

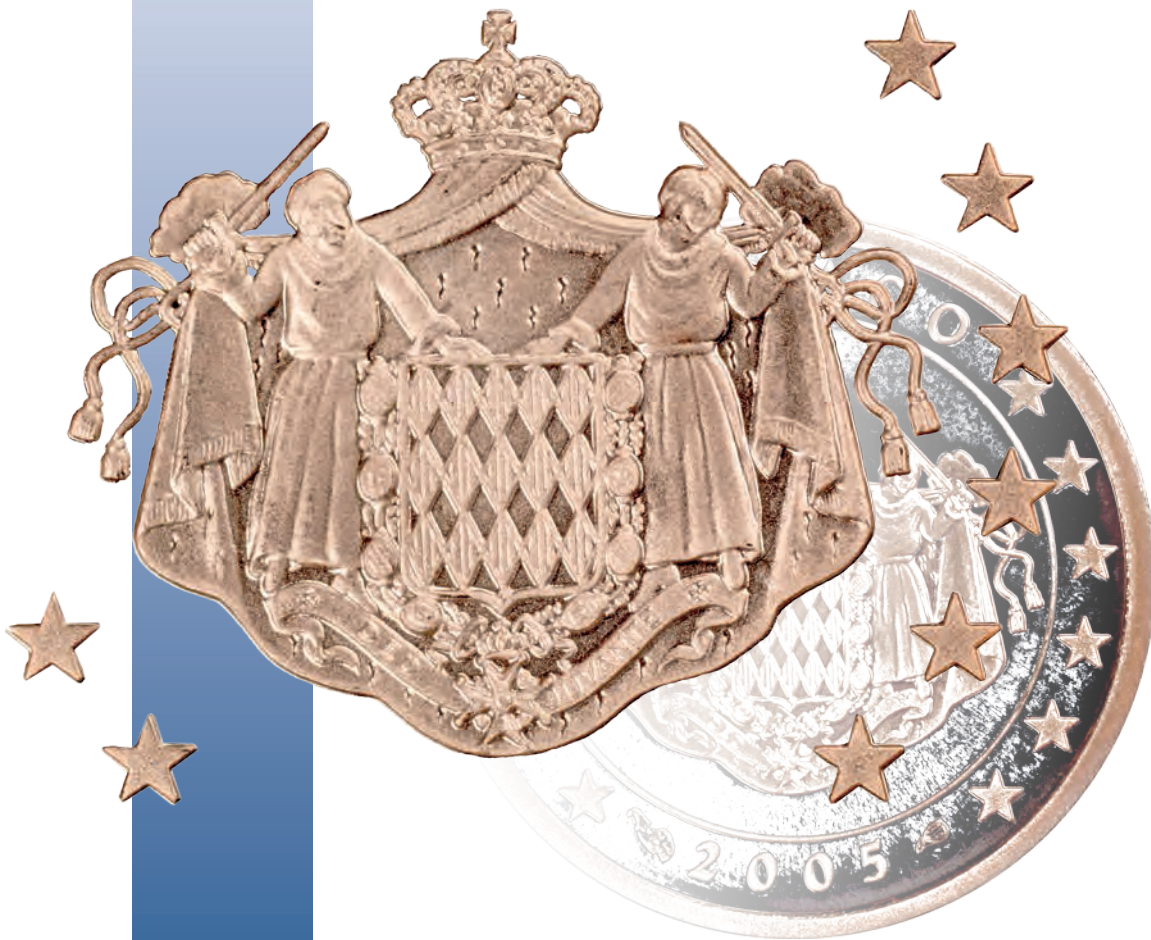


# EURO&TALOUS

EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

1 • 2014

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous



# Sisällys

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous..... 3

*Juhana Hukkinen*

Talouspolitiikan vaihtoehdot heikon kasvun ja hitaan inflaation oloissa ..... 41

*Tuomas Välimäki*

Kaksi karpästä yhdellä iskulla: korkojen ohjausta ja rahoitusvakautta eurojärjestelmän luotto-operaatioilla ..... 53

*Niko Herrala – Seija Parviainen*

Japanin inflaatio-odotukset abenomicsin onnistumisen mittarina .... 63

**Euro & talous 1 • 2014**

Julkaisupäivä 24.3.2014

22. vuosikerta

(aiemmin Markka & talous)

Lehti ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

**Päätoimittaja**

Erkki Liikanen

**Toimitusneuvosto**

Jenni Hellström, puheenjohtaja

Samu Kurri

Elisa Newby

Katja Taipalus

Jouko Vilmunen

Petri Uusitalo, sihteeri

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

**Kirjoittajat**

Hanna Freystätter

Helinä Laakkonen

Juhana Hukkinen

Elisa Newby

Pasi Ikonen

Sami Oinonen

Juuso Kaaresvirta

Seija Parviainen

Tuuli Koivu

Jouko Rautava

Vesa Korhonen

Heidi Schauman

Joonas Koukkunen

**Assistentit**

Heli Honkaharju

Sami Oinonen

**Toimitus**

Suomen Pankin kielipalvelut ja

viestintäyksikkö

**Tilaukset**

sähköposti: SPjulkaisut@edita.fi

**Painopaikka**

Edita Prima Oy, Helsinki 2014

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-4718 (painettu julkaisu)

ISSN 1456-5862 (verkkójulkaisu)

**Suomen Pankki**

PL 160

00101 HELSINKI

Puhelin: 010 8311

Faksi: (09) 174 872

www.suomenpankki.fi

Kannen kuvassa Monacon 2 sentin kolikon kansallinen kuva-aihe: Monacon ruhtinaiden vaakuna.

# Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous

17.3.2014

## Tiivistelmä

Maailmantalouden näkymät kohentuivat vuoden 2013 jälkipuoliskolla. Finanssi-kriisin jälki on kuitenkin pitkä. Erityisesti euroalueella tuotanto on edelleen alhaisella tasolla ja työttömyystilanne on säilynyt monessa maassa erittäin vaikeana. Resurs-sien vajaakäyttöä heijastellen inflaatio on vaimentunut usealla päätalousalueella kes-kuspankin keskipitkän aikavälin tavoitetta hitaammaksi.

Vuime vuosien aikana euroalueen talouk-sien sopeutus on edennyt. Epätasapainot ovat kuitenkin niin mittavia, että niiden sulattamisessa menee aikaa. Kokonaisuu-nessaan talouspolitiikan painopiste on siir-tymässä kriisin patoamisesta sen jälkien korjaamiseen. Tuotantoresurssit – sekä työ-voima että pääoma – on kohdennettava uudestaan. Tämä rakennemuutos punnit-see talouksien kyvyn sopeutua uuteen ympäristöön ja asettaa suuria vaatimuksia harjoitettavalle talouspolitiikalle.

Suomen Pankin maaliskuun 2014 kansain-välisen talouden ennusteen mukaan kasvu-näkymät säilyvät maltillisina. Päätalous-alueista EU21-alueen BKT:n ennustetaan kasvavan noin 1,5 % vuosina 2014–2016. Yhdysvalloissa kasvu on vakautumassa 3 prosentin tuntumaan ja Kiinassa kasvun ennustetaan hidastuvan ennustehorisontin lopun 6 prosenttiin.

Näkymien vaihteisuus heijastuu myös Suomen Pankin inflaatioennusteisiin. EU21-alueella inflaation hidastuminen pysähtyy tämän vuoden aikana. Inflaation ennustetaan nopeutuvan vuoden 2014 noin 1 prosentista 1,6 prosenttiin vuonna 2016. Inflaation asteittaista normalisoitumista edesauttavat talouden elpyminen ja tuotantokuilun supistuminen sekä pitkän ajan inflaatio-odotusten pysyminen ankkuroituneina.

Maailmantalous on edelleen altis ennustet-tua heikomman kasvun riskeille. Euro-alueen hitaan inflaation kausi voi muodos-tua ennustettua pitempiketoiseksi. Hidas inflaatio ja suhteellisten hintojen jäykkyys voivat johtaa siihen, että koko talouden sopeutuminen kohti uutta tasapainoa muo-dostuu ennustettua vaikeammaksi. Uusi aiemmin arvioitua heikomman kasvun riski on Ukrainan kriisi. Toistaiseksi sen

suurimmat Ukrainan ulkopuoliset talous-vaikutukset ovat kohdistuneet Venäjään, jonka muutenkin alavireinen talous kärsii epävarmuuden kasvusta.

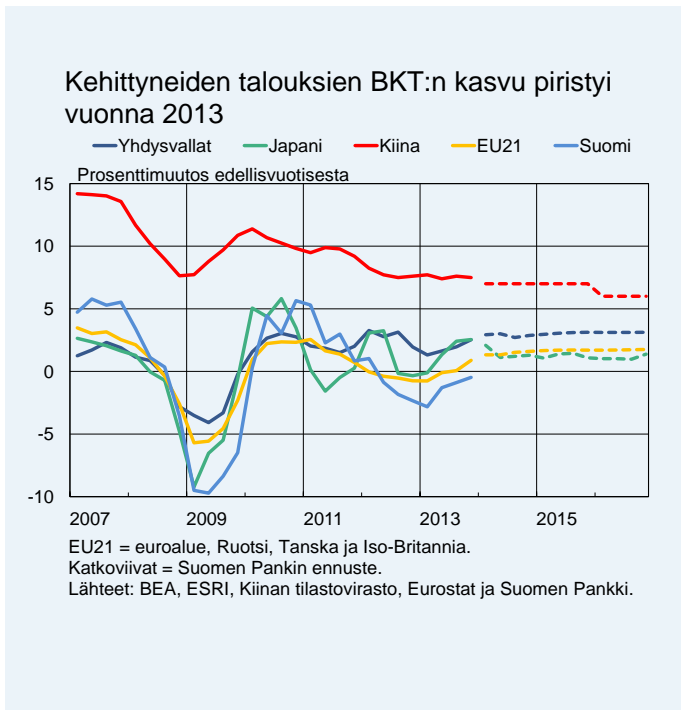
Joissakin nousevissa talouksissa rahoitus-olot ovat kiristyneet huomattavasti kesästä 2013 lähtien. On kuitenkin epätodennä-köistä, että nykyinen epävarmuus leviäisi 1990-luvun lopun tapahtumien kaltaisesti. Tämä johtuu varsinkin nousevien Aasian talouksien kartuttamista puskureista ja Kiinan roolin kasvusta maaryhmän veturi-na. Mittaluokaltaan aivan erisuuruinen riski liittyykin ylivoimaisesti suurimman nousevan talouden – Kiinan – rahoitussek-torin kestävyYTEEN.

Euroalueen rahapoliittiset korot ovat pysy-neet jo yli viisi vuotta poikkeuksellisen matalina. EKP:n neuvosto on keventänyt rahapolitiikkaansa ja sen mitoitukseen liit-tyviä odotuksia, koska finanssi- ja velka-kriisistä toipuminen pitää edelleen euro-alueen talous- ja hintanäkymät vaikeina. Rahapolitiikkaa on kevennetty sekä laske-malla ohjaukorko hyvin lähelle nolaa että viestimällä aiempaa suoremmin rahapoli-tiikan pidemmän aikavälin mitoituksesta.

Jännitteiden väheneminen ja luottamuksen koheneminen ovat heijastuneet myös euro-alueen pankkisektoriin. Positiivisesta kehi-tyksestä huolimatta pankkisektorin tila on kokonaisuudessaan edelleen hauras. Pank-kien tilan kattava arviointi, jonka EKP toteuttaa ennen valvontatehtävänsä vas-taanottamista yhteisessä valvontamekanis-missa (SSM) marraskuussa 2014, auttaa osaltaan rakentamaan luottamusta rahoi-tusjärjestelmään ja edistämään pankkien luotonantokykyä tulevaisuudessa.

Rahapolitiikalla on talouspolitiikan koko-naisuudessa oma erityistehtävänsä: hinta-vakauden ylläpitäminen. Kun hintavakaus ei ole uhattuna, rahapolitiikalla voidaan tukea tehokkaasti myös muita talouspoli-tiikan tavoitteita. Talouspolitiikan koko-naisuuden muut elementit ovat pankkisek-torin tervehtyttäminen, kasvua tukevat rakenneuudistukset ja julkisen talouden vakauttaminen. Nämä kaikki toimet ovat ensiarvoisen tärkeitä, jotta orastava kasvu voi vahvistua ennustetun kaltaisesti.

Kuvio 1.



## I Suhdannetilanne ja maailmantalouden näkymät

Maailmantalouden kasvu vahvistui odotustenmukaisesti vuoden 2013 jälkimmäisellä puoliskolla. Kasvu oli ripeää erityisesti Yhdysvalloissa, missä mm. työpaikkojen määrän lisääntyminen sekä varallisuushintojen nousu ruokkivat kulutuskysyntää (kuvio 1). Sen sijaan euroalueen toipuminen kriisistä jatkui hitaana, ja sitä värjivät huomattavana pysytellyt työttömyys ja siitä osittain seurannut heikko kulutuskysyntä. Japanissa viime vuoden loppua leimasivat voimakkaan rahapoliittisen elvytyksen jatkaminen ja sen aikaansaama deflaatiokierteen taantumisen.

Nousevien talouksien kasvuvauhti vakautui vuoden 2013 aikana, ja loppuvuonna niiden vientiä hyödytti maailmankaupan kasvun piristymisen. Viime vuosina nähty voimakas velkaantumisen kasvu useissa nousevissa talouksissa on kuitenkin lisännyt näiden maiden rahoitussektorin riskejä sekä kasvattanut joidenkin nousevien talouksien vaihtotaseen vajeita ja tehnyt maista aiempaa riippuvaisempia ulkomaisesta rahoituksesta. Nämä haasteet nousivatkin kuluvan vuoden alussa uudestaan esiin, kun talousnäköymien parantuminen Yhdysvalloissa sai maan keskuspankin aloittamaan arvopaperiostojensa supistamisen. Tämä yhdistettynä nousevien talouksien heikentyneisiin kasvuodotuksiin on kääntänyt pääomavirrat pois nousevista talouksista ja aiheuttanut paineita näiden valuuttakursseille (kuvio 2).

Tähän asti rahoitusmarkkinoiden reaktiot ovat kuitenkin koskeneet vain

Kuvio 2.



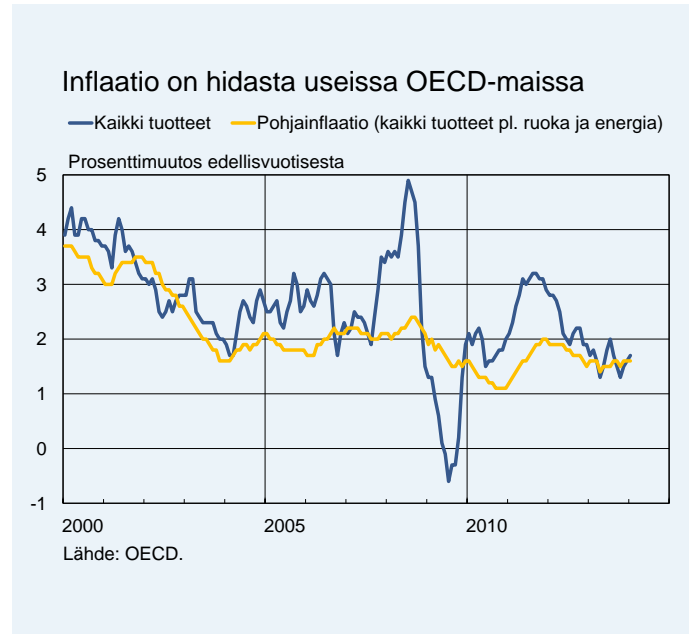
muutamia nousevia talouksia, ja vaikutukset maailmantalouteen ovat jääneet pieniksi. Itse asiassa epävarmuuden lisääntyminen nousevissa talouksissa on näkynyt kehittyneisiin talouksiin suuntautuvien valuuttavirtojen kasvuna ja alentanut mm. euroalueen maiden valtionlainojen korkoja.

### *Inflaatio hyvin hidasta*

OECD-maiden keskimääräinen inflaatio hidastui vuonna 2013 edelleen (kuvio 3) ja on nyt useassa maassa keskuspankin keskipitkän aikavälin tavoitetta hitaampi. Päätalousalueista inflaatio on hitainta euroalueella, jossa kuluttajahintojen vuosimuutos oli kuluvan vuoden tammi-helmikuussa alustavien tietojen mukaan vain 0,8 % vuotta aiemmasta. Yhdysvalloissa kuluttajahinnat olivat tammikuussa 1,6 % korkeampia kuin vuotta aiemmin, ja myös useissa nousevissa talouksissa inflaatio on pysynyt historiaan verrattuna maltillisena. Yleisestä trendistä poiketen inflaatio on kiihtynyt viime kuukausina Japanissa, missä kevyt rahapolitiikka on johtanut jenin heikentymiseen ja tuontihintojen nousuun.

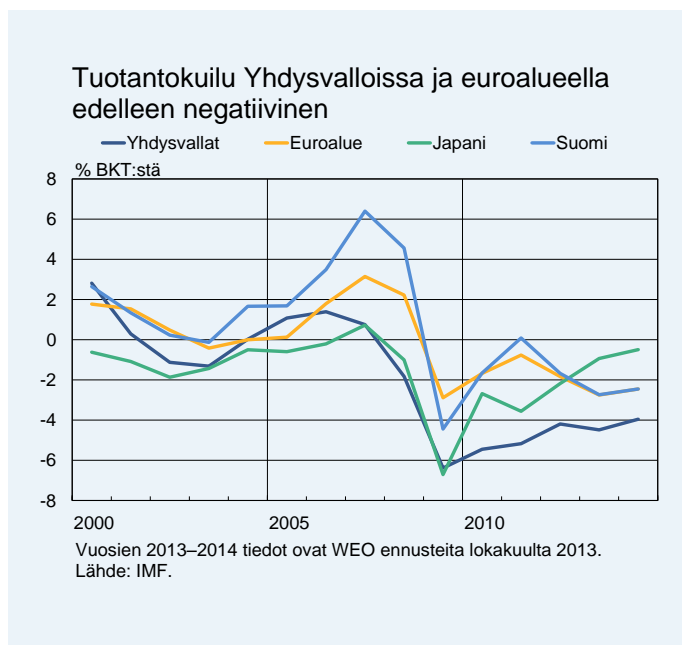
Hitaan inflaation taustalla ovat ensinnäkin hyvin maltillisesti kehittyneet energian ja raaka-aineiden hinnat (kuvio 11). Esimerkiksi elintarvikkeiden maailmanmarkkinahinnat laskivat vuonna 2013 noin viidenneksen pääosin hyvien satojen ansiosta. Tämä hidasti inflaatiota erityisesti nousevissa talouksissa, missä elintarvikkeiden osuus kuluttajien hyödykekorista on erittäin merkittävä. Myös öljyn hinta on nyt hieman alempi kuin vuosi sitten.

*Kuvio 3.*

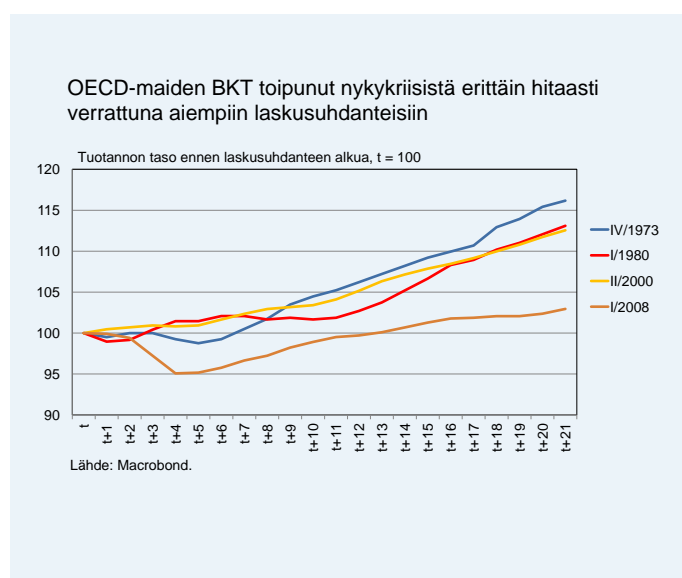


Vaikka ilman ruuan ja energian hintoja laskettu pohjainflaatio on vähenyt selvästi vähemmän kuin kuluttajahintainflaatio, senkin vauhti on historiaansa verrattuna hidasta. Maltillisen hintakehityksen taustalla onkin edelleen heikko suhdannetilanne, joka rajoittaa sekä kysyntää että tuotantokustannusten nousua. Esimerkiksi teollisuudessa kapasiteetin käyttöaste on kaikilla päätalousalueilla edelleen selvästi alempi kuin ennen kriisiä, ja heikko työllisyystilanne rajoittaa palkkojen nousua sekä Yhdysvalloissa että euroalueella. Myös arviot tuotantokuiluista vahvistavat käsitystä, että päätalousalueista erityisesti Yhdysvalloissa ja euroalueella resurssit ovat edelleen vajaakäytössä (kuvio 4). Lisäksi kireä markkinatilanne on omiaan rajoittamaan hintojen korotuksia ja pakottaa yritykset supistamaan marginaalejaan

Kuvio 4.



Kuvio 5.



ja parantamaan tuottavuuttaan. Varsinkin euroalueella myös raha- ja luottomäärien heikko kehitys on osaltaan johtanut hitaaseen inflaatioon.

#### *Kasvuennuste lähes ennallaan*

Aiempiin taantumiin verrattuna kehittyneiden talouksien toipuminen tämänkertaisesta kriisistä on ollut poikkeuksellisen hidasta (kuvio 5). Verkkaiseen toipumiseen on useita syitä. Ensinnäkin kriisiä edeltäneiden vuosien ripeä talouskasvu perustui useissa maissa yksityisen sektorin velkaantumiseen, ja näiden velkataakkojen purkaminen on hidastanut kasvua kriisin jälkeen. Lisäksi esimerkiksi asuntojen hintojen voimakas nousu muutamissa maissa ennen kriisiä johti siihen, että resurssit jakautuivat väärin, kuten liiallisiin asuntoinvestointeihin. Nyt kriisin jälkeen tuotantoresurssit – sekä työvoima että pääoma – on kohdennettava uudelleen. Tämä rakennemuutos punnitsee talouksien kyvyn sopeutua uuteen ympäristöön sekä asettaa suuria vaatimuksia harjoitettavalle talouspolitiikalle.

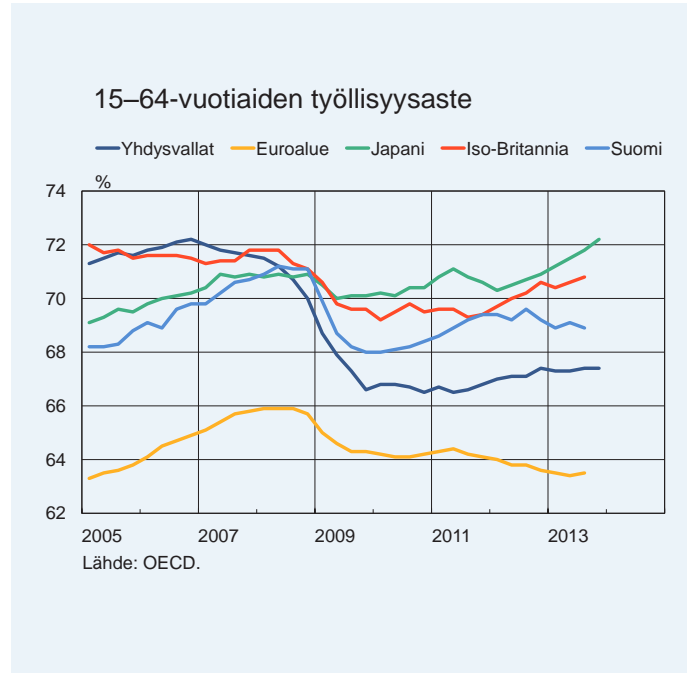
Toipumista hidastavat myös rahoituskriiseihin yleisesti liittyvät piirteet. On hyvin todennäköistä, että rahoitussektorin ongelmat ovat supistaneet rahoitusta erityisesti kasvavilta yrityksiltä ja näin vaikeuttaneet kasvun käynnistymistä. Osittain tätä kuvaa se, että tuotannollisten investointien kehitys on ollut hyvin heikkoa. Hidas toipuminen taas on pitkittänyt työttömyysongelmaa, jolloin työvoiman osaaminen on päässyt rapautumaan ja rakenteellinen työttömyys on lisääntynyt. Työllisyysaste on yhä useissa talouksissa matalam-

malla kuin ennen kriisiä (kuvio 6). Heikkoa investointi- ja työllisyyskehitystä ei ole pystytty kompensoimaan kokonaistuottavuuden parannuksilla, minkä vuoksi tuotannon kasvu on ollut vaimeaa.

Suomen Pankin maaliskuun 2014 kansainvälisen talouden ennuste pysyy päälinoiltaan samankaltaisena kuin syyskuun 2013 ennuste, sillä edellä kuvatuista syistä maailmantalouden lähivuosien kasvunäkymät ovat edelleen maltilliset. Varsinkin monissa euroalueen maissa huomattava työttömyys ja korkeiden velka-asteiden sopeuttaminen niin yksityisellä kuin julkisellakin sektorilla jarruttavat kasvua edelleen, ja kasvu kiihtyy nykyisestä vain hieman. Yhdysvaltojen ja nousevien talouksien kasvuvauhdin odotetaan jatkuvan likimain nykyisellään. Näitä odotuksia tukevat tuoreimmat yritysten ja kotitalouksien luottamusta kuvaavat indikaattorit, jotka ennakoivat kasvun jatkuneen alkuvuodesta 2014 likimain samaa vauhtia kuin vuoden 2013 lopussa (kuvio 7). Myös kehittyneiden talouksien rahoitusolojen kehitys – osakekurssien korkeus, korkojen pysyminen matalina ja markkinoiden riskinsietoa kuvaavien indikaattoreiden taso tukee odotuksia kasvun jatkumisesta.

Talouspolitiikan odotetaan tukevan talouskasvua lähivuosina. Ensinnäkin erittäin maltilliset inflaatioennusteet sallivat kevyen rahapolitiikan jatkamisen lähes kaikissa kehittyneissä talouksissa. Lisäksi talouskasvua tukee se, että useiden valtioiden sopeutusohjelmat ovat saavuttaneet huippunsa, ja meno- ja leikkausten ja veronkorotusten suurimmat kasvua lyhyellä aikavälillä hidasta-

Kuvio 6.



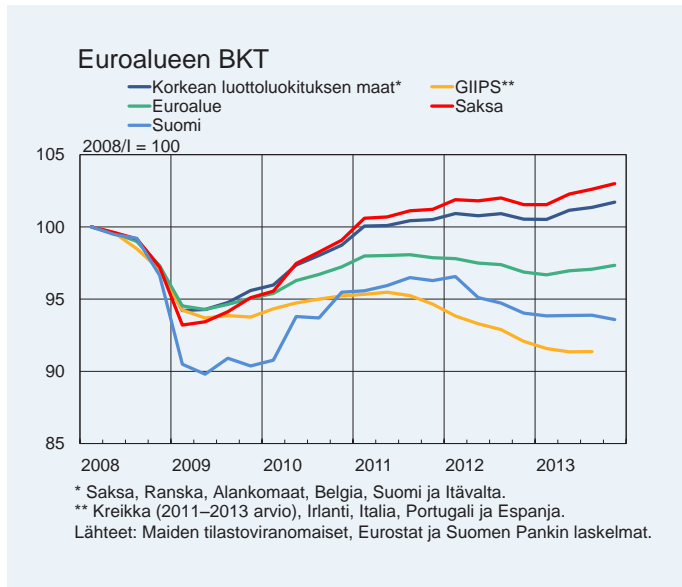
Kuvio 7.



Kuvio 8.



Kuvio 9.



neet vaikutukset on ohitettu. Muutamien euroalueen maiden tilannetta on helpottanut myös se, että talouskasvun käynnistyminen yhdessä jo toteutuneiden sopeutusohjelmien kanssa näyttää taivuttavan julkisen velan kasvun, mikä on lisännyt markkinoiden uskoa valtioiden kykyyn suoriutua veloistaan ja laskeutua näiden maiden korkotasojen.

Myös rakenneuudistusten toteuttamisessa edettiin kriisin aikana.<sup>5</sup> Erityisesti EU:n ja IMF:n ohjelmiin joutuneet euroalueen maat ovat uudistaneet työ- ja hyödykemarkkinoita. Lisäksi mm. budjettisopu Yhdysvalloissa sekä euroalueen pankkiunionia koskevat linjat ovat vähentäneet talouspolitiikkaan liittyvää epävarmuutta syksyn jälkeen (kuvio 8). Näiden seikkojen odotetaan asteittain heijastuvan varsinkin investointien kehitykseen.

*Euroalueen toipuminen jatkuu hitaana*

Talouden supistuminen EU21-alueella<sup>6</sup> päättyi vuoden 2013 toisella neljänneksellä, ja vuoden jälkipuoliskolla taloudellinen aktiivisuus parani asteittain. Toteutuneen markkinakehityksen mukaisesti ennusteissa oletetaan, että velkakriisin pahin vaihe on ohi ja tulevaisuudessa yksittäisten maiden ongelmat heijastuvat alueen aggregaattiin suoraan BKT-painojen mukaisesti. Uudessa ennusteissa ennakoidaan kasvun jatkuvan syksyllä ennustetun tavoin hitaana. Kasvua vaimentavat edelleen heikko tulokehitys, huomattava työttömyys, velkaantumisen purkaminen niin julkisella kuin yksityisellä-

<sup>5</sup> OECD (2014) Economic Policy Reforms – Going for Growth 2014.

<sup>6</sup> Euroalue, Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska.



kin sektorilla sekä investointien verkkaisuus. EU21-maiden BKT:n odotetaan kasvavan 1,4 % vuonna 2014, 1,6 % vuonna 2015 ja 1,7 % vuonna 2016. BKT saavuttaa ennusteen mukaan kriisiä edeltäneen eli vuoden 2008 toisen neljänneksen tason vasta vuoden 2015 lopulla. Maittaiset erot BKT:ssä säilyvät suurina ennusteperiodilla (kuvio 9).

Yksityisen kulutuksen kehitys jää EU21-alueella lähineljänneksinä suhteellisen vaisuksi heikon työllisyys- ja tulokehityksen sekä kotitalouksien suuren velkaantuneisuuden vuoksi. Epävarmuus kasvun ja kysynnän voimakkuudesta vähentää yritysten halukkuutta palkata uusia työntekijöitä. Pankkien luottoehtojen tiukkuuskin saattaa osaltaan jarruttaa investointeja. Myös finanssipolitiikka ja velkakestävyyttä parantavat toimet hidastavat edelleen euroalueen kasvua. Kaiken kaikkiaan verkkainen talouskehitys merkitsee työllisyystilanteen jatkumista heikkona useassa euroalueen maassa.

**Saksan** talous kasvoi vuoden 2013 jälkipuoliskolla vakaasti, ja maan BKT oli vuoden lopulla noin 3 % suurempi kuin ennen kriisiä eli vuoden 2008 toisella neljänneksellä. Luottamusilmapiiri on jatkanut kohenemistaan Saksassa vuoden 2014 alkukuukausina. Ennusteen mukaan Saksan kasvu jatkuu suhteellisen vahvana, sillä talouden perustekijät ovat hyvässä kunnossa: rakenteellisissa uudistuksissa on edetty muita euroalueen maita nopeammin, viennin kilpailukyky on hyvä, kotitalouksien velkaantuneisuus suhteellisen maltilliselta, työttömyys euroalueen vähäisimpiä sekä finanssipolitiikan ja valtion vel-

kaantuneisuuden sopeutustarpeet ovat lievemmat kuin muissa euroalueen maissa.

**Ranskan** talouskasvu vuonna 2013 oli heikkoa mutta jäi kuitenkin positiiviseksi ja aiemmin ennustettua paremmaksi. Kasvua piti käynnissä totutusti kotimainen kysyntä, jota puolestaan ylläpitää muun muassa väestönkasvu. Ennustevuosien aikana investoinnit alkavat lisääntyä asteittain luottamuksen kohentuessa sekä kilpailukykyä ja työmarkkinoiden toimintaa parantavien rakenneuudistusten vaikutuksesta. Huomattava työttömyys ja julkisen talouden sopeutustoimet hidastavat edelleen kotimaisen kysynnän kasvua lähivuosina.

Vaikka **Italiassa** BKT:n supistuminen vaihtui vuoden 2013 lopulla hyvin hitaaksi kasvuksi, maan reaalin tuotanto on edelleen 10 % kriisiä edeltänyttä tasoa heikompi. Kotimaisen kysynnän tuntuva supistuminen on muuttanut Italian vaihtotaseen hieman ylijäämäiseksi. Uuden hallituksen odotetaan kiihdyttävän rakenteellisia uudistuksia, jotka mahdollistaisivat talouden varovaisen kasvun sekä velkasuhteen taittumisen lähivuosina.

**Espanjan** pankkisektorin tervehdyttämisohjelman onnistuminen tukee talouden toipumista finanssikuplan puhkeamisen jälkeisestä syvästä kriisistä. Ohjelma päättyi tammikuussa 2014. Espanjan valtio tarvitsi noin 41 mrd. euroa lainaa pankkiensa pääomittamiseen. BKT alkoi kasvaa vuoden 2013 jälkimmäisellä puoliskolla nettoviennin tukemana. Useat tekijät heikentävät edelleen kotimaista kysyntää: työttömyysaste on pienestä laskusta huoli-

matta erittäin korkea ja sekä julkisen että yksityisen sektorin suuren velkaantuneisuuden purkamisessa on vielä paljon työtä jäljellä. Inflaatio on hidastunut vuoden 2013 aikana aivan nollan tuntumaan.

**Ison-Britannian** kasvuvauhti yllätti viime vuonna positiivisesti. BKT kasvoi 1,8 % vuonna 2013, ja kasvun odotetaan kiihtyvän edelleen tulevina vuosina. Työmarkkinoiden vahva vire, joka on näkynyt sekä työllisyys- että työttömyyslukuissa, on tukenut kotimaista kulutusta yhdessä hidastuvan inflaation, matalien korkojen ja asuntojen nousevien hintojen kanssa jopa odotettua enemmän. Toisaalta lainakannan ja palkkojen vaatimaton kehitys voi tulevina vuosina jarruttaa kasvua odotettua enemmän. Myös vaihtotaseen alijäämä on yksi Ison-Britannian talouden heikkouksista.

*Taulukko.*

#### **BKT:n ja maailmankaupan kasvu**

*Prosenttimuutos edellisestä vuodesta (alla ed. ennuste)*

<i>BKT</i>	<i>2013</i>	<i>2014<sup>e</sup></i>	<i>2015<sup>e</sup></i>	<i>2016<sup>e</sup></i>
<i>Yhdysvallat</i>	1,9 1,6	2,8 2,5	3,1 2,9	3,1
<i>EU21</i>	0,0 -0,1	1,4 1,2	1,6 1,6	1,7
<i>Japani</i>	1,5 1,6	1,3 1,5	1,2 1,2	1,1
<i>Kiina</i>	7,7 7,5	7,0 7,0	7,0 7,0	6,0
<i>Venäjä</i>	1,3 1,8	0,5 3,3	1,0 3,2	2,0
<i>Maailma</i>	3,0 3,0	3,5 3,7	3,7 3,8	3,7
<i>Maailmankauppa</i>	3,2 2,7	4,8 5,2	5,4 5,9	5,5

<sup>e</sup> = *ennuste*

*EU21 = euroalue, Ruotsi, Tanska ja Iso-Britannia*

*Lähde: Suomen Pankki.*

**Ruotsissa** ja varsinkin **Tanskassa** vuoden 2013 kasvu jäi vaatimattomaksi, mutta molempien maiden kasvun odotetaan kiihtyvän vuonna 2014, mikä kuvastaa pitkälti kotimaisen – etenkin kotitalouksien – kysynnän kasvua. Molemmissa maissa kotitalouksien velkataakka painaa kuitenkin pitkäaikaisia kasvunäkymiä.

*Yhdysvalloissa kasvun odotetaan jatkuvan, Japanin kehitystä leimaa epävarmuus*

**Yhdysvaltojen** talouskasvu piristyi vuoden 2013 jälkimmäisellä puoliskolla odotettua enemmän. Hyvä kehitys työ- ja asuntomarkkinoilla loi pohjaa sekä kotimaisen kulutuskysynnän että rakennusinvestointien kasvulle. Lisäksi budjettikiistojen ratkeaminen vähensi tulevaan talouspolitiikkaan liittyvää epävarmuutta samalla kun keskuspankin onnistunut viestintä kevensi maan rahoitusoloja.

Huolimatta alkuvuoden odotettua hieman heikommasta kehityksestä BKT:n kasvun odotetaan jatkuvan vakaana – noin 3 prosentin tasolla – ennustejaksolla. Kotitalouksien varallisuusasema on parantunut selkeästi, minkä odotetaan heijastuvan kulutuksen kasvuun. Tätä näkemystä tukevat tiedot, joiden mukaan esimerkiksi kulu- tusluottojen määrä on kasvussa ja velkojen purkaantumisen uskotaan olevan päättymässä. Vaikka julkisen sektorin sopeutustoimet jatkuvat koko ennustejakson ajan, niiden suurin talouskasvua hidastava vaikutus ohitettiin vuonna 2013. Yksi suurimmista tulevan talouskehityksen kysymyksistä liittyy tuotannollisten investointien kehitykseen.

Vaikka suuret voitot ja kassavarat ovatkin tavanomaista enemmän keskittyneet melko pienelle joukolle yrityksiä, näiden uskotaan lisäävän investointeja lähivuosina kasvunäkymien parantumisesta ja rahoitusolosuhteiden säilyessä keveinä.

**Japanin** lähivuosien talousnäkyviä leimaa epävarmuus. Julkisen talouden kuntoon saattamisen kannalta välttämättömän kulutusveron korotus on tarkoitus toteuttaa tänä ja ensi vuonna. Sen vaikutukset kulutukseen ja koko talouteen voivat kuitenkin olla lyhyellä aikavälillä negatiiviset. Kotitalouksien asemaa ei myöskään paranna se, että vaikka voimakas rahapoliittinen elvytys on heikentänyt jeniä ja kiihdyttänyt inflaatiota, tämä ei ole vielä näkynyt palkkojen kehityksessä. Niinpä reaali-palkat ovat nyt pienempiä kuin vuotta aiemmin. Huolta Japanin kehityksestä lisää se, että jenin heikentymisestä huolimatta vienti on kehittynyt vaatimattomasti. Kaiken kaikkiaan väestökehitys ja julkisen sektorin saattaminen kuntoon painavat lähivuosien kasvuodotukset runsaan prosentin tuntumaan. Pidemmän aikavälin kasvunäkymiä vahvistavien rakenneuudistusten tarve onkin edelleen suuri.

#### *Nousevien talouksien kasvun rakenne murroksessa*

Nousevissa talouksissa kasvua tukevat suuret trendit kuten kaupungistuminen, palvelusektorin kasvu sekä tekniikan edistysaskeleet. Maakohtaiset erot kehityksessä ovat kuitenkin suuria. Viimeaikaiset markkinaliikkeet muutamissa talouksissa heijastelevat laajemminkin nousevien talouksien haasteita lähivuo-

sina: velkaantumisen ripeään nousuun osaltaan perustunut talouskasvu on tullut tiensä päähän ja kasvun odotetaan lähivuosina pysyvän selvästi hitaampana kuin kriisiä edeltäneinä vuosina.

Nousevien talouksien merkitys maailmantaloudessa on jo erittäin suuri: ostovoimakorjatuin hinnoin nousevien talouksien osuus kasvoi vuonna 2013 ensimmäisen kerran suuremmaksi kuin kehittyneiden talouksien osuus.<sup>7</sup> Niinpä kehitys varsinkin suurissa nousevissa talouksissa vaikuttaa tuntuvasti koko maailmantalouteen.

Vuonna 2013 **Kiinan** BKT kasvoi 7,7 %, ja kokonaiskuva Kiinan kehityksestä vastaa hyvin aiemmin arvioitua. Lähivuosina BKT:n kasvun odotetaan asteittain hidastuvan, mutta pysyvän kuitenkin hyvällä tasolla eli 6–7 prosentissa. Edellytykset suotuisan kehityksen jatkumiselle ovat olemassa, sillä vuoden 2013 linjaukset osoittavat kiinalaispäättäjien olevan sitoutuneita syvällisiin reformeihin. Uskoa uudistusten läpivientiin lisää se, että tilanne erityisesti rahoitusmarkkinoilla suorastaan pakottaa jatkamaan mm. talletuskorkojen vapauttamista ja kasvattamaan korkojen merkitystä rahapolitiikassa. Myös hyvä työllisyystilanne sekä maltillinen inflaatio antavat mahdollisuuden keskittyä reformeihin.

Hiljalleen Kiinan talouden rakenteet muuttuvat, vaikka yksityisen kulutuksen osuus näyttää ennustejaksolla jäävän yhä investointien osuutta pienemmäksi. Rakennemuutokset näkyvät myös Kiinan ulkomaankaupassa, kun kiinalaisten matkailu lisääntyy nopeasti

<sup>7</sup> Laskelmassa on käytetty IMF:n jakoa nouseviin ja kehittyneisiin talouksiin.

*Kiinan talouskasvunäkymiä varjostavat riskit velkakuplasta ja historialliset kokemukset rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen ylilyönneistä.*

ja kokoonpanotuotannon merkitys vähenee. Kiinan vaihtotaseen ylijäämä vuonna 2013 painui 2 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mutta pääomantuonnin kiihtymisen takia maan valuuttavaranto kasvoi yli 3 800 mrd. dollariin. Juanin kansainvälinen käyttö lisääntyy markkinoiden vapautumisen ja Kiinan nopeana jatkuvan talouskasvun myötä. Kiinnostava kysymys ennustejaksolla on valuutansäännöstelystä luopuminen, jonka odotetaan toteutuvan vuoden 2015 loppuun mennessä.

Velkamäärän suurenemisen ohella epävarmuutta Kiinan rahoitusmarkkinoilla on lisännyt nopeasti kasvanut, mutta heikosti valvottu varjopankkitoiminta. Tällainen epävarmuus varjostaa kehitystä myös tulevina vuosina, vaikka Kiinalla on eväitä estää ongelmien leviäminen: se voi käyttää pankkien puskureita tai viime kädessä torjua leviämisen julkisen sektorin väliintulon avulla. Kansainväliset kokemukset velkakuplasta ja rahoitusmarkkinoiden vapauttamiseen liittyvistä ylilyönneistä puoltavat kuitenkin varautumista siihen, että ongelmat paisuvat arvioitua suuremmiksi ja Kiinan kasvu jää ennustettua hitaammaksi.

Venäjän talouden kasvu on hidastunut voimakkaasti. Vuonna 2013 BKT kasvoi vain 1,3 %, kun valtion suurten energiayritysten investoinnit supistui-  
vat. Tänä vuonna talouden kasvu hidastuu edelleen, vaikka maailmantalouden ja -kaupan kasvu nopeutuu. Investoinnit Venäjällä lykkääntyvät entistä enemmän, sillä Krimin tapahtumat ovat lisänneet epävarmuuksia merkittävästi. Myös öljyn hinnan ennustettua laskua kuvastaen Venäjän BKT:n ennustetaan

kasvavan ennustejaksolla runsaan prosentin vuodessa. Yksityisen kulutuksen kasvu hidastuu. Vienti lisääntyy hitaasti ja tuonti kasvaa tämän vuoden notkahduksen jälkeen pari prosenttia vuodessa.

Kasvunäkymien parantuminen edellyttäisi ripeitä talousuudistuksia, mutta suunnitelmien toteutus etenee hitaasti. Eräitä täsmäuudistuksia on tehty, mitä on motivoinut tavoite kohentaa nopeasti Venäjän sijoitusta liiketoimintaympäristön kansainvälisessä vertailussa. Talouden elvytyshalut ovat lisääntyneet vähitellen, ja tavoiteltu valtiontalouden vaje on vähän aiempaa suurempi, joskin edelleen pieni. Rahapoliittisten toimien vaikutukset korkoihin ja luotonottoon ovat yhä epävarmoja. Yli 6 prosentin inflaatiovauhti ylittää edelleen tavoitteen. Rupla on heikentynyt markkinapaineiden vuoksi, ja keskuspankki on hillinnyt tätä heikentymistä ruplan tukioistoilla. Krimin kriisin vaikutusta Venäjän talouteen tarkastellaan lähemmin kehikossa 2.

#### *Globalisaation kiivain vaihe takanapäin*

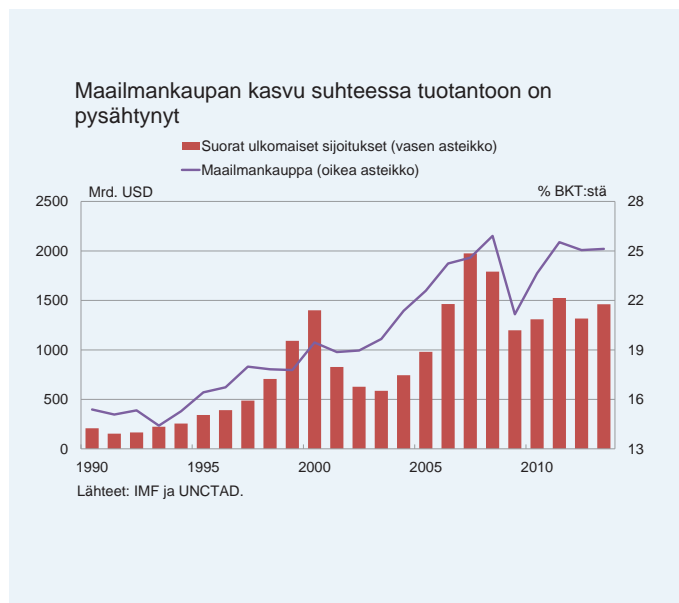
Kriisiä edeltäneinä vuosina kaupan avautuminen, mukaan lukien Kiinan WTO-jäsenyys, sekä tuotannon siirtäminen kohti nousevia talouksia kasvativat maailmankauppaa selvästi tuotantoa nopeammin (kuvio 10). Kriisi kuitenkin katkaisi tämän kehityssuunnan, ja maailmankaupan kasvu on viime vuosina ollut vaatimatonta. Syitä kehitykseen on useita. Ensinnäkin investointien heikko kehitys kehittyneissä talouksissa on heijastunut maailmankauppaan, sillä investointi- ja kesto-

kulutushyödykkeiden osuus maailman-kaupasta on suuri. Toiseksi rooliaan kasvattaneiden nousevien talouksien tuontialttius on selvästi pienempi kuin kehittyneissä talouksissa, sillä köyhät maat kuluttavat suhteessa muita maita enemmän kotimaassa tuotettuja tuotteita, kuten elintarvikkeita. Näissä maissa myös tuonnille asetettavat esteet, kuten tullit, ovat keskimäärin kehittyneiden maiden esteitä suurempia. Lisäksi kansainvälisten suorien sijoitusten vaatimaton määrä viime vuosina viittaa siihen, että tuotantoketjujen kansainvälistyminen näyttää hidastuneen (kuvio 10).

Vaikka viime kuukausina investointien ja maailmankaupan kasvu on piristynyt, kansainvälisen kaupan odotetaan edellä kuvatuista syistä kasvavan lähivuodet vain vähän tuotannon kasvua nopeammin. Vaikka maiden välinen tuotannon uusjako esimerkiksi Kiinan kustannustason nousun myötä on käynnissä jatkuvasti, se ei väistämättä johda enää kansainvälisen kaupan yhtä nopeaan kasvuun kuin 2000-luvulla. Merkille pantavaa on, että kaupan esteiden purkamisella kaupan kasvua voidaan kuitenkin kiihdyttää.

Maailmankaupan epätasapaino on pysynyt kriisin jälkeiset vuodet liki muuttumattomana. Ennustejaksolla Yhdysvaltojen kaupan alijäämän suurenemista rajaa maan kasvava omavaraisuus energiantuotannossa. Euroalueen ylijäämää puolestaan kasvattaa euro maiden kotimaisen kysynnän sopeutuksen jatkuminen. Kiinan kaupan ylijäämän ennustetaan pysyvän nykyisellään.

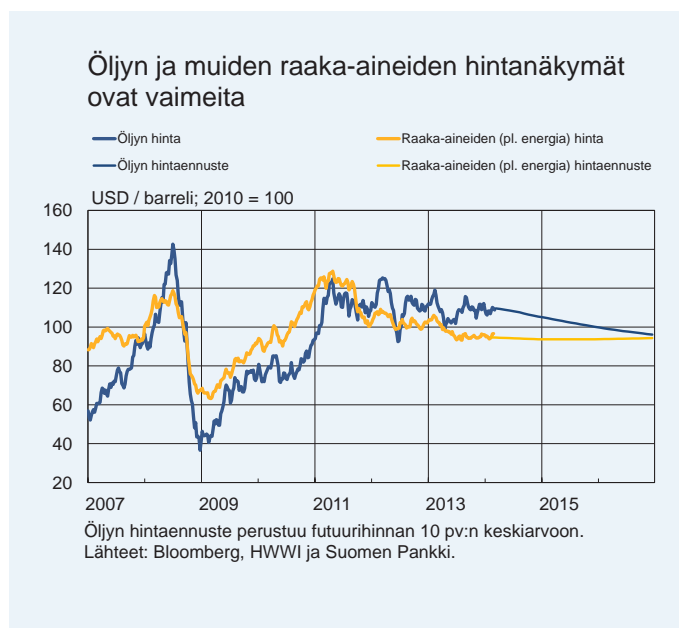
Kuvio 10.



### Inflaation ennustetaan pysyvän hitaana

Maailmantalouden verkkainen toipuminen kriisistä hidastaa inflaatiota edelleen lähivuosina pitämällä tuotantokuilun useassa kehittyneessä taloudessa negatiiv-

Kuvio 11.



visena. Kysyntänäkymien vaimeus heijastuu myös öljyn ja muiden raaka-aineiden hintoihin, joiden tässä ennusteessa odotetaan seuraavan markkinoiden futuurihintoja (kuvio 11). Öljyn futuurihintojen laskevaa uraa tukevat myös Pohjois-Amerikan öljyntuotannon kasvu sekä se, että nykyisin esiintyvien tuotantokatkosten uskotaan ennustejaksolla päättyvän ja öljyn tarjonnan siten osaltaan lisääntyvän. Metallien hintakehityksen maltilliset näkymät taas perustuvat suurelta osin Kiinan kasvun asteittaiseen hidastumiseen.

Ennusteen mukaan EU21-alueen inflaation hidastuminen pysähtyy vuoden 2014 kuluessa. Inflaation ennustetaan pysyttelevän vuoden 2014 aikana 1 prosentin tuntumassa ja kiihtyvän vuonna 2015 noin 1,3 prosenttiin (kuvio 12). Ennusteperiodin loppuun tultaessa inflaation ennustetaan olevan 1,6 %. Inflaatiota kiihdyttävät talouden

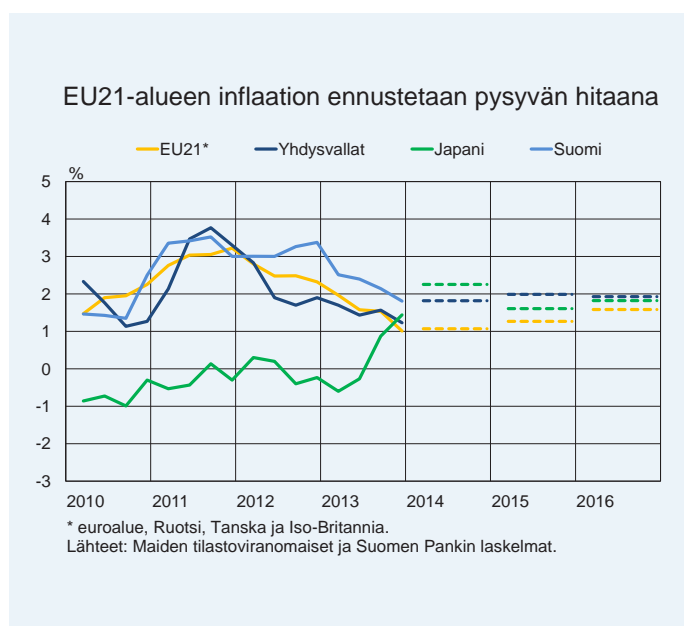
varovainen elpyminen ja tuotanto-kuilun supistuminen sekä pitkän ajan inflaatio-odotusten pysyminen ankkuroituneina.

**Yhdysvalloissa** inflaation ennustetaan kiihtyvän tämän vuoden aikana 2 prosentin tuntumaan ja pysyttelevän tasaisena ennusteperiodin loppuun saakka. Inflaatiouvauhti selittyy talouden myönteisillä kasvu- ja työllisyysnäky- millä.

**Japanin** inflaatio kiihtyy ennusteen mukaan tänä vuonna noin 2,5 prosenttiin ja pysyy tässä vauhdissa vuoden 2015 alkupuolelle saakka. Nopean kiihtymisen aiheuttavat keväällä 2014 voimaan tuleva kulutusveron korotus sekä keveänä jatkuva rahapolitiikka. Kulutusveron korotuksen vaikutuksen hiipussa inflaation ennustetaan kuitenkin hidastuvan vuoden 2015 aikana 1 prosentin tuntumaan ja kiihtyvän siitä jälleen syksyllä voimaan tulevan toisen kulutusveroon kohdistuvan korotuksen seurauksena 2 prosenttiin. Japanissa hintapaineet tulevat pääosin heikon jenin aiheuttamista kalliista tuontihinoista sekä veronkorotuksista. Jotta keskuspankin asettamaan 2 prosentin inflaatiotavoitteeseen päästäisiin Japanissa pysyvämmiin, kuluttajahintojen nousun tulisi heijastua myös palkkoihin, jotka vielä toistaiseksi eivät ole juurikaan kasvaneet.

Ennusteiden kannalta erittäin tärkeät inflaatio-odotukset ovat pysyneet pääosin ankkuroituneina lähellä keskuspankkien hintavakausmääritelmiä niin euroalueella kuin Yhdysvalloissa toteutuneen inflaation hidastumisesta huolimatta. Ennusteita koskeva toinen epävarmuutta lisäävä tekijä liittyy sii-

Kuvio 12.

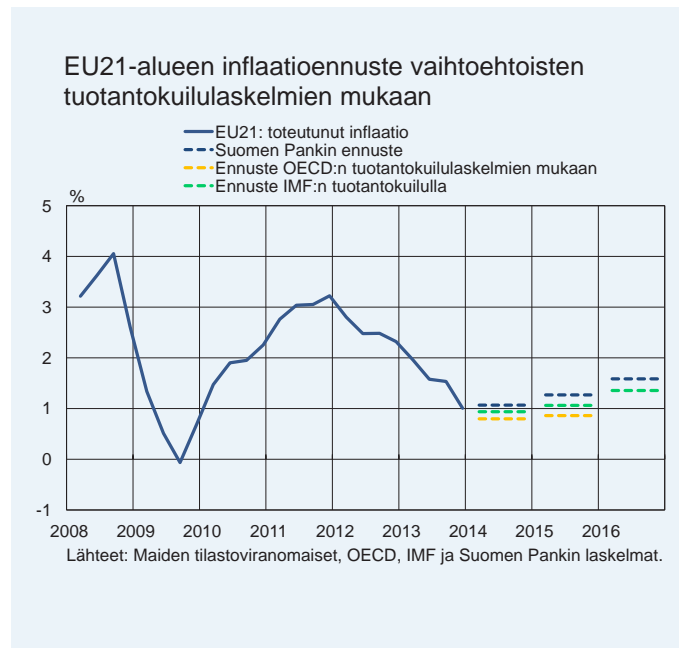


hen, kuinka suureksi kunkin talousalueen potentiaalinen tuotannontaso arvioidaan. Inflaatioon nimittäin vaikuttaa merkittävästi se, miten kaukana tästä potentiaalisesta tuotannontasosta ollaan eli kuinka suuri on talousalueen tuotantokuilu. Jos tuotantokuilu on selvästi negatiivinen, mikä nykytilanteessa on tavanomaista, taloudessa on runsaasti käyttämätöntä kapasiteettia ja hintapaineet pysyvät pieninä. Inflaatioennusteiden kannalta ongelmallista on, että arviot potentiaalisesta tuotannontasosta ja siten myös tuotantokuilusta eroavat mm. käytetyn arviointimenetelmän mukaan. Esimerkiksi Suomen Pankissa käytetty menetelmä arvioi euroalueen ja Yhdysvaltojen negatiivisten tuotantokuilujen olevan nykyisellään astetta pienempiä kuin kansainvälisten instituutioiden tuotantofunktio pohjaiset arviot. Niinpä OECD:n tai IMF:n arvioiden käyttäminen inflaatioennusteissa tuottaa jonkin verran hitaammin kiihtyvät inflaatiourat kuin perusennuste (kuvio 13).

### *Suurimmat riskit liittyvät euroalueen erittäin hitaaseen inflaatioon ja Kiinan varjopankkeihin*

Maailmantalouden kasvun odotetaan ennusteissa jatkuvan lähivuodet likimain nykyisellään. Ennusteeseen liittyy kuitenkin huomattavia riskejä, jotka ovat lievästi painottuneet odotettua hitaamman kasvun suuntaan. Mikäli nämä odotettua heikomman kasvun riskit toteutuvat, niistä kumpuavat vaikutukset voivat olla erittäin vahingollisia koko maailmantalouden kannalta, kun taas odotettua paremman kasvun riskien positiiviset vaikutukset

Kuvio 13.



jäävät toteutuessaankin vaatimattomiksi.

Suhteellisen maltillinen kasvunennuste nostaa esiin mahdollisuuden odotettua nopeammasta kasvusta etenkin euroalueella. Varsinkin euroalueen veturina toimivassa Saksan taloudessa on merkkejä, jotka viittaavat mahdollisuuteen, että talouskasvu elpyisi ennustettua enemmän. Erityisesti asunto- ja työmarkkinoiden vire on ollut suhteellisen positiivinen. Finanssipolitiikkaan ja valtion velkaantuneisuuteen liittyvät sopeutustarpeet ovat suhteellisesti lievemmat kuin muissa euroalueen maissa. Rakenteellisten uudistusten eteneminen on ollut muiden euroalueen maiden vastaavaa kehitystä nopeampaa. Lisäksi kone- ja laiteinvestoinnit ovat Saksassa edelleen selvästi vähäisempiä kuin ennen kriisiä, mikä sallii investointien kasvun kiihtymisen. Tätä taustaa vasten

*Ukrainan kriisin  
kärjistymisen  
suurimmat maan  
ulkopuoliset  
talousvaikutukset  
ovat toistaiseksi  
kohdistuneet  
Venäjään.*

ei ole poissuljettua, että Saksan kotimaisen kysynnän kasvu on vauhdikkaampaa kuin Suomen Pankin ennusteissa arvioidaan. Kasvun piristymisellä euroalueen selvästi suurimmassa taloudessa olisi positiivisia kerrannaisvaikutuksia koko alueen elpymisen kannalta.

Toisaalta euroalueen näkymiä voivat painaa nyt ennustettua heikommiksi erittäin hitaasta inflaatiosta talouteen kumpuavat negatiiviset vaikutukset. Inflaation hitaus vaikeuttaa suurten velkataakkojen purkamista entisestään kasvattamalla näiden velkojen reaaliarvoa. Pitkittynyt hidas inflaatio saattaa edelleen heikentää hintamekanismin toimintaa euroalueella, mikä ehkäisee tuotteiden ja palveluiden suhteellisten hintojen riittävää joustoa kysynnän ja tarjonnan mukaan. Tämän mekanismin toimimattomuus, eli suhteellisten hintojen jäykkyys, voi vaikeuttaa ja pitkittää taluskriisistä toipumista entisestään (ks. kehikko 1).

Uusi alasuuntainen kasvuriski euroalueelle on helmi-maaliskuussa kärjistynyt Ukrainan kriisi. Toistaiseksi sen suurimmat Ukrainan ulkopuoliset talousvaikutukset ovat kohdistuneet Venäjään, jonka muutenkin alaviritteinen talous kärsii kohonneesta epävarmuudesta (ks. kehikko 2).

Muutamien nousevien talouksien rahoitusolot ovat kiristyneet huomattavasti kesästä 2013 lähtien näiden maiden kasvuodotusten heikennyttyä ja Yhdysvaltojen rahapoliittisen elvytyksen kaventamisen myötä. Todennäköisyys, että nykyinen epävarmuus leviäisi samalla tavalla kuin 1990-luvun lopulla, on kuitenkin pieni. Tämä johtuu varsinkin Aasian nousevien talouksien kas-

vattamista puskureista sekä siitä, että Kiinan merkitys maaryhmän veturina on suurentunut.

Mittaluokaltaan aivan erikokoinen riski liittyy kuitenkin ylivoimaisesti suurimman nousevan talouden – Kiinan – rahoitussektorin kestävyYTEEN. Kiinassa rahoitusmarkkinoiden vähittäinen vapautuminen sekä heikosti valvottu varjopankkitoiminta yhdessä jo huomattavaksi kasvaneen velkaantuneisuuden kanssa ovat lisänneet epävarmuutta maan rahoitusmarkkinoilla. Ongelmien mahdollinen kasaantuminen maan rahoitusjärjestelmää ja taloutta laajasti koskevaksi kriisiksi johtaisi tuntuviin vaikutuksiin raaka-ainemarkkinoiden ja kauppakanavien kautta ensinnäkin muihin nousevissa talouksissa, mutta myös koko maailmantaloudessa. Tällaisen riskin toteutumisen mahdollisuutta puoltavat kansainväliset kokemukset velkakuplista ja rahoitusmarkkinoiden vapauttamiseen liittyvistä ylilyönneistä. Viime vuosien velkaelvytyksen ja rahoitusmarkkinakehityksen takia nämä ovat jo todellisuutta Kiinassa. Eri-tyisesti investointeihin ja rakentamiseen iskevät mahdolliset rahoitusongelmat leikkaisivat kasvua nopeasti tavalla, jota ei voida kompensoida kulutusta tai vientiä lisäämällä. Vaikka Kiinan ulkomaiset rahoituskytkökset ovat vasta kasvamassa, kriisin sattuessa maan talouden koko ja siihen ladatut odotukset aiheuttaisivat varmasti myös globaaleja rahoitusmarkkinavaikutuksia. Globaaleja ongelmia tasapainottaisi se, että raaka-aineiden hintojen lasku tukisi kehittyneiden ja muiden raaka-aineita tuovien maiden talouksia. Kiinaan liittyvät ongelmat ja riskit painottunevat ennustejakson jälkipuolelle.



Kehikko 1.

## Euroalueen inflaatio ja suhteelliset hinnat

*Euroalueen inflaatio hidastui selvästi vuoden 2013 aikana. Samalla suhteellisten hintojen muutosvauhti on hiipunut. Hidas inflaatio ja suhteellisten hintojen jäykkyys viittaavat siihen, että finanssikriisistä toipuminen jatkuu verkkaisena.*

Suhteellisten hintojen joustavuus on keskeinen osa hintamekanismeja. Hitaan inflaation vallitessa hintojen joustavuus edellyttää yleensä joidenkin nimellishintojen laskemista. Jos hinnat eivät jousta alaspäin, suhteelliset hinnat jäykistyvät ja hintamekanismin toiminta vaikeutuu. Hyväksymällä maltillinen inflaatio tehdään tilaa suhteellisten hintojen nousulle, jolloin nimellisten hintojen laskujen ei välttämättä tarvitse olla niin suuria. Euroalueella hintavakauden määrittelmän mukainen tavoite on, että vuotuisen inflaatio on lähellä, mutta alle 2 prosentin.

Tarkastelemalla euroalueen inflaatiota ja suhteellisten hintojen muutoksia havaitaan, että inflaation hidastumisen myötä nousevien hintojen osuus hintojen muutoksista on pienentynyt vuoden 2013 aikana (kuvio A). Laskevien hintojen osuus puolestaan on jossain määrin kasvanut. Vielä joulukuussa 2012 nousevien hintojen vaikutus inflaatioon oli noin 2,5 prosenttiyksikköä (käyrän korkein kohta kuviossa A) ja laskevia hintoja oli suh-

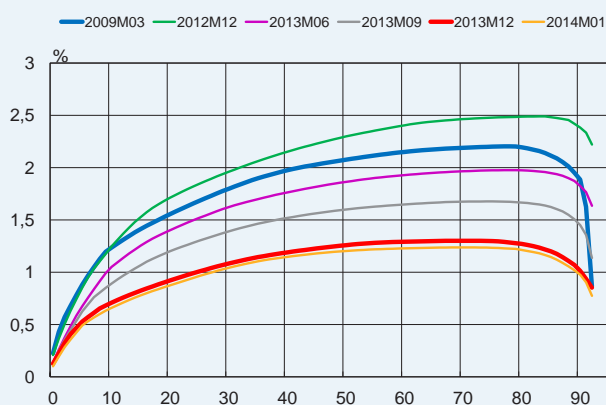
teellisen vähän. Vuoden 2013 aikana nousevien hintojen vaikutus on vähentynyt, ja joulukuussa 2013 se oli enää noin 1,3 prosenttiyksikköä. Samanaikaisesti laskevien hintojen osuus ja vaikutus ovat kasvaneet. Tilanne on

jatkunut samankaltaisena tammikuussa 2014.

Hidas inflaatio ei automaattisesti tarkoita, että suhteelliset hinnat ovat jäykkiä. Sama inflaatiovauhti voi peittää alleen hyvin erilaisen suhteellisten hintojen

Kuvio A.

### Inflaatio ja suhteellisten hintojen muutokset euroalueella<sup>1</sup>



Lähteet: Eurostat ja Suomen Pankki.

<sup>1</sup> Kuvion käyriin sisältyvät tiedot kuluttajahintaindeksin 93 hyödykkeen hintamuutoksista edellisen 12 kuukauden aikana sekä tiedot näiden hyödykkeiden painoista. Kukin käyrä on saatu asettamalla yksittäisten hyödykkeiden vaikutukset inflaatioon (= hintamuutoksen ja painon tulo) suuruusjärjestykseen ja laskemalla näistä kumulatiivinen summa. Toisin sanoen ensimmäiseksi vasemmalle sijoitetaan se komponentti, jonka hinnan muuttumisella on suurin positiivinen vaikutus hintaindeksin nousuun. Siihen lisätään toiseksi suurin positiivinen vaikutus. Näin jatketaan, kunnes tullaan laskevien hintojen alueelle. Viimeiseksi summaan lisätään suurin negatiivinen vaikutus. Näin järjestettyjen vaikutusten kumulatiivinen summa päättyy lukuun, joka on yhtä kuin koko kuluttajahintaindeksin muutosvauhti. Asettamalla kuluttajahintaindeksin komponenttien vaikutukset tällä tavalla suuruusjärjestykseen ja laskemalla niiden kumulatiivinen summa voidaan piirtää käyrä, joka antaa samalla kertaa sekä kokonaiskuvan nousevien ja laskevien hintojen yleisyydestä että koko hintaindeksin muutosvauhdista. Käyrä on kupea ylöspäin, mikä on suora seuraus siitä, että vaikutukset on asetettu suuruusjärjestykseen.

kehityksen. Euroalueen inflaatio oli finanssikriisin alkuvaiheessa maaliskuussa 2009 likimain samansuuruinen kuin vuodenvaihteessa 2013–2014. Tästä huolimatta erot suhteellisten hintojen muutosvauhdissa ovat varsin isoja. Maaliskuussa 2009 nousevien hintojen vaikutus oli suuri ja inflaation hidastuminen johtui vain joidenkin hintojen (lähinnä energiatuotteiden) lasusta. Tammikuussa 2014 nousevien hintojen vaikutus on vähentynyt ja laskevien hintojen yleisyys suuri. Laskevien hintojen vaikutus on lisäksi viimeisen vuoden aikana kasvanut. Ilmeistä on, että hintamekanismin toiminta

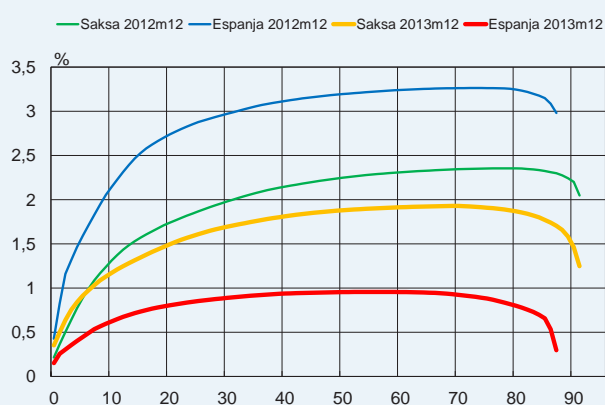
on euroalueella jossain määrin vaikeutunut. Kaiken kaikkiaan suhteellisten hintojen jäykkyys yhdessä vähäisen inflaation kanssa indikoi edelleen hidasta ja pitkäkestoista finanssikriisistä toipumista.

Vaikka inflaatio on hidastunut selvästi alle 2 prosentin lähes kaikissa euromaissa, erot suhteellisten hintojen muutosvauhdissa ovat maiden välillä suuria. Saksassa suhteelliset hinnat muuttuvat, vaikka inflaatio hidastui 0,8 prosenttiyksikköä joulukuusta 2012 joulukuuhun 2013 (kuvio B). Sen sijaan Espanjassa suhteellisten hintojen muutosvauhti on vastaavana ajanjak-

sona hiipunut merkittävästi. Vielä joulukuussa 2012 nousevien hintojen vaikutus inflaatioon oli yli 3 prosenttiyksikköä ja laskevia hintoja oli suhteellisen vähän. Joulukuussa 2013 nousevien hintojen osuus ja vaikutus ovat pienentyneet, ja lähes muuttumattomien hintojen osuus (käyrän tasainen osa kuviossa B) on kasvanut. Vaikka myös laskevien hintojen osuus ja vaikutus ovat Espanjassa kasvaneet, kokonaisuudessaan hintamekanismin toiminta on tullut jäykemmäksi. Espanjan tilanteeseen kuitenkin vaikuttaa syyskuussa 2012 toteutettu arvonlisäveron korotus, joka kiihdytti Espanjan inflaatiota 12 kuukauden ajan. Arvonlisäverosta puhdistettuna Espanjan inflaatio hidastuminen joulukuusta 2012 joulukuuhun 2013 on kuitenkin liki kaksinkertainen Saksan kehitykseen verrattuna. Vaikka arvonlisäverosta puhdistettua yksityiskohtaista hinta-aineistoa ei ole käytettävissä, on ilmeistä, että hintamekanismin toiminta Espanjassa on tullut jäykemmäksi.

Kuvio B.

### Inflaatio ja suhteellisten hintojen muutokset Saksassa ja Espanjassa<sup>2</sup>



Lähteet: Eurostat ja Suomen Pankki.

<sup>2</sup> Kuvion käyriin sisältyvät tiedot Saksan kuluttajahintaindeksin 92 hyödykkeen hintamuutoksista edellisen 12 kuukauden aikana sekä tiedot näiden hyödykkeiden painoista ja Espanjan kuluttajahintaindeksin 88 hyödykkeen hintamuutoksista edellisen 12 kuukauden aikana sekä tiedot näiden hyödykkeiden painoista.

## Krimin kriisi lisää Venäjän talouteen kohdistuvia riskejä

*Krimin tilanteen kärjistyminen helmi-maaliskuun 2014 vaihteessa johti merkittävään epävarmuuden kasvuun Ukrainan lisäksi Venäjällä. Tässä keihokossa arvioidaan epävarmuuden kasvuun vaikutuksia Venäjän kokonaistaloudellisen kehityksen kannalta. Arviot perustuvat Suomen Pankin sirtymätalouksien tutkimuslaitoksen (BOFIT) Venäjä-mallin<sup>5</sup> avulla tehtyihin laskelmiin.*

### Epävarmuus heikentää kasvua

Kriiseihin liittyy poikkeuksellinen epävarmuuden kasvu, ja näin on laita myös viime aikojen tapahtumissa Ukrainassa. Vaikka talouskasvuun haitallisesti vaikuttavan epävarmuuden mittaaminen ja mallintaminen ei ole suoraviivaista, rahoitusmarkkinoilta nopeasti saatava informaatio auttaa epävarmuuden arvioinnissa. Venäjän talouskasvuun haitallisesti vaikuttavan epävarmuuden määrää voidaan arvioida hyödyntämällä tietoa ruplan heikkenemistä koskevista odotuksista yhdistettynä muuhun informaatioon.

Suomen Pankin Venäjä-mallissa tällaista haitallista epävarmuutta on kuvattu käyttämällä muuttujaa, jonka taustalla ovat todelliset valuuttakurssi-muutokset (kuvio). Laskelmissa käytettävässä mallissa muuttuja

kuva odotuksia epävarmuudesta. Muuttuja on rakennettu niin, että yhteen vuosineljännekseen osuva epävarmuuden kasvu heijastuu vähitellen vaimeten myös kolmeen seuraavaan neljännekseen. Oheinen kuvio näyttää aiemman historian lisäksi ennen Krimin tapahtumia tehdyn arvion vuoden 2014 epävarmuudesta (musta viiva) ja maaliskuun 2014 alussa päivitetyn arvion (punainen viiva).

### Kriisit ja epävarmuus nyky-Venäjällä

Muuttujan arvolle ei sinänsä ole erityistä tulkintaa, vaan sen arvoa on hyvä verrata toteutuneisiin kriiseihin. Ruplakriisi vuonna 1998 oli omaa luokkaansa, mutta sen jälkeen haitallista epä-

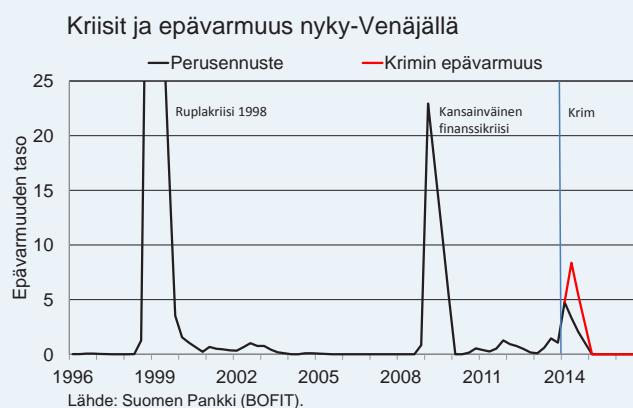
varmuutta oli hyvin vähän aina kansainvälisen finanssikriisin puhkeamiseen asti. Epävarmuus lisääntyi kotoperäisistä syistä jo vuoden 2013 lopulla ja tämän vuoden alkupuolella ennen Krimin tapahtumia helmi-maaliskuun vaihteessa.

### Synkkä varjo vuodeksi 2014

Krimin tilanteen kärjistyminen aiheutti vakavan häiriön Venäjän rahoitusmarkkinoilla. Venäläisyritysten pörssi-arvosta suli 3. maaliskuuta 60 mrd. dollaria ja rupla heikkeni huomattavasti, vaikka keskuspankki nosti korkoa 1,5 prosenttiyksikön verran ja tuki ruplaa valuuttamarkkinoilla.

Vaikka tilanne myöhemmin rauhoittuisi, tapahtumien aiheut-

*Kuvio.*



<sup>5</sup> BOFITin Venäjä-malli, ks. Rautava, J. (2013) *Oil Prices, Excess Uncertainty and Trend Growth. Focus on European Economic Integration* 4/2013.

tama epävarmuus näkyy vielä pitkään ja hidastaa Venäjän talouskasvua ainakin kuluvaan vuoden ajan. Laskun suuruutta voidaan arvioida vertaamalla BOFITin Venäjän talouden ennustamiseen käytetyn ekonometrisen mallin antamia ennusteita. Mallin tuottamassa peruseennusteessa on käytetty ennen Krimin kriisiä sovellettua epävarmuusprofiilia, ja vaihtoehtolaskelmassa on otettu huomioon kriisin aiheuttama epävarmuuden lisääntyminen (vrt. kuvio).

Mallilaskelmien mukaan helmi-maaliskuun vaihteen Krimiviikonloppu ja sen aiheuttaman Venäjän talouteen kohdistuvan ylimääräisen epävarmuuden seurauksena Venäjän BKT:n kasvu supistuu prosenttiyksikön pienemmäksi kuin ennen kriisiä arvioitiin. Samalla Venäjän tuonnin määrä uhkaa jäädä 4 prosenttiyksikköä ennen kriisiä arvioitua pienemmäksi. Laskel-

missä on otettu huomioon, että kriisin myötä öljyn hinta hieman nousi, mutta tämä helpottaa Venäjän tilannetta vain marginaalisesti.

Yksinkertainen malli ei kerro tarkasti, mitä kanavia pitkin epävarmuus Venäjän talouteen välittyy. Tiedossa kuitenkin on, että epävarmuus tekee sekä yritykset että kuluttajat varovaisiksi, joten tuotannon hidastumisen taustalla on sekä investointi- että kulutuskysynnän heikkeneminen.

#### *Edessä vaikeat ajat*

Tässä esitetyssä arvioissa kasvulle haitallisen epävarmuuden on ajateltu jäävän helmi-maaliskuun vaihteessa koettuun kriisiin ja sen vähitellen hiipuviin heijastusvaikutuksiin. Seuraukset ovat luonnollisesti suuremmat, mikäli kriisi Krimillä syvenee ja erilaisten taloudellisten vastatoimien uhka kasvaa. Koettu kriisi on luonteeltaan myös hyvin erilainen verrat-

tuna edellisiin, ja on mahdollista, että yritykset ja muut toimijat näkevät nykytilanteen uhat eri valossa kuin aikaisemmissa kriiseissä. Tällöin epävarmuuden heijastusvaikutukset saattavat olla paljon tässä arvioitua syvällisempiä ja pitkäaikaisempia.

Joka tapauksessa on selvää, että Krimin tapahtumat vaikeuttavat Venäjän jo ennestään tunkaala taloustilannetta. Venäjän kasvuvauhti on viime vuosina hiipunut, ja vuonna 2013 maan BKT kasvoi vain 1,3 %. Kasvun hidastuminen ei johdu energian ja raaka-aineiden hintakehityksestä, vaan taustalla ovat syvällisemmät talouden yksipuolisesta rakenteesta ja kilpailun puutteesta kumpuavat ongelmat. Hitaan kasvun myötä olemassa olevien ongelmien ratkaisu vaikeutuu ja epävarmuus tulevaisuudesta kasvaa. Tällainen epävarmuus on myrkyä investoinneille ja talouskasvulle.

## II Rahapolitiikka ja sen välittyminen euroalueen reaaliin talouteen

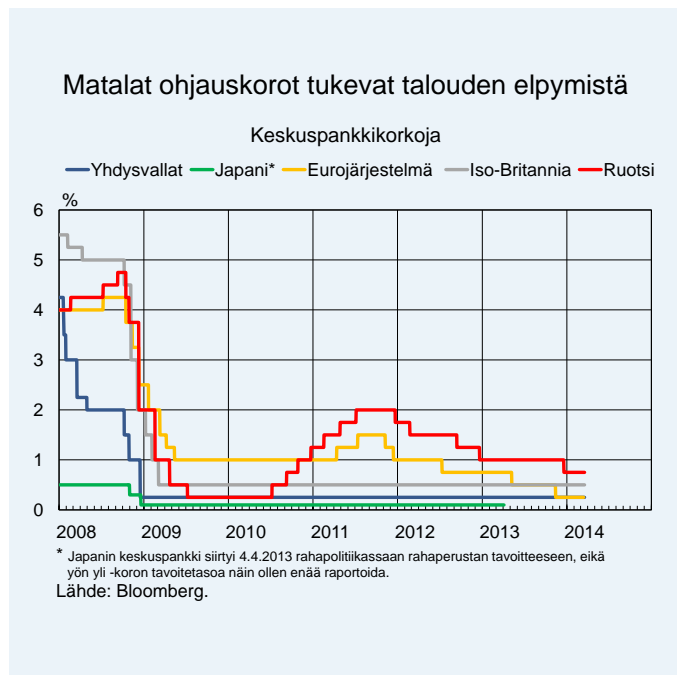
### *Eurojärjestelmän rahapolitiikan haasteena hitaan inflaation kausi ja nollakorkoraja*

Eurojärjestelmän rahapoliittiset korot ovat pysyneet jo yli viisi vuotta poikkeuksellisen matalina (kuvio 14). EKP:n neuvosto kevensi rahapolitiikan mitoitusta viimeksi marraskuussa 2013 laskemalla ohjauksen 0,25 prosenttiin. Maksuvalmiusluoton korko laskettiin tuolloin 0,75 prosenttiin ja talletuskorko pidettiin 0 prosentissa.

EKP:n neuvosto aloitti heinäkuussa 2013 rahapolitiikan ennakoivan viestinnän (forward guidance), jonka avulla neuvosto kertoo, minkälaisista korkopolitiikkaa se odottaa harjoittavansa tulevaisuudessa. Neuvosto on alusta asti viestinyt odottavansa, että eurojärjestelmän rahapoliittiset korot pidetään nykyisellä tasolla tai sitä alemmina pidemmän aikaa ("for an extended period of time"). Ennakoiva viestintä tehostaa kasvua tukevaa rahapolitiikkaa vähentämällä rahapoliittisten korkojen tulevaan kehitykseen liittyvää epävarmuutta.

EKP:n neuvosto on keventänyt rahapolitiikkaansa ja siihen liittyviä odotuksia, koska finanssi- ja velkakriisistä toipuminen pitää edelleen euroalueen talous- ja hintanäkymät vaihtelevina. Rahapolitiikkaa on kevennetty sekä laskemalla pääinstrumentti eli ohjauksen korko hyvin lähelle nollaa että laajentamalla välineistöä. Erittäin alhaisten korkojen ja ennakoivan viestinnän ohella muita poikkeuksellisia toimia ovat olleet siirtyminen ennalta

Kuvio 14.



rajoittamattomaan luotontarjontaan eli ns. täyden jaon politiikkaan rahapolitiikan luotto-operaatioissa, vakuuskelpoisen materiaalin laajentaminen, pitkäaikaisten luotto-operaatioiden toteuttaminen sekä arvopaperien osto-ohjelmat. EKP:n neuvoston toimet ovat keskeisesti olleet palauttamassa rahoitusmarkkinoiden luottamusta euroalueeseen.

Euroalueen elpymisen vie kuitenkin aikaa, ja alueella toteutetaan samalla merkittäviä uudistuksia. Vuoden 2013 aikana tehdyt päätökset pankkiunionin etenemisestä vahvistavat rahapolitiikan välittymistä euroalueella. Pankkien tilan kattava arviointi, jonka EKP toteuttaa ennen kuin se ryhtyy suorittamaan valvontatehtäväänsä yhteisessä valvontamekanismissa (SSM) marraskuussa 2014, auttaa osaltaan rakentamaan luottamusta rahoitus-

järjestelmään. Pankkijärjestelmän ongelmat hidastavat rahapolitiikan välittymistä reaalityalouteen ja vaimentavat luottojen kasvua. Pankkisektorin tervehdyttäminen on tärkeää, jotta sektori pystyy tukemaan talouden elpymistä. Tämä vähentää selvästi myös deflaatiotorkkiä euroalueella.

Rahapolitiikalla on talouspolitiikan kokonaisuudessa oma erityistehtävänsä: hintavakauden ylläpitäminen. Kun hintavakaus on turvattu, rahapolitiikalla voidaan tukea tehokkaasti muitakin talouspolitiikan tavoitteita, kuten kestävää kasvua ja työllisyyttä. Realistiset odotukset eurojärjestelmän toimista ovat osa talouden tasapainoista toipumista finanssikriisistä. Rakennemuutosten eteneminen ja julkisen talouden vakauttamisen jatkuminen ovat edelleen tärkeitä. Keskuspankin ja muiden toimijoiden työnjaon tulee olla sel-

vä, jotta keskuspankkiin ei kohdistu sellaisia odotuksia, joita se ei voi täyttää.

### *Japanin keskuspankki pyrkii katkaisemaan pitkäaikaisen deflaatiokierteen*

Useat keskeiset keskuspankit, kuten Yhdysvaltain, Japanin ja Englannin pankki, ovat vuoden 2008 loppupuolen jälkeen toteuttaneet laajoja arvopapereiden osto-ohjelmia tavoitteenaan rahapolitiikan määrällinen keventäminen. Näiden keskuspankkien arvopaperiosotot ovat kohdistuneet suurelta osin valtionlainapapereihin. Arvopapereiden osto-ohjelmat ovat kasvattaneet näiden keskuspankkien taseita kriisiä edeltäneeseen aikaan verrattuna. Yhdysvaltain keskuspankin (Fed) ja Englannin pankin taseet ovat yli nelinkertaistuneet ja Japanin keskuspankin tase on yli kaksinkertaistunut (kuvio 15). Yhdysvalloissa keskuspankin tase on nyt 24 %, Isossa-Britanniassa 25 % ja Japanissa 47 % maan bruttokansantuotteeseen suhteutettuna. Euroalueen vastaava luku on 24 %.

Näistä keskuspankeista deflaatiota vastaan taistelee vain Japanin keskuspankki. Japanissa deflaatiokierte alkoi jo 1990-luvun alkupuolella voimakkaan taluskriisin seurauksena. Japanin keskuspankki on viime aikoina pyrkinyt katkaisemaan deflaatiokierteen inflaatiotavoitteen noston ja arvopaperiostojen avulla. Vuoden 2013 alussa Japanin keskuspankki luopui aiemmasta inflaatiota koskeneesta välitavoitteesta ja tavoittelee nyt suoraan 2 prosenttia inflaatiota. Lisäksi keskuspankki ilmoitti päättymisajankohdallaan avoimesta arvopapereiden osto-

Kuvio 15.



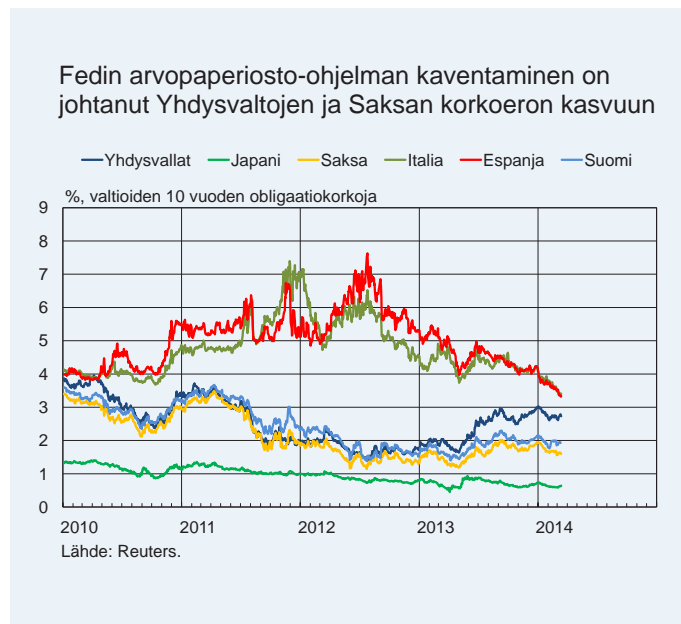
ohjelmasta, jota jatketaan, kunnes kes-  
tävä 2 prosentin inflaatiiovauhti saavu-  
tetaan. Keskuspankin toimet deflaatio-  
kierteen katkaisemiseksi ovat selvästi  
heikentäneet jenin valuuttakurssia, joka  
vahvistui globaalien taluskriisin aikana.  
Jeni on heikentynyt vuoden 2012  
loppupuolelta asti lähes 30 % suhteessa  
dollariin ja reilut 20 % nimellisellä  
kauppapainoisella valuuttakurssilla  
mitattuna. Kuluttajahintainflaatio on  
kiihtynyt noin 1,5 prosenttiin pääosin  
heikommien valuuttakurssien nostamien  
energian tuontihintojen takia.

*Yhdysvaltain keskuspankki vähentää  
arvopaperiostojensa talouskehityksen  
kohonemisen myötä*

Yhdysvaltain keskuspankki on kytkenyt  
arvopaperiostojen vähentämisen työ-  
markkinoiden näkymien kohonemiseen.  
Osto-ohjelmalla tavoitellaan keveämpiä  
rahoitusoloja talouden elpymisen tueksi.  
Yhdysvalloissa keskuspankki piti osta-  
miensa arvopaperien määrät muuttu-  
mattomina koko vuoden 2013, mikä  
näkyi sen taseen kasvuna (kuvio 15).  
Koska maan talous on jatkanut kohene-  
mistään odotetusti, keskuspankki päätti  
joulukuussa aloittaa arvopaperien osto-  
ohjelmansa supistamisen. Se vähensi  
kuukausittaiset arvopaperiostonsa ensin  
85 mrd. dollarista 75 mrd. dollariin.  
Helmikuussa se jatkoi puheenjohtaja  
Bernanken viimeisessä kokouksessa  
ostojen vähentämistä 10 mrd. dollarin  
verran eli 65 mrd. dollariin.<sup>5</sup> Tulevissa

<sup>5</sup> Yhdysvaltain keskuspankki osti kuukausittain 40 mrd. dollarilla kiinteistövakuudellisia arvopapereita syyskuusta 2012 alkaen ja 45 mrd. dollarilla valtion velkapapereita tammikuusta 2013 alkaen. Joului- ja tammikuussa päätetyt vähennykset kohdistuvat yhtä paljon sekä valtionlainapapereihin että kiinteistö- vakuudellisiin arvopapereihin.

Kuvio 16.



kokouksissa Yhdysvaltain keskuspankki  
odottaa jatkavansa arvopaperiostojen  
vähentämistä asteittain (kuvio 16). Kes-  
kuspankin tase kasvaa siihen saakka,  
kunnes uusia arvopaperiostoja ei enää  
toteuteta. Ostotahdin hidastamisessa on  
siten kyse rahapolitiikan keventämisen  
asteittaisesta vähentämisestä.

Samalla kun Yhdysvaltain keskus-  
pankki vähentää arvopaperiostojaan, se  
on vahvistanut korkoja koskevaa enna-  
koivaa viestintää. Se on ilmoittanut  
ohjauskoron pysyvän alhaalla vielä pit-  
kään, vaikka työttömyysaste alittaisi  
aiemmin viestintään liitetyn 6,5 prosen-  
tin kynnyksarvon erityisesti, kunhan  
ennusteen mukainen inflaatio pysyy alle  
2 prosentin tavoitteen. Yhdysvaltain  
työttömyysaste on jo laskenut 6,7 pro-  
senttiin.

Ensimmäiset merkit siitä, että  
Yhdysvaltain keskuspankki harkitsee

arvopaperiostojen vähentämisestä, tulivat toukokuussa 2013 silloisen pääjohtajan Bernanken puheessa. Odotukset aiempaa pienemmistä ostoista näkyivät viime kesänä voimakkaasti nousevien talouksien sekä jossain määrin myös euroalueen rahoitusmarkkinoilla, ja mm. useiden nousevien maiden valuuttakurssit heikkenivät huomattavasti. Syyskuussa markkinat yllättyivät, kun arvopaperien ostomäärät pysyivätkin ennallaan. Syynä olivat tuolloin erityisesti rahoitusolojen nopea kiristyminen sekä epävarmuus kireän finanssipolitiikan vaikutuksista ja finanssipoliittisen päätöksenteon haasteet. Kun Yhdysvaltain keskuspankki joulukuussa päätti ostojen vähentämisestä, rahoitusmarkkinoilla oli jo valmistauduttu tähän päätökseen. Markkinat kykenivät myös paremmin erottamaan, että rahapolitiikan mitoitus säilyy keveänä, vaikka velkakirjojen ostojen tahtia supistetaan.

#### *Nousevien talouksien koronnotot vaimentaneet pääomien ulosvirtausta*

Yhdysvaltain arvopaperiostojen vähentäminen osoittaa, että vaikka keskuspankkien epätavanomaisten rahapolitiikkatoimien purku ja korkotasojen normalisointi siintävät vasta kaukana tulevaisuudessa, käänneasteen lähestyminen ja sen ennakointi vaikuttavat rahoitusmarkkinoihin. Keskuspankkien rahapolitiikan epätahvaisuus voi vastakin aiheuttaa pääomavirtauksia maiden välillä. Huomion keskipisteenä ovat olleet sellaiset nousevat taloudet, joilla on talouden ulkoiseen ja/tai sisäiseen tasapainoon liittyviä heikkouksia.

Vuoden 2014 alussa useiden nousevien maiden keskuspankit ovat pyrki-

neet vaimentamaan pääomien ulosvirtausta mm. nostamalla ohjauskorkojaan. Brasilia jatkoi tammi- ja helmikuussa jo huhtikuussa 2013 aloittamaansa koronnottojen sarjaa korottamalla ohjauskoron 10,75 prosenttiin. Syynä koronnottoon olivat nopeana jatkuva inflaatio ja valuuttakurssipaineet. Valuutan heikentymistä on vaimennettu myös valuuttainterventioilla. Brasilian lisäksi Indonesia ja Intia ovat kiristäneet rahapolitiikkaansa aiemmin kuin useat muut nousevat taloudet, joihin on kohdistunut valuutan heikentymispaineita. Erityisissä ongelmissa ovat olleet Turkki ja Argentiina. Turkki joutui nostamaan korkoaan hätäkokouksessa, jota ennen maan hallitus oli painostanut keskuspankkia pitämään ohjauskoron ennallaan voimakkaista valuutan heikkenemispaineista huolimatta. Argentiinan peso joutui tammi-kuun 2014 lopulla syöksykierteeseen keskuspankin lopetettua peson tukemisen interventioin.

Vaikka rahoitusmarkkinareaktiot ovat toistaiseksi vaimentuneet, pääomavirtojen kääntyminen pois nousevista talouksista ja tästä seuraavat vaikutukset sekä nouseviin talouksiin että koko maailmantalouteen ovat herättäneet huolta ja muodostavat edelleen riskin maailmantalouden kehityksen kannalta.

#### *Keskeiset keskuspankit viestivät ohjauskorkojen pysyvän edelleen matalina pitkään*

Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa työttömyysaste on laskussa. Alun perin keskuspankit molemmissa maissa ilmoittivat rahapolitiikan ennakoivassa viestinnässään työttömyysasteen kyn-

*Keskuspankkien rahapolitiikan epätahvaisuus voi vastakin aiheuttaa pääomavirtauksia maiden välillä.*

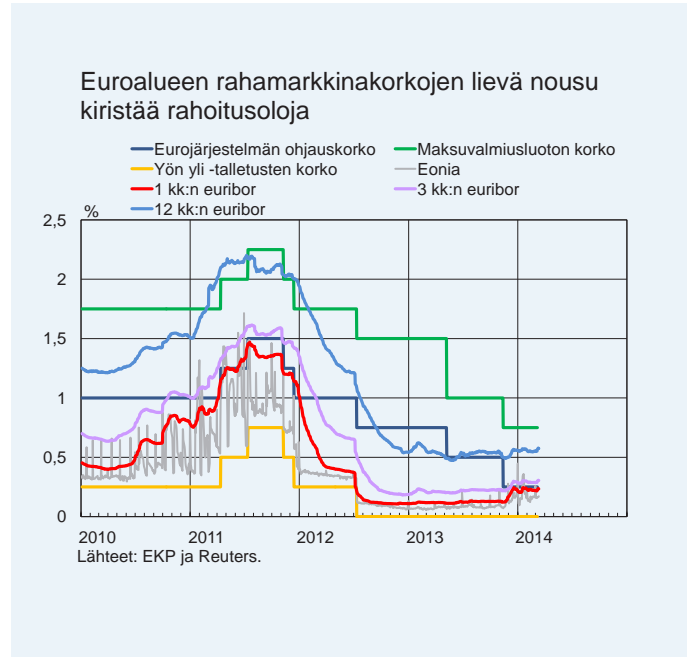


nysarvon, jonka pitää alittua ennen kuin keskuspankki harkitsee koronnostoa. Kun työttömyysasteen kynnysarvo saavutettiin, Englannin pankki alkoi seurata yhden indikaattorin sijasta talouden resurssien vajaakäyttöä laajemmin. Inflaatiopaineet pysyvät pieninä, kun resurssit, kuten työvoima ja pääoma, ovat vajaakäytössä. Myös Yhdysvaltojen keskuspankin kommunikaatiota seurataan tarkasti, kun kynnysarvo näyttäisi lähiaikoina alittuvan.

Euroalueen reaalityalouden elpymisen on vasta alkanut ja taloustilanne poikkeaa kokonaisuudessaan selvästi sekä Yhdysvaltain että Ison-Britannian tilanteesta. Poikkeuksellisen suuri ero Yhdysvaltain ja Saksan 10 vuoden valtionlainojen korossa (kuvio 16) kuvastaa euroalueen ja Yhdysvaltain talouskehityksen eriytymistä. Eurojärjestelmän huolena ovat rahamarkkinakorkojen perusteeton nousu ja euroalueen rahoitusolojen enneaikainen kiristymisen elpymisen talouksien kuten Yhdysvaltain ja Ison-Britannian vanavedessä (kuvio 17). Pitkälle yhdentyneiden globaalien rahoitusmarkkinoiden oloissa euroalueen ja mm. Yhdysvaltain talouskehityksen eritahtisuus kasvattaa rahapolitiikan viestinnällisiä haasteita. Vuoden 2014 alussa Yhdysvaltain ja Ison-Britannian koronnostoa odotetaan rahoitusmarkkinoilla aikaisintaan vuonna 2015 ja euroalueen ohjauksen odotetaan pysyvän matalana vielä tätäkin kauemmin.

Rahapolitiikan viestinnällä on tulevaisuudessakin keskeinen merkitys. Ennakoiva viestintä lisää rahapolitiikan tehoa tilanteessa, jossa korot ovat hyvin lähellä nollaa ja talouden tilan arviointi

Kuvio 17.



on haastavaa. Eurojärjestelmän ennakoiva viestintä tukee lyhyiden rahamarkkinakorkojen pysymistä linjassa keskipitkän aikavälin inflaationäkymiin pohjautuvan rahapolitiikan mitoituksen kanssa (kuvio 17). Esimerkiksi vuoden 2014 alun lyhyiden rahamarkkinakorkojen heilahtelu ei ole heijastunut pitempiin rahamarkkinakorkoihin.

*Eurojärjestelmän rahapolitiikka kasvua tukevaa – pitkien luottojen vapaaehtoiset takaisinmaksut supistaneet tasetta*

EKP:n neuvosto tukee pankkien luotonantoa jatkamalla keskuspankin luotto-operaatioissa kiinteän koron ja täyden jaon menettelytapaa. Vuonna 2013 neuvosto lisäksi vahvisti pankkien luottamusta likviditeetin saantiin pidentämällä vähimmäisaikaa, jolloin tätä

menettelytapaa noudatetaan: marras-  
kuussa neuvosto päätti jatkaa täyden  
jaon menettelytapaa heinäkuuhun 2015  
asti. Neuvosto on korostanut jatkavan-  
sa täyden jaon huutokauppoja niin  
kauan kuin on tarpeen.<sup>6</sup> Keskuspankki-  
luototuksen määrä väheni euroalueella  
viime vuoden mittaan. Pankit mm.  
maksoivat vähitellen vapaaehtoisesti  
takaisin joulukuussa 2011 ja helmi-  
kuussa 2012 ottamiaan erityispitkiä  
kolmen vuoden luottoja, kun takaisin-  
maksut tulivat mahdollisiksi vuoden  
2013 alusta alkaen. Vapaaehtoisten  
takaisinmaksujen myötä BKT:hen suh-  
teutettu eurojärjestelmän tase supistui  
vuoden 2013 alun noin 31 prosentista  
vuoden lopun 24 prosenttiin.

<sup>6</sup> Ks. Tuomas Välimäen artikkeli tässä lehdessä.

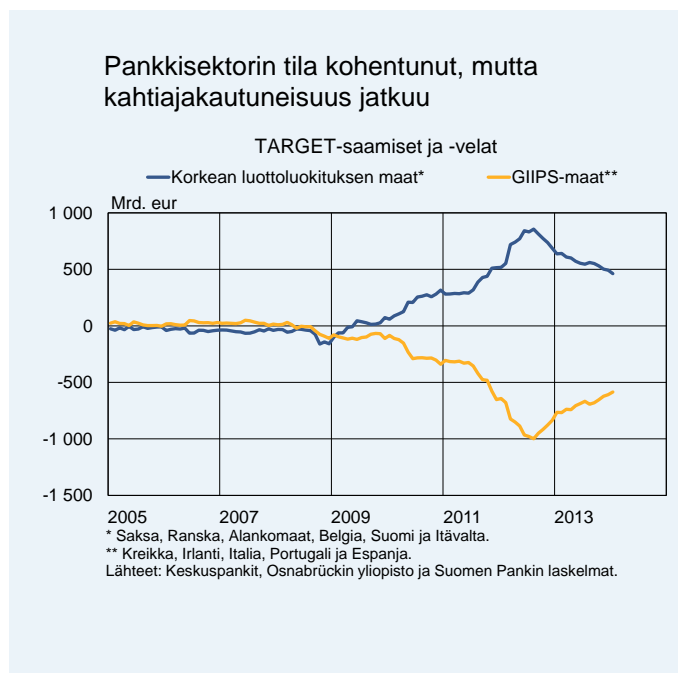
Kolmen vuoden pitempiaikaisissa  
rahoitusoperaatioissa jaetun likviditee-  
tin ennaikainen takaisinmaksu kuvas-  
taa rahoitusmarkkinoiden luottamuk-  
sen kohenemista ja pirstaloituneisuuden  
jonkinasteista vähenemistä sekä euro-  
alueen pankeissa toteutettavaa velkaan-  
tumisen vähentämistä. Vaikka monet  
ns. GIIPS-maissa<sup>7</sup> toimivat pankit  
tukeutuvat varainhankinnassaan edel-  
leen keskuspankista saataviin luottoihin  
markkinarahoituksen sijasta, keskus-  
pankkirahoituksen epätasaista jakautu-  
mista kuvaava eurojärjestelmän sisäis-  
ten saamisten ja velkojen (ns. TARGET-  
saldojen) määrä on supistunut (kuvio  
18). TARGET-ylijäämämaissa, kuten  
Saksassa, toimivat pankit tallettavat  
nettomääräisesti edelleen varojaan kes-  
kuspankkiin.

Euroalueen huolena on inflaation  
vaimeuden lisäksi luottojen heikko  
kehitys. Alueen yksityisen sektorin  
luottokanta on supistunut lähes kahden  
vuoden ajan (kuvio 19). Tämä kehitys  
on toivottavaa siltä osin kuin se liittyy  
ylivelkaantuneisuuden purkamiseen ja  
erityisesti kiinteistösektorin ylikapasi-  
teettiin suuntautuneiden luottojen vähe-  
nemiseen. Luottokannan kasvun ripey-  
tymisen tulisivatkin perustua tuotannolli-  
siin investointeihin uuden kiinteistö-  
kupan sijasta.

Ison-Britannian luottokannan  
supistuttua merkittävästi Englannin  
pankki aloitti heinäkuussa 2012 ohjel-  
man, joka pienentää siihen osallistuvien  
pankkien varainhankinnan kustannuk-  
sia ja kannustaa pankkeja lisäämään  
luotonantoa yrityksille ja kotitalouksille

<sup>7</sup> Kreikka, Irlanti, Italia, Portugali ja Espanja.

Kuvio 18.



(funding for lending scheme, FLS).<sup>8</sup> Isossa-Britanniassa onkin jo havaittu merkkejä luottokannan kasvu voimistumisesta. Keskuspankin luottokannan kasvua tukevan ohjelman vaikutuksesta tähän voimistumiseen on kuitenkin risiirittaisia käsityksiä.

### *Euroalueen pankkisektorin kaksijakoisuus ei hellitä*

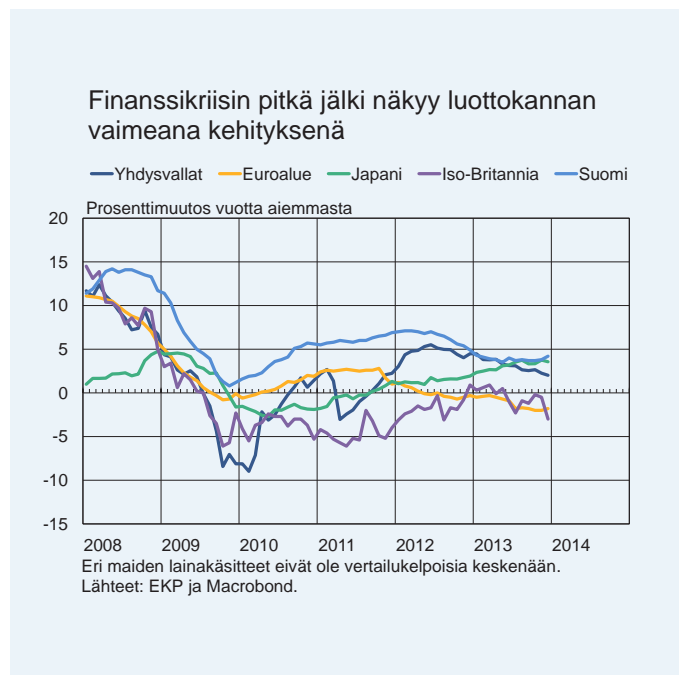
Yleinen jännitteiden väheneminen ja luottamuksen koheneminen rahoitusmarkkinoilla ovat näkyneet myös euroalueen pankkisektorilla. Pankkien osakekurssit ovat nousseet vuotta 2011 edeltäneelle tasolle, ja monet riskilisät ovat supistuneet sitäkin pienemmiksi.

Luottamuksen koheneminen on avannut osalle kriisimaiden pankeista pääsyn niin raha- kuin joukkovelkakirjamarkkinoillekin ja pienentänyt niiden varainhankinnan kustannuksia. Talletusten määrän positiivinen kehitys on useimmissa euromaissa jatkunut, mikä osaltaan kuvastaa sitä, että luottamus euroalueen pankkisektoriin on palautunut.

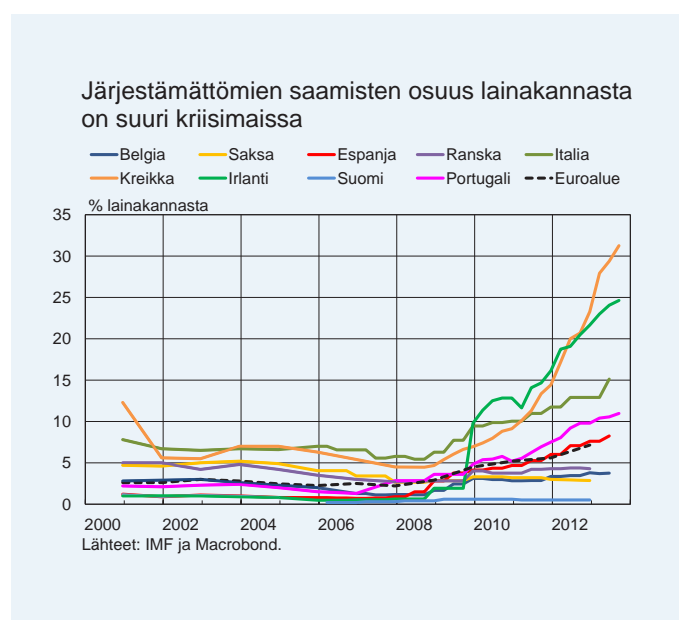
Positiivisesta kehityksestä huolimatta pankkisektorin tila on kokonaisuudessaan edelleen hauras. Markkinarahoituksen saatavuuden parantuminen on altis riskinottohalukkuuden muutosten suhteen, eikä tilanteen koheneminen heijastu kaikkiin pankkeihin tasapuolisesti. Rahoituksen välityksessä pankit ovat toimintakyvyltään edelleen kahtiajakautuneita, ja erot kriisimaiden ja ns. kovan ytimen pankkien välillä ovat yhä suuria. Järjestämättömien saamisten kasvussa

<sup>8</sup> Vastaavanlainen ohjelma on käynnissä myös Japanissa. Japanin keskuspankki päätti helmikuussa jatkaa ja laajentaa luotonannon lisäämiseen kannustavia ohjelmiaan.

Kuvio 19.



Kuvio 20.



*Matala korkotasoa ja heikko reaalityaloulos luovat yhdessä toimintaympäristön, joka on haastava perinteiselle pankkitoiminnalle.*

on nähtävissä pientä tasoittumista, mutta kriisi- ja muiden maiden pankkien tilanteet poikkeavat tältä osin toisistaan edelleen huomattavasti (kuvio 20).

Maiden välisten erojen lisäksi euroalueen pankkisektorissa on havaittavissa eriytymistä myös pankin koon mukaan. Pienempien pankkien järjestämättömät saamiset kasvavat nopeammin kuin suurten pankkien, kun taas suuret pankit ovat pystyneet kasvattamaan luottotappiovarauksiaan paremmin kuin pienet. Matala korkotasoa ja heikko reaalityaloulos luovat yhdessä toimintaympäristön, joka on haastava perinteiselle pankkitoiminnalle. Perinteiseen pankkitoimintaan keskittyvät pienet pankit saattavatkin kärsiä matalan korkotason aiheuttamista kannattavuusongelmista enemmän kuin suuret pankit, koska pienillä pankeilla on vähemmän muuta liiketoimintaa, joka kompensoisi heikkoa korkokatetta. Pienet pankit myös tyypillisesti toimivat isoja pankeja paikallisemmin, joten ne voivat kärsiä heikosta ja epätasaisesta makrotalouden kehityksestä enemmän kuin useille maantieteellisille alueille ulottuvat isot pankit.

#### *Pankkien taseiden kattava arviointi merkittävä askel euroalueen talouden kannalta*

Sen lisäksi, että luottoriskit ovat kasvaneet heikon talouskehityksen myötä ja korkotason mataluus on aiheuttanut kannattavuusongelmia, pankkisektorin toipumista on hidastanut pankkien taseiden laatuun kohdistuva epävarmuus. Luottamuksen palauttamiseksi on vuonna 2014 käynnissä kaksi merkittävää hanketta: yhteisen valvon-

tamekanismin (Single Supervisory Mechanism, SSM) valmistelutyönä EKP:n tekemä pankkien kattava arviointi ja koko EU:n kattavat Euroopan pankkiviranomaisen (European Banking Authority, EBA) stressitestit.

EKP:n kattava arviointi sisältää riskiarvion, tasesaamisten laadun arvioinnin ja stressitestin. Kattava arviointi kohdistuu noin 85 prosenttiin euroalueen pankkisektorista taseen varoilla mitattuna. Riskiarvion tarkoituksena on luoda selkeä ja vertailukelpoinen kuva pankkien kokonaisriskiestä tarkastelemalla yhteisiä menetelmiä ja määritelmiä käyttäen pankin tärkeimpiä riskejä, kuten likviditeetti- ja rahoitusriskejä sekä omavaraisuusasteen heikkenemiseen liittyviä riskejä.

Saamisten laadun arvioinnissa tarkastellaan saamisia, jotka pankeilla oli taseissaan 31.12.2013. Tarkastelussa keskitytään kunkin pankin suuririskisimpinä pidettyihin tai monimutkaisimpiin saamisiin, ja arviointi on hyvin laaja. Tarkastus toteutetaan EKP:n tiukassa ohjeistuksessa, ja sen myötä pankit saattavat tarvittaessa joutua lisäämään arvonalentumiskirjauksiaan. On todennäköistä, että kattavassa arvioinnissa havaitaan myös pankeja, jotka tarvitsevat pääomitusta tai jopa alasajoa.

Taseiden läpikäynnillä varmistetaan, että pankit ovat ennen stressitestiä samalla lähtöviivalla. Stressitesti toteutetaan yhdessä Euroopan pankkiviranomaisen kanssa ja sen johdolla sovittavia menettelytapoja noudattaen. Koko EU:n käsittävät pankkiviranomaisen stressitestit kattavat 124 EU-maiden pankkia ja vähintään 50 % kunkin maan pankkisektorista. Stressitestissä

pankkien kestävyyttä tarkastellaan kolmen vuoden periodilla (vuosina 2014–2016), ja skenaariossa pyritään ottamaan aiempaa paremmin huomioon maakohtaisia erityisherkkyyksiä ja riskejä. Näin varmistetaan skenaarion riittävä stressaavuus kaikkien harjoituksen osallistuvien jäsenmaiden pankkisektoreiden kannalta. Tiedot stressitestien tarkemmista menetelmistä ja skenaariosta julkistetaan huhtikuussa 2014 ja varsinaiset tulokset lokakuun 2014 loppuun mennessä.

Euroalueen pankit ovat kohentaneet vakavaraisuuttaan vuodesta 2012 lähtien. Keskimääräinen ydinpääomaan perustuva vakavaraisuussuhde oli vuonna 2012 noin 12 %. Vuoden 2013 lopun luvut eivät ole vielä saatavilla, mutta kesäkuussa 2013 vakavaraisuussuhde oli noin 12,5 %. Suurin osa pankeista täyttääkin jo vakavaraisuusdirektiivin ja -asetuksen täysimääräiset vähimmäispääomavaatimukset.

Muutos sai alkunsa Euroopan pankkiviranomaisen pääomittamishankkeesta, joka kasvatti pankkien pääomia yli 200 mrd. euron verran joulukuusta 2011 kesäkuuhun 2012. Vaikka pankkien pääomat kasvoivatkin vuonna 2012 enemmän kuin kahtena sitä edeltävänä vuotena, vakavaraisuussuhteen paranemiseen vaikutti pääomia enemmän pankkien riskisaamisten väheneminen (kuvio 21).

Pankkien taseisiinsa tekemät muutokset näkyvät myös euroalueen pankkisektorin koon muuttumisena. Alueen pankkisektorin yhteenlaskettu tase pieneni vuoden 2013 aikana noin 2 500 mrd. euroa. Taseen pieneneminen johtuu suurilta osin keskuspankkitalle-

Kuio 21.



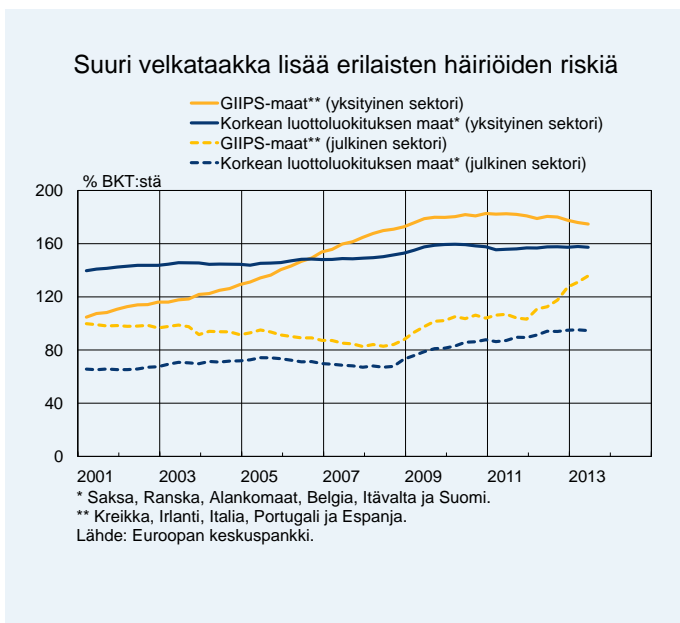
tusten, pankkien välisten lainamarkkinoiden ja johdannaispositioiden vähenemisestä. Noin 6 % taseen supistumisesta johtuu lainakannan pienenemisestä.

Vuoden 2013 tiedot pääomien ja riskisaamisten muutoksista ei ole vielä saatavissa, mutta alustavien arvioiden mukaan pääomien kasvu hidastui. Tämä viittaa siihen, että mahdollisesti yhä suurempi osuus vakavaraisuussuhteen parantumisesta selittyy riskisaamisten vähenemisen kautta.

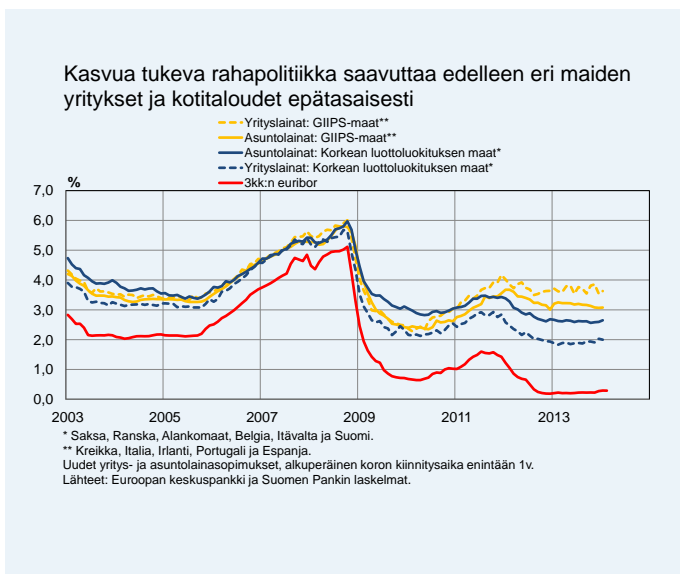
Mikäli pankit jatkavat taseidensa sopeuttamista edelleen vuonna 2014, rahoitusolot pysyvätkin kireinä lyhyellä aikavälillä. Pankkisektorin tervehtäminen taseiden puhdistuksen kautta on kuitenkin pitkällä aikavälillä välttämätöntä sektorin toimintakyvyn ja rahapolitiikan häiriötömän välittymisen kannalta. Kattavalla arvioinnilla ja stressitesteillä on suuri

*Mikäli pankit jatkavat taseidensa sopeuttamista edelleen vuonna 2014, rahoitusolot pysyvätkin tulevaisuudessakin kireinä lyhyellä aikavälillä.*

Kuvio 22.



Kuvio 23.



merkitys euroalueen pankkisektorin tervehdyttämisessä ja luottamuksen palauttamisessa. Tehtävän onnistuminen edellyttää avointa kommunikaatiota riippumatta arvioinnin tuloksista, arviointimenetelmien yhteneväisyyttä eri maiden välillä sekä etukäteen riittävää varautumista mahdollisiin pääomitarpeisiin.

*Euroalue vastatuulella:  
huomattava velkaantuneisuus ja  
kireät rahoitusolot*

Pankkien taseiden kattava arviointi ja pankkisektorin tervehdyttäminen ovat edellytyksiä sille, että pankit pystyvät tukemaan euroalueen talouden elpymistä. Ripeän elpymisen esteenä on kuitenkin edelleen mittava yksityisen ja julkisen sektorin velkaantuneisuus.

Euroalueen julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen saavuttaa ennusteiden mukaan tänä vuonna huipunsa. Yksityisen sektorin velkaantuneisuus on hieman vähentynyt vuodesta 2011 alkaen. Lähinnä se on supistunut GIIPS-maissa, joissa velkaantuneisuuden kasvu oli voimakasta koko 2000-luvun (kuvio 22). Julkisen velan osalta GIIPS-maiden velkahuippu osuu aikaisintaan vuoteen 2015. Yksityisen sektorin velkaantumisen purkamisen odotetaan jatkuvan lähivuosina, ja euroalueen julkisen sektorin yhteenlaskettu velkaantuneisuus alkaa supistua vuonna 2015. Inflaation hidastuminen lisää kuitenkin velkataakkaa reaalisesti ja viivästyttää velkataakan purkamista. Sekä yksityisen että julkisen velkaantuneisuuden samanaikainen vähentäminen on hidasta ja vaimentaa talouskasvua. Lisäksi suuri velkataakka lisää erilaisten häiriöiden riskiä.

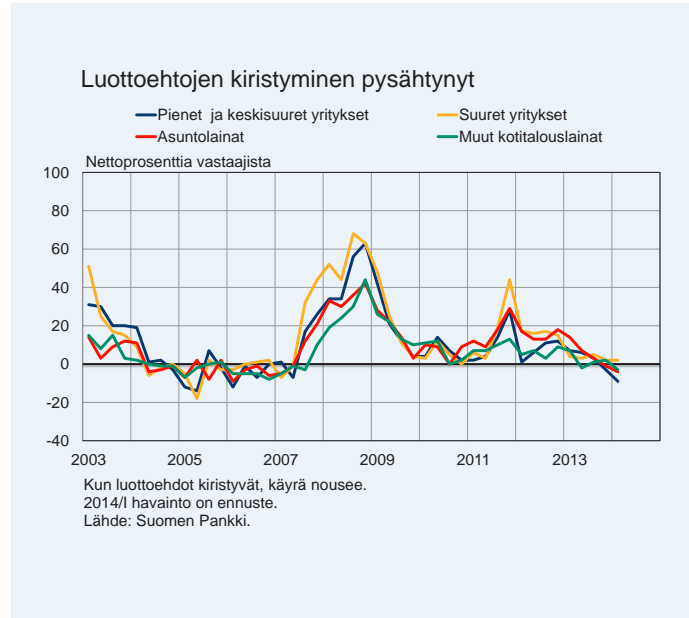
Yritysten ja kotitalouksien uusista lainoistaan maksamien korkojen ja esimerkiksi 3 kuukauden euriborin välinen ero ei juuri supistunut viime vuonna (kuvio 23). GIIPS-maiden rahoitusolot ovat edelleen kireämmät kuin korkean luottoluokituksen maiden. GIIPS-maissa yritykset maksavat lainoistaan korkoa lähes kaksi kertaa sen mitä korkean luottoluokituksen maiden yritykset. Kriisimaissa erityisesti pienten ja keski suurten yritysten rahoituksen kustannukset ovat selvästi euroalueen keskiarvoa suuremmat. Asuntolainakoroissa ero on hieman pienempi, mutta kaiken kaikkiaan korkean luottoluokituksen maiden korkotaso on selvästi alempi kuin GIIPS-maiden. Rahoitusmarkkinoiden yleisestä rauhoittumisesta huolimatta vuosi 2013 ei vielä tuonut selvää helpotusta GIIPS-maiden kireiden rahoitusolojen ja heikon talouskehityksen kierteeseen. Kasvua tukevan rahapolitiikan nykyistä nopeampi välittyminen erityisesti GIIPS-maihin tukisi talouden elpymistä.

Pankkien luotonantokyselyn perusteella luottoehtojen kiristyminen näyttäisi jo pysähtyneen euroalueella (kuvio 24). Luottoehdot ovat kuitenkin kiristyneet usean vuoden ajan tätä ennen. Vaikka luottoehdot eivät siis enää kiristy, eivät ne ole löysentyneetkään, joten tältä osin rahoitusoloissa ei vielä ole odotettavissa merkittävää kevenemistä.

*Yritysluottokanta supistuu ja PK-yritysten rahoitusolot edelleen kireät*

Rahatalouden dynamiikka on euroalueella edelleen hyvin vaimea: yritysten luottokanta supistui noin 3 % ja kotitalouksien luottokanta kasvoi vain

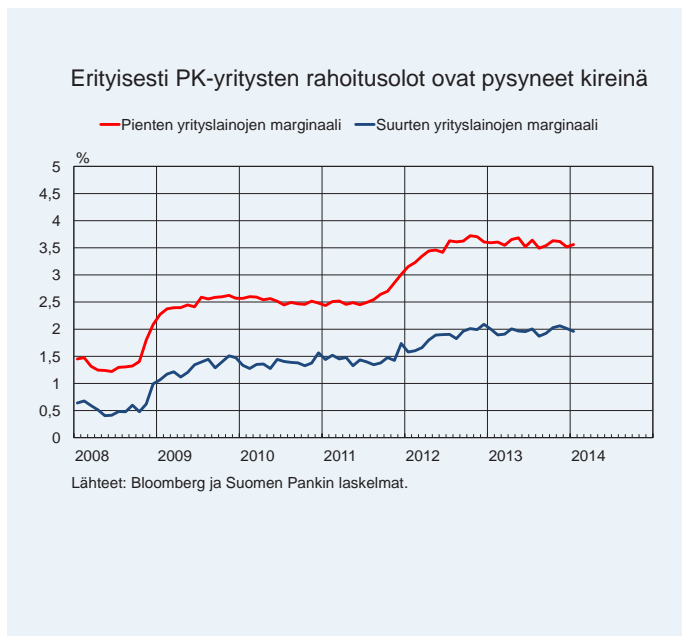
Kuvio 24.



Kuvio 25.



Kuvio 26.



0,3 % vuonna 2013 (kuvio 25). Yritys-  
luottokanta on supistunut euroalueella  
voimakkaasti jo muutaman vuoden  
ajan.

Rahoitusolojen kireys ja jo val-  
miiksi suuri velkaantuneisuus heikentä-  
vät yritysten investointikykyä. Erityises-  
ti PK-yritysten rahoitusolot ovat pysy-  
neet selvästi kireämpinä kuin suurem-  
pien yritysten (kuvio 26).

Heikkojen talousnäkömyiden vuoksi  
yritysluottojen kysyntä on ollut vaimeaa  
usean vuoden ajan. Vaikka näiden  
luottojen kysyntä on pankkien luot-  
tonantokyselyn perusteella edelleen  
heikkoa, suunta näyttäisi euroalueella  
olevan parempaan päin (kuvio 27).  
Yritysluottojen kysyntä on viime vuosi-  
na ollut euroalueella selvästi heikompaa  
kuin Yhdysvalloissa. Pankkien luoton-  
annon kireyden takia suuret yritykset  
ovat tukeutuneet euroalueella pankki-  
lainojen sijaan markkinarahoitukseen.

Kuvio 27.



### *Investointien vähyys heikentää tuotantopotentiaalia, kotitalouksien lainakanta kasvaa vaimeasti*

Heikon yritysluottokannan kehityksen  
vastaparina on investointien supistumi-  
nen euroalueella (kuvio 28). Taustalla  
on kuitenkin osin asuntoinvestointien  
ylikuumentuminen useassa maassa ennen  
finanssikriisin puhkeamista (kuvio 29).  
Asuinrakentamisen ylikapasiteetin pur-  
kaminen on ollut välttämätöntä esimer-  
kiksi Espanjassa ja Irlannissa. Joiltakin  
osin kapasiteetin vähentäminen saattaa  
edelleen olla kesken.

Kotitalouksien lainakannan kasvu-  
vauhti on jatkunut hyvin vaimeana syk-  
syn ja talven aikana. Kasvuvauhti on  
hidastunut vuoden 2013 alun noin 0,5



prosentista 0,2 prosenttiin vuoden 2014 alussa (kuvio 25). Kotitalouksien lainakannan kasvu on peräisin asuntolainoista, joiden kanta on kasvanut jatkuvasti vuoden 2009 lyhyen supistuksen jälkeen. Kulutuslainakanta on vuorostaan supistunut yhtäjaksoisesti vuoden 2009 jälkeen.

Kotitalouksien veloissa on havaittavissa vähenemistä joissakin maissa, mutta velkataso on edelleen korkea ja supistumisvauhti hidas (kuvio 30). Velkojen hidas purku onkin odotustenmukaista, koska kotitaloudet vähentävät velkojaan pääasiassa maksamalla lainalyhennyksiään ja jättämällä ottamatta uusia suurempia lainoja.

Monissa maissa kotitalouksien velat ovat kuitenkin kasvaneet vuoden 2009 tilanteesta, eli näissä maissa kotitaloudet eivät ole purkaneet velkojaan vaan jatkaneet lisävelkaantumista sekä suhteessa BKT:n kehitykseen että absoluuttisesti.

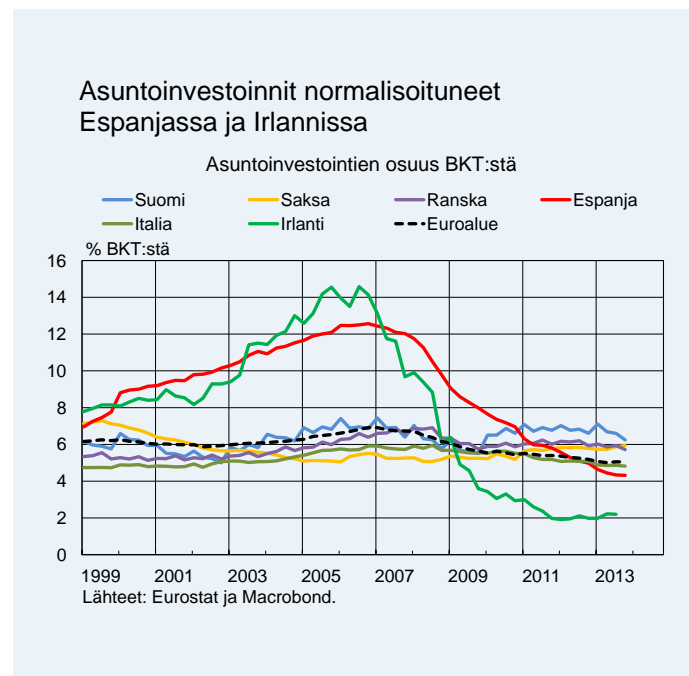
#### *Kotitalouksien tilanne haastavassa maassa*

Monien kotitalouksien kokonaistilanne on edelleen hankala. Työttömyys on alkanut vähentyä joissakin maissa, mutta työttömien määrä on edelleen erittäin suuri etenkin Espanjassa ja Kreikassa. Asuntojen nimellisten hintojen puolittuminen Irlannissa, noin 35 prosentin aleneminen Espanjassa ja lähes 20 prosentin aleneminen Hollannissa ovat johtaneet tilanteeseen, jossa asunnon arvo voi olla pienempi kuin siihen kohdistuva asuntolaina. Jos tällaiseen tilanteeseen yhdistyy pitkään kestävä työttömyysjakso, asuntolainan hoitaminen voi olla hyvin vaikeaa tai jopa joh-

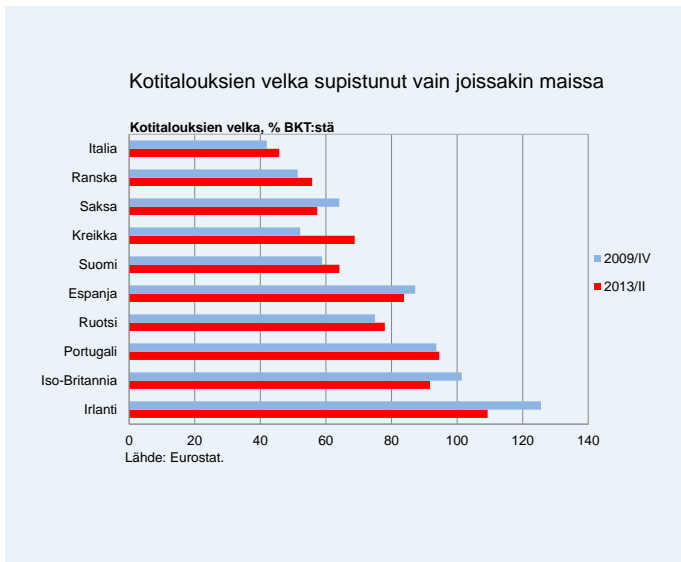
Kuvio 28.



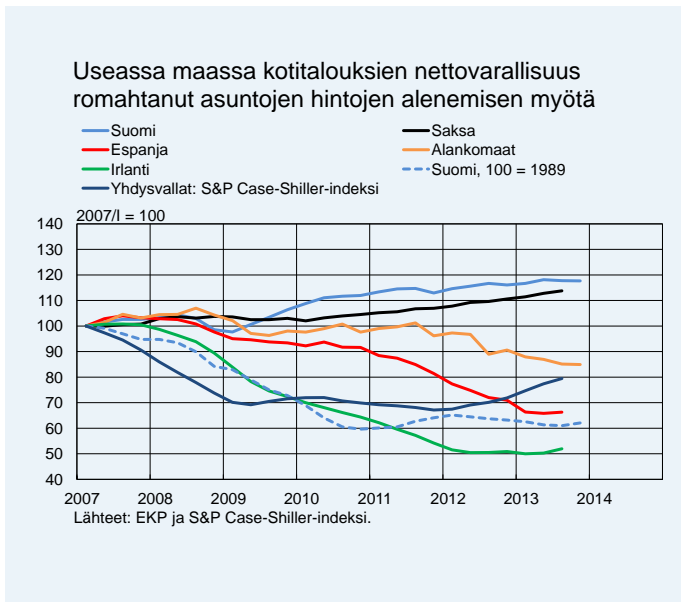
Kuvio 29.



Kuvio 30.



Kuvio 31.



taa siihen, että kotitalouden on pakko myydä asuntonsa sen sijaan, että se jäisi odottamaan asuntojen hintojen nousua (kuvio 31).

Asuntojen hintojen lasku vaikuttasi pysähtyneen Irlannissa, ja hinnat ovat siellä hieman kohonneet viime vuonna. Espanjassa asuntojen hintojen lasku näyttää vaimentuneen vuoden 2013 aikana, mutta selviä merkkejä käänteestä ei vielä ole. Asuntojen hintojen vakautuminen tukisi näissä maissa kotitalouksien taseita ja rahoitustilannetta ja lisäisi kotitalouksien luottamusta.

Jos verrataan näiden maiden tilannetta Suomen 1990-luvun kriisiin aikoihin, sekä Irlannin että Espanjan asuntojen hinnat ovat kehittyneet hyvin samankaltaisesti kuin Suomen asuntojen hinnat 1990-luvun kriisin yhteydessä. Suomessa asuntojen nimelliset hinnat alenivat noin 40 % vuosina 1989–1992 ja saavuttivat pohjan vuoden 1993 ensimmäisellä neljänneksellä.

Euroalueen asuntomarkkinat ovat edelleen kahtiajakautuneet. Suomessa, Saksassa ja Belgiassa asuntojen hinnat ovat jatkaneet nousuaan vuoden 2007 jälkeen. Ranskassa nousuvauhti on taitunut, mutta varsinaista korjausliikettä ei ole nähty.

*Euroalueen julkinen velka huipussaan tänä vuonna – suureen velkataakkaan liittyy riskejä*

Julkinen talous on velkaantunut voimakkaasti euromaissa ja kehittyneissä talouksissa laajemmaltikin. G7-maissa julkinen velka on kasvanut 1970-luvulta lähtien (kuvio 32). Finanssikriisiä seurannut bruttokansantuotteen supistuminen ja talouskasvun jääminen vaa-

timattomaksi ovat entisestään kasvattaneet julkisen velan BKT-suhdetta viime vuosina. Julkinen velka on monissa maissa niin suuri, ettei velkaantuminen enää voi entiseen tapaan toimia kasvun moottorina, vaan velkasuhteet on päinvastoin saatava pienemmiksi, jotta luottamus julkiseen talouteen voisi jatkaa kohentumisestaan.

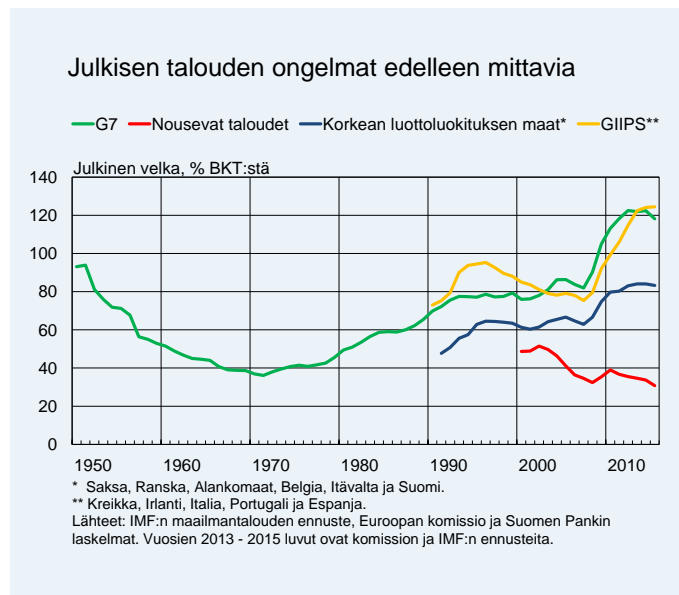
Viime vuosien aikana on käyty paljon keskustelua julkisen velan ja talouskasvun välisestä yhteydestä. Tämä keskustelu on koskenut sekä alijäämän lyhyen aikavälin optimaalista sopeutusvauhtia<sup>9</sup> että suuren velan pidemmän aikavälin kasvua hidastavia vaikutuksia.<sup>10</sup> Ei ole kuitenkaan olemassa yksittäistä julkisen velkasuhteen raja-arvoa, jonka jälkeen keskipitkän aikavälin kasvu heikkenisi dramaattisesti.<sup>11</sup> Kestävän talouskasvun kanssa sopusoinnussa oleva suurin mahdollinen velkasuhde riippuu maasta ja vallitsevista olosuhteista. Jos velkasuhde on supistuvalla uralla, velalla on suuri kotimainen rahoitusosuus ja maassa on kehittyneet rahoitusmarkkinat, velkasuhde voi olla suuri ilman että merkittäviä ongelmia ilmaantuu. Suuri velkasuhde lisää kuitenkin kasvuriskejä. Ne liittyvät mm. siihen, että markkinoiden hermostumisesta alkava kriisi voi

<sup>9</sup> IMF (2012) World Economic Outlook. Are we underestimating short-term fiscal multipliers? European Commission (2012) Autumn 2012: Forecast errors and multiplier uncertainty. Blanchard – Leigh (2013) Growth forecast errors and fiscal multipliers. Ikonen – Saarenheimo – Virén (2013) Vielä finanssipolitiikan kertoimista. Euro & talous 4/2013.

<sup>10</sup> Reinhart – Reinhart-Rogoff (2012) Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800.

<sup>11</sup> Pescatori – Sandri – Simon (2014) Debt and Growth: Is There a Magic Threshold? IMF working paper 14/34.

Kuvio 32.



pakottaa nopeaan julkisen talouden sopeuttamiseen.

Julkinen velka saavuttaa euroalueella ennusteiden mukaan huippunsa vuonna 2014 ja alkaa supistua vuonna 2015. Tämä käänne on hyvin tervetullut mutta matka selvästi pienempään velkasuhteeseen on vielä pitkä. Lisäksi kehityksessä on maakohtaisia eroja. Joissain euromaissa, kuten Espanjassa, velkaantuminen jatkuu myös vuonna 2015 ja jopa sen jälkeen. Koska velkataso pysyy huomattavana vielä pitkään, etenkin GIIPS-maiden valtionlainamarkkinoihin liittyy edelleen riskejä.

Euroalueella näköpiirissä oleva julkisen velkasuhteen kasvun taittuminen perustuu siihen, että kolme julkisen velan kehitykseen vaikuttavaa perustekijää ovat kohenemassa. Nämä tekijät ovat talouskasvu, julkisen talouden perusjäämä ja julkisen talouden velkojilleen maksamat korkomenot. Euro-

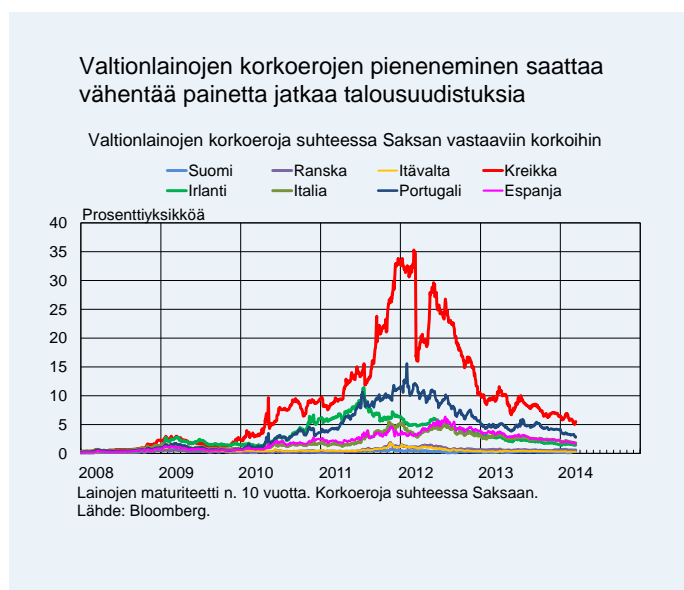
*Julkinen velka saavuttaa euroalueella ennusteiden mukaan huippunsa vuonna 2014 ja alkaa supistua vuonna 2015.*

alueella orastava kasvun käynnistymisen on vielä vaatimatonta ja haurasta. Monissa euromaissa on kuitenkin toteutettu kasvupotentiaalia ja työllisyyttä pitkällä aikavälillä parantavia rakenneuudistuksia. Tämä työ on vielä kesken. OECD:n arvioiden mukaan erityisen tervetulleita olisivat työmarkkinoiden toimintaa parantavat rakenneuudistukset.<sup>12</sup> OECD arvioi talouden rakenteiden uudistusten olleen voimakkaimpia rahoitusmarkkinapaineen alaisiksi joutuneissa maissa.

Myös euroalueen julkisen talouden perusjäämän paraneminen auttaa julkisen velan BKT-suhteen kasvun taittamisessa. Perusjäämä on kohentunut, kun julkista taloutta on sopeutettu korottamalla veroja ja leikkaamalla menoja. Julkisen talouden sopeutus jatkuu monissa euroalueen maissa vielä pit-

<sup>12</sup> OECD (2014) Economic Policy Reforms 2014: Going for Growth Interim Report. OECD Publishing.

Kuvio 33.



kään. Vaikka veronkorotukset ovat lyhyellä aikavälillä nopea tapa parantaa perusjäämää, pitkän aikavälin kasvun kannalta on hyvä painottaa menoleikkauksia maissa, joissa verorasitus on jo huomattava. Kolmantena tekijänä erityisesti GIIPS-maiden julkisen talouden korkomenot ovat pienentymässä, kun näiden maiden valtionlainojen korot ovat alentuneet markkinoilla.

#### *Valtionlainojen korkoerojen pienentyminen auttaa rahapolitiikkaa välittämään tasaisemmin*

Valtionlainojen korot laskivat GIIPS-maissa merkittävästi vuonna 2013. Tähän vaikuttivat useat tekijät. Luottamus maiden julkiseen talouteen parantui, ja maiden vaihtotaseet muuttuivat ylijäämäisiksi. Myös ulkomaalaisten sijoittajien kiinnostus maiden valtionlainoihin on palautunut. Tämä on ilmentynyt esimerkiksi siinä, että Irlanti sekä Portugali ovat palanneet markkinaehtoisen rahoituksen piiriin.

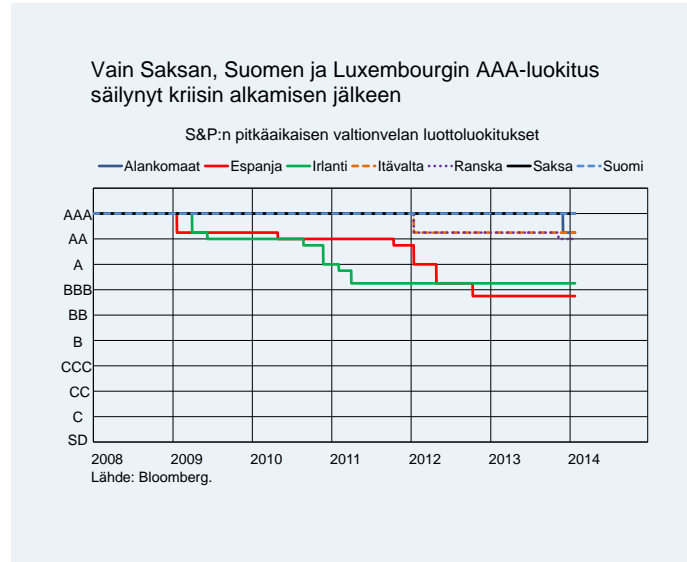
Korkean luottoluokituksen maiden korot nousivat hieman 2013, kun kasvunäkymät vahvistuivat erityisesti Yhdysvalloissa ja kun näiden turvalliseksi sijoituskohteiksi koettujen maiden valtionlainojen kysyntä vähentyi. Tämän vuoksi valtionlainojen korkoerot ovat supistuneet voimakkaasti, mikä on osaltaan tasoittanut pankkien rahoituskustannusten eroja ja myös eroja pankkien taseissa olevien arvopapereiden arvostuksessa. Toteutunut kehitys helpottaa yhteisen rahapolitiikan tasaista välittymistä. Valtionlainojen suuret korkoerot eivät enää ole iso ongelma. Korkotason alenemisen vaarana on, että kannustimet julkisen

talouden sopeutustoimiin ja rakenneuudistuksiin vähenevät (kuvio 33).

Koska julkinen velka on kasvanut myös korkean luottoluokituksen maissa, niiden julkisen talouden kestävyteen liittyvä pitkän aikavälin riski on kasvanut. Esimerkiksi Ranskan ja Alankomaiden luottoluokituksia on huononnettu viime aikoina. Ennen kriisiä useimmilla euroalueen mailla oli korkea luottoluokitus, mutta kriisin myötä erityisesti GIIPS-maiden luokituksia heikennettiin rajusti. Esimerkiksi Standard & Poor's alensi Irlannin ja Espanjan luottoluokituksia nopeaan tahtiin, vaikka oli vain vähän aiemmin 2000-luvun alkupuolella luokitellut maat parhaimpaan AAA-luokkaan. Lisäksi Portugali ja Kreikka putosivat Standard & Poor'sin luottoluokitusasteikolla jopa vakavaraisten valtioiden luokitusta heikommiksi. Muut GIIPS-maat säilyivät vakavaraisten valtioiden luokituksessa. Tällä hetkellä vain kolmella euromaalla on paras luottoluokitus jokaiselta merkittävältä luottoluokittajalta (kuvio 34). Nämä maat ovat Saksa, Suomi ja Luxemburg.

*Avainsanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne*

Kuvio 34.



## Noteerauksissa ilmenneet epävarmuustekijät ovat lisänneet viitekorkojen uudistustarpeita

*Euribor ja libor ovat julkisia viitekorkoja, joiden perusteella määritellään esimerkiksi pankkien laina- ja talletuskorkoja sekä monien johdannaisopimusten arvo. Lisäksi viitekorot ovat rahapolitiikan välittymisen keskeinen väylä. Viime vuosina viitekorkojen laskentaan on liittynyt paljon epävarmuutta ja suoranaisia väärinkäytöksiä.*

Euroalueella ylivoimaisesti eniten käytetty viitekorko on euribor (Euro Interbank Offered Rate). Se on korko, jolla Euroopassa toimivat pankit arvioivat parhaimpien, ns. primepankkien olevan valmiita antamaan vakuudetonta luottoa toisilleen määräajaksi. Euribor lasketaan 29 suurin eurooppalaisen ja kahden kansainvälisen pankin – ns. paneelipankkien – toimittamista noteerauksista.

Liborkorot (London Interbank Offered Rate) puolestaan ovat euriborin kaltaisia lähinnä angloamerikkalaisten markkinoiden viitekorkoja, jotka perustuvat Lontoon rahamarkkinoilla toimivien pankkien muodostaman paneelin noteerauksiin. Liborpaneelin pankit arvioivat omia lainakustannuksiaan hypoteettisen primepankin kustannusten sijasta.

Sekä euribor että libor ovat laskennallisia korkoja, jotka eivät perustu toteutuneisiin kauppoi-

hin. Kumpikin lasketaan keskiarvona paneelipankkien noteerauksista, joista osa pudotetaan pois. Huomioitta jätetään 15 % korkeimmista ja alhaisimmista euriborpaneelin noteerauksista sekä neljä korkeinta ja alhaisinta liborpaneelin noteerausta. Euriboriin ja liboriin sidottujen rahoitussopimusten arvo oli BIS:n arvion mukaan vuonna 2012 yhteensä yli 1 000 tuhatta mrd. euroa.

### *Viitekorot ovat rahapolitiikan välittymisen keskeinen väylä*

Keskuspankit toteuttavat tavanomaista rahapolitiikkaa ohjaamalla lyhyitä rahamarkkinakorkoja. Lyhytmaturiteettiset viitekorot muuttuvat tavallisesti samansuuntaisesti keskuspankin ohjauskoron kanssa. Pankit hinnoittelevat lyhyisiin korkoihin sidotut antolainauskorkonsa yleensä siten, että lopullinen antolainauskorko muodostuu viitekorosta ja viitekoron päälle lisättävästä sopimuskohtaisesta marginaalista. Jos korkokanava toimii ongelmitta, ohjauskorkojen muutokset näkyvät suoraan kotitalouksien ja yritysten pankkirahoituksen kustannuksissa juuri viitekorkojen kautta. Keskimäärin 40 % euroalueen kotitalousluotoista ja 75 % yritysluotoista on vaihtuvakorkoisia, joskin maakohtaiset erot korkosidonnaisuuksissa

ovat suuria. Suomessa 82 % kotitalouksien asuntolainoista on sidottu euriboreihin.

Korko-odotukset toimivat myös vastavuoroisesti, sillä keskuspankki hyödyntää niitä arvioidessaan rahapolitiikkansa mitoitusta. Korko-odotuksilla ja viitekorolla on suora riippuvuus: erilaisten standardisointujen ja likvidien korkojohdannaisten kuten futuurien, termiinien ja koronvaihto- eli swap-sopimusten arvo perustuu viitekorkoihin. Pankeille ja yrityksille korkojohdannaiset ovat tärkeitä riskien hallinnan välineitä, joten markkinoiden arvio kokonaisriskistä vääristyy, mikäli riskiarvioiden perustana olevat viitekorot eivät hinnoitele oikein pankkien rahoituskustannuksia.

### *Markkinoiden pirstoutuminen ja pienuus vaikeuttavat viitekorkojen noteerausta*

Viitekorkojärjestelmä kehittyi 1980-luvulla, jolloin rahoitusmarkkinat olivat hyvin pankki-keskeiset. Pankkien väliset vakuudettomat lyhyen rahan tukkimarkkinat olivat merkittävä jälleenrahoituskanava, ja viitekorot toimivat kattavina indikaattoreina rahoituskustannuksista. Markkinoille tulleet uudet toimijat ja tuotteet vähensivät kuitenkin pankkien välisen rahamarkkinoiden merkitys-

tä. Vaikka viitekorot eivät enää 2000-luvun alussa olleet yhtä tarkkoja pankkien välisintä keskimääräisten rahoituskustannusten mittareita kuin ennen, ne säilyttivät kuitenkin asemansa vertailuarvoina, ja niihin sidottujen sopimusten volyyymi kasvoi.

Ennen finanssikriisiä eurooppalaisten pankkien välisen luottojen korkoero oli pieni. Kriisin myötä maa- ja pankki-kohtaiset riskit ovat kasvaneet, jolloin yksittäisten pankkien vakuudettomien lainakorkojen ja viitekoron välinen yhteys on heikentynyt. Samalla vakuudettomien luottojen markkinat ovat myös pienentyneet ja pankit ovat siirtyneet vakuudellisiin lainoihin. Koska joidenkin viitekorkojen maturiteetteihin perustuvia kauppoja on vähän, paneelipankkien harkinnanvara korkonoteerauksissa on kasvanut. Lisäksi euriborin määrittämistä vaikeuttaa keskeisten käsitteiden kuten primepankin epäselvä määrittely. Kiistatilanteessa viranomaisten on vaikea arvioida, onko pankki noteerannut parhaasta näkemyksestä poikkeavan korkotason.

Ehkä suurin toiminnallinen riski euriborin kannalta on ollut 14 pankin poistuminen paneelistä. Pankit ovat perustelleet lähtöpäätöstään juuri noteerauksien arvioinnin vaikeudella talustilanteessa, jossa euribor kuvaa entistä pienemmän pankkijoukon rahoituskustannuksia.

### *Manipulointiepäilyt kohdistuivat euriboriin ja liboriin*

Epäselvyyksien lisäksi sekä euriborin että liborin noteerauksissa on ollut suoranaisia väärinkäytöksiä, joita eri maiden valvontaviranomaiset ovat tutkineet viime vuosien aikana. Joidenkin paneelipankkien diilerit sopivat keskenään noteerauksista parantaakseen omien sijoituksiensa tuottoa ja kasvattaakseen bonuksiaan. Kesällä 2007 jotkut liboripaneelipankit uskoivat viitekorkonoteerausten viestivän pankin luottokelpoisuudesta, jolloin pankit ilmoittivat todellista kustannusta alempia korkonoteerauksia.

Vuonna 2010 Ison-Britannian valvontaviranomainen (Financial Service Authority, FSA) aloitti ensimmäisenä virallisena tahona manipulaatioiden tutkimuksen, ja sen tuloksena heinäkuussa 2012 ensimmäinen pankki tuomittiin syylliseksi sekä liian alhaisten korkojen noteeraukseen että noteerauksista sopimiseen. EU:n kilpailukomissaari ilmoitti joulukuussa 2013 päätöksestä langettaa rangaistus kolmelle suurelle eurooppalaiselle pankille euriborin manipuloinnista. Väärinkäytöksistä viranomaisille ilmoittanut pankki välttyi itse sakkorangaistuksesta. Manipulaatiovyöhyhdin tutkinta jatkuu edelleen, eikä sen laajuudesta ole vielä täyttä selvyttä.

### *Viitekorkojen laskentakäytäntöjä uudistetaan*

Väärinkäytökset ovat vauhdittaneet viitekorkojen uudistamista, ja useita keinoja manipuloinnin torjumiseksi on jo otettu käyttöön. Esimerkiksi noteerattavien liborkorkojen määrää on laskettu vähentämällä noteerattavia valuuttoja kymmenestä viiteen ja karsimalla maturiteetteja. Yksittäisten pankkien noteerauksien julkaisua viivästettiin 3 kuukaudella, minkä toivotaan vähentävän julkisten noteerausten mahdollista maineriskiä. Euriborin uudet noteerauskäytännöt tulivat voimaan lokakuussa 2013 siten, että niihin sovelletaan kuuden kuukauden siirtymäaikaa. Uudessa menettelyohjeessa euriborin noteerattavien maturiteettien määrää vähennettiin ja määritelmiä tarkennettiin. Sekä liborin että euriborin uudistukset ovat johtaneet myös institutionaalisiin muutoksiin, jotka eivät tosin johdu vanhojen instituutioiden väärinkäytöksistä. Esimerkiksi liborin hallinnointi siirtyy Ison-Britannian pankkiyhdistykseltä (British Bankers' Association, BBA) NYSE-Euronextille vuoden 2014 aikana, ja euriborin laskenta siirtyy Thomson Reutersilta Global Rate Set Systems Ltd:lle.

Viitekorkojen kehittäminen jatkuu edelleen laajapohjaisena kansainvälisten järjestöjen, hallitusten, keskuspankkien ja liikepankkien yhteistyönä. Erään ehdotuksen mukaan viitekorot

perustuisivat tulevaisuudessa toteutuneisiin kauppoihin EKP:n laskeman eonia yön yli -koron tavoin. Laskentatapa ei kuitenkaan ole täysin toteuttamiskelpoinen, sillä vaikka 3 kuukauden euriboriin sidottuja sopimuksia on paljon, pankit tekevät vakuudettomia 3 kuukauden talletuksia keskenään vähän. EKP:n mukaan 13 prosentina päivistä kauppoja ei ollut ollenkaan tai ne olivat keskittyneet muutaman tekijän välisiksi. Transaktiopohjaisia arvioita voidaan silti käyttää euriborin laatuarvioinneissa.

Vaikka sääntelyn lisääntyminen kannustaa pankkeja siirtymään vakuudelliseen rahoitukseen ja nykymuotoisen euriborin

ja liborin käyttökelpoisuus pankkien rahoituskustannuksien mittarina ja vertailuarvona vähenee, tarvitaan viitekorkoja tulevaisuudessaakin. Osana uudistamisprosessia kehitetään myös euriborin ja liborin laskennan varajärjestelmää, joka varmistaa viitekoron jatkuvuuden myös häiriötilanteissa. Viitekorkojärjestelmien hallintoa, läpinäkyvyyttä ja turvallisuutta parantavat uudistukset ovat tärkeitä luottamuksen ja toimintavarmuuden säilyttämiseksi. Luottomarkkinoiden toiminnan ja rahapolitiikan välittymisen kannalta keskeisten viitekorkojen oikea taso palvelee niin kuluttajien, pankkien kuin keskuspankkienkin yhteistä etua.



# Talouspolitiikan vaihtoehdot heikon kasvun ja hitaan inflaation oloissa

20.2.2014

Finanssikriisin akuuteimmasta vaiheesta on kulunut jo viisi vuotta. Huolimatta mittavista raha- ja finanssipoliittisista elvytystoimista maailmantalouden toipuminen on ollut haurasta ja epätasaista. Vuoden 2013 aikana euroalueenkin toipuminen viimein käynnistyi, ja taloudellinen aktiivisuus on hitaasti elpymässä. Heikon talouskehityksen myötä inflaatio on hidastunut hyvin vähäiseksi, ja suhteellisten hintojen muutosvauhti on hiipunut. Hidas inflaatio ja suhteellisten hintojen jäykkyys viittaavat siihen, että finanssikriisistä toipuminen jatkuu verkkaisena.

Tässä artikkelissa tarkastellaan talouspolitiikan vaihtoehtoja heikon kasvun ja hitaan inflaation oloissa.

Vuosina 2007–2008 alkanut finanssikriisi kärjistyi, kun yhdysvaltalainen investointipankki Lehman Brothers hakeutui konkurssiin syksyllä 2008. Tämä johti heti muidenkin isojen amerikkalaisten investointipankkien, vakuutusyhtiöiden ja rahoituslaitosten rahoituksen vaikeutumiseen. Kriisi levisi rahoitusmarkkinoiden kautta myös muihin talouksiin Euroopassa ja Aasiassa. Rahoituksen vaikeutuminen johti sekä yritysten että kotitalouksien kulutuksen vähenemiseen ja siten myös tuotannon ja kaupan taantumiseen. Finanssikriisi muuttui talouskriisiksi.

Kaikki merkittävät keskuspankit laskivat politiikkakorot efektiivisesti lähelle nolaa, ja keskuspankit loivat ylimääräistä likviditeettiä rahoitusmarkkinoille epätavanomaisen rahapolitiikan keinoin. Lisäksi eri maiden hallitukset aloittivat merkittävät elvytystoimet. Finanssipoliitikassa törmättiin monessa

Finanssikriisin jälkeinen huono talouskehitys euroalueella vuosina 2009–2013 mallinnetaan Kansainvälisessä valuuttarahastossa kehitetyn dynaamisen stokastisen yleisen tasapainon mallin (ns. DSGE-mallin) avulla.<sup>1</sup> Hitaan kasvun ja hidastuvan inflaation syiden ymmärtäminen luopohjan tulevaisuuden politiikkavalinnoille. Artikkelissa tarkastellaan myös rakenne-, finanssi- ja rahapolitiikan mahdollisuuksia vauhdittaa talouskasvua. Tarkastelujen perusteella mikään yksittäinen politiikkavaihtoehto ei yksinään riitä tuotantokuilun sulkemiseen. Jos finanssikriisistä toipumista halutaan vauhdittaa, mitään talouspolitiikan lohkoa ei pitäisi jättää käyttämättä.



Juhana Hukkinen  
ekonomisti  
rahapolitiikka- ja  
tutkimusosasto

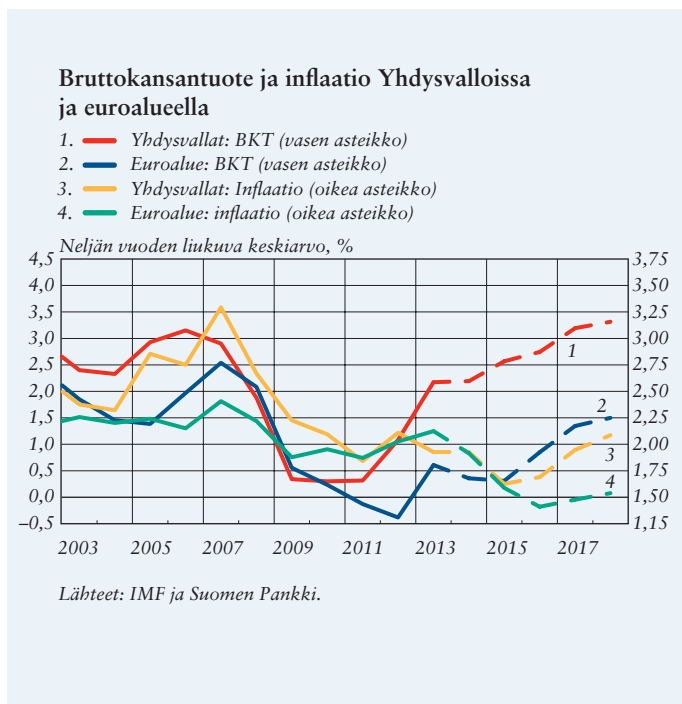
maassa kuitenkin hyvin nopeasti velka-kestävyysongelmiin, mikä pakotti valtioita luopumaan laajamittaisesta finanssipoliittisesta elvytyksestä.

Vuoden 2014 alkupuolella Yhdysvaltain bruttokansantuote on kasvanut noin 6 % yli vuoden 2008 keskiarvon, mutta euroalueella BKT on edelleen 2 % pienempi kuin ennen kriisiä. Tätä artikkelia kirjoitettaessa käytettävissä olleiden tietojen mukaan inflaatiovauhti on Yhdysvalloissa 1,2 % ja euroalueella 0,8 %. Näiden lukujen perusteella voidaan todeta etenkin euroalueen talouskasvun elpyneen vaimeasti ja inflaatiovauhdin hidastuneen merkittävästi. Ennusteiden valossa kasvu ja inflaatio säilyvät euroalueella hitaina myös lähivuosina (kuvio 1).

Euroalueen sisällä tuotannon, työllisyyden ja inflaation kehitys on ollut

<sup>1</sup> Ekonomisti Mika Kortelainen on osallistunut tässä artikkelissa esiteltävien laskelmien suunnitteluun.

Kuvio 1.

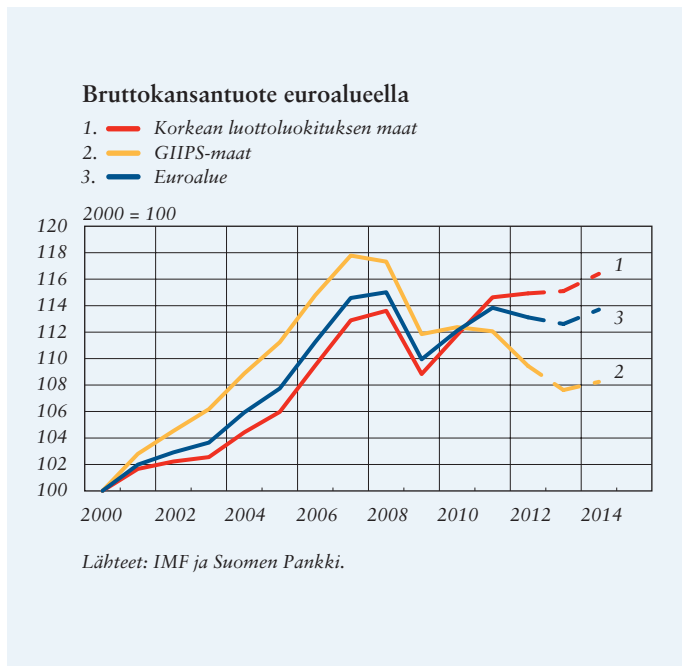


kaksijakoista. Kun bruttokansantuote oli vuonna 2013 ns. GIIPS-maissa eli Kreikassa, Irlannissa, Italiassa, Portugalissa ja Espanjassa 8,3 % alle vuoden 2008 keskiarvon, euroalueen korkean luottoluokituksen maiden vastaava lukema näytti 1,3 prosentin kasvua. Ennusteiden mukaan ero säilyy suurena myös lähivuosina (kuvio 2). Inflaatioerot korkean luottoluokituksen maiden ja GIIPS-maiden välillä kasvoivat vuoden 2013 aikana siten, että marraskuussa GIIPS-maiden inflaatio oli 0,2 % ja korkean luottoluokituksen maiden 1,3 % (kuvio 3). Inflaation ennustetaan säilyvän lähivuosina hitaana varsinkin GIIPS-maissa.

Talouspolitiikan näkökulmasta on tärkeää tietää, kuinka suuri on kansantalouden tuotantokuilu. Tuotantokuilulla tarkoitetaan toteutuneen ja ns. potentiaalisen – eli inflaatiota kiihdyttämättömän täystuotannon – välistä eroa. Jos tuotantokuilu on negatiivinen, talous toimii alikierroksilla, ja suhdannepolitiikalla voidaan pyrkiä tukemaan taloutta. Vastaavasti jos tuotantokuilu on positiivinen eli talous uhkaa ylikuumentua, suhdannepolitiikan tehtävänä on jarruttaa kehitystä. Jos koettu heikko kehitys on sen sijaan rakenteellista, eli talouden kasvuvauhti on hidastunut pysyvästi, ei tilannetta voida kestäväällä tavalla korjata suhdannepolitiikan avulla, vaan on tukeuduttava rakennepolitiikkaan.

Vuoden 2008 jälkeen tuotantokuilu on ollut koko euroalueella negatiivinen. IMF:n arvion mukaan se oli vuonna 2013 koko euroalueella noin 2,5 %, mikä muodostui korkean luottoluokituksen maiden 1,5 prosentista ja

Kuvio 2.



GIIPS-maiden noin 5 prosentista. IMF:n ennusteen mukaan euroalueen tuotantokuiilu säilyy vuosina 2014–2018 negatiivisena (kuvio 4).

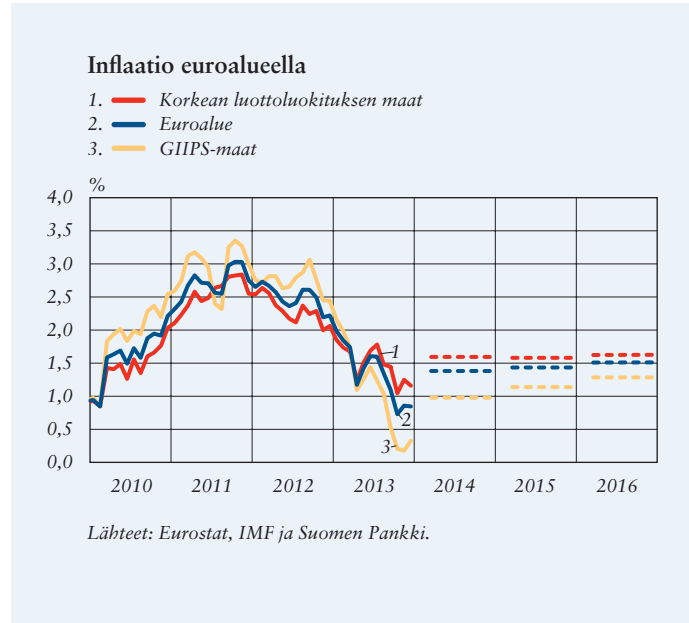
Seuraavissa laskelmissa tarkastellaan Kansainvälisessä valuuttarahastossa kehitetyn dynaamisen stokastisen yleisen tasapainon GIMF-mallin<sup>2</sup> (Global Integrated Monetary and Fiscal-malli) avulla talouspolitiikan vaihtoehtoja hitaan kasvun ja inflaation vallitessa. Tarkastelu aloitetaan ns. kontrafaktuaalisilla simuloinneilla, joissa keskitytään selvittämään kysyntä- ja tarjontatekijöiden asemaa koetun hitaan kasvun syinä. Näin halutaan aikaansaada pohja erilaisten politiikkavalintojen analysointiin. Jatkotarkastelussa simuloidaan rakenne-, finanssi- ja rahapolitiikan vaikutuksia kasvuun ja inflaatioon. Tämän artikkelin laskelmissa mallista käytetään kalibroitua viiden talousalueen (Yhdysvallat, euroalue, Japani, Aasia ja muu maailma) versiota laajennettua mallia, jossa euroalue on jaettu korkean luottoluokituksen maihin ja GIIPS-maihin.

### Finanssikriisin vaikutusten toistaminen DSGE-mallilla

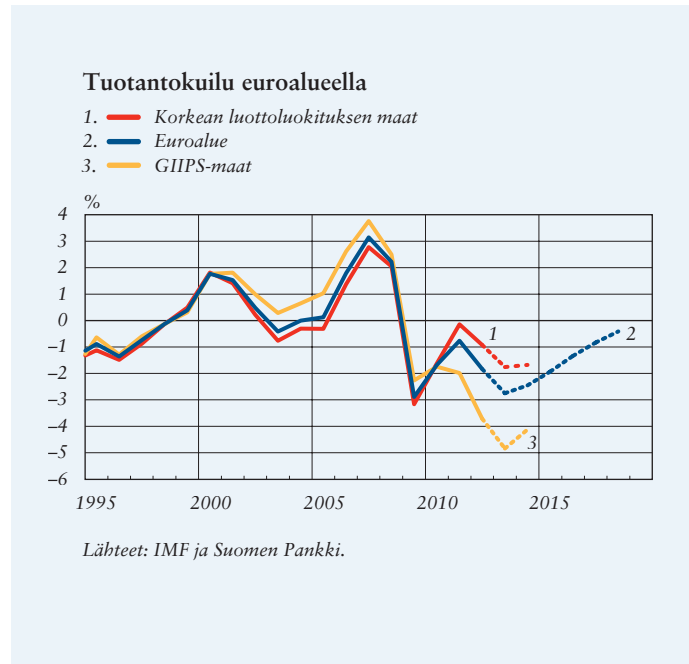
Kansainvälisessä valuuttarahastossa kehitetyn GIMF-mallin avulla voidaan tarkastella finanssikriisin jälkeistä euroalueella havaittua talouskehitystä. Mallia käyttämällä pyritään toistamaan finanssikriisin jälkeinen aktuaalinen talouskehitys mallin ja sen eksogeenisten eli ulkoa määräytyvien muuttujien

<sup>2</sup> Kumhof, M. – Laxton, D. – Muir, D. – Mursula, S. (2010) ja Anderson, D. – Hunt, B. – Kortelainen, M. – Kumhof, M. – Laxton, D. – Mursula, S. – Snudden, S. (2013).

Kuvio 3.



Kuvio 4.



*Mallin avulla kuvattu maailma on pelkistetty, mutta johdonmukainen.*

avulla.<sup>3</sup> Tämä tehdään siten, että mallissa määräytyvä rahapolitiikka tuottaa euroalueelle suurin piirtein EKP:n todellisuudessa soveltaman ohjauksen samalla kun mallin taloudellinen dynamiikka tuottaa euroalueen korkean luottoluokituksen maille ja GIIPS-maille kasvuhäiriöt, jotka melko hyvin vastaavat IMF:n arvioimia kyseisten maaryhmien tuotantokuiluja. Yleisen tasapainon dynaaminen malli ja sen avulla kuvattu ”mahdollinen” maailma ovat luonnollisesti pelkistettyjä, mutta käytettävissä olevista vaihtoehtoisista<sup>4</sup> luultavasti täydellisin johdonmukainen esitys havaitsemastamme maailmasta ja sen dynamiikasta.

GIMF-mallissa euroalueen vuoden 2008 jälkeistä talouskehitystä voidaan selittää kolmen päätekijän avulla. Ensinnäkin Yhdysvalloista alkanut finanssikriisi levisi rahoitusmarkkinoiden kautta nopeasti muihin talouksiin. Euroalueella kriisi näkyi melko nopeasti riskilisten äkillisenä suurenemisena. Riskilisten kasvuun liittyvissä simulaatioissa riskinottohalukkuus vähenee GIIPS-maissa kaksi kertaa voimakkaammin kuin korkean luottoluokituksen maissa. GIIPS-maissa yhden vuoden obligaatioihin liittyvä aikapalkkio suurenee heti, joskin tilapäisesti, noin prosenttiyksikön ja yrityslainojen riskipremio kasvaa lisäksi noin 2/3 prosenttiyksikköä. Aikapalkkioiden ja

<sup>3</sup> Yhdysvaltain havaittua talouskehitystä on yritetty niin ikään selittää DSGE-mallilla, mutta ilman esitettyä yhteyttä toteutuneeseen ohjaukseen ja tuotantokuiluun. Ks. Del Negro, M. – Eusepi, S. – Giannoni, M. – Sbordone, A. – Tambalotti, A. – Cocco, M. – Hasegawa, R. – Linder, A. (2013).

<sup>4</sup> Täydentävinä vaihtoehtoina voisivat olla osittaiset tarkastelut, esim. Viren, M. (2012), sekä syvällisemmät analyytit tuottavuuden kasvun lähteistä, esim. Jones, C. – Romer, P. (2010) ja Bouis, R. – Duval, R. (2011).

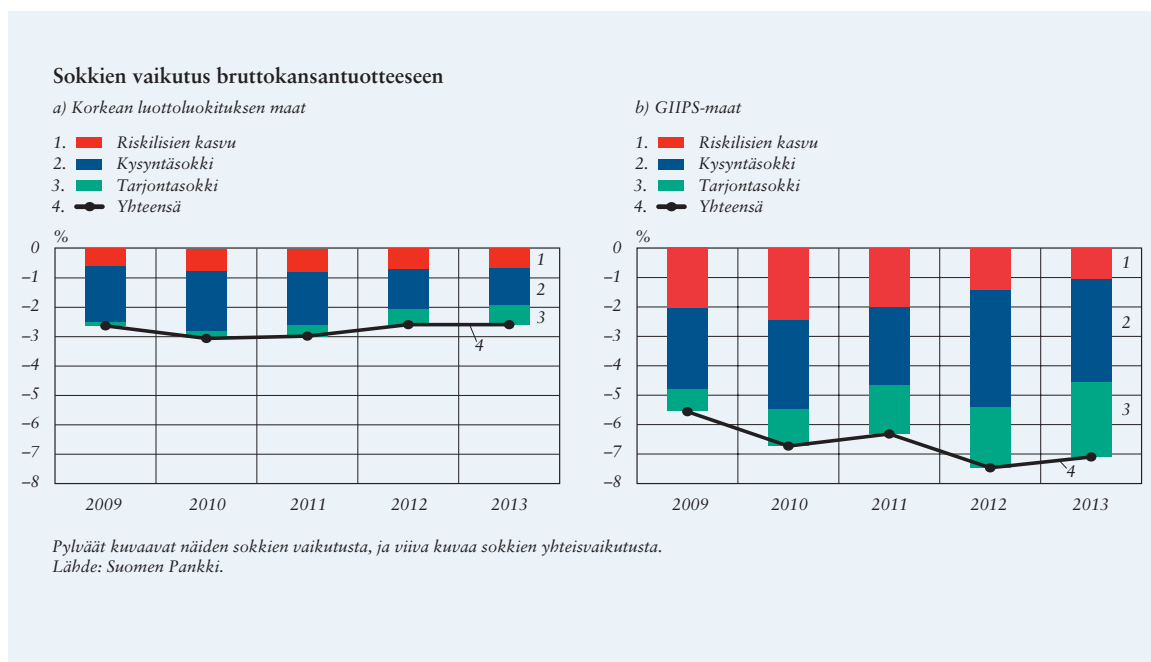
riskipremioiden kasvu on tilapäistä ja puolittuu viidessä vuodessa ja kuoleentuu käytännössä noin 10 vuodessa.

Toiseksi euroalueen kokonais-kysyntä kääntyi supistuvaan suuntaan taloudenpitäjien huomattavan velkaantumisen ja tulonäkymien heikentymisen vuoksi, kotitalouksien kulutus väheni ja yritysten investoinnin hyytyivät. Finanssikriisi johti epävarmuuden äkilliseen lisääntymiseen. Epävarmuuden äkillinen lisääntyminen taas vähentää heti yritysten halukkuutta tehdä investointeja. Kotitaloudet puolestaan reagoivat epävarmuuden lisääntymiseen kasvattamalla vastaavasti säästämistään. Säästämisasteen nousu vähentää siten vastaavasti yksityistä kulutusta. Kysyntäsokkisimulaatioissa kotitalouksien kulutukseen ja yritysten investointeihin aiheutetaan negatiivinen sokki, joka GIIPS-maissa jatkuu pidempään kuin korkean luottoluokituksen maissa.

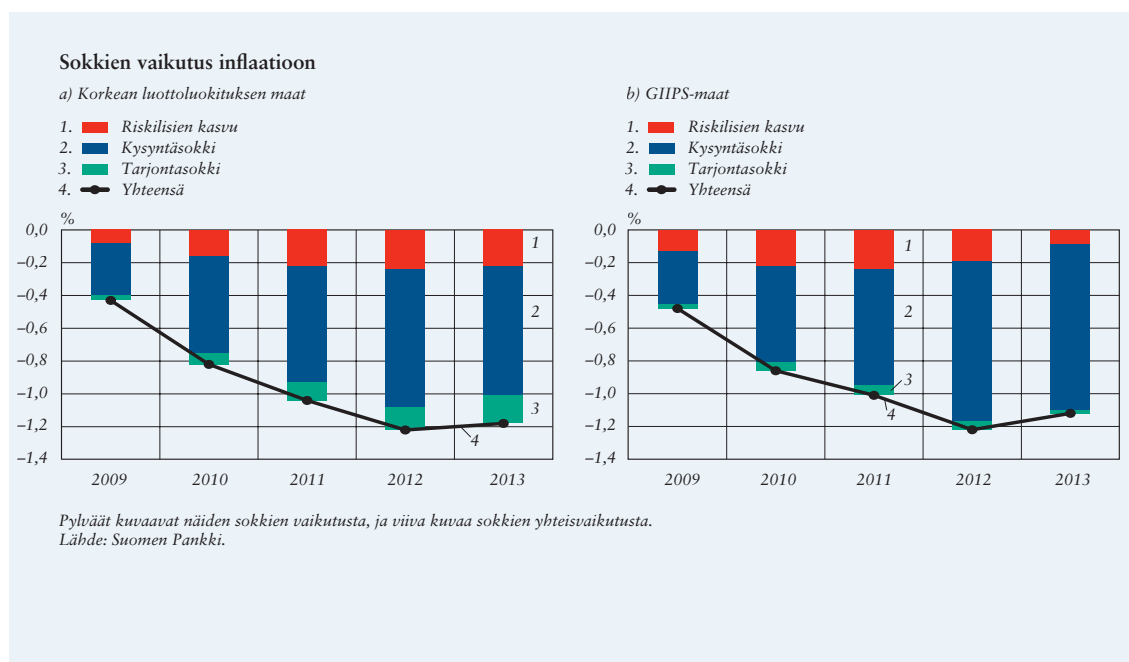
Kolmanneksi euroalueen kokonaistarjontaan kohdistui negatiivinen tuottavuushäiriö riskilisten suurenemisen, kysynnän heikentymisen sekä epävarmuuden kasvun vaikutuksesta. Tarjontasokkisimulaatioissa välituotepanosmarkkinoilla toimivien yritysten tuottavuuden kasvu hidastuu GIIPS-maissa noin kolme kertaa voimakkaammin kuin korkean luottoluokituksen maissa. GIIPS-maissa tuottavuuden kasvun oletetaan hidastuvan neljännesprosenttiyksikön verran seuraavan kymmenen vuoden ajan.

Tarkasteltaessa näiden kolmen sokin vaikutusta kasvuun ja inflaatioon (kuviot 5 ja 6) havaitaan, että kasvu ja inflaatio hidastuvat suhteessa perusuraan, joka on mallin tasapainotila

Kuvio 5.



Kuvio 6.



*Historiallisten kokemusten perusteella vuoden 2008 finanssikriisi, sen leviäminen ja siitä toipuminen euroalueella eivät ole mitenkään poikkeuksellisia.*

(steady state) ilman näitä sokkeja. Bruttokansantuote jää korkean luotto- luokituksen maissa 2½–3 prosentti- yksikköä ja GIIPS-maissa 5½–7½ prosenttiyksikköä pienemmäksi kuin perusurassa. Tämä vastaa jotakuinkin IMF:n arvioita näiden maaryhmien tuotantokuilusta vuosina 2009–2013. Inflaatiota nämä sokit hidastavat euro- alueella 0,5–1,2 prosenttiyksikköä suhteessa perusuraan.

Valtion- ja yrityslainojen riskilisien suureneminen aiheuttaa kotimaisen kysynnän vähenemisen. Riskilisien kasvu ja reaalikorkojen nousu johtavat pääoman käyttökustannusten kohoamiseen, kotitalouksien velanhoidomenojen lisääntymiseen ja edelleen investointi- ja kulutuskysynnän vähenemiseen. Kotimaisen kysynnän vähenemistä kiihdyttää velkaantuneiden kotitalouksien ja yritysten epävarmuuden kasvu. Epävarmuuden kasvun vuoksi kotitalouksien säästäminen lisääntyy ja yritysten investoinnit lykkääntyvät.

Kotimaisen kysynnän hiipuminen aiheuttaa tuotannon supistumista. Tuotannon väheneminen puolestaan heikentää työn kysyntää. Tuottavuuden kasvu hidastuu. Työn kysynnän väheneminen laskee palkkoja. Tämä supistaa osaltaan yritysten rajakustannuksia, ja yritykset alkavat vähitellen siirtää näitä pienempiä kustannuksia hintoihin. Näistä syistä inflaatio hidastuu. Kotitalouksien työtulot vähenevät työn kysynnän ja palkkojen kautta. Yritysten taloudellisen tilan heikkeneminen johtaa yrityssektorin voittojen pienenemiseen ja sitä kautta vähäisempään osinkovirtaan kotitaloussektorille. Julkinen sektori antaa automaattisten vakautta-

jien kautta lisätuloja kotitalouksille. Tämä vastasyklinen finanssipolitiikka johtaa julkisen sektorin alijäämien kasvuun.<sup>5</sup>

Kaiken kaikkiaan euroalueen talouskriisi vuosina 2009–2013 voidaan selittää rahoitusmarkkina-, kysyntä- ja tarjontahäiriöiden avulla siten, että rahoitusmarkkinahäiriön merkitys on kysyntähäiriötä pienempi ja tarjontahäiriön vaikutus on puolestaan pienin mutta suhteellisesti pitkäkestoisin. Historiallisten kokemusten perusteella vuoden 2008 finanssikriisi, sen leviäminen ja siitä toipuminen euroalueella eivät ole mitenkään poikkeuksellisia.<sup>6</sup> Tutkittuaan bruttokansantuotteen kehitystä noin sadan historiassa aiemmin toteutuneen finanssikriisin aikana ja niiden jälkeen Reinhart ja Rogoff totesivat, että keskimäärin vie noin kahdeksan vuotta ennen kuin bruttokansantuote palaa kriisiä edeltäneelle tasolle ja että 45 tapauksessa sadasta ensimmäistä bruttokansantuotteen supistumisen ja sen lievää kasvun vaihetta seuraa toinen bruttokansantuotteen supistumisen ajanjakso.<sup>7</sup>

Vaikka euroalue parhaillaan toipuu velkakriisistä ja alueen taloudellinen aktiivisuus on tällä hetkellä palautumassa, historiallisen kokemuksen valossa on mahdollista, että myös tulevaisuudessa koetaan reaalityöiden aktiivisuuteen liittyviä negatiivisia yllätyksiä. Lisäksi tulee muistaa, että vaik-

<sup>5</sup> Julkisen velan ja kasvun yhteydestä sekä finanssipolitiikan kertoimista, ks. esim. Hukkinen, J. – Virén, M. (2013) sekä Ikonen, P. – Saarenheimo, T. – Virén, M. (2013).

<sup>6</sup> Ks. esim. Reinhart, C. – Rogoff, K. (2009, 2010 ja 2012).

<sup>7</sup> Reinhart, C. – Rogoff, K. (2014).

ka deflaation riski on euroalueella hyvin pieni ja epätodennäköinen, on suhteellisten hintojen positiivinen muutosvauhti vuoden 2013 aikana hii-punut alueen inflaation hidastuessa. Suhteellisten hintojen jäykkyys yhdessä vähäisen inflaation kanssa indikoi edelleen hidasta ja pitkäkestoista finanssi-kriisistä toipumista.

### Talouspolitiikan vaihtoehdot

Seuraavaksi tarkastellaan rakenne-, finanssi- ja rahapolitiikan vaikutuksia euroalueen tulevaan talouskehitykseen. Rakennepoliittisessa tarkastelussa huomio kohdistuu kolmeen toisiaan täydentävään politiikkalohkoon: työmarkkinoiden, hyödykemerkkinoiden ja tuottavuuden kasvua tukevat uudistukset. Finanssipoliittisessa tarkastelussa puolestaan käsitellään työn verotuksen kevennystä, joka rahoitetaan arvonnisäveron korotuksella siten, että julkisen talouden vajeen ja BKT:n suhde ei muutu (ns. fiskaalinen devalvaatio). Rahapolitiikan vaikutusten tarkastelussa tutkitaan epätavanomaisen rahapolitiikan myötä pieneneviä riskipreemioita, jotka keventävät yritysten ja valtioiden rahoitusoloja.

Rakennepolitiikan puolella työmarkkinoiden toimintaa voidaan parantaa mm. tehostamalla työn tarjontaa sekä vähentämällä työn kysynnän ja tarjonnan jäykkyyksiä. Kyseessä on laaja ja monisyinen politiikkalohko, jonka simuloinnissa joudutaan käyttämään voimakkaita oletuksia. Näillä oletuksilla kytetään mm. työmarkkinoiden rakenneuudistukset työmarkkinoilla määräytyvän työn hinnan dynamiikkaan. Tässä kuten muissakin käsiteltyis-

sä rakennepoliittisissa muutoksissa (hyödykemerkkinat ja tuottavuus) tukeudutaan OECD:n ja IMF:n selvityksiin,<sup>8</sup> joiden mukaan rakenneuudistukset työmarkkinoilla johtavat palkkamarginaalien kapenemiseen. Työmarkkinasimuloinnissa kilpailullisuuden lisääntyminen työmarkkinoilla kaventaa palkkamarginaaleja pysyvästi. GIIPS-maissa kehitys on kaksi kertaa voimakkaampaa kuin korkean luottoluokituksen maissa. Vastaavasti väli-tuotemarkkinoilla voittomarginaalien oletetaan pienenevän hyödykemerkkinoiden rakenneuudistusten myötä. Hyödykemerkkinoihin liittyvässä simuloinnissa kilpailullisuuden lisääntyminen hyödykemerkkinoilla supistaa voittomarginaaleja pysyvästi. GIIPS-maissa muutos on kaksi kertaa suurempi kuin korkean luottoluokituksen maissa. Tuottavuuden tapauksessa rakenneuudistusten oletetaan johtavan tuottavuuden kasvuvauhdin kiihtymiseen kiristyvän kilpailun myötä. Tuottavuuteen liittyvässä simuloinnissa tuottavuus väli-tuotepanoksien markkinoilla kasvaa viiden vuoden ajan GIIPS-maissa kolme kertaa voimakkaammin kuin korkean luottoluokituksen maissa.

Finanssipoliitikassa työn verotuksen kevennys rahoitetaan arvonnisäverojen korotuksilla. Arvonnisäveroa ja työn verotusta koskevassa simuloinnissa työn verotus kevenee pysyvästi ja arvonnisäveron korotus on GIIPS-maissa pysyvästi noin kaksi kertaa suurempi kuin korkean luottoluokituksen maissa.

<sup>8</sup> Ks. Bassanin, A. – Duval, R. (2006), Bouis, R. – Causa, L. – Duval, R. – Zdzienicka, A. (2012), Blanchard, O. – Jaumotte, F. – Loungani, P. (2013) ja Anderson, D. – Barkbu, B. – Lusinyan, L. – Muir, D. (2014).

GIIPS-maissa työn verotus kevenee noin 2 prosenttiyksikköä ja arvonlisäveron korotus on noin 2,5 prosenttiyksikköä. Rahapolitiikassa epätavanomaisen rahapolitiikan kevennys pienentää yritys- ja valtionlainojen riskilisä. Riskilisien pienenemiseen liittyvässä simuloinnissa riskinottohalukkuus kasvaa GIIPS-maissa noin kaksi kertaa voimakkaammin kuin korkean luotto- luokituksen maissa. Yhden vuoden obligaatioihin liittyvä aikapalkkio pienenee GIIPS-maissa 0,4 prosenttiyksikköä ja yrityslainojen riskipremio supistuu 0,4 prosenttiyksikköä. Aikapalkkioiden ja riskipremioiden pieneneminen puolittuu noin kymmenessä vuodessa.

Näiden talouspolitiikan vaihtoehtojen simulaatiossa ei voida harjoittaa tavanomaista rahapolitiikka, koska euroalue on todellisuudessa tällä hetkellä käytännössä hyvin lähellä nollakorkojen maailmaa. Simulaatiossa Euroopan keskuspankki on tulevaan inflaatioon perustuvan korkosäännön sijasta sidottu nollakorkorajaan neljän vuoden ajan, ja tämän jälkeinen Euroopan keskuspankin rahapolitiikan reaktiofunktio eli tulevaan inflaation perustuva korkosääntö on rakennettu aiempaa jäykemmäksi.

Tässä tarkasteltujen politiikkavaihtoehtojen myötä kasvu ja inflaatio kiihtyvät suhteessa perusuraan, joka on mallin tasapainotila ilman sokkeja (kuviot 7 ja 8). Bruttokansantuote kasvaa näiden politiikkatoimien seurauksena korkean luottoluokituksen maissa seuraavan viiden vuoden aikana keskimäärin 2 prosenttiyksikköä ja GIIPS-maissa noin 4 prosenttiyksikköä perus-

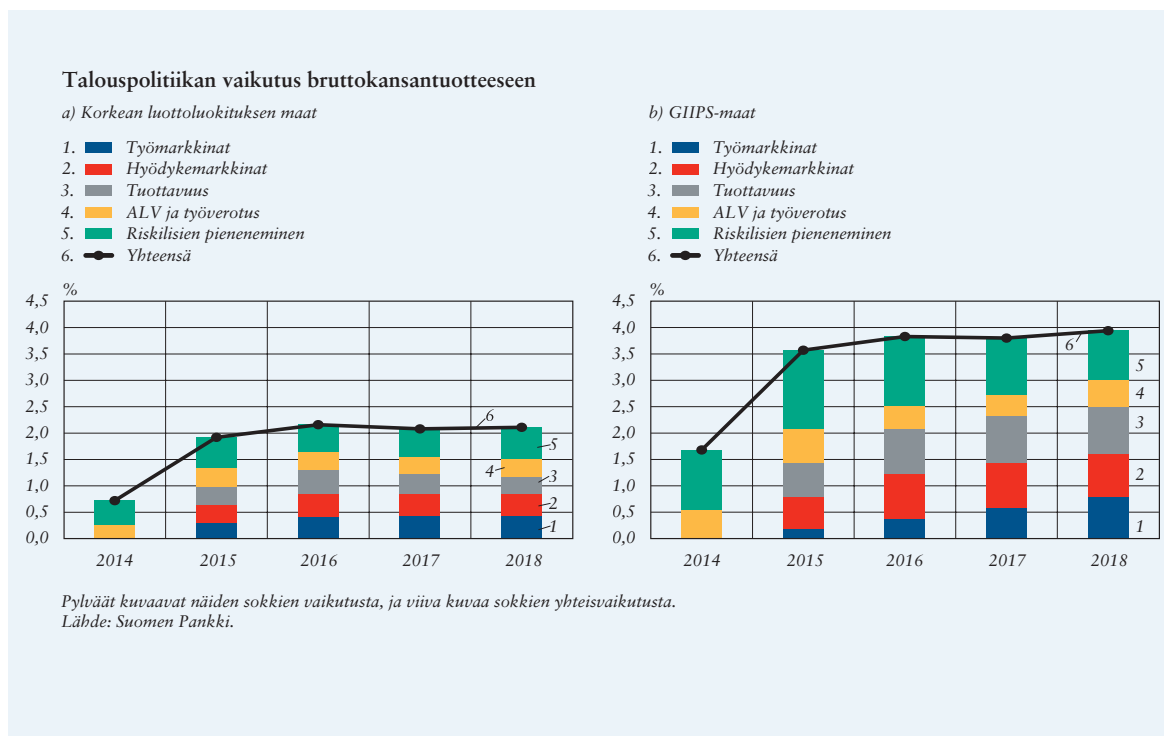
uran mukaista kehitystä suurempana. Tämä on jotakuinkin sama kuin IMF:n arvio samanaikaisesta tuotantokuilun pienenemisestä näissä maissa. Inflaatiota nämä sokit kiihdyttävät vastaavasti euroalueella 0,1–0,5 prosenttiyksikköä suhteessa perusuraan.

Jos nämä eri talouspolitiikan vaihtoehdot eli rakenne-, finanssi- ja rahapolitiikka pantaisiin käytännössä toimeen, niiden vaikutukset ilmenisivät todellisuudessa hitaammin kuin kuvioissa 7 ja 8 esitetään, mikä johtuu todellisen maailman jäykkyyksistä sekä taloudenpitäjien odotusten epätäydellisyyksistä. Vaikka DSGE-malleissa on sisäänrakennettuja jäykkyyksiä, taloudenpitäjien odotukset elinkaarituloistaan vaikuttavat DSGE-malleissa merkittävästi nykyhetkeen. Rajallisten jäykkyyksien ja rationaalisten odotusten vuoksi politiikkavaihtoehtojen vaikutukset voivat realisoitua DSGE-mallimaailmassa jossain mielessä etupainoisesti eli nopeammin kuin todellisuudessa.

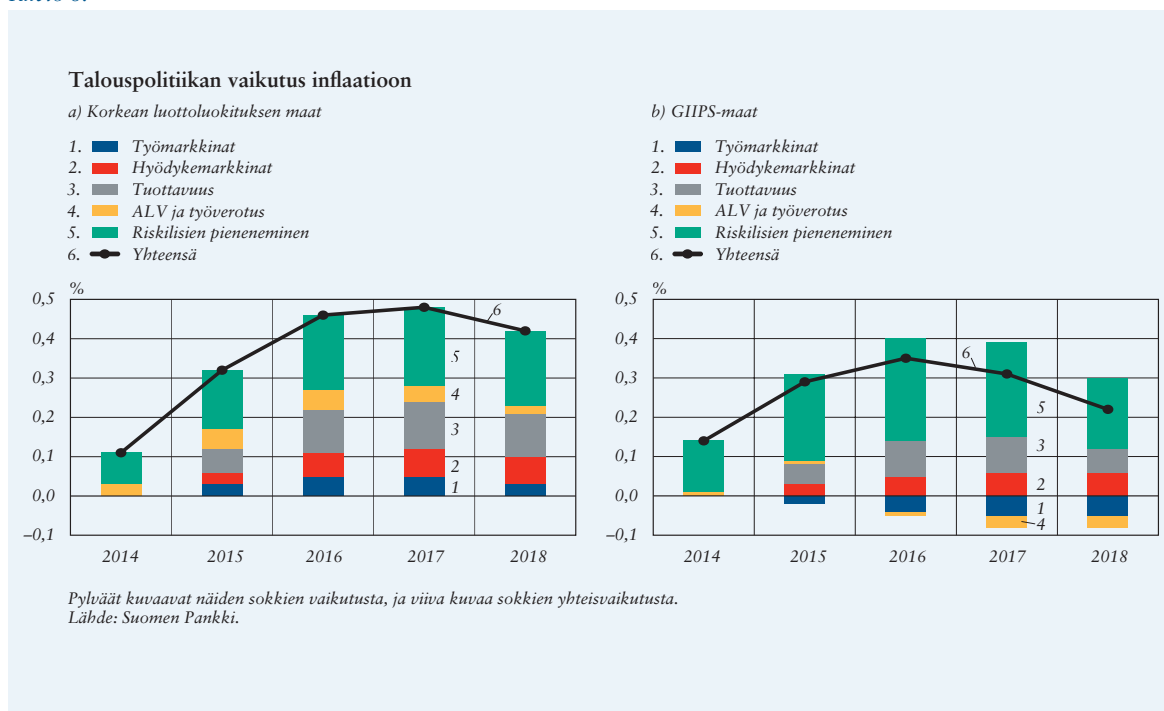
Työ- ja hyödykemarkkinoiden rakenneuudistuksilla on selkeästi positiivinen vaikutus kasvuun. Kilpailun lisääntyminen näillä markkinoilla laskee työn sekä tavaroiden että palveluiden hintoja. Investoinnit ja vienti lisääntyvät. Lopputuotekysynnän kasvu lisää yritysten tuotannontekijöiden eli työn ja välituotteiden kysyntää ja johtaa reaali-palkkojen nousupaineisiin. Työn kysynnän kasvu tukee kotitalouksien tulokehitystä ja kulutusta. Hyödykemarkkinoiden rakenneuudistusten vaikutus kasvuun on erityisesti GIIPS-maissa merkittävä. Tuottavuuden kohe-neminen vaikuttaa hitaammin, mutta



Kuvio 7.



Kuvio 8.



aikaa myöten kasvavasti erityisesti GIIPS-maissa.

Tässä esitetyn suurusten rakennepoliittisten toimien eli työ- ja hyödyke-markkinoiden toimintaa sekä tuottavuutta parantavien rakenneuudistusten yhteisvaikutuksesta bruttokansantuote kasvaa korkean luottoluokituksen maissa viidessä vuodessa noin 1,2 prosenttiyksikköä ja GIIPS-maissa noin 2,5 prosenttiyksikköä enemmän kuin perusurassa. Työn verotuksen kevennys ja sen rahoitus arvonlisäverotuksen korotuksen avulla kasvattavat korkean luottoluokituksen maissa bruttokansantuotetta viidessä vuodessa noin 0,3 prosenttiyksikköä ja GIIPS-maissa 0,5 prosenttiyksikköä suuremmaksi kuin perusurassa. Epätavanomainen rahapolitiikka puolestaan keventää yritysten ja valtioiden rahoitusoloja ja kasvattaa bruttokansantuotetta viiden vuoden kuluessa korkean luottoluokituksen maissa noin 0,6 prosenttiyksikköä ja GIIPS-maissa hieman yli 0,9 prosenttiyksikköä enemmän kuin perusurassa.

Kaiken kaikkiaan näiden eri politiikkavaihtoehtojen eli rakenne-, finanssi- ja rahapolitiikan yhteisvaikutuksesta tuotantokuilu likimain umpeutuu korkean luottoluokituksen maissa viidessä vuodessa. GIIPS-maissa se kuitenkin jää edelleen noin 2½ % pienemmäksi siitä, mikä IMF:n arvion mukaan on näiden maiden potentiaalisen tuotannon suuruus.

Inflaatiota tämä rakenne-, finanssi- ja rahapolitiittinen paketti kiihdyttää laskelmien mukaan melko maltillisesti. Korkean luottoluokituksen maissa inflaatio on viiden vuoden kuluttua noin 0,4 prosenttiyksikköä vauhdik-

kaampi kuin perusurassa, mutta GIIPS-maissa inflaatio on vastaavasti vain runsaan 0,2 prosenttiyksikköä nopeampi. Osaltaan inflaation hidastuminen GIIPS-maissa johtuu siitä, että palkkamarginaalien kutistuessa kotitalouksien tulot supistuvat, eikä työn kysynnän kasvu ole riittävän voimakasta kompensoidakseen työtulojen pienenemistä. Osaltaan inflaation hidastuminen GIIPS-maissa johtuu siitä, että arvonlisäverotuksen kiristys leikkaa kulutusta ja siten myös investointeja, minkä seurauksena heikompi kokonaiskysyntä hidastaa hieman inflaatiota. Toisaalta tuotantokuilukin on GIIPS-maissa vielä viiden vuoden kuluttua noin 2½ %, mikä sinänsä hillitsee tosiasiallisia inflaatiopaineita.

### **Kaikkia talouspolitiikan lohkoja tarvitaan kasvun kohentamiseksi**

Mittavista raha- ja finanssipoliittisista elvytystoimista huolimatta talouskasvu ja inflaatio ovat yhä edelleen suhteellisen hitaita etenkin euroalueella. Historiallisen kokemuksen valossa tämä ei ole poikkeuksellista. Vaikka euroalueen toipuminen velkakriisistä on käynnistynyt ja alueen taloudellinen aktiivisuus on tällä hetkellä hitaasti palautumassa, on mahdollista, että tulevaisuudessa koetaan negatiivisia yllätyksiä. Lisäksi tulee muistaa, että vaikka koko euroaluetta koskevan deflaation riski on edelleen pieni, alueen inflaation hidastuttua vuonna 2013 suhteellisten hintojen positiivinen muutosvauhti hiipui. Suhteellisten hintojen jäykkyys yhdessä hitaan inflaation kanssa viittaa verkkaiseen ja pitkäkestoiseen finanssikriisistä toipumiseen.

Tätä artikkelia varten tehdyissä laskelmissa tarkasteltiin talouspolitiikan vaihtoehtoja vähäisen kasvun ja hitaan inflaation vallitessa. Laskelmien perusteella mikään yksittäinen talouspolitiikan vaihtoehto ei yksin riitä ripeyttämään euroalueen taloudellista aktiivisuutta vauhtiin, jossa hintavakaus vaarantuisi. Jos finanssikriisistä toipumista halutaan vauhdittaa, mitään talouspolitiikan lohkoa ei kannata jättää käyttämättä.

*Asiasanat: rahapolitiikka, finanssi-  
politiikka, rakennepolitiikka, finanssi-  
kriisi, DSGE-malli*

## Lähteet

- Anderson, D. – Barkbu, B. – Lusinyan, L. – Muir, D. (2014) Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth. IMF.
- Anderson, D. – Hunt, B. – Kortelainen, M. – Kumhof, M. – Laxton, D. – Mursula, S. – Snudden, S. (2013) Getting to Know GIMF: The simulation Properties of the Global Integrated Monetary and Fiscal Model. IMF Working Paper 13/55. Washington.
- Bassanin, A. – Duval, R. (2006) Employment Patterns in OECD Countries: Reassessing the Role of Policies and Institutions. OECD Economics Department WP 486/2006.
- Blanchard, O. – Jaumotte, F. – Loungani, P. (2013) Labor Market Policies and IMF Advice in Advance Economies during the Great Recession. IMF Staff Discussion Note No. 13/02.
- Bouis, R. – Causa, L. – Duval, R. – Zdzienicka, A. (2012) The Short-Term Effects of Structural Reforms. OECD Economics Department WP 949/2012.
- Bouis, R. – Duval, R. (2011) Raising Potential Growth after Crisis. OECD Economics Department WP 835.
- Del Negro, M. – Eusepi, S. – Giannoni, M. – Sbordone, A. – Tambalotti, A. – Cocci, M. – Hasegawa, R. – Linder, A. (2013) The FRBNY DSGE Model. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 647.
- Hukkinen, J. – Virén, M. (2013) Public Debt is Always Toxic to Economic Growth. Aboa Centre for Economics, DP 88.
- Ikonen, P. – Saarenheimo, T. – Virén, M. (2013) Vielä finanssipolitiikan kertoimista. Euro & talous 4/2013.
- Jones, C. – Romer, P. (2010) The New Kaldor Facts: Ideas, Institutions, population and Human Capital. American Economic Journal. Macroeconomics 2010, 2:1,224–245.
- Kumhof, M. – Laxton, D. – Muir, D. – Mursula, S. (2010) The Global Intergrated Monetary and Fiscal Model: Theoretical Structure. IMF Working Paper 10/34. Washington.
- Reinhart, C. – Rogoff, K. (2009) This Time is Different. Princeton University Press.
- Reinhart, C. – Rogoff, K. (2010) Growth in a Time of Debt. NBER WP 15639.
- Reinhart, C. – Rogoff, K. (2012) Debt Overhangs: Past and Present. NBER WP 18015.
- Reinhart, C. – Rogoff, K. (2014) Recovery from Financial Crises. NBER WP 19823.
- Virén, M. (2012) How can growth be accelerated in Europe? DP 29/2012. Bank of Finland.

# Kaksi kärkeä yhdellä iskulla: korkojen ohjausta ja rahoitusvakautta eurojärjestelmän luotto-operaatioilla

25.2.2014

Finanssikriisin kuumimmassa vaiheessa muutamia viikkoja Lehman Brothers -pankin kaatumisen jälkeen eurojärjestelmä siirtyi pankkien jälleenahtamisessa ns. täyden jaon politiikkaan. Siirtyminen vaihtuvakorkoista huutokaupoista ja lainamäärien kontrollista korkotason kiinnitykseen oli välttämätöntä tilanteessa, jossa pankkijärjestelmän kyky välittää rahoitusta oli halvaantunut ja perinteinen korkojen ohjaustapa oli johtanut rahan hinnan huomattavaan nousuun. Tässä artikkelissa tarkastellaan, kuinka pankkien likviditeetin varmistaminen keskuspankkioperaatioiden kautta on johtanut tilanteeseen, jossa lyhyet rahamarkkinakorot ovat jo viisi vuotta alitaneet perusrahoitusoperaatioiden koron eli eurojärjestelmän perinteisen ohjauskoron. Artikkelissa käydään läpi keskuspankin korkojenohjauksen lyhyen aikavälin haasteita ja hahmotellaan pitemmän ajan toimintamalli, joka mahdollistaisi luotto-operaatioiden käytön yhtäaikaan sekä korkojen ohjaamiseen että keskuspankkirahoituksen saatavuuden varmistamiseen. Malli perustuu vakuuksien eriyttämiseen eurojärjestelmän eri operaatiolajeissa.

**L**Finanssikriisin kärjistymissaiheessa muutamia viikkoja Lehman Brothers -pankin kaatumisen jälkeen eurojärjestelmä siirtyi pankkien jälleenahtamisessa ns. täyden jaon politiikkaan. Lokakuun 2008 alkupuolelta saakka EKP:n neuvosto on kiinnittänyt rahan hinnan luotto-operaatioissaan, ja pankit ovat siitä lähtien voineet päättää määrän, jonka ne ovat tuolla korolla olleet valmiita lainaamaan keskuspankilta. Ainoa määrärajoituksia tuova elementti on ollut se, että keskuspankki on vaatinut myöntämilleen luotoille

vakuudet. Tätä ennen EKP oli säädellyt rahamarkkinahuutokaupoissa pankeille lainaamiansa rahamääriä tiukasti ja koron oli annettu joustaa pankkien kysynnän mukana. Siirtyminen vaihtuvakorkoista huutokaupoista ja lainamäärien kontrollista korkotason kiinnitykseen oli lähes välttämätön toimi tilanteessa, jossa pankkijärjestelmän kyky välittää keskuspankkirahaa oli pahasti häiriytynyt ja keskuspankkirahan kysyntä kasvanut merkittävästi. Huutokauppaanemittelyyn tehtyä muutosta edeltävinä viikkoina keskuspankkirahan hinta oli kohonnut merkittävästi ja oli rahapolitiikan ohjauskoron yläpuolella tilanteessa, joka vaati kiristämisen sijaan rahapolitiikan keventämistä.<sup>1</sup>

Rahapolitiikan toimeenpanotavan muutoksen jälkeen täyden jaon politiikka on pidetty yhtenä kriisin aikana käyttöön otetuista epätavanomaisista rahapolitiikkatoimista. Monissa kommentteissa paluuta luottomäärien kontrolliin on pidetty yhtenä ennakkomerkkinä rahoitusmarkkinoiden normalisoinnista. Tämän ajatustavan mukaan täyden jaon politiikka on keskeinen keino edistää rahoitusvakautta, koska se poistaa pankeilta keskuspankkirahan saatavuuteen liittyvän epävarmuuden, mutta toisaalta sen on katsottu heikentävän keskuspankin korkojenohjausvoimaa. Pankkien kysynnän nähdään määrittävän, kuinka paljon rahamarkkinakorot ovat keskuspankin ohjauskoron alapuolella, kun keskuspankki ei enää ylläpidä rahan niukkuutta. Siten korkojenohjausvoiman palauttamisen katso-



*Tuomas Välimäki  
osastopäällikkö  
rahapolitiikka- ja  
tutkimusosasto*

<sup>1</sup> Viimeisessä vaihtuvakorkoisena toteutetussa perusrahoitusoperaatiossa 8.10.2008 rahan hinta oli keskimäärin 0,74 prosenttiyksikköä ohjauskoron yläpuolella.

*Halutessaan keskuspankki voi samanaikaisesti sekä ohjata korkoja täyden jaon operaatioilla että huolehtia rahamarkkinoiden vakaudesta operaatioidensa avulla.*

taan vaativan paluuta keskuspankkirahaston tarjonnan määrän säätelyyn. Tähän ei kuitenkaan katsota olevan edellytyksiä ennen kuin pankkienväliset markkinat kykenevät jakamaan keskuspankkirahaa tehokkaasti.

Lainattujen määrien kontrolli ei kuitenkaan ole keskuspankin korkojen ohjausvoiman edellytys, eikä rahamarkkinoiden vakaudesta huolehtiminen välttämättä vaadi täyden jaon politiikkaa. Halutessaan keskuspankki voi samanaikaisesti sekä ohjata korkoja täyden jaon operaatioilla että huolehtia rahamarkkinoiden vakaudesta operaatioidensa avulla. Tämän edellytyksenä on joko keskuspankin luotto-operaatioihinsa hyväksymän vakuusmateriaalin eriyttäminen eri operaatiolajeittain tai valmius alkaa ohjata korkoja likviditeettiä<sup>2</sup> kiristävillä operaatioilla.

### **Miksi markkinakorot ovat alittaneet ohjauskoron?**

Täyden jaon politiikka ei itsessään johda viime vuosina koetun kaltaiseen tilanteeseen, jossa lyhyet markkinakorot ovat keskuspankin ohjauskorkoa matalampia. Voidaan osoittaa teoreettisesti, että sovellettaessa täyden jaon politiikkaa markkinakorot asettuvat ohjauskoron tasolle, jos keskuspankkioperaatioiden ehdot ovat samanlaiset kuin pankkienvälisillä rahamarkkinoilla ja rahamarkkinat kykenevät tasaamaan pankkienvälisiä likviditeettitarpeita.<sup>3</sup> Tätä näkemystä tukevat myös Suomen

<sup>2</sup> Tässä artikkelissa likviditeetillä ja keskuspankkirahalla viitataan pankkien keskuspankkitileillään pitämiin rahamääriin.

<sup>3</sup> Ks. esim. Välimäki, T. (2001) Fixed rate tenders and the overnight money market equilibrium. Bank of Finland Discussion Papers 8/2001.

Pankin käytännön kokemukset rahaliittoa edeltäneiltä vuosilta: lainaamalla pankeille rahaa kuukauden pituisilla repo-operaatioilla tai kiristämällä tarvittaessa rahamarkkinalikviditeettiä lasquemalla liikkeeseen omia sijoitustodistuksiaan Suomen Pankki onnistui vuosina 1996–1998 käytännössä naulaamaan kuukauden rahamarkkinakoron (helibor) ohjauskoron tasolle.<sup>4</sup>

Miksi euroalueella toimivat pankit ovat olleet valmiita maksamaan likviditeetistä keskuspankin huutokaupoissa yli rahan jälkimarkkinahinnan, eli minä takia lyhyimmät rahamarkkinakorot ovat olleet viimeiset viisi vuotta selvästi perusrahoitusoperaatioissa sovelletun koron alapuolella (kuvio 1)?<sup>5</sup> Syitä on ainakin kaksi: rahamarkkinoiden kyky välittää rahoitusta mureni finanssikriisin alussa, minkä myötä rahamarkkinoiden likviditeetti kasvoi huomattavasti korkoneutraalia määrää suuremmaksi, ja myöhemmin rahamarkkinoille uitettiin huomattava määrä ”ylimääräistä” likviditeettiä pitkäkestoisilla rahapoliittisilla luotoilla.

Ennen finanssikriisiä eurojärjestelmä lainasi pankeille rahamäärän, jolla nämä kykenivät yhteenlasketusti tyydyttämään lähinnä setelikysynnästä syntyneen rakenteellisen likviditeettitarpeensa<sup>6</sup> ja keskuspankkien asettamat

<sup>4</sup> Ks. Välimäki (1998) The Overnight Rate of Interest under Averaged Reserve Requirements: Some Theoretical Aspects and the Finnish Experience. Bank of Finland Discussion Papers 7/1998.

<sup>5</sup> Euron yön yli -korko, eonia, on viimeisen viiden vuoden aikana alittanut perusrahoitusoperaatioiden koron keskimäärin yli puolella prosenttiyksiköllä.

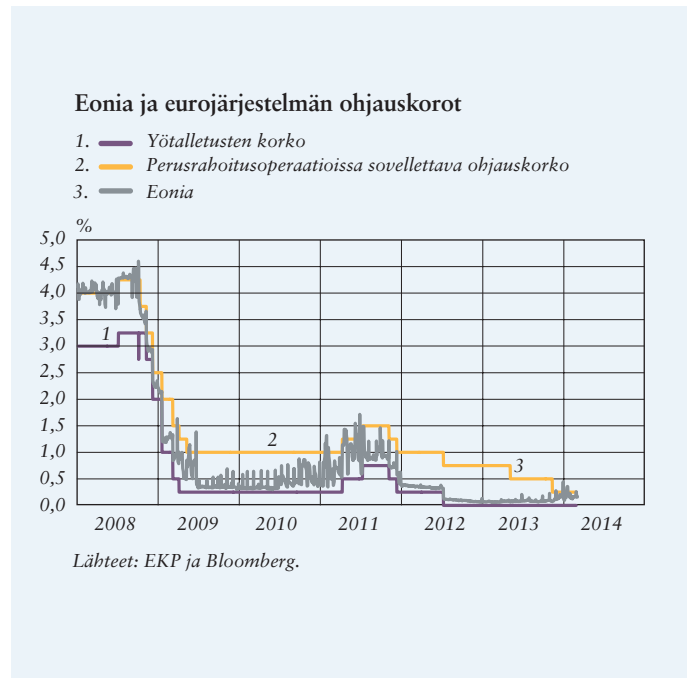
<sup>6</sup> Valtaosa keskuspankin tase-eristä vaikuttaa pankkien rakenteelliseen likviditeettitarpeeseen. Setelikysyntä on selkeästi suurin likviditeettitarvetta synnyttävä erä, kun taas keskuspankkien hallussaan pitämä valuuttavaranto on merkittävin rahapolitiikan ulkopuolinen likviditeettitarvetta pienentävä tekijä.

vähimmäisvarantovelvoitteet. Likviditeetin epätasaisen jakautumisen vuoksi pankkien bruttomääräiset likviditeettitarpeet olivat huomattavasti nettomääräisiä suuremmat. Kun likviditeettiylijäämäiset pankit lainasivat pankkien välisillä markkinoilla keskuspankkirahaa likviditeettivajeessa olleille pankeille, keskuspankkioperaatiot voitiin kuitenkin mitoittaa pankkien nettotarpeiden mukaan.

Lehman Brothers -konkurssia seuranneiden viikkojen aikana pankkien väliset markkinat romahtivat, kun pankit ennenkokemattoman epävarmuuden seurauksena eivät olleet enää valmiita lainaamaan toisilleen rahaa. Näissä oloissa pankit alkoivat tyydyttää likviditeettitarpeensa lähes kokonaisuudessaan keskuspankkiluotoilla. Kun keskuspankkiluottojen kokonaismäärä oli elokuussa 2008 ollut noin 450 mrd. euroa, eurojärjestelmä lainasi lokakuun lopussa pankeille yli 800 mrd. euroa. Loppuvuoden 2008 ajan pankit hakivat keskuspankkiluottoja keskimäärin reilut 200 mrd. euroa enemmän kuin niiden yhteenlaskettu rakenteellinen likviditeettitarve oli. Likviditeettipävarmuuden kasvun vuoksi pankit kerryttivät puskurivarantoja, ja niiden muodostumista edesauttoi se, että eurojärjestelmä hyväksyy luotto-operaatioidensa vakuuksiksi huomattavasti laajemman joukon arvopapereita kuin pankkien keskinäisissä operaatioissa käytetään. Puskurikysyntä painoi lyhytkestoisimmat pankkienväliset korot alle keskuspankin viikko-operaatioissa pyytämän keskuspankkirahan hinnan.

Euroopan keskuspankki lainaa pankeille rahaa korkeammalla korolla

Kuvio 1.



kuin se itse maksaa vastaanottaessaan pankkien ylimääräisen likviditeetin yötalletuksina. Tämän johdosta esim. 200 mrd. euron ylimääräisen likviditeettimäärän lainaamisen kustannus pankkijärjestelmälle olisi 2 mrd. euroa vuodessa silloin, kun laina- ja talletuskorkojen välinen marginaali on 1 prosenttiyksikkö. Tällaista kustannusrasitusta voidaan yhtäältä pitää keskuspankille maksettavana kompensaatina sen taseeseensa ottamasta ylimääräisestä riskistä sekä toisaalta kannustimena pankeille suunnitella likviditeettinhallintansa tehokkaaksi ja ylläpitää markkinaehtoista rahoituksen välitystä. Ylimääräisten kustannusten vähentämiseksi pankkijärjestelmä pienensikin kevään 2009 kuluessa keskuspankkilainamääriään huomattavasti suurimman epävarmuu-

*Likviditeetti-  
ylijiäämän  
johdosta  
lyhyimmät  
rahamarkkina-  
korot painuivat  
selvästi keskus-  
pankin ohjaus-  
koron alapuolelle.*

den hälvetessä ja rahamarkkinoiden toimintakyvyn alettua palautua. Kesään 2009 mennessä pankkijärjestelmän ylimääräinen likviditeetti olikin supistunut jo kymmenesosaan (reiluun 20 mrd. euroon) vuodenvaihteen tilanteesta.

Juhannuksena 2009 rahamarkkinoiden likviditeettitilanne muuttui jälleen oleellisesti Euroopan keskuspankin ryhdyttyä lainaamaan pankeille rahaa vuoden ajaksi täyden jaon politiikalla toteutetuilla operaatioilla. Vaikka rahamarkkinaepävarmuus oli selvästi vähentynyt, pankit olivat valmiita lainaamaan eurojärjestelmältä kiinteäkorkoista rahoitusta vuodeksi siinä määrin, että niiden yhteenlasketun ylimääräisen likviditeetin määrä suureni jälleen yli 200 mrd. euroon. Likviditeettiylijiäämän johdosta lyhyimmät rahamarkkinakorot painuivat selvästi keskuspankin ohjauskoron alapuolelle. Tilanteessa, jossa pankkien likviditeettitarpeet oli tyydytety vuoden pituisilla luotto-operaatioilla, pankit käytännössä lopettivat lainaamisen perusrahoitusoperaatioista. Tällaisissa oloissa keskuspankin rahalle maksama yötalletuskorko ottaa perusrahoitusoperaatioiden koron aseman ohjauskorkona.

Sen jälkeen kun eurojärjestelmä toteutti kaksi kolmevuotista täyden jaon luotto-operaatiota, euroalueen pankkijärjestelmän ylimääräinen likviditeetti kasvoi ennätyksellisesti reiluun 800 mrd. euroon. Euron yön yli -korko, eonia, pysytteli kaksi vuotta hyvin lähellä EKP:n yötalletuskorkoa (kuvio 1). Pankkien maksettua merkittävän osan luotoista takaisin, ylimääräinen likviditeetti on nyt vähentynyt reiluun 100 mrd. euroon. Likviditeettiylijiäämän

supistumisen myötä eonia on noussut lähemmäs perusrahoitusoperaatioiden korkoa. Marraskuusta 2013 lähtien eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioissa pankeilta pyytämä korko on ollut 0,25 %. Kun yötalletuksille ei ole maksettu korkoa heinäkuun 2012 jälkeen, EKP:n anto- ja ottolainauskorkojen erotus on ollut poikkeuksellisen pieni, vain 0,25 prosenttiyksikköä. Tammihelmikuussa 2014 eonia on ollut keskimäärin noin 0,18 %.

### **Markkinakorot nyt**

Ylimääräisen likviditeetin supistuminen viime kuukausina ja tästä seurannut korkojen hienoinen nousu heijastavat rahamarkkinoiden normalisoitumista. Korkojen nousuun on yhdistynyt korkovaihtelujen, volatilitietin, kasvu. Yön yli -koron vaihtelun lisääntyminen ei välttämättä ole suuri huolenaihe taloudenpitäjille, mutta jos heilahtelu välittyy pitempiin korkoihin, kiristyy rahapolitiikka tavalla, jota rahapoliittisen päätöksentekijän on hankala kontrolloida. Kuinka täyden jaon politiikkaa soveltava keskuspankki voi vähentää korkojen volatiliisuutta tai ehkäistä sen siirtymistä juoksuajaltaan pitempiin korkoihin?

Varantojenpidon keskiarvoistukseen perustuvassa korkojenohjausjärjestelmässä voidaan nähdä kolme likviditeettimäärää, joiden vallitessa lyhyimpien korkojen kehitys on vakaata, sekä kaksi tasoa, joilla korot reagoivat voimakkaammin likviditeettimääriin (kuvio 2). Jos on erittäin todennäköistä, että keskuspankkirahan määrän ollessa tietynsuuruinen pankit joutuvat turvautumaan maksuvalmiusluottoihin, pankkien



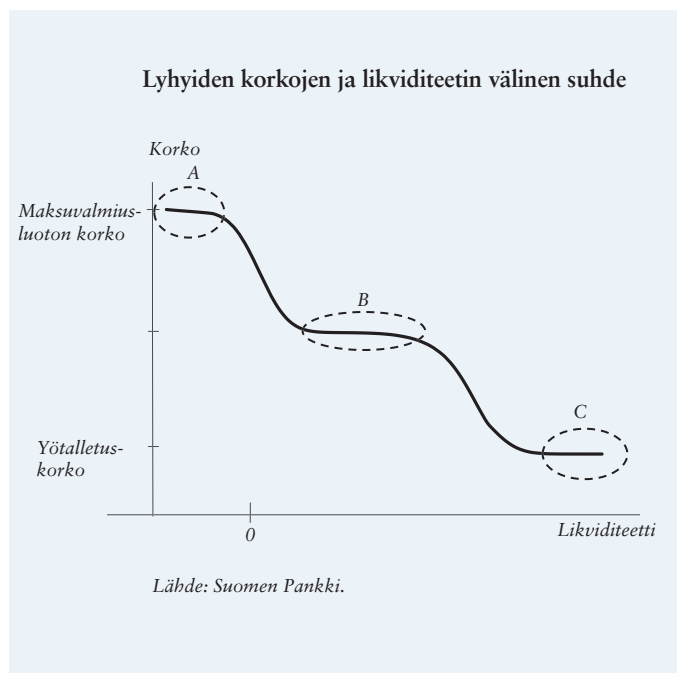
välinen korko nousee hyvin lähelle maksuvalmiusluoton korkoa (kuvion 2 alue A). Vastaavasti kun likviditeettiylijäämä on erittäin suuri, pankit joutuvat tekemään yötalletuksia keskuspankkiin ja pankkienvälinen korko painuu lähelle keskuspankin maksamaa yötalletuskorkoa (kuvion 2 alue C). Kolmas tilanne, jossa koron jousto likviditeettimuutosten myötä on hyvin pieni, on kyseessä silloin, kun markkinakorot asettuvat lähelle perusrahoitusoperaatioiden korkoa (kuvion 2 alue B).

Kriisin aikana pankkijärjestelmän likviditeetin määrä on pitkälti varmistunut, että lyhyimmät markkinakorot ovat olleet lähellä yötalletuskorkoa (alue C). Ennen kriisiä keskuspankit varmistivat (tarjontaa säätelemällä), että kokonaislikviditeetti pysytteli lähellä rakenteellista likviditeettitarvetta (alue B). Lyhyimpien korkojen tulevan kehityksen arviointia hankaloittaa se, että pankkijärjestelmä on liikkumassa kolmen vuoden operaatioiden takaismaksujen seurauksena laajan ylimääräisen likviditeetin tilanteesta (alue C) kohti neutraalin likviditeetin tilannetta (alue B). Siirtymävaiheessa korkojen volatiilisuus on väistämättä tavannaomaista suurempaa.

### Lyhyen aikavälin vaihtoehdot markkinakorkojen ohjaukseen

Mikäli korkojen volatiilisuuden väliaikainen lisääntyminen vaikeuttaa keskuspankin tavoitteiden saavuttamista, on keskuspankillla useita vaihtoehtoisia tapoja pienentää korkovaihteluita. Se voi esimerkiksi 1) kaventaa maksuvalmiusjärjestelmän avulla muodostettavaa ns. korkoputkea, jossa yön yli

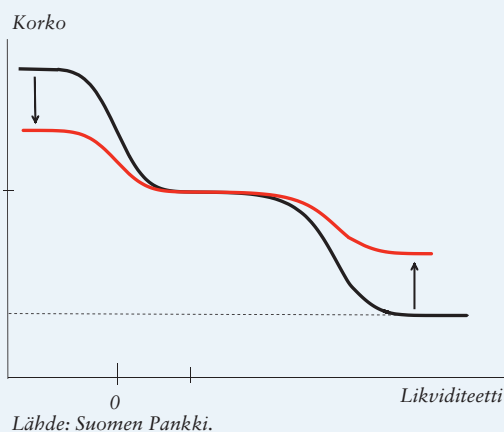
Kuvio 2.



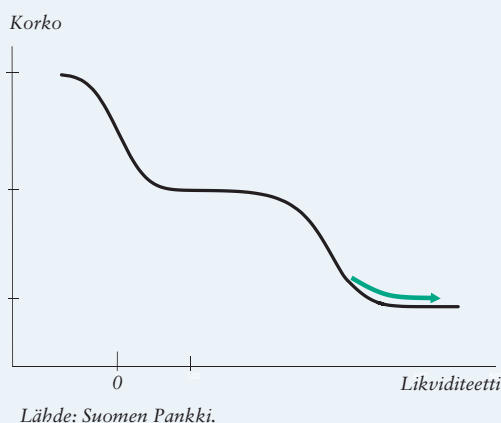
-korko liikkuu, 2) lisätä rahamarkkinoiden likviditeettiä siten, että lyhyet korot painuvat jälleen yötalletuskoron tuntumaan, tai 3) hyväksyä korkovaihteluiden väliaikaisen kasvun ja ehkäistä sen vaikutuksia muuttamalla kaikkia ohjauskorkojaan nykyistä aktiivisemmin.

Korkoputken kaventaminen ei välttämättä kaikissa oloissa vaikuta korkojen volatiilisuuteen, mutta se pienentää markkinakorkojen poikkeamia ohjauskoroista kullakin likviditeettitasolla (kuvio 3a). Äärimmilleen vietyinä kapean putken (esim. jos perusrahoitusoperaatioiden koron ja yötalletuskoron erotus olisi vain muutamia prosenttiyksikön sadasosia) soveltamisella päästäisiin kokonaan eroon lyhyimpien korkojen heilahteluista, mutta kääntöpuolena olisi se, että

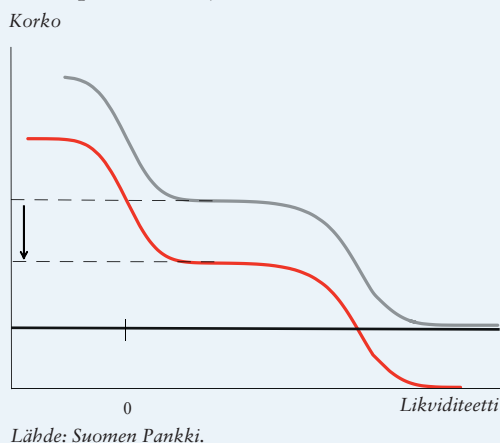
Kuvio 3a. Korkoputken kaventaminen



Kuvio 3b. Ylimääräisen likviditeetin kasvattaminen



Kuvio 3c. Keskuspankkikorkojen lasku



rahoituksen välittyminen siirtyisi valtaosin keskuspankin taseeseen. Tällöin keskuspankki sekä kantaisi rahoitusoperaatioihin liittyvät riskit että menettäisi rahoitusmarkkinoiden tilaan liittyvän informaatiokanavan.

Rahamarkkinalikviditeetin lisääminen puolestaan palauttaisi rahamarkkinat jälleen merkittävän ylikviditeetin oloihin. EKP:llä on käytössään useita mahdollisia tapoja kasvattaa ylimääräistä likviditeettiä. Se voitaisiin toteuttaa esimerkiksi uusilla pitkillä luottooperaatioilla tai vaihtoehtoisesti lopettamalla likviditeettiä kiristävät hienosäätöoperaatiot (kuvio 3b).<sup>7</sup>

Kolmannessa vaihtoehdossa keskuspankki hyväksyy korkovaihteluiden kasvun ja muuttaa perusrahoituskorkoa siten, ettei siirtyminen yhdestä rahamarkkinatasapainosta toiseen aiheuta muutosta rahapolitiikan mitoituksessa (kuvio 3c). Tämän vaihtoehdon soveltaminen perustuisi siihen, että eri toimijat ymmärtävät, etteivät likviditeetin satunnaisvaihteluista johdettavat korkoliikkeet sisällä (täyden jaon politiikkaa sovellettaessa) politiikkaviestejä, vaan ovat koron lyhytkestoisia satunnaisvaihteluita. Tällöin korkojen volatiilisuuden ei pitäisi välittyä tulevien korkojen odotusarvoon eikä siten juuri vaikuttaa pitempien korkojen tasoon. Tämän mallin mukaan toimittaessa korkovolatiilin ajanjakson pituuteen vaikuttaa oleellisesti vähimmäisvarantovelvoitteiden kautta saatavan likviditeettipuskurin koko. Muiden tekijöiden säilyessä ennallaan suu-

<sup>7</sup> Eurojärjestelmä poistaa markkinoilta viikoittaisilla hienosäätöoperaatioilla likviditeetin, jonka se on tuottanut markkinoille jo lopetettulla arvopaperimarkkinoita koskeneella ohjelmalla.

remmat varantovelvoitteet vähentävät satunnaisia korkovaihteluita.

### **Pitemmän aikavälin vaihtoehdot**

Eurojärjestelmä on ilmoittanut jatkavansa täyden jaon politiikkaa niin pitkään kuin tarve vaatii ja ainakin kesään 2015 saakka. Pitemmällä aikavälillä tulee kuitenkin suunnitella, millaisella ohjausjärjestelmällä korkoja halutaan vastedes ohjata.

Paluu lainamäärien kontrolliin perustuvaan likviditeetin hallintajärjestelmään edellyttää – tai ainakin sitä oleellisesti helpottaisi – että pankkien välisen markkinoiden toimintakyky palautuu ennalleen. Eurojärjestelmä voi jälleen ryhtyä lainaamaan pankeille helpohkosti arvioitavissa olevan nettotarpeen edellyttämän rahamäärän, jos pankit lainaavat rahaa toisilleen myös euromaasta toiseen. Tänä vuonna toteutettava pankkien kattava arviointi ja siirtyminen yhteiseen pankkivalvontaan helpottavat osaltaan kriisin aikana sirpaloituneiden rahamarkkinoiden integroitumista uudelleen.

Jos pankit kuitenkin haluavat tulevaisuudessakin lainata nettotarpeita enemmän likviditeettiä suoraan keskuspankeilta, lainamäärien kontrollointiin pohjautuva korkojen ohjaus hankaloituu oleellisesti. Tällaisessa tilanteessa keskuspankki voisi harkita ohjausmekanisminsa uudistamista siten, että yhtäältä perusrahoitusoperaatioiden korolle saadaan palautettua korkojen ohjausvoima, mutta toisaalta ylimääräinen likviditeetinkysyntä saadaan tyydytettyä tavalla, joka säilyttää pankeilla intressit pyrkiä tehokkaaseen, markkinapohjaiseen likviditeetin hallintaan.

Yksi tapa saavuttaa tämä tavoite olisi eriyttää eri operaatiolajeihin hyväksyttävät vakuudet toisistaan. Nykyisin eurojärjestelmän vakuuskelloiksi määrittämiä arvopapereita voidaan käyttää vakuutena missä tahansa eurojärjestelmän luotto-operaatioissa. Tämä menettely tehostaa pankkien vakuuskäyttöä ja on operatiivisesti helppo hallinnoida. Vaarana kuitenkin on, että korkojenohjausvoima tulee alisteiseksi operatiiviselle tehokkuudelle.

Kun rahapolitiikalla ohjataan korkotasoa, pyrkimys on vaikuttaa riskittömien korkojen kehitykseen. Riskipreemioiden tulee lähtökohtaisesti määräytyä markkinoilla. Näin ollen on luontevaa, että korkojen ohjauksessa käytettävät luotto-operaatiot ovat vakuudellisia ja juoksuajaltaan lyhytkestoisia. Suorin korkovaikutus aikaansaataisiin operaatioilla, joissa vakuudeksi kelpuutettaisiin arvopapereita, jotka hyväksytään yleisesti pankkienvälisillä repomarkkinoilla. Kun pankki voi samojen vakuuksien avulla lainata rahaa joko markkinoilta tai keskuspankista, ensi- ja jälkimarkkinoiden välisen korkoeron pitäisi minimoitua. Tulevaisuudessa tällaisten ”ykkösluokan vakuuksien” määrittelyssä saattaisi olla mahdollista soveltaa valvojaranomaisen säätelytarkoituksiin määrittämää erittäin korkealuokkaisten arvopapereiden joukkoa (High Quality Liquid Assets, HQLA).

Eurojärjestelmä ylläpiti merkittävää rakenteellista likviditeettialijäämää ennen finanssikriisin puhkeamista. Mikäli näin halutaan edelleenkin tehdä, pankeilla tulee olla huomattavat

*Rahapolitiikalla ohjataan riskittömien korkojen kehitystä.*

määrät keskuspankkivakuuksiksi kelpaavia omaisuuseriä. Kaikilla pankeilla ei ole taseissaan ylenpalttisesti erittäin korkealuokkaisten arvopapereiden määritelmän täyttäviä arvopapereita. Näin ollen suppean kelpoisten arvopapereiden joukon avulla toteutettua korkojenohjaustapaa saattaisi olla tarpeen täydentää rakenteellisilla operaatioilla, joissa vakuuksiksi hyväksyttävien arvopapereiden joukko olisi edellistä laajempi.

Eurojärjestelmä on aina toteuttanut perusrahoitusoperaatioiden lisäksi myös pitempikestoisia jälleenrahoitusoperaatioita. Tällaiset operaatiot voitaisiin kalibroida vastaamaan esimerkiksi pankkien rakenteellista likviditeettikysyntää, jolloin pankit voisivat tyydyttää vähimmäisvarantovelvoitteista seuraavan likviditeetinkysynnän perusrahoitusoperaatioista. Tässä mallissa vaihtuvakorkoisissa pitempikestoissa jälleenrahoitusoperaatioissa vakuuksiksi voitaisiin hyväksyä nykymallin mukainen laaja kirjo arvopapereita. Kun korkojen annettaisiin määräytyä kysynnän mukaan, nousisi pitkien luottojen korko perusrahoitusoperaatioiden korkoa korkeammaksi, mikä myötä vähemmän likvidien vakuuksien käyttömahdollisuus tulisi hinnoiteltua markkinaehtoisesti.

Keskuspankkirahan määrän ja rahamarkkinakorkojen välinen stabiili suhde muuttui epävakaaaksi finanssikriisin aikana. Jos keskuspankki toteuttaisi perusrahoitusoperaatiot, joissa hyväksyttäisiin vain markkina-transaktioissakin hyväksyttävät vakuudet, kiinteäkorkoisina täyden jaon operaatioina, sen ei enää tarvitsisi kyetä

arvioimaan korkoneutraalia likviditeettimäärää tarkasti. Tässä mallissa markkinakorkojen poikkeamat ohjauskorosta olisivat seurausta pankkien kysynnästä, eikä niihin sisältyisi keskuspankin politiikkaviestejä. Likviditeetin satunnaisvaihtelusta mahdollisesti seuraavan lyhyimpien korkojen värinän ei näin ollen pitäisi heijastua tulevien korkojen odotusarvoon eikä myöskään hankaloittaa tulkintaa rahapolitiikan kulloisestakin mitoitukselta.

Mikäli pankkien tarve hankkia keskuspankkirahoitusta laajemman vakuuskirjon avulla ylittäisi pankkien rakenteellisen alijäämän, voitaisiin pitkäaikaisia operaatioita kasvattaa perusrahoitusoperaatioiden kustannuksella. Äärioloissa – mikäli rahoitusvakuus sitä edellyttäisi – keskuspankki voisi kasvattaa pitkissä operaatioissa lainattavan likviditeetin määrän jopa niin suureksi, että perusrahoitusoperaatiot toteutettaisiin likviditeettiä kiristävinä operaatioina. Tarpeen vaatiessa – erityisesti systeemisten riskien uhatessa – keskuspankin on mahdollista ainoana aidosti ilman likviditeettiriskiä toimivana osapuolena siirtää tällä tavoin osa markkinariskeistä omaan taseeseensa. Vaikka keskuspankki olisi valmis hyväksymään markkinakäytäntöjä huomattavastikin laajemman materiaalipohjan pitkiin operaatioihin ja kenties myös maksuvalmiusluottojen vakuudeksi, tämän ei tarvitse merkitä huomattavaa kasvua keskuspankin riskitasossa, sillä keskuspankki käyttää riskienhallintamenettelyjä (erityisesti vakuusarvon aliarvostamista) yhdenmukaistaakseen eri vakuuslajien riskitasot.

*Keskuspankkirahan määrän ja rahamarkkinakorkojen välinen stabiili suhde muuttui epävakaaaksi finanssikriisin aikana.*

## Vakuuskelpoisuusehtojen eriyttäminen uuden toimintamallin edellytyksenä

Pankkijärjestelmä on nyt ja myös lähivuosina heterogeeninen. Tämän ei kuitenkaan tarvitse heikentää keskuspankin korkojenohjausvoimaa. Eurojärjestelmällä on useita eri mahdollisuuksia tehostaa korkojen ohjausta lyhyellä ja pitkällä aikavälillä vastatakseen edessä oleviin rahamarkkinoiden muutoksiin. Sopivimpien toimenpidevaihtoehtojen valintaa helpottaa se, että eurojärjestelmän kansallisilla keskuspankeilla on laaja kokemus rahapolitiikan toteuttamisesta erilaisissa tilanteissa erilaisilla välineistöillä.

Suomen Pankin kokemusten valossa täyden jaon politiikkaan pohjautuvaa korkojenohjaustapaa ei tulisi pitää epätavallisena rahapolitiikkatoimena, josta olisi päästävä eroon mahdollisimman nopeasti. Eurojärjestelmän vakuuskehikkoa uudistamalla olisi mahdollista päästä sellaiseen markkinaehtoiseen rahapolitiikan toimeenpanomalliin, jossa lyhyimmät markkinakorot kyetään ohjaamaan halutulle tasolle ja samanaikaisesti keskuspankki voi hyväksyä lainojensa vakuudeksi luottoja, joita muut toimijat eivät vakuuksien heikon likvidiyden takia kelpuuta. Tällaisen toimintamallin edellytyksenä kuitenkin on vakuuskelpoisuusehtojen eriyttäminen keskuspankin operaatiolajien mukaisesti.

*Asiasanat: rahapolitiikka, korkojen ohjaus, likviditeetin hallinta, perusrahoitusoperaatiot, vakuudet*



# Japanin inflaatio-odotukset abenomicsin onnistumisen mittarina

24.2.2014

Japanin aktiivista elvytyspolitiikkaa kutsutaan runsas vuosi sitten pääministeriksi nimitetyn Shinzo Aben mukaan abenomicsiksi. Keskeisenä tavoitteena tässä politiikassa on saada Japani pysyvästi kasvurallalle ja irti pitkään jatkuneesta hintojen laskukierteestä. Keskuspankki on asettanut 2 prosentin inflaatiotavoitteen, jota se tukee nollakorkopolitiikalla ja rahapolitiikan määrällisellä keventämisellä. Sekä toteutunut inflaatio että kuluttajien ja markkinoiden inflaatio-odotukset ovat viime kuukausina voimistuneet. Epäselvää kuitenkin on, kuinka paljon kehitys on seurausta harjoitetusta talouspolitiikasta ja ovatko muutokset pysyviä.

Shinzo Abe ja hänen johtamansa liberaalidemokraattinen puolue (LDP) voittivat vuoden 2012 lopun parlamenttivaalit lupaamalla irrottaa Japanin hintojen laskukierteestä ja nostaa talouden kestäväälle kasvurallalle. Hintojen laskun eli deflaation pysäyttäminen on ollut Aben tärkeimpiä tavoitteita. Deflaatiosta halutaan eroon, koska sillä on haitallinen vaikutus kulutukseen ja talouskasvuun. Syy-seuraussuhde vaikuttaa kuitenkin myös toiseen suuntaan. Hidas talouskasvu on omiaan vaimentamaan hinta- ja palkkakehitystä, joten pitkään jatkuneen tilan muutokseen tarvitaan monia keinoja samanaikaisesti. Aben talouspoliittiseen ohjelmaan kuuluukin kolme ”keihäänkärkeä”: finanssi-, raha- ja rakennepolitiikka.

Finanssipolitiikassa hallitus tukee lyhyellä aikavälillä kysyntää lisäbudjetein ja erilaisin verohelpotuksin sekä suurin tukitoimin. Samalla se kuitenkin pyrkii varmistamaan pidemmän aikavälin velkakestävyden. Hallituksen tavoitteena

onkin saattaa julkinen talous tasapainoon vuoteen 2020 mennessä. Myös keskuspankin rahapolitiikka on sidottu tiiviisti mukaan elvytystalkoisiin kasvatamalla keskuspankin arvopaperiostoja merkittävästi. Kasvustrategiaksi kutsutussa rakennepolitiikassa sen sijaan ei ole vielä edetty kovin suurin ja konkreettisiin toimiin, vaikka rakenteelliset uudistukset ovat keskeisimmässä asemassa kestävä muutoksen aikaansaamiseksi.

Deflaatio on erityisen haitallista silloin, kun sekä yritykset että kotitaloudet ovat voimakkaasti velkaantuneita, sillä velan reaaliarvo nousee hintatason laskeessa (velkadeflaatio). Toinen deflatorisen kehityksen vaikutus tulee korkojen kautta, sillä liikuttaessa nollakorkorajalla deflaatio nostaa reaalikorkoja (reaalikorko on nimellinen korko vähennettynä inflaatio-odotuksella) ja lisää lainanhoitorasitusta. Reaalikoron nousu heikentää luottojen kysyntää, mikä osaltaan hillitsee kulutusta ja investointeja. Nämä tekijät ovat vesittäneet Japanin nollakorkopolitiikan elvyttävää vaikutusta. Pitkän deflaatiokauden jälkeen ongelmaksi voivat tulla myös psykologiset tekijät, koska kuluttajat ovat tottuneet toimimaan paremmin deflaatio- kuin inflaatiotilanteissa. Japanissa on merkkejä siitä, että kuluttajien luottamus heikkenee hintojen kohotessa – etenkin, jos palkat eivät nouse samaan tahtiin.

## Kaksi menetettyä vuosikymmentä

Japanin hitaan kasvun ja deflaation kierre on saanut alkunsa jo 1990-luvun ”menetetystä vuosikymmeneltä”. Talous ylikuumeni ja yksityinen sektori ylivelkaantui edellisen vuosikymmenen lopulla. Kupla puhkesi 1990-luvun alussa



*Niko Herrala  
diileri/markkina-  
analyttikko  
pankkitoimintaosasto*



*Seija Parviainen  
ekonomisti  
rahapolitiikka- ja  
tutkimusosasto*

*Japanin hitaan kasvun ja deflaation ongelmat ovat peräisin jo vuosikymmenien takaa.*

pörssikurssien ja muiden varallisuusarvojen romahduksen sekä pankkikriisiin myötä. Taloutta elvytettiin mittavasti sekä finanssi- että rahapolitiikan toimin ja pankkisektoria tuettiin valtion varoin. Seurauksena oli tilapäinen elpyminen, mutta kestävää muutosta ei saatu aikaan.

Jälkeenpäin on kritisoitu sitä, että tuolloin ei tehty tarpeellisia rakenteellisia uudistuksia eikä etenäkään rahapolitiikassa reagoitu ongelmiin riittävän nopeasti. Pankit jatkoivat konkurssikypsien yritysten rahoittamista valtion tuella, ja taloutta jäivät rasittamaan hoitamattomat velat, mikä on heikentänyt rahoitusmarkkinoiden toimivuutta näihin päiviin saakka.

Japanin keskuspankki aloitti 1990-luvun lopussa nollakorkopolitiikan. Sillä oli alkuun myönteisiä vaikutuksia, jotka jäivät kuitenkin tilapäisiksi. Kun keskuspankki ei voinut enää laskea korkoa, se alkoi 2000-luvun alussa turvautua rahapolitiikan määrälliseen keventämiseen ostamalla markkinoilta arvopapereita ja lisäämällä siten keskuspankkirahaa<sup>1</sup> pankkijärjestelmässä tavoitteenaan parantaa yritysten ja kotitalouksien luotonsaantia. Myös finanssipoliittista elvytystä jatkettiin, minkä seurauksena julkinen talous velkaantui syvästi. Toimet eivät tehonneet, vaan 2000-luvusta muodostui jo toinen ”menetetty vuosikymmen”, jota luonnehtivat hidas kasvu ja kysynnän heikoudesta johtuva deflaatio. Talouden rakenteelliset jäykkyydet hidastivat

<sup>1</sup> Keskuspankkiraha koostuu liikkeeseen lasketusta käteisestä ja liikepankkien keskuspankkitalletuksista. Ostaessaan arvopapereita keskuspankki hyvittää myyjän tiliä keskuspankissa ja kasvattaa näin liikepankkien talletuksia keskuspankissa. Liikkeeseen lasketun käteisen määrään ei keskuspankin arvopaperistoilla ole vaikutusta.

tuottavuuskehitystä, ja ongelmia korosti vielä epäedullinen demografinen kehitys väestön vähentyessä ja ikääntyessä. Kaiken lisäksi jenin ulkoinen arvo vahvistui, mikä heikensi maan vientisektorin hintakilpailukykyä.

Japanin talous on likviditeettiloukussa. Se tarkoittaa tilannetta, jossa korkotaso on nollan tienoilla eikä keskuspankki voi enää elvyttää laskemalla korkoja. Tällaisissa oloissa lisäkevennystä voidaan hakea määrällisellä keventämisellä eli kasvattamalla keskuspankkirahan määrää. Lars Svensson<sup>2</sup> on vuonna 2006 esittänyt, että kun keskuspankki ei voi nollakorko-oloissa vaikuttaa korko-odotuksiin, sen tulee pyrkiä vaikuttamaan inflaatio-odotuksiin ja sitä kautta reaalkorkoja koskeviin odotuksiin. Odotukset hintojen noususta laskevat reaalkorkoa koskevia odotuksia ja vaikuttavat siten elvyttävästi talouteen. Lisäksi odotukset korkeammasta hintatasosta johtavat valuutan heikentymiseen, mikä tukee vientiä.

### **Japanin keskuspankki lisää keskuspankkirahaa, kunnes inflaatiotavoite saavutetaan**

Tammikuussa 2013 Japanin keskuspankki täsmensi inflaatiotavoitteekseen 2 % ja määritteli sen kuluttajahintaindeksin 2 prosentin vuosimuutokseksi.<sup>3</sup> Hintavakauden määritelmä on samankaltainen kuin Euroopan keskuspankilla, Englannin pankilla ja Yhdysvaltain

<sup>2</sup> Lars E.O. Svensson (2006) Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap, Princeton University, CEPR, and NBER CEPR Working Paper No. 126.

<sup>3</sup> Japanin keskuspankki asetti inflaatiolle helmikuussa 2012 hieman epäselvän 1 prosentin välitavoitteen. Tammikuussa 2013 viestintää selkeytettiin poistamalla välitavoite. Kahden prosentin tavoitteella tarkoitetaan koko kuluttajahintaindeksin (ml. ruoan ja energian hinta) vuosimuutosta.



keskuspankilla. Japanin keskuspankki on ilmoittanut pyrkivänsä saavuttamaan tavoitteen ”mahdollisimman pian”, mikä käytännössä merkitsee paria vuotta eli vuoden 2015 aikana.

Huhtikuussa 2013 keskuspankki aloitti uuden määrällisen ja laadullisen rahapolitiikan keventämisohjelman (Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE), jonka tärkein kulmakivi on keskuspankin arvopaperisalkun merkittävä kasvattaminen. Keskuspankkirahan määrää pyritään lisäämään pääasiassa arvopaperiostoin 60 000–70 000 mrd. jeniä (1 euro on noin 140 jeniä) vuodessa, kunnes inflaatiotavoite on saavutettu kestäväällä tavalla. Myös rahapolitiikan viestintää uudistettiin. Keskuspankin operatiivinen tavoite on nyt määrälliselle keventämiselle tunnusomaisesti keskuspankkirahan määrä korkotason sijaan.

Pääosa arvopaperiostoista kohdistuu Japanin valtionvelkakirjoihin. Keskuspankin valtionlainaomistusten (pitkät velkakirjat pl. lyhyet valtion velkasitoumukset) on määrä kasvaa 50 000 mrd. jenin vuositahtia, kun aiemman 3 vuoden aikana vuotuinen omistuskannan kasvuvauhti oli keskimäärin reilut 10 000 mrd. jeniä. Ostot ulotetaan aina pisimpiin 40 vuoden valtionvelkakirjoihin asti aiemman 3 vuoden katon sijaan. Keskuspankin omistusosuus Japanin valtion velkاپapereista onkin kasvanut yli 17 prosenttiin. Valtionvelkakirjojen lisäksi keskuspankki ostaa myös lisää suurempiriskisiä omaisuuseriä<sup>4</sup>. Näiden määrää on kasva-

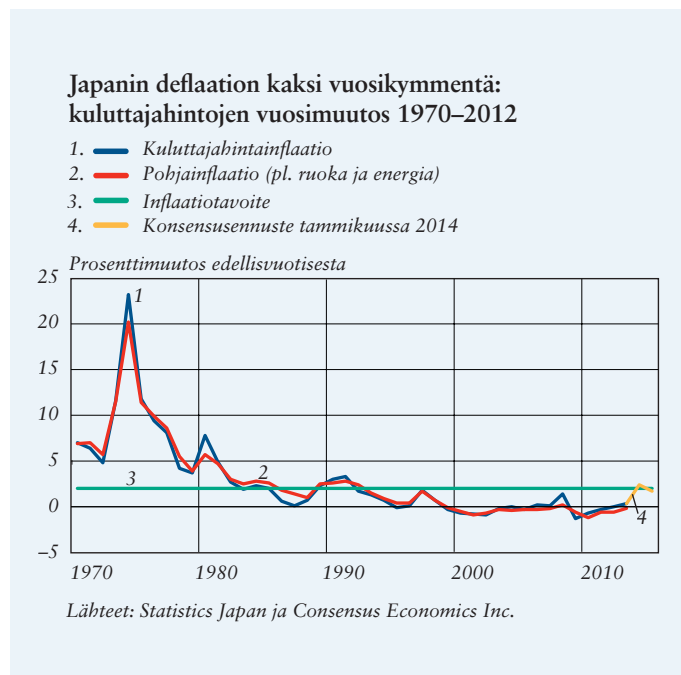
<sup>4</sup> Näitä ovat yritysten velkasitoumukset ja velkakirjat, pörssissä listatut indeksirahastot (Exchange Traded Funds, ETF) ja kiinteistösiirtorahastot, joilla käydään kauppaa pörssissä (Japan Real Estate Investment Trust, JREIT).

tettu kuitenkin vain maltillisesti. Loppuosa rahaperustan kasvattamisesta hoidetaan rahamarkkinaoperaatioin.

### Kokonainen sukupolvi ilman inflaatiokokemusta

Japanissa ehti jo kasvaa kokonainen sukupolvi ilman varsinaista kokemusta inflaatiosta. Hintataso laski vuodesta 1998 lähtien ja oli alimmillaan helmikuussa 2013, jolloin se oli lähes 4½ % matalampi kuin 15 vuotta aiemmin (kuvio 1). Sitkeään deflaatioon ovat vaikuttaneet kotimaisen kysynnän väyryys ja negatiivinen tuotantokuilu (tuotannon ja potentiaalisen tuotannon erotus), kotitalouksien heikot tuloodotukset sekä yritysten väyryydet odotukset markkinoiden kehityksestä. Myös pitkään vahvana pysynyt jeni hillitsi tuontihintojen nousua.

Kuvio 1.



Japanilaisten huonoon tulokehitykseen (kuvio 2) ovat olleet syynä yritysten heikko palkanmaksukyky ja työmarkkinoiden rakenteiden muuttuminen. Yritysten palkanmaksukykyä on osaltaan heikentänyt vientihintojen laskeva trendi 1980-luvulta lähtien (kuvio 3). Maailmanmarkkinahinnat ovat laskeneet tuot-

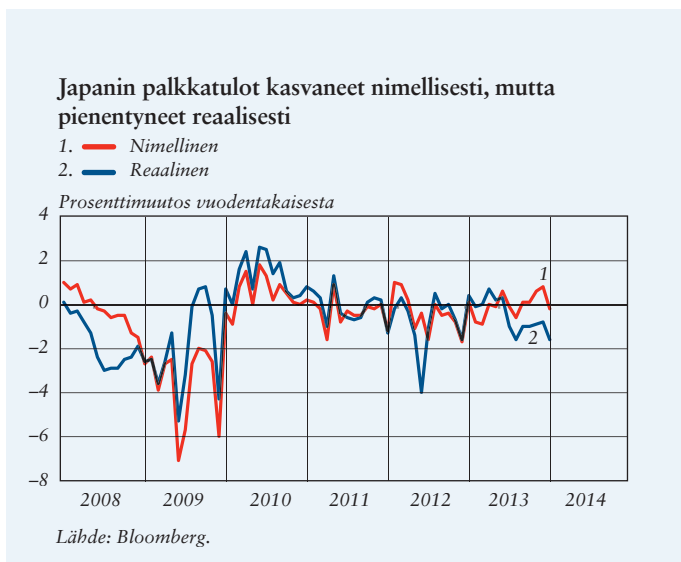
tavuuden kasvun ja kilpailun kiristymisen myötä useilla Japanille tärkeillä teollisuudenaloilla, kuten elektroniikkateollisuudessa. Samaan aikaan öljyn ja muiden raaka-aineiden kysynnän kasvu nousseissa talouksissa on kohottanut tuontihintoja. Japanin vaihtosuhte onkin heikentynyt viimeisten 20 vuoden aikana merkittävästi.

Työmarkkinoiden rakenteen ja demografian muuttuminen näkyy palkkasumman heikkona kehityksenä. Osa- ja määräaikaisten työsuhteiden yleistyminen etenkin nuorten ja naisten keskuudessa on johtanut keskimääräisen palkkatason laskuun, sillä epätyypillisissä työsuhteissa palkkakehitys on yleisesti vaatimattomampaa kuin koko-aikaisissa ja vakinaisissa työsuhteissa. Talouskasvun elpyminen ei ole vielä näkynyt täysimittaisesti palkoissa, joten inflaation kiihtyminen on pienentänyt kuluttajien reaalituloja ja heikentänyt ostovoimaa. Nimelliset tulot ovat hie- man kasvaneet, mutta reaalisesti tulokehitys on ollut inflaation kiihtymisen vuoksi yhä negatiivista.

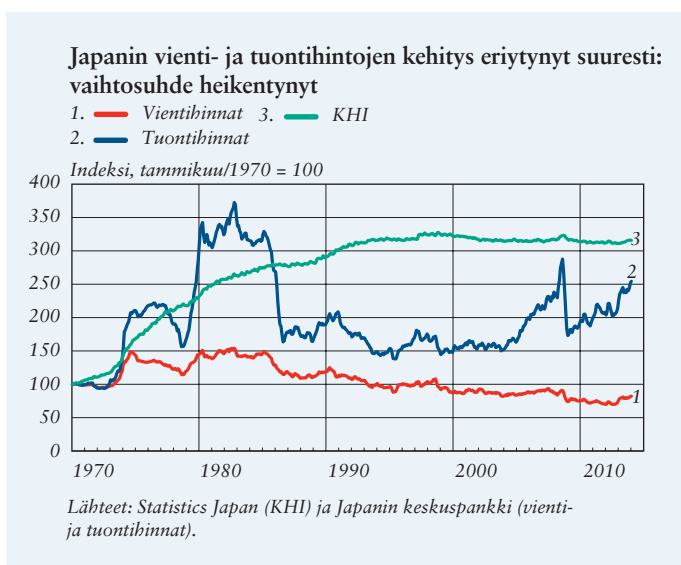
Viime kuukausina kuluttajahinnat ovat nousseet, ja tuorein inflaatiolukema tammikuulta 2014 on 1,4 %. Myös pohjainflaatio, joka Japanissa on laskettu poistamalla kuluttajahintaindeksistä vain ruoan hinta, on nopeutunut 1,3 prosenttiin. Yleisemmin käytetyssä pohjainflaation käsitteessä myös energian hinnan muutokset jätetään ottamatta huomioon. Näinkin määritelty pohjainflaatio on muuttunut selvästi positiiviseksi (0,7 %).

Japanin hintojen nousu viime kuukausina on ollut vielä pitkälti peräisin valuuttakurssimuutoksesta ja etenkin

Kuvio 2.



Kuvio 3.



tuontienergian hinnoista. Japani on joutunut turvautumaan maaliskuun 2011 luonnonkatastrofin ja Fukushiman ydinvoimalaonnettomuuden jälkeen pitkälti tuontienergiaan. Tämän myötä sähkön kuluttajahinta nousi kalleimmillaan yli 20 % luonnonkatastrofia edeltävän kuukauden hinnasta lähinnä jenin heikentymisen vuoksi (kuvio 4).

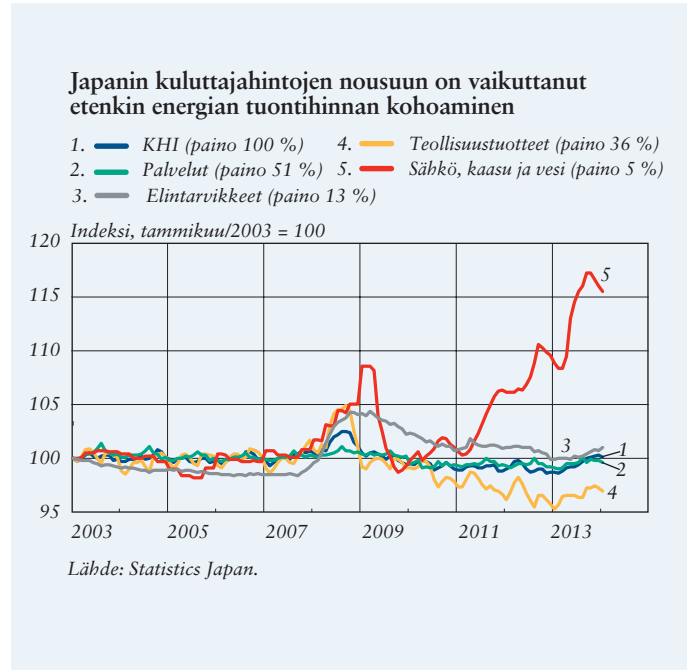
### Kulutusveron korotus nopeuttaa inflaatiota tilapäisesti

Japanin inflaatiokehitykseen ja -odotuksiin vaikuttavat merkittävästi tulevat kulutusveron korotukset, joita tehdään julkisen talouden tasapainottamiseksi. Nykyinen tavaroista ja palveluista maksettava kulutusvero koostuu 4 prosentin kansallisesta ja prosentin paikallisesta osuudesta. Seuraavat jo päätetyt korotukset tulevat voimaan huhtikuussa 2014 (nousu 8 prosenttiin) sekä lokakuussa 2015 (nousu 10 prosenttiin). Nostojen jälkeenkin kulutusvero on kansainvälisesti verrattuna maltillinen. Kulutusvero otettiin käyttöön vuonna 1989, jolloin se oli vain 3 %. Vuonna 1997 se nostettiin 5 prosenttiin, mitä on jälkepäin pidetty syynä tuolloin orastaneen elpymisen hiipumiseen ja taantumien jatkumiseen.

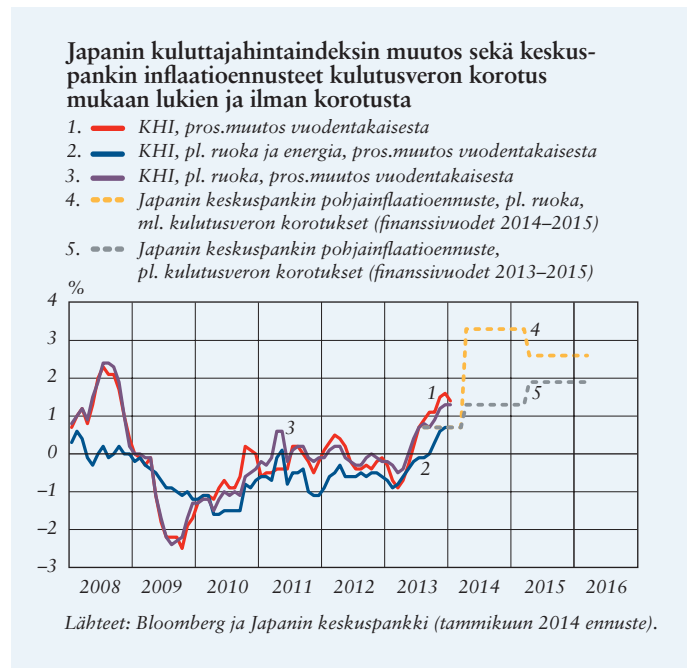
Japanin keskuspankin johtokunnan tammikuinen inflaatiota koskenut mediaaniennuste oli 3,3 % finanssivuodeksi 2014<sup>5</sup> ja 2,6 % finanssivuodeksi 2015 (kuvio 5). Kulutusveron huhtikuussa 2014 toteutettavien korotusten vaikutus inflaatioon on keskuspankin arvion mukaan 2 prosenttiyksikköä finanssivuonna 2014 (eli inflaatio ilman kulutusveroa olisi keskimäärin 1,3 %

<sup>5</sup> Japanin finanssivuosi alkaa vasta kunkin vuoden huhtikuussa.

Kuvio 4.



Kuvio 5.



huhtikuusta 2014 maaliskuuhun 2015). Lokakuussa 2015 toteutettavan korotuksen vaikutus on puolestaan 0,7 prosenttiyksikköä finanssivuonna 2015 (eli inflaatio ilman kulutusveroa olisi 1,9 % huhtikuusta 2015 maaliskuuhun 2016). Kulutusveron korotukset eivät sisälly keskuspankin 2 prosentin inflaatiotavoitteeseen. Inflaatiotavoitteen saavuttamisen kannalta mielenkiintoisempi onkin johtokunnan ennuste hintojen noususta ilman kulutusveroa. Sen mukaan inflaatiotavoitetta ei täysin saavuteta vielä tavoitellussa aikataulussa, mutta lähelle sitä ollaan pääsemässä.

### **Kuluttajien inflaatio-odotukset ylittäneet inflaatiotavoitteen**

Japanissa kuluttajien inflaatio-odotuksia kysytään kuukausittain kuluttajien luottamuskyselyn<sup>6</sup> yhteydessä sekä neljännesvuosittain keskuspankin kotitalouksille tekemän kyselyn avulla.

Keskuspankin joulukuussa 2013 tekemässä kyselyssä kotitalouksille täsmennettiin, että vastausten tulee perustua näkemykseen, jossa ei oteta huomioon kulutusveron korotuksia. Kuluttajien mediaaniodotukset olivat siitä huolimatta melko korkeita: hintojen arvioitiin nousevan seuraavan vuoden aikana 3 % ja seuraavien 5 vuoden aikana keskimäärin 2,5 %. Viiden vuoden odotus oli noussut hieman syyskuun kyselystä.

Kuluttajien luottamuskyselyn yhteydessä kerättävä tieto inflaatio-odotuksista ei tuota mediaani- tai keskiarvolukuja. Se vain selvittää, mihin suuntaan hintojen odotetaan muuttuvan ja mikä muutosten vaihteluvälin uskotaan olevan. Tammi-

<sup>6</sup> Kyselyn toteuttaa hallituksen alaisuudessa toimiva Cabinet Office.

kuussa 2014 jo 90 % vastaajista uskoi hintojen nousevan seuraavan vuoden aikana (kuvio 6). Näistä enemmistö uskoi inflaation olevan vuoden kuluttua 2–5 %, vaikka usko vieläkin suurempiin inflaatiolukuihin oli kasvanut.

Kuluttajille tehtyjen inflaatio-odotuksia koskevien kyselyjen ongelmana on usein, että vastaukset heijastelevat enemmän kyselyhetken toteutunutta hintakehitystä kuin aidosti tulevaisuutta koskevia odotuksia. Odotukset korreloivat selvästi paremmin kyselyhetken inflaation kuin tulevan inflaation kanssa (kuvio 7). Lisäksi tällä hetkellä inflaatio-odotusten tulkintaa Japanissa vaikeuttaa epävarmuus siitä, ottavatko kuluttajat arvioissaan huomioon tulevat kulutusveron korotukset vai eivät.

### **Markkinoiden inflaatio-odotukset nousseet maltillisemmin**

Markkinaperusteiset inflaatio-odotukset täydentävät kyselytutkimuksilla kerättyä tietoa kotitalouksien ja yritysten inflaatio-odotuksista. Markkinaodotukset ovat hyvin informoitujen toimijoiden kilpailun kautta syntyneitä, eteenpäin katsovia ja reaaliaikaisesti havainnoitavia. Markkinatoimijoilla on vahvat kannustimet arvioida odotettua inflaatiota tarkasti, sillä toimijoiden voitot tai tappiot riippuvat odotusten toteutumisesta. Markkinaperusteisten indikaattorien ongelmana on, että ne reagoivat lyhyellä aikavälillä herkästi poliittisiin ja talouspoliittisiin päätöksiin sekä kausivaihteluun. Hyvin pitkän aikavälin inflaatio-odotusten mittareissa puolestaan on se etu, että yksittäiset päätökset, kuten veronkorotukset, eivät

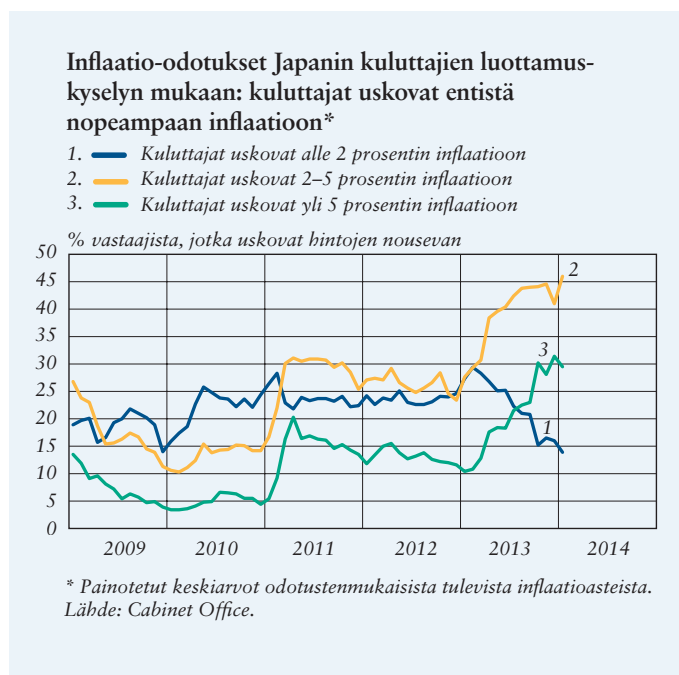
aiheuta niihin vääristymiä, koska päätösten hintoja nostava vaikutus on pitkälti kertaluonteinen.

Markkinoiden inflaatio-odotuksia on perinteisesti tarkasteltu inflaationvaihtosopimusten (inflaatio-swap)<sup>7</sup> ja inflaatio-suojattujen valtionvelkakirjojen hintakehityksen avulla. Velkakirjojen ollessa kyseessä tuotot yhtenäistävä inflaatio lasketaan vähentämällä nimellisen velkakirjan tuotosta jäljellä olevalta juoksuajaltaan saman inflaatio-suojatun velkakirjan tuotto. Japanin tapauksessa markkinapohjaisten inflaatio-odotusten mittaaminen on epävarmaa, sillä inflaatio-suojattujen valtionvelkakirjojen kanta on vain alle puoli prosenttia koko valtionvelasta ja myös inflaationvaihtosopimusten markkinat ovat tästä syystä hyvin kehittymättömät. Ohuet markkinat lisäävät hintavaihteluita ja heikentävät markkinoiden kykyä korjata hintavääristymiä.

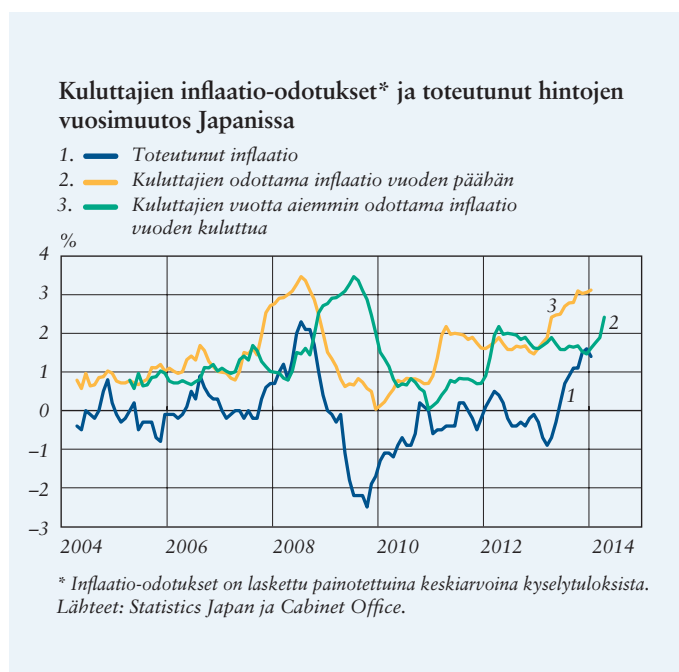
Abenomicsin inflaatiotavoite ja sitä tukeva talouspolitiikka, päätökset myyntiveron tulevasta korotuksista ja keskuspankin voimakas määrällinen keventäminen ovat lisänneet sijoittajien kiinnostusta ostaa inflaatio-suojattuja valtionvelkakirjoja. Kiinnostus voidaan tulkita sijoittajien luottamukseksi siihen, että Japani pääsee pois deflaatiosta. Uuden inflaatio-suojatun velkakirjan kysyntä lokakuun 2013 huutokaupassa olikin suurta (tarjouksia tuli 3,7-kertaisesti tarjolla olleeseen määrään nähden) etenkin Japanin ulkopuolisten sijoittajien keskuudessa.

<sup>7</sup> Inflaationvaihtosopimus muistuttaa koronvaihtosopimusta (korkoswap), eli toinen markkinaosapuoli maksaa kiinteää hintaa ja toinen osapuoli toteutunutta inflaatiota.

Kuvio 6.

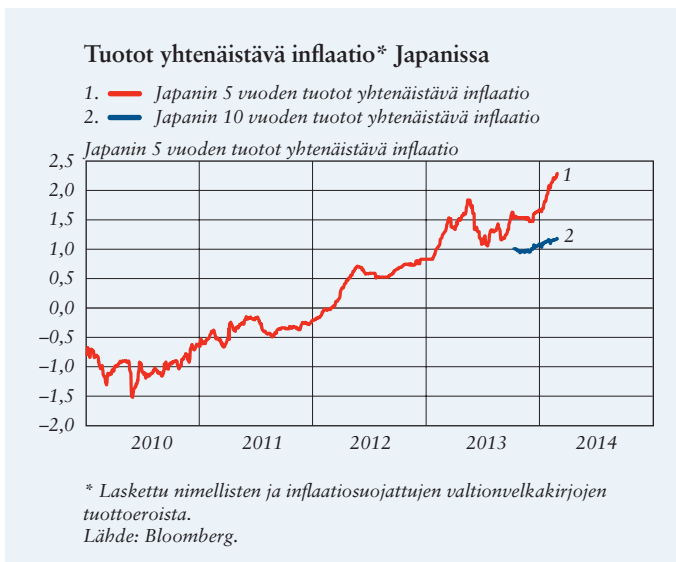


Kuvio 7.

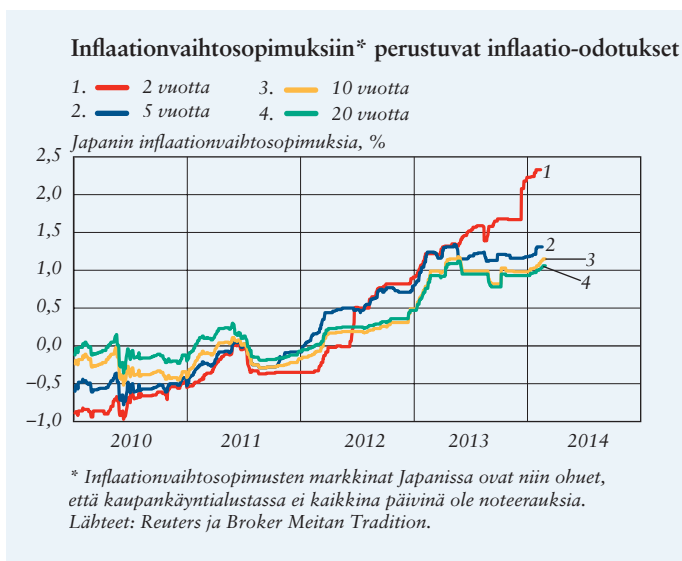


Sijoittajien ostokiinnostuksen ohella inflaatiolta suojautumisen hinta on noussut, mikä näkyy markkinaperusteisten inflaatio-odotusten selvänä nousuna (kuviot 8 ja 9). Markkinat eivät silti vielä usko 2 prosentin inflaatiota-voitteen kestävään saavuttamiseen, kos-

Kuvio 8.



Kuvio 9.



ka pidemmän aikavälin markkinaperusteiset inflaatio-odotukset niin inflaationvaihtosopimuksista kuin velkakirjojen tuotot yhtenäistävästä inflaatio-odotuksestakin laskettuna ovat hieman yli prosentin tasolla. Tästä syystä odotukset keskuspankin lisätoimista kevään aikana ovat kasvaneet.

Myyntiveron korotuksen vaikutus käy selkeästi ilmi, kun lasketaan inflaationvaihtosopimusten pohjalta markkina-odotuksia vuoden mittaisiksi ajanjaksoiksi<sup>8</sup> (kuvio 10). Markkinainformaa-tiota hyödyntäen lasketut yhden vuoden keskimääräiset inflaatio-odotukset seuraavana kymmenenä vuotena – eli niin sanotut inflaatiotermiinit – osoittavat, että vuosina 2014 ja 2015 myyntiveron korotus aiheuttaa markkina-odotusten mukaan inflaatioon selvän piikin, joka tasaantuu pienen notkahduksen jälkeen noin prosenttiin.

### Ostovoimapariteettiin perustuvien markkina-odotusten mittaaminen

Japanin markkinapohjaisten inflaatio-odotusten ongelma ovat inflaatio-sidonnaisten tuotteiden pienet markkinat. Vaihtoehtoinen tapa arvioida markkinoiden inflaatio-odotuksia on hyödyntää suuremmilta inflaatio-sidonnaisten tuotteiden markkinoilta saatavaa informaatiota sekä ostovoimapariteettia. Ostovoimapariteetin mukaan kahden valuutan nimellisen valuuttakurssin muutos johtaa vastaavan suuruiseen muutokseen näiden valuutta-alueiden hintatasossa. Olettamalla siis, että esimerkiksi Yhdysvaltain ja Japanin väliset

<sup>8</sup> Kun tiedetään esimerkiksi, mikä on markkinoiden odottama inflaatio keskimäärin 5 ja 6 vuoden aikana, voidaan laskea, mikä on markkinoiden inflaatio-odotus yhden vuoden jaksolla 5 vuoden päästä.

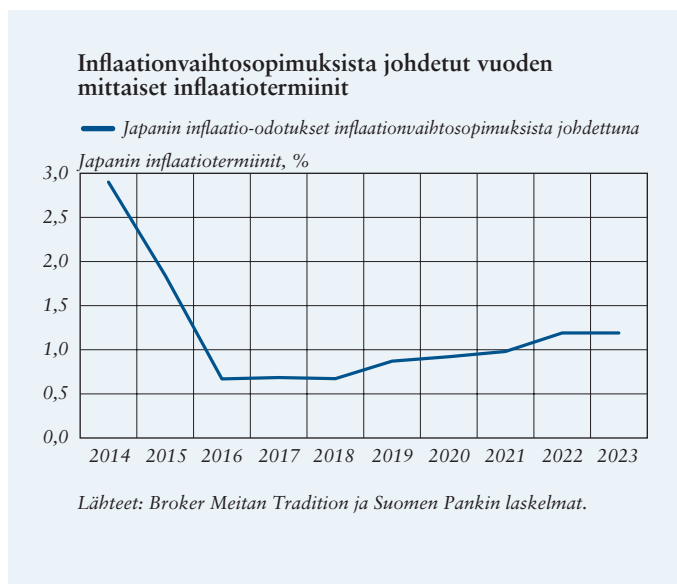
reaaliset valuuttakurssit eivät muutu merkittävästi, Japania koskevat inflaatio-odotukset voidaan laskea hyödyntämällä tietoa Yhdysvaltain inflaatio-odotuksista tiettyinä aikana sekä dollarin ja jenin välistä termiinikurssia vastaavana ajanjaksona.

Benjamin Mandel ja Geoffrey Barnes<sup>9</sup> ovat hyödyntäneet ostovoimapariteettimenetelmää laskiessaan Japanin hintatasoa koskevia 5 vuoden, 7 vuoden ja 10 vuoden odotuksia kuvaavia indeksejä, joiden muutokset ajassa heijastavat inflaatio-odotuksia (kuvio 11). Jos esimerkiksi Japanin 5 vuoden inflaatio-odotus kasvaa keskimäärin 0,5 prosentista 0,6 prosenttiin, indeksilukema nousee 20 %. Mandelin ja Barnesin mukaan pariteetti pätee paremmin hintamuutosten kuin hintatason tarkastelussa.

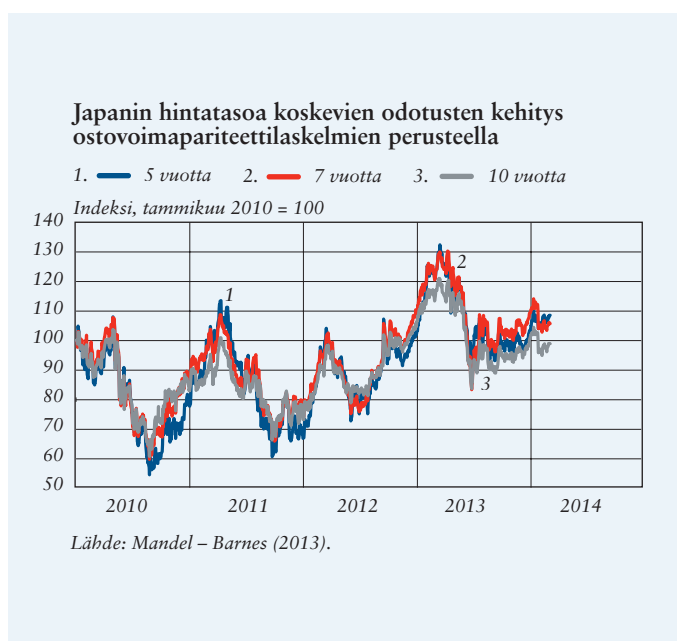
Mandelin ja Barnesin indeksit reagoivat selvästi muutoksiin Japanin rahapolitiikassa. Lokakuussa 2010 Japanin keskuspankki esitteli uuden arvopapereiden osto-ohjelman. Tämä alkoi heti nostaa hintatasoa koskevia odotuksia, mutta vähitellen odotukset laantuivat. Seuraava tilapäinen nousu alkoi helmikuussa 2012, jolloin Japanin keskuspankki esitteli 1 prosentin inflaatiotavoitteen. Shinzo Aben aloitettua elvytyspainotteisen vaalikampanjansa syyskuussa 2012 inflaatio-odotukset nousivat jälleen. Nopeampi nousu alkoi joulukuussa 2012 Aben puolueen voitettua vaalit. Nousua tukivat vahvasti keskuspankin tammikuussa 2013 julkistama uusi 2 pro-

<sup>9</sup> Japanese Inflation Expectations, Revisited (2013). New York Fed. Ks. <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2013/04/japanese-inflation-expectations-revisited.html>.

Kuvio 10.



Kuvio 11.



sentin inflaatiotavoite sekä huhtikuussa 2013 julkistettu uusi voimakkaasti elvyttävä rahapoliittinen ohjelma. Hintatasoa koskevat 5 vuoden ja 7 vuoden odotukset nousivat maaliskuuhun 2013 mennessä jopa 30 % korkeammalle kuin vuoden 2010 alussa. Myös kymmenen vuoden odotukset nousivat 20 %. Kesän 2013 aikana ostovoimapariteetin avulla lasketut Japanin hintatasoa koskevat markkinaodotukset kuitenkin taas laskivat ja asettuivat syksyllä samalle tasolle kuin vuoden 2010 alussa. Tämä poikkeaa muusta aineistosta, jossa inflaatio-odotukset ovat nousseet selvästi vuodesta 2010.

### **Mitä inflaatio-odotusten perusteella voidaan päätellä Japanin kehityksestä?**

Keskuspankit ohjaavat inflaatio-odotuksia mm. inflaatiotavoitteellaan ja viestinnällään. Kuluttajien ja markkinoiden inflaatio-odotusten mittaamiseen liittyy monenlaisia ongelmia. Odotukset ovat keskuspankin ja myös muiden talouspolitiikan toimijoiden näkökulmasta tärkeitä riippumatta siitä, miten hyvin ne osuvat oikeaan. Inflaatio-odotuksilla sinänsä on merkitystä, koska ne vaikuttavat taloudelliseen käyttäytymiseen ja siten rahapolitiikan tehokkuuteen.

Sekä kuluttajien että markkinoiden inflaatio-odotukset ovat nousseet Japanissa selvästi kesästä 2013 lähtien. Kuluttajien inflaatio-odotukset näyttäisivät tällä hetkellä jopa ylittävän selvästi keskuspankin 2 prosentin inflaatiotavoitteen. Kuluttajien odotuksiin vaikuttavat nyt selvästi tulevat

kulutusveron korotukset. Jos kulutusveron noston kanssa samanaikainen Japanin ulkoisen arvon heikentyminen nostaa tuontihintoja, voi hintojen nousu olla tilapäisesti hyvinkin suurta ja jopa ylittää kuluttajien omat odotukset. Inflaatiotavoitteen ylittäviin odotuksiin liittyy riskejä, sillä tällaiset odotukset voivat heikentää kuluttajien luottamusta oman taloutensa kehitykseen etenkin, jos niihin liittyy reaali-palkkojen lasku.

Markkinoiden odotukset eivät näyttäisi olevan yhtä vakaita kuin kuluttajien, vaan markkinoiden odotuksissa on havaittu voimakasta joskin lyhytaikaista reagoitua rahapolitiikan päätöksiin. Myös markkinat odottavat inflaation nopeutuvan, mutta nopeutumisen odotetaan jäävän selvästi alle 2 prosentin inflaatiotavoitteen. Markkinoidenkin odotukset ovat nyt kuitenkin selvästi korkeammat kuin ennen uuden inflaatiotavoitteen ja rahapoliittisen elvytysohjelman julkistamista.

Yksi kuluttajien ja markkinoiden inflaatio-odotusten keskeinen ero on myös siinä, että kuluttajat arvioivat yleisen kuluttajahintaindeksin kehitystä, kun taas markkinoiden odotukset kuvastavat näkemyksiä pohja-inflaation kehityksestä. Tällä on sitä vähemmän merkitystä, mitä pidemmän aikavälin odotuksista on kysymys, mutta vain yhden vuodenkin päähän ulottuvissa odotuksissa ero on merkittävä. Tämä selittää osittain tämänhetkisiä eroja kuluttajien ja markkinoiden odotuksissa.

Inflaatio-odotusten kehitys näyttäisi tukevan käsitystä, että Japanin

*Sekä kuluttajien että markkinoiden inflaatio-odotukset ovat nousseet Japanissa selvästi kesästä 2013 lähtien.*



keskuspankin toimet ovat onnistuneet katkaisemaan maan deflaatiokierteen. On kuitenkin vielä liian aikaista sanoa, onko muutos pysyvä. Viime kädessä Japanin talouden ongelmat ovat rakenteellisia. Pidemmän aikavälin kasvunäkymiä vahvistavien rakenneuudistusten (abonomicsin kolmas kärki) tarve onkin edelleen keskeinen, jotta nyt koettu käänne voisi vahvistua ja Japanin talous pääsisi pysyväälle kasvuuralle.

*Asiasanat: inflaatio, deflaatio, markkinaodotukset, linkkerit, rahapolitiikka*

# Suomen Pankin organisaatio

9.1.2014

## PANKKIVALTUUSTO

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

*Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä*

## JOHTOKUNTA

<b>Erkki Liikanen</b> johtokunnan puheenjohtaja	<b>Pentti Hakkarainen</b> johtokunnan varapuheenjohtaja	<b>Seppo Honkapohja</b> johtokunnan jäsen
--	--	--

*Johtokunnan sihteeri Mika Pösö*

## OSASTOT

<b>Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto</b> <i>Tuomas Välimäki</i>	<b>Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto</b> <i>Kimmo Virolainen</i>	<b>Pankkitoimintaosasto</b> <i>Harri Lahdenperä</i>	<b>Rahahuolto-osasto</b> <i>Mauri Lehtinen</i>
Ennustetoimisto <i>Juha Kilponen</i>	Vakausanalyysitoimisto <i>Katja Taipalus</i>	Maksuliiketoimisto <i>Meeri Saloheimo</i>	Maksuvälinetoimisto <i>Miika Syrjänen</i>
Kansainvälisen ja rahatalouden toimisto <i>Samu Kurri</i>	Vakauspolitiikkatoimisto <i>Jouni Timonen</i>	Markkinaoperaatioiden toimisto <i>Elisa Newby</i>	Rakenne- ja järjestelmäyksikkö <i>Veli-Matti Lumiala</i>
Siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT) <i>Iikka Korhonen</i>	Yleisvalvontatoimisto <i>Päivi Heikkinen</i>	Sijoitustoimisto <i>Jarno Ilves</i>	Turvallisuustoimisto <i>Erkko Badermann</i>
Tutkimusyksikkö <i>Jouko Vilmunen</i>	<b>Tilastoyksikkö</b> <i>Laura Vajanne</i>		
	<ul style="list-style-type: none"><li>Rahoitustilastotoimisto <i>Elisabeth Hintikka</i></li><li>Tilastoanalyysi- ja tietopalvelutoimisto <i>Harri Kuussaari</i></li></ul>		

### Johdon sihteeristö

*Mika Pösö*

### Hallinto-osasto

*Pirkko Pohjoisaho-Aarti*

<b>Kansainvälinen yksikkö</b> <i>Olli-Pekka Lehmussaari</i>	Tiedonhallintatoimisto <i>Ilkka Lyytikäinen</i>	Henkilöstötoimisto <i>Antti Vuorinen</i>	<b>IT-yksikkö</b> <i>Petteri Vuolasto</i>
<b>Lakiasiaien yksikkö</b> <i>Maritta Nieminen</i>	Strategia- ja organisaatioryhmä	Kielipalvelutoimisto <i>Taina Seitovirta</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>IT-infra <i>Kari Sipilä</i></li></ul>
<b>Viestintäyksikkö</b> <i>Jenni Hellström</i>	Johtokunnan sihteeripalvelut	Riskienvälvontatoimisto <i>Antti Nurminen</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>IT-järjestelmät <i>Petri Salminen</i></li></ul>
		Sisäiset palvelut -toimisto <i>Hannu Vesalainen</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>IT-palvelunhallinta <i>Sami Kirjonen</i></li></ul>
		Taloushallintotoimisto <i>Tuula Colliander</i>	

### Sisäinen tarkastus

*Pertti Ukkonen*

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](http://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](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