan työnsä. Ennen valvontamekanismin toiminnan täysimittaista käynnistymistä tehdään kuitenkin yhteismitallinen arvio kaikkien merkittävien eurooppalaisten pankkien taseisiin sisältyvistä eristä sekä toteutetaan Euroopan pankkiviranomaisen koordinoima stressitesti. Yhteisen valvontamekanismin on tarkoitus aloittaa toimintansa täydessä laajuudessa lokakuussa 2014.

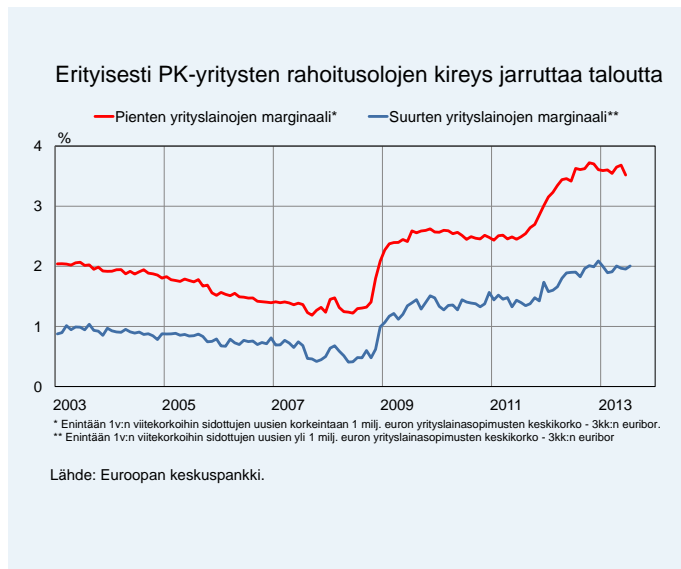
Euroopan komissio antoi heinäkuussa 2013 esityksen yhteisestä kriisinratkaisumekanismista. Esityksen mukaan komissio tekisi keskeiset päätökset kriisinratkaisusta yhteisen kriisinratkaisuneuvoston (Single Resolution Board) esityksestä (kuten prosessin käynnistäminen sekä työvälineiden / kriisinratkaisurahaston käytön laajuus). Yhteinen kriisinratkaisuneuvosto laatisi komission päätöksen mukaisen kriisinratkaisuohtelman, jossa yksilöidään tehtävät toimenpiteet. Kriisinratkaisuohtelman toteuttaisivat kansalliset viranomaiset, mutta kriisinratkaisuneuvosto valvoisi ohjelman toteuttamista ja voisi tarvittaessa tehdä suoraan yksittäisiä pankkeja sitovia päätöksiä. Yhteinen kriisinratkaisuneuvosto koostuisi komission, EKP:n ja jäsenvaltioiden edustajista.

Kriisinratkaisumekanismille luotaisiin myös yhteinen pankkialan kriisinratkaisurahasto (Single Bank Resolution Fund). Rahastoon kerättäisiin varoja seuraavan 10 vuoden aikana määrää, joka on 1 % pankkien talletussuojan alaisista talletuksista (vuoden 2011 tilanteen perusteella rahastoon kerättävä määrä olisi n. 55 mrd. euroa). Rahaston tavoitteena on turvata rahoitusjärjestelmän vakaus, ei elinkelvottomien pankkien toiminnan tukeminen. Yhteinen rahasto korvaisi kansalliset kriisinratkaisurahastot.

Komissio ja jäsenmaat sekä myöhemmässä vaiheessa myös Euroopan parlamentti neuvottelevat kriisinratkaisumekanismia koskevasta asetuksesta tavoitteenaan saada se hyväksytyä ennen kevään 2014 europarlamenttivaiheja. Yhteinen kriisinratkaisumekanismi voisi käynnistää toimintansa vuoden 2015 alusta, mutta keskeinen velkojanvastuuta (bail-in) koskeva uusi lainsäädäntö astuisi voimaan täydessä laajuudessa vasta vuoden 2018 alusta. Velkojanvastuu toteutuu kattamalla ensin pankin tappiot omalla pääomalla (sekä etuoikeudeltaan huonommilla veloilla) ja muuntamalla sen jälkeen riittävä määrä velkojien saamia (uudeksi) omaksi pääomaksi, jotta pankista tulee jälleen vakavarainen.

Euroopan vakausmekanismi voi tulevaisuudessa pääomittaa pankkeja suoraan eräin reunaehdoin. Uuden tukivälineen perustamisesta päätetään vakausmekanismin hallintoneuvostossa yksimielisesti sen jälkeen, kun yhteinen valvontamekanismi on toimintavalmiudessa. Myös pääomituspäätökset edellyttävät yksimielisyyttä. Tukivälineen yksityiskohdat viimeistellään, kun yhteistä kriisinratkaisumekanismia koskevat päätökset on tehty. Sijoittajanvastuu toteutetaan ensi vaiheessa noudattamalla EU:n valtiontukisääntöjä ja Euroopan vakausmekanismin tuelle mahdollisesti asetettavia vaatimuksia.

Kuvio 23.



koa pankkiviranomaisen pankkien pääomittamishankkeelle,³ joka kasvatti pankkien pääomia merkittävästi. Euroopan pankkiviranomainen suosittelee, että arvioinnit tehtäisiin mahdollisimman nopeasti, ja osa kansallisista valvojista onkin jo aloittanut pankkien omaisuuserien arvioinnin. Tämän lisäksi pankkiviranomaisen tarkoituksena on järjestää tasearviointien jälkeen koko EU:n kattavat stressitestit. Ne toteutetaan yhteisen valvontamekanismin ja Euroopan pankkiviranomaisen yhteistyönä. Euroalueen pankkisektoriin kohdistuvan luottamuksen kannalta on tärkeää, että pankkien mahdollinen pääomittaminen tai alasajo pystytään hoitamaan ongelmitta.

³ Euroopan pankkiviranomaisen pääomittamishanke kasvatti pankkien pääomia yli 200 mrd. eurolla joulukuusta 2011 kesäkuuhun 2012. Pääomittamishankkeen seurauksena pankkien rajoituksettomien ensisijaisten varojen (Core Tier 1) edellytettiin olevan noin 9 % suhteessa riskisijoituksiin.

Yrityssektorin haasteena erityisesti PK-yritysten suuret lainamarginaalit ja luotonsaanti

Pienten ja keskisuurten yritysten keskimääräinen uusien sopimusten lainamarginaali on vuoden 2013 ensimmäisellä puoliskolla pysynyt edelleen noin 3,5 prosenttiyksikössä, kun taas suurten yritysten marginaali on pysynyt noin 2 prosenttiyksikössä (kuvio 23). PK-yritysten lainamarginaalin kasvu oli vuonna 2012 selvästi voimakkaampaa kuin suurempien yritysten. Erityisen suuria lainamarginaaleja maksavat Kreikan, Portugalin, Kyproksen, Slovenian, Espanjan ja Maltan PK-yritykset. Ranska ja Itävalta ovat PK-yritysten pankkiraahoituksen kannalta edullisimmat maat, ja Saksa on hieman näitä kalliimpi (kuvio 24).

Yritystoimintaan liittyvien riskien takia pankit pyytävät PK-yrityksiltä isompaa lainamarginaalia kuin suurilta yrityksiltä, ja suhdannetilanteen heikentyessä tämä ero tyypillisesti vielä kasvaa. Euroalueen rahapolitiikan ongelmana on kuitenkin se, että PK-yrityksen lainamarginaali riippuu voimakkaasti siitä, missä maassa yritys sijaitsee. Yritysten luotonsaannin kyselyiden perusteella erityisesti GIIPS-maiden PK-yrityksillä on edelleen haasteita luoton saatavuuden ja kireiden luottoehtojen kanssa. Euroalueella merkittävä osa työllisistä työskentelee PK-yrityksissä.

Yrityslainakanta supistuu, mutta markkinarahoitus on korvannut suuryritysten pankkirahoitusta

Yrityslainakanta on supistunut vuoden 2013 ensimmäisellä puoliskolla selvästi. GIIPS-maissa supistuminen on jatkunut voimakkaana, ja hyvän luottoluokituksen maissa yritysluottokannan kasvu on hidastunut (kuvio 25). Etenkin suuryritykset ovat tukeutuneet markkinarahoitukseen vuoden ensimmäisellä puoliskolla, sillä euroalueen pankkisektorin haasteet rajoittavat edelleen jossain määrin pankkien luotonantoa.

Yrityslainojen riskilisät ovat pienentyneet vuoden 2012 puolivälistä rahapoliittisia suoria kauppoja koskevan ilmoituksen jälkeen. Vuoden 2013 ensimmäisellä puoliskolla euroalueen yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen tuotot olivat historiallisen pienet. Kriisimaissa riskilisät ovat kuitenkin pysyneet merkittävästi suurempina kuin muualla.

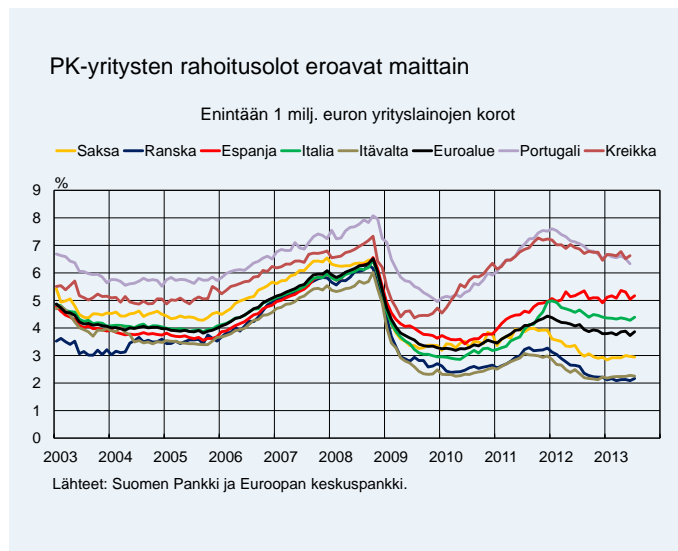
Asuntojen hintojen nousu ja kotitalouksien rahoitusolojen keveneminen tukisivat kriisimaiden elpymistä

Uusien asuntolainojen keskikorko on vuoden sisällä hieman laskenut useissa euroalueen maissa (kuvio 26).⁴

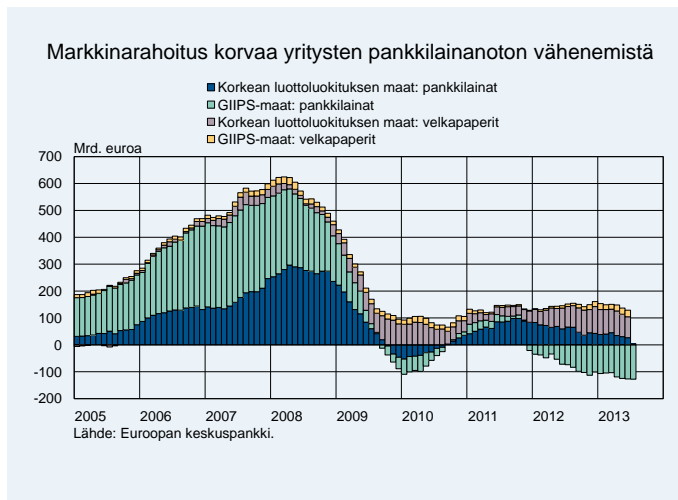
Vaikka asuntolainojen korot ovat viime aikoina laskeneet, riskilisien kasvu vaimentaa niiden laskua. Toisin sanoen riskilisien kasvu vähentää matan ohjauksen välittymistä asuntomarkkinoille. Esimerkiksi Espanjassa ja Italiassa sekä myös Suomessa uusista

⁴ Uusien asuntolainojen keskimääräinen korko on tyypillisesti korkeampi maissa, joissa koron kiinnitysajat ovat pidempiä (mm. Ranska ja Saksa).

Kuvin 24.



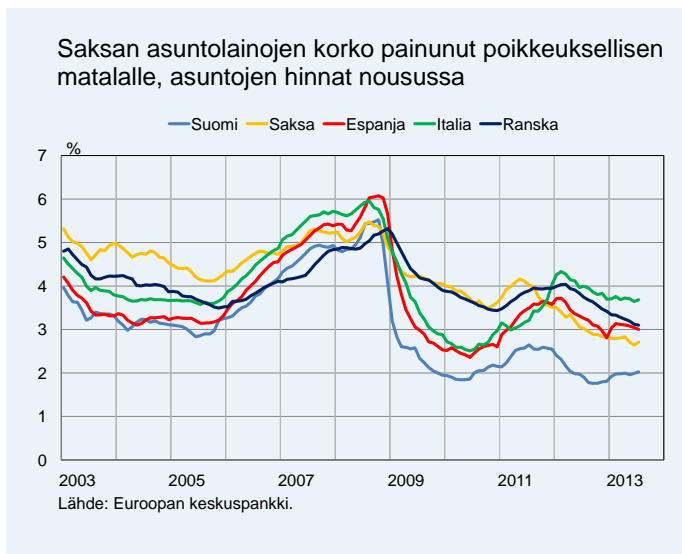
Kuvin 25.



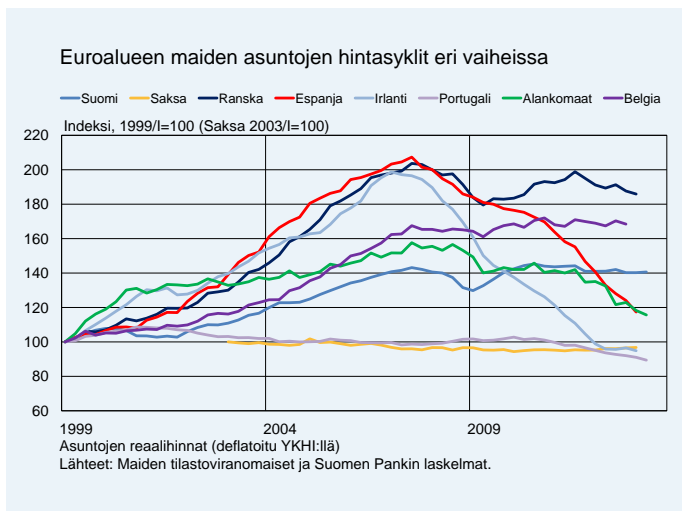
sopimuksista lasketut marginaalit suurenivat tuntuvasti vuonna 2012, eikä marginaalien kapenemisesta ole vielä merkkejä.

Asuntojen hintojen kehitys on ratkaisevan tärkeä kotitalouksien talusnäkymien mahdollisessa käänteessä. Useassa euroalueen massa pitkään jat-

Kuvio 26.



Kuvio 27.



kuneen asuntojen hintojen laskun pysähtyminen tai mahdollinen hintojen kääntymisen nousuun tukisi kotitalouksien taseita ja keventäisi niiden rahoitustilannetta sekä lisäisi tätä kautta kotitalouksien luottamusta.

Euroalueen eri maiden asuntomarkkinat ovat kehittyneet keskenään

hyvin eri tavalla viimeisen vuoden aikana. Alankomaissa vuonna 2008 alkanut asuntojen hintojen lasku jatkuu yhä. Ranskassa asuntojen reaaliset hinnat ovat alkaneet hienoisesti laskea, joskin hintataso on edelleen hyvin korkea. Belgiassa ja Suomessa varsinaista laskua ei ole nähty. Espanjassa on viitteitä siitä, että lasku ei enää kiihtyisi, kun taas Irlannissa on selvempiä merkkejä siitä, että asuntojen hinnat eivät enää laske (kuvio 27).

Kotitalouksien velkataakka suhteessa BKT:hen sitkeästi suuri

Euroalueen kotitalouksien lainakannan vuosikasvuvauhti on kevään ja kesän 2013 aikana sinnitellyt juuri ja juuri plussan puolella. Lainakanta kasvaa maltillisesti Ranskassa ja Saksassa, mutta supistuu edelleen GIIPS-maissa.

Monissa euroalueen maissa kotitaloussektori ylivelkaantui kriisiä edeltävänä ajanjaksona liian optimististen tulo-odotusten myötä. Monet näistä maista kokevat nyt kivuliaan, mutta tarpeellisen, kotitalouksien taseiden tervehdyttämisprosessin. Tämä tarkoittaa velkojen hidasta purkua kestävämmälle tasolle. Kotitalouksien velkojen purkamisen lyhytaikaiset vaikutukset talouteen ovat negatiiviset etenkin, kun velkoja puretaan useilla sektoreilla ja tärkeissä kauppakumppanimissa samaan aikaan.

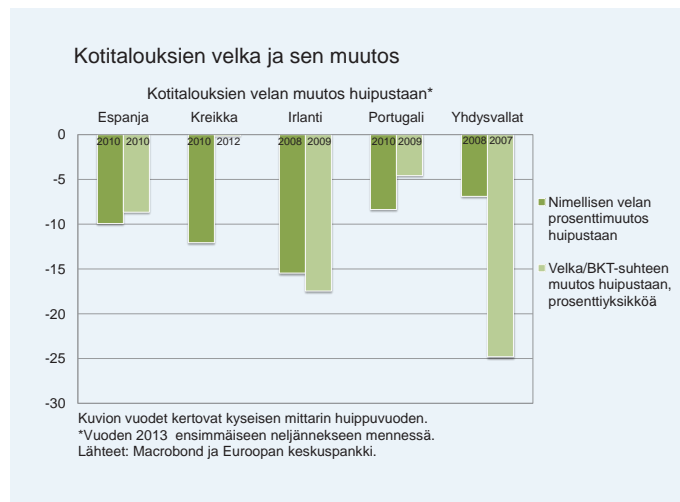
Matala korkotaso helpottaa velkojen purkamista, koska pienempi osa kotitalouksien tuloista menee koronmaksuihin. Samalla matala korkotaso mahdollistaa myös edullisten uusien lainojen myöntämisen, mikä ylläpitää asuntomarkkinoiden toimintaa. Joissa-

kin maissa riskinä kuitenkin on, että pankit käyttävät tätä mahdollisuutta vanhojen huonojen velkojen uusimiseen, koska eivät halua kirjata näitä tappioiksi. Toisaalta samalla kun kotitalouksien velkoja puretaan etenkin euroalueen kriisimaissa, kotitalouksien jatkuva lisävelkaantuminen huolestuttaa eräissä muissa euromaissa. Kasvava velkaantuminen yhdistettynä siihen, että asuntomarkkinoiden korjausliikettä ei ole nähty, on huolenaite joissakin muissa euroalueen maissa (Suomi, Ranska ja Belgia). Pitkään hyvin matalina pysyvät korot voivat vuorostaan näissä maissa luoda kannustimia liialliseen velanottoon.

Kotitaloussektorin velkojen purkaminen alkoi euroalueen kriisimaissa suhteellisen myöhään verrattuna Yhdysvaltoihin: ensin aloitti Irlanti ja vasta pari vuotta myöhemmin pääsivät muut kriisimaat alkuun. Velkojen purku tulee jatkumaan vielä pitkään, koska velkataso suhteessa bruttokansantuotteeseen on edelleen korkea ja kotitalouksien ylivelkaantuminen on ongelma etenkin Irlannissa, Portugalissa ja Espanjassa.

Kotitalouksien nimelliselvelka on kuitenkin supistunut useita prosentteja huipustaan (kuvio 28). Irlannissa se on supistunut noin 15 % ja Espanjassa noin 10 %. Kreikassa kotitalouksien velka on vähentynyt noin 12 %, mutta suhteessa BKT:hen pieneneminen ei vielä ole havaittavissa BKT:n supistumisen takia. Yhdysvalloissa sen sijaan kotitalouksien velkataakka on supistunut selvästi suhteessa bruttokansantuotteeseen hitaan, mutta positiivisen talouskasvun ansiosta. Kun tarkastellaan nimelliselvelkan prosenttimuutosta ilman,

Kuvio 28.

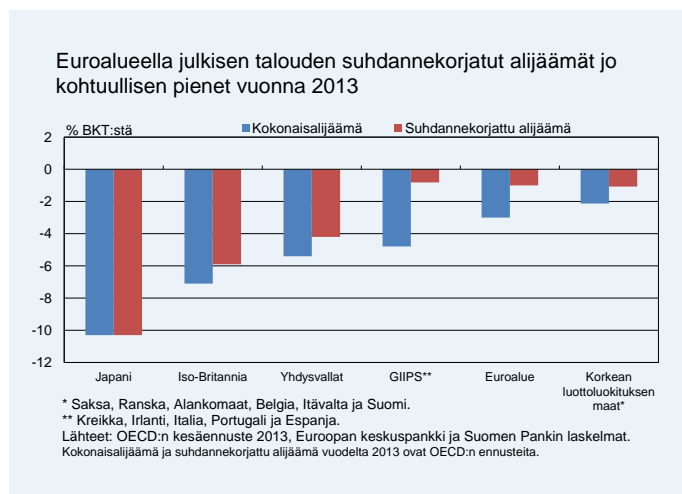


että sitä suhteutetaan bruttokansantuotteeseen, Yhdysvaltain kotitaloussektori ei ole maksanut velkojaan pois niin paljon kuin euroalueen kriisimaiden kotitaloudet.

Hyvin edennyt julkisen talouden sopeutus tukee rahapolitiikan välittymistä euroalueella

Monissa euroalueen maissa suuri osa julkisen talouden vakauttamiseen tarvittavasta sopeutuksesta on jo tehty. OECD on arvioinut vuoden 2013 julkisen talouden kokonaisalijäämää ja suhdannekorjattua alijäämää, joka sisältää arvion potentiaalisesta tuotannosta (kuvio 29). Euroalueella suhdannekorjatun alijäämän BKT-suhde on jo kohtuullisen pieni sekä GIIPS-maissa että hyvän luottoluokituksen maissa. Kokonaisalijäämät suhteessa bruttokansantuotteeseen ovat euroalueella kuitenkin edelleen suhdannekorjattuja alijäämiä suuremmat. OECD:n arvion mukaan euroalueen valtioiden huomattavissa kokonaisvajeeissa näkyy tällä hetkellä

Kuvio 29.



pääosin heikko taloussuhdanne, kun taas useissa euroalueen ulkopuolissa maissa suhdannetilanteen merkitys on pienempi.

Julkisen talouden sopeutuksen vaikutukset luottamukseen ovat euroalueella tärkeitä rahapolitiikan välittymisen kannalta. Julkista taloudenpitoa kohtaan tunnetun luottamuksen lisääntyminen on alentanut erityisesti GIIPS-maiden valtionlainojen korkoja. Toinen keskeinen tekijä valtionlainojen korkojen alenemisessa on EKP:n neuvoston päätös rahapoliittisten suorien kauppajen ohjelmasta syyskuussa 2012. Koska merkittävä osa valtion velkapapereista on tyyppillisesti kyseisen maan pankkien

hallussa, GIIPS-maiden valtionlainapapereiden korkojen aleneminen kriisin aikaisesta huipustaan on merkinnyt pankkien hallussa olevien valtionlainapapereiden arvon kohoamista. Tämä puolestaan on kohentanut pankkien taseita ja luotonantokykyä. Tämä onkin yksi keskeinen kanava, jota kautta uskottava julkisen talouden sopeuttaminen alentaa yritysten ja kotitalouksien pankkilainojen korkoja ja parantaa luottojen saatavuutta.

Valtiontalouden kokonaisalijäämä merkitsee kuitenkin sitä, että maan julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen kasvaa edelleen. Useassa euroalueen maassa yhä kasvava julkisen talouden velka on haaste myös euroalueen pankkisektorin tervehdyttämiseksi. Suunnitelmien mukaan yhteisen valvontamekanismin aloittaminen edellyttää kunnossa olevia pankkien taseita. Myös rahapolitiikan välittymisen kannalta on tärkeää, että euroalueen pankkisektori pystytään tervehdyttämään niin, että markkinoiden luottamus valtioiden julkiseen taloudenpitoon säilyy eivätkä valtionlainakorot tästä syystä kohoavat.

Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne

Finanssisyklit, rahapolitiikka ja makrovakauseräpolitiikka euroalueella

10.9.2013

Vastasyklisiä makrovakauseräpolitiikkaa vahvistetaan euroalueella: Euroopan keskuspankki on saamassa uusia makrovakauserävaltuuksia yhteisen pankkivalvonnan käynnistyessä syksyllä 2014 ja vastasyklinen pääomavaatimus on käytettävissä kaikissa euroalueen maissa viimeistään vuodesta 2016 alkaen. Merkittävä osa euroalueen makrovakauseräpolitiikasta on kuitenkin tulevaisuudessakin kansallisten viranomaisten vastuulla. Yhteisen rahapolitiikan toimintaympäristössä alueen maat voivat vahvalla kansallisella makrovakauseräpolitiikalla tukea oman sekä euroalueen talouden vakautta ja parantaa rahoitusjärjestelmän kriisinsietokykyä.

Rahapolitiikka pyrkii hintavakauteen ja makrovakauseräpolitiikka rahoitusvakauteen

Yksi globaalin finanssikriisin tärkeä opetus on, että rahapolitiikan tavoitteena oleva hintavakaus ja yksittäisiin rahoituslaitoksiin kohdistuva rahoitusvalvonta eivät riitä takaamaan rahoitusjärjestelmän vakautta. Kriisi käynnisti toimenpiteet, joilla pyritään vahvistamaan rahoitusjärjestelmän riskien torjumiseen tähtäävää makrovakauseräpolitiikkaa myös euroalueella. Tässä artikkelissa tarkastellaan erityisesti vastasyklisiä (dynaamisia) makrovakauseräpolitiikkaa, jonka tavoitteena on hillitä luotonannon ja velkaantumisen liiallista kasvua noususuhdanteessa ja siten vaimentaa rahoitusjärjestelmän myötäsyyklisyyttä eli suhdanteita voimistavia taipumuksia.¹

¹ Makrovakauseräpolitiikkaa vahvistetaan euroalueella myös ottamalla käyttöön sellaisia makrovakauserävälineitä, joita ei ensisijaisesti ole tarkoitettu käyttämään vastasyklisesti. Ks. seuraava alaluku.

Ennen globaalia finanssikriisiä luotonanto suhteessa bruttokansantuotteeseen kasvoi euroalueen maista ripeästi mm. Espanjassa, Irlannissa, Kreikassa ja Portugalissa, jotka sittemmin ovat kärsineet kriisistä voimakkaasti. Yleisesti arvioidaan, että rahapolitiikan toteutunutta voimakkaampi kiristäminen EKP:n ohjauksella korottamalla olisi tuskin merkittävästi hillinnyt luotonannon kasvua näissä maissa ja että luotonannon hillitsemiseen olisi tarvittu yhteistä rahapolitiikkaa kohdennettuja keinoja. Lisäksi tulee muistaa, että euroalueella rahapolitiikan päätavoitteena on hintavakauden ylläpitäminen. Rahapoliittiset päätökset perustuvat arvioihin euroalueen hintavakauteen kohdistuvista riskeistä, ja EKP:n neuvosto päättää rahapolitiikan ohjauksella itsenäisesti euroalueen keskimääräisen kehityksen perusteella.²

Makrovakauserävälineillä pyritään muun muassa säätelemään pankkien vakavaraisuutta ja maksuvalmiutta. Nämä puolestaan vaikuttavat pankkien kykyyn myöntää luottoja ja kasvattaa taseitaan, luotonannon ehtoihin sekä pankkien kriisinsietokykyyn. Pankkien vakavaraisuus- ja maksuvalmiusvaatimuksista säädetään EU:ssa vakavaraisuusdirektiivissä ja -asetuksessa.³

Euroalueen maissa ei ennen globaalin finanssikriisin puhkeamista ollut

² Inflaationäkymien laaja arviointi perustuu sekä reaali- että rahatalouden (ml. luottojen kasvuvauhti) analyysiin.

³ Direktiivi toimeenpannaan kansallisella lainsäädännöllä. Suomessa lakien arvioidaan tulevan voimaan viimeistään kesällä 2014. Asetus on suoraan jäsenmaita sitovaa lainsäädäntöä, ja sitä aletaan soveltaa pääasiassa jo aiemmin eli 1.1.2014 lukien.



*Hanna Freystätter
ekonomisti
rahopolitiikka- ja
tutkimusosasto*



*Hanna Putkuri
ekonomisti
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto*



*Jukka Vauhkonen
ekonomisti
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto*

*Euroopan
pankkiunionin
yhteisen valvonta-
mekanismin
toiminta alkaa
syksyllä 2014.*

juuri käytössä tehokkaita luotonannon kasvua hillitseviä makrovakausrälineitä eikä luotonannon kasvuun liittyviä riskejä täysin ymmärretty. Tilanne on nyt muuttumassa, kun kaikissa EU-maissa tulee vuodesta 2016 alkaen käytettäväksi EU:n vakavaraisuusdirektiiviin (CRD IV) sisältyvä yhdenmukaisesti määritelty uusi politiikkaväline, pankkeille tarvittaessa asetettava muuttuva lisäpääomavaatimus (ns. vastasyklinen pääomapuskurivaatimus)⁴ ja kun jäsenmaat ovat omista kansallisista tarpeistaan riippuen ottamassa käyttöön muitakin makrovakausrälineitä.

Euroalueen makrovakausräpolitiikka vahvistuu myös sitä kautta, että EKP:lle tulee uusia valtuuksia, kun Euroopan pankkiunionin yhteisen valvontamekanismin (Single Supervisory Mechanism, SSM) toiminta alkaa syksyllä 2014.⁵ Pankkivalvontatehtävänsä lisäksi EKP:lle tulee tällöin oikeus tiukentaa maakohtaisia vastasyklisiä pääomapuskurivaatimuksia ja muita vakavaraisuusdirektiivissä säädettyjä makrovakausrälineitä yli kansallisten viranomaisten asettaman tason. Merkittävä osa makrovakausräpolitiikasta tulee kuitenkin jäämään kansallisten viranomaisten vastuulle.

Vastasyklinen pääomavaatimus käyttöön kaikissa euroalueen maissa

Vakavaraisuusdirektiivi määrittelee keskeisesti, millaisia makrovakausrälineitä kansallisilla viranomaisilla on käytettävä-

⁴ EU:n vakavaraisuusdirektiivin makrovakausräpolitiikkaa koskeva yhteinen säätely koskee kaikkia EU-maita. Rahapolitiikka on yhteistä vain euromaille.

⁵ EKP:n ja yhteisen valvontamekanismin makrovakausrävaltuudet koskevat kaikkia pankkiunioniin liittyviä maita. Vielä ei ole tiedossa, mitkä euroalueen ulkopuoliset EU-maat liittyvät pankkiunioniin.

vissään ja kuinka niiden käyttöä voidaan koordinoita euroalueen tasolla. Vakavaraisuusdirektiivin myötä vastasyklinen pääomapuskurivaatimus tulee kaikkien euromaiden makrovakausrälinevalikoimaan.⁶ Direktiivin siirtymäaikataulun mukaisesti jäsenmaiden tulee voida tarvittaessa asettaa pankeille vuonna 2016 vähintään 0,625 prosentin suuruinen vastasyklinen pääomapuskurivaatimus suhteessa pankin riskipainotettuihin saamisiin. Tasoa nostetaan vuosittain 0,625 prosenttiyksiköllä siten, että vuonna 2019 jäsenmaiden tulee tarvittaessa voida nostaa puskurivaatimus vähintään 2,5 prosentin suuruiseksi.⁷ Pankin on täytettävä lisäpääomavaatimus rajoituksettomilla ensisijaisilla omilla varoilla.

Kansalliset makrovakausräviranomaiset päättävät harkintansa mukaan kulloinkin vaadittavan vastasyklisen pääomapuskurin suuruudesta, ja puskuri on mahdollista asettaa myös nolnaan. Pääomapuskurivaatimusta tiukennetaan lähtökohtaisesti silloin, kun luotonanto maan yksityiselle sektorille kasvaa poikkeuksellisen voimakkaasti. Vastaavasti puskurivaatimus voidaan purkaa, jos luotonannon kasvuvauhti tasaantuu tai jos maa ajautuu tilanteeseen, jossa pankkien luotonantokykyä tulee vahvistaa.

Tietyissä maissa asetettu vastasyklinen pääomapuskurivaatimus koskee kaikkia koti- ja ulkomaisia pankkeja, jotka myöntävät luottoja tähän maahan. Jos pankilla on antolainausta

⁶ Vastasyklisen pääomapuskurin määritelmästä ja käytöstä, ks. esim. Kauko (2012).

⁷ Euromaat näyttävät pääosin noudattavan vakavaraisuusdirektiivin mukaista aikataulua, vaikka myös aikaistettu käyttöönotto on sallittu.

useassa maassa, siltä vaadittava pääomapuskurivaatimus määräytyy kansallisten vaatimusten painotettuna keskiarvona. Tämä jäsenvaltioiden välinen vastavuoroisuusperiaate rajoittaa mahdollisuutta kiertää vastasyklisiä pääomapuskurivaatimusta.⁸

Vakavaraisuusdirektiivi sisältää myös muita järjestelmäriskien ehkäisemiseen ja vähentämiseen tarkoitettuja makrovakaussäätöjä. Esimerkiksi kansallisella tasolla systemisesti merkittäviksi nimetyille luottolaitoksille voidaan asettaa enintään 2 prosentin suuruinen lisäpääomavaatimus (ns. O-SII-vaatimus). Lisäksi tai vaihtoehtoisesti maan kaikille luottolaitoksille tai osalle luottolaitoksista voidaan asettaa lähtökohteisesti korkeintaan 5 prosentin suuruisen järjestelmäriskipuskurivaatimus (systemic risk buffer). Järjestelmäriskipuskurivaatimus voidaan asettaa ns. rakenteellisista tai makrovakaudeellisista syistä. Tällainen on esimerkiksi pankkisektorin suuri koko suhteessa maan talouteen. Nämä vaatimukset tultaneen yleensä asettamaan pysyviksi tai harvoin säädettäväksi vaatimuksiksi.

Edellä tarkastellut lisäpuskurivaatimukset täydentävät kaikilta pankeilta vaadittavia, Basel III -säännösten mukaisia, vähimmäispääomavaatimuksia, joiden vähimmäismäärä on 8 % suhteessa pankin riskipainotettuihin saamisiin (kuvio 1).⁹

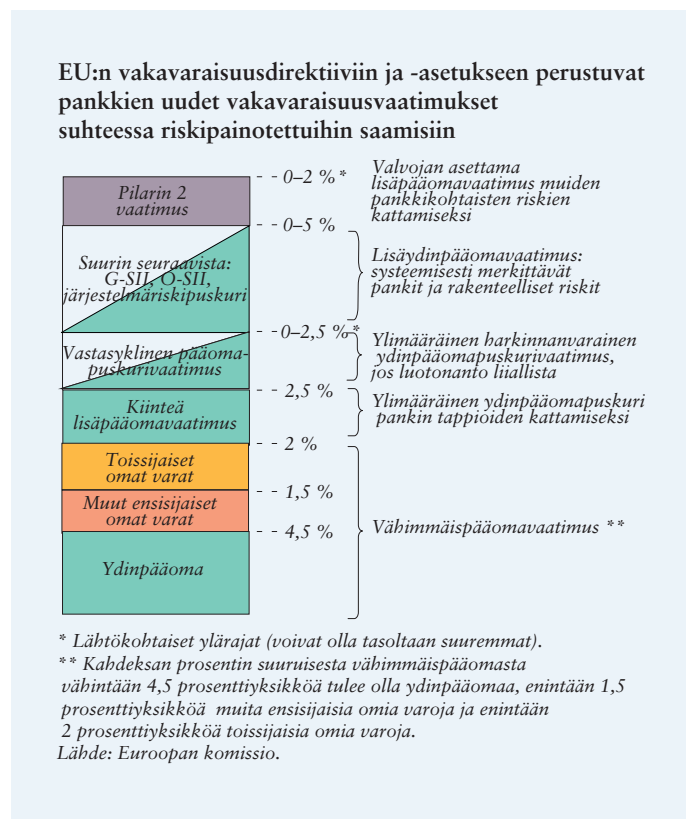
⁸ Direktiivin mukaan jäsenmaiden on mahdollista asettaa vastasyklinen pääomapuskurivaatimus suuremmaksi kuin 2,5 %, mutta muiden jäsenmaiden ei edellytetä noudattavan vastavuoroisuusperiaatetta kuin 2,5 prosenttiin saakka. Suomessa vastasyklisen pääomapuskurin maksimisuuruudeksi ollaan asettamassa 2,5 %, mutta Suomi aikoo noudattaa vastavuoroisuutta myös yli 2,5 prosentin pääomapuskureiden osalta.

⁹ Pankkien vakavaraisuusvaatimuksista lähemmin, ks. esim. Vauhkonen – Westman (2013).

Vastasyklisiä pääomapuskurivaatimuksia koskevista periaatteista poiketen direktiivi ei sen sijaan velvoita jäsenmaita ottamaan systemisesti merkittävälle rahoituslaitoksille asetettavia lisäpääomavaatimuksia tai järjestelmäriskipuskurivaatimuksia makrovakaudesta vastaavan viranomaisen työkaluvalikoimaan. Esimerkiksi muut Pohjoismaat Suomea lukuun ottamatta ovat kuitenkin ilmoittaneet asettavansa maidensa systemisesti merkittävälle rahoituslaitoksille direktiivin sallimia lisäpääomavaatimuksia.

EU:n uusi vakavaraisuussäätely sisältää vain rajallisen määrän mahdollisia makrovakaussäätöjä. Se ei muun

Kuvio 1.



muassa kata luotonannon ehtoihin vaikuttavia sääntelykeinoja, kuten asuntolainojen lainakattoa tai lainanottajien enimmäisvelkaantumistasetta. Näiden keinojen käyttö tulee vastaisuudessakin jäämään kansalliseen harkintaan. Uusi sääntely ei myöskään salli pankkien uusien likviditeettivaatimusten käyttöä harkinnanvaraisesti säädettävänä makrovakausräjäytymisvälineinä.¹⁰

EKP saamassa yhteisen pankkivalvonnan alkaessa makrovakausräjäytymisvälineitä

EU:ssa rahoitusjärjestelmän makrovakausräjäytymisvalvontaan liittyviä kysymyksiä käsittelee vuoden 2011 alussa toimintansa aloittanut Euroopan järjestelmäriskikomitea (ESRB). Sen keskeisiä tehtäviä on tunnistaa alueellisia tai globaaleja järjestelmäriskkejä sekä antaa kansallisille viranomaisille suosituksia ja varoituksia näiden ja muiden järjestelmäriskien torjumiseksi.

Suosituksensa ja varoitustensa välityksellä sekä vertaispainetta luomalla järjestelmäriskikomitea voi epäsuorasti koordinoita ja ohjata jäsenmaiden kansallista makrovakausräjäytymispolitiikkaa, mutta sillä ei ole käytettävissään suoria makrovakausräjäytymisvälineitä. Euroopan komissio ei myöskään pysty ohjaamaan tai koordinoimaan jäsenmaiden kansallista makrovakausräjäytymispolitiikkaa, vaikka vakavaraisuusdirektiivin sallimien kansallisten makrovakausräjäytymisvälineiden käyt-

¹⁰ Vakavaraisuusasetukseen sisältyvät uudet määrälliset likviditeettivaatimukset, maksuvalmiusvaatimus (Liquidity Coverage Ratio, LCR) ja pysyvän varainhankinnan vaatimus (Net Stable Funding Ratio, NSFR) ovat vakavaraisuusasetukseen sisältyviä ja siten jäsenmaita suoraan velvoittavia kiinteitä sääntöjä, eikä niitä ole mahdollista käyttää kansallisesti vastasyklisesti tai harkinnanvaraisesti. Ks. Kaukon artikkeli tässä lehdessä.

töön liittyy erilaisia lupa- ja informointivelvoitteita komissioon nähden.

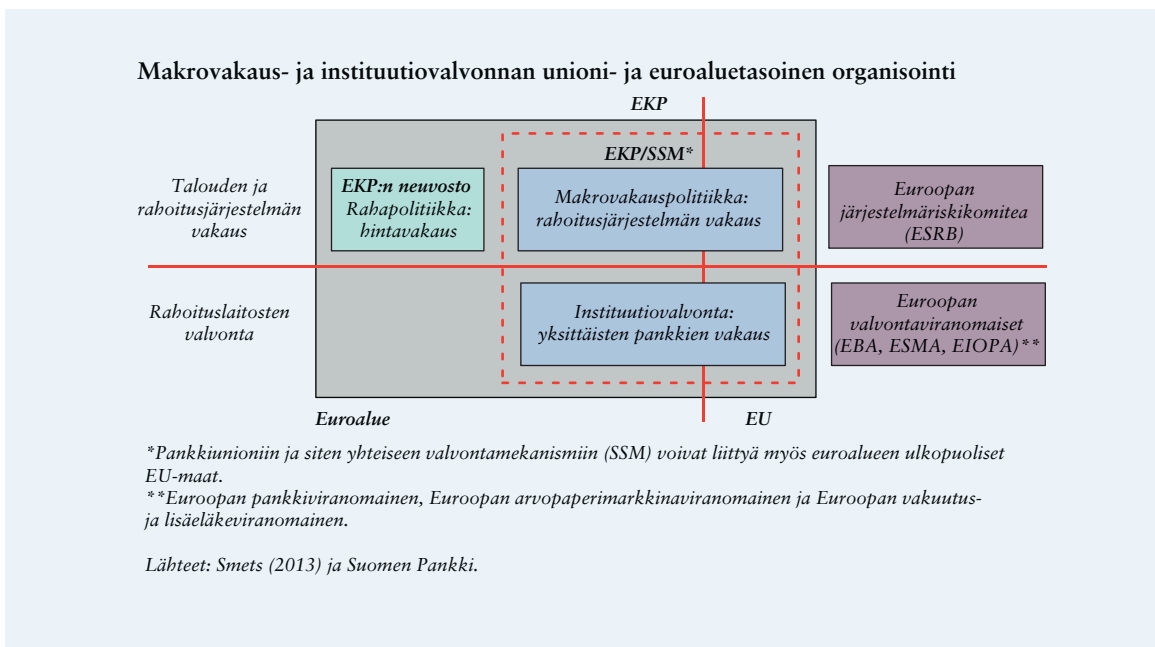
Sen sijaan EKP:n yhteyteen perustettavan yhteisen valvontamekanismin aloittaessa syksyllä 2014 EKP:lle tulee uusia makrovakausräjäytymisvälineitä (kuvio 2). Euroopassa esimerkiksi Sveitsin keskuspankki ja Englannin pankki ovat jo vuosina 2012–2013 saaneet merkittäviä makrovakausräjäytymisvälineitä.

EKP:lle on suunniteltu annettavan oikeus tiukentaa maakohtaisia pääomapuskurivaatimuksia yli kansallisten viranomaisten asettaman tason. Tämä vähentää liian passiivisen makrovakausräjäytymispolitiikan riskiä ja mahdollistaa makrovakausräjäytymispolitiikan koordinoitun kiristämisen euroalueella esimerkiksi tilanteessa, jossa luotonanto yksityiselle sektorille kasvaa samanaikaisesti vaarallisen nopeasti useissa maissa. EKP ei kuitenkaan voi edellyttää pankkiunioniin kuuluville mailta sellaisten makrovakausräjäytymisvälineiden käyttöä, joiden käyttöönottoa vakavaraisuusdirektiivi ei velvoita. EKP ei voi myöskään vaikuttaa direktiivin piiriin kuulumattomien keinojen, kuten lainakaton, kansalliseen käyttöön. Euroalueella merkittävä osa makrovakausräjäytymispolitiikasta tulee siis jäämään kansallisten viranomaisten vastuulle.

Vastasyklisen makrovakausräjäytymisvälineiden käytöstä vasta vähän kokemuksia

Euroalueella suurin osa makrovakausräjäytymisvälineistä on otettu käyttöön vasta globaalin finanssikriisin puhkeamisen jälkeen. Tällä hetkellä vastasykliset makrovakausräjäytymisvälineet eivät ole euromaissa kovin laajasti käytössä.

Kuvio 2.



Euroalueen maissa yleisimmin käytetyt makrovakausvälineet kohdistuvat asuntoluotonantoon.¹¹ Näiden sääntelykeinojen käytöllä on tosin myös muita kuin makrovakaudeellisia tavoitteita, kuten kuluttajansuojan vahvistaminen. Asuntoluotonantoon kohdistuvien sääntelykeinojen vertailua maiden välillä vaikeuttaa myös se, että samaa instrumenttia voidaan käyttää eri tavoin eri maissa. Esimerkiksi lainakaton laskentatavassa ja juridisessa sitovuudessa on suuria maakohtaisia eroja.¹²

Euromailla on toistaiseksi hyvin vähän kokemuksia makrovakausväli-

¹¹ Lainakatto on keinoista selvästi yleisin, mutta käytössä ovat myös enimmäisvelkaantumisasaste, sektori-kohtaiset pääomavaatimukset sekä rajoitukset asuntoluottojen riskipainoille tai asuntoluottojen pituudelle. Euromaista lainakatto on jossakin muodossa käytössä tai käytettävissä ainakin Alankomaissa, Belgiassa, Espanjassa, Italiassa, Portugalissa ja Ranskassa.

¹² Lainakatosta saaduista kokemuksista lähemmin, ks. esim. Vauhkonen – Putkuri (2013).

neiden aktiivisesta, vastasyklisestä säätelystä. Esimerkiksi lainakatto on useissa maissa ainakin tähän saakka asetettu lähtökohtaisesti kiinteäksi, eikä sen käytöllä ole aktiivisesti pyritty loiventamaan asuntoluotonannon heilahteluja.

Euromaista ainoastaan Espanjalla on pitkäaikaisia kokemuksia aidosti vastasyklisestä makrovakauspolitiikasta. Espanjassa on 2000-luvun alusta saakka edellytetty, että pankit varautuvat odotettavissa oleviin luottotappioihinsa kirjaamalla näitä tappioita tuloksiinsa etupainotteisesti ns. dynaamisten luottotappiovarausten avulla. Tämä vahvisti pankkien tappionsietokykyä mutta ei estänyt Espanjan ajautumista asuntomarkkina- ja pankkikriisiin. Dynaamisten luottotappiovarausten tehokkuutta vähensi osaltaan se, että Espanja joutui muokkaamaan luottotappiovarauksia koskevaa sääntelyään

2000-luvun puolivälissä saadakseen säännökset vastaamaan kansainvälisiä kirjanpitostandardeja.

Aasian maiden kokemusten perusteella asuntoluotonantoon vaikuttavilla dynaamisilla makrovakaussäilyneillä on pystytty hillitsemään asuntoluotonannon ja -markkinoiden epätasapainoja. Muun muassa asuntolainakaton asettamisella ja säätämällä on voitu hidastaa asuntoluotonannon kasvuvauhtia ja heilahteluja, vaimentaa asuntojen hintojen nousua ja nousuodotuksia, hillitä spekulatiivista asuntokauppaa, pienentää pankkien asuntoluotonantoon liittyviä luottotappioita, vähentää kotitalouksien velkaantumista ja parantaa pankkien luotonannon käytäntöjä.¹³

Miten vastasyklinen makrovakaussäilyne muuttaa rahapolitiikan toimintaympäristöä?

Koska vastasyklisen makrovakaussäilyneiden käyttö vaikuttaa luotonannon ja varallisuushintojen kautta myös reaali-talouden suhdannevaihteluihin ja sitä kautta inflaatioon, rahapolitiikan toimintaympäristö tulee euroalueella muuttumaan tavalla, jota ei vielä täysin tunneta. Vastasyklisen makrovakaussäilyneiden ja rahapolitiikan keskinäistä vaikutusta voidaan arvioida makrotaloutta kuvaavien mallien avulla. Näissä malleissa voidaan ikään kuin laboratorio-olosuhteissa tarkastella tilannetta, jossa viranomaisilla on esimerkiksi noususuhdanteessa mahdollisuus samaan aikaan sekä nostaa rahapoliit-

¹³ Esim. Lim ym. (2011).

tista ohjauksorkkoa että kiristää makrovakaussäilyneitä.

Makrovakaussäilyneen kiristämisestä seuraa malleissa tyypillisesti, että yritysten ja kotitalouksien lainoistaan maksamat korkomarginaalit kasvavat, mikä taas vähentää luotonottoa ja investointeja sekä hidastaa talouskasvua, jolloin myös inflaatio hidastuu.¹⁴ Mallilaboratoriossa haetaan vastausta rahapolitiikan ja makrovakaussäilyneen keskinäistä vaikutusta koskeviin kysymyksiin: Mikä olisi paras rahapolitiikan ja makrovakaussäilyneen yhdistelmä noususuhdanteessa? Tarvitaanko aina molempia? Mallilaskelmien tuloksia arvioitaessa on hyvä pitää mielessä, että aihepiirin tutkimusta on olemassa vasta melko vähän. Lisäksi laskemien oletukset makrovakaussäilyneen merkityksestä voivat poiketa siitä, millaiseksi tämä politiikka eri talousalueilla tulee muodostumaan.

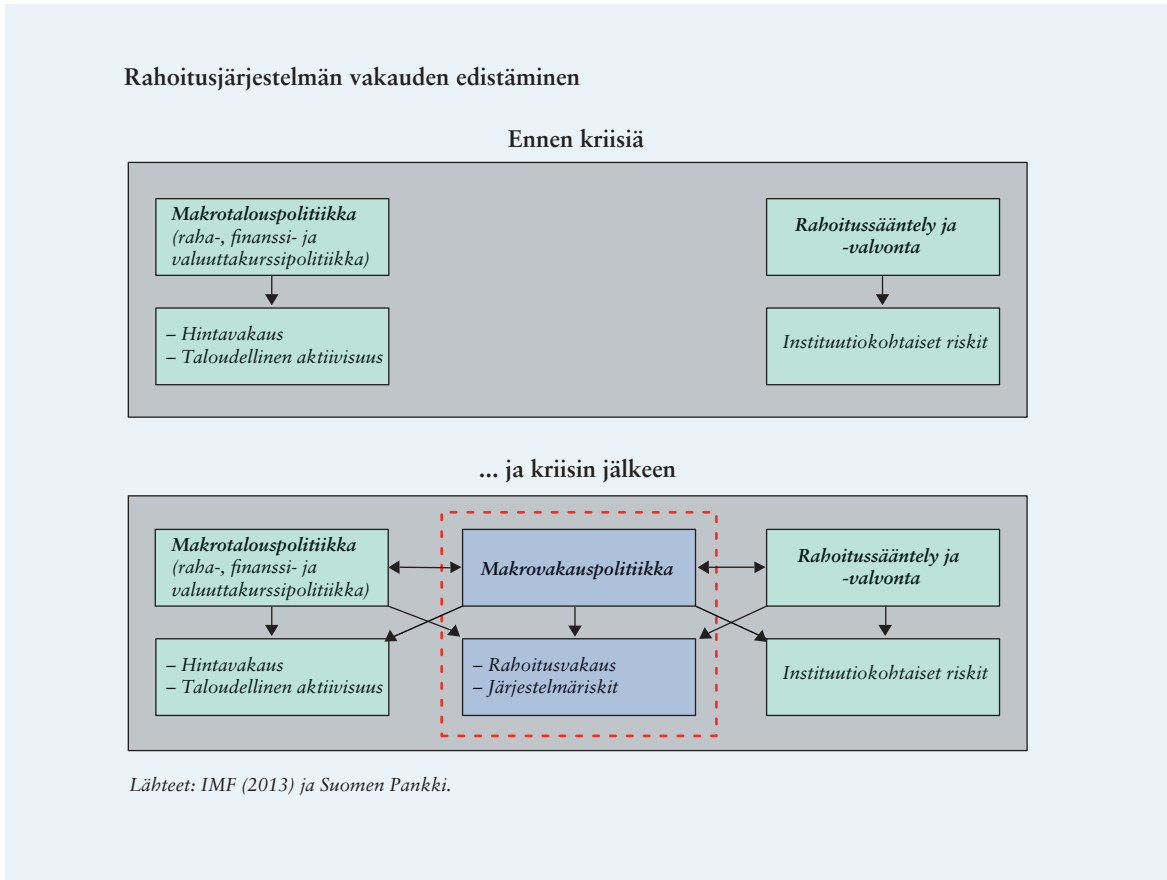
Rahapolitiikka ja vastasyklinen makrovakaussäilyne tukevat toisiaan...

Uusimpien akateemisten tutkimusten mukaan rahapolitiikka ja makrovakaussäilyne täydentävät toisiaan.¹⁵ Pelkällä rahapolitiikalla ei ole mahdollista saavuttaa hintavakauden lisäksi rahoitusjärjestelmän vakautta. Rahapolitiikka voi kuitenkin tukea makrovakaussäilyneen tavoitteiden ja makro-

¹⁴ Paul Tucker (2013) on arvostellut sitä, että malleissa yksinkertaistetaan liikaa olettamalla, että makrovakaussäilyneen kiristäminen johtaa aina lainamarginaalien kasvuun. Jos esimerkiksi pankkien pääomat arvioidaan markkinoilla yleisesti liian pieniksi, viranomaisen vaatimus niiden kasvattamisesta saattaa pienentää pankkien varainhankinnan kustannuksia ja keventää näin rahoitusoloja.

¹⁵ IMF (2013).

Kuvio 3.



vakauseräpolitiikka rahapolitiikan tavoitteiden saavuttamista (kuviokuva 3).

Mallilaskelmien perusteella tietyissä tilanteissa olisi tehokkaampaa nojata ensisijaisesti makrovakauseräpolitiikkaan rahapolitiikan sijasta. Esimerkki tällaisesta tapauksesta on luottojen kasvun kiihtyminen ja siitä seuraava asuntomarkkinoiden kuumeneminen tilanteessa, jossa inflaationäkymät pysyvät maltillisina.¹⁶

Makrovakauseräpolitiikka ja rahapolitiikka voivat tukea toisiaan, jos esi-

¹⁶ Esim. Darracq, P. M. – Sorensen, C. K. – Rodriguez-Palenzuela, D. (2011).

merkiksi epäsuotuisa sokki heikentää pankkisektorin vakavaraisuutta. Tässä tilanteessa vastasyklisen pääomapsukurivaatimuksen alentaminen vapauttaa pääomia pankin käyttöön ja vähentää sokin epäsuotuisia vaikutuksia talouteen: Pankkien luotonanto supistuu lievemmin, jolloin investoinnit ja tuotanto hiipuvat maltillisemmin ja myös inflaatio hidastuu vähemmän. Keskuspankin ohjauuskorko laskee, mutta hintavakauseräpolitiikan turvaamiseksi tarvittava ohjauuskoron muutos on vähäisempi kuin kiinteän pääomavaatimuksen tilanteessa. Kahden työvälineen käyttö selittää tässä

mallilaskelmassa sen, että rahoitusmarkkinasokista seuraava laskusuhdanne on huomattavasti vaimeampi ja lyhytkestoisempi. Tämäkin tulos voidaan kääntää toisin päin, jolloin pankkien pääomiin kohdistuvasta positiivisesta sokista seuraa vaimeampi noususuhdanne, kun vastasyklisen pääomapuskurivaatimuksen kiristäminen noususuhdanteessa osaltaan hidastaa luottojen ja tuotannon kasvua. Tällöin inflaatio kiihtyy vähemmän ja tarvittava ohjauskoron nousu on pienempi.¹⁷

... mutta joskus riittävän voimakasta vastasyklistä makrovakaupolitiikkaa on vaikea toteuttaa

Mallilaskelmissa vastasyklinen makrovakaupolitiikka voi vakauttaa taloutta paremmin kuin pelkästään rahapolitiikan käyttö, mutta pankeilta vaadittavien pääomapuskurien vaihtelu voi tällöin voimistua moninkertaiseksi. Hyvin voimakkaat ja nopeat vaihtelut pankeilta vaadittavissa pääomissa ovat käytännössä mahdottomia. Jos pankkien vastasyklisen pääomapuskurivaatimusten vaihtelu rajataan kohtuulliseksi, mallilaskelmassa palataan rahapolitiikan kannalta hyvin lähelle tilannetta, jossa pankkien pääomavaatimukset eivät vaihtele lainkaan. Tällöin rahapolitiikan pitäisi talouden vakauttamisen kannalta reagoida luottokehitykseen ja varallisuushintojen vaihteluihin, koska dynaaminen makrovakaupolitiikka ei todennäköisesti aina pysty toimimaan – eikä sen ole tarkoituksen-

mukaistakaan toimia – riittävän voimakkaasti.¹⁸

Esimerkiksi Norjassa keskuspankki ottaa rahapolitiikassaan huomioon makrovakauteen liittyvät riskit.¹⁹ Norjan keskuspankki välttää lähi-aikoina ohjauskoron selvää alentamista vaimeasta inflaatiosta huolimatta, jotta rahapolitiikka ei voimistaisi asuntojen huolestuttavan kalliiksi nousseiden hintojen nousua ja velkaantuneisuuden kasvua. Myös Norjassa otetaan uusia makrovakaavälineitä käyttöön vuosina 2014–2016. Vastaavasti Englannin pankki hyödyntää ennakoivassa viestinnässään uutta rooliaan rahoitusvakauden vaalijana. Sen rahoitusvakauteen liittyvä ehto täyttyy ja korot voidaan pitää matalina, jos keskuspankin Financial Policy Committee (FPC) ei näe matalien korkojen aiheuttavan rahoitusvakaudelle sellaista riskiä, jota ei voitaisi torjua useiden viranomaisten käytössä olevilla valvonnan ja sääntelyn välineillä.

... ja toisinaan raha- ja makrovakaupolitiikan välille voi syntyä ristiriitaitilanteita

Rahapolitiikan ja vastasyklisen makrovakaupolitiikan välille voi myös toisinaan syntyä ristiriitaitilanteita esimerkiksi, jos inflaatio hidastuu samalla, kun luottojen kasvu kiihtyy tai päinvastoin. Tällainen tilanne on mahdollinen, jos tuotannon kasvu teknologiasokin myötä hidastuu, mutta lainakanta suhteessa tuotantoon kasvaa. Jos raha-

¹⁷ Christensen, I. – Meh, C. – Moran, K. (2011).

¹⁸ Darracq, P. M. – Sorensen, C. K. – Rodriguez-Palenzuela, D. (2011). Ks. myös Angeloni, I. – Faia, E. (2013).

¹⁹ Norges Bank (2013).

politiikassa reagoidaan tuotannon kasvun hidastumiseen korkoa laskemalla, mutta samaan aikaan tästä riippumattomasti makrovakauseräpolitiikassa reagoidaan lainakannan kasvuun, seurauksena voi olla voimakkaita muutoksia ohjauskorossa ja pääomavaatimuksissa ilman, että tuotanto ja lainakannan suhde tuotantoon pystytään vakauttamaan. Jos sen sijaan makrovakauseräpolitiikka ja rahapolitiikka koordinoitetaan tällaisessa tilanteessa, talous pystytään vakauttamaan vain pienillä muutoksilla pääomavaatimuksissa ja ohjauskorossa.²⁰

... ja aina vastasyklisiä makrovakauseräpolitiikkaa ei tarvita lainkaan

Esimerkiksi teknologiasokin tapauksessa pelkkä rahapolitiikka voi mallilaskelmissa vaimentaa makrotalouden vaihteluita riittävästi. Vastasyklisiä makrovakauseräpolitiikkaa ei siis tarvita tavanomaisen suhdannevaihtelun hallintaan eikä sitä ole sellaiseen tarkoitettukaan, koska tavanomaiseen suhdannevaihteluun ei liity rahoitusjärjestelmää uhkaavia riskejä. Tavanomaisissa suhdannevaihteluissa vastasyklisen makrovakauserävälineen käyttö voi jopa olla haitallista, varsinkin jos sitä ei koordinoitakaan rahapolitiikan kanssa. Makrovakauseräpolitiikan ja -välineiden merkitys on mallilaskelmien perusteella suurin silloin, kun talouteen kohdistuu rahoitusmarkkinasokki tai yksittäiseen sektoriin kohdistuu sokki. Tällöin makrovakauseräpolitiikalla on rahapolitiikkaa tukeva vaikutus makrotalouden muuttujien vakauttamisessa.²¹

²⁰ Beau, D. – Clerc, L. – Mojon, B. (2011).

²¹ Angelini, P. – Neri, S. – Panetta, F. (2012).

Makrovakauseräpolitiikan onnistuminen euroalueella riippuu monesta tekijästä

Euroalueen taloudessa ja rahoitusmarkkinoissa on joitakin erityispiirteitä, jotka tulee ottaa huomioon makrovakauseräpolitiikassa. Euroalueen taloudet ja rahoitusmarkkinat ovat useilla osa-alueilla pitkälle integroituneita, joskin finanssikriisi on osin kääntänyt kehitystä taaksepäin. Maiden rajat ylittävät makrovakauseräpolitiikan vaikutukset – positiiviset ja negatiiviset – voivat euroalueella olla siten erityisen suuria. Nämä vaikutukset ovat osasyynä siihen, että Euroopan järjestelmäriskikomitealle on annettu erilaisia makrovakauseräpolitiikan koordinoitavuutta, ja siihen, että EU:n vakavaraisuusdirektiiviin sisältyvien kansallisten makrovakauserävälineiden käyttöön liittyy paljon erilaisia tiedonanto- ja lupamenettelyvelvoitteita. Osa makrovakauserävälineistä voi vaikuttaa tehokkaammin, jos välineet otetaan käyttöön useassa maassa.

Euroalueella samat järjestelmäriskit voivat kohdistua samanaikaisesti useisiin maihin. Yksittäisellä maalla voi olla tällaisessa toimintaympäristössä kiusaus välttää epäsuosittuja makrovakauseräpolitiittisia toimia ja odottaa, että muut maat reagoivat ensin. Makrovakauseräpolitiikan kiristäminen yksittäisessä maassa voi ainakin jossain määrin heikentää maan rahoituslaitosten kilpailuasemaa suhteessa muiden maiden rahoituslaitoksiin. Euroalueella tämä voi pitkälle yhdyntyneiden rahoitusmarkkinoiden vuoksi olla potentiaalisesti suurempi ongelma kuin muualla ja osaltaan hidastaa ja passivoida makro-

*Vastasyklisten
pääomapuskurien
ensisijainen tavoite
on vahvistaa
pankkien
tappionsietokykyä.*

vakauspolitiikkaa liikaa.²² EKP:lle tuleva oikeus korottaa vastasyklistä pääomapuskurivaatimusta yli kansallisen viranomaisen asettaman tason pyrkii vähentämään tämänkaltaista makrovakauspolitiikan passiivisuutta.

Pääoman vapaan liikkuvuuden vuoksi ja valuuttakurssiriskin puuttumisen takia maiden rajat ylittävät pääomavirrat euroalueen sisällä voivat olla suuria. Esimerkiksi Espanjassa ulkomainen kysyntä nosti ennen finanssikriisiä myös paikallisten asukkaiden omistamien ja usein lainarahalla hankittujen asuntojen arvoa ja siten ylikuumensi maan asuntomarkkinoita. Yksittäisen euroalueen maan asuntomarkkinoille suuntautuvia pääomavirtoja voi olla vaikea hillitä lainakatolla, joka rajoittaa ensisijaisesti kotimaisten luotonhakijoiden asunto-
luotonottoa.

Omat haasteensa euroalueelle tuo myös sirpaleinen institutionaalinen toimintaympäristö. EU:n rahoitusmarkkinalainsäädännön yhtenä tavoitteena on ollut rakentaa yhteiset pelisäännöt (Single Rule Book) eri maiden rahoituslaitoksille ja siten edistää kilpailua ja rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä. Tavoitteena on niin ikään ollut estää kotimaisten rahoituslaitosten suosiminen sääntelyä keventämällä, mikä aiemmin johti maiden väliseen haitalliseen sääntelykilpailuun. EU:n vakavaraisuussääntelyä rakennettaessa yhteisiä pelisääntöjä noudatettiin niin kirjaimellisesti, että EU-sääntelyn piiriin kuuluvien säännösten kansallinen kiristäminen on pääosin kiellettyä. Tämä ns.

²² Saarenheimo, T. (2010).

maksimiyhdenmukaistamisen periaate rajoittaa monien potentiaalisten makrovakausräätelöiden käyttöä EU-maissa.

Baselin komitean mukaan vastasyklisten pääomapuskurien ensisijainen tavoite on vahvistaa pankkien tappionsietokykyä ja luottosyklin loiventaminen on mahdollinen myönteinen sivuvaikutus. Yhteisen rahapolitiikan toimintaympäristössä voi kuitenkin syntyä tilanne, jossa rahapolitiikan mitoitus ei tue yksittäisen maan makrovakausräätelöiden tavoitteita. Euroalueella herääkin kysymys, tulisiko alueeseen kuuluvien maiden ottaa luotonannon hillitseminen selvemmin makrovakausräätelöiden tavoitteeksi. Vaarana on myös se, että maat jakautuvat makrovakausräätelöiden kassaan aktiivisiin ja passiivisiin, eikä kansallisessa makrovakausräätelöissä oteta riittävästi huomioon mahdollisia epäsuotuisia ulkoisvaikutuksia ja ongelmia mm. rahapolitiikan välittymisen kannalta.

Ovatko finanssikriisit vältettävissä uusien politiikkavälineiden avulla?

Viimeisimmän finanssikriisin kokemukset viittaavat siihen, että vakavimmat makrovakausräätelöiden liittyvät epäsuotuisat maiden rajat ylittävät vaikutukset voivat aiheutua liian passiivisesta makrovakausräätelökäytöstä. Vie kuitenkin vielä useita vuosia ennen kuin uudet makrovakausräätelöt ovat kaikissa maissa tehokkaasti käytössä ja riittävät uudistukset koko euroalueen yhteiseen sekä alueen yksittäisten maiden makrovakausräätelöiden toteutettu.

Vasta myöhemmin tullaan näkemään, kuinka suuri EKP:n rooli tulee

olemaan makrovakaussäilytysvälineiden tiukentamisessa yli kansallisten viranomaisien asettaman tason. Vastasyklinen pääomapuskurivaatimus on ainoa yhdenmukainen ja velvoittavasti kaikissa jäsenmaissa käyttöön otettava direktiiviin sisältyvä dynaaminen makrovakaussäilytysväline. Euroalueella merkittävä osa makrovakaussäilytyspolitiikkaa tulee vastaisuudessaakin jäämään kansallisten viranomaisien vastuulle. Euroalueella makrovakaussäilytysvälineiden käyttöönotossa suurin osa maista on vasta lähtökuopissa. Tämä on tilanne myös Suomessa.

Rahapoliittisten korkojen säilyminen pitkään matalina voi joissakin euroalueen maissa tai joillakin sektoreilla kiihdyttää velkaantumista ja lisätä muita rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä. Tämänkaltaiseen kehityskulkuun tulisi puuttua ajoissa makrovakaussäilytysvälineiden eikä yhteisen rahapolitiikan avulla. Parhaimmillaan sekä yhteinen että maakohtainen makrovakaussäilytyspolitiikka loiventaa finanssisyklejä ja vakauttaa myös yhteisen rahapolitiikan toimintaympäristöä.

Pelkästään yhdellä kaikissa maissa käytettävissä olevalla makrovakaussäilytysvälineellä – vastasyklisellä pääomapuskurilla – ei aina ole mahdollista tehdä riittävää makrovakaussäilytyspolitiikkaa. Olisikin toivottavaa, että mailla olisi käytettävissään myös muita kansallisia makrovakaussäilytysvälineitä, jotta toimenpiteet voitaisiin kohdentaa parhaalla mahdollisella tavalla.

Makrovakaussäilytysvälineiden käytön ensisijaisena tavoitteena tulee todennäköisesti useissa maissa ainakin lähivuosina olemaan rahoituslaitosten pääomapuskureiden vahvistaminen tulevien

kriisitilanteiden varalta. Tällainen politiikka voi näyttää varsin passiiviselta. Esimerkiksi jos vastasyklisellä pääomapuskurilla käytettäisiin mekaanisesti Baselin komitean määrittelemän laskentatavan mukaisesti, puskuri tulaisiin aktivoimaan yksittäisessä maassa keskimäärin 10–20 vuoden välein.²³

Makrovakaussäilytyspolitiikka vakauttaa Suomen taloutta

Kaikissa euromaissa yhdenmukaisesti määritellyn vastasyklisen pääomapuskurin lisäksi olisi erittäin suotavaa, että euroalueen maat ottaisivat käyttöön muitakin dynaamisia makrovakaussäilytysvälineitä. Makrovakaussäilytyspolitiikassa joudutaan kaikissa euroalueen maissa, myös Suomessa, kantamaan erityisen paljon vastuuta rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaavien ja finanssikriisejä aiheuttavien järjestelmäriskien torjumisessa, koska finanssisyklit voivat poiketa toisistaan maittain, mutta rahapolitiikka on kaikille yhteistä. Keinoiksi eivät riitä tehottomiksi osoittautuneet suositukset ja suostuttelu. Finanssipoliittikan välineiden, kuten asumiseen liittyvien verojen, käytöllä on puolestaan muitakin kuin makrovakaussäilytyspolitiikkaa tavoitteita.

Suomen rahoitusjärjestelmässä on ainakin kaksi vakavaa rakenteellista haavoittuvuutta, joiden torjumiseksi Suomessa tarvitaan nykyistä vahvempia makrovakaussäilytysvälineitä. Ensinnäkin Suomen kansantalouden ja suomalaiset kotitaloudet ovat haavoittuvia asuntomarkkinoiden vakavien häiriöiden suhteen. Toiseksi Suomen pankkijärjestel-

Suomen rahoitusjärjestelmässä on kaksi vakavaa rakenteellista haavoittuvuutta: asuntomarkkinoiden häiriöille alttiit kotitaloudet ja kansantalouden sekä keskittynyt pankkijärjestelmä.

²³ Baselin pankkivalvontakomitea (2010).

mä on suuri, erittäin keskittynyt ja voimakkaasti kytkeytynyt kansallisesti ja yli maiden rajojen. Lisäksi joidenkin yksittäisten suurten pankkien vakavat ongelmat voisivat vaurioittaa koko taloutta ja rahoitusjärjestelmää.

Viennistä riippuvaisena pienenä avotaloutena Suomi voi myös kärsiä suljetumpia maita enemmän alueellista tai maailmanlaajuisista finanssikriiseistä. Suomen etujen mukaista on siten edistää rahoitussäätelyn, ja myös makrovakaussäätelyn, vahvistamista sekä EU:ssa että maailmanlaajuisesti.

Asiasanat: rahapolitiikka, makrovakaussäätely, finanssisyklit, euroalue, SSM

Lähteet

- Angelini, P. – Neri, S. – Panetta, F. (2012) Monetary and macroprudential policies. ECB working paper no 1449.
- Angeloni, I. – Faia, E. (2013) Capital regulation and monetary policy with fragile banks. *Journal of Monetary Economics* 60.
- Baselin pankkivalvontakomitea (2010) Countercyclical capital buffer proposal – consultative document. Ks. <http://www.bis.org/publ/bcbs172.htm>.
- Beau, D. – Clerc, L. – Mojon, B. (2011) Macroprudential policy and the conduct of monetary policy. Bank of France occasional paper 8.
- Christensen, I. – Meh, C. – Moran, K. (2011) Bank leverage regulation and macroeconomic dynamics. Bank of Canada. Working paper no 32.
- Darracq, P. M. – Sorensen, C. K. – Rodriguez-Palenzuela, D. (2011) Macroeconomic propagation under different regulatory regimes: Evidence from an estimated DSGE model for the euro area. *International Journal of Central Banking*, vol 7 no 4.
- IMF (2013) The interaction of monetary and macroprudential policies.
- Kauko, K. (2012) Vastasykliset pääomapuskurit Suomessa. *Euro & talous* 2/2012.
- Kauko, K. (2013) Likviditeetinsäätely tulee takaisin. *Euro & talous* 4/2013.
- Lim, C. – Columba, F. – Costa, A. – Kongsamut, P. – Otani, A. – Saiyid, M. – Wezel, T. – Wu, X. (2011) Macroprudential policy: What instruments and how to use them? Lessons from country experiences. IMF working paper 11/238.
- Norges Bank (2013) Monetary policy report with financial stability assessment, no. 2-2013.
- Saarenheimo, T. (2010) Towards a European macroprudential policy. *Bank of Finland Bulletin* 1/2010.
- Smets, F. (2013) Financial stability and monetary policy: How closely interlinked? Muistio, 25.5.2013.
- Tucker, P. (2013) Banking reform and macroprudential regulation: implications for banks' capital structure and credit conditions. Puhe SUERF:n ja Suomen Pankin järjestämässä konferenssissa. Kesäkuu 2013. Helsinki.
- Vauhkonen, J. – Putkuri, H. (2013) Lamauttaako vai vakauttaako lainakatto Suomen asuntomarkkinat. *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 1/2013.
- Vauhkonen, J. – Westman, H. (2013) Suomessa luotava valmiudet asettaa pankeille systeemisää lisäpääomavaatimuksia. *Euro & talous* 2/2013.

Likviditeetinsäätely tulee takaisin

23.8.2013

Basel III -säännösten myötä otetaan käyttöön ensimmäiset kansainvälisesti yhdenmukaistetut pankkien maksuvalmiussäädökset. Uudet säädökset ovat pitkälti seurausta viime vuosina koetusta rahoitusmarkkinoiden myllerryksestä. Syksyllä 2008 monet pankit joutuivat maksuvalmiusongelmiin, kun lukuisien likvideiksi luultujen arvopaperien ja rahoitus sopimusten markkinat lakkasivat toimimasta. Uusien säädösten tarkoitus on velvoittaa pankit suojautumaan tällaisilta ongelmilta. Tässä artikkelissa esitellään likviditeettiudistuksen taustaa ja arvioidaan likviditeetinsäätelyä talusteoreettisten mallien avulla.

L Pankkien maksuvalmiutta on ohjattu säädöksin jo pitkään. Esimerkiksi Yhdysvalloissa vuoden 1863 pankkilaisla vaadittiin pankkeja pitämään reservejä määrä, joka oli vähintään 25 % talletuksista ja pankin itsensä liikkeeseen laskemista seteleistä. Eräissä kaupungeissa tämä osuus oli jopa 60 %. Reserveiksi kelpasivat mm. kolkot. Tästä reservivaatimuksesta tuli vasta myöhemmin rahapoliittinen vähimmäisvarantovaatimus.¹ Esimerkiksi Suomessa vähimmäisvarantovaatimusta käytettiin maaliskuussa 1989 antolainauksen kasvun hidastamisessa.²

Suomessa 1800-luvulla säädetyt ensimmäiset pankkilait eivät asettaneet pankeille juuri lainkaan maksuvalmiutta tai vakavaraisuutta koskevia vaatimuksia, mutta vuonna 1933 voimaan tullessa liikepankkilaisissa pankkien säätelyä lisättiin. Tuolloin mm. asetettiin 20 prosentin kassavarantovaatimus.

¹ Feinman (1993).

² Korhonen (2011, s. 187–191).

Vuoden 1969 pankkilaeissa taas säädettiin, että liikepankilla piti olla kassavarantoa vähintään 20 % vaadittaessa maksettavista ja 5 % muista veloista.³

Euroopan keskuspankissa tehdyn selvityksen⁴ mukaan kahdeksan euroomaata viidestätoista asetti 2000-luvun alussa sitovia, määrällisiä likviditeetti vaatimuksia. Myös Suomessa oli edelleen tällaisia määräyksiä. Luottolaitoslain pykälässä 67 esitettiin vaatimus kassavarannosta, johon laskettiin pankin kassa, kuukauden kuluessa erääntyvät saamiset Suomen Pankilta ja siihen rinnastuvilta keskuspankeilta, kuukauden kuluessa erääntyvät saamiset luottolaitoksilta sekä helposti markkinoitavat saamistodisteet Rahoitus tarkastuksen määräyksen mukaisesti. Kassavarannon oli oltava vähintään 10 % pankin veloista, joista tosin vähennettiin mm. velat Suomen Pankille. Tämä pykälä kumottiin vuonna 2004 annetun hallituksen esityksen mukaisesti. Monet odottivat kumotun pykälän korvaavia ajanmukaisempia EU-tason säädöksiä, joita ei kuitenkaan tullut vielä vuosiin.

Jo kansainvälisen pankkisäätelyn alkuvaiheessa tavoitteena oli vahvistaa sekä pankkien vakavaraisuutta että maksuvalmiutta.⁵ Baselin komitean 1970-luvulla luomat kansainväliset minimivaatimukset koskivat kuitenkin vain vakavaraisuutta. Goodhartin mukaan tämä johtuu siitä, että silloisissa kriiseissä pääosassa olivat vakavaraisuusongelmat. Vuonna 2007 alkanut finanssikriisi on ensimmäinen kehitty-

³ Halme (1996).

⁴ EKP (2002).

⁵ Goodhart (2011, s. 317).



*Karlo Kauko
tutkijaekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*

Finanssikriisin puhjettua kävi selväksi, että tarvitaan pankkien maksuvalmiussääntelyä.

neitä maita koskeva laaja likviditeettikriisi. Goodhart kritisoi (s. 581) lisäksi, että likviditeettisäädösten puuttumisen ohella alkuperäiset Baselin säädökset keskittyivät liiaksi yksittäisiin toimijoihin eivätkä koko rahoitusjärjestelmään. Myös säädöksen talousteoreettinen tausta jäi heikoksi.

Basel III ja EU:n uudet likviditeettisäädökset

Finanssikriisin puhjettua kävi ilmeiseksi, että kansainvälisesti yhdenmukaistetut Basel II -vakavaraisuusvaatimukset eivät olleet riittävän tiukat ja että myös maksuvalmiutta koskeville säädöksille on tarvetta. Baselin komitea esitti vuonna 2010 uuden suosituksen pankkeja koskeviksi vakavaraisuus- ja likviditeettivaatimuksiksi.⁶ Euroopan parlamentti ja EU:n neuvosto ovat hyväksyneet uuden direktiivin (2013/36/EU) ja siihen liittyvän asetuksen oikeudesta harjoittaa luottolaitostoimintaa ja luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvalvonnasta. Asetus on voimassa kaikissa EU-maissa tammikuusta 2014 alkaen. Direktiivin vaatimukset sen sijaan sisällytetään erikseen Suomen kansalliseen lainsäädäntöön. Nämä säädökset perustuvat suurelta osin Baselin komitean ehdotuksiin. Mukana ovat myös uudet likviditeettisäädökset: maksuvalmiusvaatimus ja pysyvän varainhankinnan vaatimus.

Maksuvalmiusvaatimuksen mukaan pankin tulisi selviytyä kuukauden pituisesta likviditeettikriisistä. Likvidejä varoja ja saatavilla olevaa rahoitusta on oltava vähintään niin paljon,

että pankki selviytyisi maksuvelvoitteistaan kuvitellussa stressitilanteessa, jossa rahoituksen uusiminen ei ole mahdollista, mutta kaikki potentiaalisetkin maksuvelvoitteet on hoidettava.

Likvideiksi varoiksi lasketaan keskuspankkiraha, valtioiden ja eräiden kansainvälisten järjestöjen velkakirjat sekä tiettyjä muita eriä. Katetut joukko-velkakirjat lasketaan likvideiksi varoiksi, joskaan ei täydestä arvostaan. Sen sijaan pankkien vakuudettomia joukko-velkakirjoja ei lasketa mukaan. Yritysten liikkeeseen laskemia velkainstrumentteja voidaan rajallisesti lukea likvideihin varoihin vain, jos niillä käydään aktiivisesti kauppaa.

Esimerkiksi muiden pankkien myöntämä vakuudeton luotto ei sen sijaan ole määritelmän mukaista saatavilla olevaa rahoitusta, jos se erääntyy kuukauden kuluessa, sillä lainan uusiminen oletetaan mahdottomaksi. Myös osa vähittäistalutuksista oletetaan menetettäväksi. Lisäksi vastapuolten ja asiakkaiden oletetaan hyödyntävän osan luottolupauksista, jotka pankki on niille antanut.

Toisaalta kriisitilanteessakin pankki onnistuisi perimään merkittävän osan erääntyvistä saamisistaan, joten tietyin rajoituksin pankki voi ottaa ne huomioon. Nämä erääntyvät saamiset voivat kattaa enintään 75 % maksuvelvoitteista. Esimerkiksi kuukauden kuluessa erääntyvästä antolainauksesta oletetaan, että puolet velallisista todella hoitaa maksuvelvoitteensa ajoissa.

Oleellinen osa sääntelyä on mahdollisuus poiketa sen asettamista vaatimuksista. Maksuvalmiusvaatimuksen takia pankin voisi joissain tilanteissa

⁶ Baselin komitea (joulukuu 2010).

olla pakko lopettaa luottojen myöntäminen muille pankeille, mikä heikentäisi rahamarkkinoiden likviditeettiä. Stressikausina laitokset voivat käyttää likvidejä varojaan nettomääräisten maksuveltoitteiden kattamiseen. Euroopan pankkiviranomaisen tehtävänä on määrittellä, minkälaisessa tilanteessa pankeille voidaan sallia likvidien varojen käyttäminen, vaikka maksuvalmiusvaatimus ei enää täytyisi.⁷ Vielä ei ole täysin selvää, millä taholla olisi valtuudet tehdä päätös vaatimuksen tilapäisestä kumoamisesta. Maksuvalmiusvaatimus tulee asteittain voimaan vuosina 2015–2018.

Edellisestä poiketen pysyvän varainhankinnan vaatimukset ovat vielä osittain täsmentymättä, mutta Euroopan pankkiviranomaisen tulee vuoden 2015 loppuun mennessä raportoida Euroopan komissiolle, minkälaisia säädöksiä asiasta tarvitaan. Baselin komitea julkaisi vuonna 2010 muistion, jonka mukaan pitkäaikaisista sijoituksista tietty vähimmäisosuus olisi rahoitettava pitkäaikaisilla tai vakailta rahoituslähteillä. Komitean ehdotuksen mukaan vakaaksi rahoitukseksi laskettaisiin mm. oma pääoma, yli vuoden päästä erääntyvät velat, 90 % talletussuojan kokonaan kattamista talletuksista ja puolet tukkimarkkinoilta saadusta lyhytaikaisesta rahoituksesta.

Nämä säädökset keskittyvät yksittäiseen pankkiin. Ne eivät esimerkiksi sisällä kieltoja, joilla estettäisiin pankkeja huolehtimasta omasta maksuvalmiudestaan tavoilla, jotka ovat omiaan aiheuttamaan likviditeettiongelmia

⁷ Asetuksen artikla 481 h.

muille. Yksittäinen pankki voi ylläpitää omaa maksuvalmiuttaan ja parantaa rahoitusasemaansa lopettamalla luottojen myöntämisen muille pankeille ja luopumalla likvidiydeltään kyseenalaisista arvopapereista heti, jos suhdanteet heikkenevät. Huonosti tunnettujen liikkeeseenlaskijoiden vaikeasti myytävät joukkovelkakirjat päätyvät aina jonkin osapuolen haltuun, ja tuo osapuoli voi olla joko toinen pankki tai jonkin pankin velallinen, joka on ajautumassa maksuvaikeuksiin. Lisäksi laajamittainen myynti voi romahduttaa arvopaperin hinnan epälikvideillä markkinoilla.

Keskuspankit ja liikepankkien likviditeetti

Keskuspankkien rooli on keskeinen pankkien likviditeetin kannalta. Nykyään suppein mahdollinen rahakäsite on keskuspankkiraha, jolla käytännössä kaikki pankkien välinen maksuliikenne hoidetaan. Normaali liikepankki on jokaisena arkipäivänä velvollinen maksamaan velkojaan keskuspankkirahalla, jota se ei pysty luomaan. Pankin keskuspankkiraha voi loppua, jolloin luottolaitos on maksukyvytön.

Ainoastaan setelit ja keskuspankissa olevat talletukset ovat keskuspankkirahaa. Nämä molemmat erät ovat keskuspankin velkoja. Koska keskuspankin liikkeeseen laskema raha on ainoa laillinen maksuväline, keskuspankki on suojattu oman valuuttansa määräisiltä maksuvalmiusongelmilta. Tässä suhteessa keskuspankki eroaa kaikista muista talouden toimijoista, joilla voi ainakin periaatteessa olla vaikeuksia saada riittävästi keskuspankkirahaa.

Vakavaraisuus- ja kannattavuusongelmat ovat keskuspankillekin mahdollisia, mutta pahinkaan mahdollinen vakavaraisuuskriisi ei aiheuta keskuspankille sen oman valuutan määräistä maksuvalmiusongelmaa.

Keskuspankin erikoisaseman on jo pitkään katsottu tuovan myös velvollisuuksia, ja keskuspankkiin on usein turvauduttu hätärahoittajana. Brittiläinen Henry Thornton esitti 1800-luvun alussa ajatuksen, että setelinannon monopoli tuo myös velvollisuuksia, joiden takia keskuspankin on toimittava täysin toisin kuin oli totuttu pitämään normaalina. Vaikeina aikoina keskuspankin tulisi lisätä luotonantoaan, eikä suinkaan muiden pankkien tavoin vähentää sitä, vaikka antolainauksen riskit eivät ainakaan vähene suhdanteiden heiketessä. Monet kyseenalaistivat omituisena pitämänsä ajatuksen, mutta sen mukaisesti kuitenkin toimittiin 1800-luvun talouskriiseissä, usein pakon edessä.

Myöhemmin Walter Bagehot korosti keskuspankin velvollisuutta toimia liikepankkien viimeisenä luottotajana eli hätärahoittajana, joka takaa vakavaraisille pankeille mahdollisuuden saada aina rahoitusta vakuuksia vastaan, joskaan ei välttämättä edullisesti.⁸

Liikepankkien maksuvalmiuden turvaaminen erilaisilla pankkikohtaisilla hätärahoitusjärjestelyillä on tavallista vain kriisitilanteissa, ja silloinkin luotto on yleensä vakuudellista. Tätä voidaan perustella sillä, että hätärahoituksessa keskuspankin toimien tarkoituksena on estää yksittäisen likviditeetti-

ongelmista kärsivän toimijan vaikeuksien kärjistyminen systeemiseksi kriisiksi, mutta ei ottaa tämän vakavaraisuusriskiä kantaakseen.

Uusien likviditeettisäädösten vaikutuksista on esitetty alustavia arvioita.⁹ Bindseilin ja Lamootin mukaan rahapoliittinen järjestelmä ja etenkin keskuspankin vakuuspolitiikka vaikuttavat olennaisesti siihen, kuinka pankit ja markkinat reagoivat Basel III -säännösten tuomiin uusiin säädöksiin ja kuinka helppoa vaatimusten täyttäminen on. Keskuspankkiraha lasketaan likvidiksi varallisuudeksi, ja pankkijärjestelmä voi saada sitä vain keskuspankeista. Tämän rahoituksen ehdot ja etenkin vakuusvaatimukset eivät kaikilla valuutta-alueilla ole samat. Keskuspankkirahoitus ja likviditeetinsäätely muodostavat monimutkaisen kokonaisuuden.

Likviditeetti talusteoriassa

Klassinen tapa tarkastella pankkia likviditeettipalveluiden tuottajana on Diamondin ja Dybvigin malli.¹⁰ Se kuvaa pankin roolia laitoksena, jonka avulla voidaan rahoittaa pitkävaikutteisia investointeja niin, ettei säästäjien tarvitse luopua mahdollisuudesta käyttää varojaan maksuvälineinä yllättävissäkin tilanteissa jo paljon ennen kuin investoinnit ovat ehtineet tuottaa.

Mallissa pankki ensin kerää yllätyksellisiä talletuksia investoidakseen suurimman osan pitkäkestoiseen kohteeseen, jonka voi kuvitella koostuvan vaikka antolainauksesta. Seuraavassa vaiheessa osa tallettajista kokee yllättä-

⁸ Ks. Humphrey – Keleher (1984).

⁹ Bindseil – Lamoot (2011).

¹⁰ Diamond – Dybvig (1983).

vän likviditeettisokin ja joutuu maksamaan odottamattomia menoja. Etukäteen tiedetään, että osa tallettajista kokee tällaisen sokin, mutta kukaan ei voi sanoa, keihin se kohdistuu.

Pankki maksaa rahantarpeen yllätämille asiakkaille näiden saamiset korkoineen. Investoinnin pitoajan lopussa pankki jakaa varansa niille asiakkaille, jotka eivät nostaneet talletuksiaan. Koska osa tuotosta on jo maksettu likviditeettisokin kokeneille asiakkaille, loppuun saakka odottaneet tallettajat saavat vähemmän tuottoa kuin siinä tapauksessa, että olisivat sijoittaneet suoraan eivätkä pankin välityksellä.

Pankki on siis eräänlainen vakuutuslaitos, joka tarjoaa turvaa äkillisen rahantarpeen varalta. Pankin avulla jopa äkillisten menojen yllättämät säästäjät voivat saada lyhytaikaisille talletuksilleen tuottoa, vaikka tarjolla olevat investointikohteet ovat pitkäaikaisia. Valitettavasti jonkin aikaa vallitsee tilanne, jossa pankki on alttiina talletuspäön riskille. Jos tallettajat tulevat epäluuloisiksi kesken investoinnin pitoajan, kaikki yrittävät nostaa talletuksensa ennen kuin tuottoja on saatu. Pankille on jo muodostunut koronmaksuvelvollisuutta, mutta ei vielä tuottoja, joten se ei selviydy velvoitteistaan. Pankki on vakaalla pohjalla vain, jos siihen luotetaan, mutta mahdollinen talletuspakodotus toteuttaa itse itsensä.

Tämän teoreettisen viitekehyksen perusteella uudet likviditeettisäädökset ovat hyvinkin tarkoituksenmukaisia. Pankkiahan vaaditaan varautumaan pieneen talletuspakoon ja etenkin niiden lyhytaikaisten rahoittajien paniikkiin, jotka eivät ole talletussuojan piiris-

sä. Diamondin ja Dybvigin mallin valossa olennaista on eliminoida talletuspäön alut, joista paniikki voisi lähteä liikkeelle. Talletussuojasta nauttivilla vähittäisasiakkailta ei ole syytä nostaa varojaan ennen kuin he tarvitsevat niitä. Rahoituksen kerääminen näiltä asiakkailta on siis järkevää ja pienentänee jopa tukkumarkkinoilla uhkaavan sijoittajapäön riskiä tekemällä pankin vakaamman oloiseksi myös niiden rahoittajien silmissä, jotka eivät ole talletussuojan piirissä.

On myös markkinalikviditeettiin suoraan soveltuvia vakiintuneita teorioita. Näissä teorioissa epäsymmetrinen informaatio on keskeinen elementti. Epäsymmetrisen informaation teorioihin on melko harvoin viitattu likviditeettinsäätelyä kehitettäessä, mutta joitain tulevia vaatimuksia voi hyvin perustella näiden mallien avulla. Tyydyttävän vakavarainen pankki on lähes suojassa maksuvalmiusongelmilta, jos se voi todistaa olevansa vakavarainen, mutta läheskään aina se ei siihen pysty.

Epäsymmetrisen informaation on esitetty olevan omiaan johtamaan tilanteeseen, jossa hinnan sopeutuminen kysynnän ja tarjonnan mukaan ei tasapainota markkinoita.¹¹ Jos molemmat osapuolet tietävät, että ainoastaan myyjä on perillä kauppatavaran todellisesta laadusta, korkeatasoisten tuotteiden markkinoita ei synny. Ostaja epäilee saavansa huonolaatuista tavaraa ja on halukas maksamaan vain huonon tavarann hinnan. Tällä hinnalla myyjän ei kannata myydä laadukasta tavaraa. Jos molemmat osapuolet tietäisivät olevan-

Toimivia arvopaperimarkkinoita ei voi syntyä, ellei myyjillä ja ostajilla ole yhtäläisiä käsityksiä kaupan kohteena olevien instrumenttien laadusta.

¹¹ Akerlof (1970).

Basel III -säännöksissä likvideiksi sijoituskohteiksi on määritelty vain arvopapereita, jotka ovat säilyttäneet likvidiytensä myös vaikeissa rahoitusoloissa.

sa yhtä hyvin perillä tuotteen laadusta, kaupankäynnille ei olisi esteitä, sillä kummallakaan osapuolella ei olisi aihetta suhtautua vastapuolen tarjoukseen epäluuloisesti. Olennaista on siis osapuolten välinen ero tiedon määrässä, ei tiedon puute sinänsä. Kukaan ei pysty laatimaan luotettavia ennusteita osakkeiden tai raaka-aineiden hintakehityksestä, mutta näihin kohde-etuuksiin perustuvien johdannaisten markkinat ovat kasvaneet valtaviksi, sillä kaikki ovat suunnilleen yhtä tietämättömiä tulevista hinnoista.

Kun likvideiksi oletettujen sijoituskohteiden joukkoa on määritelty Basel III -säännöksissä, mukaan on otettu vain sellaisia arvopapereita, jotka menneen kokemuksen valossa ovat säilyttäneet likvidiytensä jopa vaikeissa olosuhteissa. Nämä ovat yleensä sellaisia instrumentteja, joiden todellisesta arvosta ostaja ja myyjä voivat olettaa olevansa suunnilleen yhtä hyvin perillä. Suhdanteiden heiketessä tällaisten arvopapereiden hinnat voivat muuttua, mutta markkinat säilyvät.

Akerlofin teoria ei ehkä sellaisenaan sovellu lainanantoon, mutta epäsymmetrinen informaatio tarjoaa hyvän lähtökohdan myös luottomarkkinoiden epälikvidiyyden analysoinnille. Tähän analyysiin perustuvan teorian mukaan lainojen ylikysyntä on normaali tasapainotilanne markkinoilla, joilla pankilla on vain puutteellista tietoa luotonhakijoista, mutta luotonhakijat tuntevat oman tilanteensa ja suunnitelmansa.¹²

Stiglitzin ja Weissin teorian mukaan lainanhakija ei pysty muuttamaan houkuttelevaksi sopimuskuoppa-

¹² Stiglitz – Weiss (1981).

niksi tarjoutumalla maksamaan korkeampaa korkoa. Osa lainanhakijoista aikoo käynnistää vähäriskisiä mutta heikkotuottoisia yrityksiä, kun taaskin joillain on suunnitelmassa potentiaalisesti hyvin tuottoisa uhkapeli, joka onnistuu vain harvoin.

Rahoituksen kalleus saisi suhteellisen varmoihin mutta heikkotuottoisiin kohteisiin investoivat yrittäjät luopumaan hankkeistaan, joiden tuotto ei missään tapauksessa riittäisi rahoituskustannusten kattamiseen. Luotonantajan ei siis kannata hyödyntää mahdollista ylikysyntää nostamalla korkoja, koska tämä aiheuttaisi haitallista valikoitumista ja saisi vähäriskiset lainanhakijat vetäytymään markkinoilta. Suostumalla korkeaan korkoon lainanhakija profiloituu epäilyttäväksi. Antolainauskorkoa nostamalla pankki heikentää lainasalkkunsua laatua.

Stiglitzin ja Weissin mallia voi helposti soveltaa myös pankkien välisiin markkinoihin. Jos pankki aikoo ostaa hyvän luottoluokituksen saaneen valtion obligaatioita, joiden korko on esimerkiksi 2 %, se ei ota lainaa 3 prosentin korolla tämän hankinnan rahoittamiseksi. Sen sijaan suuririskisiä mutta potentiaalisesti tuottoisia investointeja tekevä pankki voi hyvin ottaa kallista tukkurahoitusta, joten korkeaa korkoa tarjoava pankki on vastapuolen silmissä epäilyttävä.

Rahoitusta tarvitseva pankki ei esimerkiksi syksyllä 2008 saanut luottoa muilta pankeilta ainakaan korkeaa korkoa tarjoamalla. Ja jos pankki on jo ajautumassa kriisiin, se ehkä yrittää hankkia epäedullistakin rahoitusta millä keinolla hyvänsä, vaikka vain aikaa

voittaakseen, joten korkean koron tarjoaminen on huono signaali. Markkinamekanismi ei siis löydä korkoa, jolla rahamarkkinat tasapainottuisivat siten, että pankkien välisten luottojen kysyntää ja tarjontaa olisi yhtä paljon, joten toisilta pankeilta lainaaminen ei ole toimiva rahoituslähde epäluulon levitessä. Teorian kannalta on siis perusteltua olla luokittelematta vakuudetonta ja talletussuojan piiriin kuulumatonta tukku-markkinavelkaa vakaaksi rahoituslähteeksi.

Viimeaikaisissa tutkimuksissa on esitetty teoreettisia perusteluja säädöksille, joilla edellytetään vakaiden rahoituslähteiden käyttämistä lyhytaikaisen markkinarahan sijasta.¹³ Pankki ei päätöksenteossaan ota huomioon omien riskiensä vaikutusta muihin toimijoihin, joten sillä on taipumus hyväksyä suurempia riskejä kuin olisi kansantaloudellisesti toivottavaa. Luotonannon vaarallisen nopea kasvattaminen on vaikeaa, jos se on rahoitettava osakepääomalla ja pitkäaikaisilla lainoilla eikä ”kuumalla” markkinarahalla. Myös lyhytaikaisen markkinarahan käytön verottaminen voi teorian mukaan olla perusteltua. Jos pankeilla on vähän menetettävää ja erityisen voimakkaat kannustimet riskinottoon, pysyvän varainhankinnan vaatimus on tehokkaampi keino, sillä markkinarahalle asetettu vero ei suoranaisesti vähennä riskinottomahdollisuuksia. Sen sijaan Perottin ja Suarezin mukaan vaatimus pitää likvidejä varoja maksuvalmiuspuskurina ei ehkä vaikuta pankin toimintaan: ääritapauksessa pankki

vain ottaa lainaksi lisää markkinarahaa ja sijoittaa sen kohteeseen, joka täyttää likvidien varojen määritelmän.

Yhdenmukaiset likviditeettisäädökset tarpeen

Rajallinen ja harkittu likviditeettiriskin ottaminen kuuluu olennaisena osana pankkitoimintaan. Maturiteetitransformaatio eli pitkäaikaisten lainojen rahoittaminen lyhytaikaisilla talletuksilla on pankin tärkeimpiä tehtäviä. Tästä aiheutuvat riskit on kuitenkin pidettävä kohtuullisina. Viime vuosien ja etenkin syksyn 2008 kokemukset osoittavat, että kaikista finanssi-innovaatioista huolimatta likviditeettiriskejä on edelleen olemassa, ja maksuvalmius on nykyäänkin ensiarvoisen tärkeä kysymys pankeille. Maksuvalmiuden laskeminen yhden rahoituslähteen varaan osoittautuu usein virheratkaisuksi vaikeiden aikojen koittaessa.

Tulossa olevan laajan sääntelyuudistuksen kaikkia vaikutuksia ei ehkä voida luotettavasti arvioida edes jälkeinpäin, mutta likviditeettivaatimusten ottaminen osaksi pankkisääntelyä on perusteltua. Koska eri puolilla EU:ta toimilupansa saaneilla pankeilla on mahdollisuus tarjota palveluita koko unionin alueella, on myös perusteltua yhdenmukaistaa likviditeettisäädökset. Ilman tällaista maidenvälistä yhdenmukaistamista säädösten noudattamisesta tulisi käytännössä vapaaehtoisia. Toiminnot voitaisiin aina sijoittaa siihen jäsenvaltioon, jonka lainsäädäntö asettaa vähiten esteitä. Sijoittautumispäätös ei vaikuta edes siihen, mihin jäsenvaltioon palveluita voidaan markkinoida, joten puhtaasti kansallises-

Koska eri puolilla EU:ta toimilupansa saaneilla pankeilla on mahdollisuus tarjota palveluita koko unionin alueella, on myös perusteltua yhdenmukaistaa likviditeettisäädökset.

¹³ Perotti – Suarez (2011).

ti toteutettu sääntely ei EU-maan
tapauksessa olisi tarkoituksenmukainen
ratkaisu.

*Asiasanat: likviditeetti, maksuvalmius,
pankkisääntely*

Kirjallisuus

- Akerlof, G. A. (1970) The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84, 488–500.
- Baselin komitea (joulukuu 2010) Basel III; international framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring.
- Bindseil, U. – Lamoot, J. (2011) The Basel III framework for liquidity standards and monetary policy implementation. SFB 649 discussion paper. Humboldt Universität Berlin.
- Diamond, D. W. – Dybvig, P. H. (1983) Bank runs, deposit insurance and liquidity. *Journal of Political Economy* 91, 401–419.
- EKP (2002) Developments in banks' liquidity profile and management.
- Feinman, J. N. (1993) Reserve requirements: History, current practice and potential reform. *Federal Reserve Bulletin*, kesäkuu, 569–589.
- Goodhart, C. (2011) *The Basel Committee on Banking Supervision: a History of the early years*. Cambridge University Press.
- Halme, L. (1996) Pankkisääntelyn teoria ja normit – Oikeudellinen näkökulma. Suomen Pankin keskustelualoite 27/1996.
- Humphrey, T. M. – Keleher, R. E. (1984) The lender of last resort: a historical perspective. *Cato Journal of Economics* 4, 275–321.
- Korhonen, T. (2011) Säännöstelystä markkinoille. Suomen Pankki A:114.
- Perotti, E. – Suarez, J. (2011) A Pigovian Approach to Liquidity Regulation. Duisenberg School of Finance. Tinbergen Institute Discussion Paper TI 11-040 / DSF 15.
- Stiglitz, J. E. – Weiss, A. (1981) Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review* 71, 393–410.

Vielä finanssipolitiikan kertoimista

5.9.2013

Viimeisen vuoden aikana on keskusteltu paljon finanssipolitiikan sopeutuksen ja talouskasvun välisestä yhteydestä. Euroalueen maissa havaitut kasvun ennustevirheet vuosina 2010–2011 eivät tämän artikkelin mukaan johtuneet aikaisemmin arvioitua suuremmista finanssipolitiikan kertoimista. Sen sijaan ennustevirheiden syynä oli yleinen euroalueen maiden valtionvelan riskin uudelleenarviointi, joka vaikutti suhteessa enemmän alueen haavoittuvampiin maihin. Näissä maissa valtionvelan korot nousivat voimakkaasti ja luottoehdot kiristyivät, minkä vuoksi kotimainen kysyntä supistui odotettua enemmän.

Kansainvälisen valuuttarahaston maailmantalouden ennuste lokakuulta 2012 sisälsi ns. kehikkotekstin ”Ovatko finanssipolitiikan lyhyen aikavälin kertoimet aikaisemmin arvioitua suurempia?”.¹ Sen olivat kirjoittaneet Olivier Blanchard ja Daniel Leigh. Kirjoittajien mukaan ennustettua heikompi kasvu korreloi suunnitellun julkisen talouden säästötoimien voimakkuuden kanssa vahvasti 28 maassa. Kirjoittajat tulkitsivat tämän siten, että finanssipolitiikan vaikutus – eli sen kerroin – olisi aikaisemmin arvioitua suurempi.

Tulokset herättivät suurta huomiota, vaikka ne olivat vain pieni osa laajaa raporttia ja perustuivat yksinkertaiseen regressiomalliin. Kansainvälinen valuuttarahasto olikin varovainen johtopäätöksissään. Silti monet katsoivat tulosten osoittavan, että finanssipolitiikka on liian kireää ja että julkisen

¹ Are we underestimating short-term fiscal multipliers? IMF (2012) WEO.

talouden säästötoimet tappavat kasvun kehittyneissä talouksissa.

Euroopan komissio osallistui keskusteluun marraskuun 2012 ennusteesaan omalla analyysillään, jonka mukaan kasvun ennustevirheet euroalueella voidaan selittää pääasiassa valtionvelan korkojen huomattavalla nousulla velkakriisin aikana.² Mikäli korkojen vaikutus otetaan huomioon, finanssipolitiikan selitysvaikutus häviää lähes kokonaan.

Komission analyysiä ei kuitenkaan voida pitää tilastollisesti vakuuttavana vasta-argumenttina Kansainvälisen valuuttarahaston tuloksille. Taloustieteen termin ilmaistuna valtionvelan korkojen muutos kriisivuosina on endogeeninen suhteessa kasvuun, eikä sitä siksi voi käyttää kontrollimuuttujana regressiomallissa. Toisin sanoen valtionvelan korkojen nousu ei välttämättä ole kasvun hidastumisen riippumaton syy, vaan se voi olla myös seuraus heikosta kasvusta, jonka liian tiukka finanssipolitiikka on aiheuttanut. Sen sijaan, että tarjoaisivat vaihtoehtoisen selityksen kasvun ennustevirheisiin, komission tulokset saattavat heijastaa vain yhtä mekanismia, jonka välityksellä kireä finanssipolitiikka hidastaa talouskasvua.

Komission näkökulma on analyysin teknisistä heikkouksista huolimatta relevantti. Tosiasia on, että euroalueen velkakriisi kasvatti valtionvelan ja pankkien varainhankinnan kustannuksia ja kiristi luottoehtoja monissa euroalueen maissa. Tuntuu ilmeiseltä, että tällä on täytynyt olla vaikutusta valuut-



*Pasi Ikonen
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*



*Tuomas Saarenheimo
osastopäällikkö
(31.8.2013 saakka)
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*



*Matti Virén
professori (konsultti
Suomen Pankissa)
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*

² Euroopan komissio (2012).

Finanssikriisin myötä markkinoilla oivallettiin, ettei euroalueen maiden valtionvelka vastannutkaan tavanomaista valtionvelkaa.

ta-alueen talouskasvuun. Finanssipoliitiikan kertoimista käytävän keskustelun näkökulmasta relevantti kysymys on, aiheuttivatko (liian) tiukat julkisen talouden säästötoimet vuodesta 2010 eteenpäin valtionvelan korkoerojen levenemisen.

Tulkinta euroalueen kasvun hidastumisesta

Euroalueen talouskehitystä voidaan tulkita seuraavasti. Vuosina 2010–2011 markkinoiden näkemys euroalueen maiden valtionvelasta muuttui jyrkästi. Ennen kriisiä alueen valtioiden liikkeesen laskema euromääräinen velka miellettiin ja hinnoiteltiin aivan kuin minkä tahansa valtion kotimaanvaluuttan määräinen velka. Velkakriisin aikana tämä käsitys muuttui. Markkinat oivalsivat, ettei euroalueen maiden valtionvelka kaikilta osin vastannutkaan normaalia valtionvelkaa. Euroalueen maat eivät voineet käyttää valuuttakurssia sopeutusvälineenä, eikä niille ollut tarjolla rajoittamatonta keskuspankkilikviditeettiä, joka pohjimmiltaan takaa niiden maiden luottokelpoisuuden, joilla on oma valuutta.³ Tämän oivalluksen myötä euroalueen maiden valtionvelka alkoi näyttää vähemmän normaalilta valtionvelalta ja muistuttaa sen sijaan Yhdysvaltain osavaltioiden liikkeeseen laskemaa velkaa. Tuloksena oli euroalueen maiden valtionvelan dramaattinen uudelleenhinnoittelu vuosina 2010–2011.

Tämän artikkelin hypoteesi – joka seuraa komission tulkintaa – on, että pääasiallinen syy ennustettua heikom-

³ De Grauwe (2011).

paan kasvuun useissa euroalueen maissa oli yllä kuvattu kehityskulku. Kasvu hidastui, kun velkakriisi ja siihen liittyvät luottoehtojen tiukentuminen vähenivät kotimaista kysyntää.

Tämä hypoteesi tarjoaa myös luontevan selityksen sille korrelaatiolle, jonka Blanchard ja Leigh identifioivat vuonna 2010 suunniteltujen julkisten säästötavoitteiden ja myöhempien kasvupettymysten välillä. Molempien näiden taustalla oli julkisen talouden haavoittuvuus ennen velkakriisiä. Vuonna 2010 kunnianhimoisimpia säästösuunnitelmia laadittiin niissä maissa, joissa julkistalouden korjaustarve oli suurin. Kuten tiedetään, nämä olivat samat maat, joihin velkakriisi iski pahiten.

Tässä on siis esitetty kaksi kilpailevaa tulkintaa euroalueen maiden kasvun ennustevirheiden syistä. Ensimmäisen tulkinnan mukaan ennustevirheet johtuivat julkisten säästötoimien odotettua suuremmista vaikutuksista. Toisessa tulkinnassa ennustevirheet liitetään velkakriisin aiheuttamaan korkojen nousuun, joka iski voimakkaimmin niihin maihin, joiden julkisen talouden tila oli kriisin alkaessa heikoin.

Seuraavaksi näitä kahta tulkintaa testataan tilastollisin menetelmin. Lähtökohtana on Euroopan komission analyysi, jota on laajennettu niin, että siinä otetaan huomioon korkojen muutosten endogeenisuus.

$$\text{Kasvun ennustevirhe} = \alpha + \beta \text{ ennustettu finanssipolitiikka} + \gamma \text{ valt. joukkol. tuoton muutoksen sovitte} + \varepsilon$$

Estimoitavan yhtälön selitettävä muuttuja on komission vuoden 2010 kevätennusteen 16:ta euromaata koskeva BKT:n kasvun ennustevirhe vuosina 2010–2011. Selittävät muuttujat ovat suunniteltujen säästötoimien määrä ja valtion 10-vuotisen joukkolainan tuoton muutos vuosina 2010–2011. Endogeenisuusongelman poistamiseksi valtionvelan korkomuuttuja instrumentoidaan käyttämällä kolmea vahvasti eksogeenista muuttujaa, jotka mittaavat maan julkisen talouden haavoittuvuutta tarkastelujakson alussa. Nämä muuttujat ovat julkisen talouden kokonaisvaje vuonna 2009 (% BKT:stä), valtionvelan luottoriskinvaihtosopimusten (CDS) keskihinta vuoden 2009 lopussa ja valtion luottoluokitus vuoden 2009 lopussa. Näiden kolmen muuttujan tarkoitus on mitata kunkin euroalueen maan julkisen talouden haavoittuvuutta velkakriisiin alla, ja muuttujat selittävätkin

lähes 80 % valtion joukkolainojen tuoton muutoksen maittaisesta vaihtelusta kriisin aikana. Mikään tuloksista ei riipu täsmällisestä instrumenttien valinnasta.

Jos julkisen talouden säästötoimet aiheuttivat kasvun hidastumisen, suunnitellun finanssipolitiikan kertoimen pitäisi olla negatiivinen. Jos taas taantumän syy oli velkakriisin ja julkisen talouden haavoittuvuuden yhteisvaikutus, instrumentoidun valtionvelan korkomuuttujan kertoimen pitäisi muodostua negatiiviseksi.

Instrumentoitu valtionvelan korkojen muutos on tilastollisesti erittäin merkitsevä ennustettua heikomman kasvun selittäjä (taulukko). Suunnitellun finanssipolitiikan kerroin säilyy vain lievästi negatiivisena eikä poikkea tilastollisesti merkitsevästi nolasta. Suunnitellun finanssipolitiikan ja seuranneen ennustettua heikomman kas-

Taulukko.

Vielä BKT:n kasvun ennustevirheistä ja ennustetusta finanssipolitiikasta

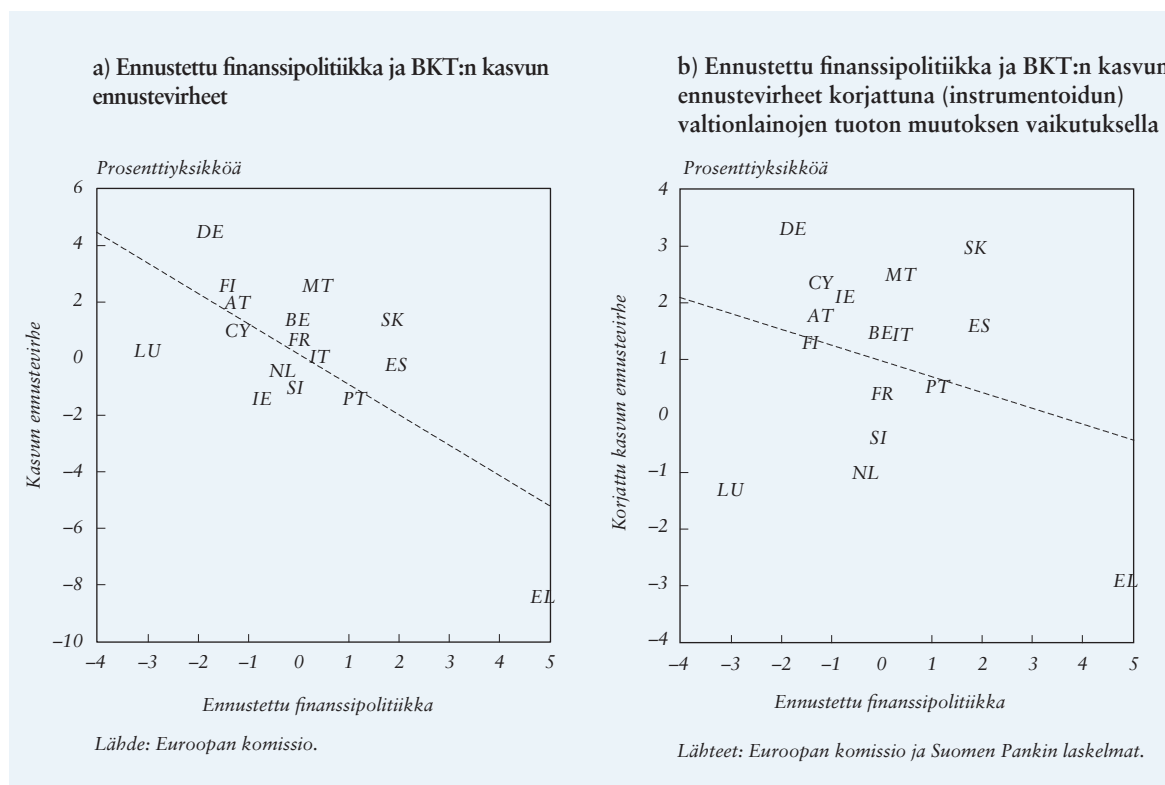
Vakio	0,97*	(0,54)
Ennustettu finanssipolitiikka	-0,28	(0,39)
Valtion joukkolainojen tuoton muutoksen sovite	-0,56**	(0,21)
R ²	0,67	

$$\text{Kasvun ennustevirhe} = \alpha + \beta \text{ ennustettu finanssipolitiikka} + \gamma \text{ valt. joukkol. tuoton muutoksen sovite} + \varepsilon$$

$$\text{Valt. joukkol. tuoton muutos} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{ valt. luottol.} + \gamma_2 \text{ valt. CDS:n hinta} + \gamma_3 \text{ julk. tal. vaje} + \eta$$

Huom. Sulkeisiin merkityt luvut ovat keskiarvoja. * ja ** tarkoittavat tilastollista merkitsevyyttä 10 ja 5 prosentin merkitsevyytätasolla. Reaalisen BKT:n kasvun ennustevirheet ovat kumulatiivisia (2010–2011) (Euroopan komission kevätennuste 2010). Ennustettu finanssipolitiikka on rakenteellisen rahoitusaseman muutos (% potentiaalisesta BKT:stä) vuosina 2010–2011 (Euroopan komission kevätennuste 2010). Valtion 10-vuotisen joukkolainan tuoton muutos viittaa vuoden 2009 lopun ja vuoden 2011 lopun väliseen ajanjaksoon (lähde: Euroopan komissio). Vuoden 2009 julkisen talouden kokonaisvaje (% BKT:stä) perustuu Euroopan komission tietoihin, ja vuoden 2009 lopun S&P:n pitkäaikaisen valtionvelan luottoluokitustiedoissa lähteenä on Bloomberg. Valtionvelan luottoriskinvaihtosopimusten hinnat on laskettu vuoden 2009 viimeisen neljänneksen keskiarvoina (lähde: Blanchard – Leigh (2013), Luxemburgille on käytetty samaa tietoa kuin Saksalle). Otos: 16 euroalueen maata (pl. Viro).

Kuvio 1.



vun välinen keskinäinen korrelaatio on suuri (kuvio 1a). Tämä korrelaatio häviää, kun (instrumentoidun) valtionvelan korkojen muutoksen vaikutus otetaan huomioon (kuvio 1b).

Tulokset siis tukevat vahvasti hypoteesia, jonka mukaan syy euroalueen maiden kasvun odottamattomaan hidastumiseen oli velkakriisin aiheuttama rahoituksen kiristyminen, joka vaikutti suhteessa enemmän julkiselta taloudeltaan haavoittuvimpiin euroalueen maihin. Kun tämä mekanismi otetaan huomioon, ei finanssipolitiikan säästötoimien kasvua hidastava vaikutus enää näyttäydä merkittävästi odotettua suurempana.

Tulokset myös valottavat De Grauwen ja Lin vuonna 2013 esiin nostamaa kysymystä, johtuivatko euroalueen maiden valtionvelan korkoerojen muutokset velkakriisin aikana talouden perustekijöistä vai markkina-psykologiasta. De Grauwen ja Lin tulokinta oli, että ”...pelko ja paniikki... kasvattivat korkoerot keinoitekoisen suuriksi”.⁴ Vaikka pelko ja paniikki olivat kriisin eri vaiheissa tärkeässä osassa, valtionvelan korkoerojen muutokset heijastivat tässä artikkelissa esitettyjen tulosten mukaan selvästi talouden perustekijöitä.

⁴ De Grauwe – Li (2013).

Valtionvelan riskin uudelleenarviointi syynä euroalueen ennustevirheisiin

Vuosien 2007 ja 2011 välillä markkinoiden suhtautuminen euroalueen valtioihin muuttui äärimmäisyydestä toiseen. Ennen kriisiä euroalueen valtioiden joukkolainamarkkinoilla vallitsi huomattavan luottamuksen tasapaino. Markkinatoimijat pitivät euroalueen maiden valtionvelkaa riskittömänä, eikä korkoeroja käytännöllisesti katsoen ollut. Vuoden 2009 lopusta alkaen euroalueen valtionvelan riskin asteittainen uudelleenarviointi ohjasi markkinat paljon vähemmän suotuisaan tasapainoon ja valtionvelan korkoerot repeivät. Kuten de Grauwe ja Li ovat aiemmin todenneet, tämän riskien uudelleenarvioinnin pääasiallinen syy ei ollut talouden perustekijöiden heikentyminen, vaan sitä ohjasi pitkälti itseään ruokkiva dynamiikka.

Samalla tässä artikkelissa esitetyt tulokset osoittavat, että talouden perustekijät määrasivät hyvin pitkälti sen, mihin euroalueen valtioihin markkinoi-

den suhtautumisen muutos kohdistui voimakkaimmin: mitä haavoittuvampi maan julkinen talous oli ennen kriisiä, sitä suurempi valtion joukkolainojen tuoton muutos oli. Tulokset eivät puolla sellaista käsitystä, että markkinat olisivat rankaisseet erityisesti niitä maita, joiden julkisen talouden vakauttamissuunnitelmat olivat poikkeuksellisen kunnianhimoisia.

Tulosten mukaan valtionvelan riskin uudelleenarviointi sekä tämän arvioinnin ja julkisen talouden haavoittuvuuksien yhteisvaikutus selittävät Kansainvälisen valuuttarahaston havaitsemat kasvun ennustevirheet⁵ – ainakin euroalueen maiden tapauksessa. Kun tämä mekanismi otetaan huomioon, aikaisemmin arvioitua suuremmasta finanssipolitiikan kasvuvaikutuksesta ei jää näyttöä.

Asiasanat: finanssipolitiikka, kasvun ennustevirheet, finanssipolitiikan kerroin

⁵ IMF (2012).

Lähteet

Blanchard, O. – Leigh, D. (2013) Growth forecast errors and fiscal multipliers. IMF working paper 13/1. Ks. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>.

De Grauwe, P. (2011) The European Central Bank as a lender of last resort. *Vox*, 18.8.2011. Ks. <http://www.voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort>.

De Grauwe, P. – Li, Y. (2013) Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications. *Vox*, 21. 2. 2013. Ks. <http://www.voxeu.com/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>.

Euroopan komissio (2012) European economic forecast – autumn 2012 (Box 1.5.) Ks. http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2012_autumn/box_af12_-_multipliers_en.pdf.

IMF (2012) World Economic Outlook. Are we underestimating short-term fiscal multipliers? (Box 1.1.) Lokakuu. Ks. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>.

Arvonlisäykseen perustuvat ulkomaankauppabilastot haastavat perinteisen kuvan kansainvälisestä kaupasta

30.8.2013

Arvonlisäykseen perustuva ulkomaankaupan tilastointi jäljittää jokaisen maan ja sektorin tuottaman arvonlisäyksen tuotantoprosessin eri vaiheissa. Uusi OECD:n ja WTO:n laatima tietokanta antaa päätalousalueiden kauppavirtojen epätasapainosta sekä tuonnin ja viennin välisestä riippuvuudesta erilaisen kuvan kuin perinteiset tullitilastot. Tässä artikkelissa tarkastellaan myös euroalueen kauppataseiden epätasapainoa arvonlisäysperusteisesti. Arvonlisäykseen perustuvat tilastot eivät korvaa perinteisiä bruttopohjaisia ulkomaankauppabilastoja, mutta tarjoavat vaihtoehtoisen tavan tarkastella ulkomaankaupan merkitystä etenkin sellaisten maiden kannalta, jotka ovat integroituneet globaaleihin arvoketjuihin.

Kansainvälinen kauppa on kasvanut nopeammin kuin maailman tuotannon arvo etenkin viimeisen kahden vuosikymmenen aikana. Kaupan esteiden purkaminen, kuljetuskustannusten pienentyminen ja tekniikan kehitys ovat keskeisiä tätä kehitystä vauhdittaneita tekijöitä. Etenkin välituotteiden ja -palveluiden kansainvälinen kauppa on lisääntynyt, mikä puolestaan on seurauksena yritysten tuotantoprosessien maantieteellisestä pilkkoutumisesta. Näissä ns. arvoketjuissa hyödykkeen valmistusprosessi jakautuu eri maihin, jotka erikoistuvat yrityskohtaisten kilpailuetujen ja maakohtaisten suhteellisten etujen mukaan.¹ Välituotteiden kansainvälinen kauppa onkin kasvanut lopputuotteiden kauppaa nopeammin. OECD:n arvion mukaan 56 % maailman tavarakaupas-

¹ Ali-Yrkkö, Jyrki (2013) *Mysteeri avautuu*. Suomi globaaleissa arvoverkostoissa. Taloustieto Oy (ETLA B257).

ta ja 72 % palveluiden kaupasta koostui välituotepanoksista vuonna 2009.

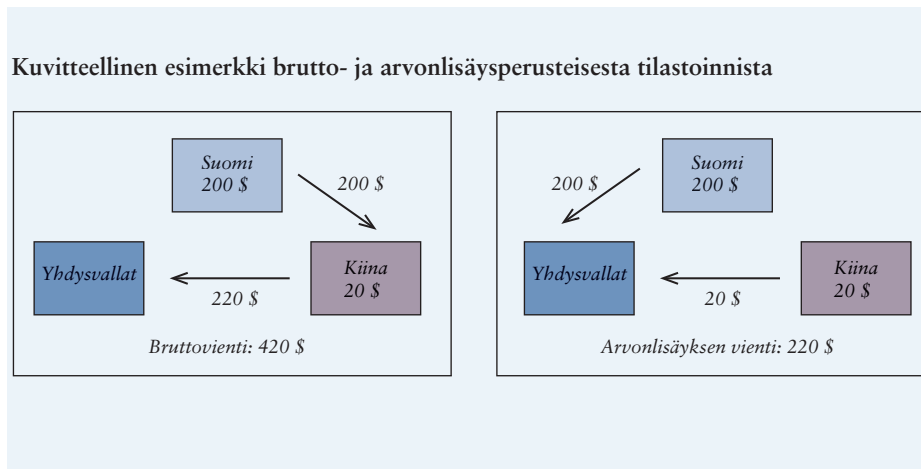
Maailmankaupan ja tuotantoketjun monimuotoisuus ei tule esiin perinteisistä ulkomaankaupan tullitilastoista, joihin hyödykkeen arvo kirjataan aina kun se ylittää maan rajan. Jos välituote ylittää maiden rajat useaan kertaan tuotannon eri vaiheissa, välituotteen arvo kirjautuu moninkertaisesti bruttoarvoihin perustuviin ulkomaankauppabilastoihin. Toisaalta taas jonkin lopputuotteen kokoonpanoon erikoistuneen maan bruttovientitilastot saattavat liioitella hyödykkeen merkitystä maan talouden kannalta, sillä kokoonpanon arvonlisäys ei muodosta tyypillisesti merkittävää osaa tuotteen arvosta.

Bruttotilastoissa piilevää harhaa voidaan havainnollistaa esimerkiksi (kuvio 1). Oletetaan, että konepajateollisuuden yritys vie Suomesta Kiinaan komponentteja 200 dollarin arvosta. Komponenteista Kiinassa koottu tuote myydään 220 dollarilla Yhdysvaltoihin. Bruttotilaston mukaan Suomesta Kiinaan suuntautuvan koneiden viennin arvo on 200 dollaria ja Kiinasta Yhdysvaltoihin 220 dollaria. Etenkään Kiinasta Yhdysvaltoihin suuntautuvan koneiden viennin arvo ei lainkaan kuvasta konepajateollisuuden merkitystä Kiinan kansantaloudelle, sillä koneiden kokoonpanon arvonlisäys on vain 20 dollaria. Jos kauppaa tarkasteltaisiin arvonlisäysperusteisesti, kirjattaisiin Suomesta Yhdysvaltoihin suuntautuvan viennin arvoksi 200 dollaria ja Kiinasta Yhdysvaltoihin suuntautuvan viennin arvoksi 20 dollaria. Arvonlisäysperusteiset ulkomaankauppabilastot kuvaavatkin kaupan merkitystä maan taloudelle paremmin kuin bruttopohjainen tilastointi.



*Elisa Newby
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*

Kuvio 1.



OECD ja WTO ylläpitävät kansainvälisen ulkomaankaupan arvonlisäyksen tietokantaa.

Tarkastelun lähteenä käytetään seuraavassa uutta OECD:n ja Maailman kauppajärjestön WTO:n laatimaa ulkomaankaupan arvonlisäyksen tietokantaa (Trade in Value-Added, TiVa). Tietokanta sisältää 40 maan ja 18 toimialan arvonlisäysperusteisesti lasketut tavaroiden ja palveluiden ulkomaankauppatilastot. Aineisto kattaa 95 % maailman tuotannosta ja 90 % kansainvälisestä kaupasta vuosina 1995, 2000, 2005, 2008 ja 2009. Arvonlisäys lasketaan hyödykkeen tai palvelun viennin arvonlisäyksen sekä sen valmistukseen käytettyjen niin koti- kuin ulkomailla tuotettujen välituotteiden ja raaka-aineiden hankintahinnan erotukseksi. Arvonlisäysperusteiset tilastot on estimoitu maiden virallisista tilastoista yhdistämällä kansalliset panos-tuotostaulut kahdenvälisen kauppatilastojen avulla globaaleiksi panos-tuotostauluiksi.² Tietokannasta saadaan hyvinkin yksityiskohtaista

² Tietokannan ja metodin kuvaus, ks. <http://www.oecd.org/industry/ind/measuringtradeinvalue-added-oecd-wtojointinitiative.htm>. Tietokanta julkaistiin ensimmäisen kerran tammikuussa 2013 ja sitä laajennettiin toukokuussa 2013.

maittaista ja toimialoittaista tietoa, esimerkiksi tietyn maan toimialan arvonlisäyksen osuus jonkin toisen maan toimialan viennin bruttoarvosta.

OECD:n arvion mukaan noin kaksi kolmasosaa maailmankaupasta on kansainvälisten yhtiöiden sisäistä kauppaa. Monikansalliset yritykset myyvät lopputuotteita ja välituotteita sekä palveluita tytäryhtiöilleen tai saman konsernin toisille yrityksille. Konsernien sisäisessä kaupassa käytettävät ns. siirtohinnat ratkaisevat sen, mihin maahan yrityksen voitot kotiutetaan. Tällä on suora yhteys siihen, mihin maahan etenkin aineettoman pääoman, kuten brändien ja patenttien, arvonlisäys jää.³

Viennin kotimaiseen arvonlisäykseen vaikuttavat maan koko ja tuotantorakenne

Bruttoperusteisesti laskettu tavaroiden ja palveluiden viennin arvo suhteessa bruttokansantuotteeseen on suurempi kuin arvonlisäysperusteisesti laskettu

³ Ali-Yrkkö, Jyrki (2013).

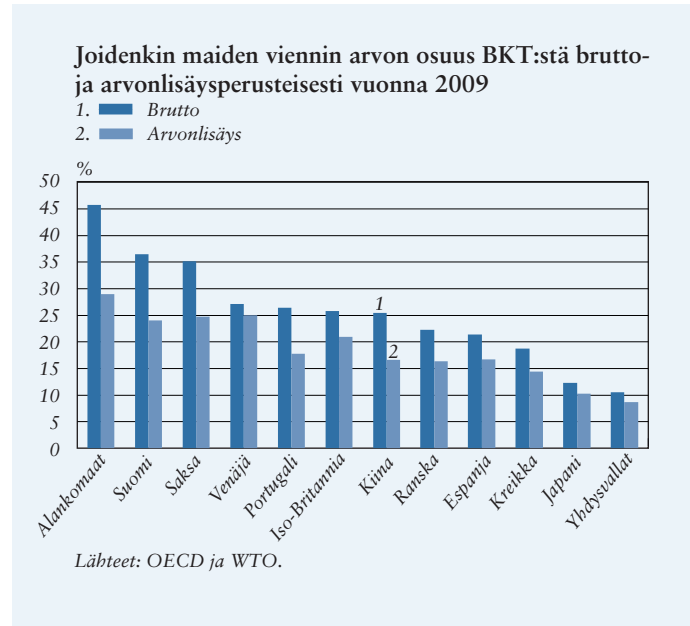
(kuvio 2). Ero johtuu välihyödykkeiden moninkertaisesta kirjautumisesta ulkomaankauppatilastoihin.

Raaka-aineita vievän maan – kuten Venäjän – brutto- ja arvonlisäperusteisesti lasketun viennin välinen ero on pieni. Sen sijaan arvoketjun loppupäässä sijaitsevan maan, kuten Alankomaiden, tai loppukokoonpanoon keskittyneen maan, kuten Kiinan, brutto- ja arvonlisäperusteisten lukujen välinen erotus on suuri, koska muista maista peräisin olevaa arvonlisäystä kanavoituu näiden maiden kautta raaka-aineiden ja väli-
tuotteiden ja -palveluiden tuonnin ja lopputuotteiden viennin välityksellä. Mitä enemmän maan tuotanto erikoistuu, sitä suuremmaksi brutto- ja arvonlisäperusteisesti laskettujen vientilukujen erotus muodostuu.

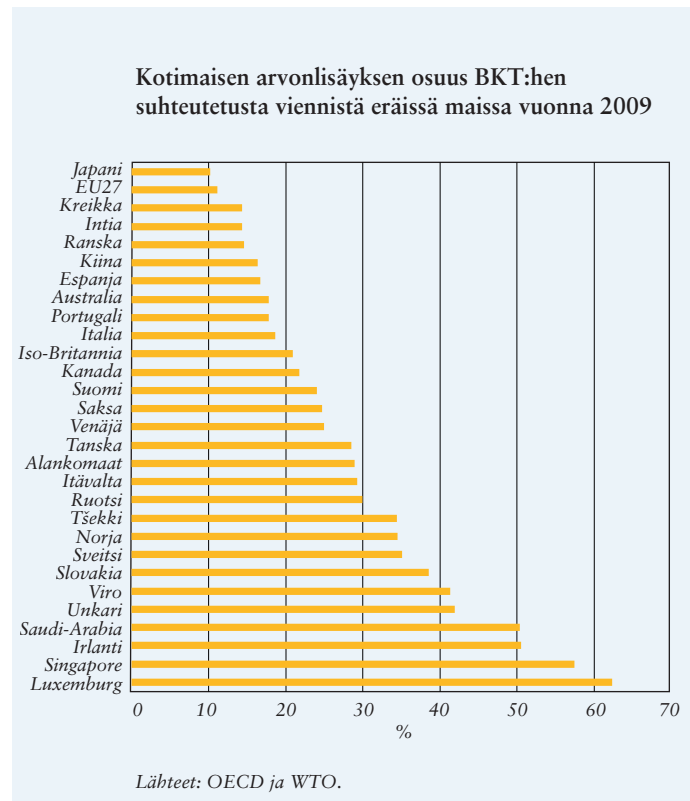
Maan integroitumista globaaleihin arvoketjuihin ja ulkomaankaupan arvonlisäyksen merkitystä maan taloudelle voidaan mitata kolmella mittarilla. Niistä ensimmäinen on viennin kotimaisen arvonlisäyksen ja maan bruttokansantuotteen arvon välinen suhde (kuvio 3). Luku sisältää arvonlisäyksen osuuden suorasta viennistä sekä välillisestä viennistä kolmannen maan kautta.

Viennin kotimaisen arvonlisäyksen vastinpari on tuonnin ulkomainen arvonlisäys (kuvio 4). Ulkomaisen arvonlisäyksen osuus kotimaan kysynnästä BKT:hen suhteutettuna määrittelee, kuinka paljon kotimaiseen kysyntään – yksityiseen ja julkiseen kulutukseen sekä investointeihin – sisältyy ulkomaista arvonlisäystä. Mitä suurempi tämä suhdeluku on, sitä enemmän kotimaisen kysynnän kasvu lisää ulkomaisen arvonlisän tuontia.

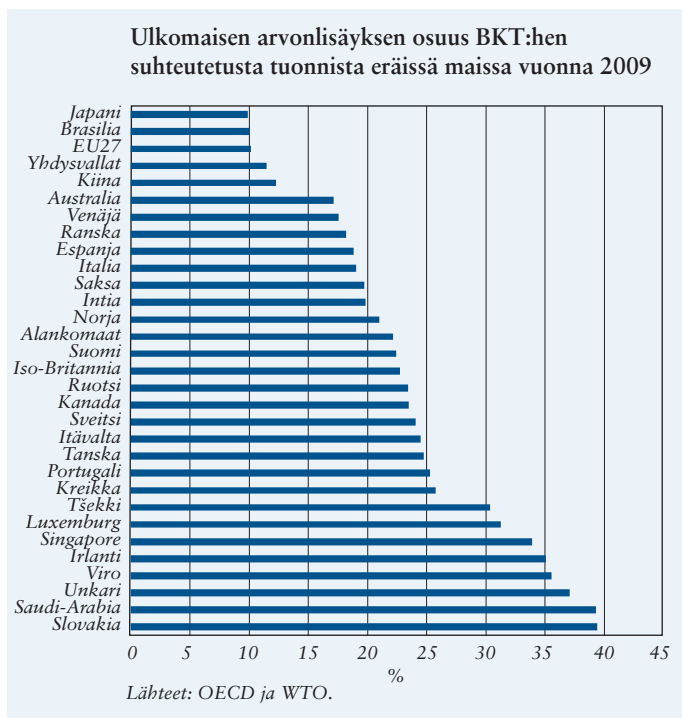
Kuvio 2.



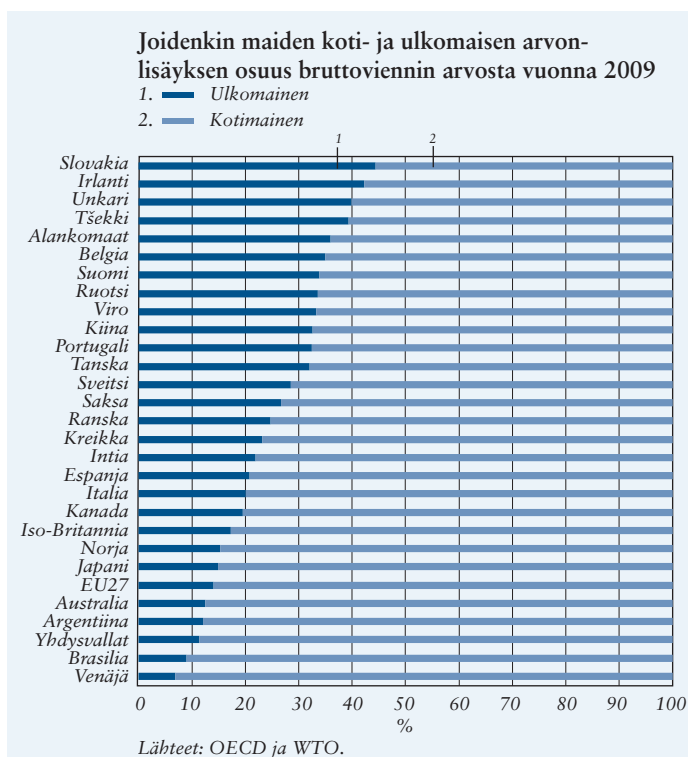
Kuvio 3.



Kuvio 4.



Kuvio 5.



Kolmantena mittarina on ulko- ja kotimaisen arvonlisäyksen osuus maan bruttoviennin arvosta (kuvio 5). Tämä suhdeluku kuvaa maan kykyä sisällyttää kotimaista arvonlisää vientiinsä. Mitä pienempi suhdeluku on, sitä enemmän ulkomaista arvonlisäystä sisältyy maan vientiin ja sitä enemmän maan vientituotanto käyttää ulkomaisia raaka-aineita tai välihyödykkeitä.

Erot maiden välillä selittyvät lähinnä tarkasteltavan maan omien kotimarkkinoiden koon ja tuotantorakenteen kautta. Suurten, kehittyneiden ja runsasväkisten maiden tuotantorakenne on usein monipuolinen, ja mailla on toimivat ja kilpailulliset kotimarkkinat, jolloin ne tuottavat välihyödykkeitä kotimaassa. Koska kotimainen kysyntä voidaan näissä maissa pääosin tyydyttää kotimaista alkuperää olevilla tuotteilla, ulkomaisen arvonlisäyksen osuus kotimaan kysynnästä jää vähäiseksi. Pienten avotalouksien vientituotanto on tyypillisesti erikoistuneempaa kuin suurten, joten pienet maat tuovat enemmän tuotantopanoksia ulkomailta ja ovat siten riippuvaisia kansainvälisistä arvoketjuista.

Maan tuotantorakenne vaikuttaa arvonlisäyksen osuuteen viennistä ja tuonnista, koska toimialojen väliset erot välituotteiden käytössä ja tuotantoprosessien hajauttamisessa ovat suuria. Maatalouden ja kaivosteollisuuden tuotantopanokset ovat tyypillisesti kotimaista alkuperää, jolloin kotimaisen arvonlisäyksen osuus bruttoviennistä on näillä toimialoilla suuri. Myös palveluiden tuotannossa kotimainen arvonlisäys on suuri, koska usein tärkein tuotantopanous on inhimillinen pääoma.

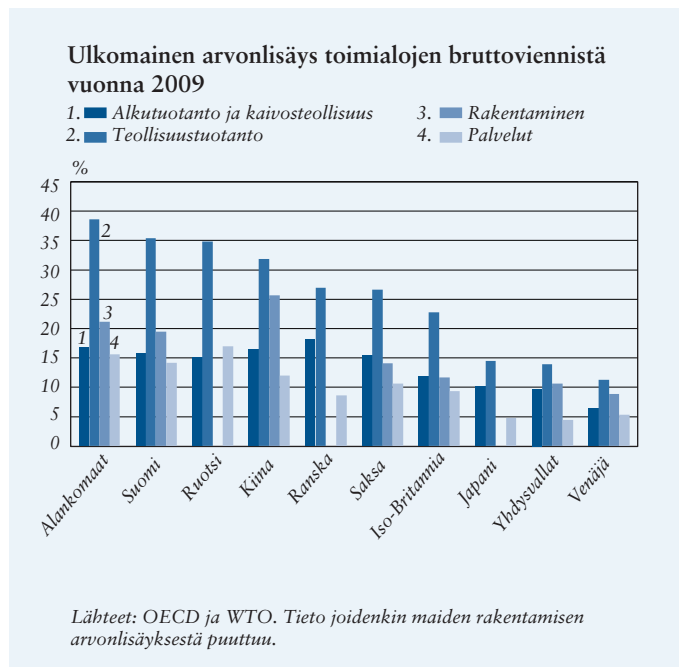
Teollisuuden ulkomainen arvonlisäys on huomattavasti suurempi kuin alkutuotannon tai palveluiden. Ulkomaisen arvonlisäyksen osuus onkin tyyppillisesti merkittävä, kun kyse on sellaisen maan bruttoviennin arvosta, jonka perusteellisuus käyttää ulkomailta tuotuja raaka-aineita tai välituotteita.

Helposti arvoketjuihin pilkottavan tuotannon ulkomainen arvonlisäys on usein suuri, ja hyödykkeen tuotannon arvonlisäys jakautuu monien eri maiden kesken. Esimerkiksi matkapuhelimien komponentit tai ajoneuvojen osat valmistetaan eri maassa kuin lopputuote kootaan tai tuote suunnitellaan, joten matkapuhelimen ja ajoneuvojen viennin arvo ei synny vain viejämaassa. Maailman suurimpien moottoriajoneuvovalmistajien bruttoviennin arvosta noin 30–50 % on ulkomaista arvonlisää. Etenkin Saksan ja Ranskan autoteollisuus käyttää paljon ulkomaisia, lähinnä Keski-Euroopassa valmistettuja välihyödykkeitä. Vaikka Saksa on maailman suurin ajoneuvojen viejä, saa se arvonlisäysperusteisesti mitattuna yhtä paljon tuloja ajoneuvojen viennistä kuin Yhdysvallat (kuvio 7A). Samoin elektroniikkateollisuuden viennissä ulkomaisen arvonlisäyksen osuus on suuri etenkin Kiinassa, Taiwanissa ja Koreassa (kuvio 7B).

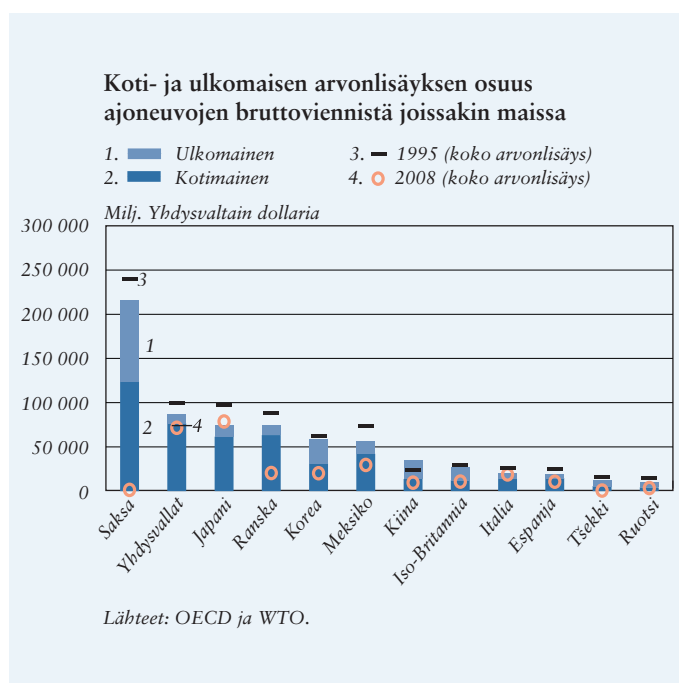
Palveluiden viennissä kotimainen arvonlisäys on suurempi kuin teollisuudessa

Palvelut muodostavat bruttoperusteisesti laskettuna keskimäärin neljänneksen OECD-maiden viennin arvosta, mutta arvonlisäysperusteisesti laskettuna palveluiden viennin osuus bruttoviennin

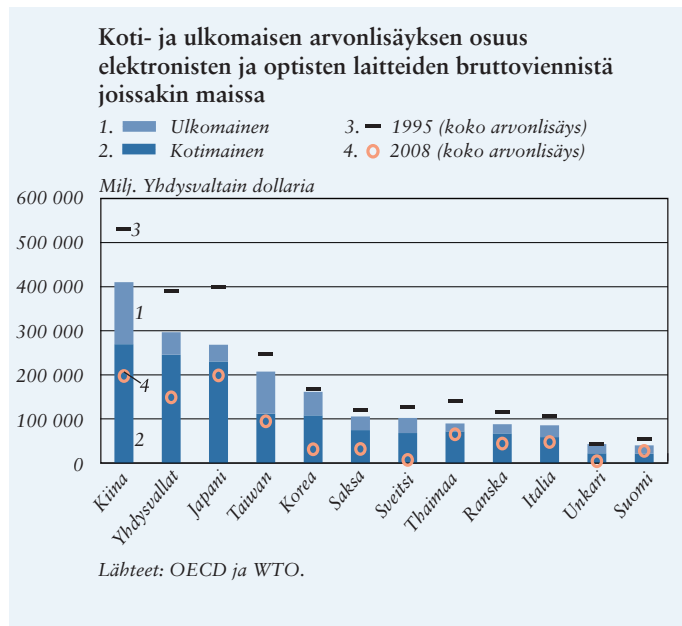
Kuvio 6.



Kuvio 7A.



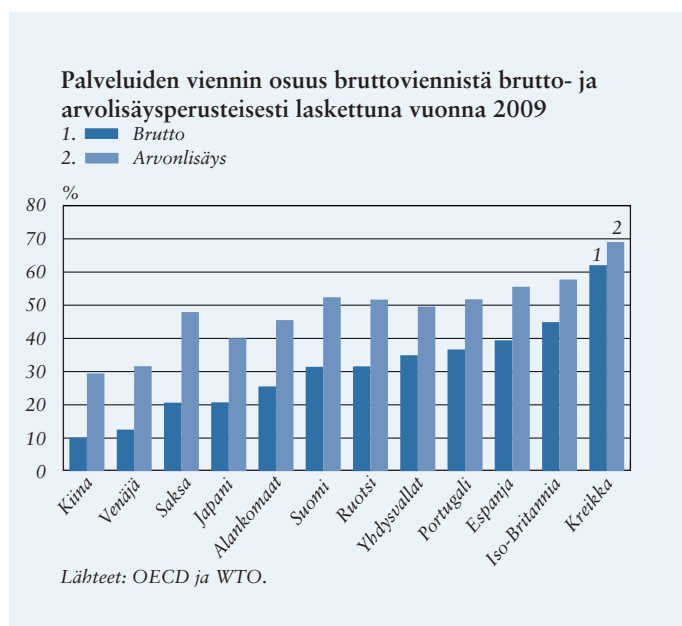
Kuvio 7B.



arvosta on yli 50 % monissa kehittyneissä maissa (kuvio 8). Palveluiden bruttoviennin arvosta kotimaan arvonlisäyksen osuus on suurempi kuin teollisuudessa, koska palveluiden tuotannossa ei käytetä yhtä paljon ulkomaisia välituotteita ja raaka-aineita kuin teollisuudessa. Palveluiden tuotannossa tärkein tuotantopanous on työ eli henkinen pääoma, ja arvonlisäys muodostuu usein aineettomasta omaisuudesta, kuten brändeistä, patenteista tai ohjelmistoista.⁴

Palveluiden tuotanto eri muodoissaan on myös kiinteä osa teollisuustuotantoa ja merkittävä teollisuuden viennin arvonlisäyksen lähde. Esimerkiksi Saksan teollisuuden bruttoviennin arvosta yli kolmannes muodostui palveluiden tuotannosta (kuvio 9). Elektronisten laitteiden valmistuksen viennin arvonlisäyksestä 37 %, ajoneuvojen valmistuksen 41 % ja teollisuustuotannon arvonlisäyksestä keskimäärin 33 % syntyy palveluista.

Kuvio 8.

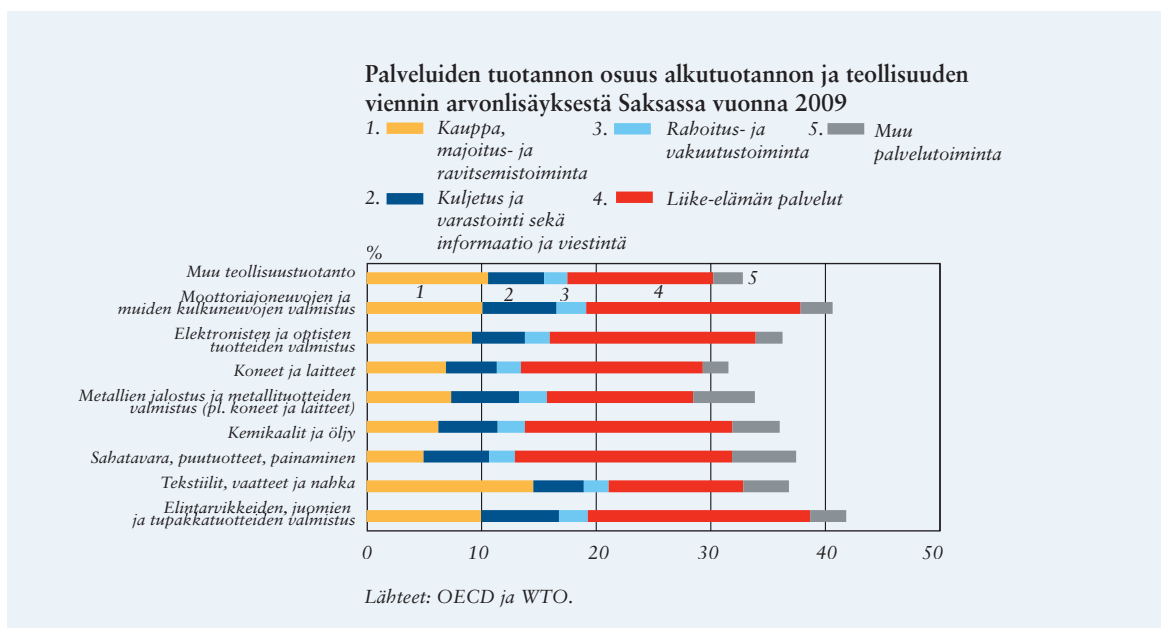


Päätalousalueista ulkomaisen arvonlisän osuus on suurin Kiinan viennissä

Ulkomaankaupan arvonlisäyksen osuus suhteessa BKT:hen pienenee talouden koon kasvaessa. Päätalousalueista – eli Yhdysvalloista, EU:sta, Kiinasta ja Japanista – vähiten kotimaista arvonlisäystä bruttokansantuotteeseen suhteutettuna on Yhdysvaltain, Japanin ja EU:n viennissä (kuvio 3). Toisaalta Yhdysvaltojen ja Japanin bruttoviennin arvo BKT:hen suhteutettuna on pieni (kuvio 2). Sen sijaan Yhdysvaltain,

⁴ Ali-Yrkkö, Jyrki (2013).

Kuvio 9.



Japanin ja EU:n bruttoviennin kotimainen arvonlisäys on suuri, mikä johtuu kotimarkkinoiden koosta ja monipuolisuudesta (kuvio 5). Elektroniikkateollisuuden, koneiden ja laitteiden valmistuksen ja autoteollisuuden ulkomainen arvonlisäys on yleensä suuri, mutta Japani on tässä suhteessa poikkeus. Ulkomaisen arvonlisäyksen osuus bruttovie-
n-
nin arvosta on näillä toimialoilla Japanissa noin 15 %, kun se muissa maissa on keskimäärin 36 %. Kokonaisuudessaan EU:n ulkomaisen arvonlisäyksen osuus bruttoviennin arvosta, alle 15 %, näyttää yllättävän vähäiseltä, vaikka EU-maat ovat pieniä avotalouksia. Lukuun sisältyy kuitenkin vain EU:n ulkokauppa, joten esimerkiksi Keski-Euroopan maiden integroitunut moottoriajoneuvojen kauppa ei ole siinä mukana.

EU-maat ovat heterogeeninen ryhmä viennin kotimaisen arvonlisäyksen perusteella mitattuna. Esimerkiksi Ison-

Britannian viennissä ulkomaisen arvonlisäyksen osuus on pieni, sillä suurin osa viennistä muodostuu liike-elämän palveluista, joiden kotimainen arvonlisäys on huomattava. Irlanti ja Luxemburg ovat palveluiden tuotannostaan huolimatta tiiviisti integroituneita kansainvälisiin arvonetjuihin, sillä ulkomaiset yritykset käyttävät näitä maita Euroopan markkinoiden sillanpääaseminaan ja tulottavat palveluiden viennistä saamansa voitot kotimaihinsa.

Noin neljännes Venäjän BKT:n arvosta muodostuu viennin kotimaisesta arvonlisäyksestä (kuvio 3). Venäjän öljy- ja kaivosteollisuuden tarvitsemat välituotteet tuotetaan kotimaassa ja viennin kotimaisen arvonlisäyksen osuus on yli 90 % (kuvio 4).

Kiinan viennissä kotimaisen arvonlisäyksen osuus on 17 % bruttokansantuotteesta (kuvio 3). Bruttoviennin ulkomaisen arvonlisäyksen osuus kas-

OECD:n ja WTO:n tietokannan avulla voidaan tarkastella päätalouselueiden ja muiden maiden keskinäisiä riippuvuuksia.

voi voimakkaasti 2000-luvulla, jolloin Kiina integroitui globaaleihin arvoketjuihin. Suuresta koostaan huolimatta Kiina on kokoonpanoteollisuutensa vuoksi tiiviimmin integroitunut globaaleihin arvoketjuihin kuin Yhdysvallat, Japani tai Venäjä, ja esimerkiksi Kiinan elektronisten laitteiden viennin arvosta yli neljännes on ulkomaista arvonnäistä.

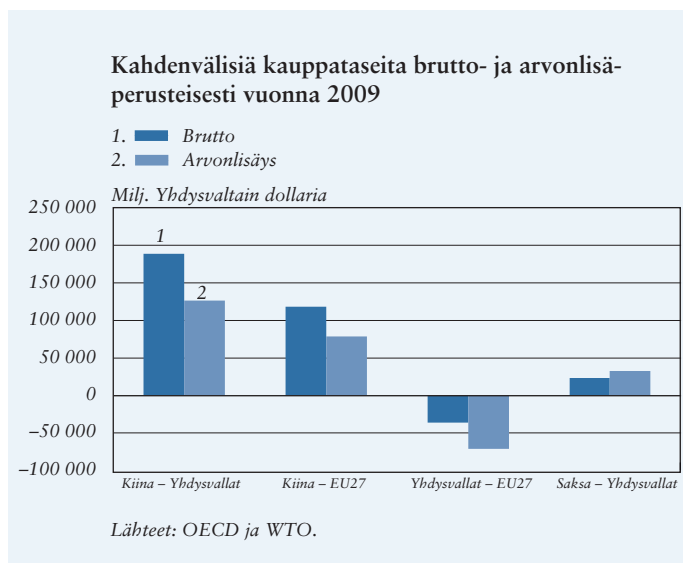
OECD:n ja WTO:n tietokannan avulla voidaan myös tarkastella päätalouselueiden ja muiden maiden keskinäisiä riippuvuuksia. Yhdysvallat ovat merkittävä bruttoviennin ulkomaisen arvonnäisyyksen lähde sekä naapurimailleen Kanadalle ja Meksikolle että Euroopan ja Etelä-Amerikan maille. Liki 50 % Kanadan ja Meksikon bruttoviennin ulkomaisesta arvonnäistä on peräisin Yhdysvalloista. Vastaavasti noin viidennes EU:n bruttoviennin ulkomaisesta arvonnäistä tulee Yhdysvalloista. Kiina on puolestaan integroitunut aasialaisiin tuotantoketjuihin, ja

kiinalaista arvonnäistä sisältyy runsaasti sen rajanaapurien ja Japanin bruttoviennin arvoon.

Arvonnäisyyksen menetelmällä laskettu ulkomaankauppatilasto jakaa uudeksen maiden kahdenväliset kauppataseen yli- ja alijäämät (sisältää sekä tavaroiden että palveluiden ulkomaankaupan). Artikkelin alun esimerkissä Yhdysvaltojen kauppatasee koneiden viennissä olisi bruttoperusteisesti laskettuna 220 dollaria alijäämä suhteessa Kiinaan. Sen sijaan Yhdysvaltojen kauppataseen alijäämä arvonnäisyyksen menetelmällä laskettuna on 20 dollaria suhteessa Kiinaan ja 200 dollaria suhteessa Suomeen, vaikka Yhdysvallat ja Suomi eivät esimerkissä käy kauppaa koneilla. Koko kauppataseen alijäämä on kuitenkin sekä brutto- että arvonnäisperusteisesti laskettuna sama eli 220 dollaria.

Kiinan kauppataseen ylijäämä suhteessa Yhdysvaltoihin on yli 30 % pienempi arvonnäisperusteisesti kuin bruttoperusteisesti tarkasteltuna, sillä Kiinan viennin ulkomainen arvonnäisyys on suuri (kuvio 10). Samoin Kiinan kauppataseen ylijäämä suhteessa EU:hun on pienempi arvonnäisperusteisesti laskettuna. Sen sijaan Yhdysvaltojen alijäämä EU:hun nähden syvenee arvonnäisperusteisesti tarkasteltuna, koska Yhdysvaltojen vienti EU:hun sisältää etenkin kiinalaista arvonnäistä. Saksan kauppataseen ylijäämä suhteessa Yhdysvaltoihin puolestaan kasvaa arvonnäisperusteisesti tarkasteltuna, koska monien kolmansien Yhdysvaltoihin vievien maiden arvonnäisyyksestä osa on saksalaista alkuperää.

Kuvio 10.

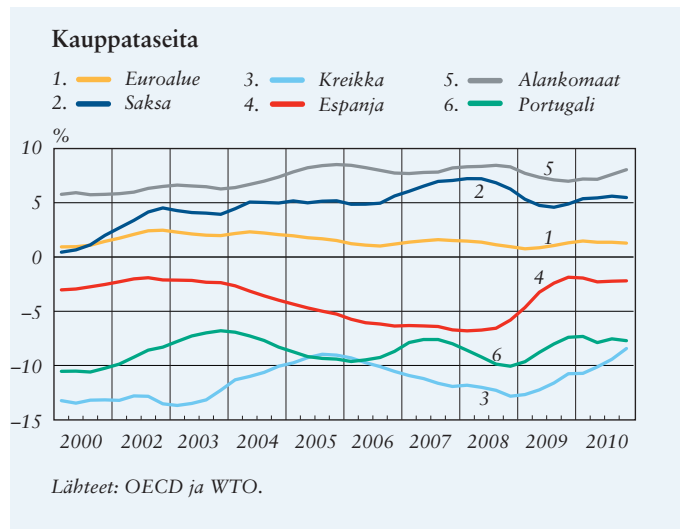


Ulkomaisen arvonlisäyksen osuus kotimaisesta kysynnästä on Etelä-Euroopan maissa suuri

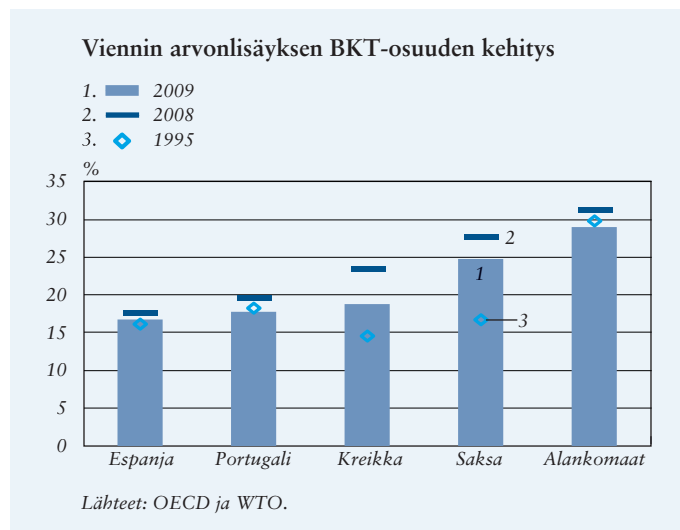
Euroalueen tavaroiden ja palveluiden taseen ylijäämä on ollut keskimäärin 2 % bruttokansantuotteeseen suhteutettuna vuosituhannen alusta alkaen. Erot eri jäsenvaltioiden välillä ovat kuitenkin suuria (kuvio 11). Saksassa ja Alankomaissa ylijäämä on ollut keskimäärin 4–7 %, mutta sen sijaan kauppataaseen alijäämä on ollut Espanjassa keskimäärin 3 %, Portugalissa 8 % ja Kreikassa 11 %. Seuraavaksi tarkastellaan arvonlisäysperusteisesti edellä mainittuja euroalueen maita, joiden kauppataaseen ylijäämät ovat olleet poikkeuksellisen suuria (Saksa ja Alankomaat) tai alijäämät syviä (Espanja, Kreikka, Portugali). Vaihtotaseen muut erät jäävät tarkastelun ulkopuolelle.

Bruttoperusteisesti tarkasteltuna Saksan ja Alankomaiden sekä Espanjan, Kreikan ja Portugalin bruttoviennin arvon kehitys oli ennen finanssikriisiä yllättävän samankaltaista: Saksan viennin arvo kasvoi keskimäärin 8 prosentin ja Alankomaiden sekä Espanjan, Kreikan ja Portugalin noin 6 prosentin keskimääräistä vuosivauhtia ajanjaksolla 2001–2007. Sen sijaan maat poikkesivat toisistaan viennin kotimaisen arvonlisäyksen kehitykseltään sekä bruttokansantuotteeseen että bruttovientiin suhteutettuna ennen finanssikriisiä ja sen aikana. Saksan ja Alankomaiden bruttokansantuotteesta noin neljäsos oli vuonna 2009 viennin kotimaista arvonlisää, mutta Espanjan, Portugalin ja Kreikan vain kuudennes (kuvio 12). Espanjassa kotimaisen arvonlisäyksen osuus bruttoviennistä on puolestaan 15 prosenttiyks-

Kuvio 11.



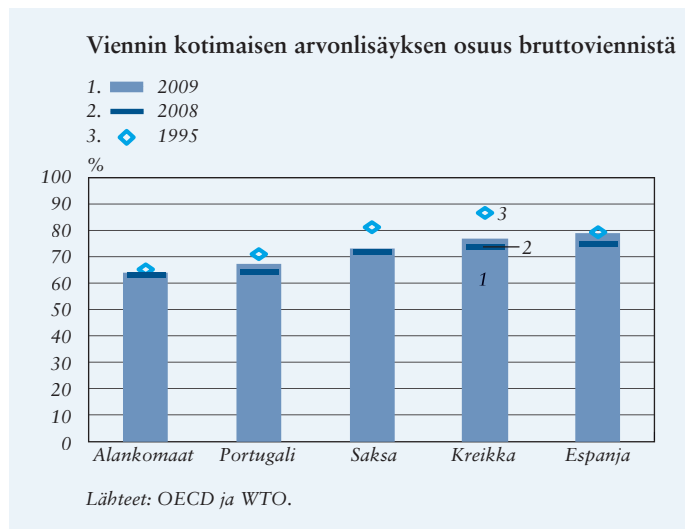
Kuvio 12.



sikköä suurempi kuin Alankomaissa (kuvio 13).

Espanjan ja Portugalin viennissä kotimaisen arvonlisäyksen osuus sekä BKT:hen että bruttovientiin suhteutettuna ei ole juuri kasvanut vuoden 1995 jälkeen (kuviot 12 ja 13). Espanjan tuotantorakenteen suurin muutos arvonlisäysperusteisesti mitattuna on ollut maatalouden ja rakennusteollisuuden

Kuvio 13.



viennin arvonlisäyksen osuuden kasvu BKT:hen suhteutettuna. Koska kummankin toimialan kotimaisuusaste on yli 80 %, on Espanjan kotimaassa tuotetun arvonlisäyksen osuus bruttoviennistä vertailumaista suurin (kuvio 13). Portugali oli vielä 1990-luvulla riippuvainen tekstiili- ja nahkateollisuudesta, mutta maan talouden monipuolisuudessa toimialan viennin BKT:hen suhteutettu arvonlisäys pienentyi kolmanneksen vuoteen 2009 mennessä.

Kreikassa tuotetun arvonlisäyksen osuus BKT:stä kasvoi noin kolmanneksella vuosien 1995 ja 2008 välillä maan tuotantorakenteen kehittyessä (kuvio 12). Kun vuonna 1995 liki 40 % BKT:hen suhteutetusta Kreikan viennin arvonlisäyksestä tuli matkailusta, pienentyi sen osuus noin 20 prosenttiin vuoteen 2005 mennessä. Samalla kuljetus- ja varastointipalveluiden osuus viennin kotimaaisesta arvonlisäyksestä on kasvanut liki 40 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Koska matkailun kotimainen arvonlisäys on Kreikassa noin 90 % suhteessa brut-

toventiin ja kuljetuspalveluiden alle 75 %, pienentyi kotimaassa tuotetun arvonlisäyksen osuus bruttoviennistä (kuvio 12). Maataloustuotteiden ja elintarvikkeiden osuus viennin kotimaaisesta arvonlisäyksestä sekä bruttokansantuotteeseen että bruttovientiin suhteutettuna on pysynyt sen sijaan muuttumattomana vuosina 1995–2009.

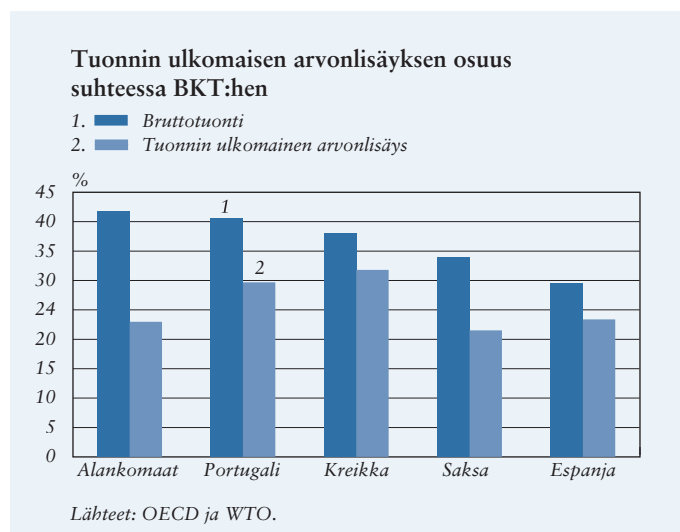
Kotimaassa tuotetun arvonlisäyksen osuus BKT:hen suhteutetusta viennistä on kasvanut Saksassa, kun maa on viime vuosikymmenien aikana erikoistunut suuren arvonlisäyksen hyödykkeiden tuotantoon ja vientiin. Teollisuuden toimialoista etenkin koneiden ja laitteiden viennin kotimainen arvonlisäys on suuri. Samanaikaisesti viennin kotimaisen arvonlisäyksen osuus bruttoviennistä on pienentynyt (kuvio 13), koska moottoriajoneuvojen viennin ulkomainen arvonlisäys kasvoi vuosien 1995 ja 2009 välillä. Alankomaat on erikoistunut etenkin suuren arvonlisäyksen palveluiden tuotantoon ja vientiin. Vaikka Alankomaiden bruttoviennin kotimainen arvonlisäys on vain noin 60 % (kuvio 13), viennin arvonlisäys muodostaa liki kolmanneksen sen BKT:stä (kuvio 12).

Euromaiden kauppataaseiden erilainen tilanne johtuu maiden viennin kotimaisen arvonlisäyksen sijasta tuonnin ulkomaisen arvonlisäyksen kehitymisestä. Bruttotuonnin arvo kasvoi Portugalissa, Saksassa ja Alankomaissa keskimäärin 5 prosentin vuosivauhtia vuosina 2001–2007, mutta Kreikassa ja Espanjassa yli 6 % BKT:hen suhteutettuna. Bruttotuonnin ja tuonnin ulkomaisen arvonlisäyksen välinen ero BKT:hen suhteutettuna on kuitenkin

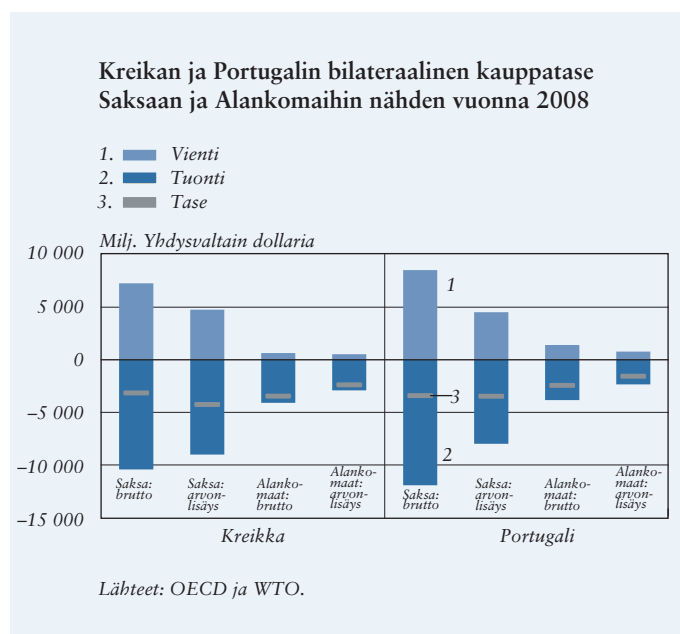
huomattavasti suurempi Saksassa ja Alankomaissa kuin Kreikassa, Espanjassa tai Portugalissa (kuvio 14). Ero kertoo siitä, että Saksan ja Alankomaiden tuonti painottuu pienen arvonlisäyksen hyödykkeisiin kuten raaka-aineisiin, joita maat jatkojalostavat ja vievät edelleen. Toisaalta moniin Saksaan tai Alankomaihin tuotuihin hyödykkeisiin sisältyy saksalaista tai alankomaista arvonlisäystä, joka ei näy bruttotilastoissa. Varsinkin Kreikan ja Portugalin tuotantorakenne on yksipuolinen, mistä syystä maiden teollisuustuotanto on riippuvainen välituotteiden tuonnista ja kulutuskysyntä kohdistuu ulkomailla tuotettuihin loppuhyödykkeisiin. Kreikassa ja Portugalissa kotimaiseen kulutukseen tai investointeihin sisältyy enemmän ulkomaista arvonlisäystä kuin Saksassa ja Alankomaissa, joten Kreikassa ja Portugalissa kotimaisen kysynnän kasvu vauhdittaa tuontia voimakkaammin kuin Saksassa ja Alankomaissa. Lisäksi Kreikka ja Portugali tuovat suuremman ulkomaisen arvonlisäyksen hyödykkeitä kuin Alankomaat ja Saksa. Koska Espanjan elinkeinorakenne on monipuolisempi kuin Portugalin tai Kreikan, ulkomaisen arvonlisäyksen BKT-osuus tuonnista on maassa pienempi.

Kun yhdistetään viennin kotimaisen arvonlisäys ja tuonnin ulkomainen arvonlisäys suhteessa kauppakumppaniin, voidaan laskea maiden bilateraali- nen arvonlisäysperusteinen kauppata- se (kuvio 15). Kreikan alijäämä suhteessa Saksaan oli vuonna 2008 noin 10 % syvempi arvonlisäysperusteisesti kuin bruttoperusteisesti laskettuna. Brutto- ja arvonlisäysperusteisen viennin ero joh- tuu etenkin Kreikan laivanvarustamotoi-

Kuvio 14.



Kuvio 15.



minnasta, jossa kotimaisen arvonlisäyksen osuus viennistä on huomattavasti bruttoviennin arvoa pienempi. Toisaalta myös tuonnissa Saksasta arvonlisäyksen osuus oli bruttotuontia pienempi. Bruttoperusteisesti yli 30 % Kreikan Saksas-

Ulkomaankaupan arvonlisäysperusteinen tarkastelu antaa maailmankaupan epätasapainosta tarkemman kuvan kuin bruttoperusteinen tarkastelu.

ta lähtöisin olevasta tuonnista koostui moottoriajoneuvoista ja öljystä, mutta arvonlisäysperusteisesti alle 20 %. Suhteessa Alankomaihin Kreikan alijäämä on puolestaan pienempi, koska suurimpien Alankomaista tuotujen hyödyke-ryhmien – elintarvikkeiden, polttoainesten sekä elektronisten ja optisten laitteiden – Alankomaista peräisin oleva arvonlisäys on 35 % pienempi kuin bruttoperusteisesti laskettuna.

Portugalin kauppataseen alijäämä suhteessa Saksaan oli arvonlisäysperusteisesti mitattuna yhtä syvä kuin bruttoperusteisesti mitattuna vuonna 2008. Portugalista Saksaan suuntautuvan viennin kotimaista arvonlisäystä pienentää tekstiilien ja kemikaalien vähäinen arvonlisäys bruttovientiin suhteutettuna ja tuonnin saksalaista arvonlisäystä puolestaan elektronisten ja optisten laitteiden ja moottoriajoneuvojen bruttovientiä pienempi saksalaisen arvonlisäyksen vienti. Alankomaista tuodaan Portugaliin elintarvikkeita ja elektronisia laitteita, mikä pienentää tuonnin arvonlisäystä suhteessa bruttovientiin. Espanjan kauppataseen alijäämä suhteessa Saksaan ja Alankomaihin oli liki yhtä syvä arvonlisäysperusteisesti ja bruttoperusteisesti tarkasteltuna, joskin sekä viennin että tuonnin arvonlisäysperusteiset luvut olivat noin 35 % pienemmät kuin bruttoperusteiset.

Tilastot paljastavat maailmankaupan monimuotoisuuden

OECD:n ja WTO:n yhteistyönä laadittu arvonlisäysperusteinen ulkomaankauppatilastojen tietokanta mahdollistaa viennin ja tuonnin arvonlisäysosuuk-

sien maittaisen ja toimialoittaisen tarkastelun. Arvonlisäysperusteiset tilastot paljastavat, kuinka globaalien arvoketjujen myötä kansallisten markkinoiden merkitys on vähentynyt samalla kun tuotanto on pilkkoutunut yhä pienempiin osiin. Tilastoissa pilkkoutuminen näkyy esimerkiksi siinä, että Saksa on samanaikaisesti sekä merkittävä moottoriajoneuvojen tuojat että viejämaa ja että etenkin sen naapurimaat ovat tiiviisti integroituneet ajoneuvojen valmistuksen arvoketjuun. Arvonlisäysperusteiset tilastot korostavat myös palveluiden merkitystä arvonlisäyksen lähteenä, olipa kyseessä sitten suora palveluiden ulkomaankauppa tai välillinen palveluiden vienti osana teollisuuden tuotantoprosessia.

Ulkomaankaupan arvonlisäysperusteinen tarkastelu antaa maailmankaupan epätasapainosta tarkemman kuvan kuin bruttoperusteinen tarkastelu, koska väli-
tuotteiden ja -palveluiden arvo kirjataan arvonlisäysperusteisiin tilastoihin vain kerran. Esimerkiksi runsaan kauppapoliittisen huomion kohteena ollut Yhdysvaltojen kauppataseen alijäämä suhteessa Kiinaan on arvonlisäysperusteisesti laskettuna noin 40 % pienempi kuin bruttoperusteisesti, koska tuonti Kiinasta sisältää muissa maissa tuotettua arvonlisäystä. Kreikan kauppataseen alijäämä Saksaan nähden on puolestaan syvempi kuin bruttoperusteisesti laskettuna, koska Kreikan tuonti Saksasta sisältää tuotteita, joiden keskimääräinen saksalainen arvonlisäys on suurempi kuin Kreikasta Saksaan vietyjen hyödykkeiden kreikkalainen arvonlisäys. Suuren arvonlisäyksen tavaroiden ja palveluiden tuonti oli etenkin Kreikan ja Portugalin

kauppataseen alijäämässä tärkeämpi tekijä kuin vienti.

Mitä suurempi viennin ulkomainen arvonlisäys on arvonlisäysperusteisten tilastoinnin mukaan, sitä tärkeämpää tuonti on viennin kannalta ja sitä integroituneempia maat ovat globaaleihin arvoketjuihin. Kaupan esteiden purkaminen edistää maan kilpailuasemaa ja maassa toimivien yritysten kilpailukykyä. Jos maahan tuodaan välituotteita vientiteollisuuden tuotantopanoksiksi, tuonnin rajoitteista ja tariffeista tulee käytännössä vero maan omalle tuotannolle ja viennille. Lisäksi tulleista muodostuvat kustannukset kumuloituvat tuotantoprosessin aikana, jos hyödyke ylittää maiden rajoja useaan kertaan tuotantoprosessin aikana. Vaikka tuontitullien tarkoitus olisikin suojella maassa toimivaa teollisuutta, vähentävät ne kansainvälisten yritysten halukkuutta investoida rajoitteita asettavaan maahan.

Kansainvälisen kaupan tarkastelu arvonlisäysperusteisesti ei dramaattisesti muuta kuvaa kauppavirroista tai käännä suuria kauppataseiden alijäämiä ylijäämiksi. Tilastoista kuitenkin käy ilmi ulkomaankaupan monimuotoisuus, joka asettaa haasteen kauppa- ja elinkeinopolitiikalle ja kansallisen kilpailukyvyn vaalimiselle.

Asiasanat: ulkomaankauppa, arvonlisäys, kauppatase, globalisaatio

Suomen Pankin organisaatio

1.9.2013

PANKKIVALTUUSTO

Ben Zyskowicz, *puheenjohtaja*, Pirkko Ruuhonen-Lerner, *varapuheenjohtaja*,
Jouni Backman, Jukka Gustafsson, Timo Kalli, Marjo Matikainen-Kallström,
Lea Mäkipää, Petteri Orpo, Juha Sipilä

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 Välimäki</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
Rahahuolto-osasto <i>Mauri Lehtinen</i>	<ul style="list-style-type: none">• Maksuvälineitoimisto	<ul style="list-style-type: none">• Rakenne- ja järjestelmäyksikkö	<ul style="list-style-type: none">• Turvallisuustoimisto
Johdon sihteeristö <i>Mika Pösö</i>	Kansainvälinen yksikkö Lakiasian yksikkö Viestintäyksikkö	<ul style="list-style-type: none">• 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
Sisäinen tarkastus <i>Pertti Ukkonen</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.

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



Itella Green



2341