



EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

KUUKAUSIKATSAUS
6 | 2010

01 | 2010

02 | 2010

03 | 2010

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

09 | 2010

10 | 2010

11 | 2010

12 | 2010

KUUKAUSIKATSAUS
KESÄKUU

EUROOPAN KESKUSPANKKI



EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ



Vuonna 2010
kaikkien EKP:n
julkaisujen
kuva-aiheet on
valittu 500 euron
setelistä.

**KUUKAUSIKATSAUS
KESÄKUU 2010**

© Euroopan keskuspankki, 2010

Käyntiosoite

Kaiserstrasse 29
D-60311 Frankfurt am Main
Germany

Postiosoite

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main
Germany

Puhelinnumero

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Faksi

+49 69 1344 6000

Teleksi

411 144 ecb d

Kuukausikatsauksen laatimisesta vastaa EKP:n johtokunta. Pääkirjoitusta ja osaa "Euroalueen talousnäkymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot" lukuun ottamatta Kuukausikatsaus on käännetty Suomen Pankissa, joka myös huolehtii katsauksen julkaisemisesta.

*Kuukausikatsausta ei syyskuun 2006 numerosta alkaen ole enää painettu suomenkielisenä, vaan se julkaistaan sähköisessä muodossa neljännesvuosittain EKP:n ja SP:n verkkosivuilla. Suomen Pankin verkkosivuilla on maksuton palvelu, jonka kautta voi tilata sähköisiä julkaisuja Suomen Pankista. Tilaaja saa sähköpostiinsa tiedon tilaamastaan julkaisusta heti sen ilmestyttyä. Julkaisuja voi tilata osoitteessa www.bof.fi/fi/julkaisut/
> Sähköisten julkaisujen tilaaminen
> Painettujen julkaisujen tilaaminen.
Mikäli tietojen rekisteröimisessä ilmaantuu ongelmia, voi ottaa yhteyttä osoitteeseen publications@bof.fi. Englanninkielisen Kuukausikatsauksen tilaukset tulee lähettää EKP:hen.*

Kaikki oikeudet pidätetään. Kopiointi on sallittu opetuskäyttöön ja ei-kaupallisiin tarkoituksiin, kunhan lähde mainitaan.

Tämän numeron tilastot perustuvat 9.6.2010 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 1725-3020 (verkkojulkaisu)



SISÄLLYS

PÄÄKIRJOITUS

RAHA- JA REAALITALouden KEHITYS

Talouskehitys euroalueen ulkopuolella
Rahatalous ja rahoitusmarkkinat
Hinnat ja kustannukset
Tuotanto, kysyntä ja työmarkkinat
Julkisen talouden kehitys
Euroalueen talousnäkyelmiä koskevat
EKP:n asiantuntijoiden arviot
Valuuttakurssit ja maksutase

Kehikot:

1. Velkapaperiohjelma ja rahan määrän kasvu euroalueella **24**
2. Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 10.2.–11.5.2010 **32**
3. Kehitys rahoitusmarkkinoilla toukokuun alussa **36**
4. Maatalousraaka-aineet ja euroalueen YKHI:n elintarvikkeiden hinnat **55**
5. Työvoiman tarjonnan viimeaikainen kehitys **73**
6. Julkisen talouden vakauttaminen: hyödyt ja kustannukset aiempien kokemusten valossa **83**
7. Euroalueen julkisen talouden bruttovelka ja rahoitusvarat **86**
8. Korkoja, valuuttakursseja, raaka-aineiden hintoja ja finanssipolitiikkaa koskevat tekniset oletukset **89**
9. Muiden laitosten ennusteet **92**
10. Finanssikriisi ja euroalueen rajat ylittävät rahoitusvirrat **99**

5 EUROALUEEN TILASTOT

9 LIITTEET

- 9 Eurojärjestelmän rahapoliittiset toimenpiteet **I**
- 17 TARGET-maksujärjestelmä (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) system **V**
- 66 Euroopan keskuspankin julkaisuja vuodesta 2009 **VII**
- 79 Sanasto **XV**

TI

I

V

VII

XV

LYHENTEET

MAAT

BE	Belgia	LU	Luxemburg
BG	Bulgaria	HU	Unkari
CZ	Tšekki	MT	Malta
DK	Tanska	NL	Alankomaat
DE	Saksa	AT	Itävalta
EE	Viro	PL	Puola
IE	Irlanti	PT	Portugali
GR	Kreikka	RO	Romania
ES	Espanja	SI	Slovenia
FR	Ranska	SK	Slovakia
IT	Italia	FI	Suomi
CY	Kypros	SE	Ruotsi
LV	Latvia	UK	Iso-Britannia
LT	Liettua	JP	Japani
		US	Yhdysvallat

MUUT

BIS	Kansainvälinen järjestelypankki
BKT	bruttokansantuote
BPM5	IMF:n maksutasekäsikirja (5. laitos)
cif	kulut, vakuutus ja rahti hintaan luettuina
ECU	Euroopan valuuttayksikkö
EKP	Euroopan keskuspankki
EKPJ	Euroopan keskuspankkijärjestelmä
EKT 95	Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmä 1995
EMI	Euroopan rahapoliittinen instituutti
EMU	talous- ja rahaliitto
EU	Euroopan unioni
EUR	euro
fob	vapaasti laivassa
HWWI	Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut
ILO	Kansainvälinen työjärjestö
IMF	Kansainvälinen valuuttarahasto
KHI	kuluttajahintaindeksi
NACE	Euroopan unionin tilastollinen toimialaluokitus
OECD	Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö
SITC Rev. 4	Kansainvälinen ulkomaankaupan tavaranimikkeistö (4. tarkistettu laitos)
YKHI	yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi

Euroopan yhteisön käytännön mukaisesti EU-maiden nimet ovat aakkosjärjestyksessä kunkin maan omakielisen nimen mukaan (eivät suomennoksen mukaan).

PÄÄKIRJOITUS

EKP:n neuvosto päätti 10.6.2010 pitämässään kokouksessa jättää EKP:n ohjauskorot ennalleen. Ohjauskorot ovat nykyisellään edelleen tarkoituksenmukaiset. Päätös perustuu EKP:n neuvoston säännöllisiin analyyseihin eli taloudelliseen ja rahatalouden analyysiin. Ottaen huomioon kaikki 6.5. pidetyn kokouksen jälkeen saadut uudet tiedot EKP:n neuvosto odottaa yhä hintakehityksen pysyvän vaimeana rahapolitiikan kannalta olennaisella aikavälillä. Maailmalla inflaatiopaineita voi olla edelleen, mutta euroalueen kotimaisten hintapaineiden odotetaan pysyvän vähäisinä. Uusimmat tiedot ovat myös vahvistaneet euroalueen talouden elpymisen jatkuneen vuoden 2010 alkupuoliskolla, mutta neljännesvuositasolla kasvu on todennäköisesti varsin epätasaista. EKP:n neuvosto odottaa euroalueen talouden kasvavan maltillisesti. Toimintaympäristöä leimaavat eräillä rahoitusmarkkinalahkoilla edelleen esiintyvät jännitteet sekä poikkeuksellisen suuri epävarmuus. Rahatalouden analyysin tulokset vahvistavat keskipitkän aikavälin inflaatiopaineiden pysyneen vaimeina, sillä rahan määrän ja luotonannon kasvu on heikkoa. Kaiken kaikkiaan EKP:n neuvosto odottaa hintavakauden säilyvän keskipitkällä aikavälillä, mikä tukee euroalueen kotitalouksien ostovoimaa. Inflaatio-odotukset ovat pysyneet tiukasti tavoitteen mukaisina. Tavoitteena on pitää inflaatiovauhti alle 2 prosentissa mutta lähellä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä. Inflaatio-odotusten luja ankkurointi on edelleen ensiarvoisen tärkeää.

Rahapolitiikassa tehdään kaikki tarvittava hintavakauden säilyttämiseksi euroalueella keskipitkällä aikavälillä. Näin rahapolitiikka edistää tarpeellisella ja tärkeällä tavalla kestävää talouskasvua, uusien työpaikkojen syntymistä ja rahoitusjärjestelmän vakautta. Rahoitusmarkkinoiden vakavien jännitteiden yhteydessä toteutetut epätavanomaiset toimet eli tehostettu luotonannon tukeminen ja velkapaperiohjelma (Securities Markets Programme) ovat kaikki EKP:n neuvoston tehtävien mukaisia, ja ne on laadittu luonteeltaan tilapäisiksi. EKP:n neuvosto on sitoutunut tiukasti ylläpitämään hintavakautta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä, ja niin rahapolitiikan linjaa kuin likviditeetin kokonaistarjontaakin muu-

tetaan aina tarvittaessa. EKP:n neuvosto siis seuraa edelleen kaikkea kehitystä erittäin tarkasti.

Taloudellisessa analyysissä todettiin, että euroalueen talous on kasvanut vuoden 2009 puolivälistä lähtien supistuttuaan sitä ennen voimakkaasti. Eurostatin ensimmäisen arvion mukaan euroalueen BKT:n määrä kasvoi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä 0,2 % edellisestä neljänneksestä. Vaikka etenkin epäsuotuisat sääolosuhteet vaimensivat kasvua alkuvuodesta, kasvu on tuoreimpien talouden indikaattorien perusteella elpynyt keväällä. EKP:n neuvosto odottaa BKT:n määrän kasvavan maltillisesti ja kasvun olevan edelleen vaihtelevaa ja etenevän epätasaisesti euroalueen eri talouksissa ja sektoreilla. Meneillään oleva maailmantalouden elpyminen ja sen vaikutus euroalueen vientikysyntään, elvyttävä rahapolitiikka sekä rahoitusjärjestelmän toimintakyvyn palauttamiseksi toteutetut toimet tukevat todennäköisesti euroalueen taloutta. Taseiden jatkuva tasapainottaminen useilla sektoreilla ja heikot työmarkkinanäkymät vaimentanevat kuitenkin talouskehityksen elpymistä.

Samoilla linjoilla ollan myös euroalueen talousnäkymiä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2010 arvioissa. Niissä BKT:n määrän vuotuiseksi kasvuvauhdiksi arvioidaan 0,7–1,3 % vuonna 2010 ja 0,2–2,2 % vuonna 2011. BKT:n määrän kasvun vaihteluväli vuodelle 2010 on hieman ylempänä kuin EKP:n asiantuntijoiden arvioissa maaliskuulta 2010, sillä talouskehitys on lyhyellä aikavälillä vahvistunut maailmanlaajuisesti. Vaihteluväli vuodelle 2011 taas on hieman maaliskuista alempana pääasiassa kotimaisen kysynnän näkymien vuoksi. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2010 arviot ovat jokseenkin samansuuntaiset kansainvälisten järjestöjen ennusteiden kanssa.

EKP:n neuvosto katsoo talousnäkyymiin liittyvien riskien olevan jokseenkin tasapainossa, kun toimintaympäristöä leimaa poikkeuksellisen suuri epävarmuus. Kasvu voi olla arvioitua nopeampaa, jos maailmantalous ja ulkomaankauppa elpyvät arvioitua vahvemmin ja tukevat siten edelleen euroalueen vientiä. Kasvu voi olla myös arvioitua hitaampaa, jos eräiden rahoitusmarkki-



nalohkojen jännitteet uusiutuvat ja vaikuttavat luottamukseen. Kasvu saattaisi olla odotettua heikompaa myös siinä tapauksessa, että rahoitussektorin tilanteen ja reaalitalouden kehityksen toisiaan ruokkivat häiritsevät vaikutukset osoittautuisivat odotettua voimakkaammiksi tai pitkäkestoisemmiksi, öljyn ja muiden raaka-aineiden hinnat alkaisivat taas nousta, protektionismi lisääntyisi tai maailmantalouden tasapainottomuudet korjautuisivat hallitsemattomasti.

Euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatio oli Eurostatin alustavan arvion mukaan 1,6 % toukokuussa 2010 (huhtikuussa 1,5 %). Inflaation nopeutuminen viime kuukausina johtuu suurimmaksi osaksi energian hinnannoususta. On mahdollista, että YKHI-inflaatio nopeutuu vielä hieman vuoden 2010 jälkipuoliskolla. Sen jälkeen inflaatiovauhti pysynee kaiken kaikkiaan maltillisena. Raaka-aineiden hintoihin saattaa jatkossakin kohdistua nousupaineita, mutta euroalueen kotimaisten hintapaineiden odotetaan pysyvän vähäisinä. Keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet tiukasti EKP:n neuvoston tavoitteen (inflaatiovauhti alle 2 prosentissa mutta lähellä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä) mukaisina.

Samoilla linjoilla ollaan myös eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2010 arvioissa, joissa euroalueen vuotuisiksi YKHI-inflaatioksi arvioidaan 1,4–1,6 % vuonna 2010 ja 1,0–2,2 % vuonna 2011. Vaihteluvälit ovat hieman ylempänä kuin EKP:n asiantuntijoiden arvioissa maaliskuulta 2010, mikä johtuu pääasiassa raaka-aineiden eurohintojen kallistumisesta. Käytettävissä olevat kansainvälisten laitosten ennusteet antavat näkymistä jokseenkin samanlaisen kuvan.

Hintakehitysnäkymiin liittyvät riskit ovat jokseenkin tasapainossa. Keskipitkällä aikavälillä etenkin raaka-aineiden hintakehitys saattaa kuitenkin nopeuttaa inflaatiota arvioitua enemmän. Lisäksi välillisten verojen ja hallinnollisesti säänneltyjen hintojen korotukset saattavat olla odotettua suurempia, sillä julkista taloutta on tulevana vuosina vakautettava. Kotimaiseen hinta- ja kustannuskehitykseen liittyvät riskit ovat kuitenkin maltillisia. EKP:n neuvosto seuraa tar-

kasti kaikkien käytettävissä olevien hintaindikaattorien kehitystä.

Rahatalouden analyysissä ilmeni, että M3:n vuotuinen kasvuvauhti oli huhtikuussa 2010 ennallaan eli -0,1 %. Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen vuotuinen kehitys koheni edelleen, eli lainakanta alkoi hieman kasvaa (0,1 %). Yhdessä nämä tiedot tukevat edelleen arviota rahan määrän trendikasvun maltillisuudesta ja inflaatiopaineiden vaimeudesta keskipitkällä aikavälillä. M3:n ja luotonannon kehitys on ollut yhä vaihtelevaa lyhyellä aikavälillä, ja M3:n ja sen erien kehitys saattaa pysyäkin vaihtelevana jännitteiden uusiututtua eräillä rahoitusmarkkinalohkoilla.

M3:n todellinen kasvu on edelleen rahan määrän trendikasvua hitaampaa, mutta varsin jyrkän tuottokäyrän hidastava vaikutus näyttää vähitellen väistyvän eli varojen siirto pitkäaikaisiin talletuksiin ja arvopapereihin M3:n ulkopuolelle vähenee. Sama pätee M3:n sisäisiin varojen siirtoihin, jotka johtuivat korkoerojen pienuudesta erityyppisten M3:een kuuluvien instrumenttien välillä. M1:n vuotuinen kasvu oli 10,7 % eli edelleen erittäin nopeaa.

Yksityiselle sektorille myönnettyjen pankkilainojen vuotuiset kasvuluvut ovat yhä heikkoja, mutta kuukausitasolla lainakanta on kasvanut jo monta kuukautta. Taustalla on kuitenkin pääasiassa kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuisen kasvun vahvistuminen, sillä yritysainakanta supistuu yhä vuositason tasolla. Suhdankeierrossa yritysainakantojen kehitys seurailee talouskehitystä normaalisti viiveellä.

Tuoreimmat tiedot vahvistavat, että pankkien taseiden supistaminen ei ole jatkunut vuodenvaihteen jälkeen. Uutta taseiden sopeutusta ei kuitenkaan voida sulkea pois. Pankkien haasteena on varmistaa yrityssektorin luotonsaanti kysynnän piristyessä. Pankkien tulisi tukeutua markkinoihin vahvistaakseen pääomapohjaansa entisestään ja tarvittaessa käyttää täysimääräisesti hyväkseen pääomituksen liittyvät valtion tukitoimet.

EKP:n ohjauskorot ovat siis nykyisellään edelleen tarkoituksenmukaiset. Ottaen huomioon

kaikki 6.5. pidetyn kokouksen jälkeen saadut uudet tiedot EKP:n neuvosto odottaa yhä hintakehityksen pysyvän vaimeana rahapolitiikan kannalta olennaisella aikavälillä. Maailmalla inflaatiopaineita voi olla edelleen, mutta euroalueen kotimaisten hintapaineiden odotetaan pysyvän vähäisinä. Uusimmat tiedot ovat myös vahvistaneet euroalueen talouden elpymisen jatkuneen vuoden 2010 alkupuoliskolla, mutta neljännesvuositasolla kasvu on todennäköisesti varsin epätasaista. EKP:n neuvosto odottaa euroalueen talouden kasvavan maltillisesti, kun eräillä rahoitusmarkkinalohkoilla on edelleen jännitteitä ja epävarmuus on poikkeuksellisen suurta. Taloudellisen analyysin ja rahatalouden analyysin tulosten vertailu vahvistaa keskipitkän aikavälin inflaatiopaineiden pysyneen vaimeina, sillä rahan määrän ja luotonannon kasvu on heikkoa. Kaiken kaikkiaan EKP:n neuvosto odottaa hintavakauden säilyvän keskipitkällä aikavälillä, mikä tukee euroalueen kotitalouksien ostovoimaa. Inflaatio-odotukset ovat pysyneet tiukasti tavoitteen mukaisina. Tavoitteena on pitää inflaatiovauhti alle 2 prosentissa mutta lähellä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä. Inflaatio-odotusten luja ankkurointi on edelleen ensiarvoisen tärkeää. EKP:n neuvosto siis seuraa edelleen kaikkea kehitystä erittäin tarkasti.

Finanssipolitiikan saralla EKP:n neuvosto pitää myönteisenä euroalueen maiden viimeaikaista päätöstä Euroopan rahoitusvakausvälineen (European Financial Stability Facility) perustamisesta. Päätöksen tueksi tarvitaan päättäväisiä toimia hallitustasolla. On olennaista, että kaikki maat noudattavat sitoumuksiaan eli korjaavat suuriksi päässeet julkisen talouden alijäämänsä ja velkansa sekä vähentävät julkisen taloutensa haavoittuvuutta. Niiden tulisi määritellä selkeästi konkreettiset sopeutustoimet, joilla tavoitteisiin päästään. Kaikkien maiden on varmistettava, että luottamus julkisen talouden kestävyteen voidaan taata. EKP:n neuvosto pitää myönteisenä sitä, että eräissä euroalueen valtioissa, joissa alijäämä on erittäin suuri ja velkataakka kasvaa nopeasti, on päätetty uusista toimista julkisen talouden vakauttamiseksi ja asetettu aiempaa kunnianhimoisempia finanssipoliittisia tavoitteita. EKP:n neuvosto myös tarkasteli euroalueen

maiden kevään 2010 finanssipolitiikan linjauksia, joista euroalueen valtiovarainministerit sopivat 7.6., ja piti myönteisenä sitoutumista lisätoimiin tarvittaessa vuoden 2010 ja myöhempien vuosien budjettitavoitteiden saavuttamiseksi. Uusien budjettitavoitteiden saavuttaminen on erittäin tärkeää. EKP:n neuvosto yhtyy täysin ministerien näkemykseen, että velkasuhteiden kasvun pysäyttäminen ja velkasuhteiden kutistaminen on asetettava etusijalle, ja pitää myönteisenä sitoumusta ryhtyä välittömästi toimenpiteisiin.

Kestävän elpymisen tukemiseksi kaikkien euroalueen maiden on olennaisen tärkeää toteuttaa rakenneuudistuksia, joilla kohennetaan kasvua ja työllisyyttä. Eräiden maiden on pikaisesti korjattava kilpailukykyongelmansa sekä kotimaiset ja ulkoiset tasapainottomuudet. Palkkaneuvottelujärjestelyissä tulisi sallia palkkojen tarkoituksenmukainen mukautuminen kilpailukyyn ja työttömyystilanteen muuttuessa. On myös olennaista toteuttaa toimia, joilla lisätään hintojen joustavuutta ja kilpailukykyä muutenkin kuin hinnoittelun suhteen. Lisäksi olisi erittäin tärkeää uudistaa asianmukaisesti pankkisektorin rakenteita. Pankkien riskiensietokyvyn vahvistaminen ja rahoituksen riittävän saatavuuden varmistaminen edellyttää vahvoja taseita, tehokasta riskienhallintaa sekä avoimia ja kestäviä liiketoimintamalleja. Vain siten luodaan pohjaa kestäväälle kasvulle, uusien työpaikkojen syntymiselle ja rahoitusjärjestelmän vakaudelle.

RAHA- JA REAAALITALOUDEN KEHITYS

I TALOUSKEHITYS EUROALUEEN ULKOPUOLELLA

Maailmantalouden elpyminen on jatkunut viime kuukausina osittain raha- ja talouspoliittisten toimien sekä pidentyneen varastosyklin tukemana. Maailmanlaajuinen inflaatio on nopeutunut lähinnä raaka-aineiden hinnannousun vuoksi. Inflaatiopaineet pysyvät kuitenkin yleisesti katsoen suhteellisen maltillisina erityisesti suurimmissa kehittyneissä talouksissa, kun kapasiteetin käyttöaste on pieni ja inflaatio-odotukset ovat pysyneet hyvin tavoitteen mukaisina. Joissakin kehittyneissä talouksissa taas inflaatiopaineet ovat alkaneet vilkkaan kotimaisen kysynnän myötä kasvaa. Vaikka epävarmuus jatkuu poikkeuksellisen suurena, maailmantalouden näkymiä uhkaavien riskien katsotaan olevan suurin piirtein tasapainossa.

I.1 MAAILMANTALOUDEN KEHITYS

Maailmantalous kasvoi edelleen vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, ja lyhyen aikavälin indikaattorit viittasivat vahvaan kasvuun toisen neljänneksen alussa. Elpymistä tukevat edelleen raha- ja finanssipoliittiset kannustimet ja varastosyklin pidentyminen. Tämä maailmantalouden myönteinen kehitys on entisestään vauhdittanut ulkomaankaupan kasvua. Maailmanlaajuiset työllisyysindikaattorit ovat myös kohentuneet viime kuukausina, kun aiempien kahden vuoden aikana puolestaan menetettiin suuri määrä työpaikkoja.

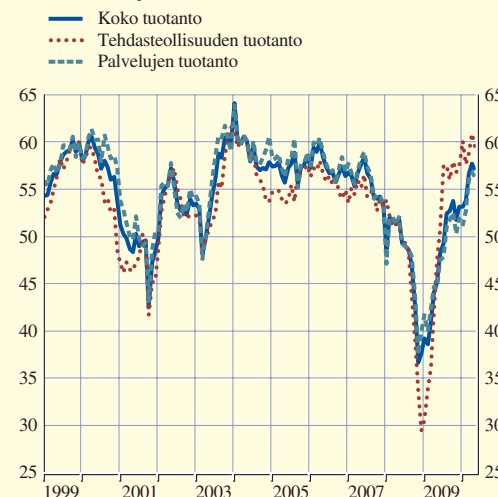
Uusien indikaattoreiden mukaan maailmantalouden elpyminen jatkuu edelleen. Vaikka koko tuotantoa koskeva ostopäälliköiden indeksi (Purchasing Managers' Index, PMI) laski toukokuussa vähän eli 57,0:aan, kun se oli ollut kuukautta aiemmin 57,7, indeksi pysyi selvästi sarjan keskiarvoa korkeampana globaalien talouskasvun jatkuessa (ks. kuvio 1). Sekä tehdasteollisuuden että palvelusektorin toiminta vaimeni hieman mutta pysyi kuitenkin suhteellisen vilkkaana. Uusia tilauksia koskevat ostopäälliköiden indeksit laskivat hieman toukokuussa. Uuden liiketoiminnan kasvun hidastuminen on näkynyt palvelusektorilla jonkin verran selvemmin kuin tehdasteollisuudessa. Yleisesti katsoen tehdasteollisuus pysyi elpymisen kärjessä uusien tilausten varsin vakaan kasvun ansiosta.

Maailmantalouden elpymisen myötä ulkomaankauppa jatkoi kasvuaan vuoden 2009 lopussa ja vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Tämä johtui mahdollisesti siitä, että tehdasteollisuus oli edelleen nopein elpyjä. Uusimpien käytettävissä olevien indikaattoreiden mukaan maailmankauppa kasvoi maaliskuussa 3,5 %, kun se oli kasvanut helmikuussa 1,7 %. Tuonnin määrä lisääntyi maaliskuussa kaikilla tärkeimmillä alueilla lukuun ottamatta Japania, missä se väheni. Käytettävissä olevat kauppaa koskevat tiedot ja ennakoivat indikaattorit osoittavat maailmankaupan määrän pysyneen ennallaan huhtikuussa. Neljännesvuositason luvut osoittavat, että maailmankaupan määrä kasvoi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä 5,3 %. Kasvu on hidastunut vuoden 2009 viimeisen neljänneksen 6,0 prosentista. Maaliskuun 2010 lopussa maailmankaupan määrä oli edelleen 4 % pienempi kuin ollessaan korkeimmillaan huhtikuussa 2008, mutta se on 21 % suurempi kuin toukokuun 2009 aallonpohjassa.

Maailmanlaajuinen inflaatio on nopeutunut lähinnä raaka-aineiden hinnannousun vuoksi. Inflaatiopaineet jäävät yleisesti katsoen jokseenkin maltillisiksi erityisesti suurimmissa kehittyneissä talouksissa, kun kapasiteetin käyttöaste on pieni ja inflaatio-odotukset ovat pysyneet hyvin kurissa. OECD-

Kuvio 1. Koko tuotantoa koskeva ostopäälliköiden indeksi

(diffuusioindeksi, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja, kuukausihavaintoja)



Lähde: Markit.

maiden yleinen kuluttajahintainflaatio oli huhtikuuhun päättäneenä vuotena 2,1 % eli samoissa lukemissa kuin edellisenä kuukautena (ks. kuvio 2). Huhtikuussa 2010 ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui 1,2 prosenttiin, joka on historiallisen alhainen lukema. Joissakin kehittyvissä talouksissa taas inflaatiopaineet ovat alkaneet vilkkaan kotimaisen kysynnän myötä kasvaa. Tuotantopanosten hintoja kuvaava ostopäälliköiden indeksi pysyi toukokuussa 2010 energian hinnannousun vuoksi korkeana.

YHDYSVALLAT

Yhdysvalloissa talouden elpyminen jatkuu. Kasvun käännyttyä positiiviseksi vuoden 2009 toisella puoliskolla BKT:n kasvu vauhdittui entisestään vuoden 2010 alussa. Yhdysvaltalaisen Bureau of Economic Analysis -taloustutkimuslaitoksen toisen arvion mukaan BKT:n määrä kasvoi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä vuositasolle korotettuna 3 %, kun se oli vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä kasvanut 5,6 %. Vuoden ensimmäisten kolmen kuukauden talouskasvu johtui kotitalouksien vahvasta kulutuksesta, laitteisiin ja ohjelmistoihin tehtyjen investointien elpymisestä ja yksityissektorin varastoinvestointien merkittävästä positiivisesta osuudesta. Toisaalta kasvua jarrutti valtion ja paikallishallinnon kulutuksen väheneminen sekä asunto- ja yritysrakentamiseen liittyvien investointien supistuminen. Lisäksi nettovienti supisti BKT:n kasvua 0,7 prosenttiyksikköä, kun tuonti lisääntyi vientiä nopeammin.

Hintakehitystä kuvaava vuotuinen kuluttajahintainflaatio oli huhtikuussa 2,2 %, mikä vastaa suurin piirtein vuoden alusta tähän saakka vallinnutta keskimääräistä inflaatiotasoa. Vuoden 2010 alkukuukausina havaittu inflaation nopeutuminen vuoden 2009 keskimääräisestä -0,4 prosentin tasosta johtuu suureksi osaksi energian hintojen noususta niiden aiempien merkittävien laskujen jälkeen. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu vuotuinen inflaatiovauhti hidastui huhtikuussa edelleen 0,9 prosenttiin, mikä on hitain kasvuvauhti sitten tammikuun 1966. Keskeisten erien inflaatiota jarruttava hintakehitys johtuu jatkuvasta ylitarjonnasta kotimaisilla työ- ja hyödykemarkkinoilla.

Lyhyellä aikavälillä elpymistä tukevat todennäköisesti edelleen finanssi- ja rahapoliittiset kannustimet ja varastosyklin suotuisat vaikutukset. Sen jälkeen kuitenkin tilapäisten tekijöiden hiipuva tuki-vaikutus saattaa jonkin verran hidastaa talouskasvua. Pidemmällä aikavälillä talouskasvu muovautuu todennäköisesti edelleenkin joidenkin avaintekijöiden perusteella. Näitä ovat luottamuksen ja rahoitustilanteen normalistuminen edelleen, käänne työmarkkinatilanteen kehityksessä ja edistymisvauhti yksityisen sektorin taseiden korjautumisessa. Inflaatiovauhdin odotetaan pysyvän suuren tuotantokuilun vuoksi maltillisena.

Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitea (FOMC) päätti 28.4.2010 pitämässään kokouksessa pitää federal funds -koron tavoitevaihteluvälin ennallaan 0–0,25 prosentissa. FOMC on edelleen sitä mieltä, että taloustilanne, resurssien alhainen käyttöaste, maltillinen inflaatiokehitys ja vakaat inflaationäkymät todennäköisesti mahdollistavat federal funds -koron pitämisen poikkeuksellisen alhaisena pitkälle tulevaisuuteen. Yhdysvaltain keskuspankki ilmoitti toukokuussa 2010 ottavansa tilapäi-

Kuvio 2. Kansainvälinen hintakehitys

(kuukausihavaintoja, vuotuinen prosenttimuutos)



sesti uudelleen käyttöön Yhdysvaltain dollarin määräisen swapjärjestelyn, jonka tarkoituksena on parantaa likviditeettitilannetta rahoitusmarkkinoilla uusiutuneiden jännitteiden vuoksi.

JAPANI

Japanin virallisten hallitusläheteiden julkaisemien ensimmäisten alustavien tietojen mukaan Japanin BKT kasvoi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä 1,2 % edellisestä neljänneksestä. Taloudellista toimeliaisuutta vauhdittivat pääasiassa tavaroiden ja palveluiden nettovienti, jonka osuus BKT:n kasvusta vuosineljänneksellä oli 0,7 prosenttiyksikköä, ja kotitalouksien kysyntä (0,5 prosenttiyksikköä). Ensimmäistä kertaa kahteen vuoteen henkilökohtaisen kulutuksen ja asunto- sekä yritysinvestointien kasvu oli vuosineljänneksellä positiivinen.

Kuluttajahintainflaatio pysyi talouden merkittävän ylikapasiteetin vuoksi negatiivisena. Yleinen vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui huhtikuussa 1,2 % hidastuttuaan maaliskuussa 1,1 %. Ilman tuoreiden elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu vuotuinen kuluttajahintainflaatio oli -1,6 %, kun taas ilman tuoreiden elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatio hidastui -1,5 prosenttiin.

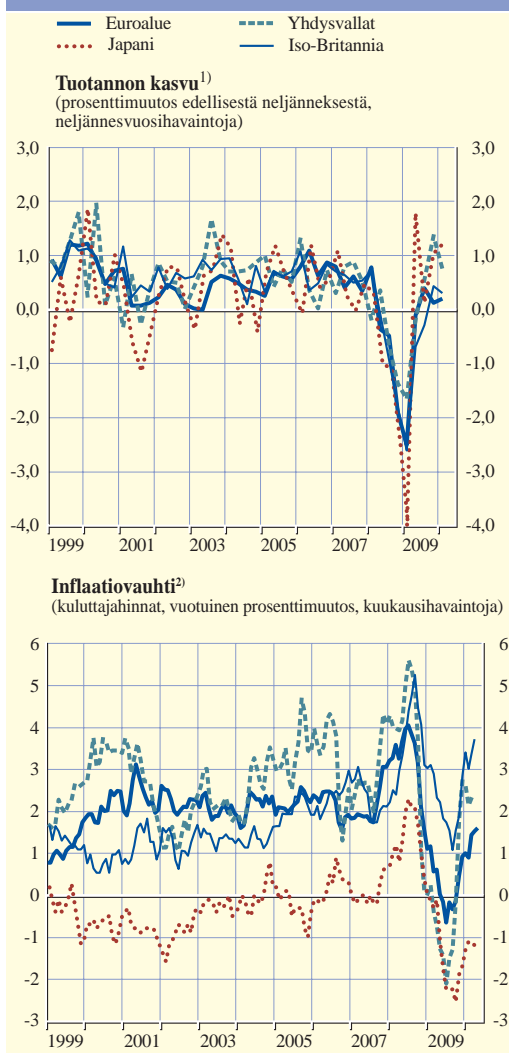
Jatkossa Japanin talouskasvun odotetaan edelleen elpävän. Kasvuvauhdin odotetaan kuitenkin hiipuvan vuoden 2010 aikana, kun finanssipoliittisten elvytystoimien vaikutus kotimaiseen kulutukseen heikkenee ja nettoviennin kasvu tasaantuu.

Aiempien tämänvuotisten kokouksiensa tavoin Japanin keskuspankki päätti 21.5.2010 pitämässään kokouksessa jättää vakuudettomien yön yli -luottojen tavoitekoron ennalleen noin 0,1 prosenttiin.

ISO-BRITANNIA

Myös Ison-Britannian talouskasvu on viime aikoina vähitellen elpynyt. BKT:n määrä kasvoi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä 0,3 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli kasvanut 0,4 % (ks. kuvio 3). Talouskasvua vauhditti vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä lähinnä varastojen positiivinen kehitys, kun taas kotitalouksien kulutus pysyi ennallaan ja nettoviennin vaikutus oli edelleen negatiivinen. Kaiken kaikkiaan taloudellista toimeliaisuutta kuvaavat indikaattorit osoittavat, että taloustilanne on viime kuukausina elpynyt vähitellen edelleen. Asuntojen hintakehitys oli elpynyt useita kuukausia vuonna 2009, ja tämä noususuuntaus piti vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä

Kuvio 3. Keskeisten teollistuneiden talouksien kehitys pääpiirteittäin



Lähteet: Kansalliset tiedot, BIS, Eurostat ja EKP:n laskelmat.

1) Eurostatin tiedot euroalueen ja Ison-Britannian osalta; Yhdysvaltain ja Japanin osalta kansalliset tiedot. BKT-luvut on puhdistettu kausivaihtelusta.

2) YKHI euroalueen ja Ison-Britannian osalta; kansallinen kuluttajahintaindeksi Yhdysvaltain ja Japanin osalta.

vuositasolla pintansa, vaikka kuukausitasolla oli jonkin verran vaihtelua. Luotonanto elpyi edelleen hitaasti vauhtia, joka jäi selvästi jälkeen vuodesta 2008. Taloudellisen toimeliaisuuden odotetaan jatkavan vähittäistä elpymistä, kun sitä tukevat Englannin punnan heikkenemisestä viipeellä koituvat myönteiset vaikutukset ja rahapoliittisen elvytyksen sekä maailman yleisen taloustilanteen paraneminen.

Vuotuinen kuluttajahintainflaatio on viime kuukausina hidastunut, ja se oli huhtikuussa 3,7 %. Arvonlisäveron tilapäisen alennuksen päätyminen ja energian hintojen nousu olivat suurimpia syitä inflaation nopeutumiseen vuoden 2010 alussa. Inflaatiiovauhdin odotetaan jatkossa hidastuvan, koska käyttämätön kapasiteetti vaimentaa hintakehitystä. Englannin pankin rahapolitiikan komitea on viime kuukausina pitänyt liikepankkien varannoista maksettavan virallisen pankkikoron ennallaan 0,5 prosentissa. Komitea säilytti myös keskuspankkitalletusten määrän lisäämisellä rahoitettavan arvopapereiden osto-ohjelman kannan ennallaan 200 miljardissa punnassa.

MUUT EUROOPAN MAAT

Taloustilanne on viime vuosineljänneksinä edelleen kohentunut myös muissa euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa. Useimmissa maissa BKT:n kasvu palasi positiiviseksi ja tehdasteollisuuden kapasiteetin käyttöaste parani. Tämä vähittäinen elpymisen johtui pääasiassa ulkomaisen kysynnän vilkastumisesta edelleen, kuluttajien luottamuksen asteittaisesta paranemisesta ja joissakin maissa myös valuuttakurssin heikkenemisestä kriisiä edeltäneeseen tasoon verrattuna. Lyhyen aikavälin toimeliaisuutta kuvaavat indikaattorit viittaavat yleisesti elpymisen jatkumiseen.

Ruotsissa BKT:n määrä kasvoi vuosineljänneksellä 1,4 % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, kun se oli edellisellä neljänneksellä kasvanut 0,4 %. Tanskassa tuotanto kasvoi 0,6 % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Kasvu oli nopeutunut vuoden 2009 viimeisen neljänneksen 0,1 prosentista. Lyhyen aikavälin indikaattorit osoittavat selvästi Ruotsin ja Tanskan talouksien olevan elpymässä, vaikka yritysten investoinnit pysyivät kummassakin maassa vähäisinä. Vuotuinen YKHI-inflaatio oli huhtikuussa 2010 Tanskassa 2,4 % ja Ruotsissa 2,1 %. Tanskan keskuspankki laski 25.3. ja 19.5.2010 keskeistä ohjauskorkoaan yhteensä 0,20 prosenttiyksikköä 0,60 prosenttiin.

Suurimpien Keski- ja Itä-Euroopan EU-maiden taloustilanne on viime vuosineljänneksen aikana kohentunut huomattavasti. Kasvun rakenteessa maiden välillä on kuitenkin esiintynyt huomattavia eroja, jotka johtuvat osittain joissakin maissa käytetyistä keinoista julkisen talouden vakauttamiseksi ja varastosykliden eroista. Suurimmista Keski- ja Itä-Euroopan maista vain Romaniassa BKT:n kasvu jäi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä negatiiviseksi, ja se oli vuosineljänneksellä -0,3 %. Samaan aikaan kasvu osoittautui erityisen voimakkaaksi Unkarissa, missä se oli vuosineljänneksellä 0,9 %. Tšekissä ja Puolassa kasvu pysyi 0,5 prosentissa. Yleisesti uusimmat luottamusta kuvaavat indikaattorit sekä teollisuustuotantoa ja ulkomaankauppaa kuvaavat luvut osoittavat, että toimeliaisuus on vilkastumassa kaikissa neljässä maassa. Samalla useat tekijät, kuten työttömyyden lisääntyminen ja heikot luotonsaantimahdollisuudet (varsinkin Unkarissa ja Romaniassa), viittaavat kotimaisen kysynnän heikkouden jatkumiseen. Tšekissä vuotuinen YKHI-inflaatio on pysynyt suhteellisen hitaana. Viime kuukausina se on ollut noin 0,4 %, mutta huhtikuussa 2010 se nopeutui hieman ja oli 0,9 %. Tšekkiä nopeampaa vuotuinen YKHI-inflaatio on viime kuukausina ollut Unkarissa, Puolassa ja Romaniassa. Huhtikuussa se oli Unkarissa 5,7 %, Puolassa 2,7 % ja Romaniassa 4,2 %. Tšekin keskuspankki laski 6.5.2010 keskeistä ohjauskorkoaan 0,25 prosenttiyksikköä 0,75 prosenttiin. Unkarin keskuspankki laski 29.3. ja 26.4.2010 keskeistä ohjauskorkoaan yhteensä 0,50 prosenttiyksikköä historiallisen alhaisiin lukemiin 5,25 prosenttiin. Romanian keskuspankki laski 29.3. ja 4.5.2010 tärkeintä ohjauskorkoaan yhteensä 0,75 prosenttiyksikköä 6,25 prosenttiin.

Baltian maat ovat maailmanlaajuisen laskukauden aikana tasapainottaneet talouksiaan kaikista EU:n jäsenmaista eniten. Kuten muissakin euroalueen ulkopuolisissa maissa tilanteen viimeaikainen koheneminen on johtunut ulkomaisen kysynnän vahvistumisesta, ja sitä ovat tukeneet jotkin yksikkötyökustannusten alenemisen mukanaan tuomat kilpailuedut. Kriisistä johtuva talouden heikkeneminen ja myöhempi elpyminen eivät ole olleet Bulgariassa yhtä merkittäviä kuin Baltian maissa. Viime aikoina kasvu on ollut vuosineljänneksellä kuitenkin hyvin vaihtelevaa. Vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä kasvu jäi Virossa ja Liettussa vuosineljänneksellä negatiiviseksi, ja se oli Latviassa hienoisen positiivista. Uusimmat lyhyen aikavälin toimeliaisuutta ja luottamusta kuvaavat indikaattorit viittaavat kuitenkin taloustilanteen elpymiseen näissä kaikissa neljässä maassa. Nettoviennin osuuden odotetaan olevan edelleen talouskasvun kannalta merkittävä tekijä, kun taas kotimaisen kysynnän odotetaan pysyvän vaimeana melko pitkään, mikä johtuu työmarkkinoiden ja lainaehojen heikkoudesta.

Venäjällä BKT:n määrä supistui 7,9 % vuonna 2009. Alustavat vuosineljänneksen luvut vuoden 2010 ensimmäiseltä neljännekseltä osoittavat, että vaikka tuotannon elpyminen alkoi vuoden 2009 kolmannella neljänneksellä, se hidastui viimeisellä vuosineljänneksellä ja on pysynyt hitaana. Taloudellista toimeliaisuutta kuvaavat ennakoivat indikaattorit osoittavat, että tuotannon kasvu on saattanut nopeutua vuoden 2010 toisella neljänneksellä, kun investoinnit ja rakentaminen lisääntyivät voimakkaasti. Elpymistä uhkaavat pääasiassa riskit, jotka liittyvät odotettua alhaisempiin raaka-aineiden hintoihin ja luotonannon vaimeaan kasvuun. Inflaatiovauhti hidastui huhtikuussa edelleen 6,1 prosenttiin, kun ruplan kurssin aiempi nousu tasoitti tuontihintojen nousua. Vaikka inflaatio saattaa lyhyellä aikavälillä hidastua, hintapaineita saattaa lyhyellä aikavälillä syntyä uudelleen kotimaisen kysynnän elpymisessä ja pääoman nettotuonnin kasvaessa.

KEHITTYVÄ AASIA

Kehittyvässä Aasiassa BKT:n kasvu nopeutui entisestään vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Vahva ulkomainen kysyntä ja kasvua tukeva raha- ja finanssipolitiikka edistivät taloudellisen toimeliaisuuden vilkastumista lähes koko alueella. Vaikka kehitys ei ollut yhtenäistä kaikissa maissa, yksityinen kotimainen kysyntä on myös merkittävästi vauhdittanut kasvua.

Kiinassa BKT:n määrän vuotuinen kasvuvauhti nopeutui vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä 11,9 prosenttiin, mikä on nopein kasvuvauhti sitten vuoden 2007 viimeisen neljänneksen. Vaikka poliittiset kannustimet edelleen edistävät kasvua, sekä investointeina että kulutuksena ilmenevä yksityinen kotimainen kysyntä on alkanut entistä enemmän kasvaa omalla painollaan. Myös ulkomainen kysyntä elpyy, vaikka nimellisen tuonnin nopea kasvu selittää vuoden 2010 alun jälkeisen kauppataaseen ylijäämän supistumisen. Nimellisen tuonnin nopea kasvu johtui osittain raaka-aineiden suuresta kysynnästä ja tuontihintojen noususta. Inflaatiopaineet kasvavat edelleen ja kuluttajahintainflaatio oli huhtikuussa vuositasolla 2,8 %, mikä johtuu pääasiassa elintarvikkeiden ja raaka-aineiden hinnannoususta. Lisäksi kiinteistöjen ja maan hinnat sekä asuntoinvestoinnit ovat elpyneet voimakkaasti, kun kysyntä on lisääntynyt likviditeetin kasvun, lievien luottoehtojen ja talletuksille maksettavan reaalikoron negatiivisuuden vuoksi. Hallitus on viime kuukausina ottanut käyttöön monentyyppisiä hallinnollisia toimia, joiden tarkoituksena on hidastaa asuntojen hinnannousua. Se on myös nostanut liikepankkien varantovelvoitetta supistaakseen ylimääräisen kotimaisen likviditeetin määrää.

Koreassa BKT:n määrä kasvoi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä 8,1 %, kun kasvu oli ollut edellisellä neljänneksellä 6,1 %. BKT:n kasvu johtui pääasiassa viennin vakaasta kehityksestä ja julkisesta kulutuksesta. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio nopeutui huhtikuussa 2,6 prosenttiin edellisen kuukauden 2,3 prosentista.

Intiassa taloudellisen toimeliaisuuden laantumisen johtui vuoden 2009 viimeistä neljännestä koskevien tarkistettujen lukujen mukaan väliaikaisista tekijöistä, kuten ennen kaikkea heikosta sadosta. Vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä BKT kasvoi nopeaa 8,6 prosentin vuosivauhtia. Kasvua vauhditti maatalouden elpyminen ja palvelusektorin laajentuminen. Intian keskuspankin (RBI:n) ensisijainen inflaatiomittari, tukkuhintainflaatio, kiihtyi huhtikuussa 9,6 %. RBI on pyrkinyt hillitsemään viimeaikaista nopeaa inflaatiiovauhtia nostamalla ohjauskorkojaan maalisi- ja huhtikuun aikana kaikkiaan 0,50 prosenttiyksikköä. Korotusten jälkeen repokorko oli 5,25 % ja käänteisrepokorko 3,75 %.

Kehittyvän Aasian vahvan talouskehityksen odotetaan kaiken kaikkiaan jatkuvan vuoden 2010 ajan, koska elpymisen taustatekijöiden, eli elvyttävien finanssi- ja rahapoliittisten toimien ja ulkomaisen kysynnän sekä yksityisen kotimaisen kysynnän, vaikutus jatkuu vahvana. Kasuvat inflaatiopaineet ovat joissakin maissa merkittävä poliittinen haaste.

LATINALAINEN AMERIikka

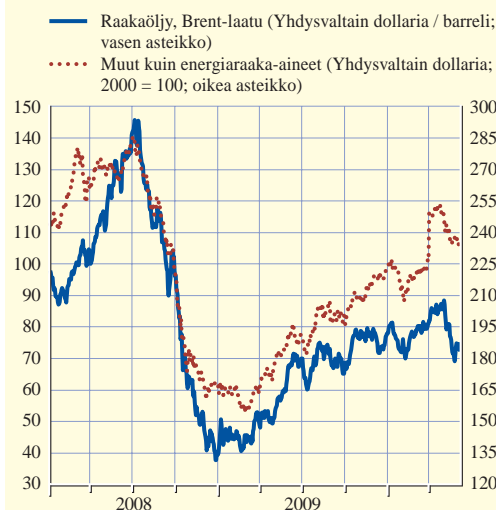
Latinalaisen Amerikan talouksien kasvuvauhti nopeutui edelleen vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Samalla inflaatiopaineet voimistuivat koko alueella. Meksikossa BKT:n määrä kasvoi vuositasolla 4,4 %. Vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä se oli supistunut 2,4 %. Vuotuinen hintainflaatio oli vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä keskimäärin 4,8 % oltuaan edellisellä neljänneksellä 4,0 %. Argentiinassa talouskasvu nopeutui tasaisesti vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Teollisuustuotanto kasvoi keskimäärin 9,0 prosentin vuosivauhtia, kun se oli kasvanut edellisellä vuosineljänneksellä 5,3 %. Samalla inflaatiopaineet lisääntyivät merkittävästi. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio oli vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä keskimäärin 9,0 % oltuaan vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä 7,1 %. Brasiliassa lyhyin aikavälein julkaistavat indikaattorit osoittavat, että taloudellinen toimeliaisuus vilkastui merkittävästi ensimmäisellä vuosineljänneksellä ja teollisuustuotanto kasvoi keskimäärin lähes 18,1 %, kun se oli kasvanut vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä 5,9 %. Inflaatio kiihtyi myös Brasiliassa ja saavutti vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä 4,8 prosentin vauhdin.

Kaiken kaikkiaan tuotannon kasvun odotetaan vahvistuvan koko alueella vuonna 2010. Se johdetaan vilkkaana jatkuvasta kotimaisesta kysynnästä ja lisääntyneestä ulkomaisesta kysynnästä, joka kohdistuu erityisesti raaka-aineisiin.

1.2 RAAKA-AINEMARKKINAT

Öljyn hinta on noussut huomattavasti vuoden 2009 toisesta neljänneksestä alkaen ja on nykyisin noin 90 % korkeampi kuin ollessaan alimmillaan viime vuoden alkupuoliskolla. Viimeisen kolmen kuukauden aikana öljyn hinta on kuitenkin vaihdellut merkittävästi. Se nousi suuren kysynnän vuoksi voimakkaasti huhtikuussa, mutta laski selvästi toukokuussa ja kesäkuun alussa, kun rahoitusmarkkinoilla ilmeni jälleen jännitteitä (ks. kuvio 4). Kesäkuun 9. päivänä raakaöljyn (Brent) barrelihinta oli 72,0 Yhdysvaltain dollaria eli lähes 8 % alempi kuin vuoden 2010 alussa. Keskipitkällä aikavälillä

Kuvio 4. Raaka-ainemarkkinoiden kehitys pääpiirteittäin



Lähteet: Bloomberg ja HWWI.

markkinaosapuolet odottavat öljyn hinnan nousevan, ja joulukuun 2012 futuurihinta on noin 84,4 Yhdysvaltain dollaria barrelilta.

Öljymarkkinoiden perustekijöitä tarkasteltaessa nähdään, että öljyn maailmanlaajuinen kysyntä on edelleen elpymässä vuoden 2009 toisen neljänneksen pohjalukemista. Elpymistä pitää yllä kysynnän kasvu lähinnä muissa kuin OECD-maissa. Tuotannossa OPEC-maiden panos on pysynyt suurena, ja niiden tuotanto ylittää selvästi asetetut tavoitteet. Öljyvarastot kasvoivat vuoden 2009 jälkipuoliskolta alkaen suurimmaksi osaksi OECD-maiden suurten varastojen vuoksi.

Kansainvälinen energiajärjestö (IEA) on korjannut öljyn kysyntää koskevaa ennustettaan vuodeksi 2010 aiempaa suuremmaksi, koska öljyn kysyntä muissa kuin OECD-maissa on kasvanut odotettua nopeammin. Toisaalta IEA ennustaa, että OPEC-maiden ulkopuolinen öljyn tuotanto lisääntyy, koska Yhdysvaltojen ja Kanadan tuotanto-odotukset ovat kasvaneet. Tämä auttaa vaimentamaan kysynnästä johtuvia hintapaineita.

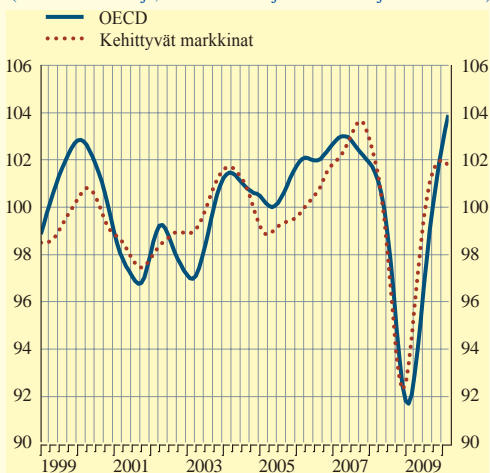
Muiden raaka-aineiden kuin energian hinnat ovat laskeneet viimeisinä kolmena kuukautena, kun ne olivat elpyneet suurimman osan vuotta 2009 ja 2010. Huhtikuun lyhyttä elpymisjaksoa lukuun ottamatta elintarvikkeiden hinnat ovat lähinnä runsaan tarjonnan vuoksi jatkaneet laskuaan. Vaikka metallien hinnat ovat muutamana viime kuukautena laskeneet, metallin kysyntään ja rahoitusmarkkinoiden jännitteisiin liittyvät vahvat perustekijät ovat aiheuttaneet niiden vaihtelua. Muiden raaka-aineiden kuin energian kokonaishintaindeksi (dollarimääräisin hinnoin laskettuna) oli kesäkuun alkupäivinä lähes 5 % korkeampi kuin vuoden alussa.

1.3 TALOUSKEHITYKSEN NÄKYMÄT EUROALUEEN ULKOPUOLELLA

Käytettävissä olevat tiedot ja tutkimuksiin perustuvat indikaattorit osoittavat, että lyhyellä aikavälillä maailmantalouden elpyminen todennäköisesti jatkuu. Elpymistä tukevat poliittiset kannustimet ja varastosykli, vaikka kasvuvauhdin voidaan odottaa jonkin verran laantuvan vuoden loppua kohti, kun väliaikaisten tekijöiden vaikutukset todennäköisesti hiipuvat. OECD-maiden ennakoivat yhdistelmäindikaattorit maaliskuulta 2010 osoittivat talouskasvun jatkuvan, mutta joitakin merkkejä talouden kasvuvauhdin maltillistumisesta yhden tai kahden vuosineljänneksen kuluessa oli havaittavissa sekä kehittyneissä että kehittyvissä talouksissa (ks. kuvio 5). Maaliskuun ennakoivat indikaattorit osoittivat merkkejä kasvuvauhdin mahdollisesta hidastumisesta erityisesti Kiinassa ja Brasiliassa. Lisänäyttöä globaalien talousnäkymien parantumisesta esittää myös Ifo World Economic Climate Indicator -kyselyindikaattori, joka jatko nousuaan vuoden 2010 toisella neljänneksellä. Indikaattorin nousu johtui nykyistä taloustilannetta koskevien arvioiden muuttumisesta entistä

Kuvio 5. OECD:n ennakoiva yhdistelmäindikaattori

(kuukausihavaintoja, tiedoista on korjattu heilahtelujen vaikutukset)



Lähde: OECD.

Huom. Kehittyvien markkinoiden indikaattori on Brasilian, Venäjän ja Kiinan yhdistelmäindikaattorin painotettu keskiarvo.

myönteisemmiksi, vaikka seuraavia kuutta kuukautta koskevat odotukset muuttuivat jonkin verran varovaisemmiksi kuin edellisellä neljänneksellä. Samalla kun maailman talouskehitys muuttui positiiviseksi, osakeindeksit ja luottamusta kuvaavat indikaattorit jatkoivat vuoden 2010 ensimmäisinä kuukausina elpymistään kevään 2009 pohjalukemista. Osakkeiden hinnat taantuivat kuitenkin hie-
man toukokuussa, kun valtionvelkakriisi nosti käsitystä riskin suuruudesta rahoitusmarkkinoilla.

Taloukasvuun liittyvät riskit ovat poikkeuksellisen epävarmassa tilanteessa edelleen suurin piirtein tasapainossa. Arvioitua nopeamman kasvun riskit liittyvät siihen, että kauppa elpyy ennakoitua voimakkaammin. Arvioitua hitaamman kasvun riskit liittyvät huoleen uusista jännitteistä rahoitusmarkkinoiden joillakin osa-alueilla sekä niihin vaikutuksiin, joita näillä jännitteillä on luottamukseen. Kasvua saattavat myös hidastaa reaalitalouden ja rahoitusmarkkinoiden negatiivinen kierre, öljyn ja muiden raaka-aineiden hintojen nousu uudelleen, protektionismipaineet ja maailmanlaajuisen tasapainottomuuksien hallitsematon korjaantuminen.

2 RAHATALOUS JA RAHOITUSMARKKINAT

2.1 RAHAN MÄÄRÄ JA RAHALAITOSTEN LUOTOT

Tuoreimmat rahan määrää koskevat tiedot viittaavat siihen, että niin M3:n kuin luotonannon kasvu on pysynyt jatkuvasti heikkona, vaikka joitakin merkkejä vakaantumisesta aiemman hidastumisen jälkeen on nähtävissä. Tiedot tukevat yhä arviota, jonka mukaan rahan määrän trendikasvu on maltillista ja inflaatiopaineet ovat keskipitkällä aikavälillä vaimaita. Tuottokäyrän jyrkkyys hidastaa voimakkaasti M3:n kokonaiskasvua, joka saa rahan määrän trendikasvun edelleen näyttämään todellista hitaammalta, vaikka tämä vaikutus on vähenemässä. Rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämien lainojen vuotuinen kasvuvauhti nopeutui yhä jonkin verran ja muuttui hieman positiiviseksi huhtikuussa, kun kotitalouksille myönnettyjen lainojen kasvu jatkoi vahvistumistaan, vaikka yrityksille myönnettyjen lainojen kasvuvauhti hidastui edelleen ja pysyi negatiivisena. Lainojen sektorikohtainen kehitys pysyy tämänhetkisen taloussuhdanteen mukaisena. Viime kuukausien kehitys viittaa siihen, että euroalueen rahalaitosten taseissa vuonna 2009 havaittu supistuminen on pysähtynyt.

LAVEA RAHA-AGGREGAATTI M3

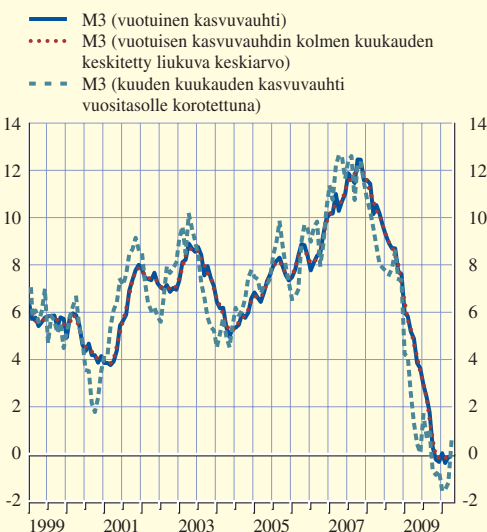
Lavean raha-aggregaatin M3:n vuotuinen kasvuvauhti pysyi heikkona ja oli $-0,1$ % huhtikuussa 2010, kun se oli ollut $-0,2$ % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä ja $0,3$ % vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä (ks. kuvio 6). M3:n lyhyen aikavälin kasvuvauhti kiihtyi huhtikuussa, kun sitä mitataan vuositasolle korotettuna kolmen ja kuuden kuukauden kasvuvauhtina. Kiihtyminen johtui nopeasta kuukausitason kasvusta ($0,7$ %, kun se oli maaliskuussa ollut $0,1$ %). Koska kasvua nopeutti muiden rahoitusväylittäjien (vakuutuslaitoksia ja eläkerahastoja lukuun ottamatta) vahva – ja usein vaihteleva – osuus ja koska kasvu saattaa johtua huhtikuun lopun rahoitusmarkkinatilanteesta, tämä viimeisin kehitys on tulkittavissa indikaattoriksi rahan määrän kasvun orastavasta elpymisestä vain varauksin.

Rahan määrän kasvun heikkouteen vaikutti yhä voimakkaasti tuottokäyrän poikkeuksellinen jyrkkyys, joka edelleen kannustaa siirtämään varoja M3:sta vähemmän likvideihin ja riskipitoisempiin omaisuuseriin ja vaikuttaa M3:n kokonaiskasvuun siten, että se saa rahan määrän trendikasvun näyttämään todellista hitaammalta. Tämä vaikutus on kuitenkin viime kuukausina heikentynyt, sillä tuottokäyrän tämänhetkinen muoto on säilynyt vuoden 2009 alusta lähtien. Samaan aikaan erilaisten lyhytaikaisten talletusten korkoerojen vähäisyys edisti edelleen varojen siirtämistä M3:n sisällä ja myös sijoitusten siirtämistä ylös -talletuksiin ja siten M1:een.

M3:n vastaerien tarkastelu osoittaa, että pankkiluottojen kokonaismäärän suurimman erän eli yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti vahvistui $-0,4$ prosenttiin vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä ja $0,1$ prosenttiin huhtikuussa, kun se oli ollut $-0,6$ % vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä. Sektorikohtainen tarkastelu osoittaa, että kotitalouksille myönnettyjen luottojen vuotuinen kasvuvauhti nopeutui yhä maltillisesti sekä vuoden ensimmäisellä neljänneksellä että huhtikuussa 2010, mikä edelleen vahvistaa käsitystä,

Kuvio 6. M3:n kasvu

(prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP

että lainojen kasvusykli on käännekohdassa. Samaan aikaan yrityksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti heikkeni edelleen ja pysyi negatiivisena. Pitkän aikavälin suhdannekehitys viittaa siihen, että yrityksille myönnettyjen lainojen vuotuisen kasvuvauhdin pitäisi saavuttaa käännekohta vuoden 2010 puolivälissä. Mahdollinen viive yrityksille myönnettyjen lainojen käännekohtaan saavuttamisessa saattaisi osittain johtua siitä, että lainoista on siirrytty markkinarahoitukseen, samoin kuin talouden epätasaisesta elpymisestä euroalueella, kun jotkin maat ja sektorit, jotka aiemmin edistivät huomattavasti euroalueen lainojen kasvua, ovat elpyneet hitaammin.

Rahalaitosten tärkeimmät varallisuuserät suurentuivat vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä ja myös huhtikuussa sekä rahalaitosten välisten lainojen että muille euroalueella oleville kuin rahalaitoksilla myönnettyjen lainojen kasvun myötä. Tämä vahvistaa myös osaltaan näkemystä, että euroalueen rahalaitosten taseissa vuonna 2009 havaittu supistuminen on pysähtynyt.

M3:N PÄÄERÄT

M3:n pääerien kehitys oli vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä vuoden 2008 lopusta lähtien nähdyn suuntauksen mukainen. Tälle on ollut ominaista lähinnä se, että M1:n vahva vuotuinen kasvuvauhti on poikennut merkittäväällä tavalla vähemmän likvidien erien eli muiden lyhytaikaisten talletusten kuin yön yli -talletusten (eli M2–M1) ja jälkimarkkinakelpoisten instrumenttien (eli M3–M2; ks. kuvio 7) heikkenevästä kehityksestä. Tästä huolimatta on alustavia merkkejä siitä, että tämä ero on vähitellen häviämässä, kun sijoitukset M1:een ja sijoitusten siirrot M3:sta muihin kohteisiin paitsi M1:een hidastuivat vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä.

Vaikka M1:n vuotuinen kasvuvauhti pysyi nopeana vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, se heikkeni 11,3 prosenttiin edellisen neljänneksen 12,3 prosentista. Huhtikuussa 2010 vauhti hidastui vielä 10,7 prosenttiin (ks. taulukko 1), vaikka sijoitukset yön yli -talletuksiin olivat kuukausitasolla erityisen suuria.

Taulukko 1. Rahataloudelliset muuttujat

(neljännesvuosikeskiarvoja, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)

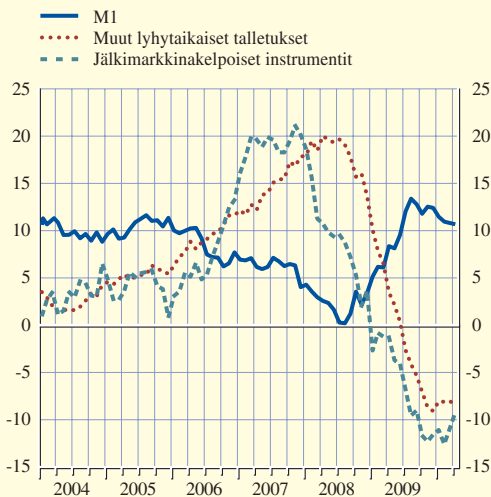
	Kanta prosentteina M3:sta ¹⁾	Vuotuinen kasvuvauhti					
		2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 Maalis	2010 Huhti
M1	49,5	8,1	12,2	12,3	11,3	10,8	10,7
Liikkeessä oleva raha	8,2	13,2	12,8	7,5	6,2	6,8	5,5
Yön yli -talletukset	41,3	7,1	12,1	13,3	12,4	11,7	11,8
M2–M1 (= muut lyhytaikaiset talletukset)	38,5	3,0	-3,1	-7,7	-8,2	-8,0	-8,5
Enintään 2 vuoden määräaikaistalletukset	18,9	-0,8	-13,2	-22,1	-22,8	-22,0	-22,5
Irtisanomisajaltaan enintään 3 kuukauden talletukset	19,6	8,6	12,9	15,8	13,3	11,8	10,6
M2	88,0	5,6	4,5	2,2	1,7	1,6	1,4
M3–M2 (= jälkimarkkinakelpoiset instrumentit)	12,0	-2,6	-7,7	-11,4	-11,6	-10,9	-9,2
M3	100,0	4,4	2,7	0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Luotot euroalueelle		5,0	3,7	3,0	1,9	1,8	1,8
Luotot julkisyhteisöille		9,5	12,0	14,2	9,9	9,8	8,7
Lainat julkisyhteisöille		1,6	2,6	3,1	3,8	6,4	5,5
Luotot yksityiselle sektorille		4,1	2,1	0,8	0,3	0,1	0,3
Lainat yksityiselle sektorille		2,1	0,4	-0,6	-0,4	-0,2	0,1
Lainat yksityiselle sektorille lainojen myyntiä ja arvopaperistamista koskevilla tiedoilla korjattuna		3,5	1,6	0,3	-0,2	-0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat (ilman omaa pääomaa ja varauksia)		4,2	4,7	6,7	5,4	4,9	5,1

Lähde: EKP.

1) Sen viimeisen kuukauden lopussa, jolta tiedot ovat käytettävissä. Pyöristysten vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

Kuvio 7. M3:n pääerät

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

häiriöitä joillain rahoitusmarkkinoiden segmenteillä, tällaisesta kuukausitason kehityksestä ei pitäisi tehdä liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä.

Muut lyhytaikaiset talletukset kuin yön yli -talletukset supistuivat edelleen vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, sillä vuotuinen kasvuvauhti hidastui $-8,2$ prosenttiin edellisen neljänneksen $-7,7$ prosentista. Yksittäiset alerät kehittyivät yhä eri tavoin, sillä lyhytaikaiset (eli enintään kahden vuoden) määräaikaistalletukset vähenivät edelleen merkittävästi mutta lyhytaikaiset (eli irtisanomisajaltaan enintään kolmen kuukauden) säästötalletukset osittain korvasivat supistumisen, vaikka niiden vuotuinen kasvuvauhti oli hitaampi kuin edellisellä neljänneksellä. Sijoitusten tuottoihin liittyvät tekijät ovat myös vaikuttaneet tähän poikkeavaan kehitykseen viime neljänneksen aikana, koska lyhytaikaisille määräaikaistalletuksille maksettava korko on kaiken kaikkiaan alentunut huomattavasti enemmän kuin säästötalletuksille maksettava korko. Muiden lyhytaikaisten talletusten kuin yön yli -talletusten supistuminen jatkui hieman nopeampana huhtikuussa 2010, kun vuotuinen kasvuvauhti heikkeni edelleen $-8,5$ prosenttiin.

Myös M3:een sisältyvät jälkimarkkinakelpoiset instrumentit vähenivät edelleen vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, sillä vuotuinen kasvuvauhti hidastui $-11,6$ prosenttiin edellisen neljänneksen $-11,4$ prosentista. Tämä johtui siitä, että rahaa hallussa pitävän sektorin hallussa olevia rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksia lunastettiin edelleen merkittävästi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Lyhyiden rahamarkkinakorkojen vakaantuminen erityisen mataliksi viittaa siihen, että myös näille rahasto-osuuksille maksettava tuotto, joka liittyy kiinteästi rahamarkkinakorkoihin, on alhainen. Tämä on kannustanut sijoittajia etsimään suurempia tuottoja vaihtoehtoisista instrumenteista, kuten pitempiaikaisista määräaikaistalletuksista ja muuntotyypisten sijoitusrahastojen osuuksista (yksityiskohtaisempi selvitys yrityssektorin rahoitusinvestointien kehityksestä on jaksossa 2.2.). Samaan aikaan takaisinostosopimusten ja enintään kahden vuoden velkapapereiden vuotuinen kasvuvauhti muuttui vähemmän negatiiviseksi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, kun sijoitukset olivat neljänneksen aikana maltillisen positiivisia. Nämä sijoitukset jatkuivat huhtikuussa, mikä johti siihen, että jälkimarkkinakelpoisten instrumenttien vuotuinen kasvuvauhti oli aiempaa vähemmän negatiivinen ($-9,2$ %).

M1:n erien hallussapidon vaihtoehtoiskustannukset vakaantuivat vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä toisin kuin M3:een sisältyvien vähemmän likvidien talletusten. Vaikka näiden vaihtoehtoiskustannusten aikaisempi alentuminen tuki edelleen M1:n kasvua vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, tämä vaikutus näyttää olevan hälvenemässä. Tämä johtuu siitä, että likvidien instrumenttien tuotto prosenttien muutosten aiheuttamat sijoitusten siirrot M3:n sisällä ovat vähitellen päättymässä. Niin kauan kuin M1:n erien hallussapidon vaihtoehtoiskustannukset pysyvät pieninä, tämä likvidi erä pysyy samaan aikaan houkuttelevana kohteena M3:een kertyneille uusille varoille. Huhtikuussa havaittavissa olleet erityisen suuret kuukausitason sijoitukset yön yli -talletuksiin johtuivat suureksi osaksi siitä, että muiden rahoitusväylittäjien hallussa oli aikaisempaa enemmän näitä rahoitusinstrumentteja, joiden määrä yleensä vaihtelee. Kun otetaan lisäksi huomioon, että huhtikuun lopussa ilmeni jälleen

M3-talletukset sisältävät lyhytaikaiset talletukset ja takaisinostosopimukset ja ovat laajin rahaaggregaatti, josta on saatavissa luotettavaa sektori-kohtaista tietoa. M3-talletusten vuotuinen kasvuvauhti hidastui edelleen hieman eli 1,1 prosenttiin vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, kun se oli ollut 1,4 % vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä. Hidastuminen johtui lähinnä kotitalouksien M3-talletusten vuotuisen kasvuvauhdin merkittävästä heikkenemisestä 1,4 prosenttiin vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä ja edelleen 0,3 prosenttiin huhtikuussa (ks. kuvio 8). Kotitalouksien hallussa olevien M3-talletusten kehityksen suunta vastaa näihin talletuksiin vaikuttavista tärkeimpiä tekijöitä eli tulojen (jotka reagoivat yleiseen taloudelliseen toimeliaisuuteen yleensä viipeellä) kasvua samoin kuin korkotilannetta. Samaan aikaan kotitalouksien hallussa olevien M3-talletusten kasvun supistumisen voimakkuus viittaa siihen, että syynä voi osittain olla näiden talletusten vuoden 2008 lopussa nähdyn huomattavan lisääntymisen korjaantuminen.

Yritysten hallussa olevien M3-talletusten määrä lisääntyi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä vuositasona 4,9 % edellisen neljänneksen 3,2 prosentista, joten yritykset ovat kotitalouksien sijasta vaikuttaneet eniten M3-talletusten kokonaismäärän vuotuisen kasvuvauhtiin viime kuukausina. Yritysten hallussa olevien M3-talletusten elpyminen tyypillisesti edeltää kotitalouksien hallussa olevien talletusten ja rahalaitosten yrityksille myöntämien luottojen elpymistä, sillä yritykset pyrkivät kasvattamaan likviditeettipuskureita ja turvautumaan tulo-rahoitukseen talouden elpymisen varhaisissa vaiheissa. Vallitsevassa tilanteessa käteisvarojen ylimitoitus – jota arvopaperiemissiot osittain aiheuttavat – saattaa kuitenkin osittain heijastaa pankkirahoituksen saatavuuteen liittyvää huolta.

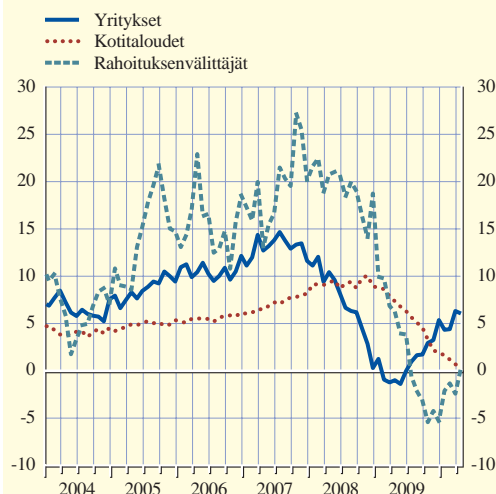
Muiden rahoituksenvälittäjien kuin rahalaitosten hallussa olevien M3-talletusten vuotuinen kasvuvauhti pysyi negatiivisena vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, joskin vähemmän negatiivisena kuin edellisellä neljänneksellä. Huhtikuussa se nopeutui kuitenkin 0,3 prosenttiin, kun muiden rahoituksenvälittäjien hallussa olevat yön yli -talletukset ja takaisinostosopimukset kasvoivat kuukausitasolla erityisen nopeasti. Tämä liittyy merkittävässä määrin lisääntyneeseen toimeliaisuuteen keskusvastapuolten välityksellä selvitettyissä vakuudellisissa pankkienvälisissä transaktioissa, sillä ne luokitellaan muiden rahoituksenvälittäjien sektoriin kuuluviksi. Tällaiset transaktiot heilahtelevat yleensä hyvin paljon, eikä tämän siten voida katsoa viittaavan kestävämpiin muutoksiin rahan määrän kehityksessä.

M3:N KESKEISET VASTAERÄT

M3:n vastaerien tarkastelu osoittaa, että rahalaitosten euroalueella oleville myöntämien luottojen kokonaismäärän vuotuinen kasvuvauhti heikkeni vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä edelleen (1,9 prosenttiin edellisen neljänneksen 3,0 prosentista), minkä jälkeen se huhtikuussa 2010 vakaantui 1,8 prosenttiin (ks. taulukko 1). Ensimmäisen neljänneksen hidastuminen johtui siitä, että rahalaitosten niin julkisyhteisöille kuin yksityissektorille myöntämien luottojen vuotuinen kasvuvauhti hiipui edelleen. Huhtikuun kehityksessä ei kuitenkaan näy, että nämä kaksi alerää kehittyivät vastakkaisiin suuntiin.

Kuvio 8. Lyhytaikaiset talletukset ja takaisinostosopimukset

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- tai kalenterivaihtelusta puhdistamattomia tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Rahalaitossektori eurojärjestelmää lukuun ottamatta.

Kun julkisyhteisöille myönnettyjen luottojen vuotuinen kasvuvauhti on edelleen hiljentynyt, yksityiselle sektorille myönnetyt luotot ovat vakaantuneet.

Rahalaitosten julkisyhteisöille myöntämien luottojen vuotuisen kasvuvauhdin jatkuva hiljeneminen (8,7 prosenttiin huhtikuussa 2010, kun se oli ollut 14,2 % vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä) johtui siitä, että julkisyhteisöjen arvopapereiden kertyminen rahalaitossektorille vähitellen hidastui. Vuodenvaihteessa oli nähtävissä, että rahalaitokset myivät julkisyhteisöjen velkapapereita, mutta tämä ilmiö on hävinnyt kolmen tarkastellun kuukauden aikana. Nähtäväksi jää, miten rahalaitosten hallussa oleville julkisyhteisöjen arvopapereille käy, kun joidenkin valtioiden velkapaperimarkkinoilla ilmenee häiriöitä ja kun niihin sitten pyritään vastaamaan poliittisilla toimilla.

Rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämien luottojen vuotuinen kasvuvauhti hidastui vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä edelleen 0,3 prosenttiin (edellisen neljänneksen 0,8 prosentista) ja vakaantui tälle tasolle huhtikuussa. Rahalaitosten hallussa olevien yksityisen sektorin muiden arvopapereiden kuin osakkeiden vuotuinen kasvuvauhti heikkeni edelleen viimeisen neljänneksen 15,6 prosentista 5,1 prosenttiin ensimmäisellä neljänneksellä ja 1,2 prosenttiin huhtikuussa. Hidastuminen voidaan selittää ainakin osittain ns. sisäisen arvopaperistamisen heikentymisellä vuoden 2009 ensimmäisen puoliskon erittäin mittavan toiminnan laannuttua. Sitä vastoin rahalaitosten hallussa olevien osakkeiden ja osuuksien vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi 0,8 prosenttiin vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä oltuaan -3,0 % vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä, ennen kuin se nopeutui vielä 2,4 prosenttiin huhtikuussa.

Yksityiselle sektorille suunnatun luotonannon suurimman erän eli rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämien lainojen vuotuinen kasvuvauhti vahvistui vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä -0,4 prosenttiin edellisen neljänneksen -0,6 prosentista ja nopeutui huhtikuussa vielä 0,1 prosenttiin (ks. taulukko 1). Tämä kehitys saattaisi viitata siihen, että yksityisen sektorin lainojen kehityksessä vuoden 2008 ensimmäiseltä puoliskolta lähtien havaittavissa ollut supistuminen olisi pysähtymässä. Ero todelliseen myyntiin perustuvan arvopaperistamisen vaikutuksella korjattuihin tietoihin on lähes hävinnyt, koska arvopaperistaminen on ollut 12 viime kuukauden aikana keskimäärin vähäistä. Taseen ulkopuolelle siirrettyjen lainojen kasvu on viime kuukausina itse asiassa ollut pääoman takaisinmaksujen seurauksena negatiivinen. Koska todelliseen myyntiin perustuva arvopaperistaminen ei ole elpynyt, korjattujen aikasarjojen mukaisen vuotuisen kasvuvauhdin tulisi odotetusti olla hieman hitaampaa kuin korjaamattomien aikasarjojen mukaisen kasvuvauhdin tulevien neljännesten aikana.

Vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä havaittavissa ollut yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen vuotuisen kasvuvauhdin hienoinen kiihtyminen viittaa siihen, että kotitalouksille suuntautuva luotonanto on edelleen vahvistunut samalla kun yrityksille myönnettyjen lainojen kasvun heikkeneminen on hidastunut. Nopeutumisen jatkuminen huhtikuussa selittyy suureksi osaksi sillä, että muille rahoituksenvälittäjille myönnettyt lainat ovat kehittyneet kuukausitasolla erittäin positiivisesti. Tämä liittyy pankkienvälisten transaktioiden selvittämiseen keskusvastapuolten välityksellä, ja – joskin vähemmän – kotitalouksille myönnettyjen lainojen kasvun jatkumiseen positiivisena.

Kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuisen kasvuvauhdin jatkuva nopeutuminen vahvistaa sen, että vuoden 2009 aikana saavutettiin käännekohta. Tämä ei kuitenkaan viittaa kotitalouksille suuntautuvan luotonannon pikaiseen elpymiseen, koska nopeutuminen on ollut maltillista. Kotitalouksille myönnettävät asuntolainat ovat edelleen vauhdittaneet kotitalouksille suuntautuvaa luotonantoa eniten, ja niiden kuukausitason kasvu on vakaantunut 10 miljardin ja 15 miljardin euron välille kuuden viime kuukauden aikana. Tämä määrä on verrattain vaatimaton, kun sitä verrataan noin 20 miljardin euron kuukausitason keskimääräiseen kasvuun helmikuusta 2003 syyskuuhun 2008.

Yrityksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti heikkeni vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä -2,5 prosenttiin edellisen neljänneksen -1,4 prosentista. Sen jälkeen kun kasvuvauhdissa oli näkynyt joitain alustavia merkkejä vakaantumisesta vuoden 2010 alussa, se hidastui huhtikuussa -2,6 prosenttiin. Kehitykseen vaikuttaa edelleen alle viiden vuoden lainojen negatiivinen kehitys, vaikka yli viiden vuoden lainojen kasvuvauhti on pysynyt kuukausitasolla keskimäärin positiivisena.

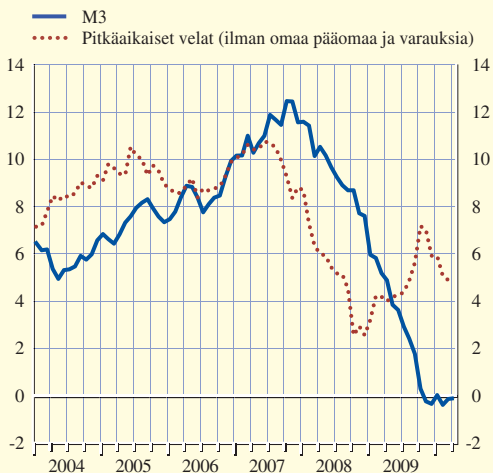
Erityisesti lyhyempiäaikaisen yrityksille myönnettyjen lainojen heikko kehitys saattaa osittain johtua kassavirtojen ja tulorahoituksen elpymisestä erityisesti vientisektoreilla. Tämä merkitsee, että yrityksillä on vähemmän tarvetta kattaa lyhytaikaisia rahoitustarpeita pankkilainoilla ja korvata takaisin maksettua lyhytaikaista velkaa uusilla lainoilla, mikä on havaittavissa myös siinä, että yritysten haltuun on kertynyt talletuksia. Lisäksi pankkirahoituksen korvaaminen markkinarahoituksella ja edelleen vaimea kotimainen kysyntä sekä erityisesti rakennus- ja asuntosektorien heikko kehitys ovat todennäköisesti myös osaltaan vaimentaneet yritysten lainanottoa (ks. yksityiskohtaisemmat tiedot lainojen ja rahoituksen sektori-kohtaisesta kehityksestä jaksoista 2.6 ja 2.7).

Yksityiselle ei-rahoitussektorille myönnettyjen lainojen kasvun kehitys vastaa edelleen kaiken kaikkiaan suhdannekierron pitkän aikavälin säännönmukaisuuksia. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen reaalisen kasvun käännekohta on ajoittunut suurin piirtein samaan ajankohtaan kuin BKT:n määrän vuotuisen kasvun elpyminen. Kun otetaan tämä huomioon, yrityksille myönnettyjen lainojen kasvun käännekohdan voidaan odottaa ajoittuvan vuoden 2010 puoliväliin.

M3:n muista vastaeristä rahalaitosten pitkäaikaisien (ilman omaa pääomaa ja varauksia) velkojen vuotuinen kasvuvauhti hidastui vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä 5,4 prosenttiin edellisen neljänneksen 6,7 prosentista ja huhtikuussa vielä 5,1 prosenttiin (ks. kuvio 9). Tämä kehitys selittyy pitempiaikaisten talletusten (eli yli kahden vuoden määräaikaistalletusten ja irtisanomisajaltaan yli kolmen kuukauden talletusten) vuotuisen kasvuvauhdin heikkenemisellä. Tämä viittaa siihen, että tämänhetkisen kor-

Kuvio 9. M3 ja rahalaitosten pitkäaikaiset velat

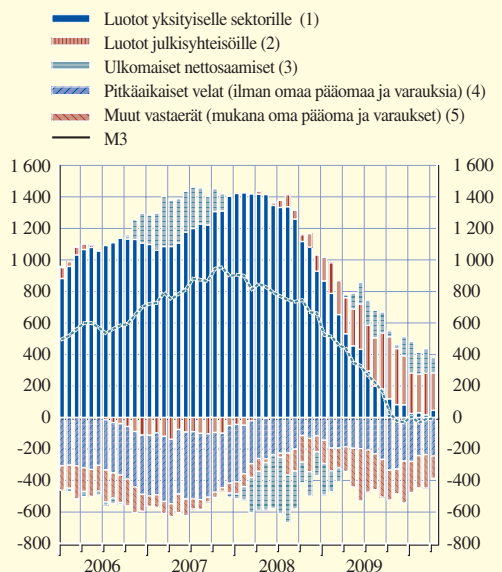
(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Kuvio 10. M3:n vastaerät

(vuotuisia virtatietoja, mrd. euroa, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. M3 esitetään ainoastaan viitteeksi ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Pitkäaikaiset velat (ilman omaa pääomaa ja varauksia) esitetään käännteismerkkinä, koska ne ovat rahalaitossektorin velkoja.

kotilanteen aiheuttama sijoitusten siirtäminen M3-talletuksista pitempiaikaisiin talletuksiin on jonkin verran vaimentunut. Samaan aikaan yli kahden vuoden velkapapereiden vuotuinen kasvuvauhti nopeutui huhtikuussa edelleen 3,7 prosenttiin vuoden 2010 ensimmäisen neljänneksen 3,2 prosentista ja vuoden 2009 viimeisen neljänneksen 2,9 prosentista. Viime kuukausina on ollut keskimäärin havaittavissa, että rahaa hallussa pitävät sektorit ovat jälleen hankkineet pankkien velkapapereita.

Rahalaitosten ulkomaisten nettosaamisten kasvu oli vuositasolla 156 miljardia euroa vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, kun se oli ollut edellisellä neljänneksellä 123 miljardia euroa (ks. kuvio 10). Huhtikuussa saamiset supistuivat vuositasolla 95 miljardiin euroon, mikä johtui lähes yksinomaan vertailuajankohdan vaikutuksista. Vaikka ulkomaisten nettosaamisten vuositason kehitys oli positiivista, sekä ulkomaiset bruttosaamiset että ulkomaiset bruttovelat ovat vuositasolla edelleen supistuneet vuoden 2010 ensimmäisinä kuukausina. Bruttopositioiden pieneneminen on kuitenkin vuositasolla viime kuukausina edelleen merkittävästi hidastunut, ja ulkomaisten bruttosaamisten kehitys on ollut kuukausitasolla hieman positiivinen vuoden 2009 lopusta lähtien.

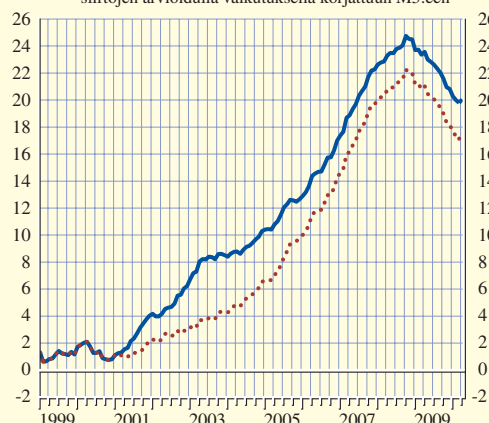
KOKONAISARVIO EUROALUEEN LIKVIDITEETTILANTEESTA

Nimellisen ja reaalin rahapoikkeaman kehityksen perusteella monetaarisen likviditeetin kertyminen euroalueelle väheni jälleen vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, vaikka se lisääntyi hieman huhtikuussa ja pysyi suurena (ks. kuviot 11 ja 12). Näitä likviditeetin indikaattoreita on tulkittava varauksin, sillä ne perustuvat arviointiin rahan hallussapidosta tasapainotilanteesta, mikä on aina ja erityi-

Kuvio 11. Nimellisen rahapoikkeaman estimaatit¹⁾

(prosentteina M3:n kannasta, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja, joulukuun 1998 = 0)

- Viralliseen M3:een perustuva nimellinen rahapoikkeama
- Nimellinen rahapoikkeama, joka perustuu sijoitusten siirtojen arvioidulla vaikutuksella korjattuun M3:een²⁾



Lähde: EKP.

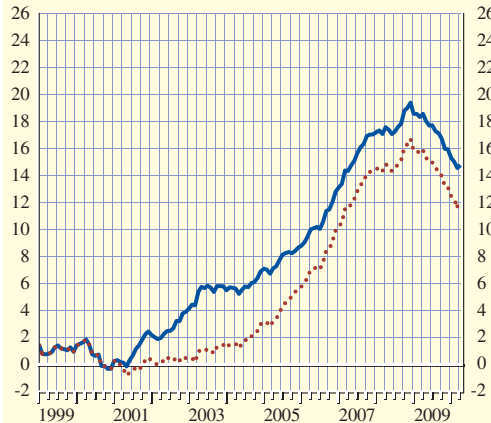
1) Nimellinen rahapoikkeama tarkoittaa eroa, joka lasketaan M3:n toteutuneesta määrästä ja M3:n kasvuvauhdin viitearvon (4½% vuodessa) mukaisesta määrästä (perusjaksosta pidettävästä) joulukuusta 1998 alkaen.

2) Arviot sijoitusten siirtojen vaikutuksesta M3:een perustuvat lokakuun 2004 Kuukausikatsauksen artikkelissa "Monetary analysis in real time" esitettyn menetelmään.

Kuvio 12. Reaalin rahapoikkeaman estimaatit¹⁾

(prosentteina reaalin M3:n kannasta, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja, joulukuun 1998 = 0)

- Viralliseen M3:een perustuva reaalin rahapoikkeama
- Reaalin rahapoikkeama, joka perustuu sijoitusten siirtojen arvioidulla vaikutuksella korjattuun M3:een²⁾



Lähde: EKP.

1) Reaalin rahapoikkeama tarkoittaa M3:n toteutuneen määrän (M3:n nimellinen määrä defloitetuna YKH:llä) poikkeamaa määräästä, joka olisi toteutunut, mikäli nimellinen M3 olisi kasvanut 4½ prosentin viitearvon mukaisesti ja YKHI-inflaatio olisi kehittynyt EKP:n hintavakauden määritelmän mukaisesti perusjaksosta (joulukuun 1998) lähtien.

2) Arviot sijoitusten siirtojen vaikutuksesta M3:een perustuvat lokakuun 2004 Kuukausikatsauksen artikkelissa "Monetary analysis in real time" esitettyn menetelmään.

sesti tällä hetkellä rahoituskriisin takia epävarmaa. Eri rahapoikkeamien välisiä eroja voidaan näet pitää merkinä siitä, että euroalueella vallitsee tällä hetkellä huomattava epävarmuus likviditeettitilanteesta. Näistä epävarmuustekijöistä huolimatta poikkeamat viittaavat kaiken kaikkiaan siihen, että monetaarista likviditeettiä on selvästi kertynyt muutamana viime vuonna, eikä vuoden 2008 lopusta lähtien nähty M3:n vaimean kasvun jakso ole todennäköisesti johtanut siihen, että aiemmin kertynyt likviditeetti olisi purkautunut. Jäljempänä kehikossa 1 käsitellään EKP:n neuvoston 10.5.2010 ilmoittaman arvopaperimarkkinoita koskevan ohjelman vaikutuksia rahan määrän kasvuun ja likviditeettiin euroalueella.

Sekä M3:n että luotonannon kasvun jatkuminen hitaana tukee kaiken kaikkiaan arviota, jonka mukaan rahan määrän trendikasvu on maltillista ja inflaatiopaineet ovat keskipitkällä aikavälillä vähäisiä. Samaan aikaan tuoreimmat tiedot viittaavat myös siihen, että aikaisempi rahan määrän kasvun voimakas hidastuminen on vakaantunut, vaikka onkin edelleen hidasta. Tuottokäyrän jyrkkyys vaihtelee M3:n kokonaiskasvua, joka saa edelleen rahan määrän trendikasvun näyttämään todellista hitaammalta, vaikka tämä vaikutus onkin heikkenemässä.

Kehikko 1.

VELKAPAPERIOHJELMA JA RAHAN MÄÄRÄN KASVU EUROALUEELLA

EKP:n neuvosto ilmoitti 10.5.2010 arvopaperimarkkinoita koskevan ohjelman (Securities Markets Programme, jatkossa ”velkapaperiohjelma”) perustamisesta. Ohjelmalla pyritään varmistamaan syvät ja likvidit markkinat myös häiriöistä kärsivillä lohkoilla. Lisäksi tarkoituksena on saada rahapolitiikan välittymismekanismi toimimaan jälleen asianmukaisesti.¹ Ohjelman mukaisten velkapaperihankintojen vaikutus neutraloidaan, joten ne eivät vaikuta keskuspankilikviditeetin määrään. On tärkeää huomata, että velkapaperiohjelmalla ei muuteta EKP:n neuvoston määrittämää rahapolitiikan linjaa. Tässä kehikossa tarkastellaan likviditeettiin liittyviä käsitteitä. Eritoten selvitetään, miten mittavia suorita tai välillisiä vaikutuksia velkapaperiohjelmalla saattaa olla laveilla raha-aggregaateilla mitattavaan likviditeetin määrään.

Likviditeettiin liittyviä käsitteitä

Yhtenä keskeisenä syynä velkapaperiohjelman perustamiseen oli, että tietyillä rahoitusmarkkinoiden lohkoilla alkoi olla mahdotonta käydä kauppaa, ilman että sillä olisi ollut suuri vaikutus hintoihin. Tähän viittaa käsite rahoitusmarkkinoiden *likvidiys*², ja juuri se velkapaperiohjelmalla on tarkoitus palauttaa. Ohjelmalla ei sitä vastoin pyritä muuttamaan pankkien hallussa olevan *keskuspankilikviditeetin* määrää, joka kertoo pankkien kyvystä täyttää velvoitteensa keskuspankissa pidettävien talletusten avulla. Velkapaperiohjelmalla ei myöskään pitäisi vaikuttaa *likviditeetin määrään* euroalueella. Käsite liittyy rahaa hallussaan pitävän sektorin kykyyn suorittaa maksuja. Likviditeetin määrää mitataan yleensä laveilla raha-aggregaateilla (euroalueella M3).

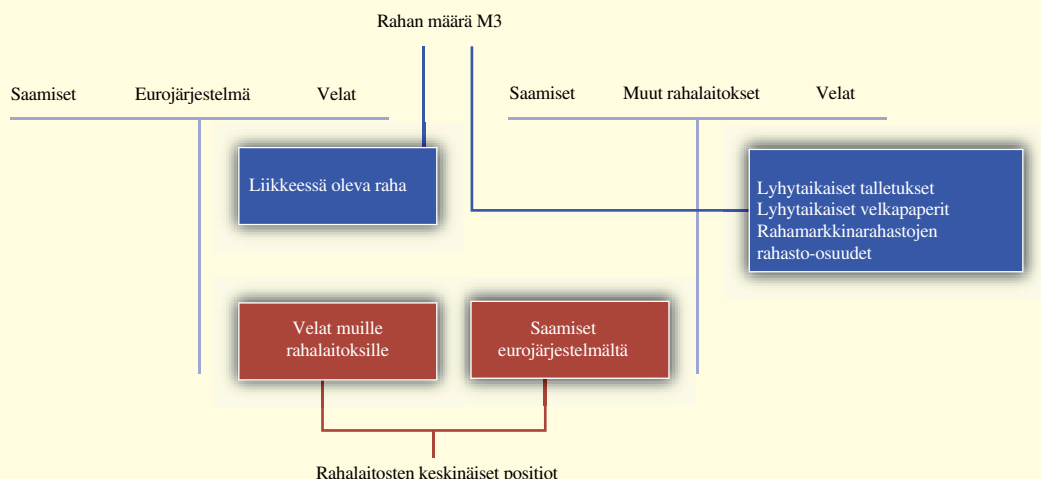
Ei suorita vaikutuksia keskuspankilikviditeettiin eikä M3:een

Velkapaperiohjelmassa eurojärjestelmä ostaa vastapuoliltaan velkapapereita ja maksaa ne kasvatamalla rahalaitosten sekkitalletuksia eurojärjestelmän keskuspankeissa. Keskeinen osa ohjel-

1 Ks. toukokuun 2010 Kuukausikatsauksen kehikko ”EKP:n neuvoston päättämät ylimääräiset toimet”.

2 Tavanomaisen määrittelyn mukaan rahoitusmarkkinat ovat likvidit, kun sijoitussalkkuja ja riskiprofiileja voidaan mukauttaa, ilman että taloustoimet aiheuttavat suuria muutoksia niiden kohteena olevien omaisuuserien hintoihin (ks. A. Crockett, ”Market liquidity and financial stability”, Ranskan keskuspankin julkaisussa *Financial Stability Review – Special issue on liquidity*, nro 11, helmikuu 2008).

Rahalaitosten monetaariset velat sekä rahalaitosten keskinäiset positiot



Lähde: EKP.

Huom. Kaaviossa on esitetty ainoastaan tämän kehikon kannalta merkitykselliset tase-erät.

maa on, että erittäin likvidit talletukset muunnetaan sitten hienosäätöoperaatioilla määräaikaistalletuksiksi. Tämän neutraloinnin tarkoituksena on pitää pankkien hallussa olevan keskuspankki-likviditeetin kokonaismäärä muuttumattomana.

Velkapaperiohjelma ei vaikuta mekaanisesti euroalueen raha-agregaatteihin (kuvion siniset palkit), sillä ne kootaan rahalaitossektorin konsolidoidun taseen perusteella eikä niissä siis ole mukana eurojärjestelmän keskuspankkien ja muiden rahalaitosten välisiä transaktioita (kuvion punaiset palkit). Eurojärjestelmän keskuspankkien taloustoimet luottolaitosten kanssa eivät siis voi tilinpidollisesti vaikuttaa M3:een, olipa niiden volyyymi mikä tahansa.

Voivatko muutokset sijoitussalkkujen kokoonpanossa vaikuttaa välillisesti rahan määrään?

Rahoitusmarkkinoiden on toimittava moitteettomasti, jotta EKP:n neuvoston määrittämä rahapolitiikan linja välittyisi asianmukaisesti talouteen. Häiriöistä kärsivillä markkinoilla ylettömän suuret likviditeettipreemiot lisäävät pankkien rahoituskustannuksia (mm. koska valtion joukkolainojen tuotot toimivat mittapuuna pankkien velkapapereiden koroille) ja kasvattavat viime kädessä yritysten ja kotitalouksien lainakustannuksia suhteettomasti. Velkapaperiohjelmalla pyritään normalisoimaan markkinatilannetta. Siten sillä autetaan saattamaan rahoitusvarallisuuden riskit ja tuotot häiriöistä kärsivillä markkinoilla lähemmäksi tasoa, joka vallitsee rahapolitiikan linjan välittyessä normaalisti. Ohjelman seurauksena rahoitusmarkkinaosapuolten sijoitussalkkujen koostumus muuttuu toisenlaiseksi kuin häiriöiden päästessä leviämään markkinoilla. Tuotto-tilanne saadaan vastaamaan paremmin tilannetta, joka on tyypillinen rahoitusmarkkinoiden toimiessa moitteettomasti. Näin kyetään rajaamaan markkinoiden häiriötilan vaikutuksia talouteen ja sen myötä raha-agregaatteihin.³

³ Vaikka velkapapereiden ostot selvitetään yksinomaan euroalueen luottolaitosten kautta, velkapaperit ovat alun perin saattaneet olla myös muiden kuin rahalaitosten hallussa, joko euroalueella tai sen ulkopuolella. Ostojen kohdistuminen arvopapereihin, jotka alun perin ovat olleet euroalueen rahaa hallussa pitävän sektorin hallussa, saattaisi kasvattaa hallussa pidetyn rahan määrää, mikäli myyjät alkaisivat suosia likvidimpiä rahavaroja sijoituskäyttötymisessään. Markkinaolosuhteiden palautuessa normaaleiksi tällainen muutos olisi kuitenkin epätodennäköinen. Alun perin euroalueen ulkopuolisten toimijoiden hallussa olleiden arvopapereiden ostaminen ei vaikuta raha-agregaatteihin, sillä se pienentää samalla ulkomaisia nettosaamisia.

Inflaatiokehityksen kannalta olennaista on likviditeetin määrä

Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä inflaatiokehitys noudattelee laveiden raha-aggregaattien kehitystä maasta ja rahapolitiikan järjestelmästä riippumatta. Tämä yhteys on siis ilmeisesti sisäänrakennettuna talouden syvissä rakenteissa. Euroalueella yhteyden olemassaolo on todistettu empiirisesti, joten rahan määrälle on annettu keskeinen asema EKP:n rahapolitiikan strategiassa. Lisäksi empiirinen näyttö viittaa siihen, että raha-aggregaattien lyhyen aikavälin vaihtelut eivät ole olennaisia inflaation kannalta. Velkapaperiohjelmalla ei pitäisi olla vaikutusta lavean rahan keskipitkän ja pitkän aikavälin kehitykseen, mikäli rahoitusmarkkinat saadaan ohjelman avulla toimimaan jälleen normaalisti, tuottotilanne palautetaan sen myötä asianmukaiseksi ja ostojen vaikutus neutraloidaan. Ohjelmasta ei siis pitäisi aiheutua hintavakautteen kohdistuvia riskejä – ei ainakaan sellaisia, jotka johtuvat likviditeetin määrän kehityksestä.

Päätelmät

Kaiken kaikkiaan velkapaperiohjelma eroaa selvästi sellaisista omaisuuserien osto-ohjelmista, joiden tarkoituksena on piristää talouskehitystä lisäämällä rahan tarjontaa taloudessa. Velkapaperiohjelma on laadittu siten, että se ei vaikuta lainkaan rahan tarjontaan.

EKP:n rahapolitiikan strategialla varmistetaan, että rahan määrän ja luotonannon kehitystä euroalueella seurataan ja että kehitys otetaan huomioon rahapolitiikassa. Näin taataan, että rahan määrän kehitys ei pääse vaikuttamaan hintavakautta uhkaaviin riskeihin odottamattomalla tavalla.

2.2 EI-RAHOITUSSEKTORIN RAHOITUSINVESTOINNIT JA INSTITUTIONAALISET SIOITTAJAT

Ei-rahoitussektorin rahoitusinvestointien kokonaismäärän vuotuinen kasvuvauhti heikkeni merkittävästi vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä ensisijaisesti sen vuoksi, että julkisyhteisöjen sektorin rahoitusinvestoinnit pienuivat huomattavasti. Sijoitukset sijoitusrahastojen osuuksiin kasvoivat vuositasolla edelleen vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, kun tuottokäyrä oli tuolloin jyrkkä ja sijoittajien luottamus koheni. Vakuutuslaitosten ja eläkerahastojen rahoitusinvestointien vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi edelleen vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä, kun rahaa hallussa pitävien sektoreiden sijoitukset vakuutus tekniseen vastuuvelkaan sisältyviin instrumentteihin kasvoivat.

EI-RAHOITUSSEKTORI

Ei-rahoitussektorin rahoitusinvestointien kokonaismäärän vuotuinen kasvuvauhti heikkeni merkittävästi eli 2,6 prosenttiin vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä, jolta tuoreimmat käytettävissä olevat tiedot euroalueen tilinpidosta ovat. Edellisellä neljänneksellä vauhti oli ollut 3,6 %. Tämä oli hitain kasvuvauhti talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alkamisen jälkeen (ks. taulukko 2). Hidas tuminen johtui lähinnä siitä, että käteiseen ja talletuksiin sekä noteeraamattomiin osakkeisiin ja osuuksiin tehtyjen sijoitusten osuudet ovat pienentyneet ja – joskin vähemmän – velkapapereiden osuus on muuttunut negatiiviseksi. Sitä vastoin vakuutus teknisen vastuuvelan ja rahasto-osuuksiin tehtävien sijoitusten osuudet suurensivat edelleen, vaikka rahasto-osuussijoitusten vaikutus on edelleen hieman negatiivinen (vuotuisten kasvuvauhtien perusteella).

Taulukko 2. Euroalueen ei-rahoitussektorin rahoitusinvestoinnit

	Kanta prosentteina rahoitus- varoista ¹⁾	Vuotuinen kasvuvauhti									
		2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Rahoitusinvestoinnit	100	5,2	5,2	4,8	4,1	3,9	4,1	3,8	3,8	3,6	2,6
Käteinen ja talletukset	24	6,9	6,3	6,4	5,4	5,5	6,9	7,2	6,8	5,7	3,4
Velkapaperit lukuun ottamatta johdannaisia	6	6,0	5,9	3,7	1,6	2,5	4,5	4,4	3,6	2,6	-1,6
josta: lyhytaikaiset	0	35,5	32,7	17,2	8,1	-10,5	4,3	-16,0	-19,1	-12,9	-24,5
josta: pitkäaikaiset	5	2,9	3,3	2,0	0,8	4,4	4,5	7,2	6,3	4,4	1,1
Osakkeet ja osuudet lukuun ottamatta											
rahasto-osuuksia	29	3,2	3,9	3,8	3,4	3,1	3,8	4,4	4,7	4,4	2,9
josta: noteeratut osakkeet	6	1,7	3,3	3,5	4,2	4,3	3,1	4,3	4,5	6,2	7,1
josta: noteeraamattomat osakkeet											
ja osuudet	23	3,8	4,1	3,8	3,1	2,7	4,0	4,4	4,8	3,9	1,8
Rahasto-osuudet	5	-1,0	-3,1	-4,8	-5,7	-5,8	-6,4	-5,4	-4,9	-2,9	-0,1
Vakuutustekninen vastuuvelka	15	5,2	4,7	4,2	3,7	3,4	2,7	2,7	3,3	3,9	5,1
Muut ²⁾	21	8,9	9,5	8,8	8,2	7,1	5,6	2,4	2,1	1,8	1,7
M3 ³⁾		11,5	11,6	10,1	9,7	8,7	7,6	5,2	3,6	1,8	-0,3

Lähde: EKP.

1) Sen viimeisen neljänneksen lopussa, jolta tiedot ovat käytettävissä. Pyöristysten vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

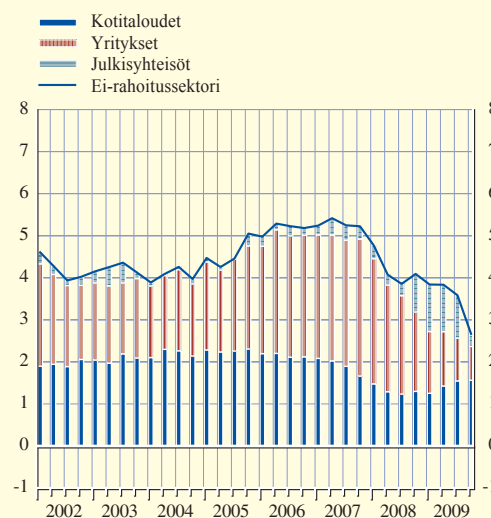
2) Muut rahoitusvarat käsittävät lainat ja muut saamiset, joihin puolestaan sisältyvät yritysten myöntämät kauppaluotot.

3) Vuosineljänneksen lopussa. Raha-aggregaatti M3 sisältää euroalueen ei-rahallatossektorin (eli yrityssektorin ja muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten) monetaariset saamiset euroalueen rahalaitoksilta ja valtionhallinnolta.

Sektorikohtainen tarkastelu osoittaa, että rahoitusinvestointien kokonaismäärän vuotuisen kasvuvauhdin merkittävä hidastuminen selittyy ensisijaisesti julkisyhteisöjen sektorin osuuden huomattavalla pienentymisellä (ks. kuvio 13). Tämän sektorin rahoitusinvestointien vuotuinen kasvuvauhti heikkeni jyrkästi vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä oltuaan ennätysellisen nopea edellisten neljän neljänneksen aikana (lähelle aikaisempaa keskimääräistä tasoa). Hidastuminen johtui lainanannon sekä osakkeiden ja velkapapereiden hankintojen merkittävistä supistumisista – jotka liittyivät lähinnä vertailuajankohdan vaikutuksiin – ja hallussa olevien talletusten nostoista. Vertailuajankohtaan liittyvät vaikutukset johtuvat valtioiden pankkisektorilla vuoden 2008 lopussa ja vuoden 2009 alussa toteuttamista tukitoimista, jotka jäävät nyt pois vuositason tiedoista, joita käytetään julkisyhteisöjen rahoitusinvestointien kokonaismäärän vuotuisen kasvuvauhdin laskemiseen. Myös yrityssektorin osuus supistui edelleen hieman, mihin vaikutti lähinnä hallussa olevien osakkeiden ja osuuksien supistuminen. Kotitaloussektorin osuus pysyi suurin piirtein ennallaan. Yksityiskohtaisemmat tiedot yksityisen sektorin rahoitusinvestointien kehityksestä ilmenevät jaksoista 2.6 ja 2.7.

Kuvio 13. Ei-rahoitussektorin rahoitusinvestoinnit

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus kasvuun prosenttiyksikkönä)



Lähde: EKP.

INSTITUTIONAALISET SIOITTAJAT

Euroalueen uudet yhdenmukaistetut sijoitusrahastoja koskevat tilastot osoittavat, että sijoitukset sijoitusrahastojen osuuksiin (rahamarkkinarahastoja lukuun ottamatta) suurenevät vuoden 2009 toisen neljänneksen ja vuoden 2010 ensimmäisen neljänneksen välisenä aikana 516 miljardiin euroon. Vuotuinen kasvuvauhti oli siten 11,9 %.¹ Sijoitusrahastojen osuuksiin tehtyjen sijoitusten kasvua tarkasteltaessa pitäisi ottaa huomioon, että tuottokäyrä on jyrkkä ja että rahoitusmarkkina-tilanne on kohentunut vuoden 2009 toisen neljänneksen ja vuoden 2010 ensimmäisen neljänneksen välisenä aikana. Nämä kaksi tekijää edistivät siirtoja rahavaroista riskipitoisempiin pidempiaikaisiin varoihin.

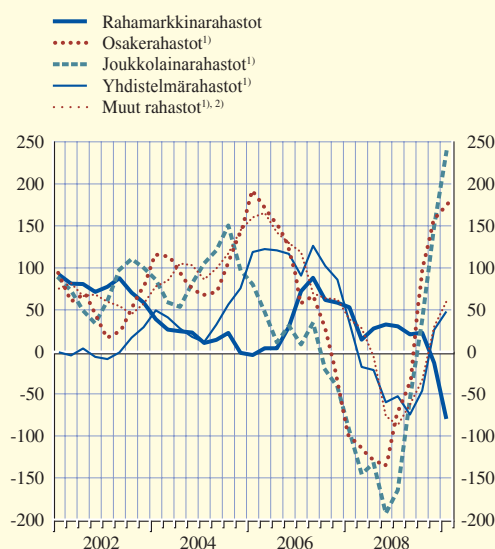
Sijoitusrahastojen osakkeiden ja osuuksien nettoemissioiden erittely sijoitusstrategian mukaan osoittaa, että sijoitusrahastojen osakkeiden ja osuuksien kasvusta vastasivat edelleen suurimmaksi osaksi merkittävät ja kasvavat vuosittaiset sijoitukset sekä joukkolain- että osakerahastoihin vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä (ks. kuvio 14). Samaan aikaan sijoitukset yhdistelmärahastoihin ja muihin rahastoihin kasvoivat vuositasolla vähemmän, vaikka myös ne kasvoivat hieinan. Toisin kuin muut rahastotyytit – ja tuottoikäyrän muodon mukaisesti – rahanmarkkinarahastot supistuivat neljännesvuositasolla jälleen merkittävästi ensimmäisellä neljänneksellä, minkä vuoksi vuotuinen kasvuvauhti oli negatiivinen eli -10,2 %.

Neljännesvuositasolla sijoitusrahastojen (rahamarkkinarahastoja lukuun ottamatta) osuuksiin tehtyjen sijoitusten kokonaismäärä oli 130 miljardia euroa vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä (kausivaihtelusta puhdistamattomien tietojen perusteella) oltuaan 107 miljardia euroa edellisellä neljänneksellä. Kasvu johtui lähinnä siitä, että sijoitukset joukkolainarahastoihin olivat huomattavasti suurempia, kun puolestaan sijoitukset osake- ja yhdistelmärahastoihin olivat pienempiä kuin edellisellä neljänneksellä. Nämä

¹ Sijoituksiin sisältyy myös kahden hollantilaisen eläkerahaston tekemiä huomattavia sijoitusrahasto-osuuksien ostoja, joiden kokonaisarvo oli noin 97 miljardia euroa heinäkuussa 2009 ja noin 70 miljardia euroa kesäkuussa 2009.

Kuvio 14. Vuotuiset nettosijoitukset rahanmarkkina- ja sijoitusrahastoihin

(mrd. euroa)



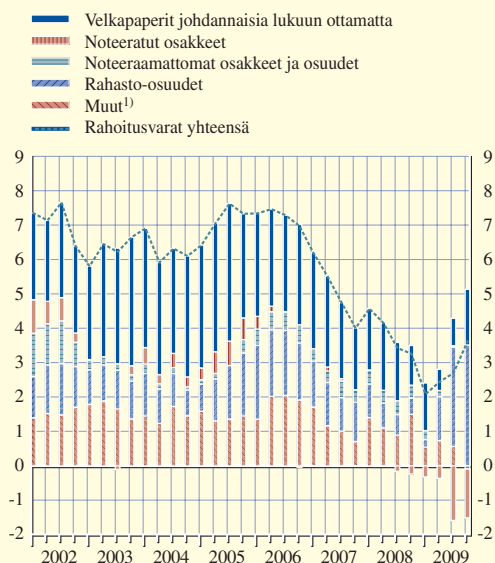
Lähteet: EKP ja EFAMA.

1) Ennen vuoden 2009 ensimmäistä neljänestä arviot neljännesvuotuisista virtatiedoista on johdettu yhdenmukaistamattomista EKP:n sijoitusrahastotilastoista, EFAMAN tuottamiin kansallisiin tietoihin perustuvista EKP:n laskelmista ja EKP:n arvioista.

2) Kiinteistörahoitukset, riskirahastot ja muualla luokittelemattomat rahastot.

Kuvio 15. Vakuutuslaitosten ja eläkerahastojen rahoitusinvestoinnit

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus kasvuun prosenttiyksikköinä)



Lähde: EKP.

1) Lainat, talletukset, vakuutus tekninen vastuvelka ja muut saamiset.

130 miljardin euron suuruiset sijoitukset vastasivat 40:tä prosenttia liikkeeseen laskettujen sijoitusrahastojen osuuksien kannan lisäyksestä, ja muu osa lisäyksestä aiheutui huomattavista positiivisista arvostusvaikutuksista. Nämä arvostusvaikutukset olivat erityisen suuria osakerahastoissa, mutta niillä oli huomattava merkitys myös joukkolainarahastojen ja yhdistelmärahastojen kannalta.

Vakuutuslaitosten ja eläkerahastojen rahoitusinvestointien kokonaismäärän vuotuinen kasvuvauhti nopeutui vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä 3,6 prosenttiin edellisen neljänneksen 2,7 prosentista (ks. kuvio 15). Nopeutuminen johtui lähinnä siitä, että velkapapereihin ja sijoitusrahastojen osuuksiin tehtyjen sijoitusten osuudet suurensivat enemmän kuin hallussa olevien talletusten osuus pieneni. Samaan aikaan noteerattuihin osakkeisiin tehtyjen sijoitusten negatiivinen vaikutus pieneni hieman, mutta pysyi edelleen hyvin negatiivisena. Vakuutuslaitosten ja eläkerahastojen rahoitusinvestointien kokonaismäärän vahvistumisen jatkuminen johtui siitä, että rahaa hallussa pitävän sektorin sijoitukset vakuutustekniseen vastuovelkaan sisältyviin eriin lisääntyivät, mikä näkyy vakuutuslaitosten ja eläkerahastojen taseen vastattavaa-puolella.

Tässä yhteydessä on muistettava, että sijoitukset vakuutustekniseen vastuovelkaan ylittivät vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä vuosineljänneksellä merkittävästi vuoden 1999 jälkeen tehtyjen sijoitusten keskiarvon. Tämä on todennäköisesti johtunut vallitsevasta korkotilanteesta, joka edelleen kannusti siirtämään varoja lyhyemmistä pidempiin maturiteetteihin tuoton hakemiseksi.

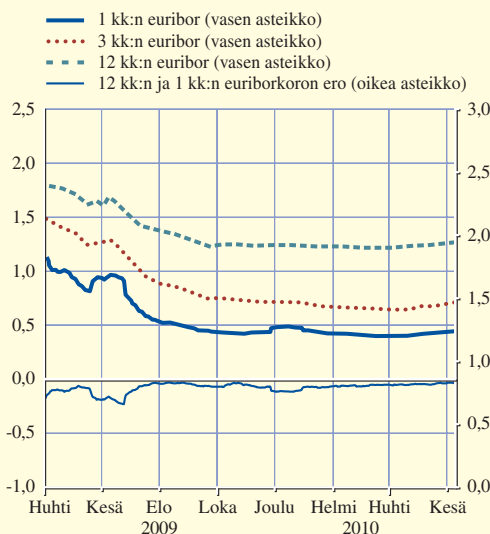
2.3 RAHAMARKKINAKOROT

Rahamarkkinakorot nousivat hieman maaliskesäkuussa 2010 ja heilahtelivat huomattavasti erityisesti vakuudellisten markkinakorkojen segmentissä. Vakuudettomien ja vakuudellisten korkojen välinen ero heilahteli myös ja pysyi suurena verrattuna rahoitusmarkkinoiden häiriöiden alkamista elokuussa 2007 edeltäneeseen tasoon. Heilahtelu johtui osittain jännitteistä, jotka liittyivät siihen, että rahoitusmarkkinaosapuolet olivat huolestuneita valtioiden riskeistä joissain euroalueen maissa siitä huolimatta, että likviditeettiä on edelleen runsaasti. EKP:n neuvosto vastasi näihin orastaviin häiriöihin ilmoittamalla 10.5.2010 useista toimita, muun muassa arvopaperimarkkinoita koskevan ohjelman käyttöönotosta.

Vakuudettomat rahamarkkinakorot ovat nousseet hieman kaikissa maturiteeteissa kolmen viime kuukauden aikana. Kesäkuun 9. päivänä 2010 yhden kuukauden euriborkorko oli 0,44 %, kolmen kuukauden 0,72 %, kuuden kuukauden 1,00 % ja 12 kuukauden 1,27 %. Yhden kuukauden korko on siis noussut 0,02 prosenttiyksikköä, kolmen kuukauden 0,06 prosenttiyksikköä, kuuden kuukauden 0,04 prosenttiyksikköä ja 12 kuukauden korko 0,05 prosenttiyksikköä maaliskuun 3. päivästä 2010. Kahdentoista ja yhden kuukauden euriborkorkojen välinen ero – joka on rahamarkkinoiden tuottokäyrän jyrkkyyden indikaattori – suureni kyseisenä ajanjaksona kaiken kaikkiaan 0,03 prosenttiyksikköä ja oli 0,83 prosenttiyksikköä kesäkuun 9. päivänä (ks. kuvio 16).

Kuvio 16. Rahamarkkinakorot

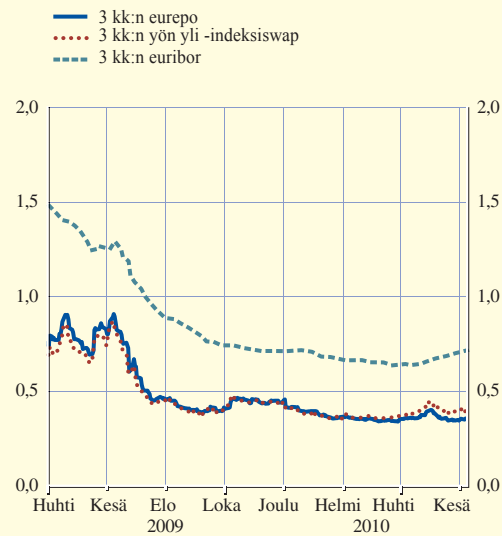
(vuotuinen korko, korkoero prosenttiyksikköinä, päivähavaintoja)



Lähteet: EKP ja Reuters.

Kuvio 17. Kolmen kuukauden eurepo, euribor ja yön yli -indeksiswap

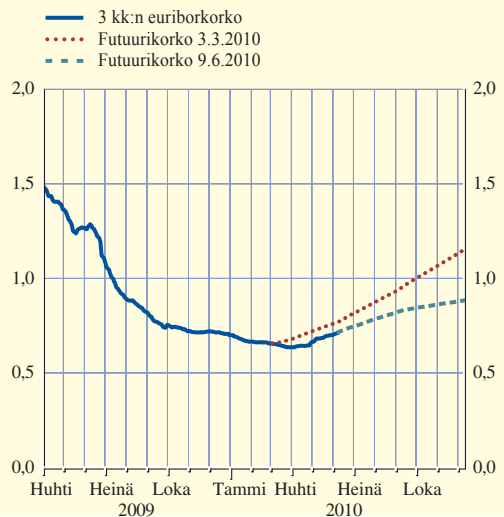
(vuotuinen korko, päivähavaintoja)



Lähteet: EKP, Bloomberg ja Reuters.

Kuvio 18. Kolmen kuukauden korot ja futuurikorot euroalueella

(vuotuinen korko, päivähavaintoja)



Lähde: Reuters.

Huom. Tänä ja kolmena seuraavana neljänneksenä erääntyvien kolmen kuukauden futuurisopimusten korkoja Liffen noteerausten mukaan.

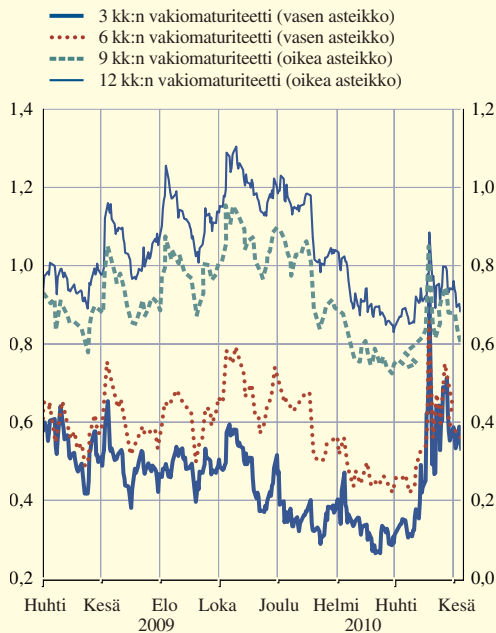
Kolmen viime kuukauden aikana vaihtelua on ollut havaittavissa vakuudellisissa rahamarkkinakoroissa kuten eurepokoroissa ja eoniaswapindeksistä johdetuissa koroissa. Ne laskivat yleisesti maaliskuussa 2010 ja nousivat merkittävästi huhtikuussa ja toukokuun ensimmäisellä viikolla ennen kuin laskivat jälleen verrattain alhaisiksi kesäkuun alkuun mennessä. Kolmen kuukauden maturiteeteissa eoniaswapkorko oli kesäkuun 9. päivänä 0,40 prosenttiyksikköä eli noin 0,03 prosenttiyksikköä korkeampi kuin maaliskuun 3. päivänä. Näin ollen tämän vakuudellisen rahamarkkinakoron ja vastaavan vakuudettoman euriborkoron välinen ero supistui maaliskuun 3. päivästä 2010, jolloin se oli 0,29 prosenttiyksikköä, huhtikuun 27. päivän aallonpohjaan eli 0,21 prosenttiyksikköön ennen kuin suureni 0,31 prosenttiyksikköön kesäkuun 9. päivänä. Nämä erot pysyvät kaiken kaikkiaan suhteellisen suurina verrattuna tasoon, joka vallitsi ennen rahoitusmarkkinoiden häiriöiden alkamista elokuussa 2007 (ks. kuvio 17). Tarkastelujakson loppuvaiheen kehitys heijastaa osittain viimeaikaisia häiriöitä, jotka liittyvät siihen, että rahoitusmarkkinaosapuolet ovat huolestuneita valtioiden riskeitä joissain euroalueen maissa siitä huolimatta, että likviditeettiä on edelleen runsaasti.

Syyskuussa 2010 erääntyvien kolmen kuukauden euriborfutuurisopimusten hintojen pohjalta johdettu korko oli kesäkuun 9. päivänä 0,83 %, joulukuussa erääntyvien 0,89 % ja maaliskuussa 2011 erääntyvien 0,94 %. Syyskuussa erääntyvien kolmen kuukauden euriborfutuurisopimusten pohjalta johdettu korko oli siis laskenut 0,13 prosenttiyksikköä, joulukuussa erääntyvien sopimusten korko 0,27 prosenttiyksikköä ja maaliskuussa erääntyvien sopimusten 0,41 prosenttiyksikköä maaliskuun 3. päivän tasolta (ks. kuvio 18). Kolmen kuukauden euriborfutuurisopimuksiin perustuvista optioista johdettu implisiittinen volatilitteetti kolmen, kuuden, yhdeksän ja 12 kuukauden vakiomaturiteeteissa on lisääntynyt kolmen viime kuukauden aikana, erityisesti lyhyemmissä maturiteeteissa, joten lokakuussa 2009 alkanut väheneminen on taittunut (ks. kuvio 19).

Kun tarkastellaan yön yli -maturiteettia, eoniakorko on pysynyt kolmen viime kuukauden ajan keskimäärin noin 0,05–0,09 prosenttiyksikköä talletuskorkoa korkeampana, ja harvat piikit liittyivät likviditeettiä vähentäviin operaatioihin pitoajanjakson viimeisinä päivinä. Eoniakorko oli 0,332 % kesäkuun 9. päivänä

Kuvio 19. Kolmen kuukauden euribor-futuureiden optioihin perustuva implisiittinen volatilitteetti vakiomaturiteeteissa

(vuotuisina prosentteina, päivähavaintoja)

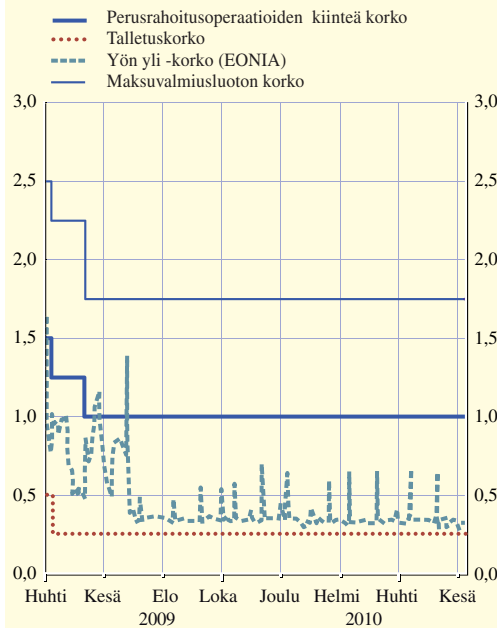


Lähteet: Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tämä indikaattori lasketaan kahdessa vaiheessa. Kolmen kuukauden euriborfutuureiden optioista johdetut implisiittiset volatilitteetit muunnetaan ensin siten, että ne ilmaistaan logaritmisina hintoina eikä tuottoina. Tämän jälkeen näin saadut implisiittiset volatilitteetit, joilla on vakiomaturiteettipäivämäärä, muunnetaan vakiojuoksuajaksiksi tiedoiksi.

Kuvio 20. EKP:n korot ja yön yli -korko

(vuotuinen korko, päivähavaintoja)



Lähteet: EKP ja Reuters.

(ks. kuvio 20). Tämä kehitys osoittaa, että euroalueella on runsaasti ylimääräistä likviditeettiä erityisesti eurojärjestelmän vuonna 2009 toteuttamien yhden vuoden pitempiaikaisen rahoitusoperaatioiden myötä. Euroalueen likviditeetin runsautta vähentää osittain talletusmahdollisuuden runsas päivittäinen käyttö.

EKP on edelleen tukenut rahamarkkinoita useilla likviditeettiä lisäävillä operaatioilla, jotka ovat olleet yhden viikon, yhden pitoajanjakson, kolmen kuukauden ja kuukauden pituisia operaatioita. Eurojärjestelmän likviditeettiä lisäävät operaatiot toteutettiin kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksyttiin täysimääräisesti – lukuun ottamatta 28.4. toteutettua kolmen kuukauden operaatiota (joka toteutettiin vaihtuvakorkoisena huutokauppana ja jossa jaettiin 75,6 miljardia euroa) ja 12.5. toteutettua kuuden kuukauden operaatiota (jossa kiinteänä korkona käytettiin perusrahoitusoperaatioiden keskimääräistä minimitarjouskorkoa operaation ajalta ja jossa jaettiin 35,7 miljardia euroa). EKP toteutti kesäkuun 8. päivänä 2010 yhden viikon likviditeettiä vähentävän operaation vaihtuvakorkoisena huutokauppana, jossa maksimitarjouskorko oli 1,00 % ja maksut suoritettiin kesäkuun 9. päivänä. EKP jakoi tässä operaatiossa 40,5 miljardia euroa, joka vastaa arvopaperimarkkinoita koskevan ohjelman mukaisten ostojen kooka, kun otetaan huomioon transaktiot, joissa maksut suoritettiin viimeistään kesäkuun 4. päivänä. Lisäksi eurojärjestelmä jatkoi katettujen joukkovelkakirjalainojen osto-ohjelmaansa. Ostojen kokonaisarvo saavutti 56,3 miljardia euroa kesäkuun 9. päivänä, kun joukkolainoja on määrä ostaa 60 miljardin euron arvosta kesäkuun 2010 loppuun mennessä. Lisäksi EKP päätti yhteistyössä muiden keskuspankkien kanssa aloittaa uudelleen Yhdysvaltain dollarin määräistä likviditeettiä lisäävät operaatiot toukokuun 11. päivästä 2010 lukien.

Kehikko 2.

LIKVIDITEETTITILANNE JA RAHAPOLIITTISET OPERAATIOT 10.2.–11.5.2010

Tässä kehitössä tarkastellaan EKP:n likviditeetinhallintaa kolmena eli 9.3., 13.4. ja 11.5.2010 päättyneenä vähimmäisvarantojen pitoajanjaksona.

Tämän ajanjakson aikana EKP jatkoi osaa niistä epätavanomaisista toimista, jotka se oli ottanut käyttöön rahoitusmarkkinakriisin syvennyttyä lokakuussa 2008. Kolmannen pitoajanjakson loppuun mennessä EKP oli ottanut käyttöön lisätoimia, koska vaarana oli, että rahoitusmarkkinoiden jännitteiden alkaminen uudelleen vaikeuttaisi rahapolitiikan välittymismekanismin toimintaa.

EKP:n neuvosto ilmoitti 4.3.2010 seuraavista päätöksistä:

- 1) Perusrahoitusoperaatiot toteutetaan edelleen kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti. Näin toimitaan niin kauan kuin on tarpeen mutta vähintään vuoden 2010 yhdeksännen pitoajanjakson loppuun eli 12.10.2010 saakka.
- 2) Kiinteäkorkoista huutokauppanenettelyä, jossa kiinteänä korkona on vastaavan perusrahoitusoperaation korko, käytetään edelleen myös poikkeavamaturiteettisissa eli yhden pitoajanjakson pituisissa operaatioissa. Näitä operaatioita jatketaan ainakin yhdeksännen pitoajanjakson loppuun saakka.
- 3) Lisäksi toteutetaan kuuden päivän hienosäätöoperaatio, josta ilmoitetaan ja jonka likviditeetti jaetaan ja maksut suoritetaan 1.7.2010, tuolloin erääntyvän 12 kuukauden pitempiäaikaisen rahoitusoperaation likviditeettivaikutusten tasoittamiseksi. Tämä hienosäätöoperaatio toteutetaan kiinteäkorkoisena huutokauppana, jossa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti. Korko on sama kiinteä korko kuin tuolloin voimassa olevassa perusrahoitusoperaatioissa.
- 4) Kuuden kuukauden pitempiäaikaisessa rahoitusoperaatioissa, jonka likviditeetti jaetaan 31.3.2010, käytetään kiinteänä korkona perusrahoitusoperaatioiden keskimääräistä minimitarjouskorkoa operaation ajalta.

EKP:n neuvosto ilmoitti 4.3.2010 myös, että se palauttaa vaihtuvakorkoisen huutokauppakäytännön säännöllisiin kolmen kuukauden pitempiäaikaisiin rahoitusoperaatioihin siitä operaatiosta alkaen, jonka likviditeetti jaetaan 28.4.2010. Näissä operaatioissa jaettavan likviditeetin määrät määritellään ohjeellisesti ennakkoon rahamarkkinatilanteen vakauden varmistamiseksi ja sen estämiseksi, että tarjouskorkojen ja minimitarjouskorkona käytettävän eli voimassa olevan perusrahoitusoperaation koron välille syntyisi merkittävä ero. Vastatakseen rahoitusmarkkinoilla uudelleen virinneisiin vakaviin jännitteisiin neuvosto ilmoitti 10.5.2010, että säännölliset kolmen kuukauden pitempiäaikaiset rahoitusoperaatiot, joiden likviditeetti jaetaan 26.5. ja 30.6.2010, toteutetaan kuitenkin kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti.

EKP:n neuvosto ilmoitti 10.5.2010 seuraavista päätöksistä:

- 1) Euroalueen julkisilla ja yksityisillä velkakirjamarkkinoilla toteutetaan interventioita (arvopaperimarkkinoita koskeva ohjelma [securities markets programme, SMP]), joilla pyritään puuttumaan tietyillä arvopaperimarkkinoiden segmenteillä syntyneisiin toimintahäiriöihin ja palauttamaan näiden markkinoiden syvyys ja likviditeetti. Neuvosto päättää näiden interventioiden laajuudesta. Interventioiden vaikutuksen neutraloimiseksi toteutetaan erityisiä operaatioita, joilla jaettua likviditeettiä poistetaan.

- 2) Toukokuun 12. päivänä 2010 toteutetaan kuuden kuukauden pitempiaikainen rahoitusoperaatio, jossa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti ja jossa kiinteänä korkona käytetään perusrahoitusoperaatioiden keskimääräistä minimitarjouskorkoa operaation ajalta.
- 3) Tilapäiset swapjärjestelyt Yhdysvaltain keskuspankin kanssa aktivoidaan uudelleen yhteistyössä muiden keskuspankkien kanssa ja aletaan jälleen toteuttaa Yhdysvaltain dollarin määräisiä likviditeettiä lisääviä operaatioita, joiden maturiteetit ovat 7 ja 84 päivää. Nämä toteutetaan takaisinosto-operaatioina EKP:n hyväksymiä vakuuksia vastaan kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti. Ensimmäinen operaatio toteutetaan 11.5.2010.

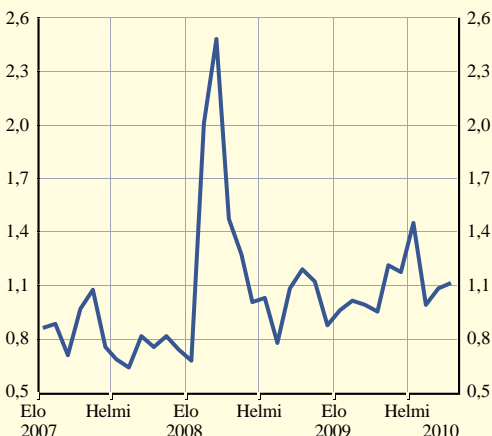
Pankkijärjestelmän likviditeettitarpeet

Pankkien päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen, varantovelvoitteiden ja varantovelvoitteen ylittävien talletusten (eli varantovelvoitteen ylittävien sekkitilitalletusten, ks. kuvio A) summaksi – oli tarkasteltuina kolmena pitoajanjaksona keskimäärin 563,3 miljardia euroa eli 22,2 miljardia euroa vähemmän kuin edeltäneinä kolmena pitoajanjaksona keskimäärin.

Tämä johtui lähinnä siitä, että riippumattomien tekijöiden keskimääräinen vaikutus oli 351,1 miljardia euroa eli 23,3 miljardia euroa pienempi kuin edeltäneinä kolmena pitoajanjaksona (ks. kuvio B). Keskimääräiset varantovelvoitteet sen sijaan kasvoivat 1,2 miljardilla eurolla 211,2 miljardiin euroon. Varantovelvoitteen ylittävien talletusten keskimääräinen päivittäinen volyyymi oli 1,1 miljardia euroa eli 0,2 miljardia euroa suurempi kuin edeltäneinä kolmena pitoajanjaksona.

Kuvio A. Pankkien varantovelvoitteen ylittävät talletukset

(mrd. euroa, kunkin pitoajanjakson keskiarvo)

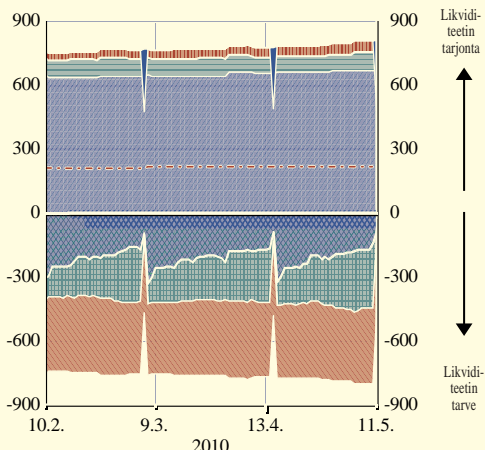


Lähde: EKP.

Kuvio B. Pankkijärjestelmän likviditeetin tarpeet ja likviditeetin tarjonta

(mrd. euroa)

- Hienosäätöoperaatiot: keskimäärin 302,2 mrd. e
- Katettujen joukkolainojen ostot: keskimäärin 43,7 mrd. e
- Perusrahoitusoperaatiot: keskimäärin 78,2 mrd. e
- Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot: keskimäärin 652,5 mrd. e
- Riippumattomat tekijät: keskimäärin 351,1 mrd. e
- Talletusmahdollisuuden nettokäyttö: keskimäärin 201,0 mrd. e
- Sekkitilitalletukset: keskimäärin 212,3 mrd. e
- Varantovelvoitteet: keskimäärin 211,2 mrd. e



Lähde: EKP.

Likviditeetin tarjonta

Avoimena olevien rahoitusoperaatioiden volyyymi oli tarkasteltuina kolmena pitoajanjaksona keskimäärin 721 miljardia euroa, kun edeltäneiden kolmen pitoajanjakson volyyymi oli keskimäärin ollut 686 miljardia euroa.

Yhden viikon perusrahoitusoperaatioiden keskimääräinen koko oli 78,2 miljardia euroa eli 20,2 miljardia euroa suurempi kuin edeltäneinä kolmena pitoajanjaksona. Poikkeavamaturiteettisten eli yhden pitoajanjakson pituisten rahoitusoperaatioiden koko puolestaan oli keskimäärin 9,3 miljardia euroa, kun se edeltävinä kolmena pitoajanjaksona oli ollut 3,4 miljardia euroa. Samalla avoimena olevien kolmen ja kuuden kuukauden pitempiäaikaisten rahoitusoperaatioiden volyyymi supistui edelleen ja oli 11.5.2010 yhteensä 29,5 miljardia euroa oltuaan 42,1 miljardia euroa 9.2.2010. Tämä johtui siitä, että osa näistä operaatioista erääntyi eikä niitä enää korvattu uusilla.

Eurojärjestelmän keskuspankit jatkoivat euromääräisten katettujen joukkolainojen suorita ostoja osana katettujen joukkolainojen osto-ohjelmaa, joka alkoi 6.7.2009. Tarkastelujakson aikana joukkolainoja ostettiin keskimäärin 255 miljoonan euron arvosta työpäivää kohti. Ostojen kumulatiivinen arvo nousi siten kaikkiaan 52,1 miljardiin euroon 11.5.2010. Joukkolainojen osto-ohjelman tavoitevolyyymi on 60 miljardia euroa, joka on määrä saavuttaa kesäkuun 2010 loppuun mennessä.

Ajanjakson 10.2.–11.5.2010 kunkin pitoajanjakson viimeisenä päivänä toteutetuissa hienosäätöoperaatioissa vähennettiin likviditeettiä keskimäärin 302,2 miljardia euroa. Edeltäneinä kolmena pitoajanjaksona likviditeettiä vähennettiin keskimäärin 219,4 miljardia euroa (ks. kuvio B).

Maksuvalmiusjärjestelmän käyttö

Koska likviditeetin tarjonta lisääntyi tasaisesti ja koska pankkijärjestelmän likviditeettitarpeet vähenivät kokonaisuudessaan hieman, talletusmahdollisuuden päivittäinen nettokäyttö¹ kasvoi: se oli 11.5.2010 päättyneenä pitoajanjaksona keskimäärin 201,0 miljardia euroa² oltuaan 9.2.2010 päättyneenä pitoajanjaksona 149,1 miljardia euroa.

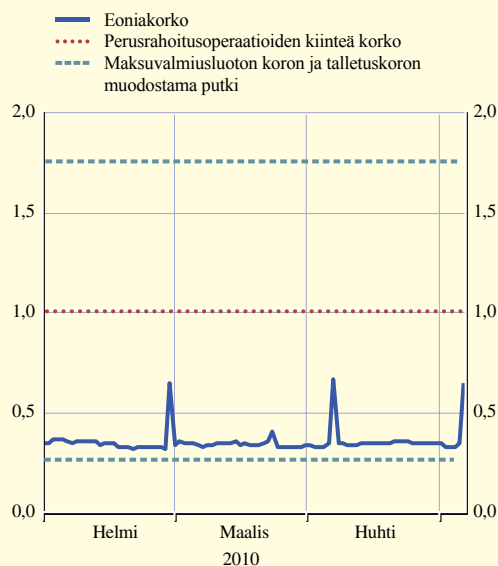
Korot

EKP:n ohjauskorot ovat 13.5.2009 jälkeen pysyneet ennallaan, eli perusrahoitusoperaatioiden korko on edelleen 1 %, maksuvalmiusluoton korko 1,75 % ja talletuskorko 0,25 %.

Koska likviditeettiä oli euroalueella runsaasti, eoniakorko pysyi edelleen lähellä talletuskorkoa ja oli tarkastelujakson aikana keskimäärin 0,346 % (ks. kuvio C) eli lähes sama kuin edeltävinä

Kuvio C. Eoniakorko ja EKP:n korot

(päivittäiset korot prosentteina)



Lähde: EKP.

1 Talletusmahdollisuuden nettokäyttö saadaan laskemalla talletusmahdollisuuden käytön ja maksuvalmiusluoton käytön erotus.
2 Talletusmahdollisuuden keskimääräistä päivittäistä nettokäyttöä laskettaessa otetaan viikonloput mukaan.

kolmena pitoajanjaksona (keskimäärin 0,352 %). Kunkin tarkastelun kohteena olevan kolmen pitoajanjakson viimeisenä päivänä eonikorko nousi keskimäärin 0,649 prosenttiin eli noin 0,30 prosenttiyksikköä edellisen päivän tasoa korkeammaksi, koska likviditeettiä vähennettiin tuolloin hienosäätöoperaatioilla.

Tarkastelujaksona kolmen kuukauden euriborkoron ja kolmen kuukauden eoniaswapkoron ero – joka kuvastaa vallitsevaa luotto- ja likviditeettiriskiä – supistui hieman eli 0,27 prosenttiyksikköön, kun ero edeltävinä kolmena pitoajanjaksona oli keskimäärin ollut 0,30 prosenttiyksikköä.

2.4 JOUKKOLAINAMARKKINAT

Joukkolainamarkkinoiden kehitykseen ovat kolmen viime kuukauden aikana vaikuttaneet lähinnä rahoitusmarkkinoiden kasvavat huolet joidenkin euroalueen maiden valtionvelasta. Toukokuun 6. ja 7. päivänä markkinahäiriöt laajenivat kotimaisia valtion joukkolainojen markkinoita laajemmille rahoitusmarkkinoille, mikä sai sijoittajat siirtämään sijoituksia laajamittaisesti turvallisempina pidettyihin kohteisiin. Tämän seurauksena valtion pitkien joukkolainojen tuotot supistuivat merkittävästi euroalueella ja Yhdysvalloissa. Valtion joukkolainoihin perustuvat pitkän aikavälin tuotot yhtenäistävät inflaatiouvahdit pysyivät euroalueella suurin piirtein ennallaan. Valtioiden luottoriskierot kasvoivat voimakkaasti joissakin euroalueen maissa tarkastelujakson aikana. Samalla kun tarkastelujakson aikana havaittiin riskin välttämisen lisääntyvän uudelleen, yritysten joukkolainojen tuottoerot suurentuivat, joten suurin osa vuoden 2010 aikana nähdystä tuottoerojen kaventumisesta kumoutui.

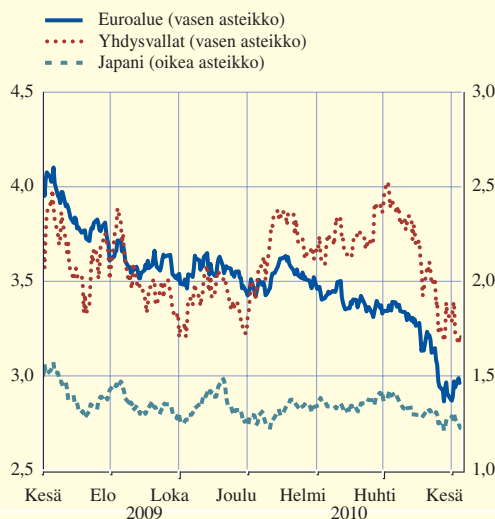
Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot supistuivat helmikuun lopusta kesäkuun 9. päivään euroalueella ja Yhdysvalloissa 0,40 prosenttiyksikköä, euroalueella noin 3,0 prosenttiin ja Yhdysvalloissa 3,2 prosenttiin (ks. kuvio 21). Siten valtion joukkolainojen 10 vuoden nimelliskorkojen ero pysyi Yhdysvalloissa ja euroalueella suurin piirtein ennallaan. Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottojen supistuminen johtuu lähinnä huhtikuun lopussa alkaneesta kehityksestä. Tuotot olivat pysyneet helmikuun lopusta huhtikuun loppuun suurin piirtein ennallaan euroalueella ja olivat itse asiassa kasvaneet ja saavuttaneet 18 kuukauden suurimman arvonsa Yhdysvalloissa.

Markkinaosapuolten epävarmuus pitkien joukkolainojen tuottojen lähiajan kehityksestä tärkeimmillä markkinoilla on lisääntynyt huomattavasti huhtikuun 2010 lopusta ja on tällä hetkellä samalla tasolla kuin vuoden 2009 puolivälissä joukkolainamarkkinoiden implisiittisellä volatiliiteetillä mitattuna.

Tarkastelujaksolle oli ominaista yhtäältä vähitellen kohentuva kokonaistaloudellinen tilanne ja toisaalta rahoitusmarkkinoiden kasvava huoli valtionvelasta osassa euroalueen maita, joissa julkinen talous oli heikentynyt jyrkästi. Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot suurentuivat Yhdysvalloissa maaliskuussa ja suurimman osan huhtikuuta edelleen, joten vuodesta 2008 alkanut kasvusuuntaus jatkui. Kun markkinoiden näkymät kohenivat ja julkistettiin myönteisiä tietoja Yhdysvaltain työmarkkinoiden tilanteen paranemisesta, valtion 10 vuoden

Kuvio 21. Valtion pitkien lainojen tuotot

(vuotuinen korko, päivähavaintoja)



Lähteet: Bloomberg ja Reuters.

Huom. Valtion pitkillä lainoilla tarkoitetaan 10 vuoden joukkovelkakirjalainoja tai maturiteetiltaan lähimpiä vastaavia lainoja.

joukkolainojen tuotto kasvoi Yhdysvalloissa liki 4,0 prosenttiin huhtikuun loppuun mennessä. Talouden tunnusluvut olivat positiivisia sekä euroalueella että Yhdysvalloissa, ja luottamusindikaattorit, myös tähän saakka verrattain vaimea kuluttajien luottamusindikaattori, olivat ennakoitua parempia. Huhtikuussa myös asuntomarkkinoiden tilanne kohentui. Euroalueella valtion joukkolainojen tuotot pysyivät maaliskuussa ja suurimman osan huhtikuuta kuitenkin suurin piirtein ennallaan helmikuun lopun tilanteeseen nähden. Huolet, jotka liittyivät julkiseen velkaan ja useiden euroalueen hallitusten julkaisemista säästötoimista talouskehitykselle aiheutuviin kielteisiin vaikutuksiin, kumosivat osittain talouden elpymisestä kertovien talouslukujen positiivisen vaikutuksen. Huhtikuun viimeisinä päivinä kriisi, joka koski luottamusta Kreikan julkisen talouden kestävytyteen, kuitenkin syveni ja ilmeni sijoitusten voimakkaana siirtämisenä laadukkaisiin kohteisiin eli AAA-luokituksen saaneisiin valtion joukkolainoihin euroalueella ja Yhdysvalloissa. Tämä pienensi valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoja euroalueella.

Joidenkin euroalueen valtioiden joukkolainamarkkinoiden häiriöt levisivät 6. ja 7.5. rahoitusmarkkinoille laajemminkin. Volatiliteetti lisääntyi yön yli -maturiteetissa, likviditeetti väheni ja rahoitusmarkkinoiden joidenkin segmenttien toiminta heikkeni vakavalla tavalla. Äkkinäinen muutos näkemyksissä sai sijoittajat siirtämään sijoituksia turvallisina pidettyihin kohteisiin, mikä pienensi jälleen valtion joukkolainojen tuottoja. EU:n valtiovarainministerit sopivat 9.5. näiden rahoitusmarkkinoiden häiriöiden hillitsemiseksi Euroopan rahoituksen vakautusmekanismista (European Financial Stabilisation Mechanism), ja EKP ilmoitti 10.5. ottavansa käyttöön useita rahapoliittisia toimia. Yksityiskohtainen selvitys rahoitusmarkkinoiden häiriöistä 6. ja 7.5. on kehikossa 3.

Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoerot (Saksaan nähden) suurenevät euroalueella huomattavasti erityisesti Kreikassa, Portugalissa ja Irlannissa tarkastelujakson aikana. Kreikan tukipaketti, josta sovittiin viikonloppuna 10.–11.4., aiheutti vain väliaikaisen supistumisen Kreikan valtion luottoriskiä koskeneissa joukkolainamarkkinoiden arvioissa. Huhtikuun loppupuolella Standard & Poor's alensi Kreikan spekulatiiviseen luottokelpoisuusluokkaan (ja totesi näkyvät negatiivisiksi), mikä sai sijoittajat myymään Kreikan joukkolainoja ja aiheutti valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoerojen nopean suurenemisen. Kun

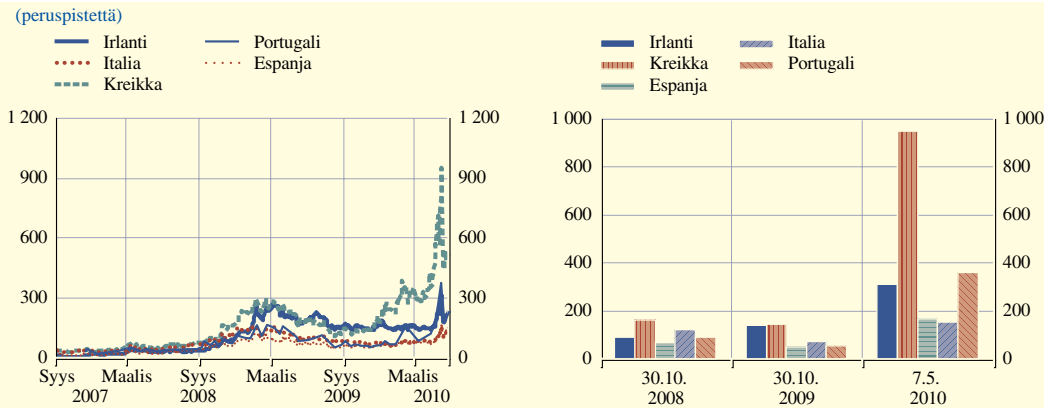
Kehikko 3.

KEHITYS RAHOITUSMARKKINOILLA TOUKOKUUN ALUSSA

Rahoitusmarkkinoiden jännitteet voimistuivat 6.–7.5.2010 äkillisesti koko maailmassa ja varsinkin Euroopassa, kun huolet Kreikan julkisen talouden tilasta lisääntyivät. Jännitteiden voimistuminen näkyi useissa indikaattoreissa. Vaikka jännitteiden taustalla olivatkin tällä kertaa eri sokit kuin yhdysvaltalaisen Lehman Brothers -investointipankin konkurssin jälkeen, tilanne oli jossakin määrin verrattavissa lokakuun 2008 tapahtumiin. Ainakin markkinoiden mieliala muuttui yhtä rajusti ja sijoittajat alkoivat siirtää varoja turvallisina pitämiinsä kohteisiin yhtä äkillisesti kuin vuonna 2008.

Jännitteet voimistuivat 6.–7.5. tilanteessa, jossa yhtäältä makrotaloudellinen tilanne oli vähitellen parantunut ja toisaalta rahoitusmarkkinoilla esiintyi yhä enemmän huolia paitsi eräiden euroalueen maiden julkisen talouden tilasta myös taloudellisesta ja poliittisesta kehityksestä euroalueen ulkopuolella (huolia aiheutti mm. epävarmuus Yhdysvaltain työmarkkinoiden kehityksestä ja Ison-Britannian vaalien seurauksista). Yhdysvaltain Dow Jones -indeksin romahdettua äkillisesti 6.5. (romahduksen syytä ollaan yhä selvittämässä) huolet levisivät yhtäkkiä valtioiden velkapapereiden markkinoilta yleisemminkin rahoitusmarkkinoille. Rahoitusmarkkinoiden volatiliteetti lisääntyi voimakkaasti yön aikana ja likviditeetti väheni rajusti 7.5. Rahoitusmarkkinoiden toiminnassa esiintyi vakavia häiriöitä useilla lohkoilla.

Kuvio A. Valtion kymmenen vuoden joukkolainojen tuottoerot (Saksan valtion joukkolainoihin nähden)



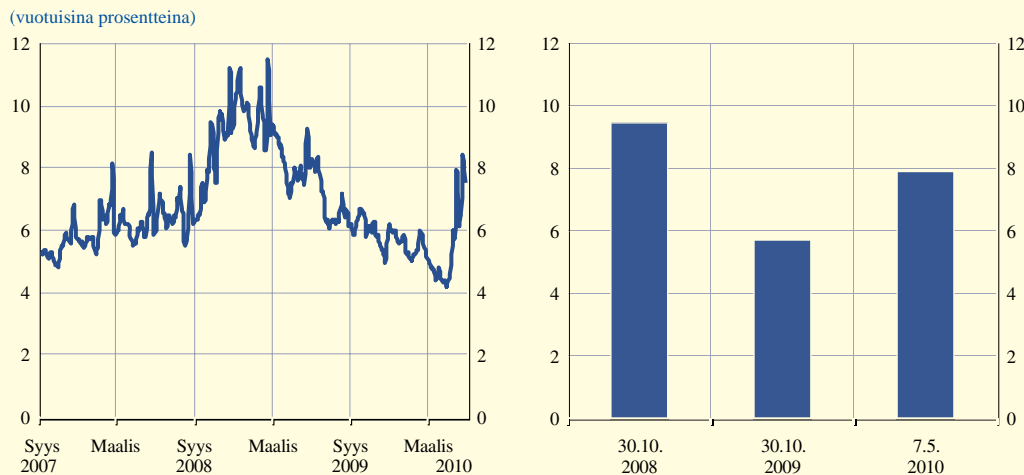
Lähde: Datastream.

Huom. Viimeisin havainto on päivältä 25.5.2010.

Valtion velkakirjojen markkinat

Euroalueella valtion joukkolainojen tuottoerot (Saksan valtion joukkolainojen tuottoihin nähden) kasvoivat 6.5. huomattavasti. Erityisen voimakkaasti kasvoivat Kreikan valtion joukkolainojen riskilisät (ks. kuvio A). Markkina-asiantuntijat kiinnittivät yhä enemmän huomiota mahdollisuuteen, että sama tilanne saattaisi olla edessä myös eräissä toisissa euroalueen maissa, varsinkin Portugalissa ja Irlannissa ja hieman vähäisemmässä määrin myös Espanjassa ja Italiassa. Toukokuun 7. päivänä valtion kymmenen vuoden joukkolainojen tuottoerot olivat ennätysellisen suuret ja joukkolainamarkkinoiden volatilitteetti lisääntyi erittäin voimakkaasti, kun sijoittajat siirsivät varojaan riskittömämpiin kohteisiin. Vastaavaa ei ollut nähty sitten alkuvuoden 2009 (ks. kuvio B). Likviditeettitilanne valtion joukkolainojen markkinoilla heikkeni useissa euroalueen maissa hyvin rajusti, ja Kreikan valtion joukkolainojen markkinoilta likviditeetti kuivui lähes kokonaan.

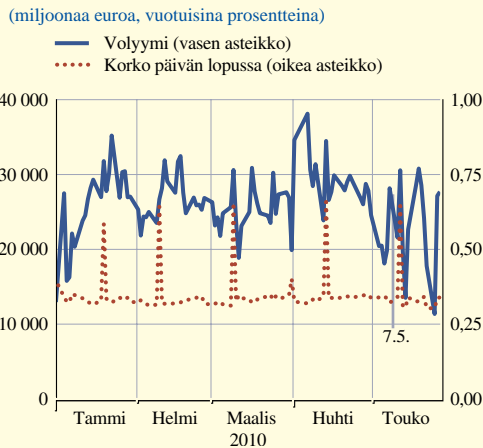
Kuvio B. Euroalueen joukkolainamarkkinoiden implisiittinen volatilitteetti



Lähde: Bloomberg.

Huom. Päivähavaintojen kolmen päivän liukuva keskiarvo. Viimeisin havainto on päivältä 25.5.2010.

Kuvio C. Eoniakoron laskemisen pohjana olevien transaktioiden volyymit ja eoniakorko

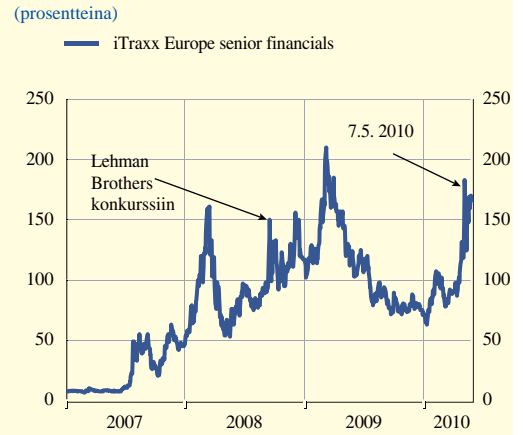


Lähde: EKP.
 Huom. Viimeisin havainto on päivältä 26.5.2010.

Rahamarkkinat

Valtion joukkolainamarkkinoiden häiriötila levisi myös rahamarkkinoille 6.–7.5., kun vastapuoliriskiiin liittyvä epävarmuus lisääntyi äkillisesti. Likviditeetti kävi vähiin myös pankkienvälisillä rahamarkkinoilla. Vakuudettomien lainojen markkinoilla likviditeettitilanne heikkeni kaikissa maturiteeteissa yön yli -maturiteettia myöten. Tämä näkyi välillisesti siinä, että eoniakoron laskennassa käytettävien transaktioiden volyymi pieneni. Toukokuun alussa päivittäinen volyymi oli keskimäärin 20 miljardia euroa (ks. kuvio C). Vakuudettomien lainojen markkinoilla oli ollut vaikeuksia Lehman Brothers -investointipankin konkurssista lähtien, mutta kaikkein lyhyimmissä (eli enintään viikon) maturiteeteissa lainananto oli jatkunut sitkeästi 5.5. saakka. Sen vuoksi yön yli -markkinoiden toiminnan pysähtyminen 6.–7.5. aiheutti erityistä huolta. Lisäksi euroalueen pankkien oli aiempaa vaikeampaa saada Yhdysvaltain dollarin määräistä rahoitusta. Valuutanvaihtosopimuksia tarkasteltaessa vaikuttaa siltä, että dollarimääräisen lainarahoituksen kustannukset nousivat merkittävästi yli vastaavanpituisen dollarimääräisen liborkoron. Toukokuun alussa iTraxx senior financials -indeksi nousi jyrkästi ja ylitti lokakuun 2008 lukemat (ks. kuvio D). iTraxx senior financials -indeksi on vakioitu luottojohdannainen, jota käytetään luottoriskiltä suojautumiseen. Indeksiin kuuluu 25 investointiluokkaan luokiteltua Euroopan rahoitussektorin toimijaa. Indeksien voimakas nousu 7.5. viittaisi siis lisääntyneisiin huoliin eräiden eurooppalaisten rahoituslaitosten maksukyvyttömyyden todennäköisyydestä. Systemiriski-indikaatto-

Kuvio D. Eurooppalaisten rahoituslaitosten 5 vuoden luottoriskinvaihtosopimusten tuottoerot



Lähde: JP Morgan Chase.
 Huom. Kuvioista näkyy 5 vuoden luottoriskinvaihtosopimusten keskituottoeroja kuvaava iTraxx Europe senior financials -indeksi. Kuvion tiedot perustuvat JP Morgan Chasen toimittamiin tietoihin, eivätkä ne ole virallisia iTraxx-tilastoja.

Kuvio E. Systemiriski-indikaattori

(prosentteina, tammikuu 2007 – toukokuu 2010, maksukyvyttömyyden todennäköisyys)



Lähteet: Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

ri¹ (ks. kuvio E), joka kuvaa todennäköisyyttä, että vähintään kaksi suurta monimutkaista pankkikonsernia ajautuisi samanaikaisesti maksukyvyttömiksi euroalueella, nousikin jyrkästi 7.5. ja ylitti Lehman Brothers -investointipankin konkurssin jälkeiset lukemat. Tässä tilanteessa kaikki yleisesti käytettävät riskimitarit (kuten euriborsidonnaisten johdannaissopimusten tuottoero eoniaswapkorkoon nähden) nousivat voimakkaasti (ks. kuvio F). Pankeilla oli kaikkialla euroalueella vakavia vaikeuksia saada markkinarahoitusta.

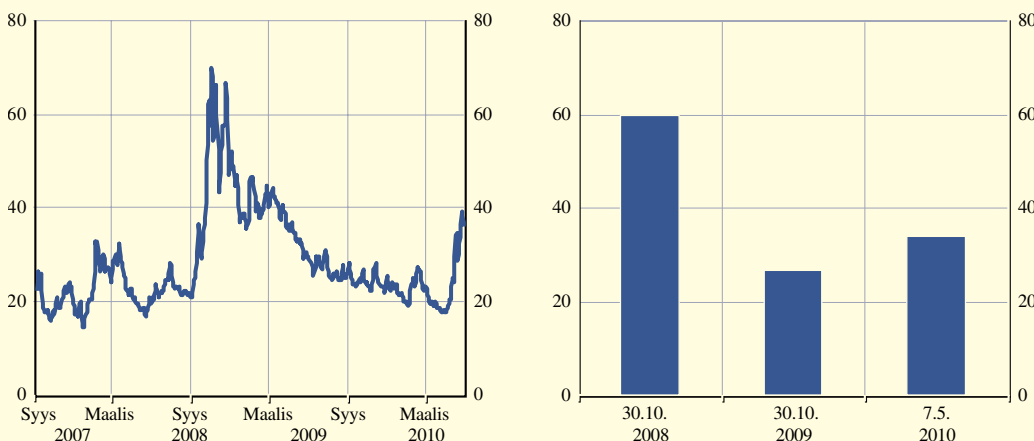
Osakemarkkinat

Jännitteiden kärjistyminen valtion joukkolainojen markkinoilla 6.–7.5. johti myös myyntirynäykseen euroalueen osakemarkkinoilla. Erityisesti myytiin finanssisektorin yritysten osakkeita, mutta myös muiden yritysten markkina-arvo laski huomattavasti sijoittajien siirtäessä varojaan riskittömämpiin kohteisiin. Lisäksi euroalueen osakemarkkinoiden volatiliiteetti kasvoi rajusti (ks. kuvio G). Osakemarkkinoiden volatiliiteetti paheni entisestään, kun oletettavasti tekninen virhe aiheutti levottomuutta ja Dow Jones -indeksi sen seurauksena romahti 6.5. odottamatta noin 9 %.² Osa pudotuksesta kumoutui, kun indeksi kääntyi nousuun markkinaosapuolten saatua teknisen selvityksen tapahtuneesta. Heilahtelut ja voimakas riskien karttaminen kuitenkin jatkuivat rahoitusmarkkinoilla.

- 1 Indikaattori perustuu euroalueen suurten monimutkaisten pankkikonsernien viiden vuoden luottoriskinvaihtosopimusten tuottoeroista saataviin tietoihin. Indikaattoria on kuvattu tarkemmin EKP:n joulukuun 2007 *Financial Stability Review* -julkaisun kehikossa "A market-based indicator of the probability of adverse systemic events involving large and complex banking groups".
- 2 Romahduksen pääasiallisista syistä ei ole vielä saatu kattavaa selvitystä, mutta Yhdysvaltain arvopaperikomissio (Securities and Exchange Commission) sekä raaka-ainefutuurikauppaa valvova komissio (Commodity Futures Trading Commission) totesivat alustavien tulosten perusteella, että näppäilyvirheestä, hakkeroinnista tai terrorismista ei ollut löytynyt näyttöä.

Kuvio G. Euroalueen osakemarkkinoiden implisiittinen volatiliiteetti

(vuotuisina prosentteina)

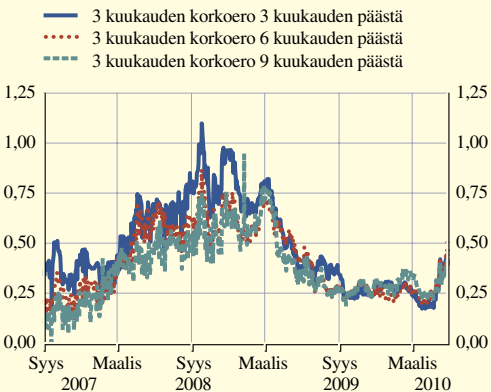


Lähde: Bloomberg.

Huom. Viimeisin havainto on päivältä 25.5.2010. Päivähavaintojen kolmen päivän liukuva keskiarvo.

Kuvio F. Euriborkorkojen ja yön yli-indeksiswapkorkojen ero

(prosentteina)



Lähteet: Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Viimeisin havainto on päivältä 26.5.2010.

Valuuttamarkkinoiden katteensiirto

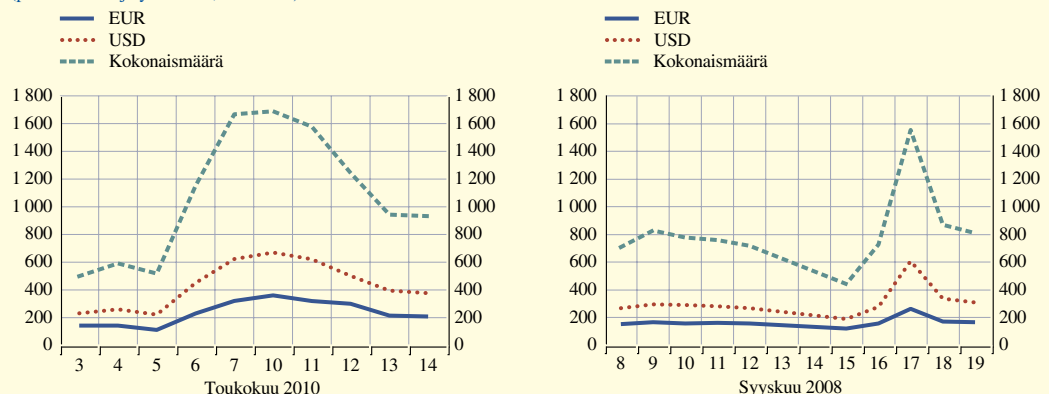
Rahoitusmarkkinoiden poikkeuksellinen kehitys 6.–7.5. vaikutti myös CLS-järjestelmään (Continuous Linked Settlement), joka on maailman laajin useita valuuttoja käsittelevä valuuttakaupan katteensiirtojärjestelmä. CLS perustettiin vuonna 2002 pyrkimyksenä poistaa monenkeskisen valuuttakaupan toimitusriskiä. Markkinoiden levottomuuden seurauksena CLS-järjestelmän saamien valuuttakauppatoimeksiantojen määrä kasvoi merkittävästi. Toukokuun 7. päivänä CLS-järjestelmässä toimitettiin yli 1,5 miljoonaa tapahtumaa, ja määrä pysyi yli miljoonan 12.5. saakka (ks. kuvio H). Määrät olivat usean päivän ajan yli kaksinkertaisia verrattuna toimitusten tavanomaiseen päivittäiseen määrään CLS-järjestelmässä. Tilanne oli samankaltainen kuin 17.9.2008, jolloin tapahtumien määrä niin ikään kasvoi äkillisesti yli 1,5 miljoonaan (ks. kuvio H). CLS-järjestelmä selvitti tilanteen, mutta poikkeuksellisen suuret volyymit vaikuttivat järjestelmässä sekä toimeksiantojen syöttöprosessiin että ilmoitusten toimittamiseen osallistujille.

Päivät, jolloin toimeksiantomäärät ovat huomattavan suuria, eivät ole mitenkään tavattomia CLS-järjestelmässä: varsinkin eri valuutta-alueiden yleisten vapaapäivien jälkeisenä työpäivänä kyseistä valuutaa koskevia toimeksiantoja on usein runsaasti. Toukokuun alun jännittyneessä markkinatilanteessa CLS-järjestelmään kuitenkin syötettiin hetkittäin lähes kaksinkertainen määrä toimeksiantoja tavanomaiseen verrattuna. Tämä johti aika ajoin toimeksiantojen ruuhkautumiseen itse CLS-järjestelmässä, jäsenten (eli järjestelmän suorien osapuolten) käyttöliittymissä sekä joidenkin yksittäisten, hyvin suuria volyymeja kyseisinä päivinä käsitelleiden jäsenten sisäisissä järjestelmissä. Käsitelyn ruuhkautuminen koko CLS-ympäristössä sai aikaan epävarmuutta, kun tavallista enemmän kauppoja oli pidemmän aikaa täsmäyttämättä. Tämä aiheutti epäilyksiä, että kyseessä olisi vakavampikin järjestelmään liittyvä ongelma eikä pelkästään syötettyjen toimeksiantojen tulva.³

3 Vastauksena toimintaansa kohdistuneisiin epäilyihin CLS tehosti raportointia jäsenille järjestelmän suorituskyvystä. Sittemmin CLS-järjestelmä on lisäksi ryhtynyt toimiin, joilla pyritään estämään tilapäisten käsittelyruuhkien syntyä, ja antanut jäsenilleen suosituksia (jotka liittyvät niiden omien järjestelmien (back office) kapasiteettirajoitteisiin sekä tekniseen valmiuteen asettaa kiireellisten toimeksiantojen toimittaminen etusijalle muihin toimeksiantoihin nähden). Valvojat seuraavat jatkossakin CLS-järjestelmän toimitusprosessia ja suoritusta järjestelmään syötettyjen valuuttakauppojen toimituksessa. Näin pyritään varmistamaan CLS-järjestelmän toiminnan sujuvuus ja tehokkuus ja siten myös mukana olevien valuuttojen vakaus.

Kuvio H. Toimitustapahtumien päivittäinen määrä CLS-järjestelmässä

(päivähavaintoja yksiköinä; tuhansina)



Lähteet: CLS/EKP.

Huom. Kokonaismäärään sisältyvät kaikki CLS-järjestelmässä mukana olevat valuutat.

Yhteenveto

Eräiden euroalueen valtioiden velkapaperien markkinoilla ilmenneet jännitteet levisivät 6.–7.5. muillekin rahoitusmarkkinoiden lohkoille. Rahoitusmarkkinoiden volatilitteetti kasvoi voimakkaasti, ja likviditeettitilanne heikkeni merkittävästi sekä valtion joukkolainojen markkinoilla että kriittisessä määrin myös rahamarkkinoilla. Kaupankäynti pankkienvälisillä markkinoilla väheni nopeasti, ja epävarmuus vasta-
puolten luottokelpoisuudesta lisääntyi pankkien keskuudessa. Syntyi riski, että markkinoiden normaali toiminta vaarantuisi eikä ensimmäinen kytkös välittymismekanismissa keskuspankilta luottolaitoksille toimisi. Lisäksi oli vaarana, että pankkien (jotka ovat tärkein rahoituslähde euroalueella) kyky luottaa reaalitytaloutta voisi kärsiä vakavasti. Oli myös todennäköistä, että häiriöt valtion joukkolainamarkkinoiden toiminnassa useissa euroalueen osissa vaikuttaisivat haitallisesti yksityissektorin rahoituskustannuksiin. Valtioiden rahoitusolot näet toimivat yleensä pohjana pankkien antolainauskoroille.

Euroopan keskuspankki ilmoitti 10.5. useista toimista, joilla pyritään palauttamaan olosuhteet sellaisiksi, että hintavakauteen keskipitkällä aikavälillä tähtäävä rahapolitiikka voisi toimia tehokkaasti, ja joilla ennen kaikkea tuetaan rahapolitiikan välittymismekanismia. Osana näitä toimia perustettiin arvopaperimarkkinoita koskeva ohjelma (Securities Market Programme, ns. velkapaperiohjelma), jossa toteutetaan interventioita euroalueen julkisen ja yksityisen sektorin velkapaperimarkkinoilla. Lisäksi otettiin uudelleen käyttöön swapjärjestely Yhdysvaltain keskuspankin kanssa ja ryhdyttiin toteuttamaan uusia likviditeettia lisääviä operaatioita.⁴ Kun näistä rahapoliittisista toimista oli ilmoitettu, jännitteet rahoitusmarkkinoilla lievenivät merkittävästi. Ne eivät kuitenkaan väistyneet kokonaan.

⁴ Tarkempia tietoja näistä toimista on tämän Kuukausikatsauksen kehikossa ”Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 10.2.–11.5.2010”.

Kreikan valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoerot olivat ennätyksellisen suuret, mahdollinen laajentuminen muihin euroalueen valtion joukkolainojen liikkeeseenlaskijoihin, erityisesti Portugaliin ja Irlantiin ja vähäisemmässä määrin myös Espanjaan ja Italiaan, herätti lisääntyvää mielenkiintoa 6.–7.5. koettujen tapahtumien jälkeen. EKP:n ilmoitettua uusista rahapoliittisista toimista ja erityisesti arvopaperimarkkinoita koskevan ohjelman (Securities Markets Programme) käyttöönotosta valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoerot Saksaan nähden pienenevät euroalueella.

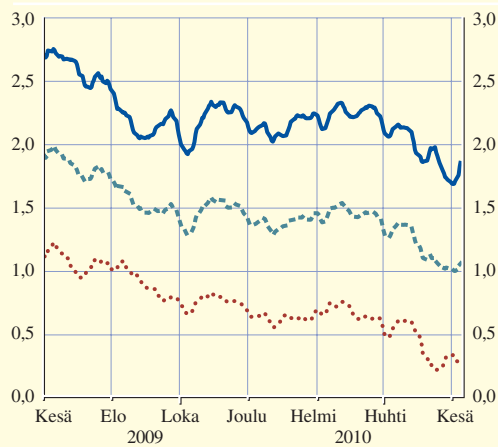
Sekä valtion viiden vuoden että 10 vuoden inflaatioidonnaisten joukkolainojen tuotot supistuivat euroalueella helmikuun lopusta kesäkuun 6. päivään noin 0,40 prosenttiyksikköä, joten viiden vuoden joukkolainojen tuotto oli 0,3 % ja 10 vuoden joukkolainojen tuotto 1,1 % kesäkuun 9. päivänä (ks. kuvio 22). Tuotot yhtenäistävät inflaatiovauhdit pysyivät euroalueella kuitenkin keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä suurin piirtein ennallaan saman ajanjakson aikana (ks. kuvio 23). Tuotot yhtenäistävät inflaatiovauhdit ovat kuitenkin vaihdelleet kolmen viime kuukauden aikana ja erityisesti toukokuun alun tapahtumien jälkeen. Toinen tekijä, joka selittää tuotot yhtenäistävien inflaatiovauhtien heilahtelua kesäkuun alussa, oli se, että Fitch heikensi Espanjan julkisen velan luottoluokitusta. Se, että Fitch heikensi Espanjan julkisen velan luottoluokituksen AAA-luokituksesta luokitukseksi AA+ toukokuun 28. päivänä, oli johtanut siihen, että Espanjan joukkolainat oli poistettu EKP:n laatiman euroalueen AAA-tuottokäyrän laskennasta. Tämä taas on aiheuttanut sen, että nimellinen tuottokäyrä on siirtynyt alaspäin lyhyissä ja keskipitkissä maturiteeteissa, ja lyhyen aikavälin tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti on vastaavasti hidastunut. Inflaatioidonnaiset swapkorot alenivat hieman tarkastelujakson aikana. Rahoitusmarkkinoita koskevat tiedot viittaavat kaiken kaikkiaan edelleen siihen, että inflaatio-odotukset pysyvät tiukasti hintavakautta koskevan määritelmän mukaisina.

Helmikuun lopusta kesäkuun 9. päivään 2010 korkojen aikarakenteesta johdettuja euroalueen yön yli -korkojen odotuksia kuvaava käyrä, joka perustuu valtion joukkolainojen tuottoihin euroalueella,

Kuvio 22. Nollakorkoisten inflaatio- sidonnaisten joukkolainojen tuotot euroalueella

(vuotuinen korko, päivähavaintojen viiden päivän liukuva keskiarvo, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)

- Viiden vuoden futuuriin perustuvan inflaatio-
sidonnaisen joukkolainan tuotto viiden vuoden kuluttua
- Viiden vuoden spotarvopaperiin perustuvan
inflaatio-
sidonnaisen joukkolainan tuotto
- - - - - Kymmenen vuoden spotarvopaperiin perustuvan
inflaatio-
sidonnaisen joukkolainan tuotto

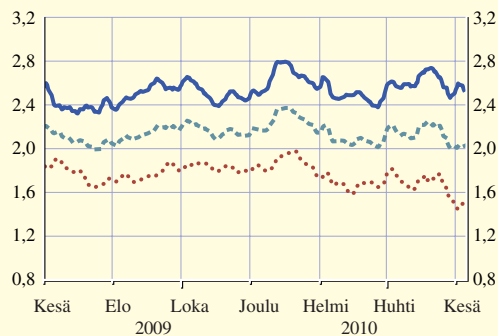


Lähteet: Reuters ja EKP:n laskelmat.

Kuvio 23. Nollakorkoisiin spotarvopaperi- ihin ja futuureihin perustuva tuotto yhtenäistävä inflaatiovauhti euroalueella

(vuotuisina prosentteina, päivähavaintojen viiden päivän liukuvia keskiarvoja, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)

- Viiden vuoden futuuriin perustuva tuotto yhtenäistävä
inflaatiovauhti viiden vuoden kuluttua
- Viiden vuoden spotarvopaperiin perustuva tuotto
yhtenäistävä inflaatiovauhti
- - - - - Kymmenen vuoden spotarvopaperiin perustuva tuotto
yhtenäistävä inflaatiovauhti



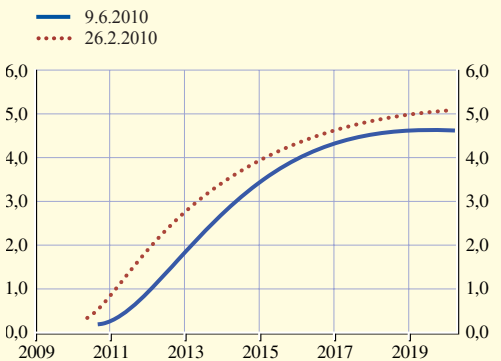
Lähteet: Reuters ja EKP:n laskelmat.

siirtyi alaspäin kaikissa maturiteeteissa (ks. kuvio 24). Siirtyminen johtuu lähinnä huhtikuun lopun ja toukokuun alun tapahtumista, joiden vuoksi sijoittajat muuttivat käsityksiään lyhyiden korkojen tulevasta kehityksestä euroalueella ja odottivat niiden laskevan.

Yritysten joukkolainojen tuottoeroihin valtion joukkolainojen tuottoihin nähden vaikutti rahoitusmarkkinoiden toukokuun 6. ja 7. päivän tapahtumien jälkeen merkittävästi se, että sijoittajat kartoivat jälleen riskejä ja siirsivät sijoituksia laadukkaampiin kohteisiin. Tämän seurauksena sekä rahoitussektorin yritysten että ei-rahoitussektorin yritysten joukkolainojen tuottoerot suurenivat. BBB-luokituksen saaneiden rahoitussektorin yritysten joukkolainojen tuottoero suureni peräti 1,00 prosenttiyksikköä toukokuun 6. ja 7. päivän ja kesäkuun alun välisenä aikana, joten suurin osa tuottoeron supistumisesta kuluvan vuoden aikana kumoutui, vaikka ero pysyikin huomattavasti pienempänä kuin vuoden 2009 alussa, jolloin se oli suurimmillaan.

Kuvio 24. Korkojen aikarakenteesta johdetut euroalueen yön yli -korkojen odotukset

(vuotuinen korko, päivähavaintoja)



Lähteet: EKP, EuroMTS (taustatiedot) ja Fitch Ratings (luokitukset). Huom. Korkojen aikarakenteesta johdettu termiinikorkokäyrä kuvaa markkinoiden odotuksia lyhyiden korkojen tulevasta kehityksestä. Käytön laskentamenetelmää selostetaan EKP:n verkkosivuilla kohdassa "Euro area yield curve". Estimoinnissa käytetyt tiedot perustuvat AAA-luokituksen saaneiden valtion joukkolainojen tuottoihin euroalueella.

2.5 OSAKEMARKKINAT

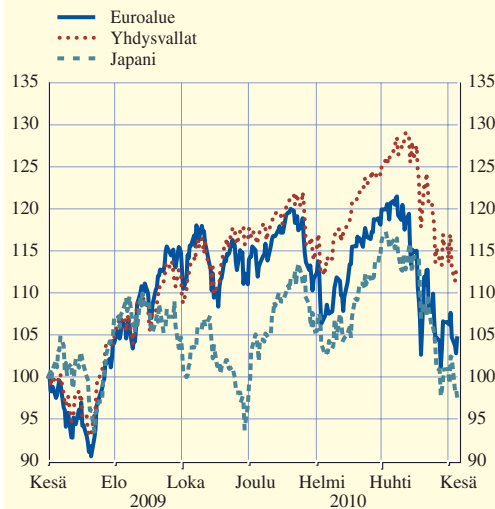
Osakekurssit laskivat euroalueella ja Yhdysvalloissa helmikuun lopusta kesäkuun alkuun. Kehitys oli positiivista maaliskuussa ja suurimman osan huhtikuuta, jolloin osakekurssit nousivat vuoden korkeimpiin lukemiinsa. Suunta kuitenkin kääntyi Kreikan julkisen talouden kriisin kiristymisen myötä, joka aiheutti toukokuun alussa markkinoilla joukkopaon turvallisiin sijoituskohteisiin. Tässä tilanteessa osakemarkkinoiden epävarmuus implisiittisellä volatiliteetilla mitattuna kasvoi selvästi toukokuussa ja kesäkuun alussa.

Helmikuun 2010 lopun ja kesäkuun 9. päivän välisenä aikana osakkeiden hinnat laskivat euroalueella 4,3 % ja Yhdysvalloissa 4,4 % (ks. kuvio 25). Maaliskuussa ja suurimman osan huhtikuuta myönteisten talouslukujen julkistusten myötä riskinottohaluus kasvoi ja osakekurssit nousivat voimakkaasti, ja niinpä helmikuussa markkinoilla tapahtunut notkahdus kurottiin umpeen ja indeksit nousivat vuoden korkeimpiin lukemiinsa. Kreikan julkisen talouden kriisiin kiristyminen huhtikuun lopussa ja toukokuun alussa kuitenkin sai sijoittajat pakenemaan turvallisempiin sijoituskohteisiin, minkä myötä osakekurssien kevätnousut pyyhkiytyivät kokonaan pois. Samaan aikaan Japanissa osakkeiden hinnat laskivat Nikkei 225 -indeksillä mitattuna noin 6,8 %.

Tarkasteluajanjaksona osakemarkkinoiden epävarmuus implisiittisellä volatiliteetilla mitattuna kasvoi saavuttaen viimeksi alkuvuonna 2009 havaitut tasot. Yleisen kehityksen taustalta voidaan yksilöidä kaksi varsin erilaista jaksoa. Maaliskuun ajan ja suurimman osan huhtikuuta implisiittinen volatiliteetti pysyi jokseenkin muuttumattomana. Euroalueen ja Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden volatiliteetti kuitenkin kasvoi äkillisesti Kreikan julkisen talouden kriisin voimistuttua huhtikuun lopussa ja erityisesti toukokuun 6. ja 7. päivän tapahtumien jälkeen. Osakemarkkinoiden volatiliteettia vaikeuttivat samaan aikaan myös tekniset tekijät, joiden seurauksena Yhdysvaltojen Dow Jones -indeksi putosi yhtäkkiä noin 9 % toukokuun 6. päivänä. Dow Jones -indeksi kuroi umpeen osan menetyksistään sen jälkeen, kun teknisestä korjauksesta oli tiedotettu markkinaosapuolille.

Kuvio 25. Osakeindeksit

(1.6.2009 = 100, päivähavainnot)

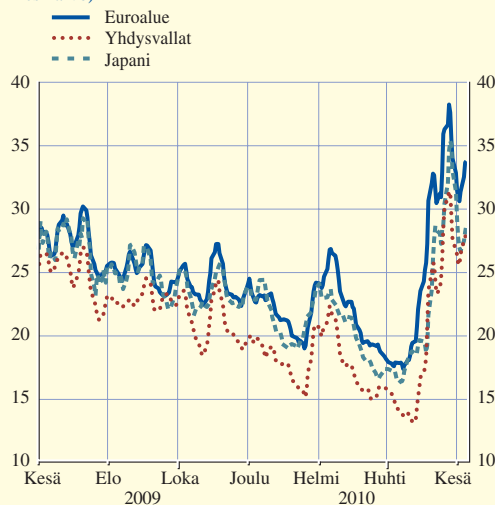


Lähteet: Reuters ja Thomson Financial Datastream.

Huom. Dow Jones Euro Stoxx (laaja) euroalueen osalta. Standard & Poor's 500 Yhdysvaltojen ja Nikkei 225 Japanin osalta.

Kuvio 26. Osakekurssien implisiittinen volatiliteetti

(vuotuisina prosentteina; päivähavaintojen viiden päivän liukuva keskiarvo)



Lähde: Bloomberg.

Huom. Sarjat kuvaavat osakeindekseihin perustuvien optioiden hinnoista johdettua odotettua osakkeiden prosentteina laskettujen hinnannuostosten keskihajontaa enintään kolmen kuukauden aikana. Osakeindeksit, joiden implisiittistä volatiliteettia kuvataan, ovat Dow Jones Euro Stoxx 50 euroalueen osalta, Standard & Poor's 500 Yhdysvaltojen osalta ja Nikkei 225 Japanin osalta.

Taulukko 3. Hintojen muutokset Dow Jones Euro Stoxxin toimialakohtaisissa indekseissä

(hintojen muutokset prosentteina ajanjakson lopun hinnoista)

	Euro Stoxx	Raaka-aineet	Kulutuspalvelut	Kulutus-tavarat	Öljy ja kaasu	Rahoitus	Terveydenhoito	Teollisuus	Tekniikka	Tele-viestintä	Perus-palvelut
Toimialan osuus yhteenlaske-tusta markkina-arvosta (ajanjakson lopun tietoja)	100,0	9,1	7,0	14,6	7,3	22,9	4,3	13,8	4,7	7,2	9,1
Hintojen muutokset (ajanjakson lopun tietoja)											
I/2009	-14,0	-13,6	-8,3	-11,5	-5,9	-20,1	-7,4	-14,0	-9,5	-8,8	-21,0
II/2009	16,4	19,8	3,3	17,7	9,7	34,2	3,9	18,0	15,8	0,0	9,0
III/2009	20,7	21,8	14,9	15,8	7,3	32,4	14,2	26,4	13,6	14,7	14,9
IV/2009	2,1	15,3	3,3	9,0	6,8	-5,5	7,7	3,8	-3,9	2,0	0,3
I/2010	0,8	1,6	6,8	3,5	-1,7	-2,6	4,0	4,1	16,0	-4,5	-3,3
Huhtikuu 2010	-2,8	-2,0	0,8	2,5	-3,1	-6,7	-4,8	1,2	-7,0	-4,0	-3,3
Toukokuu 2010	-7,2	-7,0	-6,7	-1,7	-8,8	-11,0	-3,2	-6,5	-6,4	-6,8	-8,2
28.2.–9.6.2010	-4,3	0,2	2,1	10,2	-6,4	-14,5	-4,3	3,8	-3,1	-9,8	-9,7

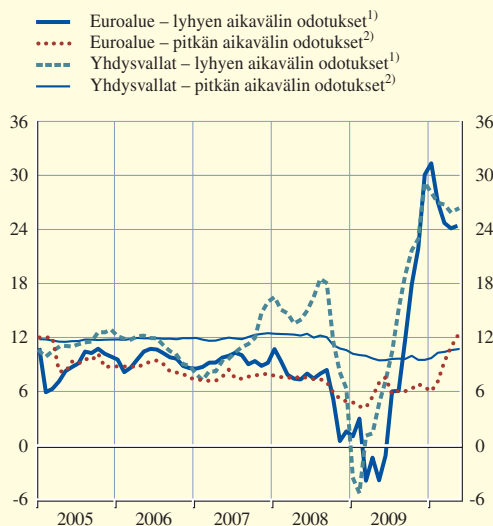
Lähteet: Thomson Financial Datastream ja EKP:n laskelmat.

Tarkastelujakson alussa riskinottohalukkuus kasvoi positiivisten talouslukujen julkistusten myötä, mikä aiheutti osakekurssien nousun niin euroalueella kuin Yhdysvalloissakin. Siten helmikuussa tapahtuneet osakekurssien laskut kumoutuivat ja osakeindeksit nousivat vuoden korkeimpiin lukemiinsa. Euroalueen työllisyys- ja teollisuustuotantoluvut tuottivat positiivisia yllätyksiä, ja monet muutkin julkistetut talous-tiedot viittasivat maailmantalouden suotuisiin näkymiin. Aiemmat huolet kotitalouksien kysynnän elpymisen kestävydestä sekä euroalueella että Yhdysvalloissa hälvenivät huhtikuussa, jolloin siihen saakka varsin vaimeana pysynyt kuluttajien luottamusindikaattori nousi odotettua korkeammalle. Huhtikuussa myös asuntomarkkinatilanne parani Yhdysvaltojen asuntojen myyntilukujen ja euro-alueen asuntolainatilastojen perusteella.

Kreikan julkisen talouden kriisin kiristyminen huhtikuun viimeisellä viikolla sekä Portugalin, Espanjan ja Kreikan valtionlainojen luottoluokitukseen lasku langettivat varjon aikaisempien positiivisten talouslukujen julkistusten ylle ja aiheuttivat euroalueen osakemarkkinoilla myyntiryntäyksen. Jännitteiden voimistuminen eräillä euro-alueen valtionvelkamarkkinoilla toukokuun 6. ja 7. päivänä laukaisi joukkopaon korkealaatuisempiin sijoituskohteisiin, ja käyttäytyminen levisi myös euroalueen rahoitusmarkkinoiden ulkopuolelle. Tämän seurauksena euroalueen ja Yhdysvaltojen osakeindeksit olivat kesäkuun alussa vuoden 2010 alimmilla tai lähes alimmilla tasoillaan. Osakekurssien trendikäänneen alkuvaiheissa euroalueen rahoitusalan osakkeet kärsivät ensimmäisinä ja heijastivat huolia mahdollisista alaskir-

Kuvio 27. Osakekohtaisten tuotto-odotusten kasvu Yhdysvalloissa ja euroalueella

(vuotuisina prosentteina, kuukausihavaintoja)



Lähteet: Thomson Financial Datastream ja EKP:n laskelmat. Huom. Tuotto-odotusten kasvu perustuu Dow Jones Euro Stoxx -indeksiin euroalueen osalta ja Standard & Poor's 500 -indeksiin Yhdysvaltojen osalta.

1) Lyhyen aikavälin odotukset tarkoittavat 12 kuukauden päähän ulottuvia analyttikkojen odotuksia (vuotuinen kasvuvauhti).

2) Pitkän aikavälin odotukset tarkoittavat 3–5 vuoden päähän ulottuvia analyttikkojen odotuksia (vuotuinen kasvuvauhti).

jauksista, joita pankit voisivat joutua tekemään arvopaperisijoituksistaan euroalueen valtionlainoihin. Jännitteiden voimistuessa kuitenkin osakekurssien lasku levisi euroalueelle muihinkin osakkeisiin kuin rahoitusosalalle sekä myös euroalueen osakemarkkinoiden ulkopuolelle Yhdysvaltoihin.

Viime aikoina talouden elpymiseen viittaavat positiiviset talousluvut ja osakekurssit ovat kehittyneet eri suuntiin, sillä seuraavaa 12 kuukautta koskevat tulosodotukset ovat suotuisat, mutta näkymät eivät heijastu osakkeiden kurssikehitykseen. Tämä koskee vähäisemmässä määrin myös toteutuneiden tulosten asteittaista paranemista. Dow Jones Euro Stoxx -indeksiin kuuluvien yritysten toteutuneiden tulosten vuotuinen heikkeneminen on hidastunut edelleen (ks. kuvio 27), sillä toteutuneiden osakekohtaisten tulosten kasvu parani helmikuussa olleesta -21 prosentista -15 prosenttiin toukokuussa. Seuraavan 12 kuukauden osakekohtaisia tuloksia koskevat odotukset pysyivät jokseenkin ennallaan ja olivat toukokuussa vahvalla 24 prosentin tasolla, kun taas pidemmän aikavälin tulosodotukset kohenivat edelleen hieman.

2.6 YRITYSTEN RAHOITUSVIRRAT JA RAHOITUSASEMA

Yritysten rahoituksen reaalikustannukset kasvoivat euroalueella hieman joulukuun 2009 ja huhtikuun 2010 välisenä aikana, mikä keskeytti yli vuoden jatkuneen laskusuuntauksen. Rahoituskustannusten kohoaminen johtui noteerattujen osakkeiden liikkeeseenlaskun suuremmista kustannuksista, kun taas markkinaehtoisen velkarahoituksen lähteiden kustannukset ja – vähäisemmässä määrin – pankkien antolainauskorot alenivat edelleen. Yritysten velkapaperien liikkeeseenlasku pysyi vilkkaana tarkastelujakson aikana, kun taas pankkirahoitus väheni entisestään.

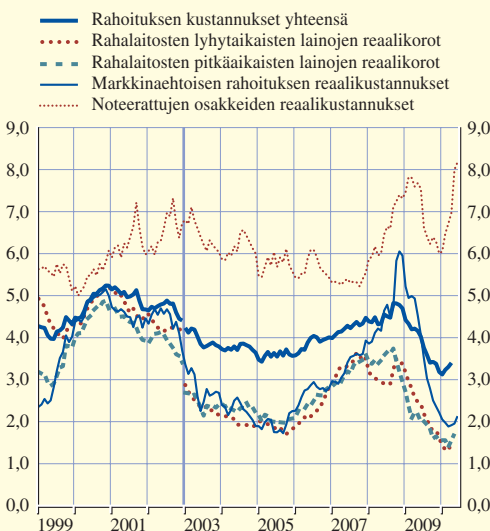
RAHOITUSOLOT

Yritysten ulkoisen rahoituksen hankinnan reaalikustannukset kasvoivat euroalueella 3,4 % huhtikuussa 2010. Reaalikustannukset lasketaan painottamalla eri rahoituslähteistä saatavan rahoituksen kustannuksia rahoituslähteiden (arvostusmuutosten vaikutuksista puhdistettujen) kantojen perusteella. Tämä merkitsee reaalikustannusten kasvamista 0,21 prosenttiyksikön verran vuoden 2009 viimeiseen neljännekseen verrattuna (ks. kuvio 28).

Pankkien antolainauskorkojen kehitys tarkastelujakson aikana viittaa siihen, että EKP:n ohjauskorkojen aiempien alennusten asteittainen välittyminen pankkien vähittäisasiakkaiden korkoihin väheni. Rahalaitosten lyhyet reaalikorot laskivat 0,31 prosenttiyksikköä joulukuun 2009 ja huhtikuun 2010 välisenä aikana, kun taas niiden pitkät reaalikorot nousivat 0,4 prosenttiyksikköä. Samanaikaisesti markkinaehtoisen velkarahoituksen reaalikustannukset pienenivät noin 0,30 prosenttiyksikköä, mikä johtui siitä, että yritysten joukkolainojen tuotoerot kaventuivat edelleen lähes koko tarkastelujakson ajan. Osakerahoituksen reaalikustannukset kasvoivat joulukuun 2009 ja huhtikuun 2010 välisenä aikana kaikkiaan yli 0,90 prosenttiyksikköä

Kuvio 28. Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen reaalikustannukset

(vuotuisina prosentteina, kuukausihavaintoja)



Lähteet: EKP, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch ja Consensus Economicsin ennusteet.

Huom. Yritysten ulkoisen rahoituksen reaalikustannukset lasketaan pankkilainojen, velkapapereiden ja osakkeiden kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrien perusteella ja deflaatioina inflaatio-odotuksilla (ks. maaliskuun 2005 Kuukausikatsauksen kehikko 4). Rahalaitosten yhdenmukaistettujen antolainauskorkojen käyttöönotto vuoden 2003 alussa aiheutti katkoksen aikasarjatilastossa.

Taulukko 4. Rahalaitosten yrityksille myöntämien uusien lainasopimusten korot

(vuotuinen korko, peruspisteinä)

							Muutos peruspisteinä huhtikuuhun 2010 saakka ¹⁾		
	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 Maalis	2010 Huhti	2009 Tammi	2010 Tammi	2010 Maalis
Rahalaitosten antolainauskorot									
Sekkiluotot yrityksille	5,08	4,55	4,25	4,06	3,98	3,97	-168	-8	-1
Enintään miljoonan euron lainat yrityksille									
Vaihtuvakorkoiset ja koroltaan alun perin enintään vuodeksi sidotut	4,03	3,64	3,36	3,28	3,24	3,18	-155	-7	-6
Koroltaan alun perin yli viideksi vuodeksi sidotut	4,74	4,49	4,16	3,96	4,00	3,90	-134	-9	-10
Yli miljoonan euron lainat yrityksille									
Vaihtuvakorkoiset ja koroltaan alun perin enintään vuodeksi sidotut	2,85	2,57	2,06	2,19	1,99	2,00	-152	-1	1
Koroltaan alun perin yli viideksi vuodeksi sidotut	3,87	3,71	3,64	3,58	3,44	3,45	-113	-20	1
Lisätieto									
Kolmen kuukauden rahamarkkinakorko	1,63	1,22	0,77	0,71	0,64	0,64	-182	-4	0
Valtion kahden vuoden joukkolainan tuotto	1,75	1,68	1,28	1,39	1,40	1,75	-39	24	35
Valtion seitsemän vuoden joukkolainan tuotto	3,38	3,53	3,10	3,10	3,15	3,26	-18	3	11

Lähde: EKP.

1) Pyöristysten vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

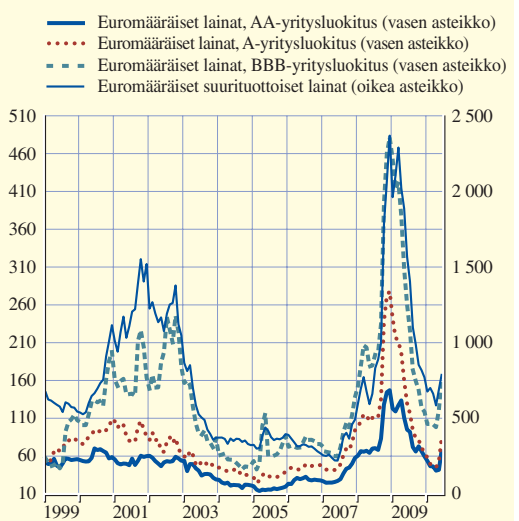
ja vielä 1,00 prosenttiyksikköä lisää toukokuun aikana, kun valtion velkapaperimarkkinoiden jännitteet lisäsivät yleisesti volatiliiteettia rahoitusmarkkinoilla. Pidemmän aikavälin tarkastelussa yritysten rahoituksen reaaliset kokonaiskustannukset pysyivät euroalueella vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä suunnilleen alimmillaan sitten vuoden 1999. Tämä koski kaikkia muita kustannuksia paitsi osakerahoituksen reaalkustannuksia.

Valtaosa rahalaitosten yrityksille myöntämien uusien lainojen nimelliskoroista laski edelleen hieman joulukuun 2009 ja huhtikuun 2010 välisenä aikana (ks. taulukko 4). Rahalaitosten koroissa marraskuussa 2008 alkanut laskusuuntaus näyttää tasaantuneen vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Huhtikuussa 2010 tapahtunut kehitys saattaa myös alkaa heijastella nousua niissä rahamarkkinakoroissa, joiden kehitys vaikuttaa yleensä lyhytaikaisen pankkirahoituksen kustannuksiin, ja niissä joukkolainojen tuotoissa, joiden kehitys vaikuttaa yleensä pitkiin antolainauskorkoihin.

Markkinaehtoisen velkarahoituksen reaalkustannusten huomattava pieneneminen johtuu lähinnä yritysten joukkolainojen tuottoerojen supistumisesta. Tuottoerot supistuivat vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä ja huhtikuussa 2010 kaikissa luottoluokitusluokissa pienemmiksi kuin elokuussa 2008 (eli hieman ennen kuin yritysten joukkolainojen tuottoerot alkoivat merkittävästi kasvaa kriisin voimistuessa) (ks. kuvio 29). Toukokuussa 2010 yritysten joukkolainojen tuottoeroihin vaikutti sitä vastoin se, että rahoitussijoittajat siirsivät ponnekaasti sijoituksia turvallisiin kohteisiin. Tuottoerot alkoivatkin uudelleen kasvaa, mikä kumosi suurim-

Kuvio 29. Yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspisteinä, kuukausikeskiarvoja)



Lähteet: Thomson Financial Datastream ja EKP:n laskelmat.

Huom. Yritysten joukkolainojen tuottoerot on laskettu suhteessa AAA-luokituksen saaneiden valtion joukkolainojen tuottoihin.

man osan niiden tämän vuoden aikaisesta pienenemisestä. Esimerkiksi BBB-luokan joukkolainojen tuottoerot kasvoivat huhti- ja toukokuussa 2010 noin 0,20 prosenttiyksikköä ja suurituottoisten joukkolainojen puolestaan 1,00 prosenttiyksikköä. Korkeamman luottoluokituksen joukkolainojen tuottoeroihin markkinoiden tunnelman muutos vaikutti vähemmän, ja ne pysyivätkin samalla tasolla kuin ennen viimeisimpien jännitteiden ilmenemistä.

RAHOITUSVIRRAT

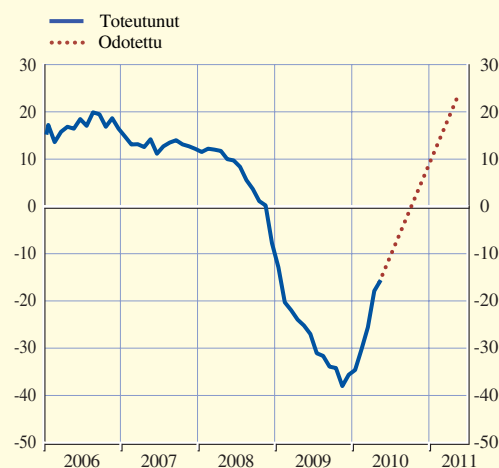
Useimmat euroalueen yritysten kannattavuusindikaattorit osoittavat kannattavuuden parantuneen edelleen vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä sekä huhti- ja toukokuussa. Pörssiyritysten osakekohtaisten tuottojen vuotuinen muutosvauhti pysyi euroalueella kuitenkin edelleen negatiivisena toukokuussa 2010: se oli -15 % oltuaan -26 % maaliskuussa (ks. kuvio 30). Voittojen odotetaan paranevan edelleen, mutta yritysten osakekohtaisten tuottojen vuotuisen kasvuvauhdin odotetaan yleisesti pysyvän negatiivisena syksyyn 2010 saakka.

Ulkoisen rahoituksen hankinnassa rahalaitosten lainat yrityksille ovat edelleen supistumassa, kun taas markkinainstrumenttien (erityisesti velkapapereiden) liikkeeseenlasku vilkastui kaksinumeroista vauhtia (ks. kuvio 31). Yritysten liikkeeseen laskemien noteerattujen osakkeiden vuotuinen kasvuvauhti heikkeni hieman vuoden 2010 ensimmäisen neljänneksen lopussa. Yritysten velkapapereiden liikkeeseenlasku oli edelleen vilkasta maaliskuuhun 2010 saakka, ja vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi voimakkaasti etenkin pitkissä maturiteeteissa. Tähän vaikutti jälleenrahoitustoiminta, joka on suosinut lyhytaikaisten velkapapereiden liikkeeseenlaskun sijaan pitkäaikaisten velkapapereiden liikkeeseenlaskua.

Yrityksille myönnettyjen pankkilainojen kasvu oli negatiivista (-2,4 %) vuoden 2010 ensimmäisen neljänneksen lopussa (ks. taulukko 5). Huhtikuussa 2010 yrityksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti heikkeni edelleen eli -2,6 prosenttiin. Eniten supistui yrityksille myönnetty lyhytaikaiset lainat (joiden maturiteetti on enintään vuoden). Niiden vuotuinen kasvuvauhti onkin pysynyt negatiivisena maaliskuusta 2009 lähtien. Ainoastaan lainat, joiden maturiteetti on yli viisi vuotta, ovat viime kuukausina osoittaneet joitakin vakautumisen merkkejä: niiden kasvuvauhti oli positiivinen huhtikuus-

Kuvio 30. Pörssiyritysten osakekohtainen tuotto euroalueella

(vuotuisina prosenteina, kuukausihavaintoja)



Lähteet: Thomson Financial Datastream ja EKP:n laskelmat.

Kuvio 31. Yritysten ulkoisen rahoituksen hankinta eriteltynä

(vuotuinen prosentimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. Noteeratut osakkeet ovat euromääräisiä.

Taulukko 5. Yritysten rahoituksen hankinta

(prosenttimuutos, vuosineljänneksen lopussa)

	Vuotuinen kasvuvauhti				
	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I
Rahalaitosten lainat	6,1	2,7	-0,2	-2,2	-2,4
Enintään vuoden	-0,5	-5,8	-10,2	-13,2	-10,6
Yli vuoden ja enintään 5 vuoden	11,0	7,2	2,0	-1,9	-4,4
Yli 5 vuoden	8,1	5,9	4,6	3,8	2,7
Liikkeeseen lasketut velkapaperit	9,1	12,3	16,1	14,5	16,0
Lyhytaikaiset	-10,5	-23,8	-25,2	-38,4	-21,5
Pitkäaikaiset, joista: 1)	12,9	19,4	24,0	24,8	21,8
Kiinteäkorkoiset	17,6	25,1	31,4	32,3	26,4
Vaihtuvakorkoiset	-0,5	-1,1	-4,8	-4,2	-0,1
Noteeratut osakkeet	0,4	1,5	1,8	1,8	1,8
Lisätieto²⁾					
Rahoituksen hankinta yhteensä	3,4	2,9	2,1	1,2	-
Lainat yrityksille	6,5	4,1	1,7	0,0	-
Vakuutustekninen vastuovelka ³⁾	0,5	0,5	0,5	0,5	-

Lähteet: EKP, Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tämän taulukon tiedot (paitsi lisätiedot) perustuvat raha- ja pankkitilastoihin ja arvopapereiden liikkeeseenlaskuja koskeviin tilastoihin. Pieniä eroja rahoitustilinpidon tietoihin nähden saattaa ilmetä lähinnä arvostusmenetelmien erojen vuoksi.

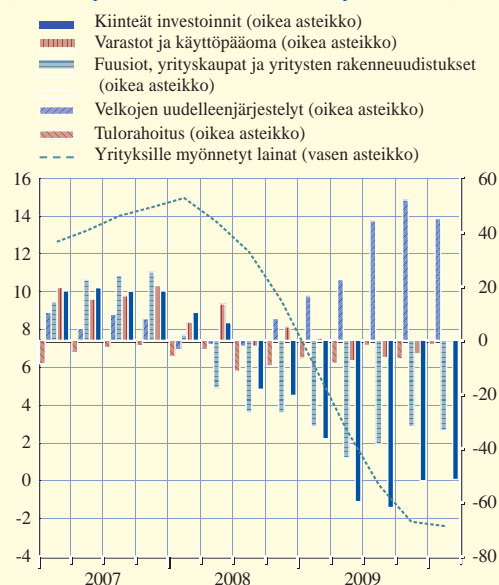
1) Kiinteä- ja vaihtuvakorkoisten velkapapereiden summa ei välttämättä täsmää pitkäaikaisten velkapapereiden yhteismäärän kanssa, koska tässä taulukossa ei esitetä erikseen nollakorkoisia pitkäaikaisia arvopapereita, joihin liittyy arvostusvaikutuksia.

2) Tiedot perustuvat sektorin mukaisen rahoitustilinpidon neljännesvuositilastoihin. Yritysten rahoituksen hankinta käsittää lainat, liikkeeseen lasketut velkapaperit, osakkeet ja osuudet, vakuutusteknisen vastuuvelan, muut velat ja johdannaiset.

3) Sisältää eläkerahastot.

Kuvio 32. Lainojen kasvu ja yritysten lainankysyntään vaikuttavat tekijät

(vuotuinen prosenttimuutos, nettomääräinen prosenttiosuus)



Lähde: EKP.

Huom. Nettomääräinen prosenttiosuus viittaa eroon lainankysynnän kasvuun vaikuttaneista tekijöistä ilmoittaneiden pankkien ja lainankysynnän vähenemiseen vaikuttaneista tekijöistä ilmoittaneiden pankkien määrässä. Ks. myös huhtikuun 2010 luotonantokysely.

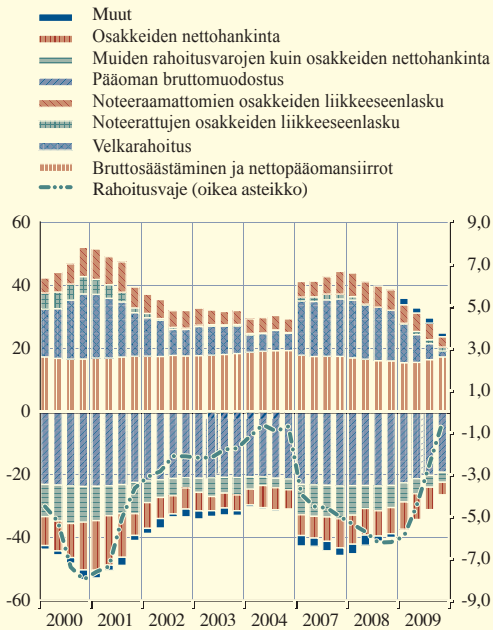
sa 2010. Empiiriset tiedot viittaavat siihen, että yrityksille myönnettävät lainat reagoivat suhdanvaihteluihin yleensä huomattavalla viipeellä. Lainanoton hidastuminen noudattelee suurin piirtein pitkän aikavälin trendiä, kun otetaan huomioon heikon talustilanteen pitkittyneet vaikutukset lainankysyntään ja pankkilainojen jatkuva korvaaminen markkinaehtoisella rahoituksella.

Euroalueen pankkien tuoreimman luotonantokyselyn tulokset viittaavat siihen, että kysyntäpuolen tekijät, kuten kiinteiden investointien sekä fuusioiden ja yrityskauppojen väheneminen, ovat vaikuttaneet negatiivisesti yritysten lainankysyntään vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä (ks. kuvio 32). Kysely vahvisti myös, että vaikka pankkien likvideettiasema onkin hieman parantunut, niiden vakavaraisuuskustannukset ja mahdollisuudet saada markkinarahoitusta kiristivät edelleen yrityksille myönnettävien lainojen myöntämiskriteerejä. Vaikka kriteerit eivät siis yleisesti ottaen kiristyneet samalla tarkastelujaksolla, luottorajoitteet näyttävät yhä vaikuttaneen lainakehitykseen.

Yritysten rahoitusvaje (nettoluotonotto) eli ero reaali investointien kustannusten sekä tulorahoituksen (bruttosäästämisen) välillä on neljän vuosinel-

Kuvio 33. Yritysten säästäminen, rahoituksen hankinta ja investoinnit

(neljän neljänneksen liukuvia summia, % bruttoarvonlisäyksestä)



Lähde: Euroalueen tilinpidon tilastot.

Huom. Velka käsittää lainat, velkapaperit ja eläkerahastojen vastuvelat. Muut-erään sisältyvät johdannaiset, muut nettoutetut velat/saamiset ja korjaukset. Yrityksen sisäiset lainat on nettoitettu. Rahoitusvaje tarkoittaa nettoluotonantoasemaa, joka suunnilleen vastaa bruttosäästämisen ja pääoman bruttomuodostuksen välistä eroa.

jänneksen liukuvan summan perusteella pienentynyt huomattavasti vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä. Se oli tuolloin 0,5 % bruttoarvonlisäyksestä. Kuviossa 33 esitetään ne eri osatekijät, joista euroalueen tilinpidon mukaan koostuvat euroalueen yritysten säästäminen, rahoituksen hankinta ja investoinnit. Tilinpidon tiedot ulottuvat vuoden 2009 viimeiselle neljännekselle. Kuten kuviosta käy ilmi, yritysten reaali-investoinnit (kiinteän pääoman bruttomuodostus) rahoitettiin lähes kokonaan tulorahoituksella, kun taas ulkoisen rahoituksen kasvu on voimakkaasti heikentynyt: sitä ei käytetä lähes lainkaan yritysrahoituksen lähteenä. Osakkeiden ja muiden rahoitusvarojen nettohankinta väheni edelleen vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä.

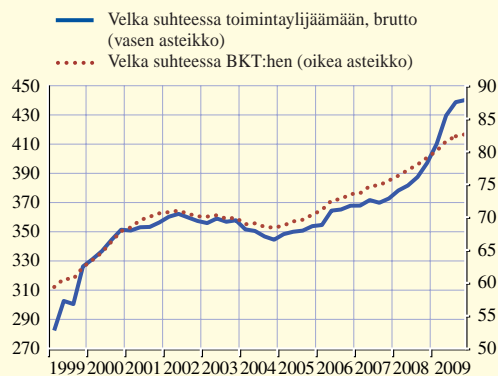
RAHOITUSASEMA

Yritysten velkaantuneisuus pysyi vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä suurin piirtein yhtä korkeana kuin aiemmin: yritysten velka suhteessa BKT:hen oli 83 % ja suhteessa bruttotoimintaylijäämään 440 % (ks. kuvio 34). Ulkoisen rahoituksen väheneminen ja tulorahoituksen aiempaa vaimeampi supistuminen vuoden 2009 jälkipuoliskolla saattavat viitata siihen, että yritykset vahvistavat parhaillaan aktiivisesti rahoitusasemaansa.

Yritykset hyötyivät pankkien antolainauskorkojen ja markkinakorkojen laskusta, joka pienensi

Kuvio 34. Yritysten velkasuhteita

(prosentteina)

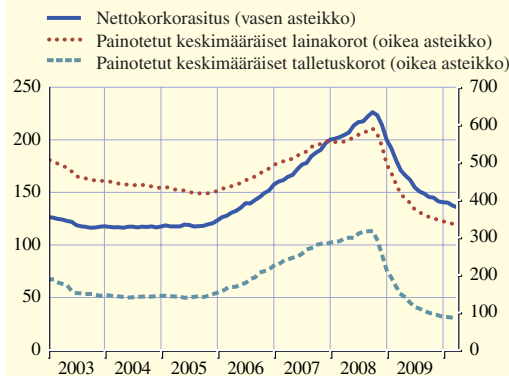


Lähteet: EKP, Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Velka perustuu sektorin mukaisen rahoitustilinpidon neljännesvuositilastoihin. Siihen sisältyvät lainat, liikkeeseen lasketut velkapaperit ja eläkerahastojen vastuvelat.

Kuvio 35. Yritysten nettokorkorasitus

(peruspisteinä)



Lähde: EKP.

Huom. Nettokorkorasitus määritellään yrityksistä koskevien painotettujen keskimääräisten laina- ja talletuskorkojen eroksi ja perustuu kannan määriin.

niiden korkorasitusta edelleen vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä ja huhtikuussa 2010 (ks. kuvio 35). Yritysten velkaantuneisuus ja siihen liittyvä korkorasitus pysyivät yleisesti suurina, mikä viittaa siihen, että ulkoisen rahoituksen kysyntä pysyy vaimeana ja yritykset hyödyntävät edelleen mahdollisuutta taseiden uudelleenjärjestelyyn kassavirtojen parantuessa.

2.7 KOTITALOUKSIEN RAHOITUSVIRRAT JA RAHOITUSASEMA

Kotitalouksien rahoitustilannetta leimasi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä se, että pankkien antolainauskorot laskivat edelleen hienoisesti. Kotitalouksille myönnettävien lainojen myöntämiskriteereitä kiristettiin hieman ensimmäistä kertaa syksyn 2008 jälkeen. Kotitalouksien lainanoton vuotuinen kasvuvauhti parani lisää vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä ja huhtikuussa 2010 edelleenkin lähinnä asuntolainojen ansiosta. Kotitalouksien velanhoitokulujen suhde tuloihin kasvoi hieman, kun taas niiden korkorasitus pieneni edelleen.

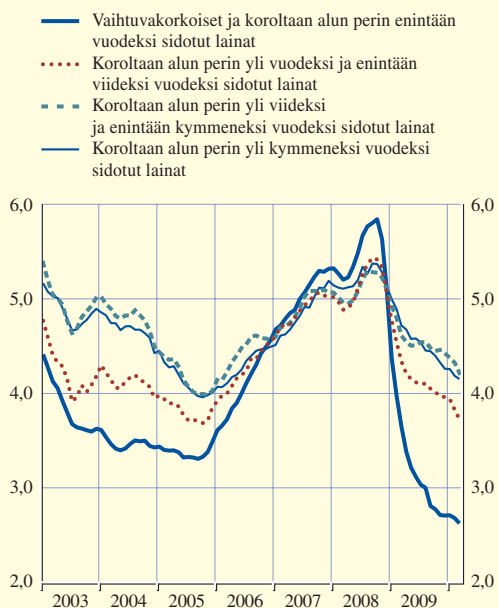
RAHOITUSOLOT

Kotitalouksien rahoituskustannukset kevenivät euroalueella edelleen vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä vaikkakin vähemmän kuin aiempina vuosineljänneksinä. Rahalaitosten kotitalouksille myöntämien asuntolainojen korot laskivat edelleen ensimmäisellä vuosineljänneksellä (ks. kuvio 36). Koronlasku oli laaja-alaista kaikissa maturiteeteissa ja osoitusta pääasiallisesti siitä, että uusien asuntolainojen korkojen ja vastaavien markkinakorkojen väliset erot pienenevät edelleen. Asuntolainojen korkojen aikarakennetta leimasi edelleen koroltaan alun perin pitkäksi ajaksi (yli viideksi vuodeksi) sidottujen lainojen ja koroltaan alun perin lyhyeksi ajaksi sidottujen lainojen (vaihtuvakorkoisten lainojen ja koroltaan alun perin enintään vuodeksi sidottujen lainojen) välinen huomattava positiivinen korkoero. Niinpä hieman yli puolet ensimmäisellä vuosineljänneksellä tehdyistä uusista lainakaupoista suuntautuivat edelleen koroltaan alun perin lyhyemmäksi ajaksi sidottuihin lainoihin.

Rahalaitosten myöntämien kulutusluottojen korot pysyivät keskimäärin ennallaan vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Tästä huolimatta koroltaan alun perin lyhyeksi ajaksi sidottujen lainojen (vaihtuvakorkoisten lainojen ja koroltaan alun perin enintään vuodeksi sidottujen lainojen) korot laskivat edelleen ja koroltaan alun perin pitkäksi ajaksi (yli viideksi vuodeksi) sidottujen lainojen korot puolestaan nousivat hieman – ensimmäistä kertaa syksyn 2008 jälkeen. Kulutusluottojen korkojen ja vastaavien markkinakorkojen väliset erot pienenevät koroltaan lyhyeksi ajaksi sidotuissa lainoissa mutta suurenevät pitemmäksi ajaksi sidotuissa lainoissa. Alimillaan olivat koroltaan alun perin yli yhdeksi ja enintään viideksi vuodeksi sidottujen lainojen korot ja seuraavana koroltaan alun perin lyhimmäksi ajaksi sidottujen lainojen korot. Korot olivat korkeimmillaan lainoissa, joiden korko on sidottu yli viideksi vuodeksi.

Kuvio 36. Rahalaitosten kotitalouksille myöntämien asuntolainojen korot

(vuotuisina prosentteina, ilman kuluja, uusien lainasopimusten korkoja)



Lähde: EKP.

Huhtikuussa 2010 tehdyn pankkien luotonantokyselyn tulokset viittaavat siihen, että kotitalousten lainojen myöntämiskriteerejä tiukentaneiden pankkien osuus kasvoi hieman vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Kriteereitä tiukennettiin nyt ensimmäistä kertaa syksyn 2008 jälkeen, ja tiukennus kohdistui erityisesti asuntolainoihin. Kulutusluottojen ja muiden lainojen myöntämiskriteerit pysyivät sen sijaan suurin piirtein ennallaan. Ilmoitukset asuntolainojen myöntämiskriteerien tiukentamisesta eivät heijastelleet muutosta taustatekijöissä, jotka joko pysyivät suurin piirtein ennallaan (kuten esimerkiksi asuntomarkkinoiden kehitysnäkymät) tai vaikuttivat vähemmän tiukentamiseen (kuten yleiset talousnäkymät). Luottokriteerien tiukentaminen saattaa siten selittyä osaksi muilla tekijöillä, kuten muutoksilla pankkien riskienhallinnassa. Edellisen kyselykierroksen tapaan pankkien rahoituksen kustannusten ja taserajoitteiden – joiden voidaan katsoa olevan yksinomaan lainojen tarjontaan liittyviä tekijöitä – vaikutukset pysyivät neutraaleina kaikenlaisissa lainoissa. Pankkien mielestä asuntolainojen nettokysyntä oli supistunut ensimmäisellä vuosineljänneksellä kasvettuaan kolmen peräkkäisen neljänneksen ajan. Tämän katsottiin johtuvan erityisesti asuntomarkkinoiden kehitysnäkymien myönteisyyden vähenemisestä ja kuluttajien luottamuksen heikentymisestä. Kulutusluottojen ja muiden lainojen nettokysyntä on ilmeisesti ollut jonkin verran verkkaisempaa ensimmäisellä vuosineljänneksellä.

RAHOITUSVIRRAT

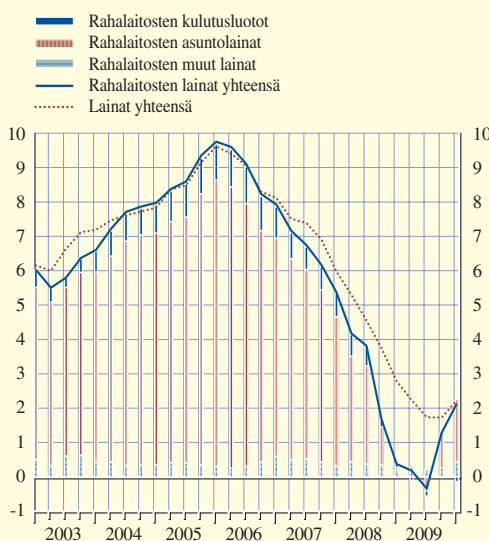
Kotitalouksille myönnettyjen lainojen yhteismäärän vuotuinen kasvuvauhti pysyi 1,7 prosentissa vuoden 2009 neljännellä neljänneksellä (viimeisin neljännes, jolta euroalueen integroidun tilinpidon tietoja on saatavilla), joten vuoden 2006 puolivälistä jatkunut hiljeneminen pysähtyi. Tästä huolimatta kotitalouksille myönnettyjen muiden kuin rahalaitoslainojen vuotuinen kasvuvauhti hiljeni selvästi. Se oli 4,3 %, kun se oli edellisellä vuosineljänneksellä ollut 15,6 %. Tämä hiljeneminen johtui siitä, että todelliseen myyntiin perustuva arvopaperistaminen (eli se, että lainat siirretään pois rahalaitosten taseista ja merkitään tämän jälkeen lainoiksi muilta rahoituksen välittäjiltä), jonka vaikutus oli ollut erityisen voimakasta vuoden 2008 lopulla, jäi pois vuotuisen kasvuvauhdin laskennasta. Rahalaitosten lainoja ja arvopaperistamista koskevat tiedot osoittavat, että kotitalouksille myönnettyjen lainojen yhteismäärän vuotuinen kasvuvauhti lisääntyi hieman yli 2 prosenttiin vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä (ks. kuvio 37).

Kotitalouksille myönnettyjen rahalaitosten lainojen vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi 2,5 prosenttiin huhtikuussa 2010, kun se oli ollut 1,7 % vuoden 2010 ensimmäisellä ja 0,3 % vuoden 2009 neljännellä neljänneksellä. Viimeaikaisin kehitys tarjoaa lisävahvistusta sille, että käännekohta koettiin vuoden 2009 aikana. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti parani kuitenkin vähemmän, kun otetaan huomioon vaikutukset, jotka johtuvat lainojen siirtämisestä taseen ulkopuolelle arvopaperistamisen yhteydessä.

Rahalaitosten lainanannon myönteisen kehityksen jatkuminen ja vuotuisen kasvuvauhdin kiihtyminen näyttävät noudattavan pitempiäaikaisia

Kuvio 37. Kotitalouksille myönnettyt lainat yhteensä

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus lainojen kasvuun prosenttiyksikköinä, vuosineljänneksen lopussa)



Lähde: EKP

Huom. Lainat yhteensä käsittävät kaikkien institutionaalisten sektorien kotitalouksille myöntämät lainat mukaan lukien ulkomaiset lainat. Vuoden 2010 ensimmäiseltä neljännekseltä kotitalouksille myönnettyjen lainojen yhteismäärä on arvioitu raha- ja pankkitilastojen transaktiotietojen perusteella. Teknisiä huomautuksia -osassa on tietoja kasvuvauhtien laskentaan liittyvistä eroista rahalaitosten lainojen ja lainojen yhteismäärän välillä.

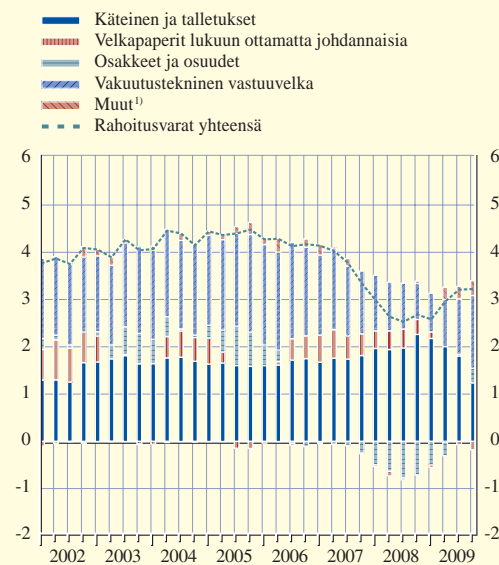
säännönmukaisuuksia, joiden mukaan kotitalouksien lainanotto yleensä virkistyy suhdannejakson alussa. Lainanannon kasvu saattaa kuitenkin jäädä vähäiseksi, koska asuntomarkkinoihin ja tulonäkymiin liittyy edelleen huomattavaa epävarmuutta ja koska kotitaloudet ovat aiempiin jaksoihin verrattuna edelleenkin hyvin velkaantuneita.

Kotitalouksille myönnettyistä rahalaitosten lainoista asuntolainojen vuotuinen kasvuvauhti nopeutui 2,9 prosenttiin huhtikuussa 2010, kun se oli ollut keskimäärin 2,0 % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Kasvuvauhdin nopeutuminen johtui siitä, että vuoden 2009 puolivälistä alkaen asuntolainanotto lähti kuukausitasolla tasaiseen kasvuun. Myös muun lainanannon tilanne kohentui: sen vuotuinen kasvuvauhti parani 3,0 prosenttiin huhtikuussa, kun se oli ollut ensimmäisellä vuosineljänneksellä 2,4 %. Kulutusluottojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi sen sijaan negatiivisena (se oli huhtikuussa -0,3 %), mutta voimistui hieman lisää ensimmäiseen neljännekseen verrattuna.

Euroalueen tilinpidon tiedot euroalueen kotitaloussektorin taseen saamispuolesta osoittavat, että rahoitusinvestointien yhteismäärän vuotuinen kasvuvauhti on pysynyt ennallaan. Se oli 3,2 % vuoden 2009 neljännellä neljänneksellä (ks. kuvio 38). Tästä huolimatta sijoitussalkkuja on järjestelty merkittävästi uudelleen. Käteiseen ja talletuksiin tehtyjen sijoitusten osuus vähenikin merkittävästi, ja tämä omaisuusluokka menetti asemansa rahoitusinvestointien yhteismäärän suurimpana kasvutekijänä. Kotitaloudet siirsivät edelleen likvidejä varojaan pitempiaikaisiin ja riskipitoisempiin omaisuuseriin, kun tuottokäyrät jyrkkenivät ja markkinaodotukset kohenivat. Varsinkin vakuutusteknisen vastuuvelan hankinta lisääntyi huomattavasti, ja tämä omaisuusluokka vaikutti eniten rahoitusinvestointien yhteismäärän kasvuun. Kotitaloudet lisäsivät edelleen myös rahasto-osuuksien (muiden

Kuvio 38. Kotitalouksien rahoitusinvestoinnit

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus kasvuun prosenttiyksikköinä)

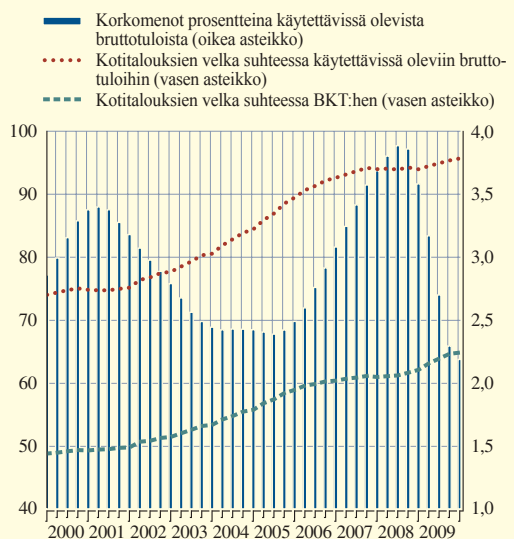


Lähteet: EKP ja Eurostat.

1) Sisältää lainat ja muut saamiset.

Kuvio 39. Kotitalouksien velka ja korkomenot

(prosentteina)



Lähteet: EKP ja Eurostat.

Huom. Kotitalouksien velka käsittää kaikkien institutionaalisten sektorien kotitalouksille myöntämät lainat mukaan lukien ulkomaiset lainat. Korkomenoissa eivät ole mukana kaikki kotitalouksien maksamat rahoituskustannukset, koska niihin eivät sisälly rahoituspalveluista maksetut palkkiot. Viimeisen neljänneksen tiedot ovat osittain arvioita.

kuin rahamarkkinarahastojen osuuksien) hankintaa, mutta vähensivät joukkolainojen ja noteerattujen osakkeiden suoria omistusosuuksia.

RAHOITUSASEMA

Kotitalouksien velan arvioidaan edelleen hieman lisääntyneen suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin. Se oli hieman alle 96 % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Loppuvuodesta 2007 vuoden 2009 puoliväliin se oli pysynyt suurin piirtein ennallaan (ks. kuvio 39). Tämä kehitys on osoitusta kotitalouksien lainanoton hienoisesta piristymisestä ja tulojen vaimeasta kasvusta viime vuosineljänneksillä. Sen sijaan kotitalouksien velka suhteessa BKT:hen on arvioiden mukaan pysynyt käytännössä ennallaan ensimmäisellä vuosineljänneksellä, mikä on osoitusta siitä, että talouden yleinen toimeliaisuus on kohentunut suhdanteiden mukaan voimakkaammin kuin kotitalouksien tulot. Kotitalouksien korkorasituksen arvioidaan edelleen pienenneen, vaikkakin paljon vähemmän kuin edellisillä vuosineljänneksillä. Korkorasitus oli 2,2 % käytettävissä olevista tuloista ensimmäisellä vuosineljänneksellä, kun se oli edellisellä vuosineljänneksellä ollut 2,3 %. Kotitalouksien velanhoidokulujen suhde tuloihin on toisaalta hieman kasvanut, mikä on osoitusta kotitalouksien korkomaksuissa käytettävien korkojen alenemisesta.

3 HINNAT JA KUSTANNUKSET

Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiövauhti oli 1,6 % toukokuussa 2010, kun se huhtikuussa oli ollut 1,5 %. Inflaatiövauhdin nopeutuminen viime kuukausina johtuu lähinnä energian hinnan noususta. Pidemmällä aikavälillä inflaatiövauhti pysynee maltillisena. Raaka-aineiden hintoihin saatava edelleen kohdistua nousupaineita. Sitä vastoin euroalueen kotimaisten hintapaineiden odotetaan edelleen olevan vähäisiä. Tämä arvio näkyy myös eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuussa 2010 julkaistavissa euroaluetta koskevissa kokonaistaloudellisissa arvioissa. Niissä euroalueen vuotuisen YKHI-inflaation ennustetaan olevan 1,4–1,6 % vuonna 2010 ja 1,0–2,2 % vuonna 2011. Maaliskuussa 2010 julkaistuihin EKP:n asiantuntijoiden arvioihin verrattuna vaihteluvälillä tarkistettu hieman aiemmin arvioitua nopeamman inflaatiövauhdin suuntaan, mikä johtuu lähinnä raaka-aineiden euromääräisten hintojen noususta. Käytettävissä olevat kansainvälisten laitosten ennusteet antavat näkymistä jokseenkin samanlaisen kuvan. Näihin hintakehitysnäkymiin liittyvät keskipitkän aikavälin riskit ovat jokseenkin tasapainossa.

3.1 KULUTTAJAHINNAT

Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatio oli 1,6 % toukokuussa 2010, kun se huhtikuussa oli ollut 1,5 % (ks. taulukko 6). Pidemmän aikavälin tarkastelu osoittaa, että vuotuinen YKHI-inflaatiövauhti on vaihdellut voimakkaasti kahden viime vuoden aikana. YKHI-inflaation vuotuinen muutosvauhti hidastui vähitellen vuoden 2008 puolivälin ja vuoden 2009 puolivälin välisenä ajanjaksona, mikä johtui elintarvikkeiden ja energian hintojen laskusta. Heinäkuussa 2009 vuotuinen YKHI-inflaatio oli hitaimmillaan eli -0,6 %. Vertailuajankohdan vaikutusten vuoksi vuotuinen YKHI-inflaatiövauhti kääntyi jälleen positiiviseksi marraskuussa 2009. Inflaatiövauhti on nopeutunut viime kuukausina, mikä johtuu lähinnä energian hinnan noususta.

Tuoreimmat sektorikohtaiset tiedot YKHI:n kehityksestä osoittavat, että YKHI:n energiaerän hintojen vuotuinen muutosvauhti nopeutui 9,1 prosenttiin huhtikuussa 2010, kun se maaliskuussa oli ollut 7,2 % (ks. kuvio 40). Pidemmän aikavälin tarkastelu osoittaa, että energian hinnan vuotuinen muutosvauhti on nopeutunut tasaisesti heinäkuusta 2009 lähtien, jolloin se oli ollut hitaimmillaan eli -14,4 %. Hinnan laskun hidastuminen ja muutosvauhdin kääntymisen positiiviseksi heinäkuun 2009 jälkeen johtuu lähinnä öljyn hinnan jyrkästä noususta heinäkuusta lähtien ja vertailuajankohdan vaikutuksista, jotka aiheuttavat öljyn hinnan jyrkästä laskusta vuoden 2008 jälkipuoliskolla. Energiaerän alainerien hintojen tarkastelu osoittaa, että käänne johtuu lähinnä niiden alainerien hintojen noususta, joihin öljyn hinnan kehitys vaikuttaa suoraan (nestemäiset polttoaineet: henkilöajoneuvojen polttoaineet ja asuintalojen lämmityspolttoaineet). Sitä vastoin energiaerän muiden alainerien (kuten sähkön ja kaasun) hintojen vuotuinen muutos-

Taulukko 6. Hintakehitys

(vuotuinen prosenttimuutos, ellei toisin mainita)

	2008	2009	2009 Joulu	2010 Tammi	2010 Helmi	2010 Maalis	2010 Huhti	2010 Touko
Yhdenmukaistettu kuluttajahinta- indeksi (YKHI) ja sen erät								
Kokonaisindeksi ¹⁾	3,3	0,3	0,9	1,0	0,9	1,4	1,5	1,6
Energia	10,3	-8,1	1,8	4,0	3,3	7,2	9,1	.
Jalostamattomat elintarvikkeet	3,5	0,2	-1,6	-1,3	-1,2	-0,1	0,7	.
Jalostetut elintarvikkeet	6,1	1,1	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	.
Muut teollisuustuotteet kuin energia	0,8	0,6	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	.
Palvelut	2,6	2,0	1,6	1,4	1,3	1,6	1,2	.
Muut hintaindikaattorit								
Teollisuuden tuottajahinnat	6,1	-5,1	-2,9	-1,0	-0,4	0,9	2,8	.
Öljyn hinta (euroa/barreli)	65,9	44,6	51,6	54,0	54,5	59,1	64,0	61,6
Muiden kuin energiaraaka-aineiden hinnat	2,0	-18,5	19,2	27,3	25,4	34,5	51,9	51,9

Lähteet: Eurostat, EKP ja Thomson Financial Datastreamin tietoihin perustuvat EKP:n laskelmat.

Huom. Muiden raaka-aineiden kuin energian hintaindeksi on painotettu ajanjaksona 2004–2006 toteutuneen euroalueen tuonnin rakenteen mukaan.

1) Toukokuun 2010 YKHI-inflaatioluku perustuu Eurostatin alustavaan arvioon.

vauhti on pysynyt vakaampana. Viime kuukausina energian hinnan nousuun on myös vaikuttanut jalostusmarginaalin (öljynjalostustuotteiden ja raakaöljyn hintojen erotus) kasvu. Tuoreimmat tiedot viittaavat siihen, että jalostusmarginaali on tällä hetkellä suurempi kuin pitkän aikavälin keskiarvo. Öljyn tämänhetkisten futuurihintojen perusteella energian hinnan nousuvauhdin odotetaan pysyvän nopeana loppuvuoden 2010. Vertailuajankohta ja välillinen verotus saattavat hieman nopeuttaa nousuvauhtia.

Elintarvikkeiden (ml. alkoholi ja tupakka) hintojen vuotuinen nousuvauhti kääntyi jälleen positiiviseksi maaliskuussa, jolloin se oli 0,3 %. Maaliskuuta edeltäneinä seitsemänä kuukautena nousuvauhti oli ollut negatiivinen. Nousuvauhdin nopeutuminen jatkui huhtikuussa. Tuolloin elintarvikkeiden hintojen vuotuinen nousuvauhti oli 0,7 %. YKHI:n eristä eniten vaihtelevat elintarvikkeiden hinnat ja energian hinta. Näin ollen vaikka elintarvikkeiden hintojen osuus YKHI-korista on vain noin 20 %, ne voivat vaikuttaa merkittävästi YKHI-inflaation vaihteluun. YKHI-inflaation hidastumisen vuoden 2008 puolivälin ja vuoden 2009 puolivälin välisenä ajanjaksona voidaankin katsoa johtuvan suurimmaksi osaksi elintarvikkeiden raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen merkittävästä laskusta samana ajanjaksona. Elintarvikkeiden hintojen lasku pysähtyi syksyllä 2009, minkä jälkeen hinnat ovat vakaantuneet hieman.

Elintarvikkeiden hintojen kehitystä analysoidaan yleensä tarkastelemalla erikseen jalostettujen ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja. Syksyllä 2009 ja vuoden 2010 neljänä ensimmäisenä kuukautena jalostettujen elintarvikkeiden erän suurimpien aluerien, kuten leivän ja maitotuotteiden (maito, juusto, kananmuna) hintojen vuotuinen nousuvauhti oli negatiivinen. Sitä vastoin erät, joihin välillinen verotus vaikuttaa enemmän (tupakka, viini, olut, väkevät alkoholijuomat) aiheuttivat jalostettujen elintarvikkeiden hintoihin nousupaineita. Tupakan hinnan osuus jalostettujen elintarvikkeiden erästä on noin yksi neljäsosaa. Välillisten verojen korotukset viime vuonna ovat johtaneet siihen, että tupakan hinnan vuotuinen nousuvauhti nopeutui 6,2 prosenttiin huhtikuussa. Nousuvauhti on nopeampi kuin vuoteen 1998 ulottuva pitkän aikavälin keskiarvo (5,4 %).

Myös jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen vuotuinen muutosvauhti vakaantui hieman vuoden 2009 jälkipuoliskolla ja vuoden 2010 alussa. Muutosvauhti alkoi kuitenkin nopeutua maalisi- ja huhtikuussa. Muutosvauhdin viimeaikaiseen nopeutumiseen on vaikuttanut kaksi tekijää. Ensinnäkin eräiden aluerien, kuten vihannesten, hintoihin vaikuttavat osittain kuljetuskustannukset – ne ovat kasvaneet parina viime kuukautena öljyn hinnannousun myötä. Toiseksi muutosvauhdin viimeaikainen nopeutuminen johtuu myös osittain vertailuajankohdan vaikutuksista eli jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen kehityksestä vuotta aiemmin. Elintarvikkeiden hintojen viimeaikaista kehitystä tarkastellaan yksityiskohtaisemmin kehikossa 4.

Kehikko 4.

MAATALOUSRAAKA-AINEET JA EUROALUEEN YKHIN ELINTARVIKKEIDEN HINNAT

Elintarvikkeiden osuus euroalueen menokorista on noin 20 %, ja YKHI-inflaation kokonaisvolatiliteetti on vuoden 2007 puolivälistä lähtien johtunut suurelta osin elintarvikkeiden hinnoista sekä energian hinnasta. Tämän vuoksi elintarvikkeiden hintakehityksen ymmärtäminen on ilmeisen merkittävää rahapolitiikan kannalta. Tässä kehikossa kuvataan YKHI:n elintarvikkeiden hintojen viimeaikaista kehitystä ja analysoidaan raaka-aineiden hintasokkien välittymistä elintarvikkeiden toimitusketjun kautta euroalueella.

Elintarvikkeiden hinnat ovat euroalueella heilahdelleet suuresti viime vuosina. Tämä koskee sekä tuottaja- että kuluttajahintoja (ks. kuvio A). Elintarvikkeiden vuotuinen YKHI-inflaatio kiihtyi voimakkaasti vuosien 2007 ja 2008 aikana ja oli nopeimmillaan eli 6,1 % heinäkuussa 2008.

Euroalueen YKH:n jalostamattomat ja jalostetut elintarvikkeet ja niiden tärkeimmät aluerät

(vuotuinen prosenttimuutos)	YKHI-paino (%) 2010	2007	2008	2009	2009 Marras	2009 Joulu	2010 Tammi	2010 Helmi	2010 Maalis	2010 Huhti
Elintarvikkeet	19,2	2,8	5,1	0,7	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,3	0,7
Jalostamattomat elintarvikkeet	7,3	3,0	3,5	0,2	-1,3	-1,6	-1,3	-1,2	-0,1	0,7
Liha	3,6	2,7	3,9	1,4	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6	-0,2
Kala	1,1	2,8	2,9	-0,6	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	1,0	1,3
Hedelmät	1,1	3,4	6,2	-1,8	-2,9	-1,7	-2,1	-3,3	-3,1	-1,3
Vihannekset	1,5	3,3	1,0	-0,3	-2,9	-4,8	-2,5	-1,3	2,4	4,0
Jalostetut elintarvikkeet ilman tupakkatuotteita	9,5	0,5	1,6	2,3	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Leipä ja viljatuotteet	2,6	3,5	8,6	1,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5
Maito, juusto ja kananmunat	2,2	3,4	10,6	-2,8	-3,3	-2,9	-2,8	-2,6	-2,5	-2,4
Öljy ja rasvat	0,5	-1,7	6,4	-4,0	-3,5	-2,6	-2,0	-2,3	-1,9	-1,3
Sokeri, hillot, hunaja, suklaa ja konditoriatuotteet	1,0	1,1	4,4	1,6	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3
Muulla luokittelemattomat elintarvikkeet	0,5	0,7	4,1	2,1	0,6	0,3	-0,2	0,2	-0,2	-0,5
Tupakka	2,4	4,5	3,2	4,7	6,0	6,6	6,5	6,3	5,9	6,2

Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Jalostettujen elintarvikkeiden erään kuuluvat myös kivennäisvedet, virvoitusjuomat, hedelmä- ja vihannesmehut, väkevät alkoholijuomat sekä viini ja olut, jotka eivät ilmene tästä taulukosta.

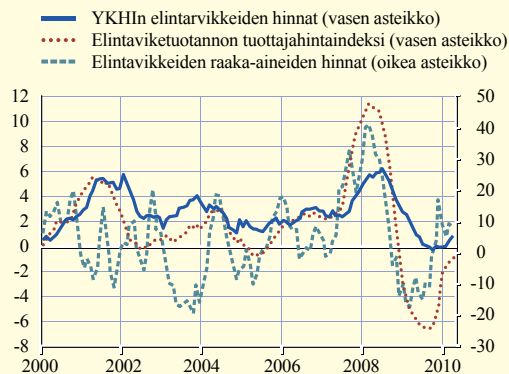
Tämän jälkeen se hidastui tasaisesti ja oli lokakuussa 2009 ennätysalhainen eli $-0,4\%$ (tammikuusta 1991 lähtien käytettävissä olevien tietojen perusteella) ja elpyi sitten $0,7\%$ prosenttiin huhtikuussa 2010. Tämän hintaerän keskimääräinen vuotuinen nousuvauhti oli $2,4\%$ tammi-kuun 1998 ja maaliskuun 2010 välisenä aikana. Valtaosa YKH:n elintarvikkeiden hintojen nousuista ja laskuista vuosina 2007–2009 johtui suurempaa raaka-ainepanosta vaativien elintarvikkeiden muutoksista. Näitä eriä ovat esimerkiksi liha, leipä ja viljatuotteet, maito, juusto ja kananmunat sekä öljyt ja rasvat. YKH:n elintarvikkeiden hintojen nousun nopeutuminen aivan viime kuukausina on kuitenkin johtunut pääasiassa kausiluonteisista kalan ja vihannesten hinnoista, joista jälkimmäiset todennäköisesti heijastelevat kylmän sään vaikutusta tuoreisiin elintarvikkeisiin (ks. taulukko).

Elintarvikkeiden toimitusketju

YKH:n elintarvikkeiden hintojen suuren vaihtelun vuoden 2007 puolivälistä lähtien on katsottu paljolti johtuvan elintarvikkeiden raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen jyrkistä heilahduksista ja niiden mahdollisesta välitymisestä euroalueen kuluttajahintoihin. Elintarvikkeiden raaka-aineiden hinnat nousivatkin jyrkästi maailmanmarkkinoilla alkuvuoden 2006 ja vuoden 2008 puolivälin välisenä aikana, kunnes ne jälleen laskivat maailmanlaajuisen finanssikriisin seurauksena. Maailmanmarkkinahintojen tasaisen nousun vuoksi myös EU:n sisämarkkinahinnat alkoivat nousta. Lisäksi muiden kuin elintarvikkeiden raaka-aineiden hinnat nousivat jyrkästi maailmanmarkkinoilla vuodesta 2007 vuoden 2008 puoliväliin ja laskivat sitten äkillisesti. Nämä

Kuvio A. Elintarvikkeiden raaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat, tuottajahintaindeksi ja YKH:n elintarvikkeiden hinnat euroalueella

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: Eurostat.

muutokset ovat saattaneet vaikuttaa YKHIn elintarvikkeiden hintoihin välillisesti muiden tuotantopanoskustannusten muutosten kautta. Esimerkiksi energian hinnan nousu on saattanut nostaa jalostus-, kuljetus- ja pakkauskustannuksia. Marginaalit elintarvikkeiden tuotantoketjun eri vaiheissa ovat saattaneet myös vaihdella suhdanteiden mukaan.

Yksinkertaisen empiirisen analyysin avulla voidaan todeta, missä määrin elintarvikkeiden raaka-aineiden hintasokit välittyvät elintarvikkeiden tuotantoketjussa ja kuinka tuotantopanoskustannusten muutokset tuotantoprosessin eri vaiheissa vaikuttavat elintarvikkeiden hintojen kehitykseen vähittäiskaupassa.¹ Elintarvikkeiden tuotantoketju kuvataan pelkistetyksi: elintarvikkeiden raaka-aineiden hinnat kytetään elintarvikkeiden tuottaja- ja kuluttajahintoihin. Analyysin painopiste on valikoiduissa elintarvikkeissa, joiden osuus YKHIn elintarvikkekorista on noin 50 %. Analyysin ulkopuolelle on jätetty kausituotteet (esim. hedelmät ja vihannekset), vähäistä raaka-ainepanosta vaativat tuotteet (esim. virvoitusjuomat) sekä tuotteet, joiden hinnat riippuvat suuresti välillisistä veroista (esim. tupakka ja alkoholi-juomat). Lisäksi elintarvikkeiden raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen asemesta on käytetty Euroopan unionissa koottua tietokantaa tuottajahinnoista ja sisämarkkinahinnoista.

Yhtenäinen viiva kuviossa B osoittaa poikkeaman valikoitujen YKHIn elintarvikkeiden hintojen kehityksestä. Pylväät osoittavat, kuinka paljon poikkeaman voidaan katsoa johtuvan sokeista elintarvikkeiden tuotantoketjun eri vaiheissa: raaka-aineiden hintasokista, tuottajahintasokista (jolla tarkoitetaan sokkia, joka aiheuttaa tuottajahinnoissa muutoksia raaka-aineiden hintasokin välittymisen lisäksi, esimerkiksi tuottajien voittomarginaalien ja muiden tuotantopanoskustannusten

¹ Jaottelu perustuu muodollisesti vektoriautoregressioon, jossa käytetään C. A. Simsin esittämää muuttujiin vaikuttavaa satunnaisvaihtelun analyysia (ks. "Macroeconomics and reality", *Econometrica*, No 48, s. 1–48, 1980). Jaottelu perustuu hinnoitteluketjua koskevaan lähestymistapaan, jossa raaka-aineiden hinnat vaikuttavat tuottajahintoihin ja nämä vaikuttavat kuluttajahintoihin nykyhetkessä, mutta vastakkainen vuorovaikutus tapahtuu viipeellä. Ks. G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez ja L. Onorante, "Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities", EKP:n Working Papers -sarjan nro 1168, huhtikuu 2010.

Kuvio B. Poikkeama YKHIn elintarvikkeiden hintojen kehityksestä ja sokkien vaikutukset

(vuotuinen prosenttimuutos ja vaikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähde: G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez ja L. Onorante, "Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities", EKP:n Working Papers -sarjan nro 1168, huhtikuu 2010.

Huom. Pitkän aikavälin jaottelu, joka koskee valikoitujen YKHIn elintarvikkeiden poikkeamaa kehityksestä C. A. Simsin muuttujiin vaikuttavan satunnaisvaihtelun analyysin (1980) mukaisesti.

muuttuessa) ja kuluttajahintasokista (jolla puolestaan tarkoitetaan sokkia, joka aiheuttaa kuluttajahinnoissa muutoksia raaka-aineiden hintasokin ja tuottajahintasokin välittymisen lisäksi, esimerkiksi vähittäiskaupan voittomarginaalien ja muiden tuotantopanostuskustannusten muuttuessa). Tämän analyysin mukaan elintarvikkeiden raaka-aineiden hintojen nousu maailmanmarkkinoilla vuonna 2006 sai aikaan vähittäiskaupan elintarvikkeiden hintoihin kohdistuvia nousupaineita euroalueella, mikä käy ilmi raaka-aineiden hintasokin positiivisesta vaikutuksesta kyseisenä ajanjaksona. Tämä sokki selitti lähes kokonaan vähittäiskaupan elintarvikkeiden hintojen nousuvauhdin lievän nopeutumisen vuoden aikana. Raaka-aineiden hintoihin kohdistuvat nousupaineet säilyivät ennallaan vuonna 2007. Vaikuttaa kuitenkin siltä, että kyseisenä vuonna raaka-aineiden hintojen nousu ei välittynyt suoraan kuluttajille vaan se sulautui lopullisen hinnan muihin osatekijöihin, minkä osoittavat tuottaja- ja kuluttajahintasokkien negatiiviset vaikutukset. Sitä vastoin vuoden 2007 loppuun mennessä ja enenevässä määrin kesän 2008 loppuun asti elintarvikkeiden jalostukseen ja jakeluun liittyvät sokit lisäsivät YKHI:n elintarvikkeiden hintoihin kohdistuvia nousupaineita, ja noin puolet valikoitujen YKHI:n elintarvikkeiden hintojen kehitystä koskevasta kokonaispoikkeamasta johtui tämän mallin mukaan raaka-aineiden hintasokista. Tämän analyysin yhteydessä on kuitenkin syytä korostaa tiettyjä epävarmuustekijöitä, varsinkin sitä, että arviot perustuvat yksipuoliseen lähestymistapaan ja saattavat olla kytköksissä ulkoisten sokkien nimenomaiseen järjestykseen elintarvikkeiden tuotantoketjun eri vaiheissa. On kuitenkin huomattava, että noin puolet YKHI:n elintarvikkeiden hintojen kehitystä koskevasta poikkeamasta vuosina 2007–2008 ei näytä liittyvän yksinomaan raaka-aineiden hintasokkeihin.

Kuluttajahintoihin vaikuttavien osatekijöiden samansuuntainen kehitys elintarvikkeiden tuotantoketjun eri vaiheissa onkin usein saanut aikaan huolestuneisuutta kilpailun puutteesta elintarvikkealalla. Kuviossa B esitetyt analyysin havainnot käyvät tältä osin yksiin Euroopan komission toteuttaman markkinaseurannan päätelmien kanssa. Seuranta toteutettiin elintarvikkeiden hintasokin jälkeen, kun tarkoituksena oli analysoida elintarvikkeiden tuotantoketjun toimivuutta Euroopassa.² Seurantaan osallistui elintarvikealan sidosryhmiä ja kansallisia kilpailuviranomaisia, joiden tehtävänä oli tarkastella Euroopan elintarvikkeiden tuotantoketjun kilpailullista rakennetta ja eritellä mahdolliset kilpailua koskevat huolenaiheet. Tulokset osoittivat, että monissa tapauksissa kilpailua koskevat huolenaiheet ovat perusteltuja. Markkinoiden läpinäkymättömyys, neuvotteluvoiman epätasainen jakautuminen ja kilpailunvastaiset käytännöt ovat johtaneet markkinoiden vääristymiin, jotka vaikuttavat kielteisesti koko elintarvikeketjun kilpailukykyyn. Myös hintojen jäykkyys on heikentänyt kaikkien elintarvikeketjussa olevien elinkeinoalojen sopeutumiskykyä ja innovatiivisuutta. Vaikka maiden välillä onkin huomattavia eroja, useissa maissa kilpailun tehostaminen tällä merkittävällä markkinasegmentillä on äärimmäisen tärkeää sen varmistamiseksi, että markkinoiden tehottomuudesta ja kerrannaisvaikutuksista johtuvat inflaatiopaineet pysyvät tulevaisuudessa maltillisina.

2 Ks. Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle osoitettu komission tiedonanto ”Toimivampi elintarvikeketju Eurooppaan”, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication16061_en.pdf, lokakuu 2009.

Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja (niiden osuus YKHI-korista on n. 30 %) laskettu vuotuinen YKHI-inflaatio on viimeisen puolentoista vuoden aikana hidastunut vähitellen. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu YKHI-inflaatio nopeutui huhtikuussa 0,8 % vuodentakaisesta. Nousuvauhti oli 0,2 prosenttiyksikköä hitaampi kuin maaliskuussa. Tämän indeksin kehitystä tarkasteltaessa on otettava huomioon kaksi tärkeää seikkaa. Ensinnäkin koko tänä viimeisimpänä ajanjaksona, jona inflaatiouauhti on hidastunut (vuoden 2008 lopusta lähtien), tämän pohjainflaation mittarin kehitys on vaihdellut vähemmän kuin YKHI-inflaatio. Toiseksi vaikka YKHI:n vuotuinen nousuvauhti on vähitellen nopeutunut sitten kesän ja syksyn 2009 (jolloin inflaatiouauhti hidastui), ilman elin-

tarvikkeiden ja energian hintoja laskettu YKHI-inflaatio on jatkanut hidastumistaan. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintaa laskettuun YKHIin vaikuttavat sen kahden aluerän eli muiden teollisuustuotteiden kuin energian ja palvelujen hinnat. Näiden hintojen kehitykseen vaikuttavat lähinnä kotimaiset tekijät, kuten palkat ja voittomarginaalit. Muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen vuotuinen muutosvauhti oli huhtikuussa (viimeisimmät tiedot ovat huhtikuulta) vain 0,2 %, kun se maaliskuussa oli ollut 0,1 %. Muutosvauhdin hitaus viime kuukausina vahvistaa tämän aluerän mallillisen kehityksen, joka alkoi vuonna 2008. Jos ei oteta huomioon lyhytaikaisten tekijöiden aiheuttamaa hintojen vaihtelua, muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen vuotuinen inflaatiovauhti oli vuoden 2010 neljänä ensimmäisenä kuukautena keskimäärin 0,1 %, kun se vuonna 2009 oli ollut keskimäärin 0,6 %. Tämä johtuu lähinnä heikosta kulutuskysynnästä.

Muut teollisuustuotteet kuin energia voidaan jakaa kolmeen aluerään: kertakulutustavaroihin (esim. vesihuolto, lääketavarat, sanomalehdet), puolikestäviin kulutustavaroihin (esim. vaatetusmateriaalit, tekstiilit, kengät) ja kestokulutustavaroihin (esim. autot, huonekalut, elektroniikkalaitteet). Muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen inflaatio hidastui edelleen vuoden 2010 neljänä ensimmäisenä kuukautena, mikä lähinnä johtuu kertakulutustavaroiden ja puolikestävien kulutustavaroiden hintojen vaikutuksen vähenemisestä. Viimeisimmät tiedot osoittavat, että myös useimpien kertakulutustavaroiden hinnat ovat laskeneet, mikä todennäköisesti johtuu vaimeasta kysynnästä. Myös puolikestävien kulutustavaroiden hintojen vuotuinen muutosvauhti hidastui edelleen vuoden 2010 parina ensimmäisenä kuukautena. Muutosvauhtiin vaikuttivat tuntuvasti vaatteiden ja kenkien aiempaa halvemmat talvialennusmyyntihinnat. Talvialennusmyyntihintojen lasku johtuu osittain vaimeasta kysynnästä.

Kestokulutustavaroiden hintojen negatiivinen vaikutus muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen inflaatioon on pysynyt jokseenkin ennallaan vuonna 2010. Tämän aluerän hintojen vuotuinen muutosvauhti näyttää tosin nopeutuneen sitten syyskuun 2009, jolloin se oli hitaimmillaan. Tämä johtuu lähinnä siitä, että autojen hintojen huomattavat alennukset näyttäisivät päättyneen. Muutosvauhdin nopeutumiseen on vaikuttanut myös kulutuselektroniikan hintojen aiempaa pienempi lasku.

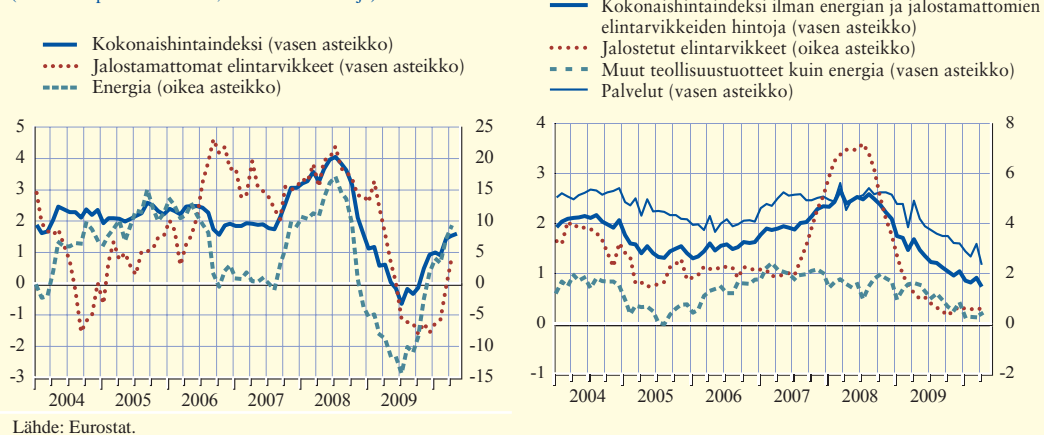
Käytettävissä olevat muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen inflaatiota ennakoivat indikaattorit, kuten muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden ja tupakan tuottajahintojen kehitys ja muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden ja tupakan tuontihintojen kehitys, viittaavat edelleen siihen, että tuotantoketussa on vaikeita hintapaineita. Kysynnän ja yritysten hinnoitteluvoiman ei odoteta juurikaan nostavan hintoja lähitulevaisuudessa. Lisäksi heikko työmarkkinatilanne todennäköisesti pitää palkkojen nousupaineet vähäisinä. On kuitenkin viitteitä siitä, että valuuttakurssien viimeaikainen kehitys on kasvattanut ulkoisia hintapaineita ja että maailmanlaajuinen inflaatio on nopeutunut.

Palvelujen hintojen inflaation vuotuinen nousuvauhti hidastui huhtikuussa 1,2 prosenttiin, kun se maaliskuussa oli ollut 1,6 %. Nousuvauhti oli hitain sitten vuoden 1991. Nousuvauhdin huomattava hidastuminen johtui osittain kalenterivaikutuksesta eli pääsiäisen erilaisesta ajoittumisesta vuonna 2010 kuin edellisellä vuonna. Vaikka kalenterivaikutus otetaan huomioon, palvelujen hintojen inflaatio oli huhtikuussa erittäin hidas – yhtä hidas kuin vuosina 1999–2000 – ja huomattavasti hitaampi kuin vuodesta 1999 lähtien keskimäärin (2,2 %).

Palvelujen hintojen inflaatio on hidastunut syksystä 2008 lähtien. Palvelujen hintojen vaimea kehitys tänä ajanjaksona johtuu monesta tekijästä, kuten raaka-aineiden hintojen laskun välillisistä vaikutuksista, kysynnän vaimeudesta ja palkkojen nousupaineiden pienenemisestä. Palvelujen hintojen inflaatio on hidastunut laaja-alaisesti kaikissa aluerissä. Eniten hidastui muiden kuin välttämättömien

Kuvio 40. YKHI-inflaatio eriteltynä: pääerät

(vuotuinen prosenttimuutos, kuukausihavaintoja)



tai vapaa-ajan kulutukseen liittyvien alajien (esim. valmismatkojen, ravintolapalvelujen ja majoituspalvelujen) hintojen inflaatio. Toisaalta toisin kuin muiden tärkeimpien alajien, viestintäpalvelujen hintojen inflaation hidastuminen heikkeni (inflaatio oli tosin edelleen negatiivinen) -0,6 prosenttiin huhtikuussa 2010, kun se syyskuussa 2008 oli ollut -2,6 %.

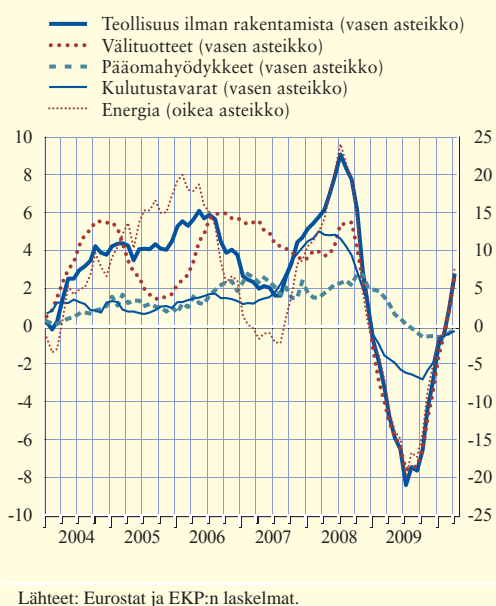
Palvelujen hintojen inflaation odotetaan pysyvän maltillisena palkkojen vähäisten nousupaineiden ja kulutuskysynnän heikkouden vuoksi. Kuljetuspalvelujen hinnat saattavat kuitenkin aiheuttaa hienoisia nousupaineita palvelujen hintoihin, mikä johtuu öljyn hinnan nousun viivästyneistä vaikutuksista.

3.2 TEOLLISUUDEN TUOTTAJAHINNAT

Tuoreimmat tiedot ilman rakennusalaan lasketun teollisuuden tuottajahinnoista viittaavat hintojen nousupaineisiin, sillä niiden vuotuinen nousuvauhti nopeutui huhtikuussa 2,8 prosenttiin, kun se maaliskuussa oli ollut 0,9 % (ks. kuvio 41). Teollisuuden tuottajahintoja kuvaava indikaattori on noussut vähitellen vuoden 2009 heinäkuusta lähtien, jolloin se oli alimmillaan eli -8,4 %. Ilman rakennusalaan lasketun teollisuuden tuottajahintojen vuotuinen nousuvauhti muuttui jälleen positiiviseksi maaliskuussa 2010. Teollisuuden tuottajahintojen vuotuisen laskun hidastuminen kesästä 2009 lähtien kuvastaa lähinnä teollisuuden tuottajahintojen energiaerän ja väli tuotteiden hintojen kehitystä. Energiaerän ja väli tuotteiden hintojen kehitys johtuu vertailuajan kohdan vaikutuksesta, joka juontuu raakaöljyn maailmanmarkkinahintojen laskusta vuoden 2008 jälkipuoliskolla ja vuoden 2009 alussa sekä raakaöljyn hintojen viimeaikaisesta kehitykses-

Kuvio 41. Teollisuuden tuottajahinnat eriteltynä

(vuotuinen prosenttimuutos, kuukausihavaintoja)



tä. Teollisuuden tuottajahintojen muiden erien hintojen vuotuinen muutosvauhti on samana ajanjaksona pysynyt vakaampana. Muutosvauhti on tosin ollut erittäin hidas, mikä johtuu halvoista tuotantopanostuksista ja teollisuustuotteiden heikosta kysynnästä. Muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden ja tupakan tuottajahinnat ovat yleensä seuranneet kiinteimmin YKH:n lähiajan kehitystä. Myös tämä hintaindikaattori nousi vuoden 2009 jälkipuoliskolla ja vuoden 2010 neljänä ensimmäisenä kuukautena. Tästä huolimatta tämän erän hintojen vuotuinen nousuvauhti oli huhtikuussa edelleen negatiivinen eli $-0,3\%$.

Ostopäälliköiden indeksin (Purchasing Managers' Index, PMI) tiedot hintojen kehityksestä touku-kuussa osoittavat, että hinnat pysyivät jokseenkin vakaina verrattuna huhtikuuhun (ks. kuvio 42). Jos indeksi on yli 50 pisteen, hinnat nousevat, jos se on alle 50 pisteen, hinnat laskevat. Tehdasteollisuuden tuotantopanosten ja laskutettujen hintojen indeksilukemat muuttuivat hieman touku-kuussa. Palvelualojen tuotantopanosten hintaindeksi laski hieman, mikä johtuu lähinnä palkkojen maltillisesta kehityksestä. Palvelualojen laskutettujen hintojen indeksi oli edelleen alle 50 pisteen raja-arvon, mikä viittaa siihen, että hinnat ovat laskeneet. Pidemmän aikavälin tarkastelu osoittaa, että kaikki indeksit ovat nousseet tasaisesti vuoden 2009 toisesta neljänneksestä lähtien. Tuotantopanosten hintojen indeksi on hieman korkeampi kuin tuotosten hintojen indeksi, mikä viittaa siihen, että yrityksillä on edelleen hieman vaikeuksia siirtää tuotantopanosten hintojen nousu kuluttajahintoihin.

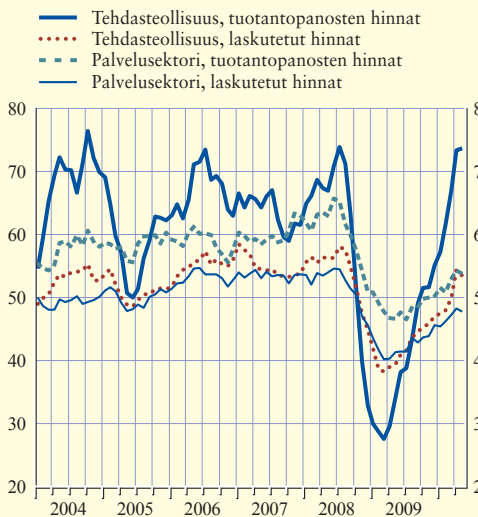
3.3 TYÖVOIMAKUSTANNUSINDIKAATTORIT

Viimeaikaiset työmarkkinoita kuvaavat indikaattorit osoittavat, että työvoimakustannusten kasvu hidastui edelleen vuoden viimeisellä neljänneksellä, joten indikaattorit vahvistavat vuoden 2008 lopussa alkaneen trendin (ks. kuvio 43 ja taulukko 7).

Eri työvoimakustannusindikaattorien kehitykseen vaikuttaa merkittävästi tehtyjen työtuntien määrän muutokset. Maaliskuussa 2010 Eurostat julkaisi ensimmäisen kerran tietoja tehtyjen työtuntien määrästä, minkä ansiosta voidaan laskea työvoimakustannukset tuntia kohden. Julkaistut tiedot osoittavat, että työntekijää kohden tehtyjen työtuntien määrä (mitattuna vuotuisena kasvuvauhtina) väheni huomattavasti vuoden 2008 lopussa ja vuoden 2009 alussa, mikä johtuu useassa euro-

Kuvio 42. Tuottajien panosten ja tuotosten hintoja

(diffuusioindeksejä, kuukausihavaintoja)

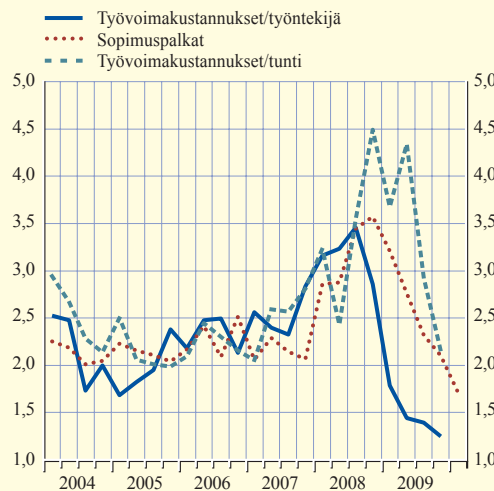


Lähde: Markit.

Huom. Kun indeksin arvo on yli 50, merkitsee se hintojen nousua. Kun se on alle 50, merkitsee se hintojen laskua.

Kuvio 43. Työvoimakustannusindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuutos, neljännesvuosihavaintoja)



Lähteet: Eurostat, kansalliset tiedot ja EKP:n laskelmat.

Taulukko 7. Työvoimakustannusindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuutos, ellei toisin mainita)

	2008	2009	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I
Sopimuspalkat	3,2	2,6	3,2	2,8	2,3	2,1	1,7
Työvoimakustannukset/tunti	3,5	3,3	3,6	4,3	3,0	2,2	.
Työvoimakustannukset/työntekijä	3,2	1,5	1,8	1,4	1,4	1,2	.
<i>Lisätieto:</i>							
Työn tuottavuus	-0,2	-2,3	-3,9	-3,1	-2,0	0,0	.
Yksikkötyökustannukset	3,4	3,8	5,9	4,7	3,4	1,3	.

Lähteet: Eurostat, kansalliset tiedot ja EKP:n laskelmat.

alueen maassa toteutetuista lyhennettyä työaika koskevista järjestelyistä. Myös palkkioiden nousuvauhti hidastui tänä ajanjaksona, tosin suhteellisesti vähemmän kuin tehtyjen työtuntien määrän vuotuinen kasvuvauhti, mikä johti siihen, että työvoimakustannusindikaattorien kehitys poikkesi toisistaan huomattavasti. Tehtyjen työtuntien määrän vuotuinen kasvuvauhti hidastui edelleen vuoden 2009 jälkipuoliskolla, vaikkakaan hidastuminen ei ollut yhtä nopeaa. Lyhyen aikavälin kehitys, mitattuna tehtyjen työtuntien määrän neljännesvuotuisella kasvuvauhdilla osoittaakin, että euroalueella tehtyjen työtuntien määrä kasvoi 0,2 % vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä.

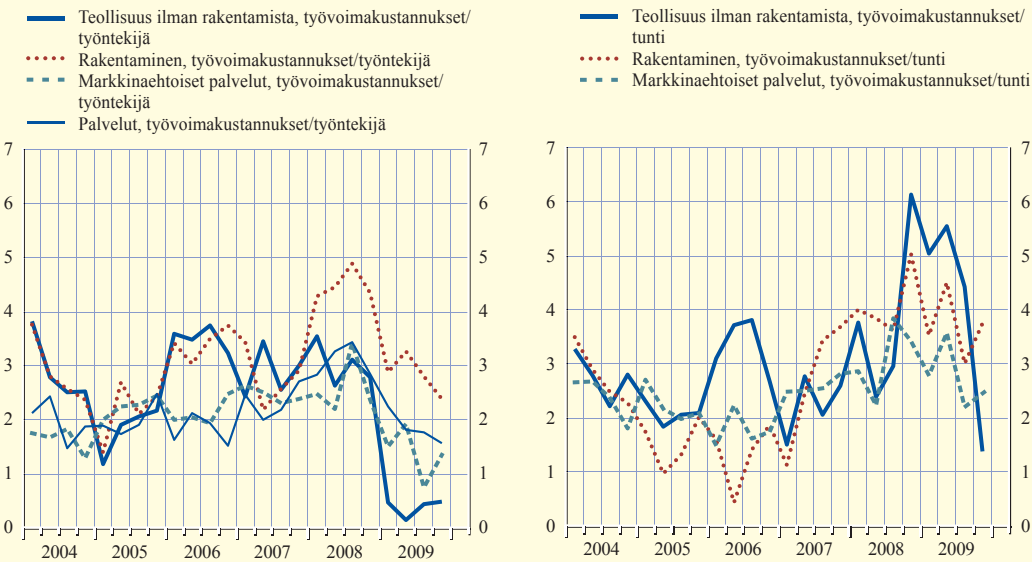
Euroalueen työvoimakustannusten kehitystä vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä kuvaavista indekseistä on saatavissa ainoastaan sopimuspalkkojen indeksi. Sopimuspalkkojen vuotuinen nousuvauhti hidastui vuoden ensimmäisellä neljänneksellä 1,7 prosenttiin, kun se vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä oli ollut 2,1 %. Sopimuspalkkojen indeksin viimeaikainen lasku vahvistaa, että sopimuspalkkojen nousuvauhti jatkaa vuoden 2009 alussa alkanutta hidastumistaan. Sopimuspalkkojen vuotuinen nousuvauhti oli vuoden ensimmäisellä neljänneksellä hitain sitten aikasarjan alkamisen vuonna 1991. Sopimuspalkkojen vuotuinen nousuvauhti hidastuu todennäköisesti edelleen tulevina vuosineljänneksinä, kun sekä yksityisellä että julkisella sektorilla vanhat sopimukset korvataan vähitellen uusilla sopimuksilla, joiden palkankorotukset ovat aiempaa pienemmät.

Palkkojen maltillinen nousu näkyy myös työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuisessa kasvuvauhdissa. Kasvuvauhti hidastui 1,2 prosenttiin vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä, kun se edellisellä neljänneksellä oli ollut 1,4 %. Toimialakohtainen erittely viittaa siihen, että työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvuvauhdin hidastumiseen vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä vaikutti lähinnä rakennusteollisuuden työvoimakustannusten kehitys (ks. kuvio 44). Vuoden 2008 viimeisen neljänneksen ja vuoden 2009 viimeisen neljänneksen välisenä aikana työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvuvauhti hidastui 1,7 prosenttiyksikköä. Samana ajanjaksona sopimuspalkkojen nousuvauhti hidastui hieman vähemmän eli 1,5 prosenttiyksikköä. Tämä viittaa siihen, että tänä ajanjaksona tapahtui pieni negatiivinen palkkaliukuma, sillä talouden laskusuhdanteen vuoksi yritykset pienensivät palkankorotuksia vähentämällä palkkojen joustavia eriä.

Tuntia kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvuvauhti euroalueella hidastui vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä huomattavasti eli 2,2 prosenttiin, kun se kolmannella neljänneksellä oli ollut 3,0 %. Kasvuvauhti on nyt lähes yhtä hidas kuin se oli hitaimmillaan eli vuonna 2005. Tämä heijastelee aiemmin mainittua työntekijää kohden tehtyjen työtuntien määrän vähenemisivauhdin tuntuvaa hidastumista. Toimialakohtainen erittely osoittaa, että tuntia kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvuvauhdin hidastuminen vuoden kolmannen ja viimeisen neljänneksen välisenä aikana johtui näiden työvoimakustannusten kehityksestä teollisuudessa. Sitä vastoin rakennustoimialalla ja markkinaehtoisissa palveluissa tuntia kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen

Kuvio 44. Työvoimakustannusten kehitys sektoreittain

(vuotuinen prosenttimuutos, neljännesvuosihavaintoja)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

kasvuvauhti nopeutui. Tuntia kohden lasketut työvoimakustannukset kasvoivat teollisuudessa 1,4 % verrattuna vuotta aiempaan, kun taas rakennustoimialalla ne kasvoivat 3,7 % ja markkinaehtoisissa palveluissa 2,4 %.

Euroalueen tuottavuus heikkeni ennätysellisen nopeasti vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä. Seuraavina vuosineljänneksinä tuottavuuden vuosikasvu vahvistui, kun työllisyys reagoi viipeellä tuotannon kasvun kehitykseen. Työntekijää kohden laskettu tuottavuus ei laskenut vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä verrattuna vuotta aiempaan. Vuoden kolmannella neljänneksellä se oli laskenut 2,0 % vuotta aiemmasta. Tuottavuuden koheneminen sekä työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuisen kasvuvauhdin hidastuminen vaimensivat osaltaan yksikkötyökustannusten vuotuista kasvuvauhtia 1,3 prosenttiin vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä, kun se vuoden kolmannella neljänneksellä oli ollut 3,4 %.

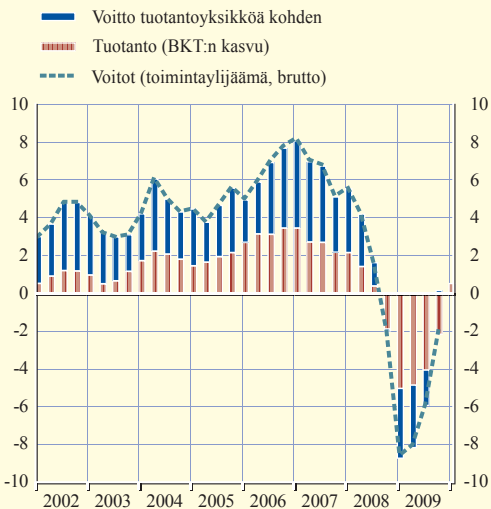
Työllisyyden heikkenemisen jatkumisen ja taloudellisen toimeliaisuuden vähittäisen kohenemisen voidaan odottaa johtavan siihen, että tuottavuuden vuotuinen kasvu muuttuu jälleen positiiviseksi vuoden 2010 aikana. Tämä tuottavuuden odotettu elpyminen ja työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vaimea kasvuvauhti siten myös hidastanevat osaltaan euroalueen yritysten yksikkötyökustannusten kasvua entisestään vuonna 2010.

3.4 YRITYSTEN TULOSKEHITYS

Vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä yritysten voitot supistuivat 2,0 % vuotta aiemmasta eli voittojen supistumisvauhti hidastui edelleen verrattuna vuoden 2009 kolmeen ensimmäiseen neljänneeseen. Voitot supistuivat, koska taloudellinen toimeliaisuus (määrä) ja tuotantoyksikköä kohden lasketut voitot (katteet) pienenevät (ks. kuvio 45). Tuotantoyksikköä kohden lasketut voitot ovat vakaantuneet, mikä johtuu lähinnä yksikkötyökustannusten kasvun hidastumisesta. Tuotantoyksikköä kohden laskettujen voittojen supistumisvauhti oli kuitenkin ennätysellisen nopeaa (6 %) vuonna

Kuvio 45. Voittojen kasvun hajotelma euroalueella: tuotanto ja tuotantoyksikköä kohden laskettu voitto

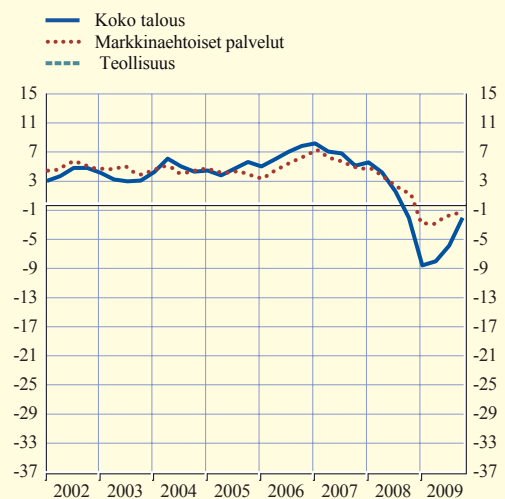
(vuotuinen prosenttimuutos, neljännesvuosihavaintoja)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Kuvio 46. Voittojen kehitys euroalueella päätoimialoittain

(vuotuinen prosenttimuutos, neljännesvuosihavaintoja)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

2009 verrattuna vuoteen 2008. Voittojen supistuminen johtui yksikkötyökustannusten nopeasta kasvusta, joka puolestaan johtui verrattain korkeista palkoista ja euroalueen yritysten työvoiman ylimittouksesta viimeaikaisessa laskusuhdanteessa.

Päätoimialoja (teollisuus ja markkinaehtoiset palvelut) koskevat tiedot viittaavat siihen, että voitot supistuivat erityisen huomattavasti teollisuudessa, sillä teollisuusyritysten voitot supistuivat lähes 13 % vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä vuotta aiemmasta. Voittojen supistumisvauhti kuitenkin hidastui huomattavasti verrattuna vuoden 2009 kolmanteen neljännekseen, jolloin voitot supistuivat yli 25 % vuotta aiemmasta (ks. kuvio 46). Voittojen erittäin tuntuva supistuminen teollisuudessa johtui siitä, että teollisuuden toimeliaisuuden kasvu hidastui enemmän ja yksikkötyökustannusten kasvu nopeutui enemmän kuin markkinaehtoisten palvelujen. Yleensä teollisuuden voittojen kasvu nopeutuu noususuhdanteessa ja voittojen supistuminen vahvistuu laskusuhdanteessa muita aloja enemmän. Teollisuuden voitot supistuivat vuotta aiemmasta edellisen kerran vuoden 2003 puolivälissä. Sitä vastoin markkinaehtoisten palvelujen voitot supistuivat vuotta aiemmasta ensimmäistä kertaa sitten aikasarjan alkamisen (vuosi 1996). Supistuminen alkoi vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä ja jatkui vuoden viimeisellä neljänneksellä.

Kysynnän koheneminen ja tuottavuuden odotettu suhdanneluonteinen kasvu sekä heikko työmarkkinatilanne vaikuttanevat osaltaan siihen, että voittomarginaalit kasvavat edelleen. Vuosina 2008–2009 koetun syvän taantuman ja kysynnän ennennäkemättömän supistumisen vuoksi voittojen lyhyen aikavälin kasvunäkymät ovat kuitenkin erityisen epävarmat (ks. myös huhtikuun 2010 Kuukausikatsauksen kehikko ”Profit developments and their behaviour after periods of recession”).

3.5 INFLAATIONÄKYMÄT

Rahapolitiikan kannalta olennaisella aikavälillä YKHI-inflaatiiovauhdin odotetaan pysyvän maltillisena. Raaka-aineiden hintoihin saattaa edelleen kohdistua nousupaineita. Sitä vastoin euroalueen kotimaisten hintapaineiden odotetaan edelleen olevan vähäisiä.

Tämä arvio näkyy myös eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuussa 2010 julkaistavissa euroaluetta koskevissa kokonaistaloudellisissa arvioissa. Niissä euroalueen vuotuisen YKHI-inflaation ennustetaan olevan 1,4–1,6 % vuonna 2010 ja 1,0–2,2 % vuonna 2011. Maaliskuussa 2010 julkaisuihin EKP:n asiantuntijoiden arvioihin verrattuna vaihteluvälejä on tarkistettu hieman aiemmin arvioitua nopeamman inflaatiiovauhdin suuntaan, mikä johtuu lähinnä raaka-aineiden hintojen noususta euroalueella. Käytettävissä olevat kansainvälisten laitosten ennusteet antavat näkymistä jokseenkin samanlaisen kuvan.

Hintakehitysnäkymiin liittyvät riskit ovat jokseenkin tasapainossa. Hintakehitysnäkymiin keskipitkällä aikavälillä kohdistuvat arvioitua nopeamman inflaatiiovauhdin riskit liittyvät erityisesti raaka-aineiden hintojen kehitykseen. Lisäksi välillisten verojen ja hallinnollisesti määräytyvien hintojen korotukset saattavat olla odotettua suurempia, kun julkista taloutta on tulevina vuosina vakautettava. Samanaikaisesti kotimaisten hintojen ja kustannusten kehitykseen liittyvät riskit ovat vähäiset.

4 TUOTANTO, KYSYNTÄ JA TYÖMARKKINAT

Euroalueen talous on kasvanut vuoden 2009 puolivälistä lähtien. Euroalueen BKT:n määrä kasvoi 0,2 % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, kun se vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä kasvoi 0,1 %. Euroalueen taloutta on tukenut sekä maailmantalouden että varastojen elpyminen. Vuoden 2010 alussa talouden kasvua hidastivat erityisesti epäsuotuisat sääolot. Viimeaikaiset tiedot talouskehityksestä viittaavat kuitenkin siihen, että euroalueen talous vahvistui keväällä. BKT:n määrän odotetaan kasvavan edelleen maltillisesti. Kasvun odotetaan olevan edelleen epätasaista alueen eri maissa ja talouden eri sektoreilla. Maailmantalouden elpyminen ja sen vaikutukset euroalueen vientituotteiden kysyntään, kasvua tukeva rahapolitiikan mitoitus sekä toimenpiteet, joita on toteutettu rahoitusjärjestelmän toiminnan normalisoimiseksi, tukenevat euroalueen taloutta. Eri toimialojen taseiden korjausliikkeiden jatkumisen ja työmarkkinanäkymien heikkouden odotetaan kuitenkin vaimentavan talouskasvua.

Arvio on samankaltainen kuin euroalueen asiantuntijoiden kesäkuussa julkaistavissa euroaluetta koskeissa kokonaistaloudellisissa arvioissa. Niissä BKT:n määrän vuotuisen kasvun ennakoitaan olevan 0,7–1,3 % vuonna 2010 ja 0,2–2,2 % vuonna 2011. Maaliskuussa 2010 julkaistuu EKP:n asiantuntijoiden arvioon verrattuna BKT:n määrän kasvun vaihteluväliä tarkastettu vuoden 2010 osalta hieman ylöspäin, mikä johtuu taloudellisen toimeliaisuuden maailmanlaajuisesta vahvistumisesta lyhyellä aikavälillä. Sitä vastoin vuoden 2011 osalta vaihteluväliä on tarkastettu hieman alaspäin, mikä johtuu ennen kaikkea kotimaisen kysynnän näkymistä. Taloskasvuun liittyvät riskit ovat poikkeuksellisen epävarmassa tilanteessa edelleen suurin piirtein tasapainossa.

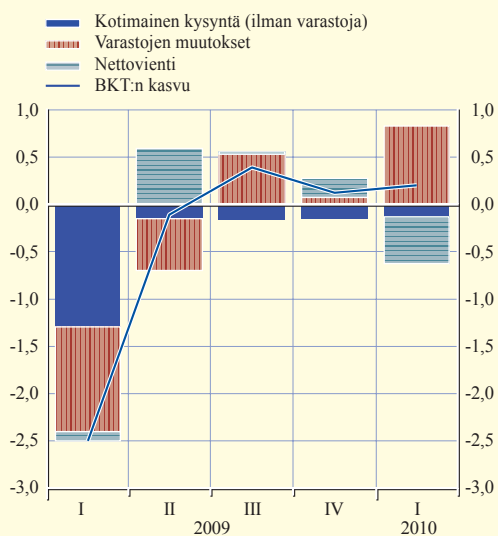
4.1 BKT:N MÄÄRÄ JA KYSYNTÄERÄT

Euroalueen talous on kasvanut vuoden 2009 puolivälistä lähtien supistuttuaan vuoden 2008 toisen neljänneksen ja vuoden 2009 toisen neljänneksen välisenä aikana. Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen BKT:n määrä kasvoi neljännesvuositasolla 0,2 % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä se oli kasvanut 0,1 % (ennen tarkistusta kasvun oli arvioitu pysyneen ennallaan) ja kolmannella neljänneksellä 0,4 % (ks. kuvio 47). Tämä kehitys on vahvistanut odotuksen, jonka mukaan euroalueen talouden elpyminen on maltillista ja epätasaista. Käytävissä olevat indikaattorit viittaavat siihen, että BKT:n kasvu on saattanut hieman vahvistua entisestään kevään 2010 aikana.

BKT:n määrän kasvuvauhti vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä johtui varastojen muutoksen suuresta (0,8 prosenttiyksikköä) positiivisesta vaikutuksesta sekä vahvasta viennin kasvusta, mikä oli maailmantalouden voimakkaan elpymisen ansiota. Kotimaisella loppukysynnällä sitä vastoin oli negatiivinen vaikutus (0,1 prosenttiyksikköä), mikä johtui investointien jyrkästä supistumisesta epäsuotuisien sääolojen vuoksi. Koska tuonti kasvoi vientiä voimakkaammin, ulko-ankaupan nettovaikutus oli negatiivinen, -0,5 prosenttiyksikköä.

Kuvio 47. BKT:n määrän kasvu ja sen erien kasvuvaihtelu

(kasvuvauhti edellisestä neljänneksestä ja neljännesvuosittaiset kasvuvaihtelut prosenttiyksikköinä, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

YKSITYINEN KULUTUS

Euroalueen talous on alkanut elpyä, mutta yksityinen kulutus on pysynyt vaimeana, sillä se supistui tuntuvasti loppuvuodesta 2008 ja alkuvuodesta 2009 viimeksi koetun talouden taantumana syvimmässä vaiheessa. Yksityinen kulutus väheni vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä 0,1 % edelliseen neljännekseen verrattuna. Vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä se oli kasvanut 0,2 % (kasvuvauhtia tarkistettiin 0,2 prosenttiyksikköä suuremmaksi) ja kolmannella neljänneksellä vähentynyt 0,2 %. Viimeaikaiset indikaattoritiedot viittaavat siihen, että yksityinen kulutus on keväällä 2010 ollut edelleen heikkoa.

Useat tekijät ovat vaikuttaneet kulutuksen kehityksen jatkuvaan vaimeuteen viime neljänneksen aikana. Tärkein tekijä on ollut kotitalouksien käytettävissä olevien reaalityulojen heikkous. Toisaalta kotitalouksien käytettävissä olevia tuloja on tukenut nimellispalkkojen nousu (ks. osa 3.3), joka tosin hidastui vuonna 2009 ja alkuvuodesta 2010 mutta oli edelleen suhteellisen nopeaa, kun otetaan huomioon ensinnäkin talouden taantumana vakavuus ja toiseksi elpymisen maltillinen vauhti. Lisäksi hidas YKHI-inflaatiovauhti vuonna 2009 ja alkuvuodesta 2010 tuki reaalityulojen kasvua. Toisaalta työllisyyden heikkeneminen on vähentänyt työtuloja ja siten kulutusta. Lisäksi yksityistä kulutusta ovat vähentäneet epävarmuus työllisyysnäkymistä, asuntojen hintojen lasku (ks. toukokuun 2010 Kuukausikatsauksen kehikko ”Recent housing market developments in the euro area”) sekä kumulatiivinen rahoitusvarallisuuden arvon lasku. Lisäksi kulutusluottojen kysyntä on ollut vaimeaa viime neljänneksen aikana ja kulutusluottojen kriteerejä kiristettiin huomattavasti talouden taantumana aikana ja niitä on kiristetty entisestään viime neljänneksen aikana, joskin aiempaa hitaammin (ks. toukokuun 2010 Kuukausikatsauksen kehikko ”The results of the April 2010 bank lending survey for the euro area”). Tätä taustaa vasten kotitalouksien säästämisaste on noussut jyrkästi viimeisten 12 kuukauden aikana, mikä todennäköisesti johtuu suurelta osin varovaisuussäästämisestä, jonka taustalla on talouden taantumasta johtuva suuri epävarmuus. Euroalueen integroidun tilinpidon tietojen mukaan kotitalouksien säästämisaste vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä oli kausivaihtelusta puhdistettujen lukujen perusteella 15,1 % eli 0,7 prosenttiyksikköä korkeampi kuin vuotta aiemmin. Tämä oli kuitenkin hieman pienempi kuin vuoden 2009 toisella ja kolmannella neljänneksellä saavutettu 15,7 prosentin ennätystaso.

Vaimea kulutus on näkynyt vähittäiskaupan, uusien autojen rekisteröintien ja kuluttajien luottamuksen kehityksessä. Vähittäiskauppa kasvoi neljännesvuositasolla 0,2 % vuoden 2010 kolmen ensimmäisen kuukauden aikana, mutta se supistui kuukausitasolla 1,2 % huhtikuussa (ks. kuvio 48). Uusien autojen rekisteröinnit vähenivät neljännesvuositasolla 7,3 % vuoden ensimmäisellä neljänneksellä ja kuukausitasolla 12,1 % huhtikuussa. Vähittäiskauppa ja uusien autojen rekisteröinnit, joiden osuus kulutuksesta on noin 50 %, supistuivat neljännesvuositasolla 0,6 % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä,

Kuvio 48. Vähittäiskaupan myynti ja luottamus sekä kotitaloussektorin luottamus

(kuukausihavaintoja)



Lähteet: Yrityksiä ja kuluttajia koskevat Euroopan komission suhdannekyselyt sekä Eurostat.

Huom. Toukokuusta 2010 alkaen yrityksiä koskevat Euroopan komission suhdannekyselyjen tiedot viittaavat tilastolliseen toimialaluokituksen NACE Rev. 2.

1) Vuotuinen prosenttimuutos; kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja; työpäivien lukumäärällä korjattuja tietoja. Polttoaineet eivät sisälly myyntiin.

2) Saldoluvut prosentteina; kausivaihtelusta puhdistettuja ja keskiarvokorjattuja tietoja.

kun taas edellisellä neljänneksellä ne olivat kasvaneet hieman autojen myynnin kasvun ansiosta. Huhtikuussa 2010 vähittäiskauppa, uusien autojen rekisteröinnit mukaan luettuna, supistui 2,3 % edelliseen kuukauteen verrattuna.

Autojen rekisteröintien väheneminen vuonna 2010 johtuu siitä, että useat euroalueen maat ovat poistaneet aiemmin tarjoamansa verokannustimet kuluttajille, jotka romuttavat vanhat autonsa ja ostavat niiden tilalle uusia. Niillä tuettiin autojen myyntiä ja siten yksityistä kulutusta vuonna 2009, varsinkin toisella neljänneksellä, jolloin uusien autojen rekisteröinnit lisääntyivät neljännesvuositasolla 13,5 %. Tästä tuesta huolimatta rekisteröintien määrä pysyi vuosien 2000–2007 keskitasoa pienempänä, ja vuoden 2010 neljän ensimmäisen kuukauden aikana määrä alitti vuoden 2008 keskiarvon; kyseisenä vuonna autojen rekisteröinnit olivat vähentyneet huomattavasti. Tämä kehitys osoittaa, että valtion tuki uusien autojen ostajille on vaikuttanut kulutukseen vain väliaikaisesti ja saanut jotkin kuluttajat hankkimaan tämän kulutustavaran suunniteltua aiemmin eli vuonna 2009.

Kuluttajien luottamus koheni vuonna 2009. Kuluttajien luottamusta tuki yleistä taloudellista tilannetta ja työllisyysnäkyviä koskevien arvioiden paraneminen. Luottamuksen koheneminen keskeytyi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, jolloin kuluttajien luottamus pysyi ennallaan vuoden 2009 viimeiseen neljännekseen nähden. Tämän jälkeen kuluttajien luottamus heikkeni toukokuussa huhtikuussa tapahtuneen vahvistumisen jälkeen ja palasi aiemmin lokakuussa 2009 vallinneelle tasolle, mikä on alle pitkän aikavälin keskiarvon vuodesta 1985 lähtien. Vaikka kuluttajien luottamus onkin osoittautunut suhteellisen huonoksi euroalueen kulutuksen neljännesvuosimuutosten indikaattoriksi, sillä on voitu mitata kulutuksen trendikehitystä kohtalaisen hyvin. Viimeaikainen vaihtelu samaan aikaan kun rahoitusmarkkinoilla on jälleen jännitteitä, on merkki siitä, että euroalueen kuluttajat ovat tällä hetkellä epävarmoja talouden elpymisen voimakkuudesta ja kestävydestä. Vaihtelu osoittaa myös, että kulutuksen kasvu todennäköisesti pysyy lähitulevaisuudessa heikkona.

INVESTOINNIT

Investointien kehitys on myös erittäin vaimeaa. Vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä pääoman bruttomuodostus väheni neljännesvuositasolla 1,1 % Vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä se oli supistunut 1,3 %. Investointien supistuminen on jatkunut vuoden 2008 toiselta neljännekseltä lähtien heikon kysynnän, alhaisen kapasiteetin käyttöasteen, tiukkojen luotonantoehtojen ja yritysten heikon luottamuksen vuoksi. Neljännesvuositasolla investoinnit vähenivät erityisen jyrkästi vuoden 2008 viimeisellä neljänneksellä (yli 4 %) ja vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä (yli 5 %). Kun otetaan huomioon nämä supistumiset, investointien viimeaikaista vähentymistä voidaan pitää parannuksena.

Rakennusinvestoinnit sisältävät sekä asuin- että toimitilojen rakentamisen ja muodostavat noin puolet kokonaisinvestoinneista. Tämänhetkinen rakennusinvestointien heikkous johtuu suurelta osin kiinteistömarkkinoiden kehityksestä. Kiinteistöjen hintojen vaimea kehitys on heikentänyt asuinrakentamiseen liittyvien investointien houkuttelevuutta ja siten vaikeuttanut rakennusinvestointeja. Asuntojen hintojen nousu on hidastunut tasaisesti viime vuosina, ja hinnat laskivat vuonna 2009. Hintojen korjausliike on ollut erityisen korostunut sellaisissa maissa, joissa asuntojen hintojen nousu oli voimakkainta vuoteen 2005 saakka (ks. toukokuun 2010 Kuukausikatsauksen kehikko ”Recent housing market developments in the euro area”). Rakennusinvestointien kasvu on ollut negatiivista vuoden 2008 toisesta neljänneksestä lähtien, mikä johtuu asuntojen hintojen kehityksestä, ylikapasiteetista joissakin maissa ja rahoitusrajoitteista. Viime talven ankarat sääolot monissa euroalueen maissa ovat osaltaan entisestään hillinneet rakentamista vuoden 2010 alkupuolella.

Tulevaisuutta ajatellen rakennuslupien myöntäminen – jota pidetään tärkeimpänä asuintoimistointien indikaattorina – viittaa siihen, että asuntomarkkinoiden supistuminen jatkuu lähikuukausina,

sillä myönnettyjen lupien määrä laski edelleen vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä. Supistumisen voidaan kuitenkin odottaa lievenevän vähitellen, sillä supistuminen oli vähäisempää kuin edellisellä neljänneksellä. Lisäksi rakentamiseen kohdistuvien negatiivisten vaikutusten voidaan odottaa tasoittuvan myöhemmin vuoden aikana. Nämä negatiiviset vaikutukset johtuivat viime talven epätavallisen epäsuotuisista sääoloista. Tätä oletusta tukevat tiedot, joiden mukaan rakennustuotanto elpyi voimakkaasti maaliskuussa. Lisäksi asuntolainanotto kasvoi vähäisessä määrin vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä ja tätä nopeammin vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä.

Muut kuin rakennusinvestoinnit muodostuvat pääasiassa tavaroiden ja palvelujen tuottamisessa käytävistä kohteista, ja niin ikään ne supistuivat jyrkästi viimeaikaisen taantuman aikana heikkenevän kysynnän, erittäin alhaisen kapasiteetin käyttöasteen, tulosten negatiivisen kasvun ja tiukkojen luotonantoehtojen vuoksi. Vuoden 2009 puolivälistä lähtien muut kuin rakennusinvestoinnit ovat kuitenkin supistuneet paljon aiempaa hitaammin sitä mukaa kuin sen jyrkän supistumisen taustatekijöiden vaikutukset ovat hälvenneet. Vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä muut kuin rakennusinvestoinnit supistuivat neljännesvuositasolla 0,7 %, kun ne edellisellä neljänneksellä olivat supistuneet -0,1 %.

Seuraavien vuosineljännesten aikana muiden kuin rakennusinvestointien odotetaan vahvistuvan asteittain, sillä talouden yleisen kasvun ennustetaan tukevan sitä mutta pysyvän vaimeana, mikä johtuu kotimaisen kysynnän heikoista kasvunäkymistä, yleisestä epävarmuudesta, heikosta kannattavuudesta ja jatkuvasti suuresta käyttämättömästä kapasiteetista. Kapasiteetin käyttöaste on äskettäin noussut vuoden 2009 puolivälissä saavutetusta aallonpohjasta, mutta se on edelleen erittäin pieni ja 1990-luvun alkuvuosien lamaa alhaisemmalla tasolla. Käyttämättömän kapasiteetin suuruus todennäköisesti vastedeskin vaikeuttaa pääomainvestointien kasvua lähitulevaisuudessa. Pääomasiirtoja sitä vastoin todennäköisesti tukevat rahoituskustannukset, jotka pysyvät pieninä, kun taas pankkien noudattamisen luottokriteerien nettomääräinen kiristyminen oli ennallaan vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä hidastuttuaan edellisten neljännesten aikana (ks. toukokuun 2010 Kuukausikatsauksen kehikko ”The results of the April 2010 bank lending survey for the euro area”).

JULKINEN KULUTUS

Toisin kuin muiden kotimaisen kysynnän osatekijöiden julkisen kulutuksen kasvu oli positiivista vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, kun se vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä oli pysynyt ennallaan. Julkisen kulutuksen tuen kotimaiselle kysynnälle odotetaan kuitenkin pysyvän maltillisena loppuvuoden 2010 aikana, mikä johtuu odotetuista julkisen talouden vakauttamistoimista useissa euroalueen maissa.

VARASTOT

Varastojen muutos on vaikuttanut positiivisesti BKT:n neljännesvuosikasvuun vuoden 2009 puolivälistä lähtien, kun taas vuoden 2009 alkupuoliskolla se supisti voimakkaasti euroalueen BKT:tä. Varastot näyttävät noudattaneen tavanomaista suhdannekiertoa viime laman ja meneillään olevan elpymisen aikana. Kun yritykset havaitsivat kysynnän vähentyneen jyrkästi ja mahdollisesti pitkäksi aikaa, yritykset pienensivät varastojaan supistamalla tuotantoa rajusti ja pyrkivät näin pitämään varastojen ja myynnin välisen suhteen optimaalisena. Varastojen purkaminen alkoi hidastua vuoden 2009 kolmannella neljänneksellä, jotta tämä suhde ei supistuisi liikaa myynnin alkaessa jälleen kasvamaan.

Vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä varastojen purkamisen kiihtyminen pysähtyi, kun kysynnän odotettiin lisääntyvän. Tämän vuoksi varastojen positiivinen vaikutus BKT:n määrän kasvuun oli 0,8 prosenttiyksikköä, kun se edellisellä neljänneksellä oli ollut 0,1 prosenttiyksikköä ja vuoden 2009 kolmannella neljänneksellä 0,5 prosenttiyksikköä.

Kyselytutkimukset ja yksittäiset havainnot viittaavat siihen, että varastoja pidetään niukkoina. Vaikka monet yritykset ovatkin antaneet ymmärtää, että ne eivät aio palauttaa varastojaan aiemmalle tasolle, varastojen muutoksella voi olla jälleen positiivinen vaikutus euroalueen BKT:n kasvuun vuoden 2010 toisella tai kolmannella neljänneksellä. Kasvuvaikutuksen suuruus on kuitenkin epävarma, sillä se riippuu siitä, miten kysyntä kehittyi ja missä määrin yritykset tarkistavat tulevaisuutta koskevia odotuksiaan.

ULKOMAANKAUPPA

Euroalueen kauppa kasvoi edelleen vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä maailmantalouden elpymisen ja euroalueen maltillisen talouskasvun ansiosta. Tuonnin kasvu neljännesvuositasolla oli vuoden kolmen ensimmäisen kuukauden aikana huomattavasti vientiä voimakkaampaa; näin ollen nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä oli negatiivinen (–0,5 prosenttiyksikköä), kun se edellisellä neljänneksellä oli tukenut BKT:n kasvua.

Vuoden 2008 lopussa ja vuoden 2009 alussa voimakkaasti supistuneet ja edelleen vuoden 2009 toisella neljänneksellä, joskin maltillisemmin, vähentyneet tuonti ja vienti ovat kasvaneet vuoden 2009 puolivälistä lähtien. Elpyminen on ollut laaja-alaista ja koskenut kaikkia keskeisiä tuoteryhmiä. Eriytyisen voimakkaasti kasvoivat välituotteiden tuonti ja vienti, jotka myötävaikuttivat voimakkaimmin ulkomaankaupan virtojen aikaisempaan supistumiseen. Ulkomaankaupan elpyminen nopeutui vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, jolloin vienti kasvoi neljännesvuositasolla 2,5 %. Vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä se oli kasvanut 1,7 %. Tuonti kasvoi paljon tätä nopeammin, 4,0 %, kun taas se vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä oli kasvanut 1,2 %. Tähän kehitykseen vaikuttivat euroalueen elpyminen ja vientituotteiden kasvava kysyntä, sillä viennin tuontiosuus on huomattava.

Maailmantalouden – ja varsinkin kehittyvien markkinoiden – kasvu ja kansainvälisen kaupan kasvu todennäköisesti lisäävät entisestään euroalueen tuotteiden kysyntää. Tätä oletettavasti edistää myös euron viimeaikainen heikkeneminen. Koska euroalueen odotetaan elpyvän maltillisemmin ja hitaammin kuin maailmantalous kasvaa, tuonnin kasvu voi sitä vastoin jäädä hieman viennin kasvua verkkaistemaksi. Näin ollen ulkomaankaupan nettovaikutus euroalueen BKT:n kasvuun seuraavien vuosineljännesten aikana on todennäköisesti positiivinen.

4.2 TUOTANTO, TARJONTA JA TYÖMARKKINAT

Euroalueen elpyminen ei arvonlisäyksen näkökulmasta tarkasteltuna ole ulottunut laajasti kaikkiin sektoreihin, mutta sitä on suureksi osaksi vauhdittanut teollisuus. Palvelusektorin kasvu on vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä ja vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä ollut maltillista, kun taas rakennusala on edelleen supistunut. Vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä koko arvonlisäys kasvoi 0,5 % lähinnä ilman rakentamista lasketun teollisuuden vahvan kehityksen vuoksi. Bruttokansantuotteen kasvuvauhdin ja arvonlisäyksen kasvuvauhdin ero johtuu pääasiassa siitä, että BKT:hen on laskettu mukaan tuotekohtaisilla tukipalkkioilla vähennettyjä veroja, joka pienenevät 2,3 % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä edelliseen neljänneksen verrattuna. Kyselytiedot viittaavat siihen, että arvonlisäys kasvaa edelleen vuoden 2010 toisella neljänneksellä.

Euroalueen työmarkkinat ovat heikentyneet entisestään (ks. työmarkkinoita koskeva osa jäljempänä). Työllisyys supistui 0,3 % vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä, ja työttömyysaste oli 10,1 % huhtikuussa 2010.

TOIMIALAKOHTAINEN TUOTANTO

Lähinnä teollisuuden kehitys on vauhdittanut euroalueen yhteenlasketun arvonlisäyksen kasvua siitä lähtien, kun elpyminen alkoi vuoden 2009 puolivälissä. Teollisuuden (ilman rakentamista) arvonlisäys kasvoi 2,2 % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, kun se oli kasvanut 0,3 % vuoden 2009 viimeisellä ja 2,1 % kolmannella neljänneksellä. Teollisuustuotannon 3,8 prosentin kasvu vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä on ollut jopa vahvempaa kuin teollisuuden arvonlisäyksen kasvu (ks. kuvio 49). Näiden kahden indikaattorin kehityksen suhteellisen suuri ero vuoden kolmen ensimmäisen kuukauden aikana saattaa lähinnä johtua kausivaihtelukorjausten eroista, koska kausivaihtelusta puhdistettuihin tietoihin liittyy tällä hetkellä melko suurta epävarmuutta sen takia, että tiedot vaihtelevat suuresti talouden taantumana ja sitä seuraavan elpymisen aikana. Keskeisten teollisuudenalojen tarkastelu osoittaa, että tuotanto kasvoi erityisesti välituoteteollisuudessa mutta myös pääomahyödykkeiden ja kulutustavateollisuuden tuotanto lisääntyi hieman. Tämä sektorikohtainen kehitys vastaa elpymisen alkuvaihetta, jolloin välituotesektorin kasvu on yleensä vahvempaa kuin muiden sektoreiden. Lisäksi energian tuotanto kasvoi huomattavasti, mitä todennäköisimmin epätavallisen kylmän talven vauhdittamana.

Teollisuuden tulevasta laaja-alaisesta elpymisestä viestii teollisuuden uusien tilauksien kasvava trendi, sillä saatujen tilausten voidaan odottaa näkyvän myöhemmin tuotannossa. Tämä indikaattori nousi 3,7 % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli noussut 3,2 %. Myös yrityskyselyjen ajantasaiset tiedot viittaavat siihen, että teollisuuden kasvu on pysynyt positiivisena vuoden 2010 toisen neljänneksen alussa (ks. kuvio 50). Euroalueen tehdasteollisuutta kuvaava ostopäälliköiden indeksi nousi edelleen huhtikuussa mutta laski toukokuussa, joskin pysyi vuoden 2010 ensimmäisen neljänneksen keskiarvon yläpuolella. Vaikka ei voida jättää

Kuvio 49. Teollisuustuotannon kasvu ja sen erien kasvuvaihtelu

(kasvuvahti ja kasvuvaihtukset prosenttiyksikköinä, kuukausihavaintoja, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)

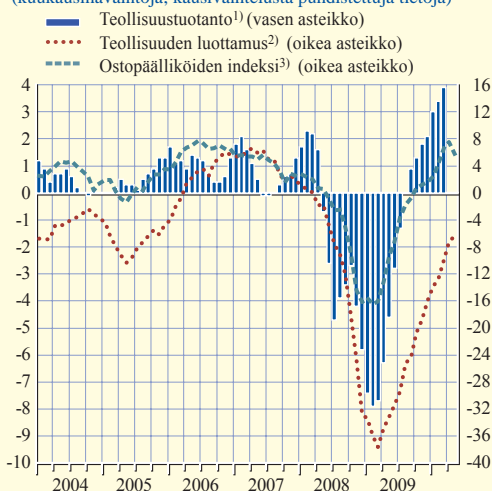


Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Arvot on laskettu kolmen kuukauden liukuvina keskiarvoina vastaavasta edellisestä kolmen kuukauden jaksosta.

Kuvio 50. Teollisuustuotanto, teollisuuden luottamus ja ostopäälliköiden indeksi

(kuukausihavaintoja; kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähteet: Eurostat, yrityksiä ja kuluttajia koskevat Euroopan komission suhdannekyselyt, Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kaikki aikasarjat kuvaavat tehdasteollisuutta. Toukokuusta 2010 alkaen yrityksiä koskevat Euroopan komission suhdannekyselyjen tiedot viittaavat tilastolliseen toimialaluokitukseen NACE Rev. 2.

- 1) Kolmen kuukauden jakson muutos edellisestä kolmen kuukauden jaksosta prosentteina.
- 2) Saldoluvut prosentteina.
- 3) Poikkeamat 50:stä.

ottamatta huomioon, että viimeaikaiset valtioiden velkaantumiseen liittyvät jännitteet vaikuttavat epädullisesti tehdasteollisuuden luottamukseen, lyhyen aikavälin arvio on positiivinen, koska tuotanto ja uudet tilaukset sekä toimitusaikoihin liittyvät tekijät pysyivät toukokuussa lähellä korkeinta tasoaan vuosikymmeneen. Sitä vastoin yrityksiä koskevien Euroopan komission suhdannekyselyjen mukaan tehdasteollisuuden luottamus vahvistui toukokuussa vain vähän.

Rakennusteollisuuden toimeliaisuus on edelleen supistunut viime neljänneksen aikana. Rakennusalan arvonlisäys väheni neljännesvuositasolla 2,7 % vuoden ensimmäisellä neljänneksellä. Tämä on huomattavasti suurempi luku kuin kahtena edellisenä neljänneksenä, jolloin arvonlisäys supistui 1,3 prosentin neljännesvuosivauhtia. Rakennusala heikkeni tuntuvasti vuoden kolmen ensimmäisen kuukauden aikana, ja tämän voidaan katsoa liittyvän suureksi osaksi ankariin sääolosuhteisiin, jotka ovat vaikuttaneet epädullisesti moniin euroalueen maihin talvikuukausina. Sääoloihin liittyvä toimeliaisuuden väheneminen vaikeutti asuntomarkkinoiden välttämätöntä sopeutusta. On odotettavissa, että sääoloista johtuva sektorin toimeliaisuuden supistuminen pystytään suureksi osaksi kuromaankuumeen vuoden toisella neljänneksellä.

Palvelusektori ei reagoi läheskään yhtä herkästi suhdannekehitykseen kuin tehdasteollisuus ja rakennusala. Palvelusektorin kehityksen vahvuus on kuitenkin ratkaisevaa tuntuvaan elpymiseen kannalta, ja palvelusektorin arvonlisäyksen kasvu on ollut melko vaimeaa vuoden 2009 puolivälistä lähtien. Palvelusektorin arvonlisäys kasvoi hieman eli 0,3 % vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, jolloin se koheni jonkin verran vuoden 2009 viimeisen neljänneksen vähäisestä kasvusta. Arvonlisäyksen kasvu oli pysynyt paikallaan sitä edeltävänä kolmen kuukauden ajanjaksona. Käytettävissä olevat tiedot palvelualan tärkeimmistä alasektoreista osoittavat, että supistuttuaan jyrkästi suunnilleen vuoden 2008 lopusta vuoden 2009 alkuun arvonlisäys on kaupan ja kuljetuksen aloilla toistaiseksi ainoastaan suurin piirtein vakautunut. Sitä vastoin arvonlisäys näyttää kasvaneen rahoituksen välityksessä ja liike-elämän palveluissa, jotka yleensä ovat palvelualan suhdanneherkimpää ja vaihtelevimpää alasektoreita. Viime aikoina julkistetut kyselytiedot viittaavat siihen, että palvelusektori on jatkanut kasvuaan vuoden 2010 toisen neljänneksen alussa.

TYÖMARKKINAT

Päinvastoin kuin talouden kehitys euroalueen työmarkkinat ovat edelleen heikentyneet viime neljänneksen aikana, sillä työllisyyden muutokset seuraavat suhdannekehitystä usein viipeellä. Viime taloustaantumana aikana työllisyys alkoi heiketä rakennusosalalla aikaisemmin kuin teollisuudessa ja palvelusektoreilla. Tämä johtuu osittain rakennusalan ylikapasiteetista joissakin euroalueen maissa ja siitä, että alalla on tyypillisesti paljon tilapäisissä työsuhteissa olevia työntekijöitä. Rakennusalan

Taulukko 8. Työllisyyden kasvu

(prosenttimuutos edellisestä kaudesta; kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)

	Vuosi muutokset		Neljännesvuosi muutokset				
	2008	2009	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Koko kansantalous	0,7	-1,9	-0,4	-0,8	-0,5	-0,5	-0,3
<i>josta:</i>							
Maa- ja kalatalous	-1,4	-2,6	0,0	-0,8	-0,9	-1,2	0,5
Teollisuus	-0,7	-5,7	-1,5	-1,8	-1,7	-1,7	-0,9
Ilman rakentamista	0,0	-5,2	-1,1	-1,6	-1,8	-1,7	-1,1
Rakentaminen	-2,1	-6,9	-2,3	-2,3	-1,3	-1,7	-0,4
Palvelut	1,3	-0,5	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Kauppa ja kuljetus	1,3	-1,8	-0,4	-0,8	-0,5	-0,2	-0,5
Rahoitustoiminta ja liike-elämän palvelut	2,2	-2,2	-0,5	-0,9	-0,8	-0,5	-0,1
Julkishallinto ¹⁾	0,9	1,5	0,6	0,2	0,6	0,2	0,2

Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

1) Sisältää myös koulutuksen, terveydenhoidon ja muut palvelut.

työllisyys on siten joustavampaa kuin muilla sektoreilla. Kun taantuma jatkui, työllisyys supistui myös teollisuudessa mutta palvelusektoriin työvoiman sopeutus vaikutti huomattavasti vähemmän (ks. taulukko 8).

Erityiset työaikajärjestelyt tukivat työllisyyttä monissa euroalueen maissa talouden taantumasta voimistuessa. Näillä järjestelyillä työaika on lyhennetty monenlaisin keinoin, kuten muuttamalla yritysten työaikajoustoja, vähentämällä ylityötä ja toteuttamalla erityisiä työpaikkoja säästäviä toimia, joita julkinen valta on kehittänyt monissa Euroopan maissa. Näiden järjestelyjen käyttö on osaltaan estänyt työllisyyden jyrkän supistumisen ja tasoittanut kysynnän heikkenemisestä johtuvaa työvoiman sopeutusprosessia. Euroalueen työllisyys näyttää kestäneen suhteellisen hyvin talouden taantumasta, kun otetaan huomioon, että talouden toimeliaisuus väheni jyrkästi. Työllisyyttä on itse asiassa suureksi osaksi sopeutettu vähentämällä työntekijää kohden tehtyjä työtunteja eikä supistamalla massiivisesti työntekijöiden määrää. Työmarkkinakehitys on kuitenkin ollut huomattavan erilaista euroalueen talouksissa. Talouden taantuma hidasti myös työvoiman tarjonnan kasvua euroalueella, sillä tarjonta oli aiemmin lisääntynyt. Kehikossa 5 tarkastellaan väestökehityksen ja työhönosallistumisen suhteellisia vaikutuksia työvoiman tarjonnan kasvuun euroalueella eri ryhmien ja maiden välillä.

Työllisyys supistui 0,3 prosentin neljännesvuosivauhtia vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä, jolloin supistuminen ei ollut niin suurta kuin edellisinä neljänneksinä. Sektorikohtaisesta tarkastelusta ilmenee, että työpaikkojen menetyksen pahimmat haittavaikutukset ovat edelleen kohdistuneet

Kehikko 5.

TYÖVOIMAN TARJONNAN VIIMEAIKAINEN KEHITYS

Euroalueella koettiin vuosina 2008–2009 vakavin taantuma toisen maailmansodan päättymisen jälkeen. Taantuma on merkinnyt työvoiman kysynnän merkittävää heikkenemistä ja työttömyysasteen nousua. Talouskriisin voidaan kuitenkin viime kädessä odottaa vaikuttavan paitsi työvoiman kysyntään myös laajemmin työvoiman tarjontaan. Tämä vaikutus tulee kahden eri kanavan kautta ja kohdistuu sekä väestönkasvuun että työhönosallistumisasteeseen. Tässä kehikossa arvioidaan viimeaikaisen taantumasta euroalueen työvoiman tarjontaan hyödyntämällä EU:n työvoimatutkimuksen tietoja.

Muuttoliike yleensä vaikuttaa lyhyellä aikavälillä siihen, miten talouskriisin vaikutukset heijastuvat väestönkasvuun. Muuttoliike puolestaan määräytyy paljolti suhteellisten tulojen ja työllistymismahdollisuuksien perusteella.¹ Vakavat taantumasta ja niistä seuraava työtilaisuuksien väheneminen voivat hidastaa muuttoa euroalueelle ja siten pienentää väestönkasvua.

Vakavat taantumasta todennäköisesti vaikuttavat myös työhönosallistumisasteeseen. Vaikutus ei ole kuitenkaan selvä. Yhtäältä jyrkät taantumasta voivat kannustaa työntekijöitä lähtemään työmarkkinoilta – esimerkiksi vanhemmat työntekijät saattavat päättää aikaistaa siirtymistä eläkkeelle, ja nuoremmat työntekijät puolestaan voivat päättää jatkaa kokopäiväistä opiskelua. Lisäksi entistä pienempi todennäköisyys löytää työtä vakavan taantumasta aikana voi aiheuttaa sen, että osa työntekijöistä siirtyy työvoiman ulkopuolelle. Tällöin on kyse ns. laskusuhdanteen työntekijöitä la-

¹ Ks. esimerkiksi Frigyes Ferdinand Heinz ja Melanie Ward-Warmedinger, "Cross-border labour mobility within an enlarged EU", *EKP:n Occasional Paper Series*, No 44, lokakuu 2006.

maannuttavasta vaikutuksesta. Nämä molemmat tekijät saavat aikaan työhönsallistumisasteen laskun tai ainakin sen nousun hidastumisen. Toisaalta vakavat taantumat voivat myös nostaa osallistumisastetta, jos kotitalouksien tulojen supistuminen (työpaikan tai rahallisten menetysten takia) saa aiemmin työmarkkinoiden ulkopuolella olleet siirtymään työelämään.

Muutokset työvoiman kasvussa ja muutosten vaikutukset

Vuosien 2006–2008 keskiarvona tarkasteltuna euroalueen työvoiman tarjonta kasvoi ennen kriisiä 1,1 % vuosittain. Kasvua vauhditti paljolti huomattava muuttoliike euroalueelle, kun uusista jäsenvaltioista alkoi EU:n laajennuttua tulla työnhakijoita (ks. oheinen taulukko). Taantuman seurauksena euroalueen työvoiman vuotuinen kasvu väheni sitä vastoin merkittävästi ja supistui vuoden 2009 kolmannella neljänneksellä vuositason ensimmäisen kerran aikasarjan kymmenen vuoden historian aikana. Tämä aiheutti sen, että euroalueen työvoiman tarjonnan keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti oli ainoastaan 0,3 % vuonna 2009. Vuoden 2009 toisella puoliskolla nähty työvoiman tarjonnan kasvun väheneminen johtuu osittain euroalueelle suuntautuvan muuttoliikkeen voimakkaasta hidastumisesta. Muuttoliike oli aiemmin osaltaan lieventänyt väestön muutoin pienen (luonnollisen) kasvun vaikutusta. Taantuma (joka alkoi vuoden 2008 toisella neljänneksellä) vaikutti kuitenkin myös selvästi etenkin euroalueen nuorten kansalaisten työhönsallistumisasteen nousuun.

Osallistumisasteen vaikutukset

Kaiken kaikkiaan euroalueen työhönsallistumisasteen nousu on selvästi pysähtynyt kriisin puhkeamisen jälkeen, mikä on jyrkässä ristiriidassa vuosikymmenen keskivaiheilla koetun vakaan nousun kanssa. Kuten oheisesta taulukosta ilmenee, viimeaikainen taantuma on johtanut myös siihen, että nuorten ikäryhmien (15–24-vuotiaat) osallistumisasteen pitkäaikainen aleneminen on laaja-alaisesti ja selvästi kiihtynyt. Tämä osallistumisasteen heikkeneminen epäilemättä johtuu osittain yksin-

Taulukko. Euroalueen työvoiman ja väestön määrän sekä tiettyjen ryhmien työhönsallistumisasteen kehitys

(vuotuinen prosenttimuutos)

	2006	2007	2008	2009	2009 IV
Työvoima					
Yhteensä	1,2	1,0	1,1	0,3	0,1
Nuoret (15–24-vuotiaat)	-0,8	-0,2	-0,3	-2,8	-3,6
Parhaassa työssä olevat (25–54-vuotiaat)	1,1	0,6	0,9	0,0	0,0
Vanhemmat työntekijät (55–64-vuotiaat)	4,6	4,7	3,7	4,5	4,1
Miehet	0,9	0,6	0,6	-0,3	-0,4
Naiset	1,7	1,4	1,6	0,9	0,7
Osallistumisaste					
Yhteensä	0,8	0,5	0,7	0,1	0,1
Nuoret (15–24-vuotiaat)	-0,2	0,3	0,4	-1,8	-2,6
Parhaassa työssä olevat (25–54-vuotiaat)	0,6	0,3	0,5	0,0	0,0
Vanhemmat työntekijät (55–64-vuotiaat)	2,9	2,7	2,0	2,9	2,6
Miehet	0,3	0,2	0,2	-0,3	-0,4
Naiset	1,3	0,9	1,2	0,8	0,6
Väestön määrä					
Yhteensä	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0
Nuoret (15–24-vuotiaat)	-0,6	-0,5	-0,7	-1,1	-1,1
Parhaassa työssä olevat (25–54-vuotiaat)	0,5	0,4	0,4	0,0	-0,1
Vanhemmat työntekijät (55–64-vuotiaat)	1,6	1,9	1,7	1,5	1,4
Miehet	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0
Naiset	0,4	0,5	0,4	0,1	0,1
Euroalueen kansalaiset	0,1	-0,4	0,2	-0,2	-0,2
Muiden EU-maiden kansalaiset	3,9	116,1	29,1	6,4	2,9

Lähteet: EU:n työvoimatutkimus ja EKP:n laskelmat.

kertaisesti siitä, että koulunsa päättäneiden työtilaisuudet ovat vähentyneet, kun rakennusalan ja teollisuuden toimeliaisuus on supistunut rajusti. Koska työllisyysnäköymät ovat heikentyneet, nuorten on ollut pakko harkita uudelleen työmarkkinoiden ulkopuolisia vaihtoehtoja, ja monet ovat vain päättäneet jatkaa opiskelua ja koulutusta. Jatko-opiskeluun ja -koulutukseen myötävaikuttavien tekijöiden (joskin ne tilapäisesti lykkäävät tuloa työmarkkinoille) voidaan ennakolta odottaa antavan paremmat mahdollisuudet osallistua työmarkkinoille myöhemmässä elämänvaiheessa, sillä nämä ryhmät osoittavat muita suurempaa kiinnostusta pysyä työmarkkinoilla. On kuitenkin yhä enemmän näyttöä siitä, että niiden nuorten heikko työllisyys, joiden työelämän alku osuu samaan aikaan kuin vakava taantuma, voi tulevaisuudessakin merkitä vaikeuksia pysyä työmarkkinoilla.²

Lisäksi vaikuttaa siltä, että myös miesten osallistumisasteen nousu on alkanut hidastua, mikä jälleen paljolti kuvastaa kriisin voimakasta sektorikohtaista keskittymistä perinteisesti miesvaltaisille aloille (rakennusala, tehdasteollisuus ja kuljetus). Osallistumisasteen nousun hidastuminen on kuitenkin suureksi osaksi kohdistunut nuorempiin työntekijöihin, ja parhaassa työiässä olevien miesten osallistuminen työmarkkinoille on vähentynyt selvästi rajoitetummin. Vanhempien miesten osallistumisaste puolestaan on edelleen kehittynyt suotuisasti ja on jopa hieman korkeampi kuin ennen kriisin puhkeamista.

Useimmista alaryhmistä poiketen kahden työntekijäryhmän eli naisten ja vanhempien työntekijöiden osallistumisaste osoittaa edelleen vakaata nousua. Naisten työmarkkinoille osallistumisen jatkuva lisääntyminen viittaa suureksi osaksi yksinkertaisesti siihen, että tätä ryhmää koskeva pitkän aikavälin trendi jatkuu, mutta todennäköisesti myös siihen, että aiemmin työmarkkinoiden ulkopuolella olleiden työntekijöiden määrä tyypillisesti kasvaa vakavien taantumien aikana. Vaikka vanhempien työntekijöiden osallistumisasteen huomattava nousu voi osittain johtua vain siitä, että varhaiseläkejärjestelmistä on luovuttu tai niiden ehtoja on kiristetty, osasyynä on todennäköisesti myös tarve kattaa varallisuuden menetyksiä, joita on syntynyt rahoitusmarkkinakriisin seurauksena tai siitä syystä, että maksuperusteisista järjestelmistä odotetaan pienempiä eläkkeitä kuin aiemmin oli arvioitu.³

Väestökehityksen vaikutukset

Euroalueen väestönkasvu on taantumien alkamisesta lähtien asteittain hidastunut. Kasvu muuttui negatiiviseksi ensimmäisen kerran aikasarjan historiassa vuoden 2009 kolmannella neljänneksellä, kun väestön määrä oli kriisiä edeltäneinä vuosina kasvanut keskimäärin noin 0,5 % vuosittain. Vaikka tämä supistuminen paljolti kuvastaa vain euroalueen työikäisen väestön pitkän aikavälin kehitystä, johtuu se osittain myös euroalueelle suuntautuvan muuttoliikkeen selvästä hidastumisesta.

Maidenväliset erot

Euroalueen eri maiden kehitys on hyvin erilaista (kuvio). Oheisesta kuviosta nähdään väestökehityksen ja osallistumisasteen suhteelliset vaikutukset euroalueen ja sen yksittäisten maiden työvoiman määrän vuotuisen kasvuun vuoden 2008 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2009 viimeiseen neljännekseen. Näistä tiedoista ilmenee, että Irlannissa työvoiman määrä on vuositasolla supistunut 3,3 %, kun taas Maltassa se on kasvanut noin 2,2 prosentin vauhtia.⁴

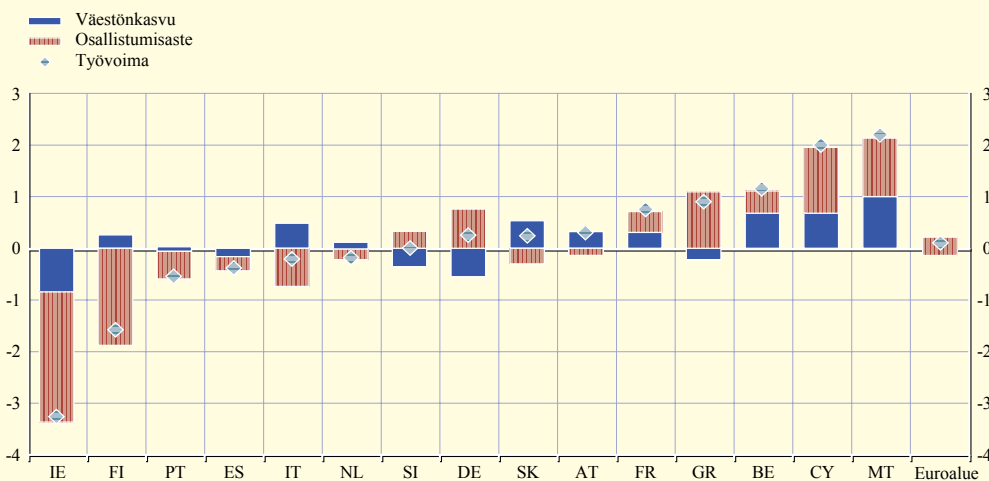
2 Ks. esimerkiksi Hämäläinen K., "Education and unemployment: state dependence in unemployment among young people in the 1990s", VATT Discussion Paper Series No 312, 2003, sekä Burgess S., Propper C., Rees H. ja Shearer A., "The class of 1981: the effects of early career unemployment on subsequent unemployment experiences", *Labour Economics*, Vol. 10, Issue 3, 2003.

3 Ks. esimerkiksi kehikot "Country-specific evidence of effects from early retirement and disability schemes on participation" ja "Participation decisions in response to sharp drops in pension wealth", *OECD Working Paper Series*, ECO/CPE/WP1(2010)2, "The response of labour force participation to severe downturns".

4 Luxemburgin tietoja ei ole ilmoitettu maan keskuspankin suosituksen mukaisesti.

Kuvio. Väestönkasvun ja työhönosallistumisasteen nousun vaikutukset euroalueen maiden työvoiman määrän kasvuun ajanjaksona 2008/IV–2009/IV

(vuotuinen prosenttimuutos, kasvuvaikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.
Huom. Luxemburgin tietoja ei ole käytettävissä.

Työhönosallistumisaste näkyy reagoineen viimeaikaiseen taantumaan melko tasaisesti eri euroalueen maissa, sillä tässä tarkastelluista 15 maasta 8 on ilmoittanut osallistumisasteen laskeneen ja 7 on ilmoittanut sen nousseen. Osallistumisaste näyttää laskeneen erityisen voimakkaasti Irlannissa ja Suomessa. Tämä johtuu osaksi siitä, että tuotanto on näissä maissa supistunut rajusti.

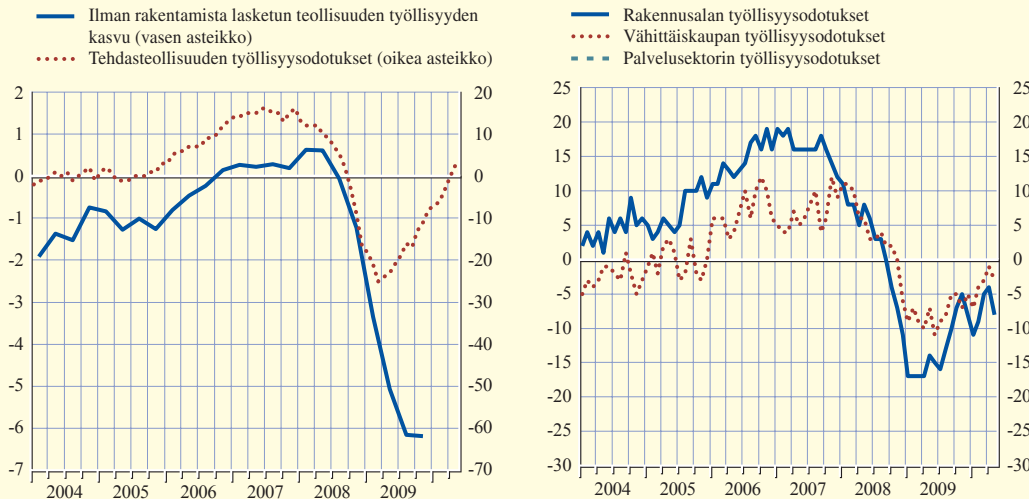
Muuttoliike euroalueen maissa on jokseenkin tasapainoista. Silloin kun väestönkasvu on hidastunut, syynä on suureksi osaksi ollut sekä ulkomaisten työntekijöiden vapaaehtoinen poistuminen kansallisilta työmarkkinoilta että uusien maahanmuuttajien määrän supistuminen talousnäkömysten heiketessä.

Tässä kehikossa on osoitettu, että epäsuotuisat vaikutukset euroalueen työvoiman tarjonnan kasvuun ovat viime neljännesten aikana tulleet sekä työmarkkinoille osallistumisen että väestökehityksen kautta. Osa näistä vaikutuksista lienee suhdanneluonteista, ja niiden voidaan odottaa kumoutuvan talouden jälleen vahvistuessa. On kuitenkin hyvin tärkeää välttää tilannetta, jossa työvoiman tarjonnan kasvun hidastuminen tulee osittain pitkäkestoiseksi. Työvoiman tarjonta vaikuttaa pitkällä aikavälillä keskeisesti potentiaaliseen tuotantoon ja siten pitkän aikavälin tuottavuuteen ja viime kädessä mahdollisuuksiin parantaa euroalueen kansalaisten elintasoja.

tehdasteollisuuteen (teollisuus ilman rakentamista), sillä sen työllisyys heikkeni jatkuvasti ja väheni 1,1 % viimeisellä neljänneksellä edellisestä neljänneksestä. Heikkeneminen oli kuitenkin hitaampaa kuin edellisellä neljänneksellä, jolloin työllisyys supistui 1,7 %. Rakennussektorin työpaikkoja ei enää vähennetty entiseen tahtiin vuoden viimeisellä neljänneksellä, jolloin rakennusalan työllisyyden heikkeneminen neljännesvuositasolla oli 0,4 % verrattuna vuoden 2009 kolmannen neljänneksen 1,7 prosentin suuruiseen supistumiseen. Aiempien vuosineljännesten tapaan palvelusektorin työllisyys muuttui kaiken kaikkiaan vain vähän viimeisellä neljänneksellä, jolloin se supistui 0,1 % edellisestä neljänneksestä. Palvelusektorin kokonaistietoihin sisältyy kuitenkin huomattavia eroja eri alasektoreiden välillä. Kaupan ja kuljetuksen alasektoreiden työllisyys väheni jyrkästi vuoden lopussa, jolloin se supistui 0,5 % verrattuna vuoden 2009 kolmannen neljänneksen 0,2 prosenttiin. Rahoitusalan ja liike-elämän palvelujen alasektoreiden työllisyyden heikkeneminen tasaantui edelleen huomattavas-

Kuvio 51. Työllisyyden kasvu ja työllisyysodotukset

(vuotuinen prosentimuutos, saldoluvut prosentteina, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



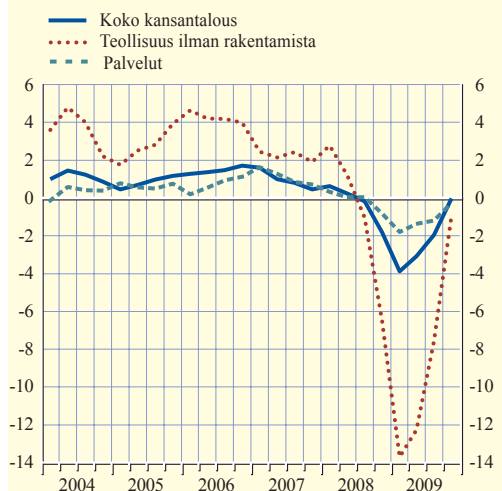
Lähteet: Eurostat sekä yrityksiä ja kuluttajia koskevat Euroopan komission suhdannekyselyt.
 Huom. Saldoluvut ovat keskiarvokorjattuja. Toukokuusta 2010 alkaen yrityksiä koskevat Euroopan komission suhdannekyselyjen tiedot viittaavat tilastolliseen toimialaluokituksen NACE Rev. 2.

ti, ja työllisyys supistui 0,1 % verrattuna kolmannen neljänneksen 0,5 prosentin vähenemiseen. Eurostat julkisti ensimmäisen kerran neljännesvuositietoja euroalueella tehdyistä työtunneista. Nämä tiedot viittaavat ensimmäisiin merkkeihin tehtyjen työtuntien kokonaismäärän myönteisestä kasvusta sitten kesäkuun 2008. Vuoden 2009 viimeisen neljänneksen 0,2 prosentin neljännesvuositason kasvussa ei näy se, että tehdasteollisuudessa tehtyjen työtuntien kokonaismäärän väheneminen korvautui palvelusektorilla, etenkin rahoitustoiminnassa ja liike-elämän palveluissa, samoin kuin julkishallinnossa tehtyjen työtuntien myönteisellä kasvulla (ks. kuvio 51).

Euroalueen tuotannon kasvun elpyminen yhdessä viime neljänneksen aikana toteutuneen työllisyyden supistumisen kanssa vaikutti osaltaan tuottavuuden heikkenemisen taittumiseen. Euroalueen kokonaistuottavuus (mitattuna tuotantona työntekijää kohden) pysyi vuositasolla tasaisena vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä. Tämä on huomattava parannus edellisen neljänneksen aikana nähtyyn tuottavuuden 2,0 prosentin supistumiseen ja ennätykselliseen heikkenemiseen vuoden 2009 ensimmäisellä puoliskolla (ks. kuvio 52). Tehtyä työtuntia kohden lasketun tuottavuuden kehitys on ollut samansuuntaista. Tuottavuus kehittyi ensimmäisen kerran positiivisesti sitten vuoden 2008 kolmannen neljänneksen, kun se parani 0,3 % vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä.

Kuvio 52. Työn tuottavuus

(vuotuinen prosentimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Euroalueen työttömyysaste pysyi vuodenvaihteen tienoilla paikallaan, mutta se nousi 10,0 prosenttiin vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, kun se oli ollut 9,8 % vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä. Työttömyysaste nousi 10,1 prosenttiin huhtikuussa 2010 (ks. kuvio 53) ja on tällä hetkellä korkeimmillaan sitten kesäkuun 1998. Työllisyysodotukset ovat parantuneet, mutta viittaavat edelleen siihen, että euroalueen työttömyys kasvaa – joskin suhteellisen maltillisesti – tulevina kuukausina.

4.3 KASVUNÄKYMÄT

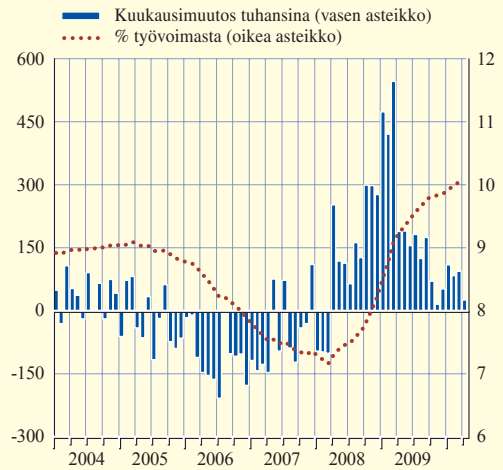
Euroalueen BKT:n määrän odotetaan kasvavan edelleen maltillisesti ja epätasaisesti ajan mittaan euroalueen eri talouksissa ja sektoreilla. Käynnissä oleva maailmanlaajuinen elpyminen ja sen vaikutus euroalueen viennin kysyntään samoin kuin kasvua tukeva rahapolitiikan mitoitus ja toimet rahoitusjärjestelmän toimivuuden palauttamiseksi todennäköisesti tukevat euroalueen taloutta. Elpymistä vaimentanevat kuitenkin meneillään oleva taseiden sopeutus eri sektoreilla ja heikot työmarkkinanäkymät.

Tämä arvio vastaa suurin piirtein euroalueen talousnäkyimiä koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2010 arvioita, joissa BKT:n määrän vuotuisen kasvun odotetaan olevan 0,7–1,3 % vuonna 2010 ja 0,2–2,2 % vuonna 2011. Verrattuna EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2010 arvioihin BKT:n määrän tämän vuoden kasvuennustetta on tarkistettu aiempaa arviota jonkin verran suuremmaksi maailmantalouden entistä vahvemman lyhyen aikavälin kehityksen positiivisen vaikutuksen vuoksi. Sitä vastoin vuoden 2011 kasvuennustetta on tarkistettu jonkin verran aiempaa arviota pienemmäksi lähinnä kotimaisten kysyntänäkymien takia.

Talouden näkymiin liittyvät riskit ovat edelleen suurin piirtein tasapainossa tilanteessa, johon liittyy epätavallisen suurta epävarmuutta. Arvioitua nopeamman kasvun riskit liittyvät siihen, että maailmantalous ja ulkomaankauppa voivat elpyä odotettua vahvemmin ja siten tukea euroalueen viennin kasvun jatkumista. Arvioitua hitaamman kasvun riskeistä huolta aiheuttavat yhä jännitteiden alkaminen uudelleen joillakin rahoitusmarkkinoiden segmenteillä ja tähän liittyvät vaikutukset luottamukseen. Kasvua hidastavat myös se, että reaalityalouden taantuma ja rahoitusmarkkinoiden heikko kehitys voivat vaikuttaa toisiinsa arvioitua kielteisemmin ja pitkäaikaisemmin, samoin kuin öljyn ja muiden raaka-aineiden hintojen nousu uudelleen, protektionismipaineet ja maailmanlaajusten tasapainottomuuksien hallitsematon korjaantuminen.

Kuvio 53. Työttömyys

(kuukausihavaintoja; kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: Eurostat.

5 JULKISEN TALOUDEN KEHITYS

Euroopan komission kevään 2010 talousennusteen mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämä kasvaa edelleen 6,6 prosenttiin BKT:stä vuonna 2010, kunnes se alkaa pienentyä vuonna 2011. Euroalueen julkisen velan suhteen BKT:hen arvioidaan kasvavan lähes 90 prosenttiin vuonna 2011. Joidenkin maiden julkinen talous on tätäkin suuremmassa epätasapainossa, mikä on lisännyt jännitteitä valtion joukkolainamarkkinoilla. Haitallisten heijastusvaikutusten hillitsemiseksi ja euroalueen julkisen talouden vakauden takaamiseksi on tehty ennennäkemättömiä EU:n ja euroalueen tason päätöksiä. Kun EU ja IMF myönsivät Kreikalle rahoituksellista tukea tiukoin ehdoin, euroalueen jäsenvaltiot päättivät Euroopan talouden vakauttamispaketista ja sitoutuivat saavuttamaan finanssipoliittiset tavoitteensa sekä nopeuttaman julkisen talouden vakauttamista. Poliittinen päättäväisyys lujittaa EU:n finanssipoliittista järjestelmää on vahva signaali, joka tukee euroalueen julkisen talouden kestävyyttä.

JULKISEN TALOUDEN KEHITYS VUONNA 2009

Eurostatin kevään 2010 raportoinnin mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämä oli 6,3 % suhteessa BKT:hen vuonna 2009, kun se oli ollut 2,0 % BKT:stä vuonna 2008 (ks. taulukko 9). Kaikki muut euroalueen maat paitsi Luxemburg ja Suomi ilmoittivat alijäämänsä olleen yli 3 % BKT:stä.

Euroalueen julkisen talouden velka oli 78,7 % suhteessa BKT:hen vuonna 2009, kun se oli vuonna 2008 ollut 69,4 % BKT:stä. Yhteensä 10 maata euroalueen 16 maasta ilmoitti BKT:hen suhteutetun velan ylittävän sille asetetun viitearvon eli 60 % BKT:stä, ja Kreikan ja Italian velkasuhteet olivat selvästi yli 100 % BKT:stä. Julkinen talous velkaantui erityisen voimakkaasti Irlannissa, Kreikassa ja Espanjassa, joissa budjettialijäämä oli yli 10 % BKT:stä vuonna 2009. Rahoitusmarkkinoiden vakauttamiseksi tehdyillä lisätoimilla oli vähäinen vaikutus julkisen talouden velkaan euroalueella kokonaisuutena. Lisätoimet nopeuttivat euroalueen velkasuhteen kasvua 0,5 % BKT:stä alijäämä-velkakoikaisuerän eli alijäämän ja julkisen velan muutoksen kautta. Vuonna 2008 erän vaikutus oli ollut 1,9 % BKT:stä.

JULKISEN TALOUDEN NÄKYMÄT VUOSINA 2010 JA 2011

Euroalueen julkisen talouden näkymät ovat edelleen epäsuotuisat, joskin jonkinlaista tilanteen kohenemista on näkyvissä vuonna 2011. Euroopan komission kevään 2010 talousennusteen mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämä on ennätykselliset 6,6 % BKT:stä vuonna 2010, minkä jälkeen se pienenee 6,1 prosenttiin vuonna 2011 (ks. taulukko 9). Julkisen talouden alijäämän ennakoidaan ylittävän BKT:hen suhteutetun 3 prosentin viitearvon kaikissa euroalueen maissa vuonna 2010. Vaikka alijäämien ennakoidaan vakautuvan ja pienenevän vuonna 2011 useimmissa maissa, ainoastaan Suomen odotetaan saavan alijäämänsä tuolloin viitearvoa pienemmäksi. Tämän kehityksen vuoksi

Taulukko 9. Julkisen talouden kehitys euroalueella

(% BKT:stä)	2008	2009	2010	2011
a. Tulot yhteensä	44,9	44,4	44,2	44,1
b. Menot yhteensä	46,8	50,7	50,8	50,2
josta:				
c. Korkomenot	3,0	2,8	3,0	3,2
d. Perusmenot (b-c)	43,8	47,9	47,8	47,0
Rahoitusjäämä (a-b)	-2,0	-6,3	-6,6	-6,1
Perusjäämä (a-d)	1,0	-3,5	-3,6	-2,9
Sudannekorjattu rahoitusjäämä	-2,9	-4,8	-5,1	-4,8
Bruttovelka	69,4	78,7	84,7	88,5
Lisätieto: BKT:n määrä (prosenttimuutos)	0,6	-4,1	0,9	1,5

Lähteet: Euroopan komission kevään 2010 talousennuste ja EKP:n laskelmat.
Huom. Pyöristysten vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

Euroopan komissio ryhtyi toukokuussa 2010 ensimmäisiin toimiin käynnistääkseen Kyprosta ja Suomea koskevat liiallisten alijäämien menettelyt, koska Kyproksen alijäämä ylitti 3 prosentin viitearvon vuonna 2009, ja viitearvo todennäköisesti ylittyi kummassakin maassa vuonna 2010.

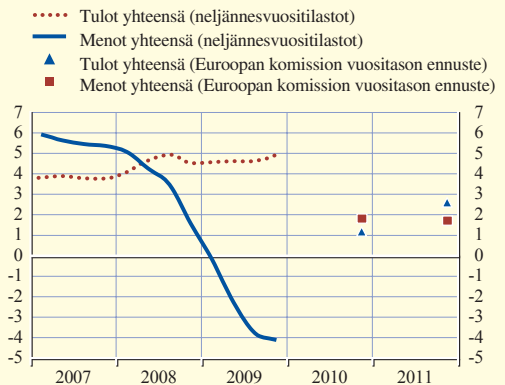
Euroopan komission ennusteen mukaan julkisen talouden nimellisten tulojen ja menojen kasvuoero pienenee merkittävästi vuonna 2010 ja muuttuu hieman positiiviseksi vuonna 2011 (ks. kuvio 54 a). Euroalueen nimellisten tulojen kasvuvauhti hidastui voimakkaasti vuonna 2009. Sen ennakoitaan elyvän vuonna 2010 ja olevan noin 2,5 % vuonna 2011, jolloin nimellisten tulojen odotetaan kasvavan hieman nopeammin kuin kokonaismenojen. Nimelliset menot ovat kasvaneet ripeästi viime vuosina, mutta niiden vuosikasvun ennakoitaan tosiaankin hidastuvan alle 2 prosenttiin vuosina 2010 ja 2011. Kun vielä nimellisen BKT:n kasvuvauhti nopeutuu asteittain, BKT:hen suhteutettujen euroalueen tulojen eli tuloasteen odotetaan pienenevän vuosina 2010 ja 2011, kun taas menoasteen ennakoitaan vakautuvan vuonna 2010 ja supistuvan 50,2 prosenttiin BKT:stä vuonna 2011. Menoaste on tuolloin edelleen selkeästi suurempi kuin vuonna 2007, jolloin se oli 46,0 % BKT:stä (ks. kuvio 54 b).

Kun tarkastellaan kokonaistaloudellisen tilanteen vaikutusta julkisen talouden kehitykseen, näyttää siltä, että BKT:n määrän ennakoitu positiivinen kasvu ei estä euroalueen alijäämää suuremmasta edelleen vuonna 2010 (ks. kuvio 55 a). Julkisen talouden heikkenemiseen vaikuttavia tekijöitä on erityisen vaikeaa analysoida, koska

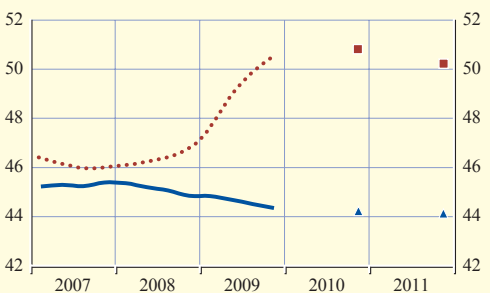
suhdanne- ja trenditekijöiden erottamiseen liittyy epävarmuutta, joka perustuu tuotantokuilun laskemiseen reaaliajassa. Kun tämä epävarmuustekijä pidetään mielessä, rahoitusjäämän suhdannetekijän odotetaan – vuoden 2009 huomattavan supistumisen jälkeen – pysyvän ennallaan –1,5 prosentissa BKT:stä vuonna 2010 (ks. kuvio 55 b). Tämä merkitsee sitä, että BKT:n määrän positiivisesta kasvusta huolimatta automaattisten vakauttajien toiminta vaikuttaa alijäämiin haitallisesti. Tämä johtuu siitä, että talouskasvu aiheutuu julkisen talouden kannalta epäsuotuisista tekijöistä: sitä vauhdittavat vienti ja varastojen muutokset, jotka eivät tuota paljon verotuloja. Yksityinen kulutus on puolestaan yksi suurimpia veropohjan eriä, mutta sen kasvu jää hitaaksi. Lisäksi on odotettavissa, että suhdannekorjattu rahoitusjäämä heikkenee jonkin verran euroalueella kokonaisuutena. Tämä johtuu finanssipolitiikan keventämisestä hieman edelleen, verotulojen supistumisesta ja korkomenojen kasvusta. Vuonna 2011 euroalueen alijäämän ennakoitaan pienenevän yhtäläisesti talouskasvun elpymisen ja suhdannekorjatun rahoitusjäämän kohentumisen ansiosta. Tämän finanssipolitiikan kiristymisen odotetaan tulevan pääasiassa menojen kautta, koska julkistetut vakauttamistoimet sisältävät julkisen sek-

Kuvio 54. Euroalueen neljännesvuositaiset julkisyhteisöjen rahoitustilastot ja ennusteet

a) Neljän neljänneksen liukuvien summien vuotuinen kasvuvauhti prosentteina



b) Neljän neljänneksen liukuva summa prosentteina BKT:stä



Lähteet: Eurostatin ja kansallisiin tietoihin perustuvat EKP:n laskelmat sekä Euroopan komission kevään 2010 talousennuste. Huom. Kuvioissa esitetään kokonaistulojen ja -menojen kehitys neljän neljänneksen liukuvana summana vuoden 2007 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2009 viimeiseen neljännekseen sekä Euroopan komission kevään 2010 talousennusteeseen perustuvat vuositasen ennusteet vuosiksi 2010 ja 2011.

torin työntekijöiden palkkojen ja julkisten investointien leikkauksia ja jossain määrin veronkorotuksia.

Kun suuret budjettivajeet ja kasvavat korkomenot otetaan huomioon, euroalueen keskimääräisen julkisen talouden velan suhteen BKT:hen odotetaan kasvavan edelleen ja olevan 88,5 % BKT:stä vuonna 2011, kun se oli ollut 78,7 % BKT:stä vuonna 2009 (ks. taulukko 9). Velkasuhteen odotetaan kasvavan kaikissa euroalueen maissa, ja Kreikassa, Espanjassa ja Ranskassa kasvun arvioidaan olevan 20 prosentin luokkaa. Vuonna 2011 velkasuhteen ennakoitaan ylittävän viitearvon (60 % suhteessa BKT:hen) 12:ssa euroalueen maassa, mikä on 2 maata enemmän kuin vuonna 2009. Kolmessa maassa (Belgia, Kreikka ja Italia) velkasuhteen ennakoitaan olevan yli 100 % BKT:stä vuonna 2011.

ARVIOINTI JA NÄKYMÄT

Julkisen talouden tila alkoi huonontua dramaattisesti vuonna 2008. Tilanne paheni yhä nopeammin vuonna 2009 eikä tämä kehitys ole vielä päätynyt. Useat euroalueen maat ovat suunnitelleet alijäämiensä kasvun hillitsemistä vuonna 2010 tai 2011 ja liiallisten alijäämien korjaamista liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn suositusten mukaisesti. Viimeisimmissä tarkistetuissa vakausohjelmissä esitetyt sopeutustoimet ovat kuitenkin yleensä takapainotteisia. Useissa maissa ei myöskään ole vielä määritelty konkreettisia yksityiskohtaisia toimia varsinkaan tuleviksi vuosiksi. Tämä näkyy siten, että vakausohjelmissä asetetuista alijäämätavoitteista johdettu euroalueen alijäämä vuodeksi 2011 (5,2 % BKT:stä) eroaa Euroopan komission ennakoimasta vuoden 2011 alijäämästä (6,1 % BKT:stä).

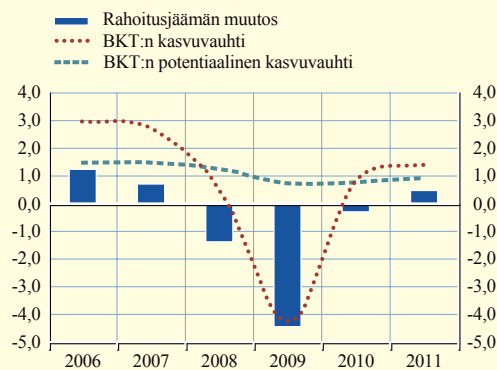
Tätä taustaa vasten huoli hallitusten kyvystä ja halukkuudesta palauttaa julkinen talous kestäväälle pohjalle keskipitkällä aikavälillä on aiheuttanut jännitteitä valtioiden joukkolainamarkkinoilla. Koska valtion joukkolainojen korot olivat nousseet jyrkästi, Kreikan hallitus pyysi huhtikuun 2010 lopussa taloudellista tukea muiden euromaiden hallituksilta ja IMF:ltä. Pyyntöön myönnyttiin koko euroalueen rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaavien riskien hillitsemiseksi.

Euroalueen maat antavat Kreikalle kahdenvälisiä lainoja enintään 80 miljardin euron arvosta. Koska myös IMF myöntää Kreikalle rahoitusta, tukipaketin suuruus on 110 miljardia euroa vuosina 2010–2013. Lainaehdoissa on tiukkoja vaatimuksia Kreikan harjoittamalle politiikalle, ja laina maksetaan erissä sen mukaan, miten Kreikka toteuttaa kunnianhimoisessa talouden sopeutusohjelmassaan esitetyjä toimia. Kreikan talouden sopeutusohjelman (ohjelma ei näy Euroopan komission ennusteissa, koska se ei ollut käytössä ennustetta laadittaessa) tavoitteena on vakauttaa Kreikan julkista taloutta kumulatiivisesti noin 11 % suhteessa BKT:hen vuoteen 2013 mennessä. Pyrkimyksenä on saada julkisen talouden

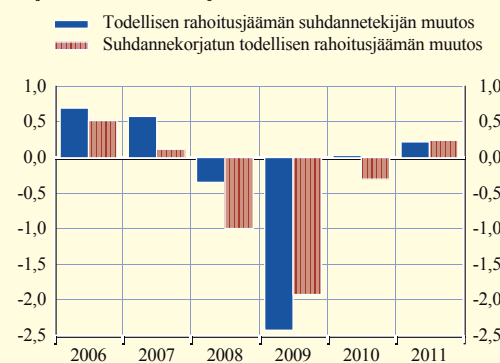
Kuvio 55. Julkisen talouden kehitykseen vaikuttavat tekijät euroalueella

(prosenttiyksikköinä BKT:stä, prosenttimuutos)

a) BKT:n kasvu ja rahoitusjäämän vuotuinen muutos



b) Suhdannekorjatun rahoitusjäämän ja todellisen rahoitusjäämän suhdannetekijän vuotuiset muutokset



Lähteet: Euroopan komissio (kevään 2010 talousennuste) ja EKP:n laskelmat.

alijäämä BKT:hen suhteutetun 3 prosentin viitearvon alapuolelle vuonna 2014. Tavoitteena on myös vakauttaa julkisen talouden velkasuhde, jonka odotetaan olevan lähes ennätykselliset 150 % BKT:stä vuonna 2013. Vuonna 2014 velkasuhteen odotetaan alkavan laskea. Sopeutusohjelmassa esitetään verotulojen lisäyksiä sekä julkisen sektorin palkkojen, eläkkeiden, välituotekäytön ja investointien leikkauksia. Siihen sisältyy myös sosiaaliturvajärjestelmän uudistus, rahoitusjärjestelmän vakauden turvaamistoimia sekä julkisen sektorin ja työ- ja hyödykemarkkinoiden rakenneuudistuksia. Kreikan viranomaiset ovat ilmoittaneet olevansa vahvasti sitoutuneita toteuttamaan ohjelman toimet täysimääräisesti, mikä on välttämätöntä markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi.¹

Toukokuun alussa markkinoiden häiriö oli leviämässä sellaisiin muihin euroalueen maihin, joilla on suuret julkisen talouden alijäämät ja epäsuotuisat kasvunäkymät. Häiriön leviämisen estämiseksi Euroopan hallitukset päättivät 9.–10.5. Euroopan talouden vakauttamispaketista. Se koostuu kaikille jäsenmaille avoinna olevasta 60 miljardin euron lainajärjestelystä ja hallitusten välisestä sopimuksesta taata erillisvastuullisesti enintään 440 miljardin euron edestä lainoja erillisen rahoitusyhtiön kautta kolmen vuoden ajan järjestelmään osallistuvien jäsenmaiden kesken. IMF osallistuu lainoitukseen omien mekanismiansa kautta summalla, jonka odotetaan olevan vähintään puolet EU:n antamasta tuesta. EKP toteutti samaan aikaan hätätoimia rahamarkkinoiden ja rahapolitiikan välittymismekanismin asianmukaisen toiminnan palauttamiseksi tekemällä mm. interventioita euroalueen julkisen sektorin joukkolainojen jälkimarkkinoilla tilapäisen arvopapereita koskevan ohjelman kautta. Näiden EKP:n poikkeuksellisten interventioiden vaikutukset neutraloidaan (eli toimet eivät vaikuta rahapolitiikan mitoitukseen), ja ne ovat ehdollisia sille, että hallitukset saavuttavat finanssipolittiset tavoitteensa.

Jäsenvaltiot ovat viime viikkoina toistuvasti ilmaisseet vahvan poliittisen sitoumuksensa julkisen talouden vakauttamiseen. Euroalueen valtioiden tai hallitusten päämiehet sitoutuivat julkilausumassaan 7.5. varmistamaan euroalueen vakauden, yhtenäisyyden ja eheyden, ja ilmoittivat toteuttavansa kaikki tarvittavat toimenpiteet julkisen talouden tavoitteiden saavuttamiseksi liiallisia alijäämiä koskevaa menettelyä noudattaen. Ecofin-neuvoston 9.5. antamissa päätelmissä jäsenvaltiot vahvistivat uudelleen määrätietoisesti sitoumuksensa nopeuttaa julkisen talouden vakauttamista silloin, kun se on tarpeen.

Ecofin-neuvoston kokouksen jälkeen Espanjan, Italian ja Portugalin hallitukset päättivät ylimääräisistä vakauttamistoimista, joita ne aikovat toteuttaa aiemmin tänä vuonna esittämiensä tarkistettujen vakausohjelmien toimien lisäksi (uudet toimet eivät näkyneet Euroopan komission kevään 2010 talousennusteessa, joka julkistettiin ennen Ecofin-neuvoston kokousta).

Espanjan parlamentti hyväksyi 27.5. hallituksen suunnitelman toteuttaa mittavia finanssipolittisia toimia. Näitä ovat mm. julkisen sektorin palkkaleikkaukset vuonna 2010 ja palkkojen jäädyttäminen vuonna 2011, eläkkeiden jäädyttämien vuonna 2011, veroetujen poistaminen nuorilta perheiltä ja julkisten investointien ja muiden menoerien leikkaukset. Toimien kumulatiivinen vaikutus on 0,5 % BKT:stä vuonna 2010 ja 1,5 % BKT:stä vuonna 2011. Espanjan hallituksen alijäämätavoite on nyt 9,3 % BKT:stä vuodeksi 2010 ja 6,0 % BKT:stä vuodeksi 2011 (vakausohjelman tavoitteet noille vuosille olivat 9,8 % ja 7,5 % BKT:stä).

Saavuttaakseen alijäämätavoitteensa Italian hallitus hyväksyi 25.5. finanssipolittisen paketin, jonka kumulatiivisen vaikutus on 1,6 % BKT:stä vuosina 2010–2012. Nämä ylimääräiset vakauttamistoimet kohdistuvat pääasiassa menopuoleen ja vaikuttavat erityisesti julkisen sektorin palkkamenoihin, eläkemenoihin, paikallishallinnon tulonsiirtoihin ja välituotekäyttöön. Myös tulopuolella toteutetaan joitakin korjaavia toimia erityisesti veronkierron estämiseksi.

1 Ks. EKP:n toukokuun Kuukausikatsauksen artikkeli ”The Greek economic and financial adjustment programme”.

Portugalin hallitus ilmoitti 13.5. ylimääräisistä vakauttamistoimista, jolla alijäämätavoitteet korjataan niin, että ne ovat 7,3 % BKT:stä vuonna 2010 (aiemmin 8,3 %) ja 4,6 % BKT:stä vuonna 2011 (aiemmin 6,6 %). Näiden parlamentin hyväksymien toimien ansiosta välillisiä ja välittömiä veroja korotetaan, julkisia menoja karsitaan ja lykätään ja suunniteltuja vakauttamistoimia aikaistetaan.

On ensiarvoisen tärkeää, että jäsenmaat, joissa vallitsee epäsuotuisat talouden ja julkisen talouden näkymät, toteuttavat mittavia korjaavia toimia. Näin markkinat vakuuttuvat lyhyellä aikavälillä siitä, että jäsenmaat pystyvät pitämään julkisen talouden vakauttamiseen ja nykyisen velkakehityksen taittamiseen liittyvät sitoumuksensa. Julkistamalla ja toteuttamalla kunnianhimoisia ja uskottavia vakauttamissuunnitelmia, jotka painottuvat menopuoleen, ja tekemällä lisäksi rakenneuudistuksia, saadaan pitkällä aikavälillä hyötyä, joka on suurempaa kuin talouskasvun hidastumisesta aiheutuvat lyhyen aikavälin kustannukset (ks. kehikko 6).

Kehikko 6.

JULKISEN TALOUDEN VAKAUTTAMINEN: HYÖDYT JA KUSTANNUKSET AIEMPIEN KOKEMUSTEN VALOSSA

Finanssikriisi ja talouden vakava taantuma ovat olleet osasyynä siihen, että monissa euroalueen maissa julkisen talouden rahoitusasema on heikentynyt tuntuvasti ja BKT:hen suhteutettu julkinen velka kasvanut huomattavasti. Kehitys voi vaarantaa vakavasti julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyys. Tässä kehikossa tarkastellaan aiempia kokemuksia julkisen velan supistamisesta euroalueen maissa ja käydään läpi julkisen talouden vakauttamisesta aiheutuvia mahdollisia kustannuksia ja sen myötä saavutettavaa hyötyä.

Kokemuksia julkisen velan vähentämisestä euroalueen maissa

Euroalueen maissa saatujen kokemusten¹ perusteella julkisen velan selvä vähentäminen edellyttää tiukkaa ja pitkäaikaista sitoutumista julkisen talouden vakauttamiseen, jossa painotetaan vahvasti menojen leikkauksia ja toteutetaan rakenteellisia uudistuksia potentiaalisen kasvun tukemiseksi. Etenkin Belgiassa, Irlannissa, Espanjassa, Alankomaissa ja Suomessa on onnistuttu supistamaan velkasuhdetta toteuttamalla huomattavia julkisen talouden korjaustoimia, joita on monissa tapauksissa täydennetty rakenteellisilla uudistuksilla. Vaikka velkasuhteen supistuminen ei yleensä ollut tasais- ta ja jatkuvaa, saavutukset olivat kouriintuntuvia. Suomen velkasuhde supistui noin 24 prosenttiyksikköä vuodesta 1995 vuoteen 2008, Belgian velkasuhde noin 50 prosenttiyksikköä vuodesta 1994 vuoteen 2007 ja Irlannin velkasuhde yli 69 prosenttiyksikköä vuodesta 1994 vuoteen 2006.

Parhaiten velan supistumista edisti merkittävä perusylijäämä. Edellä luetelluissa maissa julkista taloutta mukautettiin lähinnä menopuolella. Velan supistamisvuosina BKT:hen suhteutetut julkiset menot pienenevät Irlannissa, Alankomaissa ja Suomessa yli 10 prosenttiyksikköä. Osasyynä menojen pienene- miseen lienee ollut korkomaksujen väheneminen, mutta myös BKT:hen suhteutetut perusmenot supis- tuivat selvästi näinä vuosina. Näin ollen julkisen talouden rahoitusasemaa pystyttiin parantamaan huoli- matta BKT:hen suhteutettujen julkisten tulojen pienene- misestä. Belgiassa ja Espanjassa julkista taloutta vakautettiin paitsi pienentämällä menosuhdetta myös kasvattamalla tulosuhdetta.

1 Ks. syyskuun 2009 Kuukausikatsauksen kehikko ”Kokemuksia julkisen velan vähentämisestä euroalueen maissa” ja toukokuun 2010 Kuukausikatsauksen kehikko ”The Greek economic and financial adjustment programme”.

Vakauttamisesta saatava hyöty ja siitä aiheutuvat kustannukset

Julkisen talouden vakauttamisesta saattaa aiheutua jonkin verran kustannuksia talouskasvun hidastuessa lyhyellä aikavälillä. Tutkimusten perusteella tällaiset keynesiläiset lyhyen aikavälin kustannukset voivat kuitenkin tiettyjen olosuhteiden vallitessa jäädä melko vähäisiksi. Kustannuksia pienentävät esimerkiksi olosuhteet, joissa 1) julkisen talouden lähtötilanne on erittäin heikko eikä julkisen talouden kestävyyyden juuri luoteta, 2) vakauttaminen on uskottavaa ja johdonmukaista ja sen tukena on kattava uudistusstrategia, 3) sopeutustoimet on suunniteltu hyvin (eli niissä painotetaan uudistuksia, jotka parantavat julkisen talouden kestävyyttä pitkällä aikavälillä), 4) taloutta pystytään sopeuttamaan nimellisjäykkyyksien estämättä, 5) suuri osa kuluttajista varautuu finanssipolitiikan kiristymisen tuleviin vaikutuksiin ricardolaisen mallin mukaisesti, 6) talous on avoin ja 7) finanssipolitiikan kiristymisen lyhyen aikavälin vaikutuksia lieventää valuuttakurssin heikkeneminen tai kasvua tukeva rahapolitiikka.

Teoriassa odotusten vaikutukset voisivat kokonaan kumota julkisen talouden vakauttamisesta aiheutuvan, kasvua lyhyellä aikavälillä supistavan vaikutuksen ja jopa nopeuttaa kasvua (ei-keynesiläiset vaikutukset). Hypoteesi finanssipolitiikan kiristämisen talouskasvua edistävästä vaikutuksesta perustuu oletukseen, että kuluttajat ennakoivat julkisen talouden vakauttamisen parantavan vakituisia tulojaan ja lisäävät sen vuoksi kulutustaan. Jos kuitenkin julkisen talouden menojen supistuminen on vähäistä ja lyhytaikaista tai sitä ei toteuteta uskottavasti, finanssipoliittiset leikkaukset eivät välttämättä vaikutakaan myönteisesti yksityiseen kulutukseen.² Myös veronkorotusten yhteydessä saattaa ilmetä ei-keynesiläisiä vaikutuksia, jos valtio on pahoin velkaantunut. Tällaisen ajattelun taustalla on odotuksiin nojautuva näkemys finanssipolitiikasta. Jos suuri yleisö pitää julkisen talouden vakauttamista uskottavana pyrkimyksenä vähentää velanottotarvetta julkisella sektorilla, seurauksena saattaa olla myönteisiä varallisuusvaikutuksia, jolloin yksityinen kulutus kasvaa.³ Lisäksi valtion velanottotarpeen väheneminen pienentää valtion velan liikkeenlaskuun liittyvää riskipreemiota, mikä alentaa reaalikorkoja ja vetää puoleensa yksityisiä investointeja.

Vaikka julkisen talouden vakauttamisella voikin lyhyellä aikavälillä olla jonkinlaisia kielteisiä vaikutuksia BKT:n määrän kasvuun, vakauttamisen aiheeton lykkääminen johtaisi lopulta vain entistäkin suurempiin sopeutumiskustannuksiin, sillä odottaessa kertynyt julkinen velka edellyttäisi myöhemmin finanssipolitiikan kiristämistä vieläkin ankarammin.

Julkisen talouden vakauttamisen hyödyt pitkällä aikavälillä ovat jokseenkin kiistattomia. Valtion rahoitustarve pienenee, jolloin pitkät korot laskevat (kun kysyntä pienenee ja riskipreemiot supistuvat) ja valtion tuloja vapautuu käytettäväksi joko tuottavampiin menoihin tai kasvua tukeviin veronalennuksiin. Tällöin on myös varaa antaa automaattisten vakauttajien toimia tarpeen mukaan.

Tähänastiset kokemukset

Aiempien kokemusten perusteella merkittävien perusylijiämien muodostaminen julkista taloutta vakauttamalla saattaa olla ratkaiseva tekijä, kun pyritään pienentämään useiden euroalueen mai-

2 Ks. F. Giavazzi ja M. Pagano, "Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries", NBER Macroeconomics Annual 1990, Vol. 5, toim. O. Blanchard ja S. Fischer, MIT Press, 1990, sekä A. Alesina ja S. Ardagna, "Tales of fiscal contractions", Economic Policy, Vol. 27, s. 458–545, 1998.

3 Ks. O. Blanchard, "Comment on Giavazzi and Pagano", NBER Macroeconomics Annual 1990, toim. O. Blanchard ja S. Fischer, s. 111–116, 1990, sekä A. Sutherland, "Fiscal Crises and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy?", Journal of Public Economics, Vol. 65 (2), elokuu 1997, s. 147–162.

den hyvin suuria velkasuhteita ja niiden tuotannon kasvua heikentävää vaikutusta. Belgiaa, Irlantia, Espanjaa, Alankomaita ja Suomea koskevissa maakohtaisissa tutkimuksissa ilmeni, että menopuolen uudistamiseen perustuva julkisen talouden vakauttaminen edisti todennäköisimmin tuotannon kasvua, etenkin jos sen tukena oli rakenteellisia uudistuksia.⁴ Kaiken kaikkiaan vaikuttaa siltä, että menopuolen uudistamiseen perustuva julkisen talouden vakauttaminen onnistuu helpommin ja hyödyttää pitkän aikavälin talouskasvua enemmän kuin tulopuolen uudistaminen.⁵ Ennestään raskas verotaakka saattaa jättää vain vähän tilaa tulopuolen uudistamiseen perustuvalla vakauttamisella. Monissa euroalueen maissa saatetaan jo olla lähellä tulot maksimoivaa verotusta eli Laffer-käyrän huippua.⁶

Empiirisissä tutkimuksissa on saatu monenlaisia tuloksia tutkittaessa, onko julkista taloutta vakauttamalla saavutettu euroalueella lyhyen aikavälin talouskasvua tukevia vaikutuksia. Tarkasteltaessa ajanjaksoja, joina julkista velkaa on pienennetty selvästi, julkisen talouden vakauttamisen on katsottu tukeneen kasvua Irlannissa, Alankomaissa ja Suomessa.⁷ Jos tarkastelualaa laajennetaan, ilmenee, että viimeisten 30 vuoden kuluessa noin joka toisessa tapauksessa julkisen talouden vakauttaminen EU:ssa johti alkutilannetta parempaan tuotannon kasvuun lyhyellä aikavälillä.⁸ Lisäksi ilmenee, että monissa maissa julkisen talouden vakauttaminen on hieman heikentänyt tuotannon reaali kasvua lyhyellä aikavälillä.⁹

Julkisen talouden vakauttaminen saattaa aiheuttaa kustannuksia talouskasvun heiketessä lyhyellä aikavälillä, mutta pitkän aikavälin hyödyt ovat kiistattomat. Lisäksi lyhyen aikavälin kustannukset jäävät yleensä varsin vähäisiksi maissa, joiden julkisen talouden lähtötilanne on heikko, ja ne on suhteutettava kustannuksiin, joita korjaustoimien lykkäämisestä ja yhä suuremmaksi kasvavasta sopeutustarpeesta koituisi. Jos sen sijaan julkistetaan ja toteutetaan nopeasti uskottavia ja kunnianhimoisia vakautusohjelmia, jotka painottuvat menopuolelle ja joiden tukena on rakenteellisia uudistuksia, lujitetaan luottamusta julkisen talouden kestävyYTEEN, pienennetään korkojen riskipreemioita ja tuetaan siten makrotaloudellista vakautta ja rahoitusjärjestelmän vakautta. Valtioiden velkasuhteiden kasvettua huomattavasti monissa euroalueen maissa on kiireellisesti nopeutettava julkisen talouden rahoitusasemien tasapainottamista, jotta julkinen talous voidaan tervehdyttää. Terve julkinen talous on välttämätön tuki rahapolitiikalle hintavakauden ylläpitäjänä.

4 Ks. S. Hauptmeier, M. Heipertz, ja L. Schuknecht, "Expenditure reform in industrialised countries – A Case Study Approach", *Fiscal Studies*, Vol. 28 (3), s. 293–342, 2007.

5 Ks. A. Alesina, "Fiscal adjustments: lessons from recent history", mimeo, Harvard University, huhtikuu 2010.

6 Ks. M. Trabandt ja H. Uhlig, "How far are we from the slippery slope? The Laffer curve revisited", EKP:n Working Paper nro 1174, huhtikuu 2010.

7 Ks. A. Alesina ja S. Ardagna, "Large changes in fiscal policy: taxes versus spending", NBER Working Paper nro 15438, lokakuu 2009.

8 Ks. G. Giudice, A. Turrini ja J. in't Veld, "Non-Keynesian Fiscal Adjustments? A Close Look at Expansionary Fiscal Consolidations in the EU", *Open Economies Review*, Vol. 18 (5), s. 613–630, 2007.

9 Ks. A. Afonso, "Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence", *Applied Economics Letters*, Vol. 17 (2), s. 105–109, 2010.

Euroalueen vakauden ja yhtenäisyyden suojelemiseksi on välttämätöntä, että hallitukset toteuttavat määrätietoisesti finanssipoliittisia ja rakenteellisia uudistuksia. Kaikkien hallitusten on sitouduttava pysyvästi vakauttamiseen, ja tähän sitoumukseen olisi hyvä sisällyttää nykyisten vakauttamissuunnitelmien toimien nopeuttaminen. Näin taataan, että poikkeuksellisten toimien luoma lisäaika käytetään julkisen talouden saattamiseksi pysyvästi vakaalle pohjalle. Tulevina vuosina olisi vähintäänkin varmistettava se, että liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn suosituksia noudatetaan. Liiallisten alijäämien korjaaminen ja rakenteellisten ylijäämien kasvattaminen julkisen talouden velkasuhteen supistamiseksi

euroalueella on sitäkin tärkeämpää, kun otetaan huomioon, että julkisen talouden rahoitusvelat ovat merkittävästi suuremmat kuin rahoitusvarat eivätkä nämä varat siten luo riittävää puskuria (ks. kehikko 7).

Kiireellisten finanssipoliittisten toimien lisäksi ollaan keskustelemassa EU:n finanssipoliittisen rakenteen vahvistamisesta. Eurooppa-neuvoston maaliskuussa 2010 tekemän ilmoituksen mukaisesti on perustettu työryhmä, jota johtaa Eurooppa-neuvoston puheenjohtaja Herman Van Rompuy. Työryhmää on pyydetty miettimään mm. toimia budjettiriskien valvonnan ja estämisen tehostamiseksi sekä aiempaa paremman kriisinratkaisujärjestelmän luomiseksi.

Kehikko 7.

EUROALUEEN JULKISEN TALouden BRUTTOVELKA JA RAHOITUSVARAT

Tässä kehitössä käsitellään julkisen talouden velkaa kuvaavien käsitteiden määritelmiä ja käyttöä. Aluksi esitellään kaksi tapaa kuvata euroalueen julkisen talouden bruttovelkaa: Maastrichtin sopimuksessa (liiallisia alijäämiä koskevasta menettelystä tehdyssä pöytäkirjassa) määritelty ns. EMU-velka sekä ns. rahoitustilinpidon mukainen velka. Lisäksi kehitössä käsitellään julkisen talouden nettovelan käsitettä. Sillä tarkoitetaan julkisen talouden velkaa, josta on vähennetty julkisyhteisöjen rahoitusvarat.

Julkisen talouden bruttovelka koostuu lähinnä julkisyhteisöjen veloista. Esiteltävät kaksi tapaa kuvata julkisen talouden bruttovelkaa eroavat toisistaan pääasiassa sen suhteen, mitä velkoja niihin luetaan ja miten velat arvostetaan.

Ensimmäisellä EU:n jäsenvaltioiden julkisen talouden velkaa kuvaavalla käsitteellä eli ns. EMU-velalla tarkoitetaan julkisyhteisöjen nimellisarvoista bruttovelkaa vuoden lopussa sulautettuna siten, että siitä on poistettu alasektorien väliset velkaerät.¹ Siihen sisältyvät julkisyhteisöjen käteisen rahan ja talletusten muodossa olevat velat, lainat sekä muut arvopaperit kuin osakkeet. EMU-velkaan eivät kuulu johdannaisten ja kauppaluottojen kaltaiset rahoitusinstrumentit. Tätä julkisen talouden velan käsitettä sovelletaan liiallisia alijäämiä koskevassa menettelyssä. Käsitettä käytetään yleisesti EU:n menettelyissä, erityisesti vakausta- ja kasvusopimuksen mukaisessa julkisen talouden seurannassa arvioitaessa, pysyvä julkisen talouden velkasuhde viitearvon mukaisena (alle 60 % suhteessa BKT:hen).

Toinen julkisen talouden bruttovelan määritelmä eli ns. rahoitustilinpidon mukainen velka on johdettu suoraan kansantalouden tilinpidosta Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmän 1995 (EKT 95) mukaisesti. Vaikka kansantalouden tilinpidossa ei ole muodollisesti määritelty rahoitustilinpidon mukaista julkisen talouden velkaa, se kattaa käytännössä kaikki julkisen talouden velat omaa pääomaa lukuun ottamatta. EMU-velkaan sisältyvien instrumenttien lisäksi se sisältää myös muita rahoitusinstrumentteja eli johdannaiset, muut velat ja tapauskohtaisesti vakuutus-teknisiä vastuovelkoja. EKT 95:n mukaisessa rahoitustilinpidossa julkisyhteisöjen taseeseen kirjattu velka arvostetaan markkina-arvoon.

¹ Virallinen määritelmä annetaan Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen liitteessä olevassa liiallisia alijäämiä koskevasta menettelystä tehdyssä pöytäkirjassa N:o 12 sekä neuvoston asetuksen (EY) N:o 479/2009 artiklan 1 kohdassa 5.

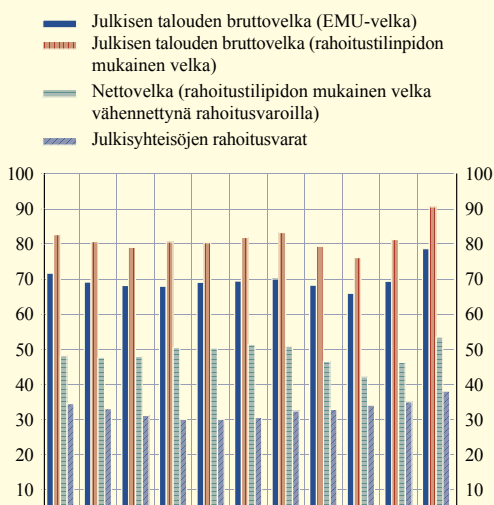
Kuviossa A esitetään euroalueen keskimääräinen BKT:hen suhteutettu julkisen talouden bruttovelka. Siinä näkyvät sekä EMU-velka että rahoitustilinpidon mukainen velka vuosina 1999–2009. Vuoden 2009 lopulla euroalueen keskimääräinen EMU-velka oli 78,7 % suhteessa BKT:hen ja rahoitustilinpidon mukainen velka 91,5 % suhteessa BKT:hen. Kuten kuviosta A käy ilmi, kyseisellä ajanjaksolla rahoitustilinpidon mukaisen velan suhde BKT:hen oli keskimäärin 12 % suurempi kuin EMU-velan, mikä johtuu lähinnä instrumentti- ja arvostuseroista. Rahoitustilinpidon mukaiseen velkaan vaikuttavat erityisesti vaihtelut markkinatuotoissa, koska velat kirjataan markkina-arvoon. EMU-velassa vaikutus ei näy, sillä rahoitusinstrumentit kirjataan nimellisarvoon.

Julkisen talouden nettovelan käsitteestä tulee kiinnostava valtioiden maksukykyä arvioitaessa. Nettovelka saadaan vähentämällä veloista julkisyhteisöjen rahoitusvarat. Tämä edellyttää kantatietoja rahoitusvaroista. Julkisyhteisöjen rahoitusvaroihin sisältyy lähinnä käteisrahaa ja talletuksia, valtion myöntämiä lainoja, muita arvopapereita kuin osakkeita, osakkeita ja osuuksia, vakuutusteknisiä vastuovelkoja sekä muita saamisia. Julkisyhteisöjen taseessa myös rahoitusvarat kirjataan markkina-arvoon. Euroalueen julkisyhteisöjen rahoitusvarojen keskimääräinen suhde BKT:hen on vaihdellut viimeisten kymmenen vuoden aikana 30 prosentin ja 38 prosentin välillä. Vuoden 2009 lopulla se oli noin 38 %, kuten kuviosta A ilmenee. Toisin sanoen julkisen talouden velan markkina-arvo on yli kaksinkertainen julkisyhteisöjen rahoitusvarojen markkina-arvoon verrattuna. Siksi BKT:hen suhteutettu euroalueen julkisen talouden keskimääräinen nettovelka – eli rahoitustilinpidon mukainen velka vähennettynä rahoitusvaroilla – oli viime vuosikymmenellä 50 prosentin tuntumassa ja kasvoi 53,4 prosenttiin vuonna 2009.

Rahoitusvarojen koostumusta tarkasteltaessa käy ilmi, että vuonna 2009 euroalueen julkisyhteisöjen rahoitusvarat koostuivat lähinnä osakkeista ja osuuksista (noin 38 % rahoitusvaroista), käteisrahasta ja talletuksista (noin 19 %), muista saamisista (noin 19 %), lainoista (13 %) ja muista arvopapereista kuin osakkeista (11 %) (ks. kuvio B). Julkisyhteisöjen rahoitusvarat suojaavat ai-

Kuvio A. Euroalueen julkisen talouden brutto- ja nettovelka sekä rahoitusvarat vuosina 1999–2009

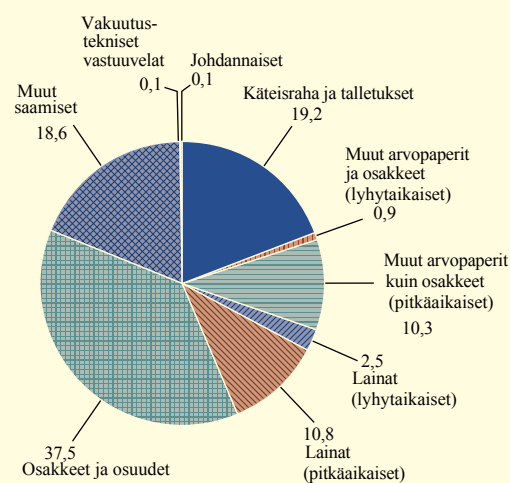
(% suhteessa BKT:hen)



Lähteet: Euroopan komissio ja EKP. Perustuu R. Minkin ja M. Rodríguezin artikkeliin "The Measurement of Government Debt in the Economic and Monetary Union", Sixth Banca d'Italia Workshop on Public Finance, 2004.

Kuvio B. Euroalueen julkisyhteisöjen rahoitusvarojen koostumus vuonna 2009

(prosenttia)



Lähde: EKP.

noastaan osittain julkisen talouden veloilta, koska osa rahoitusvaroista (esimerkiksi julkisten yhtiöiden osakkeet ja osuudet) on epälikvidejä eikä niitä siksi voida käyttää lyhyellä varoitusaajalla bruttomääräisen velan maksamiseen. Lyhytaikaisia, yleensä likvidejä rahoitusvaroja ovat käteisraha ja talletukset, lyhytaikaiset velkapaperit, lyhytaikaiset lainat ja muut saamiset. Ne muodostavat noin 41 % euroalueen julkisyhteisöjen rahoitusvarojen kokonaismäärästä.

Tästä julkisen talouden velan analyysistä voidaan tehdä kolme päätelmää. Ensimmäinen käytettävistä määritelmistä riippumatta euroalueen julkisen talouden brutto- ja nettomääräinen velkasuhde on kasvanut vuodesta 2008 lähtien, ja viimeisten kahden vuoden aikana se on kasvanut 11 prosentilla 15 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Toiseksi euroalueen keskimääräinen nettovelka on suuri, mikä merkitsee, että julkisyhteisöjen rahoitusvarojen muodostama suoja ei ole riittävä, etenkin koska osa varoista on epälikvidejä. Kolmanneksi velkaa kuvaavat eri käsitteet ovat hyödyllisiä eri tavoin. Erityisesti bruttovelan käsitteestä on hyötyä analysoitaessa julkisen talouden lyhytaikaisia rahoitusriskejä, kun taas sekä brutto- että nettovelan käsitteestä voi olla apua arvioitaessa pidempiaikaista maksukykyä. Myös julkisyhteisöjen nettovarallisuuden laskeminen olisi mielenkiintoista. Sen voitaisiin määritellä muodostavan julkisen talouden kaikkien (rahoitus- ja muiden) varojen ja velkojen välisen tasapainoerän. Toistaiseksi se ei kuitenkaan ole mahdollista, sillä julkisyhteisöjen muista kuin rahoitusvaroista ei ole saatavissa tietoja.

6 EUROALUEEN TALOUSNÄKYMIÄ KOSKEVAT EUROJÄRJESTELMÄN ASIAANTUNTIJOIDEN ARVIOT

Eurojärjestelmän asiantuntijat ovat laatineet 27.5.2010 mennessä saatavissa olleiden tietojen perusteella kokonaistaloudellisen arvion euroalueen tulevasta talouskehityksestä.¹ Maailmantalouden elpymisnäkyvien ansiosta BKT:n määrän keskimääräisen vuotuisen kasvuvauhdin arvioidaan olevan 0,7–1,3 % vuonna 2010 ja 0,2–2,2 % vuonna 2011. Inflaation arvioidaan pysyvän arviointijaksolla hitaana euroalueen talouden hukkakapasiteetin vaimentaessa hintojen nousua. Keskimääräisen YKHI-inflaation odotetaan olevan 1,4–1,6 % vuonna 2010 ja 1,0–2,2 % vuonna 2011.

Kehikko 8.

KORKOJA, VALUUTTAKURSSEJA, RAAKA-AINEIDEN HINTOJA JA FINANSSIPOLITIIKkaa KOSKEVAT TEKNISET OLETUKSET

Korkoja sekä energian ja muiden raaka-aineiden kuin energian hintoja koskevat tekniset oletukset perustuvat markkinaodotuksiin 20.5.2010.¹ Lyhyitä korkoja koskeva oletus on luonteeltaan puhtaasti tekninen. Lyhyitä korkoja mitataan kolmen kuukauden euriborkorolla, ja markkinaodotukset johdetaan futuurisopimusten pohjalta. Tällä menetelmällä keskimääräiseksi korkotasoksi saadaan 0,8 % vuonna 2010 ja 1,1 % vuonna 2011. Markkinaodotusten mukaan valtion 10 vuoden joukkolainojen nimellistuotot euroalueella ovat keskimäärin 3,9 % vuonna 2010 ja nousevat 4,2 prosenttiin vuonna 2011. Perusoletuksena on, että pankkien antolainauskorkojen marginaalit edellä mainittuihin korkoihin nähden kapenevat jonkin verran arviointijaksolla, kun otetaan huomioon rahoitusolojen viimeaikainen kohentuminen. Lisäksi luotonantokriteerien oletetaan lieventyvän vähitellen arviointijakson aikana. Raaka-aineiden hintoja koskevat oletukset perustuvat 20.5.2010 päättyneen kahden viikon jakson futuurimarkkinahintoihin, eli öljyn barrelihinnaksi oletetaan keskimäärin 79,5 Yhdysvaltain dollaria vuonna 2010 ja 83,7 dollaria vuonna 2011. Muiden raaka-aineiden kuin energian dollarihintojen arvioidaan nousevan 17,9 % vuonna 2010 ja vaatimattomat 1,2 % vuonna 2011.

Kahdenvälisen valuuttakurssien oletetaan pysyvän arviointijakson aikana muuttumattomina sillä tasolla, jolla ne keskimäärin olivat toukokuun 20. päivää edeltäneen kymmenen työpäivän jakson aikana. Euron dollarikurssin oletetaan näin ollen olevan 1,30 vuonna 2010 ja 1,26 vuonna 2011, ja euron efektiivisen valuuttakurssin oletetaan heikkenevän 6,4 % vuonna 2010 ja vielä 1,8 % vuonna 2011.

Finanssipolitiikkaa koskevat oletukset perustuvat kansallisiin budjettisuunnitelmiin euroalueen eri maissa (tilanne 27.5.2010). Oletuksiin on sisällytetty kaikki sellaiset julkisen vallan toimenpiteet, jotka on joko jo hyväksytty kansallisessa parlamentissa tai määritelty hallituksessa yksityiskohtaisesti niin, että ne todennäköisesti läpäisevät lainsäädäntöprosessin.

¹ Öljyn ja elintarvikkeiden hintoja koskevat oletukset perustuvat futuurihintoihin vuoden 2011 loppuun asti. Muiden raaka-aineiden hintojen oletetaan kehittyvän futuurihintojen mukaisesti vuoden 2010 loppuun saakka ja seurailevan sen jälkeen maailman talouskehitystä.

¹ Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kokonaistaloudelliset arviot on tuotettu EKP:n ja euroalueen kansallisten keskuspankkien asiantuntijoiden yhteistyönä. Ne laaditaan kahdesti vuodessa, ja ne muodostavat osan aineistoa, jota EKP:n neuvosto käyttää arvioidessaan talouskehitystä ja hintavakauteen kohdistuvia riskejä. Lisätietoa arvioiden laatimisessa käytettävistä menetelmistä ja tekniikoista löytyy oppaasta "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", EKP, kesäkuu 2001. Opas on luettavissa EKP:n verkkosivuilla. Arvioihin liittyvää epävarmuutta on kuvattu esittämällä ne vaihteluvälinä. Vaihteluvälit perustuvat aiempina vuosina laadittujen arvioiden ja toteutuneen kehityksen välisiin eroihin. Vaihteluvälien leveys on näiden erojen itseisarvojen keskiarvo kerrottuna kahdella. Käytettävää menetelyä, johon sisältyy mekanismi poikkeuksellisten tapahtumien vaikutuksen korjaamiseksi, esitellään EKP:n verkkosivuilla julkaisussa "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", EKP, joulukuu 2009.

KANSAINVÄLINEN YMPÄRISTÖ

Maailmantalouden kasvunäkymät ovat edelleen kohentuneet, ja kehitys on vankempaa kuin EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun arvioissa ennakoitiin. Maailmantalouden kasvun odotetaan hidastuvan tilapäisesti vuoden 2010 jälkipuoliskolla, kun eräät elpymistä alkuvaiheessa tukeneet tekijät kuten poliittiset toimet ja varastosyklin vaikutus väistyvät. Sen jälkeen rahoitusolojen normalisoitumisen sekä luottamuksen ja työmarkkinatilanteen jonkinasteisen kohenemisen arvioidaan tukevan talouskehitystä maailmalla. Maailmantalouden trendikasvun odotetaan pysyvän aiempaa hitaampana vuodet 2010–2011, sillä varsinkin kehittyneissä talouksissa elpyminen kriisin jälkeen on vaikeaa. Euroalueen ulkopuolisen maailman BKT:n määrän arvioidaan kasvavan 4,7 % vuonna 2010 ja 4,1 % vuonna 2011. Euroalueen vientimarkkinoiden kasvun arvioidaan olevan 8,6 % vuonna 2010 ja 6,0 % vuonna 2011.

BKT:N MÄÄRÄN KASVUA KOSKEVAT ARVIOT

BKT:n määrä kasvoi jonkin verran vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Käytettävissä olevien tietojen perusteella varastojen kehityksellä oli vahva myönteinen vaikutus kasvuun, mutta monet muut tekijät kuten autokauppaa edistävien valtiollisten kannustimien poistuminen ja huonot sääolot vaimensivat kotimaisen kysynnän kasvua. Toisella vuosineljänneksellä BKT:n määrän arvioidaan kasvavan huomattavasti vahvemmin. Kasvua tukee muun muassa rakentamisen lisääntyminen. Loppuvuoden kasvun odotetaan kuitenkin jäävän heikoksi, kun eräät elpymisen alkuvaiheessa kasvua tukeneet tekijät kuten poliittiset toimet ja varastosyklin vaikutus menettävät vaikutustaan. Sen jälkeen talouden elpymisen arvioidaan vahvistuvan kotimaisen kysynnän vähitellen lisääntyessä. Rahapoliittisten toimenpiteiden ja rahoitusjärjestelmän toimintakyvyn palauttamiseksi toteutettujen merkittävien toimien viiveellä ilmenevien vaikutusten odotetaan tukevan talouskehitystä koko arviointijaksolla. Vuosina 2010 ja 2011 kasvun arvioidaan kuitenkin pysyvän hitaampana kuin taantumaa edeltävänä aikana, sillä taseita on yhä sopeutettava useilla sektoreilla ja lisäksi suuri työttömyys, varovaisuussäästäminen ja tulojen kasvun heikkous vaimentavat yksityistä kulutusta. Näkymiin vaikuttaa myös käynnissä oleva julkisen talouden sopeuttaminen, jonka tarkoituksena on palauttaa ja lujittaa luottamusta julkisen talouden kestävyteen keskipitkällä aikavälillä. Vuositasolla BKT:n määrän arvioidaan kasvavan 0,7–1,3 % vuonna 2010 ja 0,2–2,2 % vuonna 2011. Vuonna 2009 BKT:n määrä supistui 4,1 %.

BKT:n kotimaisista eristä muuhun kuin asuinrakentamiseen kohdistuvien yksityisten investointien odotetaan jäävän melko vähäisiksi vuonna 2010, kun käyttämätöntä kapasiteettia on runsaasti, kysyntänäkymät ovat heikot ja epävarmat, kannattavuusluvut huonontuneet ja rahoituksen saanti vaikeutunut, mutta sen jälkeen niiden odotetaan elpyvän hitaasti. Alkuvuoden 2010 säästä johtuneen tilapäisen volatiliiteetin mentyä arvioidaan, että joidenkin maiden asuntomarkkinoilla jatkuva muutosprosessi hillitsee yhä asuinrakentamiseen liittyviä investointeja. Useissa euroalueen maissa julkistetut finanssipoliittiset elvytyspaketit ja niiden purkaminen huomioon ottaen reaalisten julkisten investointien oletetaan vakaantuvan vuoden 2010 kuluessa ja vähenevän seuraavana vuonna selvästi.

Yksityisen kulutuksen odotetaan elpyvän maltillisesti vuonna 2010 ja piristyvän seuraavana vuonna edelleen vähin erin. Työllisyyden kasvun arvioidaan olevan heikkoa, mikä odotettavasti hillitsee reaalityulojen kasvua yleisesti. Säästämisasteen arvioidaan silti pysyvän huomattavasti korkeampana kuin ennen kriisiä, sillä varovaisuussäästämistä esiintyy edelleen, kun taloustilanne on hyvin epävarma ja tulojen tuleva kehitys vaikuttaa vaatimattomalta. Säästämisasteen odotetaan kuitenkin laskevan jonkin verran taloustilanteen vähitellen parantuessa.

Taulukko 10. Euroalueen talousnäkyelmiä koskevat arviot

(keskimääräinen vuotuinen prosenttimuutos)^{1), 2)}

	2009	2010	2011
YKHI	0,3	1,4–1,6	1,0–2,2
BKT:n määrä	-4,1	0,7–1,3	0,2–2,2
Yksityinen kulutus	-1,2	-0,2–0,4	-0,2–1,6
Julkinen kulutus	2,6	0,3–1,3	-0,3–1,1
Kiinteän pääoman bruttomuodostus	-10,8	-3,4– -1,2	-2,1–2,7
Vienti (tavarat ja palvelut)	-13,2	5,5–9,1	1,1–7,9
Tuonti (tavarat ja palvelut)	-12,0	3,8–7,0	0,4–6,8

1) BKT:n määrää ja sen erää koskevat arviot perustuvat työpäiväkorjattuihin tietoihin. Tuontia ja vientiä koskevat arviot sisältävät myös euroalueen sisäisen kaupan.

2) Kaikki euroalueen 16 maata ovat mukana.

Euroalueen vienti piristyi viime vuoden lopulla ja kasvoi taas vahvasti alkuvuodesta 2010. Viennin elpyminen jatkuu arviointijakson aikana kilpailukyvyyn paranemisen ja ulkomaisen kysynnän tuella. Ulkomaankaupalla arvioidaan siten olevan positiivinen nettovaikutus BKT:n määrän kasvuun sekä vuonna 2010 että vuonna 2011.

Työttömyysasteen odotetaan nousevan alkuvuoteen 2011 saakka ja vakautuvan sitten, sillä vuoden 2009 puoliväliin saakka jatkuneeseen tuotannon rajuun supistumiseen mukaudutaan viiveellä, talouskehityksen odotetaan elpyvän hitaasti eivätkä palkat jousta alaspäin.

Potentiaalisen kasvun odotetaan olevan vaatimatonta lähinnä kriisin vaikutuksesta. Sen odotetaan kuitenkin elpyvän arviointijakson aikana jonkin verran. Taustalla vaikuttavat rakenteellisen työttömyyden kasvu, työhönosallistumisasteen lasku ja pääomakantaa heikentävä investointien raju väheneminen. Vaikutusten voimakkuudesta ei kuitenkaan ole varmuutta, ja potentiaalista kasvua – ja siten myös tuotantokuilua – koskeviin arvioihin liittyy tavanomaistakin suurempaa epävarmuutta. Arvioidun tuotantokuilun odotetaan silti kaventuvan hieman mutta pysyvän negatiivisena koko arviointijakson ajan.

HINTOJA JA KUSTANNUKSIA KOSKEVAT ARVIOT

Vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti kiihtyi selvästi maaliskuussa 2010, ja sen arvioidaan nopeutuvan vielä hieman vuoden 2010 jälkipuoliskolla pääasiassa aiemmasta elintarvikkeiden hinnan laskusta johtuvan vertailuajankohdan vaikutuksen vuoksi. Sen jälkeen inflaation odotetaan hidastuvan hieman, sillä energian hinnannousun oletetaan hidastuvan. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHIn nousuvauhdin sen sijaan arvioidaan nopeutuvan vähitellen arviointijakson aikana, kun talouden ja työmarkkinoiden kehitys paranee. Keskimääräisen vuotuisen inflaatiovauhdin odotetaan olevan 1,4–1,6 % vuonna 2010 ja 1,0–2,2 % vuonna 2011.

Ulkoisten hintapaineiden arvioidaan lisääntyvän vuonna 2010 lähinnä raaka-aineiden hintojen oletetun kehityksen ja euron heikkenemisen myötä, mutta niiden arvioidaan hellittävän vuonna 2011. Kotimaassa tehtyä työtuntia kohden laskettujen työvoimakustannusten nousun arvioidaan heikkenevän tuntuvasti vuonna 2010. Sen jälkeenkin odotettavissa on vain vähittäistä ja vaatimatonta nousua. Kun lisäksi työn tuottavuuden arvioidaan elpyvän vahvasti, tällaiset kaiken kaikkiaan vaisut palkanäkymät tarkoittavat, että yksikkötyökustannusten kasvu hidastuu huomattavasti vuonna 2010 ja nopeutuu sen jälkeenkin vain hieman. Voittomarginaalien sen sijaan arvioidaan kohenevan merkittävästi vuonna 2010 ja kasvavan sen jälkeenkin tasaisesti, kun talouskehitys piristyy ja palkanäkymät ovat maltilliset.

Taulukko 11. Vertailua maaliskuun 2010 arvioon

(keskimääräinen vuotuinen prosenttimuutos)

	2010	2011
BKT:n määrä – maaliskuu 2010	0,4–1,2	0,5–2,5
BKT:n määrä – kesäkuu 2010	0,7–1,3	0,2–2,2
YKHI – maaliskuu 2010	0,8–1,6	0,9–2,1
YKHI – kesäkuu 2010	1,4–1,6	1,0–2,2

VERTAILUA MAALISKUUN 2010 ARVIOON

BKT:n määrän kasvun vaihteluväli vuodelle 2010 on nyt ylempänä kuin maaliskuun 2010 Kuukausikatsauksessa julkaistussa arvioissa, sillä kysyntä on lyhyellä aikavälillä ollut odotettua vahvempaa. Vuodelle 2011 arvioitu vaihteluväli sen sijaan on nyt alempana kuin maaliskuussa pääasiassa kotimaisen kysynnän näkymien heikkenemisen vuoksi.

YKHI-inflaation vaihteluväli vuodelle 2010 asettuu maaliskuun 2010 arvioiden vaihteluvälin yläpähän, ja vaihteluväli vuodelle 2011 on hieman ylempänä kuin edellisissä arvioissa. Eniten tarkistukseen vaikutti se, että raaka-aineiden eurohinnat oletettiin korkeammiksi kuin maaliskuussa.

Kehikko 9.

MUIDEN LAITOSTEN ENNUSTEET

Useat kansainväliset järjestöt ja yksityiset ennustelaitokset julkaisevat ennusteita euroalueen talousnäköistä. Nämä ennusteet eivät kuitenkaan ole täysin vertailukelpoisia keskenään eivätkä eurojärjestelmän asiantuntijoiden laatimien kokonaistaloudellisten arvioiden kanssa, koska ne on laadittu eri ajankohtina. Lisäksi (osittain määrittelemättömät) menetelmät, joilla oletukset finanssi-politiikkaa, rahoitusmarkkinoita sekä ulkoisia tekijöitä koskevista muuttujista kuten öljyn ja muiden raaka-aineiden hinnoista johdetaan, poikkeavat toisistaan. Myös työpäiväkorjauksissa käytetyissä menetelmissä on eroja (ks. taulukko).

Taulukko. Euroalueen BKT:n määrän kasvua ja YKHI-inflaatiota koskevien ennusteiden vertailua

(keskimääräinen vuotuinen prosenttimuutos)

	Julkistamis- ajankohta	BKT:n määrän kasvu		YKHI-inflaatio	
		2010	2011	2010	2011
IMF	huhtikuu 2010	1,0	1,5	1,1	1,3
Survey of Professional Forecasters	huhtikuu 2010	1,1	1,5	1,4	1,5
Euroopan komissio	toukokuu 2010	0,9	1,5	1,5	1,7
Consensus Economics Forecasts	toukokuu 2010	1,1	1,5	1,3	1,4
OECD	toukokuu 2010	1,2	1,8	1,4	1,0
Eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot	kesäkuu 2010	0,7–1,3	0,2–2,2	1,4–1,6	1,0–2,2

Lähteet: Euroopan komission ennuste (keväät 2010), IMF World Economic Outlook (huhtikuu 2010), OECD Economic Outlook (toukokuu 2010, alustava ennuste), Consensus Economics Forecasts ja EKP:n Survey of Professional Forecasters.

Huom. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot ja OECD:n ennusteet perustuvat työpäiväkorjattuihin tietoihin, kun taas Euroopan komission ja IMF:n luvuissa ei oteta huomioon sitä, montako työpäivää kunakin vuonna on. Muissa ennusteissa ei mainita, perustuvatko ne työpäiväkorjattuihin tietoihin vai eivät.

Tällä hetkellä käytettävissä olevissa muiden ennustelaitosten ennusteissa euroalueen BKT:n määrän odotetaan kasvavan 0,9–1,2 % vuonna 2010 ja 1,5–1,8 % vuonna 2011. Kaikki nämä ennusteet asettuvat eurojärjestelmän asiantuntija-arvioiden vaihteluvälille.

Saatavilla olevissa muiden ennustelaitosten inflaatioennusteissa keskimääräisen vuotuisen YKHI-inflaation ennakoidaan olevan 1,1–1,5 % vuonna 2010 ja 1,0–1,7 % vuonna 2011. Ennusteet asettuvat eurojärjestelmän asiantuntija-arvion vaihteluvälien tuntumaan.

7 VALUUTTAKURSSIT JA MAKSUTASE

7.1 VALUUTTAKURSSIT

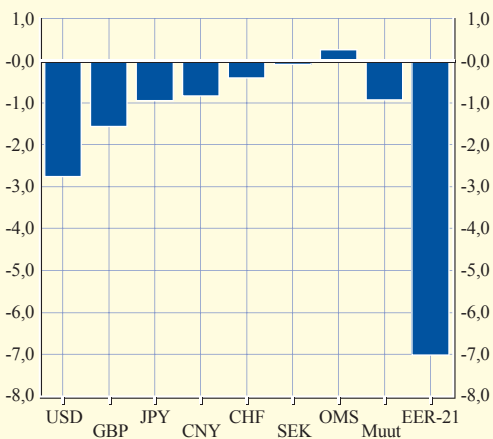
Euron nimellinen efektiivinen valuttakurssi on heikentynyt kolmena viime kuukautena samalla, kun sen implisiittinen volatilitteetti on pysynyt vilkkaana. Valuuttakurssin heikkeneminen on ollut laaja-alaista.

Kuvio 56. Euron efektiivinen valuuttakurssi ja sen jakauma¹⁾

(päivähavaintoja)



Valuuttakurssimuutosten vaikutus efektiivisen valuuttakurssi-indeksiin muutoksiin²⁾
26.2.–9.6.2010
(prosenttiyksikköinä)



Lähde: EKP.

1) Indeksien nousu merkitsee euron vahvistumista euroalueen 21 tärkeimmän kauppakumppanimaan (ja kaikkien euroalueen ulkopuolisten EU-maiden) valuuttoihin nähden.

2) Vaikutus 21 maan valuutan efektiivisen valuuttakurssi-indeksiin muutoksiin on esitetty erikseen euroalueen kuuden tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Ryhmä "OMS" (Other Member States = muut jäsenvaltiot) käsittää euroalueen ulkopuolisten jäsenvaltioiden valuutat (Englannin puntaa ja Ruotsin kruunua lukuun ottamatta). Ryhmä "Muut" käsittää loput kuusi niistä euroalueen kauppakumppanimaiden valuutoista, jotka kuuluvat valuuttakurssi-indeksiin. Muutosten laskennassa on käytetty 21 maan valuutan efektiivisen valuuttakurssi-indeksiin vastaavia kauppapainoja.

EURON EFEKTIIVINEN VALUUTTAKURSSI

Kolmena viime kuukautena euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi on heikentynyt laaja-alaaisesti ja on nyt selvästi heikompi kuin vuonna 2009 keskimäärin (ks. kuvio 56). Kesäkuun 9. päivänä euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa 21 merkittävän euroalueen kauppakumppanimaan valuuttoihin oli 7,0 % heikompi kuin helmikuun lopussa ja 10,4% heikompi kuin vuonna 2009 keskimäärin. Euro on heikentynyt erityisen selvästi Yhdysvaltain dollariin ja Japanin jeniin nähden. Samalla euron ja muiden keskeisten valuuttojen kahdenvälisen vaihtokurssien implisiittinen volatilitteetti on lisääntynyt voimakkaasti sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä.

Kuvio 57. Euron nimelliset ja reaaliset efektiiviset valuuttakurssi-indeksit¹⁾

(kuukausittaisia / neljännesvuosittaisia tietoja, 1999/I = 100)



Lähde: EKP.

1) Kun euro vahvistuu, 21 maan valuutan efektiivisen valuuttakurssi-indeksiin käyrä nousee. Tuoreimmat kuukausihavainnot ovat toukokuulta 2010. Bruttokansantuotteeseen ja koko talouden yksikkötyökustannuksiin perustuvissa indekseissä tuorein havainto on vuoden 2009 viimeiseltä neljännekseltä ja perustuu osittain arvioihin.

Euroalueen kansainvälistä kustannus- ja hintakilpailukykyä mittaavista indikaattoreista voidaan todeta, että euron reaalin efektiivinen valuuttakurssi oli huhtikuussa 2010 noin 5,6 % heikompi kuin vuonna 2009 keskimäärin. Indeksi perustuu kuluttajahintojen kehitykseen (ks. kuvio 57).

EURON JA YHDYSVALTAIN DOLLARIN SUHDE

Kesäkuun 9. päivänä päättyneenä kolmen kuukauden jaksena euro heikkeni entisestään suhteessa Yhdysvaltain dollariin (ks. kuvio 58) ja laski tasolle, jolla se on ollut viimeksi vuoden 2006 alussa. Se on huomattavasti heikompi kuin vuonna 2009 keskimäärin. Samana ajanjaksona Yhdysvaltain dollarin ja euron välisen valuuttakurssin implisiittinen volatilitteetti lisääntyi, ja se voimistui jyrkästi toukokuun alussa etenkin lyhyellä aikavälillä (ks. kuvio 58). Koska käytettävissä olevista (enintään vuoden pituisista) optiosopimuksista johdettu volatilitteetti on lisääntynyt sopimusten voimassaoloaikana, markkinaosapuolet eivät vaikuttaisi odottavan markkinoiden epävarmuuden laimenevan keskipitkällä aikavälillä. Tällainen markkinoiden epävarmuuden voimistuminen yleensä johtaa varojen pakenemiseen turvallisiin sijoituskohteisiin, mikä perinteisesti hyödyttää Yhdysvaltain dollaria. Kesäkuun 9. päivänä euron dollarikurssi oli 1,20 eli 11,5 % heikompi kuin helmikuun lopussa ja noin 13,9 % heikompi kuin vuonna 2009 keskimäärin.

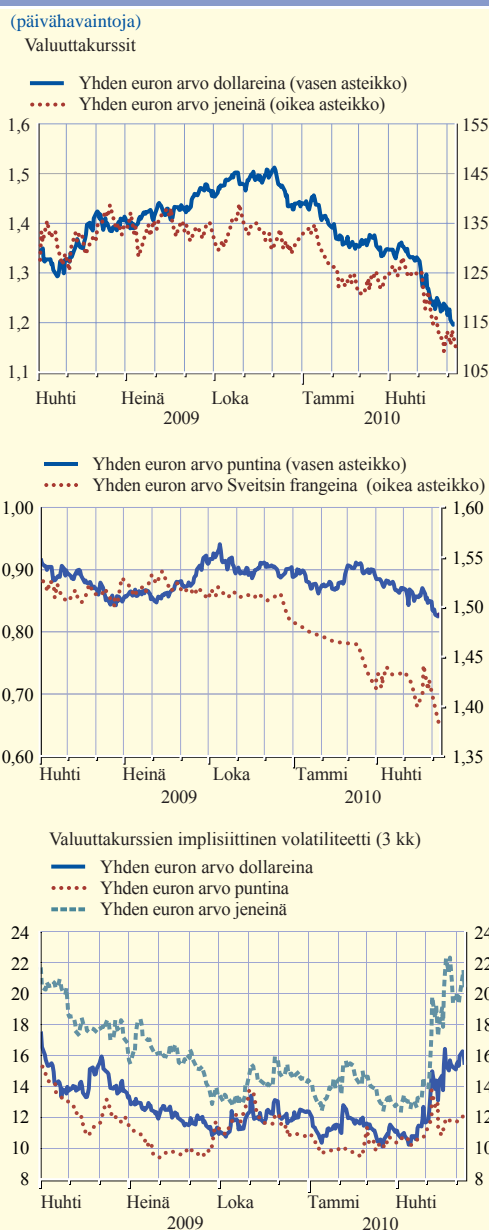
EURON JA JAPANIN JENIN SUHDE

Euron jenikurssi vahvistui vuonna 2009, mutta alkoi heikentyä vuoden 2010 alussa. Kesäkuun 9. päivänä päättyneenä kolmen kuukauden jaksena euro heikkeni edelleen suhteessa Japanin jeniin. Näin ollen euron vahvistuminen vuonna 2009 kumoutui täysin euron heikennyttyä tasolle, jolla se on ollut viimeksi vuoden 2001 lopussa. Kesäkuun 9. päivänä euron jenikurssi oli 110 eli 9,0 % heikompi kuin helmikuun lopussa ja 15,6 % heikompi kuin vuonna 2009 keskimäärin. Samana ajanjaksona Japanin jenin ja euron välisen valuuttakurssin implisiittinen volatilitteetti lisääntyi jyrkäsi tasolle, jolla se on ollut viimeksi vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä (ks. kuvio 58).

EURON JA EU:N JÄSENVALTIOIDEN VALUUTTOJEN SUHDE

Useimmat ERM II -järjestelmään kuuluvat valuutat ovat olleet jokseenkin vakaita euroon nähden, ja ne ovat pysytelleet eurokeskuskurssinsa tasolla tai lähellä sitä (ks. kuvio 59). Samaan aikaan Latvian latti on pysytellyt yksipuolisesti asetetun +/-1 prosentin vaihteluvälinsä heikommalla puolella.

Kuvio 58. Valuuttakurssikehitys ja implisiittinen volatilitteetti



Lähteet: Bloomberg ja EKP.

Tarkasteltaessa ERM II:een kuulumattomia EU-valuuttoja nähdään, että euro on heikentynyt 7,5 % suhteessa Englannin puntaan kolmena viime kuukautena ja euron puntakurssi oli kesäkuun 9. päivänä 0,83. Samana ajanjaksona Englannin punnan ja euron välisen valuuttakurssin implisiittinen volatilitteetti kiihtyi lyhyellä aikavälillä (ks. kuvio 58) ja euro vahvistui suhteessa Puolan zlotyyyn (3,6) ja Unkarin forinttiin (4,4 %).

MUUT VALUUTAT

Euro heikkeni noin 6 % suhteessa Sveitsin frangiin kolmena viime kuukautena ja oli kesäkuun 9. päivänä 1,38 Sveitsin frangia. Samana ajanjaksona euron bilateraalinen valuuttakurssi suhteessa Kiinan renminbiin ja Hong Kongin dollariin kehittyi samansuuntaisesti euron dollarikurssin kanssa. Toukokuun puoliväliin ajoittuneesta voimistumisestaan huolimatta euro heikkeni tänä ajanjaksona suhteessa keskeisiin raaka-ainetta tuottavien maiden valuuttoihin, kuten Kanadan dollariin (12,7 %) ja Australian dollariin (5,0 %), nähden.

7.2 MAKSUTASE

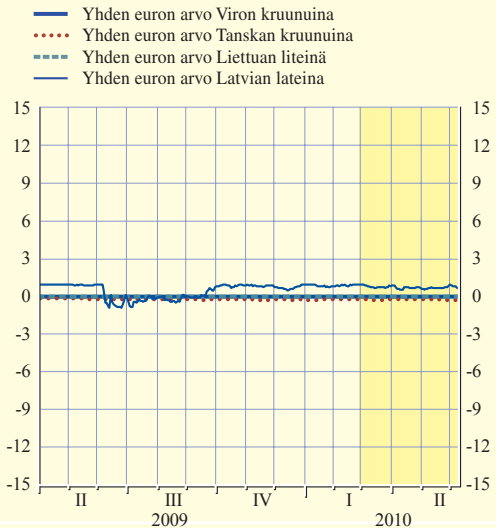
Tavaroiden vienti euroalueen ulkopuolelle kasvoi vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Maaliskuussa euroalueen vaihtotaseen 12 kuukauden kumulatiivinen alijäämä supistui 41,7 miljardiin euroon (mikä vastaa noin 0,5 prosenttia BKT:stä). Rahoitustaseessa arvopaperisijoituksiin liittyvän pääoman nettotuonti pieneni. Tämä oli syynä siihen, että yhteenlaskettuihin suoriin ja arvopaperisijoituksiin liittyvän pääoman nettotuonti kumulatiivisesti pieneni 147,4 miljardiin euroon maaliskuussa päättyneenä vuoden jaksona.

KAUPPA JA VAIHTOTASE

Euroalueen tavarakauppa alueen ulkopuolisten maiden kanssa elpyi vuoden 2009 lopussa, ja elpyminen jatkui kiihtyvään tahtiin vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Tavaroiden viennin arvon kasvuvauhti oli edelliseen neljänneeseen verrattuna 9,3 % (ks. kuvio 60 ja taulukko 12), mikä oli selvästi pitkän aikavälin neljännesvuosikasvua nopeampaa. Viennin arvon kasvu johtui lähinnä ulkomaisen kysynnän elpymisestä entisestään. Tämä puolestaan johtui osittain siitä, että finanssipoliittisia kannustimia käytettiin edelleen ja euroalueen kauppakumppaneiden va-

Kuvio 59. Valuuttakurssikehitys ERM II:ssä

(päivähavainnot, poikkeama keskuskurssista prosenttiosuutena)

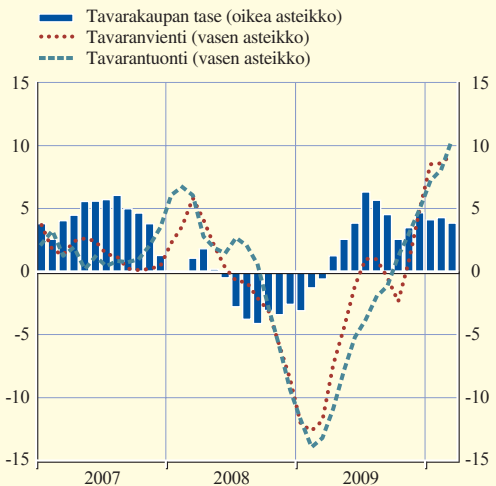


Lähde: EKP.

Huom. Positiivinen poikkeama keskuskurssista merkitsee, että valuutta on vaihteluvälin heikolla puolella. Vastaavasti negatiivinen poikkeama merkitsee, että valuutta on vaihteluvälin vahvalla puolella. Tanskan kruunun vaihteluväli on $\pm 2,25$ % ja kaikkien muiden vakiovaihteluväli ± 15 %.

Kuvio 60. Tavaroiden vienti euroalueen ulkopuolelle ja tuonti euroalueen ulkopuolelta

(kolmen kuukauden prosenttimuutoksia edellisestä kolmen kuukauden jaksosta, mrd. euroa tavarakaupan taseen osalta, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja, kuukausihavainnot, työpäiväkorjattuja ja kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

rastositykli pidentyi. Vienti lisääntyi etenkin Aasiaan, Yhdysvaltoihin ja OPEC-maihin, kun taas vienti Isoon-Britanniaan ja muihin EU-maihin vakautui (ks. kuvio 61). Euron heikentymisen myötä euroalueen vientiyritykset ovat todennäköisesti hyötynneet aiempaa suotuisammasta vientihintojen kehityksestä keskeisiin kilpailijoihinsa verrattuna. Saatavissa olevat tiedot euroalueen viennin määrästä ja hinnoista viittaavat siihen, että viimeaikainen viennin kasvu johtuu lähinnä viennin määrän kasvusta, sillä vientihinnat ovat nousseet hitaammin.

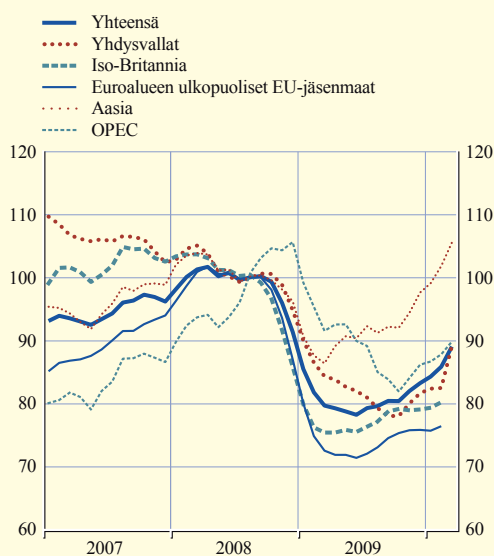
Euroalueelle alueen ulkopuolelta tulevan tavaratuonnin arvo suureni myös huomattavasti vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä edellisen vuoden viimeisestä neljänneksestä. Nousuvauhti oli 10,5 %, mikä oli aiempaa keskimääräistä neljännesvuosittaista nousuvauhtia huomattavasti nopeampaa. Tavaroiden tuonnin kasvua näyttää tukeneen muun muassa viennistä johtuvan tuotantopanosten kysynnän lisääntyminen. Samaan aikaan euron valuuttakurssin heikentyminen on mahdollisesti hillinnyt tuontia.

Tavarakauppaan verrattuna palveluiden ulkomaankauppa näyttää hiipuneen vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Neljännesvuositietojen mukaan palveluiden viennin arvo on laskenut 0,5 % ja tuonnin arvo 0,9 %, kun ne olivat nousseet hieman edelliskuukausina.

Yleisesti ottaen voidaan todeta, että koska tuonti kasvoi voimakkaammin kuin vienti, tavaroiden ja palveluiden kaupan taseen ylijäämä supistui vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä edelliseen neljännekseen verrattuna. Tavaroiden ja palveluiden kaupan taseen ylijäämä kuitenkin suureni 12 kuukauden kumulatiivisessa tarkastelussa ja vaikutti siten osaltaan vaihtotaseen alijäämän supistumiseen (ks. kuvio 62). Maaliskuussa päättyneenä vuoden jaksona vaihtotaseen kumulatiivinen

Kuvio 61. Euroalueen tiettyihin kauppakumppanimaihin suuntautuvan viennin määrä

(III/2008 = 100, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)

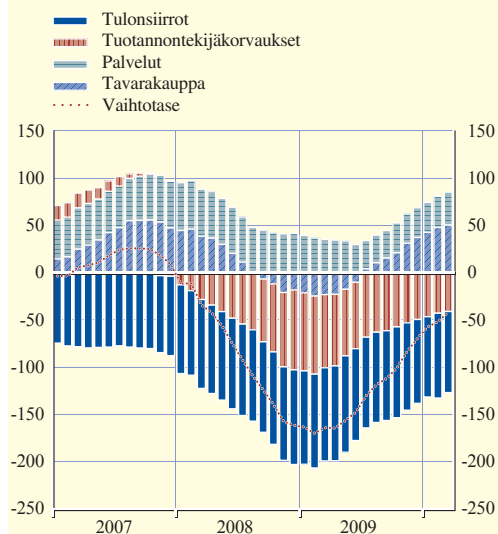


Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat maaliskuulta 2010 euroalueen ulkopuolisia EU-jäsenmaita ja Isoa-Britanniaa lukuun ottamatta (helmikuu 2010). Euroalueen ulkopuolisten EU-jäsenvaltioiden kokonais-tietoihin eivät sisälly Tanskan, Ruotsin eivätkä Ison-Britannian luvut.

Kuvio 62. Vaihtotaseen keskeiset erät

(mrd. euroa, 12 kuukauden kumulatiivisia virtatietoja, kuukausihavaintoja, työpäiväkorjattuja ja kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Taulukko 12. Euroalueen maksutaseen keskeiset erät

(kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja, ellei toisin mainita)

			Kolmen kuukauden keskiarvoja				12 kuukauden kumulatiivisia lukuja kauden lopussa	
	2010	2010	2009			2010	2009	2010
	Helmi	Maalis	II	III	IV	I	I	I
<i>Mrd. euroa</i>								
Vaihtotase	-4,5	1,7	-5,8	-3,6	-3,0	-1,5	-164,0	-41,7
Tavarat	5,3	3,8	3,8	4,5	4,7	3,8	-23,2	50,5
Vienti	119,0	126,4	105,9	105,4	110,5	120,8	1,491,2	1,327,9
Tuonti	113,7	122,7	102,1	100,9	105,9	117,0	1,514,4	1,277,3
Palvelut	3,6	4,0	1,8	2,7	3,4	3,6	35,2	34,6
Vienti	38,7	39,9	38,8	38,4	39,5	39,3	508,0	468,1
Tuonti	35,2	35,9	37,0	35,7	36,1	35,7	472,7	433,5
Tuotannontekijäkorvaukset	-1,5	-0,9	-4,2	-4,0	-3,9	-1,5	-77,5	-41,1
Tulonsiirrot	-11,9	-5,1	-7,2	-6,9	-7,2	-7,3	-98,6	-85,7
Rahoitustase¹⁾	4,5	0,9	3,6	-4,2	-1,3	6,6	185,2	14,4
Suorat sijoitukset ja arvopaperisijoitukset yhteensä, netto	8,1	-37,8	23,7	18,1	18,4	-11,2	188,5	147,4
Suorat sijoitukset, netto	0,6	-25,4	0,1	-7,9	-2,6	-9,3	-198,3	-59,0
Arvopaperisijoitukset, netto	7,5	-12,4	23,6	26,1	21,0	-1,9	386,8	206,4
Osakkeet	5,0	-5,4	12,9	16,6	4,9	6,9	-126,5	124,0
Velkapaperit	2,5	-6,9	10,7	9,4	16,2	-8,8	513,3	82,5
Joukkolainat	-0,9	-6,7	1,8	-15,5	5,8	-6,7	266,9	-44,1
Rahamarkkinainstrumentit	3,4	-0,2	8,9	25,0	10,4	-2,1	246,4	126,6
Muut sijoitukset, netto	0,1	41,4	-27,2	-21,0	-21,6	-27,2	4,6	-156,1
<i>Prosenttimuutos edellisestä kaudesta</i>								
Tavarat ja palvelut								
Vienti	0,8	5,5	-1,9	-0,6	4,4	6,7	-2,8	-10,2
Tuonti	-1,3	6,5	-4,5	-1,8	3,9	7,6	0,9	-13,9
Tavarat								
Vienti	1,6	6,3	-1,1	-0,5	4,9	9,3	-3,9	-11,0
Tuonti	-0,8	7,9	-5,2	-1,2	5,0	10,5	0,1	-15,7
Palvelut								
Vienti	-1,6	3,0	-3,9	-1,1	2,9	-0,5	0,5	-7,9
Tuonti	-2,9	2,0	-2,4	-3,5	1,0	-0,9	3,7	-8,3

Lähde: EKP.

Huom. Pyöristysten vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

1) Luvut ovat saldolukuja (nettovirtoja). Positiivinen luku osoittaa pääoman tuontia ja negatiivinen luku sen vientiä. Kausivaihtelusta puhdistamattomia tietoja.

alijäämä olikin 41,7 miljardia euroa (noin 0,5 % BKT:stä) verrattuna 164,0 miljardiin euroon vuotta aiemmin. Tämä johtui paitsi tavaroiden ja palvelujen kohentuneesta kauppataaseesta myös tulonsiirtojen taseen ja tuotannontekijäkorvausten taseen alijäämän pienenemisestä.

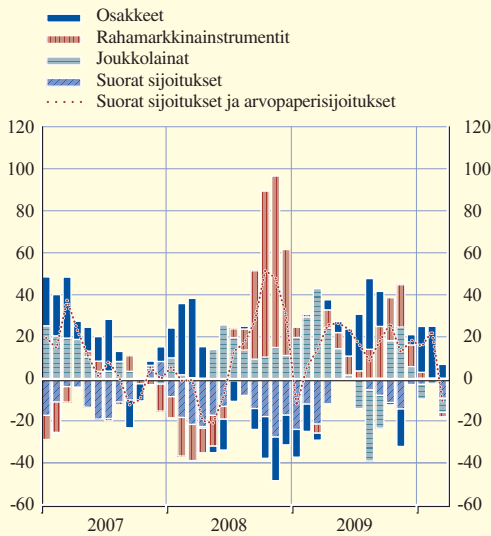
Käytävissä olevat indikaattorit viittaavat siihen, että tavaroiden vienti euroalueen ulkopuolisiin maihin kasvaa edelleen lyhyellä aikavälillä. Euroalueen tehdasteollisuuden uusia vientitilauksia koskeva ostopäälliköiden indeksi (Purchasing Managers' Index, PMI) oli selvästi talouskasvun ja taantumien välistä raja-arvoa (50) suurempi, vaikka se olikin pienentynyt lievästi viime kuukausina. Kasvu voi kuitenkin laantua hieman, sillä tilapäisten tekijöiden – kuten finanssipoliittisten kannustinten ja suhdannesyklin tuen – vaikutus ulkomaiseen kysyntään laimenee vähitellen.

RAHOITUSTASE

Vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä pääoman nettovienti euroalueelta yhteenlaskettuina suorina sijoituksina ja arvopaperisijoituksina oli keskimäärin 11,2 miljardia euroa kuukaudessa, kun nettotuonti edellisellä neljänneksellä oli ollut 18,4 miljardia euroa (ks. kuvio 63). Tämä muutos johtuu lähinnä arvopaperisijoituksiin liittyneiden pääomavirtojen muuttumisesta nettotuonnista (21,0

Kuvio 63. Rahoitustaseen keskeiset erät

(mrd. euroa, nettovirtatietoja kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja, kuukausihavaintoja)



Lähde: EKP.

paperisijoituksina vuodentakaiseen (188,5 miljardia euroa) verrattuna (ks. taulukko 12). Supistuminen johtui lähinnä arvopaperisijoituksiin liittyvän pääoman nettotuonnin pienenemisestä, missä puolestaan eivät näkyneet huomattavat muutokset maasta toiseen tehdyissä osake- ja velkapaperisijoituksissa. Vähäisen riskin sijoituskohteiden, mukaan lukien lyhyen maturiteetin velkapapereiden ja valtion joukkolainojen, kysyntä hiipui etenkin vuoden 2009 aikana ja vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä, kun maailmantalouden näkymät ja rahoitusmarkkinoiden olot kohenivat. Tästä syystä velkapapereihin liittyvä pääoman nettotuonti väheni huomattavasti – lähinnä ulkomaisten sijoittajien aiempaa vähäisempien euroalueen velkainstrumenttien ostojen vuoksi vuoden 2008 huippumääriin verrattuna – ja sen vaikutus oli suurempi kuin osakkeisiin liittyvien pääomavirtojen muuttuminen viennistä nettotuonniksi. Rahoitusmarkkinakriisin vaikutusta euroalueen rajat ylittävien rahoitusvirtojen määrään ja koostumukseen analysoidaan tarkemmin kehikossa 10.

Kaiken kaikkiaan maaliskuussa päättyneenä 12 kuukauden jaksossa euroalueen rahoitustaseessa pääoman nettotuonti supistui 14,4 miljardiin euroon. Tämä johtui siitä, että yhteenlaskettuihin suoriin ja arvopaperisijoituksiin liittyvän pääoman nettotuonti väheni ja muihin sijoituksiin liittyvät pääomavirrat muuttivat nettotuonnista nettovienniksi.

Kehikko 10.

FINANSSIKRIISI JA EUROALUEEN RAJAT YLITTÄVÄT RAHOITUSVIRRAT

Kesällä 2007 käynnistynyt ja syksyllä 2008 voimistunut finanssikriisi vaikutti merkittäväällä tavalla euroalueen vaihtotaseisiin sekä ulkomaankaupan että rahoituskanavien kautta. Ulkomaankaupan kehitystä on tarkasteltu yksityiskohtaisesti jo aiemmissa yhteyksissä¹, mutta tässä kehikossa keskitytään siihen, miten finanssikriisi on vaikuttanut euroalueen rajat ylittävien rahoitusliiketoimien volyyymiin ja koostumukseen. Lisäksi arvioidaan näiden virtojen ke-

¹ Katso esimerkiksi kehikko ”Recent developments in euro area trade” helmikuun 2010 Kuukausikatsauksessa.

miljardia euroa) nettovienniksi (1,9 miljardia euroa). Tätä muutosta vauhditti lähinnä se, että velkainstrumentteihin liittyneet pääomavirrat olivat muuttuneet nettotuonnista nettovienniksi. Lähemmin tarkasteltuna euroalueen sijoittajien sijoitukset alueen ulkopuolisiin instrumentteihin, etenkin velkakirjoihin, kasvoivat huomattavasti samalla kun alueen ulkopuolisten sijoittajien sijoitukset euroalueen velkapapereihin supistuivat. Sitä vastoin osakkeisiin liittyvien pääomavirtojen nettotuonti kasvoi hieman kansainvälisten sijoittajien riskintohalun hienoisen voimistumisen myötä. Samaan aikaan kun euroalueelle tulevat suoriin sijoituksiin liittyvät ulkomaiset pääomavirrat näyttivät hidastuvan, suoriin sijoituksiin liittyvä pääoman nettovienti nousi 9,3 miljardiin euroon vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä. Se oli ollut 2,6 miljardia euroa vuoden 2009 viimeisellä neljänneksellä.

Maaliskuussa päättyneenä vuoden jaksossa euroalueelle tuotiin nettomääräisesti aiempaa vähemmän (147,4 miljardia euroa) pääomaa suorina ja arvo-

hitystä kriisiä seuranneella maailmantalouden elpymisen jaksolla².

Finanssikriisiä edeltäneinä vuosina rajat ylittävässä rahoitusvarojen kaupoissa kasvoivat voimakkaasti sekä euroalueella olevien ostot alueen ulkopuolelta (saamiset) että euroalueen ulkopuolisten ostot euroalueelta (velat). Kasvu oli voimakasta erityisesti vuodesta 2005 vuoden 2007 puoliväliin (ks. kuvio A). Kehitykseen myötävaikuttivat maailmanlaajuiset finanssi-innovaatiot ja se, että monet rahoituslaitokset käyttivät runsaasti uusia riskinsiirtovälineitä, kuten arvopaperistettuja velkoja ja muita johdannaissopimuksia. Lisäksi ulkomaisten saamisten kysyntää kasvattivat osaltaan maailmanlaajuisen rahoitusmarkkinoiden integraation syveneminen, sijoittajien vähäinen riskinkarttaminen ja suotuisa makrotaloudellinen tilanne.

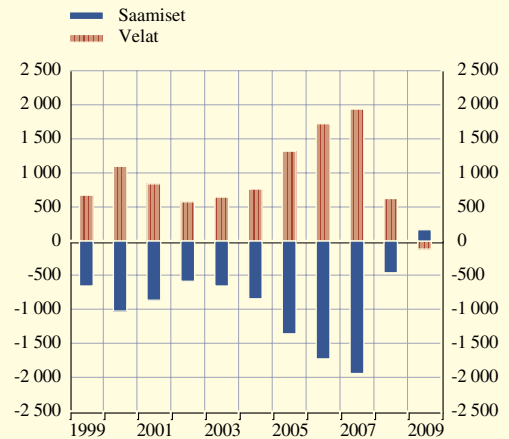
Finanssikriisin kiristyminen syksyllä 2008 pysäytti rajat ylittävien rahoitusvirtojen voimakkaan kasvun sekä saamis- että velkapuolella euroalueen rahoitustaseessa. Kaiken kaikkiaan euroalueella olevien ja euroalueen ulkopuolisten ulkomaiset rahoitusliiketoimet vähenivät merkittävästi vuonna 2008, mikä näkyi kaikkien sijoittajien toiminnassa niin pankkisektorilla kuin muillakin toimialoilla ja kaikissa eri sijoitus- ja instrumenttityypeissä.

Monet poikkeukselliset olosuhteet voimistivat rajat ylittävien sijoitusten supistumista – tämä johti joissakin tilanteissa niin euroalueella olevien kuin euroalueen ulkopuolistenkin tahojen sijoitusten kotiuttamiseen (eli velkavivun purkamiseen). Ensinnäkin likviditeettipula pankkienvälisillä markkinoilla ja omaisuusvakuudellisilla arvopaperimarkkinoilla johti aluksi muiden saamisten huomattaviin (pakko-) myynteihin käteisen keräämiseksi. Toiseksi kasvanut epävarmuus ja epäsymmetrinen informaatio luotonantajien ja -ottajien välillä muuttivat sijoittajien riskikäsitteitä ja jossain määrin edistivät laumakäyttäytymistä. Poikkeuksellisen suuren likviditeettitarpeen ja voimakkaasti kasvaneen riskinkarttamisen lisäksi taseita järjesteltiin uudelleen laajasti maksuvalmiuspelkojen myötä. Näiden tekijöiden vuoksi kotimarkkinoiden suosiminen kasvoi, mikä näkyi varojen voimakkaina kotiutuksina, ja turvallisuus nousi keskeisemmäksi sijoituskohteiden valintakriteeriksi. Nämä tekijät johtivat yhdessä paitsi rajat ylittävien suorien sijoitusten, arvopaperisijoitusten ja muiden sijoitusten vähenemiseen myös siihen, että euroalueen rajat ylittävien arvopaperisijoitusvirtojen koostumuksessa tapahtui erityisesti sellaisia muutoksia, joissa varoja siirtyi (i) osakkeista velkainstrumentteihin, (ii) pitkäaikaisista lyhytmaturiteettisiin velkainstrumentteihin ja (iii) yksityisen sektorin velasta julkisen sektorin velkaan. Kuviossa B kuvataan ulkomaisia sijoituksia euroalueen eri sektorien liikkeeseen laskemiin velkainstrumentteihin.

Sitä mukaa kun maailmantalous on alkanut osoittaa vakaantumisen merkkejä vuonna 2009, jotkut euroalueella olevien ja euroalueen ulkopuolisten tahojen rahoitusvirtojen kriisinaikaiset tren-

Kuvio A. Euroalueen rahoitustase

(mrd. euroa, vuotuiset virrat)



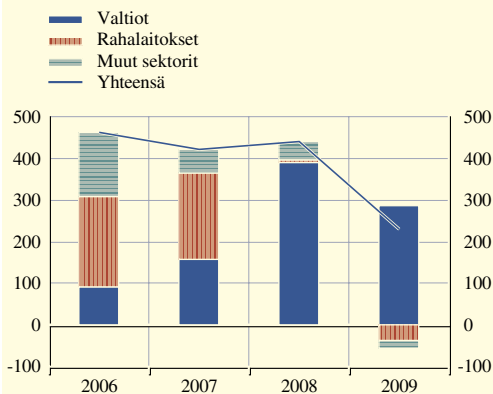
Lähde: EKP.

Huom. Rahoitustase sisältää suorat sijoitukset, arvopaperisijoitukset, rahoitusjohdannaiset, muut sijoitukset ja valuuttavaranon muutokset. Tuonti (+), vienti (-).

² Huom. Tässä kehikossa käsitellään euroalueen aggregoituja ulkoisia rahoitusvirtoja. Euroalueen sisäiset rahoitusvirrat on jätetty analyysin ulkopuolelle.

Kuvio B. Ulkomaiset sijoitukset euroalueen velkaan sektoreittain

(mrd. euroa, vuotuiset virrat)

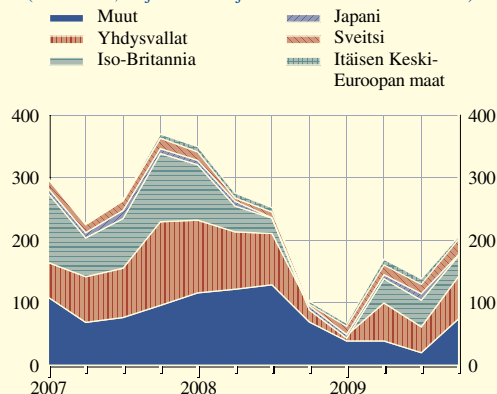


Lähde: EKP.

Huom. Rahalaitokset (monetary financial institutions, MFI) sisältävät myös eurojärjestelmän.

Kuvio C. Suorat sijoitusvirrat euroalueelle alueittain

(mrd. euroa, neljän vuosineljänneksen kumulatiiviset virrat)



Lähde: EKP.

dit ovat vaimentuneet tai jopa kääntyneet päinvastaisiksi. Arvopaperisijoituksista pieniriskiset saamiset, kuten lyhyen maturiteetin velat ja valtionlainat, menettivät vuonna 2009 houkuttelevuuttaan maailmantalouden näkymien ja rahoitusmarkkinatilanteen kohenemisen myötä. Samaan aikaan päättyi osakkeissa rajat ylittävän velkavivun purkaminen, sillä sijoittajien riskinottohalu elpyi osittain. Rajat ylittävän velkavivun purkamiseen olivat osallistuneet vuonna 2008 euroalueella olevat ja euroalueen ulkopuoliset. Velkavivun purkaminen on kuitenkin jatkunut merkittävänä rajat ylittävässä lainoissa ja talletuksissa, mikä näkyy euroalueen rahoitustaseen ”muiden sijoitusten” virtatiedoissa. Tarve vahvistaa rahoitusasemaa ja vähentää kansainvälistä riskialtistusta suurelta osalta pitivät yllä ulkomaisten saamisten keventämisen jatkumista sekä rajat ylittävien velkojen vähennystä euroalueen pankkisektorilla. Vastaavasti tarve sopeuttaa taseita ja maksaa velkoja takaisin johtivat ensimmäistä kertaa vuoden 1999 jälkeen rajat ylittävien saamisten ja velkojen supistumiseen lainoissa ja talletuksissa euroalueen muilla sektoreilla kuin pankkisektorilla. Lopuksi suorat sijoitukset – jotka vaimenivat kriisin aikana mutta pysyivät vahvempina kuin muut yksityisen pääoman muodot – osoittivat vuonna 2009 jonkin verran elpymisen merkkejä. Euroalueelle tulevat suorat sijoitukset erityisesti Isosta-Britanniasta ja Yhdysvalloista vilkastuivat jälleen, joskin ne pysyivät yhä varsin vaimeina (ks. kuvio C). Samaan aikaan euroalueella olevien suorat sijoitukset ulkomaille vakaantuivat.

Kaiken kaikkiaan finanssikriisi aiheutti merkittäviä muutoksia sekä euroalueella olevien että euroalueen ulkopuolisten tahojen rajat ylittävien rahoitusvirtojen kokoon ja koostumukseen. Suuret likviditeettitarpeet, voimakkaasti lisääntynyt riskinkarttaminen ja laajat taseiden uudelleenjärjestelyt laukaisivat voimakkaan keventämisen eli sijoitusten purkamisen kaikissa sijoitus- ja instrumentityypeissä. Näin ollen euroalueelle suuntautui yhteenlaskettujen suorien sijoitusten ja arvopaperisijoitusten selvä nettotuonti vuonna 2008. Kasvu johtui suurelta osin voimakkaista pääomavirroista joukkolainoihin ja rahamarkkinapapereihin, jotka kumosivat nettoviennin suorissa sijoituksissa ja arvopaperisijoituksiin kuuluvissa osakesijoituksissa. Samaan aikaan euroalueen rahoitustaseen erään ”muut sijoitukset” kirjattiin nettotuontia, koska EKP toteutti Yhdysvaltain dollarin määräisiä likviditeettiä lisääviä toimenpiteitä³. Vuon-

3 Kriisin voimistuttua syyskuussa 2008 Yhdysvaltain dollarin määräisillä varainhankintamarkkinoilla esiintyi lisääntynyttä painetta. EKP aloitti Yhdysvaltain keskuspankin Federal Reserven kanssa vastavuoroisen valuuttajärjestelyn (swapjärjestely), jonka myötä EKP toteutti dollarimääräisiä likviditeettiä lisääviä operaatioita vastapuoliensa kanssa eurojärjestelmän vakuuskelpoisia vakuuksia vastaan.

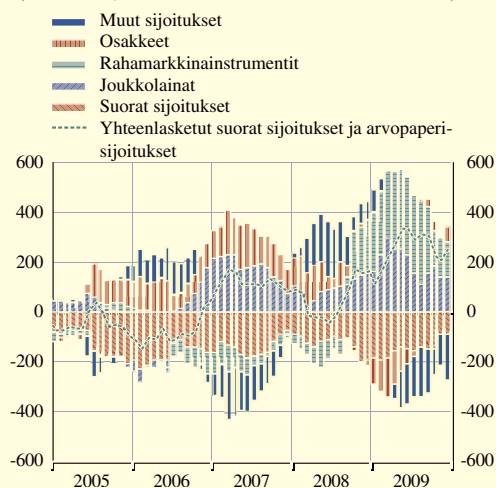
na 2009 kuitenkin rajat ylittävässä rahoitustoiminnassa kriisin aikana havaitut keskeiset trendit heikkenivät tai jopa kääntyivät päinvastaisiksi. Arvopaperisijoituksiin kuuluvien osakesijoitusten nettoviennin muuttuminen nettotuonniksi ja suorien sijoitusten nettoviennin väheneminen kumosivat sen vaikutuksen, että ulkomaiset sijoittajat vähensivät huomattavasti euroalueen velkainstrumenttien ostoja vuoden 2008 huipputasoihin verrattuna. Kaiken kaikkiaan näiden muutosten myötä yhteenlaskettujen suorien sijoitusten ja arvopaperisijoitusten nettotuonti jopa kasvoi edelleen vuonna 2009. Samaan aikaan muissa sijoituksissa tapahtui nettovientiä, kun EKP:n alkuvuonna toteuttamien Yhdysvaltain dollarin määräraisten likviditeettiä lisäävien toimenpiteiden purkaminen ja pankkien velkavivun keventäminen jatkuivat.

Tästä eteenpäin euroalueen rajat ylittävät rahoitusvirrat saattavat pysyä jonkin aikaa kriisiä edeltänyttä tasoa pienempinä, kun euroalueella

olevien ja euroalueen ulkopuolisten tahojen taseiden uudelleenjärjestely jatkuu. Ennen kriisiä kansainvälinen rahoitustoiminta kasvoi voimakkaasti, ja kriisin jälkeen rajat ylittävät rahoitusvirrat saattavat normalisoitua jonkin verran alhaisemmille tasoille. Euroalueella olevien ja euroalueen ulkopuolisten tahojen rajat ylittävät neljännesvuotuiset rahoitusvirrat olivatkin vuoden 2010 ensimmäisellä neljänneksellä pitkän aikavälin keskiarvojaan pienemmät. Vaikka riskinottohalukkuudessa ja sen myötä arvopaperisijoituksiin kuuluvissa osakesijoituksissa on viime aikoina tapahtunut elpymistä, on epävarmaa, jatkuvatko nämä trendit lähitulevaisuudessa. Lisäksi paljon riippuu maailmantalouden ja erityisesti julkisten talouksien näkymistä eri puolilla maailmaa.

Kuvio D. Euroalueen rahoitustaseen pääerät

(mrd. euroa, 12 kuukauden kumulatiiviset nettovirrat)



Lähde: EKP.

Huom. Viimeisin havainto joulukuussa 2009. Nettotuonti (+), nettovienti (-).

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