

# MARKKA & TALOUS

---

4 • 1996

---

**Inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne**

**Rahapolitiikan tavoitteet ja ehdot Suomessa**

**Kokemuksia vähimmäisvarantojen keskiarvoistamisesta**

**Kuluttajahintoja mittaavat indeksit ja niiden erot**

**Finanssipolitiikka ja julkinen talous**

**Suomen Pankin omaisuudenhoitoyhtiöt pankkikriisin purkajina**

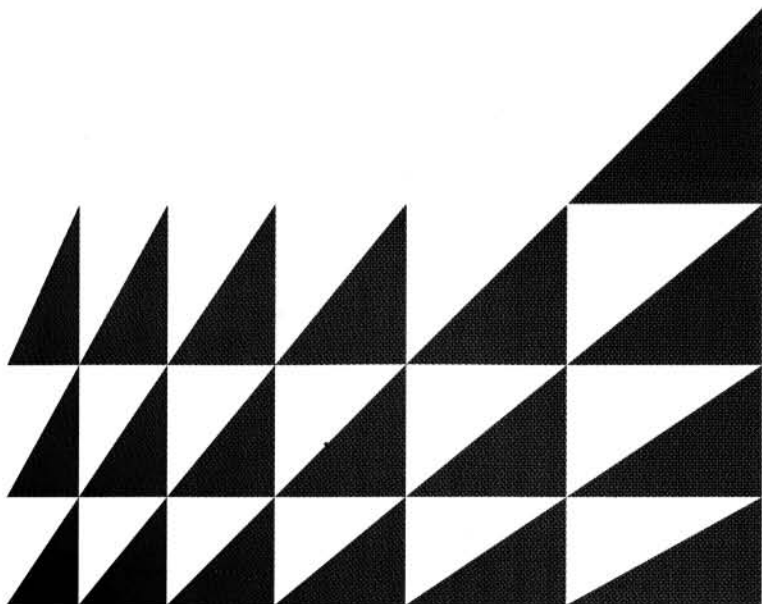
---

SUOMEN  
PANKKI

•

FINLANDS  
BANK

---



## Sisälllys

Inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne 3

### **Matti Vanhala**

Rahapolitiikan tavoitteet ja ehdot Suomessa 12

### **Hannele Kuosmanen**

Kokemuksia vähimmäisvarantojen keskiarvoistamisesta 16

### **Martti Lehtonen ja Juhana Hukkinen**

Kuluttajahintoja mittaavat indeksit ja niiden erot 22

### **Martti Lehtonen**

Finanssipolitiikka ja julkinen talous 28

### **Esa Ojanen ja Arno Lindgren**

Suomen Pankin omaisuudenhoitoyhtiöt pankkikriisin purkajina 34

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita koskevia toimenpiteitä 39

Rahapolitiikan välineet 41

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja 45

Kuviot KI

Markka & talous -lehden artikkelit vuonna 1996

# MARKKA & TALOUS

4. vuosikerta/4:e årgången

Lehti ilmestyy neljä kertaa vuodessa. Tidskriften utkommer fyra gånger per år.

**Suomen Pankki  
Finlands Bank  
PL/PB 160  
00101 HELSINKI  
00101 HELSINGFORS**

**Puhelin/Telefon (09) 1831  
Telefax (09) 174 872**

### **Toimitusneuvosto Redaktionsråd**

Pentti Pikkarainen,  
puheenjohtaja/ordförande  
Antti Juusela  
Heikki Koskenkylä  
Peter Nyberg  
Antti Suvanto  
Juha Tarkka

### **Päätoimittaja Chefredaktör**

Sirkka Hämäläinen

### **Toimitus Redaktion**

Suomen Pankin julkaisu- ja kielipalvelut  
Finlands Banks publikations- och språktjänster

### **Tilaukset**

#### **Beställningar**

Puh./Tel. (09) 183 2566  
Sähköposti/Elektronisk post:  
X.400: S=PUBLICATIONS;  
A=MAILNET;  
P=BOFNET; C=FI  
Internet: PUBLICATIONS@  
BOFNET.MAILNET.FI

**Suomen Pankin  
Internet-kotisivu  
Finlands Banks webbadress**  
<http://www.bof.fi>

**Painopaikka/Tryckeri**  
Oy Trio-Offset Ab, 1996

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.  
Materialet i tidskriften får användas fritt med angivande av källa.

**ISSN 1236-4231**

**K**ansantalouden tasapainotuminen on edennyt kahden viime vuoden ajan, vaikkakin työttömyys on alentunut toivottua hitaammin. Ulkomainen velka on vähentynyt, ja valtiontalouden alijäämä on supistunut. Markka on jo pitkään pysynyt vakaana, ja ylipäänsä olosuhteet hintavakauden toteutumiseksi ovat olleet suotuisat. Rahapolitiikan keventämisen seurauksena lyhyet korot ovat laskeneet keskeisten ERM-maiden korkojen tasolle. Myös pitkissä koroissa korkoero on supistunut hyvin pieneksi.

Suomen talouden arvioidaan kehittyvän myönteisesti ja hinta- ja palkka-kehityksen pysyvän rauhallisena myös lähivuosina. Edellytykset julkisen talouden tasapainottumiselle ovat hyvät. Myös vaihtotase pysyy ylijäämäisenä. Rahataloudellinen vakaus näyttää siis jatkuvan, ja edellytykset maltilliseen korkokehitykseen ovat hyvät.

Suomi liittyi Euroopan valuuttajärjestelmän valuuttakurssimekanismiin ERMiin lokakuussa. ERMiin liittymällä Suomi tiivistää valuuttapoliittista yhteistyötään muiden EU-maiden kanssa. Suotuisissa olosuhteissa ERMissä mukanaolo ei vaikuta rahapolitiikkaan kovinkaan paljon. Järjestelmä sallii varsin suuret vaihtelut suhteessa muihin ERM-valuuttoihin. Muodollinen vaihteluväli on  $\pm 15\%$ . Käytännössä markan vaihtelut ovat jo pitkään olleet selvästi pienempiä.

*Suomen talouskasvu on perustunut tänä vuonna lähinnä yksityisen kulutuksen elpymiseen. Kuluttajien luottamus talouteen on vahvistunut, mikä viittaa kulutuksen kasvun jatkumiseen. Alentuneet korot ovat piristäneet kotitalouksien luotonottoa. Myös työllisyys on kääntynyt uudelleen lievään nousuun. Suomi liittyi Euroopan valuuttajärjestelmän valuuttakurssimekanismiin ERMiin lokakuussa. Markka oli jo pitkään ollut vakaa, ja ERM-päätös otettiin valuuttamarkkinoilla vastaan rauhallisesti.*

Hintatason vakaus säilyi edelleen rahapolitiikan tavoitteena, sillä Suomen Pankin helmikuussa 1993 täsmentämä noin kahden prosentin inflaatiotavoite vastaa keskeisten ERM-maiden inflaatiotavoitetta. Suomen rahapolitiikan peruslinjaus säilyy tältä osin ennallaan. Valuuttakurssivakauden merkitys kuitenkin kasvaa talouspolitiikassa.

## **Suomen markka ERMiin liittymisen jälkeen**

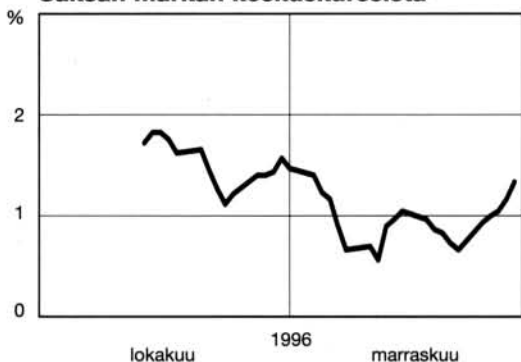
Valtioneuvosto päätti Suomen markan liittämistä Euroopan valuuttajärjestelmän valuuttakurssimekanismiin ERMiin

lauantaina 12. lokakuuta 1996. Rahalain neljännen pykälän mukaisesti Suomen Pankin johtokunta teki eduskunnan pankkivaltuustolle ehdotuksen ERMiin liittymisestä ja keskuskurssista. Valtioneuvosto hyväksyi pankin esityksen. Suomen markan keskuskurssitasosta neuvoteltiin valtiovarainministeriöiden ja keskuspankkien edustajien kesken rahapoliittisen komitean kokouksessa Brysselissä. Rahapoliittisessa komiteassa sovittiin liittymisestä ja keskuskurssista. Markka on ollut mukana valuuttakurssimekanismissa maanantaista 14.10.1996 lukien.

Suomen markan keskuskurssiksi ecun suhteen tuli 5.80661 markkaa. Tämän keskuskurssin avulla on määritelty kahdenväliset keskuskurssit markan ja kaikkien muiden ERM-maiden valuuttojen välille. Suhteessa Saksan markkaan kes-

Kuvio 1.

**Suomen markan poikkeama  
Saksan markan keskuskurssista**



Kun Suomen marka vahvistuu, käyrä nousee.

kuskurssi on 3.04 markkaa. Se on lähellä sitä kurssitasoa, mikä näiden valuuttojen välillä on parin viime vuoden ajan vallinnut.

ERM-päätös otettiin valuuttamarkkinoilla rauhallisesti vastaan. Markan arvo pysyikin ERMiin liittymisviikolla lähes muuttumattomana. Markka oli tuolloin noin 1.7 % Saksan markan keskuskurssiin nähden vahvempi. Marraskuussa markka on hieman heikentynyt suhteessa keskuskurssiinsa. Tällä hetkellä markka on noin prosentin Saksan markan keskuskurssiin nähden vahvempi (kuvio 1). Markan poikkeama ERMin heikoimmasta valuuttasta on vaihdellut noin 1.5:stä 3 prosenttiin. Poikkeamat ERM-valuuttojen välillä ovat tällä hetkellä melko suuret Irlannin punnan vahvistumisen vuoksi.

Liiran liittyminen ERMiin muutti Suomen markan ja muiden ERM-valuuttojen keskuskurssit ecun suhteen, mutta valuuttojen bilateraaliset keskuskurssit pysyivät muuttumattomina. Markan uusi keskuskurssi ecun suhteen on 5.85424 markkaa.

Ennen ERM-kytkentää markkaan kohdistui vahvistuspaineita. Yhtenä syynä tähän oli se, että yritykset myivät nettomääräisesti noin 5 mrd. markan edestä valuuttaa syyskuussa ja lokakuussa ennen ERM-kytkentää. Ilmeisesti markan vah-

vistumisodotukset saivat yritykset vaihtamaan kiihtyvään tahtiin valuuttoja markoiksi. Suomen Pankki joutui muutamaa otteeseen ostamaan valuuttoja vaimentaakseen markan liian äkillistä vahvistumista.

**Korkojen lasku jatkuu**

Rauhallisena pysynyt hintakehitys ja maltilliset inflaatio-odotukset sekä markkaan kohdistunut luottamus olivat perusteluina syys- ja lokakuussa tehdyille pienille koron alennuksille. Huutokauppakorko laski yhteensä 0.25 prosenttiyksikköä 3 prosenttiin. Viime vuoden lokakuusta tämän vuoden lokakuuhun huutokauppakorko on puolittunut.

Huutokauppakorko on tällä hetkellä samalla tasolla kuin Bundesbankin repokorko. Lyhyet markkinakorot ovat jonkin verran Saksan rahamarkkinakorkojen alapuolella. Edellisen kerran vastaava tilanne oli lyhyen aikaa vuoden 1994 alussa. Tuolloin syynä olivat voimakkaat odotukset markan vahvistumisesta.

Kolmen kuukauden korkotermiinien mukaan korko-odotukset ensi vuodelle ovat maltilliset. Heliborkorko (3 kk) pysyisi korkotermiinisopimusten mukaan ensi vuonna 3.2–3.8 prosentin haarukassa.

Myös Suomen pitkien korkojen lasku jatkui aina lokakuun puoleen väliin saakka, mutta lasku on sen jälkeen pysähtynyt. Vuonna 2006 erääntyvän valtion viitelainan korko on nyt likimain 6.4 %. Suomen 10 vuoden korko on nyt varsin selvästi esimerkiksi Tanskan vastaavan koron alapuolella.

Pitkien korkojen laskun myötä korkoero Saksaan supistui lokakuussa jo alle 0.5 prosenttiyksikköön, mutta marraskuussa se on hieman kasvanut. Vielä elokuussa eroa oli prosenttiyksikön verran. Korkeiden supistuminen heijastaa Suomen talouden yleistä tasapainottumista sekä EMU-prosessiin liittyviä myönteisiä odotuksia.

**ERM-maiden korot ennallaan**

Saksan keskuspankki on pitänyt elokuun jälkeen repokoron 3.00 prosentissa. Taso on historiallisesti poikkeuksellisen alhainen. Keskuspankki on joissakin puheenvuoroissa todennut, että lisälennuksia keskuspankkikorkoon ei ole odotettavissa. Myös useiden muiden ERM-maiden keskuspankkikorot ovat pysyneet Saksan korkojen tapaan muuttumattomina elokuusta lähtien.

Italian keskuspankki laski heinä- ja lokakuussa keskuspankkikorkoja yhteensä 1.5 prosenttiyksikköä. Diskonttokorko on tällä hetkellä 7.50 % ja lombardikorko 9.00 %. Korkojen laskun perusteena olivat parantuneet inflaationäkymät, mutta kysymys on myös korko-olojen normalisoitumisesta vuoden 1995 korkopiikin jälkeen. Tuolloin korkoja jouduttiin liiran heikkenemispaineiden vuoksi nostamaan yhteensä 3.50 prosenttiyksikköä.

Tänä vuonna liira on vahvistunut voimakkaasti ja pitkät korot ovat laskeneet. Kehitys on ollut niin myönteistä, että liira palasi ERMiin uudelleen marraskuun lopulla. Liira liitettiin ERMiin hieman odotettua vahvemmallalla kurssilla. ERMiin liittymisviikolla se vahvistui lähelle Saksan markan keskuskurssiaan eli 990 liiraa. Liiran paluuta ERMiin oli odotettu ja se otettiin vastaan markkinoilla rauhallisesti.

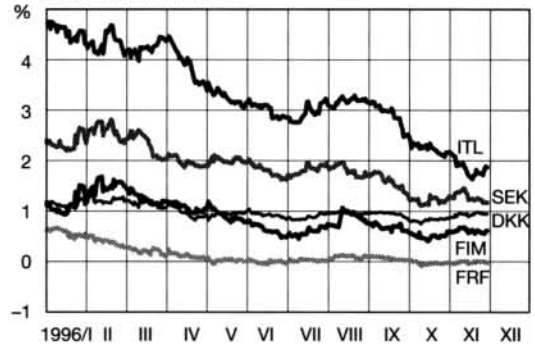
ERMin ulkopuolisista maista Ruotsi on jatkanut syksyllä rahapolitiikan keventämistä. Syys- ja marraskuun aikana korkoa on laskettu yhteensä 0.9 prosenttiyksiköllä 4.35 prosenttiin. Perusteina ovat olleet erittäin myönteiset inflaationäkymät. Lokakuussa kuluttajahinnat olivat 0.1 % alhaisemmat kuin edellisen vuoden lokakuussa. Markkinakorot ovat seuranneet repokoron laskua. Lyhytaikaiset markkinakorot olivat lokakuussa noin 4 prosenttiyksikköä vuoden 1995 lokakuussa vallinneen tason alapuolella. Lokakuun lopussa Ruotsin keskuspankki laski odotetusti myös korkokäytävää 0.50 prosenttiyksikköä. Antolainauskorko laski 5.75 prosenttiin ja talletuskorko 4.25 prosenttiin.

Englannin keskuspankki nosti peruskorkoa lokakuun lopulla 0.25 prosenttiyksikköä 6.00 prosenttiin. Välittömästi koron noston jälkeen punta vahvistui Yhdysvaltain dollarin ja Saksan markan suhteen. Keskuspankin pääjohtaja oli vaatinut jo kevästä lähtien peruskoron nostoa, mutta hallitus ei ollut halukas. Hallituksen perustelujen mukaan punnan viime kuukausien vahvistuminen on ajanut saman asian inflaation hillitsemisessä kuin peruskoron nosto.

Useat talousindikaattorit Isossa-Britanniassa puolsivat koron nostoa. Talouskasvu on nyt nopeutunut. Rahan määrän (M3) vuosikasvu on kiihtynyt heinä-lokakuussa, samoin kulutusluottojen kysyntä. Keskuspankin mukaan ilman koron nostoa tai verojen kiristämistä pohjainflaatiotavoitetta (2.5 %) ei saavutettaisi vuonna

**Kuvio 2.**

**Valtion 10 vuoden obligaatiokorkojen ero Saksan korkoon**



1997. Lokakuussa pohjainflaation 12 kuukauden muutos oli 3.3 %.

Yhdysvalloissa keskuspankki on pitänyt yön yli -koron ennallaan 5.25 prosentissa helmikuun alusta lähtien, vaikka markkinoilla on useaan otteeseen odotettu sen nostamista. Keskuspankin arvioiden mukaan ripeä talouskasvu ei ole kiihdyttämässä inflaatiota.

Japanissa talouden elpyminen on ollut hidasta, ja keskuspankki on ilmoittanut pitävänsä korot alhaisina, kunnes talouden elpymisestä saadaan lisävahvistusta. Keskuspankin marraskuun lopussa julkaisema Tankan-raportti tuki nykyistä rahapoliittista linjaa. Raportin mukaan yritysten odotukset talouden kehityksestä ovat hieman parantuneet, mutta ne ovat edelleen negatiivisävyisiä. Japanin keskuspankin diskonttokorko on ollut jo vuoden verran ennätyskellisen alhainen, 0.50 %.

Yhdysvaltain dollari vahvistui elo-lokakuussa 5.7 % suhteessa Japanin jeniin. Kehitys oli G7-maiden suositusten mukaista. Dollari maksoi lokakuun lopulla noin 113–114 jeniä, mikä on heikoin noteeraus jeniille lähes kolmeen vuoteen. Marraskuussa jenin heikkeneminen on pysähtynyt. Japanin viranomaisten lausuntoja on tulkittu siten, että jeni on jo heikentynyt riittävästi.

Myös Saksan markan suhteen dollari vahvistui elo-lokakuussa 2.5 %, mutta marraskuussa Saksan marka on vahvistunut dollarin suhteen jenin tavoin. Marraskuussa Saksan marka on vahvistunut myös jenin suhteen.

Ulkomaiset pitkät korot ovat syksyllä jatka- neet laskuaan useissa maissa. Yhdysvaltain keskuspankin päätös syyskuun lopulla jättää ohjau- s- korot ennalleen laski pitkiä korkoja Yhdysval- loissa ja Euroopassa. Pitkien korkojen lasku on jatkunut Yhdysvalloissa myös loppusyksystä ta- louskasvun tasaantumisen, suotuisien inflaatio- näkymien ja vaalituloksen ansiosta.

Euroopassa korkoerot ovat syksyllä kaventu- neet, koska markkinat luottavat EMUn kolman- nen vaiheen toteutumiseen aikataulun mukaiseti. Samalla jännitteet ERMissä ovat vähentyneet. Ensimmäisessä vaiheessa mukana olevien mai- den joukko on arvioitu aiempaa suuremmaksi, mikä on hyödyttänyt erityisesti ns. korkean tuon- ton maita (Italia, Espanja, Portugali ja Ruotsi). EMU-optimismi ja usko talouden myönteiseen kehitykseen ovat laskeneet erityisesti Espanjan ja Italian pitkiä korkoja (kuvio 2).

### **Hintanäkymät rauhalliset**

Kuluttajahintaindeksin ja pohjainflaation kehitys osoittavat hintakehityksen rauhallisuuden (ku- viot 3A ja 3B). Kuluttajahintaindeksin nousua on hidastanut korkojen lasku. Pohjainflaatiota on puolestaan hidastanut verotariffi-indeksin hinta- kontribuutio-osuuden indeksitekninen kasvu<sup>1</sup>. Mutta ilman näitäkin tekijöitä hintojen nousu on ollut vaatimatonta.

EU:n suositusten mukainen väliaikainen yh- denmukaistettu kuluttajahintaindeksi, josta on poistettu asuntojen hinnat, asuntolainakorot ja muut todellisia hyödykehintoja edustamattomat tekijät, heijastaa parhaiten markkinoilla myyty- jen tavaroiden ja palveluiden hintakehitystä. Tämän indeksin 12 kuukauden muutosvauhti on kesän ja alkusyksyn mittaan ollut runsas prosent-

ti. Kesän ja syksyn aikana esillä ollut deflaatio- riski näyttää näin mitattuna varsin epätodennä- köiseltä. Väliaikainen yhdenmukaistettu kulutta- jahintaindeksi on entistä keskeisempi suure, sillä sen tilalle tulevan lopullisen indeksin perusteella tullaan vuoden 1998 keväällä arvioimaan, mitkä maat täyttävät Maastrichtin sopimuksessa vaadi- tun lähentymisehdon hintavakauden osalta.

Kuluttajahintoihin vaikuttavissa tekijöissä ei ole juuri tapahtunut sellaisia muutoksia, jotka oleellisesti muuttaisivat aiempia arvioita tulevas- ta hintakehityksestä. Vahvistuneesta kotimaises- ta kysynnästä huolimatta inflaatio-odotukset ovat säilyneet edelleen maltillisina. Lokakuussa koti- taloudet arvelivat hintojen nousevan 1.4 % ensi vuoden loppuun mennessä. Inflaation pysymi- seen hitaana viittaavat myös uusimman, loka- kuussa tehdyn yrityskyselyn tulokset.

Myös kansainvälisesti hintakehitys on pysy- nyt rauhallisena. EMU-kriteerinä käytetyn väli- aikaisen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindek- sin mukainen inflaatio oli EU-alueella syyskuus- sa 2.4 %. EU:n hitain inflaatio oli Ruotsissa, 0.6 %. Viiden EU-maan inflaatio oli alle 1.5 %, vain eteläisissä EU-maissa ja Isossa-Britanniassa se oli yli 2.5 %. Maittaiset inflaatioerot ovat vuo- den 1996 aikana pienentyneet huomattavasti. Väliaikaisella yhdenmukaistetulla hintaindeksil- lä mitattuna Suomen hintakehitys ei ole poiken- nut kovinkaan paljon EU-maiden keskimääräis- sestä hintakehityksestä (kuvio 3C).

Euroopassa tuottajahintojen lasku on jatkunut useassa maassa, mikä yhdessä palkkojen nousun vaimeuden kanssa viittaa kuluttajahintakehityk- sen pysymiseen maltillisena myös lähitulevai- suudessa. Odotukset inflaation nopeutumisesta Yhdysvalloissa ovat syksyn aikana vähentyneet talouskasvun hidastumisen myötä. HWWA-in- deksiin sisältyvät raaka-ainehinnat, ilman ener- gian hintaa, laskivat heinäkuusta lokakuuhun 3.6 %. Öljyn maailmanmarkkinahinnan nousu on kuitenkin jatkunut.

Suomen markkamääräiset tuontihinnat nou- sivat elokuusta lokakuuhun raakaöljyn hinnan nousun vuoksi 1.2 %. Vuoden 1995 lokakuusta tuontihinnat ovat kallistuneet 3.3 %. Valuutta- määräisten tuontihintojen trendi on kuitenkin aleneva, sillä markan kauppapainotteinen valuut- takurssi on 12 kuukauden aikana heikentynyt tuontihintojen nousua enemmän. Tuontihintake- hityksen arvioidaan olevan varsin rauhallista

<sup>1</sup> Esim. maatalouden tulotuen vähentämisellä ei ole EU- jäsenyyden oloissa vaikutusta maataloustuotteiden hin- toihin eikä siten elintarvikkeiden hintoihin. Se on kui- tenkin nostanut verotariffi-indeksiä vuoden 1996 tammi- lokakuussa määrällä, joka näkyy pohjainflaatioindikaat- torin 0.5 prosenttiyksikköä pienempänä muutoksena kuin ilman tätä verotariffi-indeksin laskennallista hin- tavaikutusta.

myös ensi vuoden alkupuolella, vaikka maailmantalouden elpymistä koskevat odotukset ovat vahvistuneet. Hintojen nousupaineita hillitsevät mm. lisääntynyt kilpailu maailmankaupassa ja teollisuusmaiden yleisesti tavoitteleva hintavakaus.

Vientihinnat kääntyivät nousuun lokakuussa. Nousu johtui lähinnä puutavaran kallistumisesta. Tätä ennen vientihinnat laskivat yhtäjaksoisesti huhtikuusta syyskuuhun. Vientihinnat olivat lokakuussa 3,8 % alemmat kuin vuotta aiemmin. Syynä on pääasiassa selluloosan ja paperiteollisuuden tuotteiden halpeneminen. Lokakuussa selluloosan ja paperiteollisuuden vientihinnat säilyivät likimain ennallaan. Joulukuusta lokakuuhun vaihtosuhte heikkeni yli 7 %. Tulevaan vientihintojen ja vaihtosuhteen kehitykseen vaikuttaa suurella määrällä suhdanneherkän metsäteollisuuden yleinen markkinatilanne.

Tuottajahintojen helmikuussa alkanut lasku päättyi syyskuussa, koska öljytuotteiden hinnat nousivat. Tuottajahinnat olivat lokakuussa kuitenkin selvästi alemmat kuin vuosi sitten. Suhdannebarometrin mukaan teollisuusyritykset arvelivat lokakuussa tuottajahintojen laskun päättyneen ja odottivat hintojen pysyvän lähiaikoina keskimäärin ennallaan.

Hintojen vakauteen on vaikuttanut myös kotimaisten tuotantokustannusten yhä jatkunut nousun hidastuminen mm. viime syksyn maltillisen tulosopimuksen vuoksi. Kuluvan vuoden kolmannella neljänneksellä palkansaajien ansiot olivat 3,3 % suuremmat kuin vuotta aiemmin. Palkkaliikumukset olivat edelleen melko pieniä, mihin on vaikuttanut inflaatio-odotusten maltillisuus. Kustannusliukumien arvioidaan pysyvän vähäisinä myös lähitulevaisuudessa, koska ammattityövoimasta ja kapasiteetista on suuremmissa määrin puutetta ainoastaan elektroniikkateollisuudessa.

Teollisuudessa yksikkötyökustannusten nousua on rajoittanut kapasiteetin käyttöasteen lisääntyminen huhtikuusta lähtien ja rahoituskustannusten aleneminen korkojen laskun myötä. Alkuvuonna tuottajahinnat laskivat kustannuksia nopeammin, minkä takia teollisuusyritysten kannattavuus on jäänyt selvästi alhaisemmaksi kuin vuosi sitten. Kannattavuuden odotetaan kuitenkin paranevan ensi vuoden loppuun mennessä kaikilla päätoimialoilla.

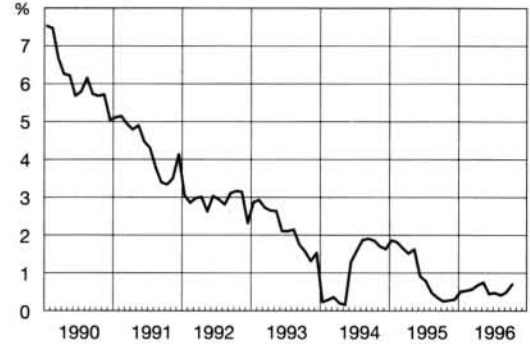
Varallisuushintojen muutokset viittaavat myös varsin maltilliseen kehitykseen, mutta eivät

### Kuvio 3.

#### Kuluttajahinnat 12 kuukauden muutos, %

A

Kuluttajahintaindeksi 1990 = 100



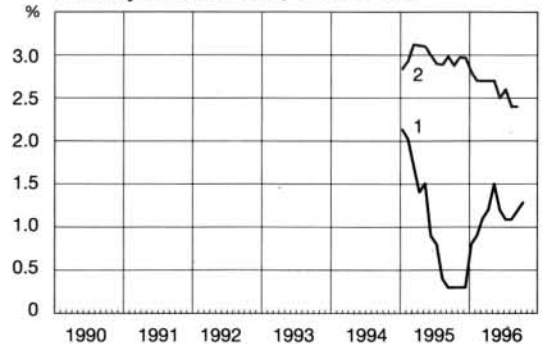
B

Pohjainlaatioindikaattori 1990 = 100



C

EU:n väliaikainen yhdenmukaistettu  
kuluttajahintaindeksi, 1994 = 100



1. Suomi  
2. EU-15

suinkaan deflaatioon. Uudet sopimukset kanto-hinnoista palauttivat hinnat vuoden 1995 syksyn tasolle. Alkukesästä vallinnut hintataso nousi arviolta 4–5 %, minkä seurauksena puukauppa on piristynyt merkittävästi edellisistä kuukausista. Vanhojen asuntojen hinnat koko maassa nousivat selvästi vuoden 1996 alkupuolella, ja nousu on jatkunut myöhemminä kuukausina. Kiinteistöjen reaali hinnat ovat yhä erittäin alhaiset, joten hintojen nousun ei arvioida lisäävän inflaatio-odotuksia.

Raha-aggregaattien muutokset eivät myöskään viittaa inflaatiopaineiden lisääntymiseen, sillä niiden kehitykseen ovat tänä vuonna vaikuttaneet lähinnä pankkitalletusten supistuminen ja talletustilien sisäisen rakenteen muutos. Talletusten sisäisen rakenteen muutos on merkinnyt sitä, että raha-aggregaatti M1 on kasvanut käyttelytilien ja yleisön hallussa olevan rahan lisääntymisen ja määräaikaistilien erääntymisten takia. M2 on vastaavasti supistunut.

Edellytykset sille, että inflaatio pysyy lähi-vuosina rauhallisena ovat aikaisempien arvioiden mukaisesti edelleen hyvin suotuisat. Tämä puolestaan edistää korkokehityksen pysymistä maltillisena. Kuluttajahintojen nousun arvioidaan jäävän kuluvana vuonna 1 prosentin tuntumaan. Palkkakehitys säilyy voimassa olevien sopimusten mukaisesti vuoden 1998 tammikuuhun saakka varsin maltillisena. Toisaalta deflaation vaaraa ei ole mm. yksityisen kulutuksen ripeän kasvun ja asuntojen hintojen nousun takia. Lievä riski sen sijaan on, että kaupan marginaalit kasvavat odotettua enemmän. Ensi vuonna pohjainflaatio jää näillä näkymin vajaaseen 2 prosenttiin. Vuoden 1998 inflaatio riippuu suuressa määrin ensi vuoden lopun tienoille ajoittuvista palkkaratkaisuista.

### **Taloukasvu jatkuu vakaana**

Uusimmatkin tiedot vahvistavat, että Suomen taloukasvu on perustunut kuluvana vuonna lähinnä yksityiseen kulutukseen. Autokauppa ja kestokulutushyödykkeiden myynti on jatkunut vilkkaana toisella vuosipuoliskolla. Myös kotitalousluotoissa on korkojen laskun myötä havaittavissa lisää piristymisen merkkejä. Lisäksi kuluttajien luottamusindeksi nousi syyskuussa uuteen ennätykseensä (saldoluku 14.2) koko yhdeksänvuotisen historiansa aikana. Luottamus on vahvistunut lokakuun havaintoa lukuun ottamatta

yhtäjaksoisesti ja tasaisesti huhtikuusta lähtien, mikä viittaa yksityisen kulutuksen kasvun jatkumiseen myös loppuvuodesta.

Viennin määrä kääntyi nousuun kuluvan vuoden toisella neljänneksellä, mihin osaltaan vaikuttivat laivatoimitukset. Merkit kansainvälisen talouden elpymisestä ovat lisääntyneet odotetusti viime kuukausina: suhdannenäkymät ovat parantuneet erityisesti Saksassa. Tulevaan viennin kehitykseen vaikuttaa merkittävästi suhdanneherkän metsäteollisuuden markkinatilanne, joka on kuitenkin edelleen selkiintymätön, koska metsäyhtiöiden vientitilaukanta on vahvistumisesta huolimatta edelleen varsin pieni. Myös paperin vientihintojen lasku saattaa jatkua arvioitua pitempään. Sellun hinnan nousu on niin ikään ollut melko vaatimatonta.

Kiinteiden investointien vaikutukset kasvuun näyttävät toistaiseksi jääneen odotettua jonkin verran pienemmiksi. Vähäiset tilastotiedot vaikeuttavat investointien arviointia<sup>2</sup>. Lokakuun kyselytutkimuksessa teollisuusyritykset olivat edelleen melko varovaisia tulevaisuuden suhteen. Ne arvioivat investointeja olevan vuoden kuluttua likimain saman verran kuin tänä syksynä. Myönnettyjen rakennuslupien lisäys, joka oli tammisyyskuussa 21 % edellisen vuoden vastaavasta ajanjaksosta, viittaa kuitenkin rakennusinvestointien piristymiseen jatkossa. Myös uusia asuntolainoja on nostettu keväästä lähtien melko vilkkaasti. Siihen on vaikuttanut osaltaan lainakorkojen aleneminen. Asuntojen hintojen nousun odotetaan niin ikään piristävän asuntokaupaa. Toistaiseksi investointeja ovat pitäneet yllä lähinnä aikaisemmin käynnistetyt suuret investointihankkeet.

Bruttokansantuotteen kasvu jäi kuluvan vuoden toisella neljänneksellä likimain 0.5 prosenttiyksikköä pienemmäksi kuin kokonaistuotannon kuukausikuvaaja osoitti. Tuotannon määrän arvio tarkentui kuitenkin ensimmäisen neljänneksen osalta hieman suuremmaksi. Ensimmäisellä vuosipuoliskolla kokonaistuotannon määrä

<sup>2</sup> Tilastoissa kone- ja laiteinvestoinnit kirjataan sille vuodelle, jona ne otetaan käyttöön. Investointihankkeiden valmistumisen myötä teollisuuden investoinnit pysyvät runsaina, vaikka rahoitusvirta investointien rahoitukseen saattaa jopa supistua. Valmistumiseensa saakka keskenraiset koneet ja laitteet sisältyvät valmistajan keskenraisten töiden varastoon.



oli 1.5 % suurempi kuin vastaavana jaksona vuonna 1995. Kokonaistuotannon kuukausikuvaajan perusteella arvioituna bruttokansantuote näyttää kasvaneen heinä–syyskuussa ripeästi toisesta neljänneksestä. Kasvua vuoden takaisesta ajasta oli 3.5 %. Teollisuustuotanto kasvoi kolmannella neljänneksellä 1.7 % edellisestä neljänneksestä. Rakentamisen ja vientituotannon elpymisen myötä kokonaistuotannon odotetaan kasvavan ripeästi myös loppuvuodesta.

Tilastokeskuksen työvoimatiedusteluun perustuvat tiedot osoittavat, että keväällä ja alkukesästä heikentynyt työllisyys on kääntynyt toisella vuosipuoliskolla uudelleen lievään kasvuun. Vuoden 1996 tammi–lokakuussa työllisiä oli keskimäärin runsaat 24 000 henkilöä enemmän (kausipuhdistettu luku) kuin viime vuoden vastaavana aikana. Sillä on puolestaan ollut myönteinen vaikutus kotitalouksien ja yritysten odotuksiin, mikä on näkynyt mm. yksityisen kuluksen voimistuneena kasvuna.

Kausivaihtelusta puhdistettu työttömyysaste oli lokakuussa 15.5 %. Työttömyys on supistunut jonkin verran arvioitua nopeammin. Sitä ei voi kuitenkaan vielä pitää ratkaisevana merkinä työttömyyden nopeasta vähenemisestä, sillä viimeisimmän yrityskyselyn mukaan kaikki teollisuuden toimialat aikovat vähentää neljännessä vuosineljänneksellä henkilökunnan määrää ainakin lievästi.

### **Vaihtotaseen ylijäämä suuri – julkisen talouden alijäämä pienenee nopeasti**

Huolimatta vaihtosuhteen tuntuva heikkeneemisestä kuluvan vuoden tammikuusta lähtien vaihtotaseen kumulatiivinen 12 kuukauden ylijäämä on pysynyt lähes vuoden 1995 lopun tasolla. Vientitoimitukset supistuivat kolmannella neljänneksellä huomattavasti edellisestä neljänneksestä, suurelta osin laivatoimituksiin liittyvien ajoitustekijöiden vuoksi. Tuonnin kehitys oli hyvin maltillista, ja tuonnin arvo kohosikin viime vuoden vastaavasta neljänneksestä vain lievästi.

Loppuvuonna vaihtotaseen ylijäämän arvioidaan edelleen pysyvän suurena, koska mm. näkyvät Suomen vientimarkkinoilla ovat parantuneet. Varastoseputuksen päätyminen vahvistaa osaltaan tätä kehitystä. Metsäteollisuustuotteiden vienti saattaa kuluvana vuonna jäädä lievästi arvioitua pienemmäksi. Vaihtosuhte saattaa niin ikään heiketä odotettua enemmän, joten vaihtotaseen ylijäämän ei odoteta kasvavan tänä vuonna aivan edellisuotisen suuruiseksi.

Koko kansantalouden positiiviseen rahoitussäästämiseen liittyy julkisen sektorin rahoitus-alijäämän nopeahko supistuminen ja yksityisen sektorin varsin mittava, joskin asteittain pienenevä rahoitusylijäämä. Rahoitusylijäämän turvin yksityinen sektori vahvistaa edelleen rahoitusrakenteitaan. Yrityssektorille se merkitsee kilpailukyvyä paranemista velkaantuneisuuden laskun ja alenevien rahoituskustannusten kautta.

Yksityisen kulutuksen ja palkkasumman ripeän kasvun myötä veropohja on laajentunut kokonaistuotannon kasvua nopeammin. Se on vastaavasti tukenut julkisen talouden alijäämän pienemistä toisin kuin muualla Euroopassa, missä talouskasvu on jäänyt verraten pieneksi. Valtiontalouden nettoraohoitustarve oli 12 kuukauden pituisella jaksolla vuoden 1995 loka-kuusta vuoden 1996 syyskuuhun runsaat 30 mrd. markkaa eli lähes puolet alhaisempi kuin vuonna 1995. Loppuvuoteen ajoittuu kuitenkin menolisäyksiä, osittain työllisyyden hoidon ja pankkituen maksatusten takia, jotka kasvattavat nettoraohoitustarvetta tuntuvasti. Valtiontalouden nettoraohoitustarpeen arvioidaan kasvavan tänä vuonna noin 40 mrd. markkaan. Koska työeläkelaitosten rahoitusylijäämä pysyy suurena, Suomi voi saavuttaa koko julkisen sektorin osalta Maastrichtin sopimuksen mukaisen alijäämäkriteerin (3 % suhteessa bruttokansantuotteeseen) jo vuoden 1996 aikana. ■

• Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne

# EMS JA ERM

Euroopan valuuttajärjestelmä (European Monetary System, EMS) perustettiin vuonna 1979. Siihen kuuluu kolme osatekijää:

- valuuttakurssimekanismi (Exchange Rate Mechanism, ERM)
- Euroopan valuuttayksikkö ecu
- keskuspankkien väliset rahoitusjärjestelyt.

Suomen Pankki on ollut EMSissä mukana vuoden 1995 alusta lähtien, ja markka kytkettiin ERMiin 14.10.1996 lukien.

## Valuuttakurssimekanismi ERM

Valuuttakurssimekanismi on EMSin ydin, jolla pyritään pitämään ERMiin kuuluvien maiden väliset valuuttakurssit vakaina.

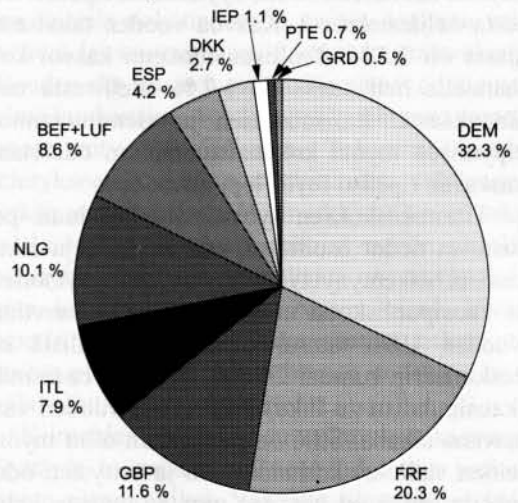
Jokaiselle ERM-valuutalle on määritelty koriecuun nähden kiinteä keskuskurssi. Näiden kurssien avulla määritellään valuuttojen kahdenväliset keskuskurssit sekä vaihteluvälin mukaiset ylä- ja alarajat. Vaihteluvälin rajat ovat samalla pakollisia interventiorajoja. Keskuspankit voivat kuitenkin halutessaan tehdä valuuttoaoperaatioita myös ennen kuin kahdenväliset valuuttakurssit saavuttavat interventiorajan.

Kun EMS perustettiin vuonna 1979, kaikki silloiset EY-maat Isoa-Britanniaa lukuun ottamatta liittyivät ERMiin. Espanja liittyi ERMiin vuonna 1989 ja Portugali vuonna 1992; Kreikka ei ole toistaiseksi ollut jäsen. Iso-Britannia liittyi vuonna 1990, mutta joutui Italian ohella jättämään ERMin vuoden 1992 syksyllä. Italia palasi mekanismiin marraskuussa 1996.

Alun perin ERM-valuuttojen sallittu vaihteluväli oli  $\pm 2.25\%$ , mutta Italian liira, Englannin punta, Espanjan peseta ja Portugalin escudo saivat vaihdella  $6\%$  keskuskurssin molemmin puolin. Vuonna 1990 Italian liiralle vaihdettiin kapea vaihteluväli. Kaikkien ERM-valuuttojen vaihteluväli laajennettiin elokuussa 1993 valuuttakriisin jälkeen  $\pm 15\%$

Kuvio 1.

## ECUKorin painot 26.11.1996



tiin. Vain Hollannin guldenin ja Saksan markkan välinen vaihteluväli on kahdenkeskisellä sopimuksella  $\pm 2.25\%$ .

Valuutan keskuskurssin muuttaminen ERMissä edellyttää asian valmistelua EU:n rahapoliittisessa komiteassa sekä neuvotteluja EMSiin kuuluvien maiden valtiovarainministerien, keskuspankkien pääjohtajien ja EU:n komission kanssa. Viimeksi kahdenvälisiä keskuskurssia muutettiin maaliskuussa 1995, kun Espanjan peseta devalvoitiin  $7\%$  prosentilla ja Portugalin escudo  $3.5\%$  prosentilla.

## Euroopan valuuttayksikkö ecu

Ecu otettiin käyttöön vuonna 1979. Ecu koriin sisällytettiin kaikkien Euroopan yhteisön maiden valuutat siten, että koriin kuuluu tietty määrä kutakin valuuttaa maan taloudellisen vahvuuden mukaan. Korin koostumus jäädettiin marraskuussa 1993, joten uusien EU-maiden valuutat, mukaan lukien Suomen

Taulukko 1. Ecu korin koostumus 21.9.1989 lähtien

DEM	FRF	NLG	BEF	LUF	ITL	DKK	IEP	GBP	GRD	ESP	PTE	ECU
.6242	1.332	.2198	3.301	0.13	151.8	.1976	.008552	.08784	1.44	6.885	1.393	=1

markka, eivät ole mukana ecukorissa. Käytännössä tällä ei kuitenkaan ole merkitystä, koska valuutta voidaan liittää pariteettiristikkoon ja sille voidaan määrittää ecukeskuskurssi sekä kahdenväliset keskuskurssit, vaikkei se sisällykään ecukoriin.

Ecukori ei ole markkinoilla vaihdettava valuutta, vaan sitä käytetään lähinnä EU-maiden keskuspankkien välisissä maksutapahtumissa maksu- ja kirjanpitovaluuttana. Se poistuu käytöstä, kun euro syntyy 1.1.1999.

Virallisen ecun lisäksi on myös liikepankkien luomia yksityisiä ecuja, jotka ovat markkinoilla vapaasti vaihdettavissa. Yksityisten ecujen käyttö pohjautuu osapuolten välisiin sopimuksiin, joissa maksutapahtuma sovitaan suoritettavaksi ecuna.

Virallisen ja yksityisen ecun arvot voivat poiketa toisistaan, vaikka ne yleensä muuttuvat samansuuntaisesti (kuvio 2). Virallinen ecu on ecukoriin kuuluvien valuuttojen markkina-arvojen painotettu keskiarvo, kun taas yksityisen ecun arvo määräytyy markkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan, kuten minkä tahansa muun yksittäisen valuutan arvo.

### Keskuspankkien väliset rahoitusjärjestelyt

Euroopan rahapoliittinen instituutti EMI hallinnoi keskuspankkien välisiä rahoitusjärjestelyjä, joita on kolmenlaisia:

- Erittäin lyhyen ajan rahoitusjärjestelmä (Very Short-Term Financing Mechanism, VSTF)
- Lyhyen ajan valuuttatukijärjestelmä (Short-Term Monetary Support Mechanism, STMS)
- Keskipitkän ajan rahoitustukijärjestelmä (Medium-Term Financial Assistance, MTFA).

Erittäin lyhyen ajan rahoitusjärjestelmä on ERMiin kuuluvien maiden keskuspankkien välinen rajaton interventioluottojärjestelmä, josta

**Kuvio 2.**

### ECUn markkakurssi



Kun Suomen markka vahvistuu, käyrä nousee.

1. Virallinen
2. Yksityinen

keskuspankki saa automaattisesti luottoa vaihteluvälin äärirajalla tehtäville vieraan valuutan myynneille. Luotot myöntää interventiorajalla olevan vahvan valuutan keskuspankki. Vaihteluvälin sisällä tapahtuvien interventioiden luototukseen tarvitaan aina lainaa antavan keskuspankin suostumus.

Lyhyen ajan valuuttatukijärjestelmä on tarkoitettu tilapäisten maksutasevajausten rahoittamiseen, ja sitä voivat pyytää kaikki EMSiin kuuluvat maat. Rahoitusmarkkinoiden vapautumisen vuoksi tällä tukijärjestelmällä ei EMSin olemassaolon aikana ole ollut käytännön merkitystä.

Keskipitkän ajan rahoitustukea voidaan myöntää 2–5 vuodeksi vakavissa maksutasevaikeuksissa oleville EMSiin kuuluville maille. Myöskään tällä ei ole valuuttakurssimekanismin toiminnan kannalta ollut käytännön merkitystä.

**Taulukko 2.** Suomen markan keskuskurssit ja interventiorajat valuuttakurssimekanismissa

	100 BEF=	100 DKK=	100 DEM =	100 ESP =	100 FRF=	1 IEP=	1000 ITL=	100 NLG=	100 PTE=	100 ATS=	1 ECU=
Helsinki +	17.1148	92.5438	353.008	4.14938	105.2530	8.51107	3.56570	313.295	3.44376	50.1744	
FIM =	14.7391	79.6976	304.000	3.57345	90.6422	7.32960	3.07071	269.806	2.96570	43.2094	5.85424
-	12.6931	68.6347	261.801	3.07740	78.0597	6.31217	2.64438	232.353	2.55402	37.2114	

# Rahapolitiikan tavoitteet ja ehdot Suomessa<sup>1</sup>

**Matti Vanhala**  
johtokunnan jäsen  
26.11.1996

**N**ykynäkymien mukaan Euroopan unionin valtionpäämiehet ja pääministerit kokoontuvat kevättalvella 1998 päättämään, mitkä maat ovat mukana talous- ja rahaliiton (EMU) kolmannessa vaiheessa, joka alkaa 1. tammikuuta 1999. Päätöksentekoon on aikaa noin puolitoista vuotta, mikä on tavattoman lyhyt aika. Edessä olevan 18 kuukauden aikana on varmistuttava siitä, että talouden vakautuminen on edennyt riittävän pitkälle riittävän monessa jäsenmaassa. Rahatalouden vakautumista on päätetty mitata lähentymiskriteereillä, joista yksi koskee Euroopan valuuttajärjestelmän (EMS) valuuttakurssimekanismeissa (ERM) määrättyjen tavanomaisten vaihteluvälien noudattamista valuuttakurssimekanismin jäsenenä ainakin kahtena viimeisenä tarkasteluajankohtaa edeltävänä vuotena. Täyttääkseen muodolliset lähentymiskriteerit ja säilyttääkseen valinnanvapautensa hallitus päätti Suomen Pankin esityksestä viedä markan valuuttakurssimekanismiin 14. lokakuuta 1996 alkaen.

## **Valuuttakurssimekanismin rahapolitiikan välivaihe**

Valuuttakurssimekanismiin liittymisen myötä olemme aloittaneet rahapolitiikassa uuden murrosvaiheen, joka saattaa olla lähestymislento kohti talous- ja rahaliiton kolmatta vaihetta ja

*Markan kytkeminen valuuttakurssimekanismiin ja markan keskuskurssin määrittäminen olivat merkittäviä ja kauaskantoisia valuuttakurssipoliittisia päätöksiä. Pyrkimys vakaaseen rahan arvoon säilyy rahapolitiikan lopputavoitteena edelleen, mutta sen rinnalle on tullut lisätavoitteeksi pyrkimys vakaaseen valuuttakurssiin.*

jonka päätteeksi Suomen Pankin rahapolitiikka erillisenä politiikkana lakkaa. Rahapolitiikan sisältö ei kuitenkaan muutu yhtä merkittävästi kuin sen muodot, jos talous- ja rahaliittohanke toteutuu Maastrichtin sopimuksen tarkoittamassa hengessä. Vaikka olemekin siirtyneet pois kelluvan kurssin järjestelmästä valuuttakurssimekanismiin ja vaikka

valuuttakurssimekanismin talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen myötä väistyy yhteisen rahan ja yhteisen rahapolitiikan tieltä, rahapolitiikan kulmakivenä ja ensisijaisena tavoitteena säilyy vakaa rahan arvo. Näin on ollut kellunnan aikana, näin on valuuttakurssimekanismiin osallistumisen ajan, ja näin on kaiken todennäköisyyden mukaan oleva myös talous- ja rahaliiton sisä- ja ulkopuolella kolmannen vaiheen käynnistyttyä.

Tämä ei ole mikään erityisen suomalainen linjaus. Sekä politiikan tekijöiden että talouden tutkijoiden keskuudessa vakaan rahatalouden ja vakaan rahan arvon tärkeydestä vallitsee harvinaisen laaja kansainvälinen konsensus.

## **Tilapäiset tekijät hidastaneet inflaatiota viime vuosina**

Kellunnan aikana rahapolitiikan lopputavoitteeksi asetettiin aiempaa korostuneemmin vakaa hintataso. Suoraan inflaatiotavoitteeseen siirryttiin helmikuussa 1993, kun Suomen Pankki ilmoitti tavoitteekseen pitää pohjainflaatioindikaattorilla mitatun vuotuisen inflaation noin 2 prosentissa vuoden 1995 alusta lähtien. Keskuspankin ulko-

<sup>1</sup> Artikkelin perustuu Matti Vanhalan Rahoitus -97 -seminaarissa 31.10.1996 pitämään alustukseen.

puolella tavoitetta pidettiin poikkeuksetta täysin epärealistisena. Markan voimakkaan heikkene-  
misen vuoksi inflaation odotettiin pikemminkin  
kiihtyvän kuin hidastuvan. Pohjainflaatio alitti  
2 prosenttia kuitenkin jo tammikuussa 1994, ja  
viime vuosina toteutunut inflaatio on ollut yllät-  
täväinkin alhainen.

Inflaation alhaisuuteen on monia syitä. Eu-  
roopan unionin jäsenyyden myötä elintarvikkei-  
den hinnat ovat alentuneet huomattavasti. Samal-  
la kiristynyt kilpailu on hillinnyt hintojen nou-  
sua. Markan vahvistuminen on pitänyt ulko-  
maankaupan kautta ulkomailta välittyvän inflaa-  
tion aisoissa. Syksyn 1994 kierrosta lukuun otta-  
matta tuloratkaisut ovat olleet maltillisia. Jämerä  
finanssipolitiikka on lisännyt taloudenpidon ja  
inflaatiotavoitteen uskottavuutta ja pienentänyt  
inflaatio-odotuksia. Lisäksi laman aikana ja siitä  
toipuessaan Suomen talous ei ylisummaan ole  
ollut kovin inflaatioherkkä.

Harjoitetulle rahapolitiikalle on turha antaa  
kunniaa alhaisesta inflaatiosta. Rahapolitiikka ei  
ole ollut taloustilanteeseen ja ennusteisiin näh-  
den erityisen kireää. Kun kertaluonteisten teki-  
joiden vaikutusta ei oteta huomioon, kunnia al-  
haisesta inflaatiosta kuuluu ennen muuta jäme-  
rälle finanssipolitiikalle, maltillisille tuloratkai-  
suille ja mitä suurimmassa määrin näiden pon-  
nistusten myötä syntyneille myönteisille luotta-  
musefekteille. Ilman valtiontalouden saneerausta  
ja maltillisia tuloratkaisuja markkinoiden luotta-  
mus ei olisi kestänyt näin nopeaa korkojen las-  
kua. Inflaatiotavoitteen asettaminen ja rahapoli-  
tiikan keventäminen ovat olleet osa tätä proses-  
sia, mutta niiden roolia ei ole syytä yliarvioida.

On kuitenkin liian aikaista päätellä, onko  
talouden inflaatioalttius vähentynyt ja inflaatio  
hidastunut pysyvästi. Viime vuosina erityisesti  
tilapäiset tekijät ovat vaikuttaneet hintakehityk-  
seen merkittävästi. Viime vuodet ovat myös ol-  
leet poikkeuksellisen epävakaita; käyttäytymi-  
nen ei ole ehtinyt asettua uusiin uomiin vakaasti.  
Lisäksi aikaisemman suuren inflaatioalttiu-  
temme taustalla oleva tuotantorakenne on sama kuin  
ennen. Todellinen inflaatioalttius ja inflaatiota-  
voite tullaan testaamaan hyvin pian, jos talous  
todellakin kehittyy tänä syksynä julkistettujen ja  
vahvaa kotimaista kysyntää vuosiksi 1997 ja  
1998 povaavien ennusteiden mukaisesti. Tuohon  
ennusteperiodiinhan mahtuu myös merkittäviä  
tuloratkaisuja.

## **Rahan arvon vakaus jatkuvan reaalikasvun edellytys**

Samalla kun inflaatio on hidastunut odotettua  
enemmän, taloutemme on kasvanut sangen ri-  
peästi. Alhaisen inflaation ja ripeän kasvun vana-  
vedessä kansalaisten käytettävissä oleva reaalitylo  
näyttäisi kasvavan yhteensä noin kymmenyksen  
vuosina 1995 ja 1996. Viime aikoina julkis-  
tetuissa ennusteissa inflaation odotetaan aset-  
tuvan 1–2 prosenttiin ja talouden kasvavan entis-  
tätä ripeämmin. Myös käytettävissä olevien reaali-  
tilojen kasvun odotetaan jatkuvan.

Kun toteutunut inflaatio on ollut pysähdyk-  
sissä kuukaudesta toiseen, eräät tarkkailijat ovat  
alkaneet pelätä, että talous on vähitellen ajautu-  
massa kasvun lamauttavaan deflaatiokierteeseen.  
Toteutuneen kehityksen ja esitettyjen ennusteiden  
perusteella deflaatiokierre ei kuitenkaan uh-  
kaa Suomea. Sillä, että kuluttajahintojen nousu  
on tilapäisesti lähes pysähtynyt, ei ole mitään  
tekemistä deflaatioprosessin kanssa. Päinvastoin  
talouden ja kansalaisten reaalitylojen kasvu il-  
man ostovoimaa nakertavaa inflaatiota on paras  
mahdollinen yhdistelmä kansalaisten hyvinvoin-  
nin kannalta. Taloudeessamme on paljon suuria  
ongelmia, mutta deflaatio ei kuulu niihin.

Deflaatiopuheiden taustalla lieenee käsitys ny-  
kyistä hivenen nopeamman inflaation suotuisasta  
vaikutuksesta talouden ja työllisyyden kasvuun.  
Käsitys perustuu joko olettamukseen, että ra-  
hatalous ei reagoi inflaation tai inflaatio-odotus-  
ten kasvuun tai olettamukseen, että inflaatiopai-  
neiden ilmetessä keskuspankki pitää korot al-  
haalla pumpaamalla rahaa talouteen. 90-luvun  
oloissa tällaista käsitystä on vaikea ymmärtää.  
Avoimilla raha- ja valuuttamarkkinoilla korot ja  
valuuttakurssit päinvastoin monesti ylireagoivat  
inflaation tai inflaatio-odotusten kasvuun. Lisäk-  
si massiivinen raha- ja luottoekspansio on varma  
tie juuri sellaiseen kriisiin, johon syöksyimme  
90-luvulle siirtyessämme. Kokemamme kriisi on  
oiva esimerkki siitä, kuinka tietyissä oloissa kan-  
santalous voi todellakin inflatoida itsensä mahta-  
vaan kasvu- ja kysyntähuumaan. Sellaista kasvua  
emme kaipaa.

Sen sijaan kaipaamme kestäväää reaalikasvua.  
90-luvun maailmassa rahatalouden ja rahan ar-  
von vakautuminen, suotuisan luottamusilmapii-  
rin syntyminen sekä reaalikasvun jatkuminen  
näyttävät liittyvän toisiinsa erottamattomasti.  
Alhainen inflaatio näyttää suorastaan olevan ta-

louden jatkuvan reaalkasvun edellytys kaikissa kansantalouksissa mutta varsinkin saneerauksessa olevassa taloudessa.

Nykyisessä taloustilanteessa ei ole ongelmalista, että inflaatio pitkän aikaa pysyttelee alle 2 prosentin. Missään nimessä 2 prosentin inflaatiotavoite ei tarkoita, että keskuspankin pitäisi ryhtyä toimiin inflaation nopeuttamiseksi 2 prosenttiin – tai peräti sen yli, jotta 2 prosenttia toteutuisi keskiarvona – kun reaalkasvu on hyvä. Inflaatiotavoitteeseen kytketyllä rahapolitiikalla ei missään oloissa tähdätä talouden nimellisen kasvun lisäämiseen pelkästään inflaatiokomponenttia kasvattamalla, vaan siihen, että talouden reaalin kasvu ja työllisyys lisääntyvät. Jos talous kasvaa ilman inflaatiota, sen parempi tietenkin.

On myös muistettava, että inflaatiota ei voi hienosäätää. Inflaation hidastuminen ja nopeutuminen määräytyvät hyvin pitkälle odotusten perusteella. Rahapolitiikka vaikuttaa toki odotuksiin, ja odotuksia pyritään ohjaamaan haluttuun suuntaan rahapolitiikan avulla, mutta odotuksia ei voida säätää eikä määrätä.

Onneksi hienosäätöön ei ole edes tarvetta. Suomen kuluttajahintainflaation ennustetaan asettuvan 1–2 prosenttiin vuonna 1997. Pohja-inflaatio kehittyi samansuuntaisesti, mutta on alemmalla tasolla. Valuuttakurssimekanismin ydinmaiden kuluttajahintainflaatio on asettumassa 1 ja 2 prosentin väliin. Näin ollen hienosäätöön ei ole tarvetta suhteessa omaan inflaatiotavoitteeseemme eikä suhteessa ulkomaiseen viitekehukseemme.

### **Vastaisuudessakin vakaan rahan arvon viitoittamalla tiellä**

Lokakuun 14. päivästä lähtien rahapolitiikkaa on tehty valuuttakurssimekanismin määrittämässä rajoissa. Kytkeytyminen mukaan valuuttakurssimekanismiin ei kuitenkaan tarkoita paluuta keltuntaa edeltäneeseen kiinteän kurssin järjestelmään, jossa oli kapea  $\pm 3$  prosentin vaihteluväli ja lain määräämä interventio pakko vaihteluvälin rajoilla. Euroopan unionin valuuttakurssimekanismissa kurssin vaihteluväli on  $\pm 15$  prosenttia, ja sitä kukin jäsenmaa saa käyttää parhaaksi katsomallaan tavalla. Meidän tavoitteemme on pitää markan kurssivaihtelu maltillisena asettamatta kuitenkaan virallista tai epävirallista kapeampaa vaihteluväliä.

Vuoden 1993 myllerrysten jälkeen valuuttakurssimekanismin vaihteluväliä levennettiin, jotta vaihteluvälin muodolliset rajat eivät välittömästi vaikuttaisi päiväkohtaiseen rahapoliittiseen päätöksentekoon. Näin väistettiin loukku, jonka ahtaat numeeriset rajat synnyttivät. Kun vaihteluvälit olivat kapeat, pakolliset interventiorajat tulivat vastaan nopeasti ja markkinapelurit pääsivät helposti pelaamaan keskuspankkia vastaan. Kun vaihteluvälit ovat laajat, pakolliset interventiorajat ovat kaukana ja markkinapelurit joutuvat pelaamaan lähinnä keskenään. Laajan vaihteluvälin aikana valuuttakurssijärjestelmään kuuluvien valuuttojen kurssit ovatkin pysyneet kaukana pakollisista interventiorajoista ja rahapoliittisista pakkotilanteista lukuun ottamatta Espanjan pesetan tilannetta alkuvuonna 1995.

On syytä korostaa, että inflaatiotavoite ei menetä merkitystään, vaikka olemmekin mukana valuuttakurssimekanismissa. Pyrkimys vakaaseen rahan arvoon säilyy rahapolitiikan lopputavoitteena edelleen. Sen rinnalle on tullut lisätavoitteeksi pyrkimys vakaaseen valuuttakurssiin. Rahapolitiikan teoriasta tiedämme, että yhtä instrumenttia käyttämällä ei ole mahdollista pyrkiä kuin yhteen tavoitteeseen. Vakaa rahan arvo ja vakaa valuuttakurssi ovat kuitenkin saman asian eri puolet. Pitämällä hinta- ja kustannuskehitys sekä julkinen talous aisoissa turvataan valuuttakurssin vakaus pitkällä aikavälillä. Tavoiteristiriita on epätodennäköinen niin kauan kuin talouden perustekijät ovat terveet.

Suomen tapauksessa tämä edellyttää, että maltilliset tulospimekukset ja kiristynyt kilpailu pitävät kustannuskehityksen kurissa, että inflaatio ja inflaatio-odotukset pysyvät pieninä, että julkisen talouden rahoitusasema kohenee johdonmukaisesti ja että vaihtotase säilyy ylijäämäisenä ja ulkomainen velka alenee. Koska emme voi ennakoita ulkomaisia markkinahäiriöitä emmekä vaikuttaa niihin, meidän on sopeuduttava niihin. Niin kauan kuin taloutemme perustekijät säilyvät vahvoina, mahdollisten häiriöiden vaikutukset ovat väliaikaisia ja siedettäviä.

Lienee selvää, että nämä ehdot ovat ainoa realistinen vakaan valuuttakurssikehityksen ja terveen taloudenpidon perusta vähintään yhtä suuressa määrin myös valuuttakurssimekanismin ulkopuolella. Näin ollen Suomen Pankin korkopolitiikka ja markkinoilla toteutuva korkokehitys tulevat ensi alkuun tuskin poikkeamaan siitä,

miksi ne olisivat muodostuneet valuuttakurssimekanismin ulkopuolella. Sen sijaan kun talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alku tulee lähemmäksi, yhteiseen rahaan siirtyviksi miellettyjen maiden korkokehitys erkanee mitä todennäköisimmin muiden Euroopan unionin jäsenmaiden korkokehityksestä nykyistä enemmän.

Rahapolitiikan kannalta markan liittäminen valuuttakurssimekanismiin ei kuitenkaan ole pelkkä muodollisuus. Häiriöihin joudutaan reagoimaan valuuttakurssimekanismin asettamisrajoissa. Tietyissä tilanteissa korot tulevat muuttamaan herkemmin kuin markan kelluessa. Kaikkiaan yksittäisten jäsenmaiden korot ovat lähestyneet ydinmaiden korkoja, kun rahatalouden vakautuminen on edennyt. Näin käy epäilemättä jatkossakin. Kansalliset ja kansainväliset häiriöt sekä erot talouden perustekijöissä tulevat kuitenkin vaikuttamaan edelleen korkoeroihin sekä korkojen ja valuuttakurssien heilahtelualueen yhtenäisen euroalueen syntyyn saakka.

Tällä hetkellä Suomen markan vakauden taustalla on talouden vahva perustasapaino. Jos se säilyy, voimme suhtautua luottavaisesti jäsenyyteen valuuttakurssimekanismissa ja markan vakautteen valitun keskuskurssinsa ympärillä.

### **Valitulla keskuskurssilla mukaan talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen**

Kun markka liitettiin valuuttakurssimekanismiin, sen keskuskurssiksi sovittiin 3.04 markkaa suhteessa Saksan markkaan. Talouden suhdannevaihtelut kestävästä kytkentäkurssista keskusteltiin vilkkaasti ennen kytkentää. Kytkentäkurssin kestävyyttä tai realistisuutta pitää arvioida tulevan eli lähivuosien talouskehityksen perusteella.

Kytkentähetkellä vallinneen markan kurssin on katsottava edustaneen tasapainokurssia, jossa heijastui markkinoiden silloinen käsitys talouden vallitsevasta ja tulevasta tilasta. Kurssi oli muodostunut kellunnan oloissa, siis kutakuinkin vapaasti, ja löytänyt tasonsa peräti pari vuotta sitten – onhan kurssitaso säilynyt suhteellisen vakaana syksystä 1994 lähtien.

Sitä, kestäkö kolmen markan tienoilla liikkuva kurssi tulevaisuudessakin, on yritetty tutkia myös analyttisesti. On yritetty selvittää, mitä valuuttakurssitreندهjä tai paineita sisältyy sellai-

siin kansainvälisen ja kotimaisen talouskehityksen yhdistelmiin, jotka näyttävät kohtalaisen todennäköisiltä. Laskelmat viittaavat vahvasti siihen, että vallinnut markkinakurssitaso on varsin hyvin sopusoinnussa sekä ennusteiden että lähivuosien talouskehitykselle ja talouspolitiikalle asetettujen vaatimusten kanssa, joista tärkein on talouden kaikkien sektoreiden tuotannon ja työllisyyden nykyistä suotuisampi kehitys. On selvää, että kokonaistaloudellisen tasapainon kannalta mahdollisimman heikko kurssi ei missään nimessä ole Suomelle paras mahdollinen; pitkällä aikavälillä kovin heikko kurssi olisi yhtä kestämätön ja haitallinen kuin kovin vahva kurssi. Kokonaistaloudellisesti suotuisan kurssin määrittäminen on vaikeampi tehtävä kuin pelkästään viennille suotuisan kurssin määrittäminen.

Laskelmien mukaan nähtävissä oleva talouskehitys ei uhkaa murentaa valittua vakaan valuuttakurssin tavoitetta. On tietenkin muistettava, että laskelmat eivät ole ennusteita. Ne ovat kuitenkin ainoa tarjolla oleva ja siksi järkevä tapa tarkastella valitun kurssin realistisuutta.

Kaikkiaan markan liittäminen valuuttakurssimekanismiin ja markan keskuskurssin määrittäminen ovat merkittäviä ja kauaskantoisia valuuttakurssipoliittisia päätöksiä. Jos Suomi päättää lähteä mukaan talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen ensimmäisessä aallossa, sovittu keskuskurssi on todennäköisin lähtökohta, kun kurssit jäädytetään pysyvästi 1. tammikuuta 1999. Missään nimessä ei pidä heittäytyä sellaisten kuvitelmien varaan, että jokin jäsenmaa voisi talous- ja rahaliittoon siirtyessään saada muiden maiden hyväksynnän valuuttansa heikentämiselle vetoamalla esimerkiksi heikentyneeseen hintakilpailukykyyn. Ilman yhteistä sopimusta keskuskurssi ei muutu.

Tämä on muistuttamisen arvoinen asia. Se velvoittaa rahapolitiikan turvaamaan vakaan rahan arvon, sillä valuuttakurssimekanismin jäsenyyden myötä vahvistetussa talouspoliittisessa asetelmassa inflaation merkittävä voimistuminen vaikuttaisi kilpailukykyyn, kasvuun ja työllisyyteen välittömästi ja erittäin epäsuotuisasti. ■

- Asiasanat: Suomen Pankki, rahapolitiikka, ERM, EMU

# Kokemuksia vähimmäisvarantojen keskiarvoistamisesta

**Hannele Kuosmanen**  
ekonomisti  
rahapolitiikan osasto  
11.11.1996

**K**eskuspankin oikeutta kerätä pankeilta pakollisia varantotalletuksia on perusteltu eri aikoina eri tavoin. Alkuperäinen tarkoitus on ollut varmistaa pankkien maksuvalmius suurtenkin talletuskannan nostojen varalta ja ylläpitää näin rahoitusmarkkinoiden vakautta. Toinen perustelu on ollut se, että keskuspankki voi varantoja keräämällä vaikuttaa rahan määrään ja luotonannon laajenemiseen. Rahan määrän kontrollointi on ollut keskeinen tavoite erityisesti luotonsäännöstelyaikoina.

## **Varantovelvoitteen rahapoliittinen rooli pienentynyt**

Rahoitusmarkkinoiden kehittymisen myötä varantojärjestelmien merkitys on kuitenkin muuttunut. Rahan tarjonnan kontrollointi ei enää ole keskuspankin tärkein väline edes niissä maissa, joissa on muodollisia rahanmäärätavoitteita. Yhä useampi keskuspankki tähtää hintavakauteen vaikuttamalla lyhytaikaisiin markkinakorkoihin, korko-odotuksiin ja siten rahan kysyntään. Pankkien maksuvalmius turvataan avomarkkinaoperaatioin sekä erilaisin maksuvalmiusluottojärjestelyin.

Varantovelvoitteen asema on myös muuttunut entistä kiistanalaisemmaksi siihen liittyvän, rahoitusmarkkinoiden toimintaa vääristävän kustannusrasituksen vuoksi. Pakolliset varantotalletukset, joille ei makseta korkoa tai joiden korko

*Suomen Pankki muutti vähimmäisvarantojärjestelmää vuoden 1995 lokakuun alusta siten, että pankit voivat täyttää vähimmäisvarantovelvoitteen keskiarvoperiaatteen mukaan. Keskiarvoistaminen tarkoittaa sitä, että pankit voivat käyttää Suomen Pankkiin talletettuja vähimmäisvarantoja maksujensa maksamiseen, kunhan talletukset pysyvät kuukausittain keskimäärin vähimmäisvarantovelvoitteen edellyttämällä tasolla. Tähänastiset kokemukset keskiarvoistamisesta ovat pääosin myönteiset, mutta ne eivät ole täysin vastanneet odotuksia.*

on markkinakorkoa alhaisempi, ovat vero pankkijärjestelmälle. Ne ovat veroa erityisesti silloin, kun niiden määrä on suurempi kuin mitä pankit vapaaehtoisesti pitäisivät.

Kattaakseen varantovelvoitteesta aiheutuvat kustannukset pankit joutuvat hinnoittelemaan luottokorkonsa korkeammiksi ja talletuskorkonsa matalammiksi kuin silloin, kun reservivelvoitetta ei ole. Vähimmäisvarantojärjestelmä heikentää siten velvoitteen alaisten pankkien kilpailuasemaa muihin rahoituslaitoksiin nähden. Niissä maissa, missä velvoitetta ei ole tai se on hyvin alhainen,

rahalaitokset ovat ainakin periaatteessa paremmassa kilpailuasemassa. Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyessä viimeksi mainitun näkökohdan merkitys on kasvanut.

Pankit pyrkivät kiertämään vähimmäisvarantovelvoitetta luomalla sijoituskohteita, jotka eivät ole velvoitteen alaisia. Taserakenteet saattavat näin tarpeettomasti vääristyä. Tätä vaikutusta voidaan pienentää laajentamalla varantovelvoitteen alaisten tase-erien piiriä ja laskemalla velvoiteprosenttia. Verovaikutuksesta voidaan halluttaessa päästä kokonaan eroon maksamalla vaa-dituille varannoille korkoa. Tämä kuitenkin heikentää järjestelmän tehoa luotonannon kasvuun vaikuttavana välineenä.

Varantojärjestelmille on haettu uutta roolia korkojen ohjauksessa: velvoitteen toteuttaminen



**Taulukko 1. Vähimmäisvarantojärjestelmien ominaisuuksia eri maissa**

	Velvoite, %	Keski-arvoistaminen	Pitoperiodi	Viive	Korkoa talletuksille
Saksa	2 % likvidit 1.5 % muut	on	1 kk	15 päivää	ei
Ranska	1 % likvidit 0.5 % muut	on	1 kk	15 päivää	ei
Iso-Britannia	0.35 %	ei	1 päivä	180 päivää	ei
Espanja	2 %	on	10 päivää	2 päivää	ei
Italia	15 %	on	1 kk	45 päivää	kyllä
Hollanti	muuttuva	ei	muuttuva		kyllä
Irlanti	3 %	ei	1 kk	50 päivää	kyllä
Itävalta	5 % likvidit 3 % muut	on	1 kk	15 päivää	ei
Kreikka	12 % kotim. 70 % ulkom.	ei	1 kk	60 päivää	kyllä
Portugali	2 %	on	7 päivää	3 päivää	kyllä
Suomi	2 % likvidit 1.5 % muut talletukset 1 % muut	on	1 kk	60 päivää	ei

<sup>1</sup> Tiedot perustuvat vuoden 1996 lokakuun tilanteeseen.

keskiarvoistamisen pohjalta antaa pankeille mahdollisuuden hyödyntää korkonäkemystään sen täyttämiseksi. Kun velvoitteen ei tarvitse olla vaaditulla tasolla joka päivä, pankit voivat pitää suurempia varantotalletuksia silloin, kun korko on niille edullisin. Lisäksi mahdollisuus käyttää vaadittuja varantoja pankkien välisten maksujen selvittämiseen on lisännyt pankkien likviditeetin hallinnan joustavuutta. Näiden tekijöiden on arvioitu tasaavan lyhyimpien korkojen vaihtelua ja vähentävän keskuspankin tarvetta säädellä päivittäin pankkijärjestelmän likviditeettiä.

Vähimmäisvarantojen keräämiselle on esitetty perusteluksi esimerkiksi sitä, että niiden avulla voidaan varmistaa pankkien likviditeetin jatkuva tarve. Kun pankit tarvitsevat keskuspankkirahaa täyttääkseen vähimmäisvarantovaatimuksensa, keskuspankilla uskotaan olevan paremmat edellytykset rahapolitiikan toteuttamiselle.

Yhtenä vähimmäisvarantojen keräämisen motiivina pidetään myöskin sitä, että tällainen keskuspankin määrättävissä ja kerättävissä oleva talletus tukee keskuspankin kannattavuutta ja siten myös keskuspankin itsenäisyyttä. Englannin keskuspankki kerää varantotalletuksia vain kattaakseen omat toimintakulunsa ikään kuin maksuna pankeille suorittamistaan palveluksista. Näin tul-

kittuna pakollisten varantotalletusten keräämistä pankeilta ei voida pitää verona, vaan pikemminkin voidaan sanoa, että niiden keräämättä jättäminen merkitsisi subventiota pankkisektorille.

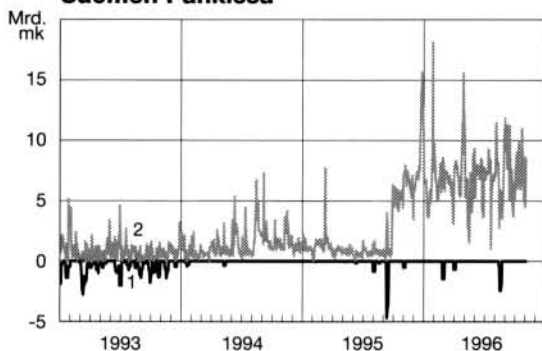
Pankkien talletukset keskuspankissa varmistavat myös maksuliikenteen joustavan sujumisen, jos varantoja voidaan käyttää maksujen hoitamiseen. Tämän merkitys on korostunut, kun pankkien välisten maksujen selvitys on siirtynyt keskuspankkien elektronisiin bruttomaksujärjestelmiin, joissa maksut suoritetaan reaaliaikaisina, katteellisina ja yksitellen aikaisemman nettouttamisen sijasta. Näiden järjestelmien likviditeettitarpeet ovat entistä suuremmat.

Viime vuosina yhä useampi keskuspankki on kuitenkin alentanut pankkien vähimmäisvarantovelvoitetta. Perusteluina on useimmiten ollut se, että halutaan pienentää pankkien ”verorasitusta” ja siten parantaa pankkien kilpailukykyä.

Euroopan keskuspankkijärjestelmän valmistelu on tuonut vähimmäisvarantojärjestelmän uudelleen keskusteluun. Maastrichtin sopimus edellyttää, että Euroopan keskuspankilla (EKP) on oltava mahdollisuus käyttää varantovelvoitetta, jos se niin haluaa. Käytännössä tämä merkitsee sitä, että varantojärjestelmä on valmisteltava siinäkin tapauksessa, että EKP päättää olla soveltamatta

**Kuvio 1.**

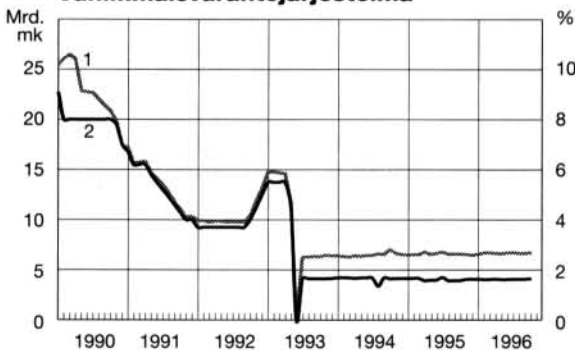
**Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa**



- 1. Maksuvalmiusluotot
- 2. Varantotalletukset (ennen 2.10.95 päivätalletukset)

**Kuvio 2.**

**Vähimmäisvarantojärjestelmä**



- 1. Pankkien vähimmäisvarantovelvoitteet (vasen asteikko), ennen 1.7.93 kassavarantotalletukset
- 2. Vähimmäisvarantoprosentti keskimäärin (oikea asteikko), kassavarantoprosentti ennen 1.7.93

sitä. Asenteet järjestelmää kohtaan jakautuvat pitkälti sen mukaan, vaaditaanko kyseisessä maassa vähimmäisvarantoa vai ei. Niissä maissa, joissa vähimmäisvarantojärjestelmä on käytössä, pidetään yhtenä tärkeänä perusteluna sitä, että keskiarvoistetut varannot voivat tasoittaa likviditeetin ja korkojen vaihtelua. Siten on todennäköistä, että mikäli vähimmäisvarantovelvoitetta sovelletaan myös Euroopan keskuspankkijärjestelmässä, varannot lasketaan keskiarvon pohjalta. Useimmissa Euroopan keskuspankeissa tämä onkin jo nyt käytäntönä (taulukko 1).

**Keskiarvoistaminen helpottaa pankkien maksuvalmiutta**

Pankkien vähimmäisvarantotalletukset olivat aina vuoden 1995 lokakuun alkuun saakka erillisillä tileillä Suomen Pankissa. Vähimmäisvarantovelvoite, kuten myös aikaisempi kassavarantovelvoite, oli täytettävä siten, että kuukauden jokaisena päivänä pankin varantotilin saldon oli oltava velvoitteen suuruinen. Käytännössä vähimmäisvarannot talletettiin kuukaudeksi erillisille pankkien vähimmäisvarantotileille keskuspankkiin. Pankit eivät siten voineet käyttää näitä varantoja maksujensa hoitamiseen. Pankkien oli pidettävä nk. päivätalletuksia sekkitilillään maksuliikenteensä hoitamiseen tai otettava keskuspankista maksuvalmiusluottoa. Molemmista aiheutui pankille kustannuksia, koska maksuvalmiusluoton korko oli korkeampi ja päivätalletusten korko alempi kuin markkinakorko. Tällaisesta järjestelystä seurasi, että turvatakseen pankkien päivittäisen maksuvalmiuden keskuspankin täytyi osallistua markkinoille hyvin usein.

Lokakuun 1995 alusta lähtien Suomen Pankki muutti vähimmäisvarantovelvoitetta siten, että pankkien on täytettävä velvoite keskimäärin kuukauden aikana<sup>1</sup>. Lisäksi vähimmäisvarannot pidetään pankin sekkitilillä Suomen Pankissa eikä enää erillisellä vähimmäisvarantotilillä (kuvio 1). Käytännössä tämä on merkinnyt sitä, että pankit voivat käyttää vähimmäisvarantotalletuksiaan maksujensa maksamiseen, kunhan ne kuukauden viimeisenä pankkipäivänä voivat osoittaa, että talletukset keskimäärin sinä kuukautena ovat olleet vähimmäisvarantovelvoitteen suuruiset (kuvio 2).

<sup>1</sup> Ks. Harri Haskon ja Mikko Kuisman artikkelia Uudistukset rahapolitiikan välineissä, *Markka & talous* 3/95.

Vähimmäisvarantotalletuksille ei makseta korkoa. Jos pankeilla kuitenkin on keskimäärin enemmän talletuksia sekkitilillään kuin vähimmäisvarantovelvoite edellyttää, maksetaan näille ylimääräisille talletuksille korkoa, joka on alempi kuin markkinakorko.

Vähimmäisvarantojen keskiarvoistamisen yhteydessä pankkien päivänsisäisten luottojen rajoja alennettiin. Tämä oli luonnollista, koska pankit saivat käyttöönsä noin 6.5 mrd. markan vähimmäisvarannot päivittäiseen maksujen hoitoon. Yhteensä luottolimiitit pienenivät noin 2.7 mrd. markkaa.

### Keskiarvoistaminen ei tasoittanut yön yli -korkoja

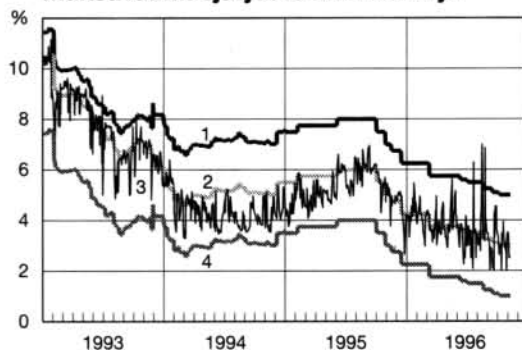
Parin viime vuoden aikana Suomen Pankki on hienosäättänyt rahapolitiikan ohjausjärjestelmään kahdella tavalla, joista kumpikin tähtää rahapolitiikan selkeyttämiseen. Ensimmäinen näistä oli huutokauppakoron määräytymisen muuttaminen vuoden 1994 lopulla ja toinen vähimmäisvarantovelvoitteen keskiarvoistaminen.

Vuoden 1994 lopulla Suomen Pankki muutti rahamarkkinahuutokauppatappaa vaihtuvakorkoisesta kiinteäkorkoiseen. Aikaisemmin se vastaanotti pankeilta tarjoukset sekä koroista että määristä ja huutokauppakorko laskettiin hyväksytyjen tarjouskorkojen keskiarvona. Muutoksen jälkeen keskuspankki asettaa huutokauppakoron ja pankit tekevät tarjouksensa vain määristä. Suomen Pankin käytäntönä on lisäksi ollut tarjota riittävästi likviditeettiä kuukausittaisen varantovelvoitteen täyttämiseen. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että huutokaupoissa Suomen Pankki hyväksyy pankkien haluamat määrät.

Huutokauppakorko vaikuttaa voimakkaasti 1 kuukauden heliborkorkoon. Se määrää myöskin koron, jolla pankit voivat saada lyhytaikaista maksuvalmiusluottoa keskuspankista. Tämän luoton korko on aina tietyn prosenttiyksikön korkeampi kuin huutokauppakorko. Myös pankkien vapaaehtoisten, ylimääräisten keskuspankkitaltusten korko on käytännössä sidottu huutokauppakorkoon. Tällä hetkellä se on sitä kaksi prosenttiyksikköä alhaisempi. Siten huutokauppakorko käytännössä määrää korkokäytävän, jossa pankkien välisillä yön yli -markkinoilla määräytyvä yön yli -korko liikkuu (kuvio 3). Yön yli -korko saattaa kuitenkin joskus olla korkeampi kuin maksuvalmiusluoton korko. Tämä

Kuvio 3.

### Maksuvalmiusjärjestelmän korkoja



1. Maksuvalmiusluottokorko
2. Huutokauppakorko
3. Pankkien välinen yön yli -korko
4. Ylimääräisten talletusten korko (ennen 2.10.1995 päivätalletuskorko)

johtuu siitä, että maksuvalmiusluoton maturiteetti on 7 päivää ja pankille voi joskus olla edullisempää maksaa yön yli -luotosta korkeampaa hintaa.

Vuonna 1994 ja vielä vuonna 1995 ennen keskiarvoistamista yön yli -korko vaihteli yleensä siten, että ylärajana oli huutokauppakorko ja alarajana päivätalletuskorko. Koska Suomen Pankin tavoitteena oli säilyttää asetettu korkotaso, se varusti pankkijärjestelmän tarvittavalla likviditeetillä, eikä pankeilla siten ollut tarvetta maksuvalmiusluottoihin. Pankkien runsas likviditeetti piti yön yli -koron korkokäytävän keskilinjan alapuolella. Huutokauppakoron määräytyminen Suomen Pankin päätöksellä edelleen korosti tätä asetelmaa.

Vähimmäisvarantojen keskiarvoistaminen muutti tilanteen siten, että nyt yön yli -korko vaihtelee molemmin puolin huutokauppakorkoa. Huutokauppakorko määrää sen hinnan, jolla pankit voivat lainata varantoja keskuspankista. Vaihtoehtoistuotto varannoille ei ole enää korkokäytävän alarajan määrännyt päivätalletuskorko,

**Taulukko 2. Yön yli -koron ja likviditeetin vaihtelu**

	1.1.94– 30.11.94	1.12.94– 30.9.95	2.10.95–30.9.96	1.10.95– 31.3.96	1.4.96– 30.9.96
Yön yli -koron vaihtelu <sup>1</sup>	0.274	0.271	0.266	0.524	
Yön yli -koron ja huutokauppakoron erotusten neliö	0.916	0.605	0.194	0.666	
Vähimmäisvarantojen + ylimääräisten talletusten (aik. päivätalletukset) varianssi	1367.11	575.66	4085.5	6138.7	
Edellinen prosentteina talletuksen keskimääräisestä saldosta	97.0	62.0	59.0	88.0	

<sup>1</sup> Vaihtelua on mitattu päivittäisten muutosten itseisarvojen keskiarvolla.

kuten ennen keskiarvoistamista, vaan huutokauppakorko. Vasta sitten, kun pankit ovat täytäneet vähimmäisvarantovelvoitteensa, hyvä likviditeettiasema saa yön yli -koron laskemaan lähelle ylimääräisille talletuksille maksettavaa korkoa, mikä uudessa järjestelmässä määrää korkokäytävän alarajan.

Vaikka likviditeetti uudessa järjestelmässä pankkien välisillä markkinoilla on kasvanut 6.5 mrd. markalla, se ei aina ole jakautunut optimaalisesti. Tästä hyvänä esimerkkinä oli kuluva vuoden elokuu. Elokuussa vaihtelut olivat huomattavia siitä huolimatta, että Suomen Pankki tarjosi kuukauden aikana huutokaupoillaan riittävästi tilaisuuksia vähimmäisvarantovelvoitteen täyttämiseen.

Taulukossa 2 yön yli -koron ja pankkien maksuvalmiuden vaihteluita kuvaavat tunnusluvut laskettiin neljältä eri ajanjaksolta. Ensimmäinen ajanjakso kuvaa sitä aikaa, jolloin huutokauppakorko määräytyi pankkien antamien korkotarjousten keskiarvona Suomen Pankin huutokaupoissa. Toinen ajanjakso on se aika, jolloin Suomen Pankki määräsi huutokauppakoron, mutta keskiarvoistaminen ei vielä ollut voimassa. Kolmas ajanjakso on aika, jolloin sekä määrähuutokaupat että keskiarvoistaminen ovat olleet voi-

massa. Tämä ajanjakso on vielä jaettu kahteen puolen vuoden jaksoon.

Kaikilta neljältä ajanjaksolta on esitetty yön yli -koron vaihtelu laskemalla päivittäisten muutosten itseisarvojen keskiarvo (taulukon ensimmäinen rivi). Tämä vaihtelua kuvaava mittari on pysynyt kolmena ensimmäisenä jaksone lähes ennallaan mutta kasvanut viimeisen puolen vuoden jaksolla.

Koska yön yli -koron vaihteluun heijastuvat myös huutokauppakoron ja koko korkokäytävän muutokset, pyrittiin näiden muutosten vaikutus poistamaan laskemalla toinen vaihtelua kuvaava muuttuja eli yön yli -koron ja huutokauppakoron erotusten neliö (taulukon toinen rivi). Huutokauppakorkoon suhteutettu vaihtelu on pienentynyt selvästi siirryttäessä määrähuutokauppoihin ja edelleen siirryttäessä vähimmäisvarantojen keskiarvoistamiseen mutta kasvanut sitten jälleen viimeisellä tarkastelujaksolla.

Pankkien yön yli -talletusten (1.10.95 lähtien vähimmäisvarantojen + ylimääräisten talletusten) varianssi (taulukon kolmas rivi) on noudattanut samaa mallia kuin yön yli -koron vaihtelutkin. Siten neljännellä ajanjaksolla vaihtelu on selvästi kasvanut. Talletusten saldoon suhteutettu likviditeettivaihtelu vahvistaa tätä käsitystä (taulukon viimeinen rivi).

Kaiken kaikkiaan keskiarvoistamis päätöksen jälkeisellä ensimmäisen puolen vuoden jaksolla korkojen vaihtelussa ei ole suuria muutoksia verrattuna aikaisempaan jaksoon. Joillakin mitta-reilla mitattuna vaihtelu näyttäisi jopa hieman vaimentuneen. Jälkimmäisellä jaksolla sekä yön yli -koron että likviditeetin vaihtelut ovat kuitenkin kasvaneet. Lyhyen havaintojakson aikana ei kuitenkaan voida havaita, että vaihtelut lisääntyisivät lähestyttäessä varantovelvoitteen täyttämisa-jankohtaa. Tämä on vähimmäisvarantojärjestelmän tyyppillinen piirre esimerkiksi Saksassa.

Kokemukset vähimmäisvarantojen keskiarvoistamisesta eivät ainakaan toistaiseksi ole vastanneet odotuksia yön yli -koron vaihteluiden vaimenemisesta. Vaikka pankit ottivat muutoksen myönteisesti vastaan, niiden toiminta ei näytä vielä vakiintuneen uudessa ympäristössä, joka edellyttää pankeilta entistä selkeämpää näkemystä omasta likviditeettitarpeestaan.

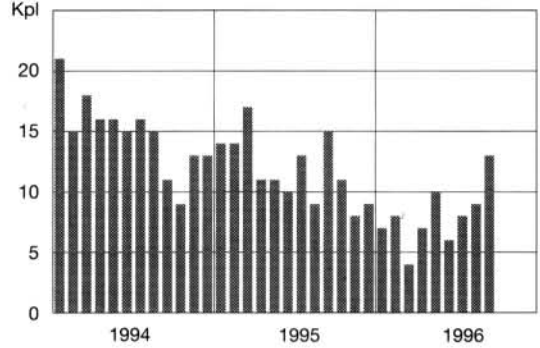
### Keskiarvoistamisen jälkeen keskuspankin interventiot harventuneet

Ennen keskiarvoistamista vuonna 1995 Suomen Pankki intervenoiti rahamarkkinoilla keskimäärin 13 päivänä kuukaudessa. Keskiarvoistamispäätöksen jälkeen interventioita on tehty keskimäärin 8 päivänä kuukaudessa (kuvio 4). Vuoden alkupuoliskolla interventiopäivien lukumäärä kuukaudessa oli keskimäärin 7. Keskuspankin interventiotarpeen väheneminen on luonnollinen seuraus siitä, ettei pankkien tarvitse täyttää varantovelvoitetta päivittäin, vaan kuukausikeskiarvona. Toisaalta interventioiden harventaminen on saattanut osaltaan vaikuttaa yön yli-koron vaihteluiden voimakkuuteen. ■

- Asiasanat: rahapolitiikka, välineet, vähimmäisvarannot

Kuvio 4.

### Suomen Pankin rahamarkkinainterventio- päivät kuukautta kohti



# Kuluttajahintoja mittaavat indeksit ja niiden erot

**Martti Lehtonen**  
toimistopäällikkö  
**Juhana Hukkinen**  
ekonomisti  
kansantalouden osasto  
22.11.96

Inflaation eli tavaroiden ja palvelusten hintatason muutosten mittarina kuluttajahintaindeksillä on keskeinen asema. Viime vuosina kehitys on vienyt kuitenkin siihen, että tavanomaisen kuluttajahintaindeksin ohella tuotetaan muitakin kulutushyödykkeiden hintoja mittaavia indeksejä.

Täsmen tässä rahapolitiikan inflaatiotavoitteen helmikuussa 1993 Suomen Pankki määritteli samalla inflaation mittariksi pohjainflaatioindikaattorin, joka perustuu kuluttajahintaindeksiin mutta on sitä suppeampi. EU-maiden taloudellisen lähentymisen seuranta ja arviointi loi tarpeen kehittää eri maiden kuluttajahintaindeksejä maiden välisen vertailtavuuden parantamiseksi. Helmikuusta 1996 lähtien EU:n jäsenmaat ovat julkaisseet väliaikaista yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä.

Suomen Tilastokeskus laskee ja julkaisee nykyisin kolme erilaista hintaindeksiä: kuluttajahintaindeksin, väliaikaisen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin ja pohjainflaatioindikaattorin. Näiden indeksien kehitys osoittaa, että indeksien sisällön erot eli niiden hyödykkeiden erilaisuus ja osin erot myös hintojen määrittelyssä näkyvät ajoittain melko selvinä eroina niiden mittaamassa hintakehityksessä. Pienetkin erot korostuvat, kun inflaatio on hyvin hidas. Indeksien väliset merkittävät erot rajoittuvat kuitenkin vain muutamaan tekijään, joten syyt indeksien

*Vakaan hintakehityksen tavoite on lisännyt tarvetta eritellä kuluttajahintojen muutoksia ja niihin vaikuttavia tekijöitä. Euroopan integraatiossa korostuu lisäksi kuluttajahintakehityksen kansainvälinen vertailtavuus. Niinpä Suomessa laaditaan ja julkaistaan nykyisin kolme toisistaan jonkin verran poikkeavaa kuluttajahintoja mittaavaa indeksiä. Yhdessä indeksit antavat aiempaa monipuolisemman kuvan hintatason muutoksista ja tekijöistä, jotka vaikuttavat hintoihin.*

pistelukujen eroihin ovat selväpiirteiset.

## **Eri indeksit mittaavat eri tavoin määriteltyjä hintoja**

*Kuluttajahintaindeksi* mittaa kotitalouksien Suomesta ostamien kulutustavaroiden ja -palveluiden hintojen muutoksia ajankohdasta toiseen. Kuluttajahintaindeksin hinnoissa otetaan huomioon välilliset verot, joihin luetaan myös veronluonteiset kulutukseen liittyvät maksut. Indeksillä pyritään mittaamaan kuluttajille suoranaisesti aiheutuvien raha-

menojen hintakehitystä. Indeksissä on kuitenkin myös kulutusmenoja, joille ei ole selkeästi määriteltävää hintaa. Erityisesti omistusasuntojen pääomakustannukset, joita ovat vuotuiset poistot ja asuntolainojen korko, arvioidaan korvikehintoja käyttämällä (ks. liitettä). Vuokra-asunnossa asumisen melko pienen osuuden – 1990-luvun alussa 72 % kotitalouksista asui omistusasunnoissa – ja 1990-luvun alkuvuosiin jatkuneen vuokrasäännöstelyn vuoksi asuntojen vuokrien ei katsota kuvaavan riittävän luotettavasti omissa asunnossa asumisen kustannuksia.

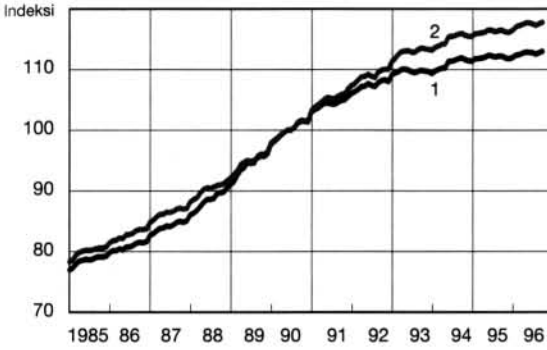
*Pohjainflaatioindikaattori*, joka perustuu kuluttajahintaindeksin hinta-aineistoon, on suppeampi kuin kuluttajahintaindeksi (ks. liitettä). Täsmen tässä inflaatiotavoitteensa Suomen Pankki pyrki määrittelemään inflaation mittarin siten, että käytettävällä mittarilla on yhteys tuotantokustannuksista, myös tuontihinnoista ja voitto-

## Kuvio 1.

### Kuluttajahintoja mittaavat indeksit

**A**

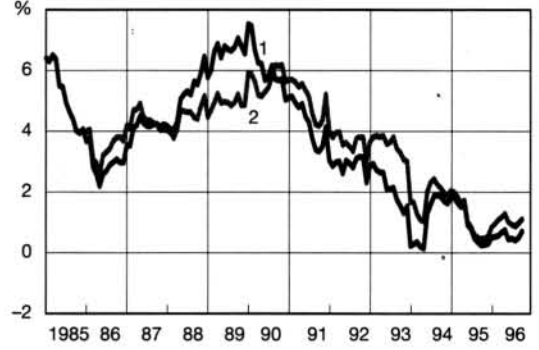
1990 = 100



1. Kuluttajahintaindeksi
2. Kuluttajahinnat ilman asuntojen hintoja ja asuntolainakorkoja

**B**

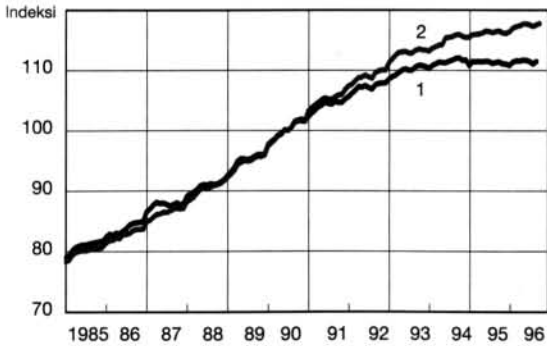
Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %



1. Kuluttajahintaindeksi
2. Kuluttajahinnat ilman asuntojen hintoja ja asuntolainakorkoja

**C**

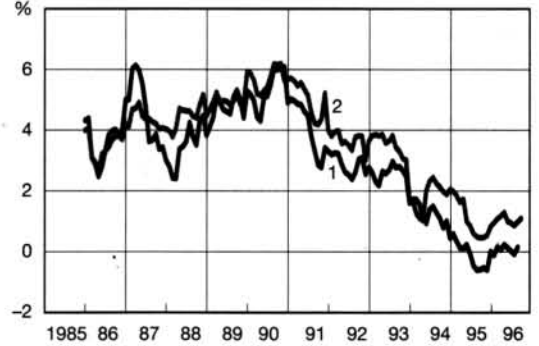
1990 = 100



1. Pohjainflaatioindikaattori
2. Kuluttajahinnat ilman asuntojen hintoja ja asuntolainakorkoja

**D**

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %



1. Pohjainflaatioindikaattori
2. Kuluttajahinnat ilman asuntojen hintoja ja asuntolainakorkoja

## Kuvio 2.

### Kuluttajahinnat



1. Kuluttajahintaindeksi
2. Pohjainflaatioindikaattori
3. Väliaikainen yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi

pohjahintaindikaattorissakin), käyttäjien julkisista palveluista, kuten terveydenhoidosta ja ope- tuksesta, maksamat maksut sekä muutamat ryh- mät, joita ei kaikissa maissa ole indeksissä mu- kana (esimerkiksi kirkollisvero ja jäsenmaksut). Pois jätettyjen ryhmien osuus Suomen kuluttaja- hintaindeksiin sisältyvistä kulutusryhmistä on noin 23 %. Yhdenmukaistetun kuluttajahinta- indeksin nykyisin kattamien kulutushyödykeryh- mien hinnoissa näkyvät lähinnä yksityisen sekto- rin tuottajahintojen, jakelun ja välillisten verojen vaikutukset kuluttajahintoihin.

### Indeksien osoittamat hintojen muutosvauhdin erot voivat säilyä pitkään

Edellä kuvattujen kuluttajahintoja mittaavien indeksien eroja voidaan tarkastella yhtäältä in- deksien pitkän ajan keskimääräisten muutosten eli trendin ja toisaalta lyhyen ajan vaihtelun poh- jalta. 1980-luvun jälkipuolella kuluttajahintain- deksin komponentit – omistusasumisen lasken- nalliset pääomakulut, niistä puhdistettu indeksi (verolliset hyödykehinnat), verotariffi-indeksi ja pohjainflaatioindikaattori (verottomat hyödyke- hinnat) – nousivat keskimäärin lähes yhtä paljon (kuviot 1A ja 1C). Näiden hintakomponenttien vuosittaisten muutosten eroissa korostui aivan 1980-luvun lopulla asuntojen hintojen ja korko- jen nousun vaikutus, joka kiihdytti kuluttajahin- taindeksin kohoamisen nopeammaksi kuin hyö- dykkeiden todellisten hintojen keskimääräinen nousu oli (kuviot 1B).

Kuluvalla vuosikymmenellä kuluttajahintain- deksin eri osien muutosvauhtien erot ovat olleet huomattavat. Vuodesta 1990 vuoden 1996 loka- kuuhun omassa asunnossa asumisen laskennalli- set pääomakulut alenivat asuntojen hintojen las- kun ja vuoden 1992 lopulla alkaneen asuntoluot- tokannan keskikoron laskun ansiosta yhteensä 30 % (liite, kuvio 3). Kuluttajahinnat, jotka eivät sisällä asuntojen hintoja ja asuntolainakorkoja, nousivat vuosina 1991–95 vuosittain keskimää- rin 0.8 prosenttiyksikköä enemmän kuin kulutta- jahintaindeksi, johon mainitut laskennalliset hin- nat sisältyvät.

Toinen pitkään jatkunut kehityssuunta on ollut verotariffi-indeksin muita hintoja nopeampi nousu. Vuosina 1991–95 verolliset hinnat, joita kuvaa omistusasumisen pääomakustannuksista puhdistettu hintaindeksi, ovat nousseet vuodessa keskimäärin 0.9 prosenttiyksikköä enemmän

marginaleista, aiheutuvaan hintatason nousuun. Tästä syystä omistusasumisen laskennalliset pää- omakustannukset rajattiin pois pohjainflaatio- indikaattorista. Välilliset verot ja tukipalkkiot jätettiin pois siksi, että talouspolitiikan ei ole syytä reagoida itse aiheuttamiinsa hintatason muutoksiin. Viimeksi mainittu perustelu koskee myös asuntolainojen korkoja. Pohjainflaatioindi- kaattorissa on 67 % kuluttajahintaindeksiin sisäl- tyvistä hinnoista vuoden 1990 painorakenteella. Indikaattori kuvaa verottomien hyödykehintojen kehitystä.

Maastrichtin sopimukseen sisältyvä inflaatio- ta koskeva ehto EU-maan jäsenyydelle talous ja rahaliiton kolmannessa vaiheessa korostaa tar- vetta parantaa kuluttajahintaindeksien kansain- välistä vertailukelpoisuutta. Ensimmäisen vai- heen väliaikaista yhdenmukaistettua kuluttaja- hintaindeksiä alettiin julkaista helmikuussa 1996. Indeksien perusvuosi on 1994. Alkuvaiheessa in- deksien yhdenmukaistaminen on tehty poista- malla eri maiden olemassa olevista kuluttajahin- taindekseistä ne hyödykkeet, joiden vertailtavuus on vaikeinta. Pois jätettyjä kulutusryhmiä ovat omistusasumisen pääomakustannukset (kuten



kuin verottomat hinnat, joita kuvaa pohjainflaatioindikaattori. Välilliset verot ovat nostaneet trendinomaisesti kulutushyödykkeiden verollisia hintoja suhteessa verottomiin hintoihin. Välillisten verojen ja tukipalkkioiden kehityksen osoittava verotariffi-indeksi on noussut vuodesta 1990 vuoteen 1996 syyskuuhun 36 %. Kuluttajahintaindeksi nousi samana aikana 13 %.

Tilastokeskuksen laskemat kuluttajahintoja mittaavat indeksit osoittavat hintojen 12 kuukauden muutoksen olleen vuoden 1996 syys-lokuussa 0.1–1.3 % (kuvio 2). Väliaikaisen yhdenmukaistetun hintaindeksin mukaan kulutustavaroiden ja -palveluiden hintojen nousu on nopeutunut runsaaseen prosenttiin. Vuoden 1995 joulukuusta vuoden 1996 lokakuuhun muutos oli 1.4 %. Pohjainflaatioindikaattori nousi vuoden 1995 syyskuusta vuoden 1996 syyskuuhun vain 0.1 %, ja vuoden 1995 joulukuusta vuoden 1996 syyskuuhun nousu oli 0.4 %. Väliaikaisen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin ja pohjainflaatioindikaattorin tärkein ero koskee välillisten verojen huomioon ottamista. Ensin mainittu indeksi mittaa verollisia hintoja, pohjainflaatioindikaattori puolestaan verottomia hintoja. Kumpikaan indeksi ei sisällä asumisen laskennallisia pääomakustannuksia. Näiden kahden indeksin eron tulisi siten osoittaa välillisen verotuksen vaikutukset kulutushyödykkeiden hintoihin. Vä-

lillistä verotusta on lisätty vuonna 1996 erityisesti polttoaineverotuksen osalta. Tämän ohella maatalouden tulotuen vähentämisen indeksitekniestä käsittelystä aiheutuva harha on lisännyt indeksilukujen eroa. Suomen EU-jäsenyyden myötä maatalouden tukipalkkiot muuttuivat tulotuiksi ja samalla niiden yhteys maataloustuotteiden ja edelleen elintarvikkeiden hintoihin katkesi. Indeksilaskelmissa tukipalkkiot otetaan kuitenkin edelleen huomioon samoin kuin ennenkin. Vuonna 1996 toteutettu maatalouden tulotuen vähentäminen näkyy indeksilaskelmissa nettomääräisen välillisen verotuksen kiristymisenä ja siten verotariffi-indeksin nousuna. Tämän indeksitekni- nisen nousun vähentäminen kuluttajahintaindeksistä pohjainflaatioindikaattorin laskemiseksi on aiheuttanut pohjainflaatioindikaattoriin vastakaissuuntaisen ½ prosenttiyksikön suuruisen harhan vuonna 1996 (ks. liitettä).

Asuntoluottojen keskikoron laskun myötä omistusasumisen laskennallisten pääomakulujen aleneminen on jatkunut vuonna 1996. Näin ollen kuluttajahintaindeksi, joka sisältää nämä kulut, antaa tulokseksi hitaamman hintojen nousun kuin hyödykkeiden rahamääräisiä hintoja paremmin ilmentävä yhtenäistetty kuluttajahintaindeksi. ■

- Asiasanat: kuluttajahinnat, kuluttajahintaindeksit, pohjainflaatioindikaattorit

## Liite

### **Pohjainflaatioindikaattorin 1990 = 100 laskentamenettely**

Kulutustavaroiden ja -palveluiden hinnat sisältävät hyödykkeisiin kohdistuvat välilliset verot ja tukipalkkiot. Osa välillisistä veroista on loppu- tuotteen hintaan lisättäviä välillisiä veroja, joiden suhteellinen osuus ja markkamäärä on helppo määrittää. Esimerkkejä tällaisista veroista ovat arvonlisävero ja vakuutusvero. Eräät kulutushyödykkeiden hintoihin sisältyvät välilliset verot, kuten valmisteverot, määritellään markkoina määrän yksikköä kohti. Tällöin veron suhteellinen osuus vaihtelee kuluttajan maksaman hinnan vaihtelun myötä. Verottoman hinnan määrittäminen on tällöinkin teknisesti selväpiirteinen mutta ei käytännössä yksinkertainen. Osa

välillisistä veroista kannetaan tuotantoprosessissa käytetyistä tuotantopanoksista. Kotitalouksien kulutusmenoihin kohdistuva osuus näistä veroista riippuu panosten käytöstä kotimaiseen kulu- tukseen myytävässä tuotannossa. Samoin tuotan- tokustannuksia alentavat tukipalkkiot kohdistea- taan useimmiten tuotantopanoksena käytettävän hyödykkeen hintaan. Näistä syistä pohjainflaatio- indikaattorin laskenta ei voi perustua hyödyke- kohtaisten verottomien hintojen suoraan mittaa- miseen, vaan kulutushyödykkeiden hintaan koh- distuvien välillisten verojen ja tukipalkkioiden osuuden selvittäminen tehdään panos-tuotoslas- kelmilla.

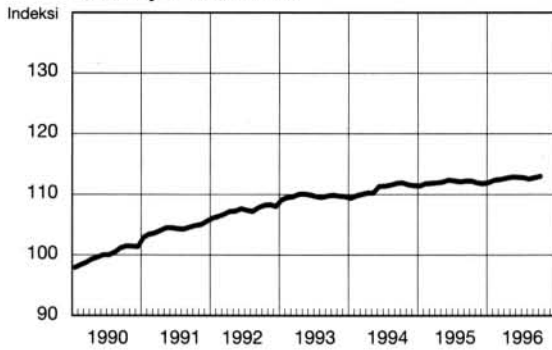
Pohjainflaatioindikaattorin tarkoittamat hyö- dykkeiden verottomat hinnat lasketaan vähentä- mällä kuluttajahintaindeksistä verotariffi-indek- sin vaikutus, joka ilmentää välillisistä veroista ja

### Kuvio 3.

#### Kuluttajahintoja mittaavat indeksit ja niiden komponentit, 1990 = 100

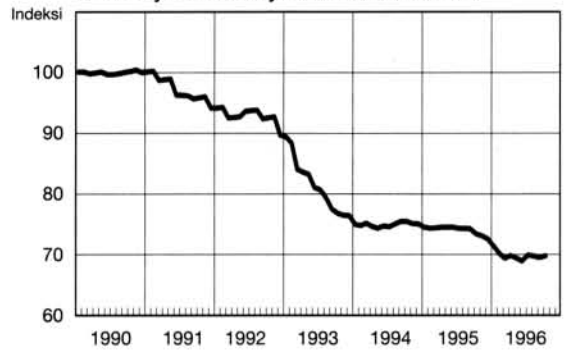
**A**

##### Kuluttajahintaindeksi



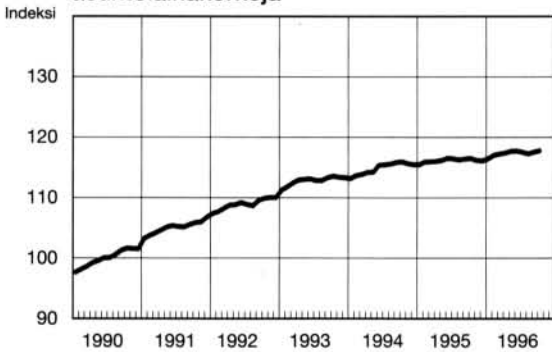
**B**

##### Asuntojen hinnat ja asuntolainakorot



**C**

##### Kuluttajahinnat ilman asuntojen hintoja ja asuntolainakorkoja



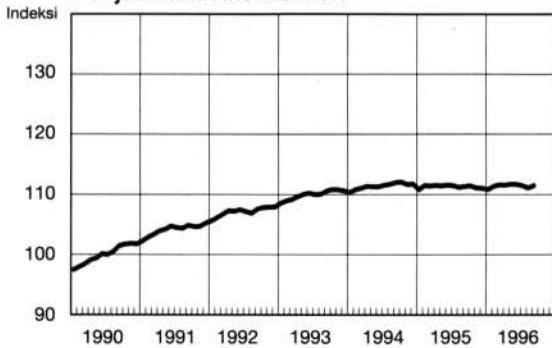
**D**

##### Verotariffi-indeksi



**E**

##### Pohjainflaatioindikaattori



tukipalkkioista muodostuvan hyödykehintojen komponentin osuuden kehitystä<sup>1</sup>. Kuluttajahintaindeksistä on poistettu lisäksi omassa asunnossa asumisen laskennalliset pääomakustannukset.

**Taulukko. Pohjainflaatioindikaattorin laskentamenettely (suluissa kyseisen komponentin paino v. 1990), %**

kuluttajahintaindeksi (KHI)	(100.0)
miinus omassa asunnossa asumisen laskennalliset pääomakustannukset	(10.0)
– asuntojen hinnat (poistot)	(5.3)
– asuntolainojen korot	(4.7)
= kuluttajahinnat ilman asuntojen hintoja ja asuntolainojen korkoja (KHI*)	(90.0)
miinus verotariffi-indeksi	(23.0)
– välilliset verot	(27.4)
– tukipalkkiot	(-4.4)
= pohjainflaatioindikaattori	(67.0)

Välillisen verotuksen tason eli kulutushyödykkeiden hintaan sisältyvien verojen ja tukipalkkioiden osuuden mittaamiseen liittyy joidenkin verojen ja tukipalkkioiden osalta arvionvarai-

suutta. Verotariffi-indeksin muutosten oikeellisuuden näkökulmasta tämä ei välttämättä ole kovin suuri ongelma. Merkittävämpi harha saattaa syntyä välillisen veron tai tukipalkkion luonteen ja kohtaannon muuttumisesta. Esimerkki tästä on maatalouden hintatukien muuttuminen luonteeltaan suoriksi tulotuiksi Suomen EU-jäsenyyden myötä. Samalla tukipalkkioiden yhteys maataloustuotteiden tuottajahintoihin ja edelleen elintarvikkeiden hintoihin katkesi. Verotariffi-indeksilaskelmissa maatalouden tukipalkkioiden alentamisen vaikutus käsitellään kuitenkin samalla tavoin kuin ennenkin. Tuen alentaminen kiristää (nettomääräistä) välillistä verotusta. Kun tästä aiheutuva verotariffi-indeksin laskennallinen nousu vähennetään kuluttajahintaindeksistä, pohjainflaatioindikaattoriin syntyy harha vastakkaiseen suuntaan eli alaspäin. Pohjainflaatioindikaattorin muutos on tästä syystä ½ prosenttiyksikköä pienempi vuonna 1996 kuin se olisi ilman mainittua harhaa.

<sup>1</sup> Kun välillisen verotuksen (välilliset verot miinus tukipalkkiot) keskimääräinen osuus hyödykkeiden hinnoissa lisääntyy, verotariffi-indeksi nousee enemmän kuin verottomia hyödykehintoja mittaava indeksi (pohjainflaatioindikaattori). Kun verojen osuus pysyy ennallaan, verotariffi-indeksi ja verottomat hinnat muuttuvat prosentuaalisesti yhtä paljon. Välillisten verojen korottaminen ja tukipalkkioiden alentaminen nostavat verotariffi-indeksiä. Sitä nostaa myös yleinen hintojen nousu silloin, kun hyödykkeisiin kohdistuu prosentuaalinen välillinen vero, esim. arvonlisävero.

**Martti Lehtonen**  
toimistopäällikkö  
kansantalouden osasto  
8.11.1996

Julkisten menojen hillintä on alkanut näkyä valtiontalouden ja koko julkisen talouden<sup>1</sup> alijäämien pienemisenä. Suotuisaan kehitykseen on myötävaikuttanut talouskasvun laajeneminen kotimarkkinasektorille, mikä on vahvistanut julkisen talouden tuloja ja vähentänyt paineita menojen kasvuun. Suomen julkinen talous täyttää lähitulevaisuudessa ehdot, jotka on asetettu EU:n talous- ja rahaliittoon osallistumiselle. Julkisen talouden näkymien paraneminen on tukenut valtion lainakorkojen laskua ja pitkäaikaisten korkojen alenemista yleisemminkin. Suotuisankin talouskehityksen oloissa valtion velkaantuneisuus rajoittaa kuitenkin tulevien vuosien talouspoliittista liikkumavaraa. Mahdollisuudet keventää verotusta ovat vähäiset ilman menojen samanaikaista hillintää.

*Julkisten menojen hillintä ja talouskasvun nopeutuminen ovat supistaneet julkisen talouden rahoitusaliijäämää. Alijäämä pienenee tulevinakin vuosina ja velkaantuneisuuden kasvu pysähtyy. Suomen julkinen talous täyttää lähitulevaisuudessa talous- ja rahaliiton, EMUn, lähentymiskriteerit. Suuri velkaantuneisuus rajoittaa kuitenkin talouspolitiikan liikkumavaraa. Verotuksen keventämisen mahdollisuudet ovat vähäiset ilman menojen samanaikaista hillintää.*

## **Suhdanneautomaatiikka kasvatti valtion menoja**

Valtiontalouden suuret alijäämät, joita velan korkomenot ovat osaltaan paisuttaneet, ovat lisänneet velkaantuneisuutta. Velkaantumisvauhdin pysäyttäminen on edellyttänyt menojen tiukkaa hillintää, ja se on tehty lakisäätteisiä menoja kasvavilla säästöohjelmilla. Tälle ei ole ollut realistista vaihtoehtoa, sillä menojen leikkausten lyk-

kääminen olisi vain lisännyt myöhempää säästämistarvetta.

Valtion menojen leikkaukset eli menojen vähentäminen verrattuna muuttumattomiin menoperusteisiin ovat vuosina 1991–1996 yhteensä arviolta 45 mrd. markkaa. Virassa olleet kaksi hallitusta ovat lisänneet säästöjä vuosittain; suurimmat säästöt tehtiin 1993 (14 mrd. markkaa) ja 1996 (9 ½ mrd. markkaa) (kuvio 1). Alkuvaiheen vaikeuksia lukuun ottamatta leikkaukset on toteutettu suunnitelmien mu-

kaisesti. Edellytykset tälle loi vuoden 1992 lainmuutos, joka teki mahdolliseksi menojen supistamisen eduskunnan yksinkertaisella enemmistöllä.

Säästötoimenpiteistä huolimatta valtion samoin kuin koko julkisen sektorin menot kasvoivat reaalisesti jokaisena vuonna 1990-luvun alkupuolella. Varsinkin ns. suhdanneautomaatiikka, erityisesti työttömyydestä aiheutuvien menojen lisääntyminen on korkomenojen ohella ylläpitänyt julkisten menojen kasvua (kuviot 2 ja 3). Pankkikriisin hoitamiseen tarvittu lainamuotoinen pääomatuki pankeille ei sisälly tässä tarkastelussa käytettyyn menojen määrittelyyn. Pankkitukeen käytetty pääoma on kuitenkin lisännyt valtion velkaa, ja siitä valtiolle aiheutuneet korkomenot ovat lisänneet osaltaan alijäämää. Myös vuoden 1995 alussa voimaan tullut Suomen EU-jäsenyys aiheutti valtion menoihin lisäyksen, joka 1990-luvun alussa ei ollut vielä ennakoitavissa.

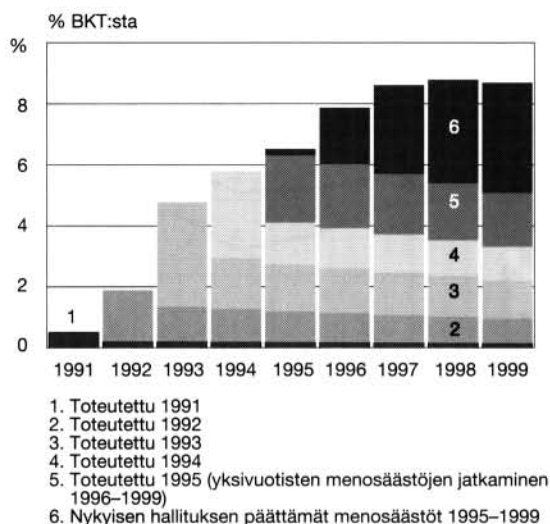
<sup>1</sup> Artikkelissa esitetyt luvut vuosien 1996 ja 1997 kehityksestä perustuvat valtiovarainministeriön ennusteisiin.

Toinen kanava, jonka kautta finanssipolitiikka vaikuttaa julkisen talouden rahoitusasemaan, on verotus. Veroaste – mitattuna verokertymien suhteena bruttokansantuotteeseen – on pysynyt 1990-luvulla keskimäärin ennallaan. Bruttokansantuotteessa näkyy kuitenkin viennin tuntuvan kasvun vaikutus. Kotimaiseen kysyntään ja tuloihin suhteutettuna verojen osuus on kasvanut, eli verokiilat ovat suurentuneet.

Huomattavin nousu on tapahtunut sosiaalivakuutusjärjestelmän maksuissa: vuonna 1995 työnantajien ja työntekijöiden lakisääteiset maksut olivat yhteensä keskimäärin 38 % palkoista, kun ne vuonna 1990 olivat 27 ½ %. Myös muu työtuloihin kohdistuva verotus kiristyi 1990-luvun alkupuolella. Kunnallisveroprosentti nousi vuodesta 1990 vuoteen 1995 keskimäärin yhdellä prosenttiyksiköllä 17.5 prosenttiin. Välillisten verojen korotukset ovat nostaneet kuluttajahintoja ja siten vähentäneet kuluttajien reaalista ostovoimaa; vuosina 1991–1995 tämä vaikutus oli keskimäärin 1.1 prosenttiyksikköä vuodessa. Työtuloihin kohdistuva valtion tuloverotus pysyi 1990-luvun alkupuoliskolla lähes ennallaan vuosina 1993–1995 kannettua lainaveromuotoista ylimääräistä ennakonpidätystä lukuun ottamatta. Vuonna 1993 toteutettu pääomaverouudistus merkitsi siirtymävaiheessa pääomaverotuksen kevenemistä (kuvio 3).

**Kuvio 1.**

**Valtion menojen säästöt 1991–1999**



**Taulukko. Kansantalouden ja julkisen talouden kehitys 1990–1997**

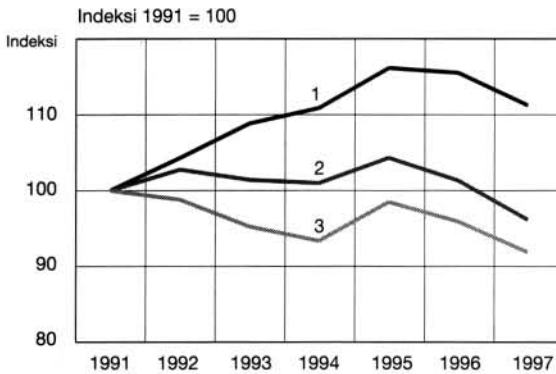
	1990	1991	1992	1993	1994	1995*	1996 <sup>o</sup>	1997 <sup>o</sup>
Bruttokansantuote, määrän muutos, %	0.0	-7.1	-3.6	-1.2	4.4	4.2	2.8	3.9
Yksityinen investointi- ja kulutuskysyntä, määrän muutos, %	-2.0	-9.7	-8.8	-6.8	1.5	5.2	5.2	5.3
Työttömyysaste, %	3.4	7.6	13.1	17.9	18.4	17.2	16.4	15.4
Kuluttajahintaindeksi, muutos, %	6.1	4.1	2.9	2.2	1.1	1.0	0.8	1.5
Vaihtotase, % BKT:sta	-5.1	-5.4	-4.6	-1.3	1.3	4.5	3.5	3.5
Yksityisen sektorin rahoitusjäämä (säästäminen miinus investoinnit), % BKT:sta	-10.5	-3.9	1.1	6.7	7.5	9.7	6.4	4.9
Valtion obligaatiokorko (8–10 v), %	13.2	11.6	12.1	8.8	9.0	8.8	6.5 <sup>1</sup>	..
Julkiset menot, % BKT:sta	46.8	55.5	60.8	61.9	61.0	59.8	59.4	56.8
Veroaste, % BKT:sta	45.4	46.9	46.8	45.4	47.7	46.5	48.4	47.9
Julkisen sektorin menot, pl. finanssisijoitukset, määrän muutos, %	7.2	7.2	4.0	0.9	2.5	3.1	1.9	-0.5
Valtion menot, pl. finanssisijoitukset, määrän muutos, %	3.4	13.0	4.1	4.4	1.8	4.8	-0.5	-3.7
Julkisen sektorin rahoitusjäämä (EMU-kriteeri), % BKT:sta	5.4	-1.5	-5.9	-8.0	-6.2	-5.2	-2.9	-1.4
- valtio	1.2	-4.5	-7.6	-11.2	-11.4	-9.9	-6.9	-5.1
- kunnat	0.9	-0.9	-0.8	0.4	1.3	0.7	0.7	0.1
- sosiaaliturvarahastot	4.1	3.9	2.6	2.8	3.9	4.0	3.3	3.6
Julkisen sektorin bruttovelka (EMU-kriteeri), % BKT:sta	14.5	23.0	41.5	57.3	59.5	59.4	61.8	61.0
Valtion bruttovelka, % BKT:sta	10.5	17.1	34.7	53.0	60.3	65.8	70.8	71.9

<sup>1</sup> Lokakuu.

<sup>o</sup> = Ennuste (valtiovarainministeriö).

## Kuvio 2.

### Valtion menojen määrä 1991–1997



1. Kokonaismenot pl. rahoitustalousoiimet
2. (1) ilman valtionvelan korkomenoja
3. (2) ilman työttömyydestä aiheutuvia menoja

Julkisen talouden alijäämä syveni vuoteen 1993 saakka. Kehitys merkitsi sitä, että yksityiseen sektoriin suuntautuneet julkisen talouden menot olivat vuosina 1991–1993 enenevästi suuremmat kuin vastakkaisuuntaiset rahavirrat eli yksityisen sektorin maksamat verot ja sosiaalivakuutusmaksut. Alijäämän kasvu lamavuosina tuki siten yksityisen sektorin tulonmuodostusta.

Talouden suuret, monelta osin pysyväisluonteiset muutokset tekevät käytännöllisesti katsoen mahdottomaksi arvioida, mikä on ollut julkisen sektorin alijäämän vaikutus taloudelliseen kehitykseen. Vaiheessa, jossa yritykset ja kotitaloudet pyrkivät vähentämään velkaantuneisuuttaan, julkisesta taloudesta tullut ekspansiivinen vaikutus ei juurikaan näkynyt taloudellisessa aktiiviteetissä. Samasta syystä myös viennin ripeän kasvun vaikutus kotimaiseen kysyntään viivästyti tuntuvasti.

Julkisen talouden tasapainottamista rajoittivat ja ohjasivat 1990-luvun alkuvuosina muutoinkin epäedulliset olosuhteet. Valtion velkaantumisen nopea vauhti näkyi ajoittain varsin suurena pitkiä markkinakorkoja nostavana riskilisänä; vuoden 1993 kevääseen saakka korkoero

esim. Saksan pitkään (10 vuoden) korkoon oli 3–4 prosenttiyksikköä, ajoittain tätäkin suurempi (kuvio 4). Korkeat korot lisäsivät osaltaan yksityisen sektorin varovaisuutta investoinneissa ja kulutuksessa. Yksityisen sektorin rahoitusylijäämä eli tulojen enemmisyys kulutukseen ja investointeihin nähden lisääntyi jatkuvasti vuosina 1992–1995.

Julkisen talouden kokonaismenojen ja alijäämän kehitys osoittaa finanssipolitiikan olleen 1990-luvun alkuvuosina vähemmän kireää kuin toteutetut menoleikkaukset sellaisenaan osoittavat. Suhdanneautomaatiikasta aiheutunutta tulonsiirtojen ja korkomenojen kasvua lukuun ottamatta valtion menojen määrä on kuitenkin vähentynyt (kuvio 2). Lisäksi menojen leikkauksilla on ollut merkittävä vaikutus finanssipolitiikkaa ja taloudellista kehitystä koskevan luottamuksen vahvistumiseen.

### Kotimaantalouden elpymisestä tukea julkisen talouden alijäämien supistumiselle

Kotimaisen kysynnän käänne kasvuun vuonna 1994 lisäsi verotuloja. Valtiontalouden alijäämän syveneminen pysähtyi, joskin se oli vielä yli 11 % suhteessa bruttokansantuotteeseen. Vuonna 1995 kotimaisen kysynnän kasvu voimistui edelleen ja työttömyys alkoi vähentyä. Edellisellä vuonna ylijäämäiseksi muuttunut vaihtotase vahvistui tuntuvasti.

Luottamus alijäämien ja velkaantumisen helppotumiseen vahvistui, kun vuoden 1995 huhtikuussa toimintansa aloittanut hallitus sitoutui jatkamaan valtiontalouden tasapainottamista. Tämän tavoitteen mukaisesti hallitus sisällytti ohjelmaansa yksityiskohtaisen luettelon menojen säästöistä koko neljän vuoden vaalikaudeksi. Markkinoiden myönteinen reaktio näkyi pitkien korkojen sisältämän riskipreemion pienentymisenä: ero Saksan vastaaviin korkoihin supistui vuoden 1995 maaliskuun lähes 3 prosenttiyksikköä 1995 joulukuuhun mennessä 1.3 prosenttiyksikköön. Valtiontalouden näkymien paraneminen puolestaan vahvisti odotuksia kansantalouden suotuisasta kehityksestä. Markan ulkoisen arvon vahvistuminen jatkui vuoteen 1995 saakka. Tämän myötä kompensoitui osa siitä valtion ulkomaista velkaa lisänneestä vaikutuksesta, joka valuuttakurssin aiemmalla heikkenemisellä oli ollut. Julkisen talouden alijäämän pienentyminen jatkui, ja valtiontalouden tulojen kasvu

nopeutui tavalla, joka osoitti sektorin alijäämän kehityssuunnan olevan supistuva.

### Julkisen talouden rahoitustasapaino paranee vuosina 1996 ja 1997

Hallitus alkoi toteuttaa esittämiään uusia säästöjä etupainotteisesti ajoittamalla noin 10 mrd. markan (lähes 2 % BKT:sta) menojen karsinnan vuoteen 1996 (kuvio 2). Tällä pyrittiin vahvistamaan finanssipolitiikan uskottavuutta. Valtaosa menojen supistuksista kertyy siitä, että valtio vähentää tulonsiirtoja kunnille noin 4 mrd. markkaa ja siirtoja kotitalouksille niin ikään runsaat 4 mrd. markkaa (mukaan lukien maatalouden tukipalkkioiden vähentäminen).

Säästötoimet pysäyttävät valtion menojen kasvun, mutta koko julkisen sektorin menojen arvioidaan kasvavan vuonna 1996 reaalisesti vielä noin 2 %. Menosäästöjen kiristävä vaikutusta lieventävät lisäksi kuntien verotulojen kasvu ja yksityisen sektorin verotuksen keventäminen nettomääräisesti noin 2 ½ mrd. markalla. Julkisen talouden verokertymien tähänastinen nopea kasvu vuonna 1996 johtuu veropohjan laajenemisesta sekä veronkantoon ja verojen palautuksiin liittyvistä ajoituksista. Tulojen kasvu on myötävaikuttanut selvästi alijäämien supistumiseen.

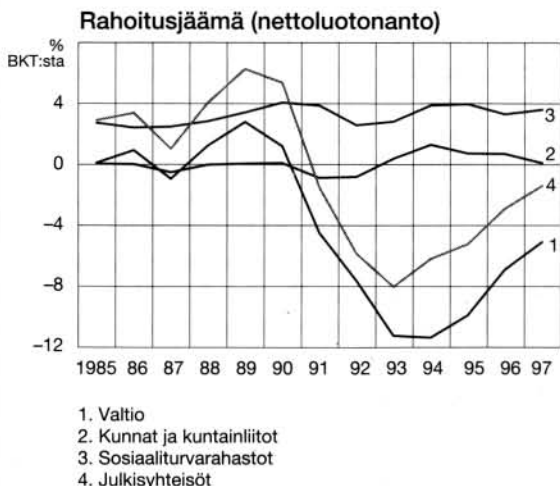
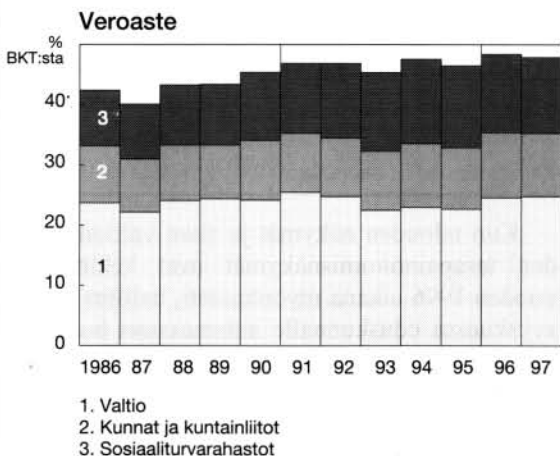
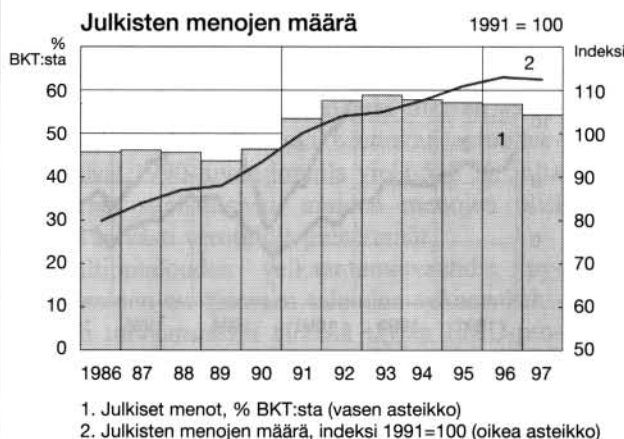
Yksityisten investointien ja kotitalouksien kulutusmenojen kasvun arvioidaan olevan ripeätä vuonna 1996. Kotitalouksien suhdanneodotusten vahvistuminen näkyy kulutukseen käytettävän tulo-osuuden lisääntymisenä. Yksityisen sektorin tulojen ja kysynnän kasvu puolestaan laajentaa veropohjaa.

Julkisen talouden alijäämän (lukuun ottamatta finanssisijoituksia) arvioidaan supistuvan 2.9 prosenttiin bruttokansantuotteesta vuonna 1996. Julkisen velan suhde bruttokansantuotteeseen kasvaa kuitenkin edelleen, arvioiden mukaan runsaaseen 60 prosenttiin.

Valtion menojen määrätietoista karsintaa jatketaan vuonna 1997. Kun valtion velan kasvu vuonna 1995 osoittautui odotettua suuremmaksi, hallitus päätti helmikuussa 1996 lisätä vuonna 1997 toteutettavia säästöjä 1.7 mrd. markalla aiemmin sovitusta. Vuoden 1997 talousarvioesitys sisältää yhteensä runsaan 7 mrd. markan menojen supistukset. Toisaalta hallitus on lisännyt rakenteellisen työttömyyden lieventämiseen tärkeitä menoja, kuitenkin verraten vähän muiden menojen karsintaan nähden.

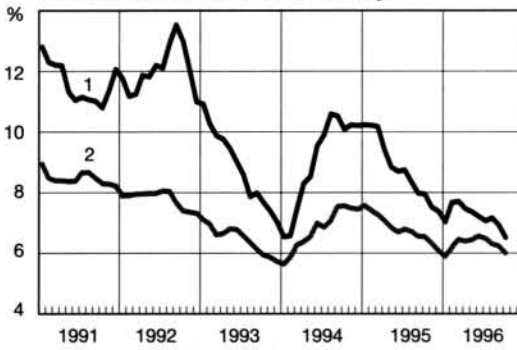
**Kuvio 3.**

### Julkinen talous 1986-1997



**Kuvio 4.**

**Pitkäaikaisia markkinakorkoja**



Valtion 10 vuoden obligaatioiden korkoja:

- 1. Suomi
- 2. Saksa

Kun talouden näkymät ja siten valtiontalouden tasapainottumisnäkymät ovat kehittyneet vuoden 1996 aikana myönteisesti, hallitus päätti syyskuussa eduskunnalle antamassaan budjettiesityksessä lieventää finanssipolitiikan kiristämistä toteuttamalla työtulojen verotuksessa aikaisemmin kaavailtua suuremman keventämisen. Vuonna 1997 toteutettavat verotuksen muutokset – välillisen verotuksen lievä kiristäminen huomioon ottaen – vähentävät verokertymiä noin 4 mrd. markkaa. Talouden yksityiseen sektoriin kohdistuvat toimenpiteet tukevat näin ollen tulomuodostusta ja kysyntää.

Jos kansantalouden ennustettu suotuisa kehitys toteutuu, julkisen talouden alijäämä ja velkaantuneisuus helpottuvat vuonna 1997. Alijäämä alittaa EMUn lähentymiskriteerin mukaisen 3 prosentin tason melko selvästi. Velan suhde bruttokansantuotteeseen alkaa tällöin pienetä, mutta valtiovarainministeriön arvion mukaan se on edelleen hieman yli 60 % BKT:sta.

Markkinoiden luottamus julkisen talouden rahoitustasapainon paranemiseen on vahvistunut edelleen vuoden 1996 aikana. Valtion lainojen korot ovat laskeneet, ja ero EU:n rahataloudellisen ankkurimaan Saksan 10 vuoden korkoon on

kaventunut noin ½ prosenttiyksikköön. Korkeiden aleneminen merkitsee samalla julkisen velan korkokulujen kasvun hidastumista.

**Eläkerahastojen kasvu helpottaa velkaantuneisuuden vähentämistä**

Valtiontalouden alijäämän supistuminen, kuntien talouden lähellä rahoitustasapainoa oleva tilanne ja sosiaalivakuutusrahastojen – erityisesti työeläkerahastojen – ylijäämä merkitsevät koko julkisen talouden rahoitusaliijäämän supistumista 3 prosentin alapuolelle vuonna 1996. Toinen niistä lähentymiskriteereistä, jotka julkisen talouden on täytettävä, jotta maa täyttäisi EU:n talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen jäsenyysvaatimukset, onkin julkisen talouden alijäämän pysyminen enintään 3 prosentissa bruttokansantuotteesta.

Julkisen sektorin bruttovelan kasvu johtuu käytännöllisesti katsoen kokonaan valtion velanotosta. Kuntien velkaantumisen kasvu jatkui vuoteen 1993 saakka, jolloin niiden talousarviolainat olivat noin 32 mrd. markkaa. Myöhemmin vuosina kuntien velka on markkamääräisestäkin vähentynyt. Sosiaalivakuutusrahastoilla taas ei ole juuri lainkaan velkaa.

Kansantalouden rahoitustasapainon selvä paraneminen, mistä vaihtotaseen lisääntynyt ylijäämä on osoitus, on mahdollistanut valtiontalouden alijäämän rahoittamisen enenevästi kotimaasta otetuilla lainoilla. Valtio on nostanut valuuttalainoja vuonna 1996 vain saman verran kuin valuuttavelkaa on kuoletettu. Merkittävimmäksi rahoituslähteeksi on muodostunut työeläkerahastojen ylijäämän sijoittaminen valtionobligatioihin. Kun yritykset ovat maksaneet pois TEL-lainojaan ja rahastojen kiinteistö- ja muut sijoitukset ovat eri syistä olleet vähäisiä, valtionobligatioille vaihtoehtoisia sijoituskohteita on ollut vähän.

Talous- ja rahaliiton (EMUn) ehtoihin kuuluvan velkakriteerin saavuttamista arvioitaessa julkisen talouden eri osien keskinäiset velat vähennetään niiden kokonaisvelasta. Suomen julkisen talouden velka suhteessa bruttokansantuotteeseen on ollut viime vuosina EMUn lähentymiskriteerin mukainen eli 60 prosentin rajan alapuolella. Rajan arvioidaan ylittyvän lievästi vuosina 1996 ja 1997.



### **Velka pysyy rajoitteena pitkälle eteenpäin**

Velkaantumisen kasvun taittuminen, mihin koko julkisen talouden osalta on hyvät edellytykset aivan lähitulevaisuudessa ja valtiontalouden osalta 1–2 vuoden kuluessa, tukee alijäämien supistumista 1990-luvun loppuvuosina, sillä korkomenoista aiheutuva rasite ei lisäännä enää samaa tahtia kuin viime vuosina.

Julkisen talouden edellä kuvattu tasapainottuminen vuosina 1996 ja 1997 edellyttää suotuisaa kansantalouden kehitystä. Ennusteen epävarmuudet näyttävät olevan tässä suhteessa kohtuullisesti tasapainossa. Ennustettua jonkin verran hitaampikin talouskasvu mahdollistaisi julkisen talouden alijäämän supistumisen EMU-lähentymiskriteerin mukaisen 3 prosentin tason alapuolelle. Velkasuhteen pieneneminen voisi sen sijaan osoittautua vaikeaksi, mikäli kasvu jää odotettua hitaammaksi. Jos julkisen talouden kehitys uhkaa poiketa hallituksen asettamista tavoitteista, hallitus on luvannut toteuttaa toimia, joilla tavoitteiden saavuttaminen varmistetaan.

Vaikka koko julkisen talouden alijäämä- ja velkasuhdeluvut alenevat lähitulevaisuudessa ja edelleen vuosikymmenen loppua kohti, valtiontalouden alijäämä pysyy lähivuosina edelleen suurena ja valtion velkaantuneisuuden väheneminen on epävarmaa. Valtion suurena pysyvä velkaantuneisuus selittää sen, että julkisen sektorin korkomenot suhteessa bruttokansantuotteen ovat 1990-luvun lopulla vielä 5–6 %. Jotta alijäämät supistuisivat, muiden menojen olisi oltava selvästi verotuloja pienemmät.

Valtiontalouden velkaantumisvauhdin pysäyttäminen on Suomen talouden vakaan kehityksen turvaamiseksi tärkeää täysin EMU-prosessista riippumatta. Valtiontaloudessa tarvitaan liikkumavaraa mm. veroasteen alentamiselle, mikä varsinkin työtuloerotuksen osalta on työllisyyden kannalta tähdellistä. Tällaista liikkumavaraa ei synny ilman menojen jatkuvaa hillintää. ■

- Asiasanat: finanssipolitiikka, julkinen talous, alijäämät, velka

# Suomen Pankin omaisuudenhoitoyhtiöt pankkikriisin purkajina

**Esa Ojanen'**  
kehityspäällikkö  
**Arno Lindgren**  
lakiasiainpäällikkö  
24.10.1996

**S**uomen Pankki tuli mukaan keskuspankille poikkeukselliseen pelastusyritykseen, kun Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki (SKOP) ajautui likviditeetti- ja vakavaraisuusongelmiin syksyllä 1991. Vaikeudet olivat niin syviä, että koko pankkijärjestelmän toiminnan vakaus ja sitä kohtaan tunnettu luottamus oli uhattuna. Keskuspankki joutui tehtävään, koska tuolloin ei ollut vielä pankkikriisin hoitamiseen soveltuvaa organisaatiota ja SKOPin vaikeutunut tilanne edellytti välittömiä korjaavia toimia. Valtion vakuusrahoisto, jonka tehtäväksi pankkien pelastustoimista vastaaminen tuli, perustettiin vasta keväällä 1992.

## **SKOP piti ottaa haltuun nopeasti**

SKOP oli ollut Suomen Pankin ja pankkitarkastusviraston erityisvalvonnassa syksystä 1989. Vielä vuotta ennen haltuunottoa säästöpankit sijoitivat keskusrahailaitokseensa lisää pääomaa 1.8 mrd. markkaa osana viranomaisten ja SKOPin laatimaa tervehtymisohjelmaa. Ohjelma jäi kuitenkin merkittävältä osin toteutumatta Suomen talouden tilanteen heikennyttyä ja erityisesti SKOP-konsernin Tampella-vastuiden kärjistet-

*Suomen Pankki vapautui vihdoin viime keväänä pankkikriisin keskuspankille tuomasta erityistehtävästä, kun loputkin SKOPin haltuunoton yhteydessä keskuspankille tulleista omaisuudesta ja vastuista siirrettiin valtiolle. Siirto toteutettiin omaisuudenhoitoyhtiö Spondan osakkeiden kauppana ja samalla sovittiin SKOPin haltuunotosta aiheutuneiden korkokustannusten osittaisesta korvaamisesta Suomen Pankille.*

tyä tilanteen kestävämmäksi. Syyskuussa 1991 SKOPin ulkomainen jälleenrahoitus uhkasi kokonaan tyrehtyä. Oli pelättävissä, että rahoittajien luottamusputa olisi saattanut laajentua koskemaan myös muita suomalaisia pankkeja. Tilanteen näin pahennuttua Suomen Pankki joutui hyvin lyhyellä varoitusajalla päättämään aiemmin valmistellun kriisivaihtoehdon käyttöönnotosta.

## **Miten haltuunotto toteutettiin?**

Päätös SKOPin haltuunotosta tehtiin Suomen Pankin johtokunnassa 19.9.1991, ja eduskunnan pankkivaltuusto hyväksyi haltuunottoon liittyvät toimenpiteet seuraavana päivänä.

Suomen Pankki toteutti haltuunoton hankkimalla SKOPin osake-enemmistön suunnatulla osakeannilla tarkoitusta varten perustetulle omaisuudenhoitoyhtiölle, vaihtamalla pankin ylimmän johdon ja siirtämällä suuren osan pankille ongelmia aiheuttanutta omaisuutta, velkoja ja muita vastuuta kahdelle muulle omaisuudenhoitoyhtiölle. Yhtiöiden käyttöä tähän tarkoitukseen pidettiin tarpeellisena omaisuuden hallinnoinnin joustavuuden kannalta ja omaisuudenhallinnan pitämiseksi tarpeellisessa määrin erillään Suomen Pankin muusta päätöksenteosta. Suomen Pankki määritteli kyllä melko tarkoin yhtiöiden toimivallan rajat, yhtiöt olivat Suomen Pankin sisäisen tarkastuksen piirissä ja ne raportoivat toiminnas-

<sup>1</sup> Esa Ojanen toimi Spondan ja Solidiumin hallituksen jäsenenä ja Arno Lindgren hallituksen sihteerinä vuosina 1991–1996.

taan säännöllisesti Suomen Pankin johtokunnalle ja eduskunnan pankkivaltuustolle.

Scopuluksen tehtäväksi tuli omistaa ja hallita SKOPin osake-enemmistöä. Solidiumin tuli puolestaan ottaa haltuunsa ne SKOP-ryhmittymän hallussa olleet teolliset omistus- ja luottoriskit, jotka olivat SKOPin kannalta keskeisiä. Tämän vuoksi Solidium osti Tampellan osake-enemmistön ja otti haltuunsa SKOP-ryhmittymän Tampellalle myöntämät luotot ja erät muut Tampella-vastuut. Spondan tehtäväksi tuli vastaavasti omistaa ja hallita SKOPin riskipitoisia osake- ja kiinteistöomistuksia. Yhtiöt olivat aluksi kaikki suoraan Suomen Pankin omistuksessa. Myöhemmin Solidium muutettiin Spondan tytäryhtiöksi.

Spondan omistukseen siirtyi 35 kiinteistöä, joista 30 oli kotimaassa ja 5 ulkomailla. Suurin kiinteistökohte oli Pohjoismaiden suurin kaupakeskus Itäkeskus ja ongelmallisin Brysselin keskustassa sijaitseva huonokuntoinen, iso toimisto-, liike- ja asuinrakennus. Siirretty osakesalkku koostui kotimaisten pörssi-yhtiöiden noin 60 osakesarjasta. Omistusosuus oli merkittävä Amerissa, Askossa, Enso-Gutzeitissa, Hackmanissa, Kymmenessä, Metsä-Serlassa, Nokiassa, Tamfeltissa ja Suomen Trikoossa.

Omaisuu-denhoito-yhtiöiden hallinto järjestettiin verrattain kevyeksi. Yhtiöiden palveluksessa on ollut vain 25–30 henkilöä. Niiden hallitustyöhön määrättiin pääasiassa Suomen Pankin virkamiehiä omien toimiansa ohella. Vain Solidiumin hallituksessa oli alkuvaiheessa muutamia ulkopuolisia asiantuntijoita.

### Rahoitusta sitoutui yhteensä 15.6 miljardia

Suomen Pankin rahoitusta sitoutui SKOPin haltuunottoon omaisuudenhoito-yhtiöiden kautta yhteensä seuraavasti:

		Mrd. mk
Scopulus	SKOPin osakeanti	2.0
	SKOPin pääomatodistukset	1.5
Solidium	Akordi SKOP/Tampella	1.5
	Tampellan osakkeet ja lainat	3.6
Sponda	Akordi	0.4
	Osakkeet	1.9
	Kiinteistöt	4.7
<b>Yhteensä</b>		<b>15.6</b>

Scopulus sai osakeannin avulla SKOPista 53 prosentin omistusosuuden. SKOPin vakavaraisuuden turvaamiseksi ja omaisuuden siirtojen ra-

hoittamiseksi Suomen Pankki sijoitti omaisuudenhoito-yhtiöihin omana pääomana 700 milj. markkaa, antoi anteeksi 1.9 mrd. markan sijoitustodistussuamisensa SKOPilta ja myönsi yhtiöille yhteensä 13.0 mrd. markan osakaslainat, joista osa oli oman pääoman ehtoista vakautettua lainaa.

Omaisuu-den siirtojen hinnoittelussa oli määrävänä tarve vakauttaa SKOPin tilanne. Sen vuoksi kiinteistöjen siirtohinnot ylittivät ulkopuolisten arvioijien arviolausuntojen mukaiset hinnat 785 milj. markalla. Vastaavasti osakkeiden pörssi-arvo ylitettiin siirrossa noin 400 milj. markalla. Osakesalkkuun tosin sisältyi eräitä merkittäviä vähemmistöosuuksia, joilla arvioitiin olevan pörssihintaa korkeampi arvo.

### Omaisuu-den hallinnan tavoitteet ja Suomen Pankin rooli

Suomen Pankki määrittäi yhtiöiden toiminnan tarkoituksiksi hallita ja hoitaa siirrettyä omaisuutta ja myydä se mahdollisimman pian kuitenkin siten, että yhteiskunnalle aiheutuvat tappiot jäisivät mahdollisimman vähäisiksi. Eduskunta hyväksyi tämän lähtökohdan pankkivaltuuston kertomuksen käsittelyn yhteydessä.

Suomen Pankin omaisuudenhoito-yhtiöiden tehtävä oli monessa suhteessa vaativa. Maan talous oli pahassa taantumassa, omaisuuden arvot olivat sen vuoksi selvässä laskussa ja mahdollisuudet sen nopeaan realisointiin vastaavasti olemattomat. Lisäksi Tampella oli konkurssin partaalla ja yhtiön tila edellytti pikaisia tervehdyttämistoimia.

Suomen Pankin rooli toisaalta keskuspankkina ja toisaalta yhden liikepankin ja merkittävän muun omaisuuden omistajana vaati suurta huolellisuutta kaikinpuolisen neutraaliuden varmistamiseksi. Omaisuuden hallinta organisoitiin erillisiin osake-yhtiöihin, ja Suomen Pankin johtokunta osallistui vain yhtiöiden periaatelinjojen hyväksymiseen. Silti Suomen Pankin mukanaolo johti mm. eduskunnan oikeusasiamiehelle tehtyyn kanteluun, jossa pyydettiin tutkimaan, oliko Tampellan osakkeiden omistaminen Suomen Pankkia koskevien lakien mukaista. Suomen Pankki totesi vastineessaan, että vaikka teollisuuspolitiikan harjoittaminen ei kuulu keskuspankin tehtäviin, teollisuusyrityksen väliaikainen omistaminen tuli tässä tapauksessa välttämättömäksi, koska olennainen osa SKOPin ris-

keistä oli peräisin Tampellasta. Sekä oikeusasia-  
mies että eduskunta talousvaliokunnan mietin-  
nön käsittelyn yhteydessä päätyivät siihen, että  
kyseisen kaltaiset Suomen Pankin sijoitukset  
ovat eduskunnan pankkivaltuutettujen päätöksen-  
lä poikkeuksellisesti mahdollisia.

### **SKOP myytiin valtiolle**

Keskuspankin omistus liikepankissa oli neutraa-  
liussyiden takia luonnollisesti pakko purkaa  
mahdollisimman nopeasti. Siksi Scopuluksen  
omistamat SKOPin osakkeet myytiin Valtion va-  
kuusrahostolle kesäkuussa 1992 heti, kun rahasto  
oli saatu perustetuksi. Kauppahinta oli 2 mrd.  
markkaa, ja Suomen Pankin välittömäksi tap-  
pioksi jäi tältä osin 1.5 mrd. markkaa. Myydyt  
SKOPin osakkeet omistaneella omaisuudenhoi-  
toyhtiö Scopuluksella ei ole ollut tämän jälkeen  
toimintaa.

### **Tampellaa myytiin osina ja osakkeina**

Muusta omaisuudesta Tampellan tilanne edellytti  
korjaavia toimenpiteitä kaikkein nopeimmin.  
Ilmeistä oli, että yhtiön päästäminen konkurssiin  
olisi realisoitunut usean miljardin markan tappion  
välittömästi. Sen vuoksi Solidium hylkäsi heti  
alkuvaiheessa konkurssivaihtoehdon ja huolehti  
Tampellan pääomahuollosta osakepääoman koro-  
tuksin, lyhytaikaisin lainoin ja uusia lainoja kos-  
kevin takauksin. Solidium sijoitti Tampellan osake-  
pääomaan eri vaiheissa yhteensä 1 080 milj.  
markkaa ja omisti Tampellasta enimmillään noin  
96 %. Silloinkin Tampellalla oli noin 5 000 pien-  
osakasta.

Suomen Pankki kävi alusta alkaen neuvotte-  
luita Tampellan siirtämiseksi valtion omistuk-  
seen. Neuvottelut eivät kuitenkaan johtaneet tu-  
lokseen. Vuoden 1992 alussa Solidium sai koko  
Tampellaa koskevan ostotarjouksen kotimaiselta  
ostajakonsortiolta, mutta tarjous hylättiin, koska  
sen hyväksyminen olisi johtanut melkein yhtä  
suureen tappioon kuin välitön konkurssi. Tam-  
pellan myymiseksi kokonaan tai osina käytiin  
jatkuvasti neuvotteluita useiden muiden koti- ja  
ulkomaisten ostajaehdokkaiden kanssa samalla,  
kun yhtiötä tervehdytettiin.

Solidium realisoi Tampella-omistustaan kah-  
della tavalla: osittain siten, että Tampella myi toi-  
mialayhtiöitään taikka niiden osia ja osittain si-  
ten, että Solidium myi suoraan Tampellan osake-  
keita. Solidiumin omistusaikana Tampellan toi-

mialayhtiöistä myytiin mm. Tampella Papertech  
Valmetille, Tampella Forest ja Tambox Europe  
Enso-Gutzeitille sekä Tampella Power Kvaerne-  
rille. Solidium myi omistamiaan Tampellan  
osakkeita eri ostajille useassa vaiheessa. Näiden  
kauppojen ja uusien osakkeiden liikkeeseenlas-  
kun seurauksena Solidiumin omistusosuus yhti-  
össä pieneni lopulta 14 prosenttiin keväällä  
1996. Tuohon mennessä Tampella oli kyennyt  
lyhentämään Solidiumin sille myöntämät luotot  
vajaaseen 800 milj. markkaan.

Tampella tuotti omistajilleen kielteisiä yllä-  
tyksiä vielä Solidiumin omistusaikana. Näistä  
yllätyksistä huolimatta olisi haltuunottovaiheessa  
esillä ollut konkurssivaihtoehto tullut huomatta-  
vasti kalliimmaksi kuin valittu yhtiön toimin-  
nan vakauttaminen ja sen osittainen realisointi.  
Solidium sai Tampellasta takaisin Spondan myyn-  
nin yhteydessä hieman enemmän kuin oli yhti-  
öön omana pääomana ja lainoina sijoittanut.  
Suomen Pankin välittömäksi tappioksi Tampel-  
lan omistuksesta jäi SKOPin kautta haltuunoton  
yhteydessä myönnetty 1.5 mrd. markan akordi.

### **Kiinteistökauppa kävi hitaasti**

Kiinteistömarkkinoiden pitkäaikaiseksi osoittau-  
tuneen taantuman vuoksi Spondalle siirrettyä  
kiinteistöomaisuutta ei ollut mahdollista olennai-  
silta osiltaan realisoida Suomen Pankin omistus-  
aikana. Strategiana olikin aktiivisen myyntityön  
lisäksi nostaa kiinteistöjen vuokrausastetta ja  
saada ne muutenkin pitkällä näkemällä myynnin  
mahdollistavaan kuntoon.

Tampellan myynnin helpottamiseksi Sponda  
osti Tampellalta sen teolliseen toimintaan suo-  
raan kuulumatonta omaisuutta, lähinnä kiinteis-  
töjä hieman yli 400 milj. markalla. Tärkeimmät  
tähän kokonaisuuteen kuuluneet kohteet olivat  
Tampellan pääkonttorikiinteistö, osuus isoon  
Tampereen ydinkeskustassa olevaan tonttiin ja  
muutamat teollisuuskiinteistöt.

Huonosta markkinatilanteesta huolimatta  
Sponda sai myydyksi kymmenkunta kiinteistöä  
ja niistä tuloutui yhteensä runsaat 700 milj. mk.  
Kiinteistöjen myymiseksi tehtiin useita erityyppi-  
isiä yrityksiä ja mm. valmisteltiin suhteellisen  
pitkälle suunnitelma kiinteistöjen arvopaperista-  
miseksi kiinteistösijoitusyhtiömallin mukaisesti,  
mikä saattaa toteutua myöhemmin.

Sponda sovelsi kiinteistöjen arvostukseen  
tavanomaista suurempaa varovaisuutta. Tämän ja

hyvän vuokrausasteen ansiosta Spondan kotimaisten kiinteistöjen nettotuotto kirjanpitoarvoille oli vuodenvaihteessa 1995/1996 lähes 7 %.

Merkittävä osa SKOPin haltuunotosta Suomen Pankille lopullisesti aiheutuneista tappioista on peräisin kiinteistöomistuksesta. Kiinteistöjen arvonalennusten vuoksi Suomen Pankki joutui konvertoimaan Spondalle myöntämiään osakaslainoja omaksi pääomaksi 1.2 mrd. markalla. Siitä huolimatta Spondan myynnin yhteydessä käytetty kiinteistöjen arvo jonkin verran alitti vastaavan kirjanpitoarvon.

### **Osakekauppa tuotti katetta muun omaisuuden tappioille**

Osakkeiden osalta Spondan strategisena lähtökohtana oli pyrkimys irrottautua omistuksista aktiivisesti, mutta niin hyvään hintaan kuin mahdollista ja markkinoihin tarpeettomasti vaikuttamatta. Myös osakkeiden myynti osoittautui huomattavan pitkäaikaiseksi tehtäväksi. Kauppaa voitiin kuitenkin käydä pääosin voitollisesti ja näin saatiin katetuksi osa muun haltuunotetun omaisuuden aiheuttamista tappioista. Sponda myi Suomen Pankin omistusaikana osakkeita yli 5 mrd. markalla, ja tästä tuloutui voittoa lähes 2 mrd. mk. Luvuissa ovat mukana myös ne osakekaupat, joita tehtiin Tampellan toimialayhtiöiden myynnin yhteydessä saaduilla Valmetin ja Enso-Gutzeitin osakkeilla.

### **Loput omaisuudesta siirrettiin vihdoin valtiolle**

Eduskunnan pankkivaltuusto esitti Suomen Pankin johtokunnan aloitteen perusteella vuoden 1995 lopulla, että valtioneuvosto ryhtyisi viipymättä toimiin Sponda-konsernissa jäljellä olleen omaisuuden siirtämiseksi valtion vastuulle ja pankille aiheutuneiden korkokustannusten korvaamiseksi.

Valtioneuvosto teki vuoden 1996 alussa pankkivaltuuston esityksen perusteella periaatepäätöksen omaisuuden siirrosta ja korkokustannusten korvaamisesta, minkä jälkeen Suomen Pankin ja valtiovarainministeriön virkamiestyöryhmä selvitti omaisuuden käyvät arvot ja korkokustannusten suuruuden. Lopulta valtioneuvosto päätti eduskunnan antamin periaatevaltuuksin, että valtio ostaa Spondan osakkeet Suomen Pankilta ja ottaa vähitellen vastatakseen Suomen Pankin Sponda-konsernille myöntämistä osakaslainois-

ta. Samalla sovittiin Suomen Pankille tulevan osittaisen korkokorvauksen suuruudesta. Eduskunta on antanut periaatehyväksymisensä Spondan kaupalle ja kauppahinnan ensimmäisen osan rahoittamiselle valtion budjetista. Loppuosa tarvittavista valtuuksista ja määrärahoista sisältyy syksyn lisäbudjettiin.

Spondan osakkeiden kauppahinta perustui työryhmän arvioimiin varovaisiin käypiin arvoihin ja eräiltä osin niihin sovittuihin tarkistuksiin siten, että Spondan varallisuuden kokonaisarvoksi tuli 5.7 mrd. markkaa, mikä osakaslainojen vähentämisen jälkeen johti 1.2 mrd. markan kauppahintaan.

Suomen Pankille on työryhmän selvityksen mukaan aiheutunut SKOPin omaisuuden haltuunotosta noin 2.7 mrd. markan korkomenetykset. Ne johtuvat siitä, että omaisuudenhoito-yhtiöt eivät ole juurikaan kyenneet maksamaan korkoa Suomen Pankin myöntämille osakaslainoille. Suomen Pankin ja valtioneuvoston kesken on sovittu, että korkokorvaus olisi 1.8 mrd. markkaa, eli se kattaisi noin kaksi kolmannesta Suomen Pankin korkomenetyksistä.

### **Suomen Pankin tappioksi 5 miljardia**

Suomen Pankin tappio koko SKOPin haltuunotosta on seuraavan laskelman mukainen:

	Mrd. mk
Sitoutunut haltuunoton yhteydessä	15.6
Palautunut	-5.8
Korkomenetykset	2.7
Sitoutuneena valtiolle myytäessä	12.5
<b>Valtiolta</b>	
Osakaslainat	-4.3
Korkokorvaus	-1.8
Spondan osakkeista	-1.2
<b>Suomen Pankin lopullinen kokonaistappio</b>	<b>5.0</b>

Käytännössä Suomen Pankin tappio merkitsee sitä, että pankin oma pääoma ja varaukset ovat tappion verran pienemmät kuin ne olisivat ilman tappiota.

### **Loppuarvio**

Suomen Pankin omistusaika osoittautui alun perin ennakoitua pitemmäksi. Haltuunoton yhteydessä ei myöskään osattu arvioida SKOPin vaikeuksien suuruutta eikä sitä, että merkittäviä on-

gelmia oli laajasti muuallakin pankkisektorissa. Näiden ratkaisemiseksi valtio käytti tarkoitusta varten perustettua vakuusrahasto-organisaatiota.

Omaisuus on nyt saatettu valtion omistukseen, jonne se alun perinkin olisi kuulunut. Koska omaisuus on siirron yhteydessä arvostettu varovaisesti eikä siihen sisälly suurta ongelmaosuutta, voidaan ennakoida, että valtio saa omaisuudesta sijoituksensa pois ja ehkä voittoakin, vaikka erityisesti kiinteistöjen osalta tarvittaneen kärsivällisyyttä ja pitkää mieltä.

Tulevassa talous- ja rahaliittoon liittyvässä Euroopan keskuspankkijärjestelmässä SKOPin haltuunoton kaltainen keskuspankin mukaantulo ei tule olemaan lainkaan mahdollinen. On selvää, että kaikissa tapauksissa keskuspankin on väistämättä hyvin hankala toimia sen varsinaiseen tehtävään kuulumattomassa roolissa. ■

- Asiasanat: pankkikriisi, omaisuudenhoitoyhtiöt, Sponda, SKOP

# Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita koskevia toimenpiteitä

## Tammikuu

### Valtion ja Suomen Pankin väliset vastuusuhteet

Hallituksen talouspoliittinen ministerivaliokunta teki 9.1.1996 seuraavat periaatepäätökset:

- Skopin kiinteistö- ja osakeomaisuutta hoitamaan perustettu Suomen Pankin omistama Sponda-konserni siirretään valtioneuvoston alaisuuteen.
- Valtio maksaa Suomen Pankille ns. metalliraha-vastuusta aiheutuvan noin 2 mrd. markan velkansa.

Tarvittavat toimenpiteet valmistellaan vuoden 1996 ensimmäiseen lisätalousarvioon.

### Valtion vakuusrahasto

Hallituksen talouspoliittinen ministerivaliokunta päätti 9.1.1996 esittää valtion vakuusrahaston siirtämistä valtioneuvoston alaisuuteen huhtikuun alusta lukien.

## Helmikuu

### Peruskorkoa alennettiin

Eduskunnan pankkivaltuusto alensi Suomen Pankin peruskoron 4.75 prosentista 4.50 prosenttiin 1.2.1996.

## Maaliskuu

### Huutokauppakorkoa laskettiin

Suomen Pankki laski 13.3.1996 huutokauppakoron 4.25 prosentista 3.75 prosenttiin. Samalla pankkien Suomen Pankissa pitämille ylimääräisille talletuksille maksettava korko laskettiin 2.25 prosentista 1.75 prosenttiin.

## Toukokuu

### Valtion vakuusrahasto valtioneuvoston alaisuuteen

Valtion vakuusrahaston omien toimielinten toiminta ja henkilöstön työsuhteet päättyivät 1.5.1996. Rahasto siirrettiin eduskunnan alaisuudesta valtioneuvoston alaisuuteen ja sen tehtävien hoito siirrettiin valtiovarainministeriöön, jonne myös rahaston henkilöstö siirtyi.

## Spondan myynti valtiolle

Suomen valtio osti 23.5.1996 Suomen Pankilta Sponda Oy:n koko osakekannan 1 248 milj. markan kauppahintaan. Suomen Pankki perusti Spondan 1991 hoitamaan Skopilta siirrettyä kiinteistö- ja osakeomaisuutta sen jälkeen, kun Skop oli ajautunut pahoihin likviditeetti- ja vakavaraisuusongelmiin.

## Kesäkuu

### Rahalakia muutettiin

Rahalain muutos tuli voimaan 10.6.1996. Käytännössä muutos teki mahdolliseksi markan kyttemisen EU:n valuuttakurssimekanismiin ERMiin.

### Huutokauppakorkoa laskettiin

Suomen Pankki laski 14.6.1996 huutokauppakoron 3.75 prosentista 3.60 prosenttiin. Samalla pankkien Suomen Pankissa pitämille ylimääräisille talletuksille maksettava korko laskettiin 1.75 prosentista 1.60 prosenttiin.

## Heinäkuu

### Huutokauppakorkoa laskettiin

Suomen Pankki laski 5.7.1996 huutokauppakoron 3.60 prosentista 3.50 prosenttiin. Samalla pankkien Suomen Pankissa pitämille ylimääräisille talletuksille maksettava korko laskettiin 1.60 prosentista 1.50 prosenttiin.

## Elokuu

### Suomen Pankin ohjeet luottolaitoksille

Suomen Pankki kokosi 1.8.1996 luottolaitoksille annetut rahapolitiikkaa koskevat ohjeet yhtenäiseksi kokoelmaksi ja täsmensi samalla ohjeita joiltakin osin.

### Huutokauppakorkoa laskettiin

Suomen Pankki laski 23.8.1996 huutokauppakoron 3.50 prosentista 3.25 prosenttiin. Samalla pankkien Suomen Pankissa pitämille ylimääräisille talletuksille maksettava korko laskettiin 1.50 prosentista 1.25 prosenttiin.

---

## Syyskuu

### Peruskorkoa alennettiin

Eduskunnan pankkivaltuusto alensi Suomen Pankin peruskoron 4.50 prosentista 4.00 prosenttiin 16.9.1996 alkaen.

### Huutokauppakorkoa laskettiin

Suomen Pankki laski 18.9.96 huutokauppakoron 3.25 prosentista 3.10 prosenttiin. Samalla pankkien Suomen Pankissa pitämille ylimääräisille talletuksille maksettava korko laskettiin 1.25 prosentista 1.10 prosenttiin.

## Lokakuu

### Huutokauppakorkoa laskettiin

Suomen Pankki laski 9.10.1996 huutokauppakoron 3.10 prosentista 3.0 prosenttiin. Samalla pankkien Suomen Pankissa pitämille ylimääräisille talletuksille maksettava korko laskettiin 1.10 prosentista 1.00 prosenttiin.

### Suomi liittyi ERMiin

Suomi liittyi EU:n valuuttakurssimekanismiin ERMiin 14.10.1996.



Suomen Pankki täsmensi helmikuussa 1993 rahapolitiikan tavoitteeksi vakiinnuttaa inflaatio noin kahden prosentin tasolle. Se vastaa keskeisten ERM-maiden hintavakauden tavoitteita. Suomi liittyi Euroopan unionin valuuttakurssimekanismiin ERM:iin 14.10.1996. ERM:ssä mukanaolo ei muuta rahapolitiikan peruslinjausta, joskin se korostaa valuuttakurssivakauden merkitystä. Ecukeskuskurssiksi sovittiin 5.80661 markkaa, ja sitä vastaava keskuskurssi suhteessa Saksan markkaan on 3.04 markkaa. Suomen Pankki on velvollinen huolehtimaan siitä, että markan kurssi suhteessa muihin järjestelmässä mukana oleviin valuuttoihin säilyy ERM:n mukaisissa  $\pm 15$  prosentin vaihteluväleissä.

Suomen Pankilla on käytettävissään seuraavat rahapolitiikan välineet: markkinaoperaatiot, pankkeihin kohdistuva vähimmäisvarantovelvoite ja Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmä.

Markkinaoperaatioilla Suomen Pankki voi vaikuttaa välittömästi omasta aloitteestaan pankkien maksuvalmiuteen, lyhytaikaisesti rahamarkkina-korkoihin ja valuuttakurssiin. Rahamarkkinaoperaatiot tehdään pääsääntöisesti huutokauppoina, ja huutokauppakoron muutokset vaikuttavat välittömästi rahamarkkinakorkoihin ja sitä kautta myös pankkien myöntämien luottojen ja talletusten korkoihin. Valuuttakaupoillaan Suomen Pankki voi halutessaan vaikuttaa valuuttakurssiin.

Vähimmäisvarantovelvoitteella vaikutetaan yhtäältä keskuspankkirahan kysyntään ja toisaalta pankkien luotonantomahdollisuuksiin. Koska keskuspankkiin talletettaville vähimmäisvarannoille ei makseta korkoa, järjestelmä tukee myös keskuspankin kannattavuutta. Vähimmäisvarantotalletusten täyttämisen keskiarvoperiaatteen pohjalta helpottaa pankkien maksuliikenteen hallintaa.

Maksuvalmiusjärjestelmä koostuu keskuspankin tarvittaessa myöntämästä maksuvalmiusluotosta ja keskuspankissa olevista ylimääräisistä talletuksista. Yksittäisen pankin kannalta maksuvalmiusjärjestelmän tärkein tehtävä on turvata pankin maksuvalmius yllättävissä likviditeetin vaihteluissa. Maksuvalmiusluoton ja ylimääräisten talletusten korot, joista keskuspankki päättää, muodostavat yleensä ylä- ja alarajan lyhyimmille markkinakoroille.

Niillä pankeilla, jotka haluavat osallistua Suomen Pankin rahamarkkinaoperaatioihin ja käyttää maksuvalmiusluottoa, on oltava sekkitili keskuspankissa. Näiden tilien kautta pankit pystyvät hoitamaan tehokkaasti ja turvallisesti maksuliikenteensä paitsi Suomen Pankin myös muiden sekkitilinhaltijoiden kanssa.

Peruskorko, josta Suomen Pankki päättää, oli aikaisemmin tärkeä viitekorko, joka kuitenkin on väistymässä markkinaehtoisten korkojen tieltä. Uusien luottojen ja talletusten korkoja määriteltäessä sillä ei ole enää juurikaan käytännön merkitystä.

## Vähimmäisvarantojärjestelmä

Suomen Pankista annetun lain perusteella talletuspankin ja sellaisen ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttorin, joka Suomessa harjoittaa talletuspankkitoimintaa, on pidettävä Suomen Pankissa korotonta vähimmäisvarantoa. Vähimmäisvarannon suuruus voi enimmillään olla 5 % varantovelvollisen vieraan pääoman määrästä. Varantovelvoite määräytyy kuukausittain edellisen kalenterikuukauden viimeisen päivän varantopohjan mukaan. Näin määritelty velvoite täytetään seuraavan kalenterikuukauden aikana. Varantopohjan määräytymisajankohdan ja varantovelvoitteen toteuttamisajankohdan välinen viive on siten noin 60 vuorokautta.

Varantovelvollisuus on porrastettu pankkien varainhankinnan koostumuksen mukaan siten, että mitä rahamaisempaa – eli likvidimpää – jokin erä on, sitä suurempaa varantovelvollisuutta siihen sovelletaan. Varantovelvollisuus on 2 % vaadittaessa maksettaville eli likvideille talletuksille, 1,5 % muille talletuksille ja 1 % muille tase-erille. Lokakuun 1996 lopussa vähimmäisvarantojen summa oli 6.7 mrd. markkaa ja painotettu keskimääräinen varantovelvollisuus 1.6 %.

Pankit, joilla on sekkitili Suomen Pankissa, voivat täyttää velvoitteen siten, että pankin sekkitilin päivittäisten saldojen kuukausikeskiarvo on vähintään vähimmäisvarantovelvoitteen suuruisen. Näin pankit voivat käyttää sekkitileillään olevia varoja maksujen suorittamiseen, kunhan vain varojen kuukausikeskiarvo toteuttaa varantovelvoitteen kuukauden viimeisenä pankkipäi-

vänä. Pankit, joilla ei ole Suomen Pankissa sekkitiliä tai jotka käyttävät toista pankkia keskuspankkinaan, tallettavat vähimmäisvarantonsa erillisille vähimmäisvarantotileille Suomen Pankkiin.

Vähimmäisvarantovelvoite koskee seuraavia pankkeja:

Aktia Sparbank Ab  
 Banque Indosuez Helsingin sivukonttori  
 Citibank International plc Finland Branch  
 Interbank Osakepankki  
 Merita Pankki Oy  
 Okopankki Oy  
 OP-Kotipankki Oy  
 Osuuspankkien Keskuspankki Oy  
 Postipankki Oy  
 Skandinaviska Enskilda Banken,  
 Helsingin sivukonttori  
 Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori  
 Yrityspankki Skop Oy  
 Ålandsbanken Ab  
 Muut osuuspankit ja säästöpankit

### Markkinaoperaatiot

Suomen Pankki vaikuttaa korko- ja valuuttakursikehitykseen markkinaoperaatioillaan eli käymällä valitsemiensa vastapuolten kanssa kaupaa arvopapereilla ja valuutoilla.

Rahamarkkinaoperaatiot voidaan toteuttaa joko kahdenvälisinä rahamarkkinakauppoina tai huutokauppoina. Huutokaupat, joissa Suomen Pankki antaa lainaa pankeille, toteutetaan takaisinmyyntisopimuksin eli ns. repokauppoina, eli lainan vakuutena ovat kaupankäynnin kohteena olevat arvopaperit. Kun Suomen Pankki vähentää pankkien likviditeettiä eli ottaa pankeilta talletuksia, se yleensä myy huutokaupoilla omia sijoitustodistuksiaan.

Määrähuutokaupassa Suomen Pankki ilmoittaa etukäteen huutokauppakoron, ja pankit voivat jättää tarjouksen haluamistaan määristä. Korko- huutokaupassa pankit jättävät tarjouksen sekä koroista että rahamääristä, ja Suomen Pankin huutokauppakorko määritetään hyväksytyjen tarjousten painotettuna keskiarvona. Huutokauppakorko on yhden kuukauden korko, ja se ilmaistaan vuotuisena korkona. Lyhytaikaiset markkinakorot myötäilevät huutokauppakoron kehitystä. Loka-kuun 31. päivänä huutokauppakorko oli 3.0 %.

Rahamarkkinaoperaatioiden vastapuoliksi Suomen Pankki voi hyväksyä ne vähimmäisvarantovelvoitteen alaiset luottolaitokset, joilla Suomen

Pankin mielestä on riittävät edellytykset vastapuolina toimimiseen. Suomen Pankki edellyttää, että vastapuolilla on sekkitili Suomen Pankissa, riittävät tekniset valmiudet ja että ne käyvät aktiivisesti ja merkittävästi kauppaa rahamarkkinoilla. Suorien, kahdenvälisen kauppajen osapuolilta edellytetään lisäksi toimimista rahamarkkinainstrumenttien markkinatakaajana<sup>1</sup> sekä rahamarkkinoiden peli- ja käyttäytymissäntöjen noudattamista. Suomen Pankki voi harkintansa mukaan hyväksyä vastapuoliksi myös muita markkinaosapuolia kuin vähimmäisvarantovelvoitteen alaisia luottolaitoksia.

Rahamarkkinaoperaatioiden vastapuoliksi on hyväksytty seuraavat pankit:

Aktia Sparbank Ab  
 Merita Pankki Oy  
 Osuuspankkien Keskuspankki Oy  
 Postipankki Oy  
 Skandinaviska Enskilda Banken,  
 Helsingin sivukonttori  
 Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori  
 Ålandsbanken Ab

Suomen Pankin tekemissä suorissa rahamarkkinakaupoissa kaupan kohteeksi hyväksytään normaalisti valtion velkasitoumukset ja Suomen Pankin sijoitustodistukset. Erityistapauksissa voidaan hyväksyä myös muita rahamarkkinapapereita.

Repokaupoissa materiaaliksi hyväksytään Suomen Pankin sijoitustodistukset, valtion velkasitoumukset, Arsenalin velkasitoumukset, valtion viitelainat sekä rahamarkkinavastapuolina toimivien pankkien liikkeeseen laskemat sijoitustodistukset.

Repokaupoissa arvopaperit aliarvostetaan liikkeeseenlaskijan ja maturiteetin mukaan seuraavasti:

Liikkeeseenlaskija	Arvopaperilaji	Maturiteetti: Yli alle 12 kk	12 kk
Suomen Pankki valtio	sijoitustodistukset	0 %	
	velkasitoumukset	0 %	
	viitelainat	0 %	5 %
Arsenal pankit	velkasitoumukset	5 %	
	sijoitustodistukset	5 %	

<sup>1</sup> Markkinatakaajana toimiminen tarkoittaa, että vastapuoli pystyy antamaan sitovat osto- ja myyntinoteeraukset kaupankäynnin kohteina oleville arvopapereille tai valuutoille.

Suomen Pankki tekee valuuttakauppoja pankkien kanssa ensisijaisesti silloin, kun se haluaa vaikuttaa valuuttakurssiin. Suomen Pankki pyrkii tasaamaan suuret kurssivaihtelut, ja ollessaan ERMissä Suomen Pankki on velvollinen huolehtimaan siitä, että markan arvo suhteessa muihin järjestelmässä mukana oleviin valuuttoihin pysyy sallituissa  $\pm 15$  prosentin vaihteluväleissä. Lisäksi Suomen Pankki vaihtaa valtion ulkomailta lainaamat valuutat markoiksi ja myy valtiolle lainojen kuoletuksiin ja korkomaksuihin tarvittavat valuutat.

Valuuttakauppojen vastapuolilta Suomen Pankki edellyttää, että ne toimivat Suomen markan markkinatakaajina. Valuuttaoperaatioiden vastapuoliksi on hyväksytty seuraavat pankit:

Merita Pankki Oy  
Osuuspankkien Keskuspankki Oy  
Postipankki Oy  
Skandinaviska Enskilda Banken,  
Helsingin sivukonttori  
Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori

### **Maksuvalmiusjärjestelmä**

Kaikille vähimmäisvarantovelvoitteen alaisille luottolaitoksille, joilla on sekkitilioikeus Suomen Pankissa, voidaan hakemuksesta myöntää myös oikeus osallistua maksuvalmiusjärjestelmään. Maksuvalmiusjärjestelmä antaa pankeille mahdollisuuden saada Suomen Pankista joko maksuvalmiusluottoa tai korkoa ylimääräisille talletuksille.

Maksuvalmiusluotolle vaaditaan täysimääräinen vakuus ja maksuvalmiusluotosta perittävä korko on sidottu Suomen Pankin huutokauppakorkoon. Lokakuun 31. päivänä maksuvalmiusluoton korko oli 5.0 % eli ero huutokauppakorkoon oli 2 prosenttiyksikköä. Maksuvalmiusluoton maturiteetti voi olla 1 päivä tai 7, 14, 21 tai 28 päivää. Maturiteetista ja muista ehdoista päättää Suomen Pankki. Lokakuusta 1992 alkaen maturiteetti on ollut 7 päivää.

Jos pankin sekkitilin päivittäisten saldojen kuukausikeskiarvo ylittää pankin vähimmäisvarantovelvoitteen, pankilla on ns. ylimääräisiä talletuksia. Suomen Pankki voi maksaa näille talletuksille erikseen määräämäänsä korkoa, joka oli lokakuun 31. päivänä 1.0 %.

Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmässä ovat mukana seuraavat pankit:  
Aktia Sparbank Ab

Banque Indosuez Helsingin sivukonttori  
Citibank International plc Finland Branch  
Interbank Osakepankki  
Merita Pankki Oy  
Osuuspankkien Keskuspankki Oy  
Postipankki Oy  
Skandinaviska Enskilda Banken,  
Helsingin sivukonttori  
Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori  
Yrityspankki Skop Oy  
Ålandsbanken Ab

### **Sekkitilijärjestelmä**

Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä on keskeinen osa Suomen maksu- ja selvitysjärjestelmää. Siinä suoritettavat maksut voidaan jakaa kolmeen pääryhmään. Ensinnäkin sen kautta kulkevat Suomen Pankin ja pankkien välisistä tapahtumista aiheutuvat liiketoimet eli rahapolitiikkaan ja rahahuoltoon liittyvät maksut. Toiseksi järjestelmässä suoritetaan pankkien keskinäisiin liiketoiimiin liittyvät maksut. Kolmanteen ryhmään kuuluvat selvitysjärjestelmiin liittyvät maksut, mm. pankkien välisen maksuliikenteen clearingkatteet ja Helsingin Rahamarkkinakeskuksen ja Helsingin Arvopaperipörssin kaupankäynnin selvitukseen liittyvät maksut.

Suomen Pankki voi hakemuksesta myöntää sekkitilioikeuden kaikille vähimmäisvarantovelvoitteen alaisille kotimaisille ja Suomeen sijoituneille ulkomaisille luottolaitoksille, jotka täyttävät tietyt vähimmäisvaatimukset. Luottolaitoksen on oltava Rahoitustarkastuksen tai siihen rinnastettavissa olevan julkisen valvonnan alainen. Sen tulee täyttää lain mukaiset vakavaraisuusvaatimukset ja sen omien varojen on oltava vähintään 30 milj. markkaa. Erityisistä syistä Suomen Pankki voi harkintansa mukaan avata sekkitilin myös muille rahoitusmarkkinoilla toimiville instituutioille.

Vähimmäisvarantovelvoitteen alaisen luottolaitoksen sekkitilille voidaan hakemuksesta myöntää päivänsisäinen luotto-oikeus. Kaikkien luotto-oikeuden hakijoiden on toimitettava Suomen Pankille ohjeiden mukainen vakuus koko luottolimiitin määrälle.

Sekkitilinhaltijoilla on käytössään työasemasovellus, joka tietoliikenneverkon kautta on reaaliaikaisessa yhteydessä Suomen Pankin sekkitilitietokantaan. Työasemien välityksellä tilinhaltijat hoitavat itse maksunsa muille Suomen Pankin sekkitilinhaltijoille.

Sekkitilioikeus on seuraavilla:  
Aktia Sparbank Ab  
Banque Indosuez Helsingin sivukonttori  
Citibank International plc Finland Branch  
Helsingin Arvopaperipörssi Oy  
Helsingin Rahamarkkinakeskus Oy  
Interbank Osakepankki  
Merita Pankki Oy  
OmaisuuDENhoitoyhtiö Arsenal Oy  
Osuuspankkien Keskuspankki Oy  
Postipankki Oy  
Skandinaviska Enskilda Banken,  
Helsingin sivukonttori  
SOM, Arvopaperi- ja johdannaispörssi,  
selvitysytio  
Suomen Vientiluotto Oy

Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori  
Yrityspankki Skop Oy  
Valtiokonttori  
Valtion vakuusrahasto  
Ålandsbanken Ab

#### **Peruskorko**

Suomen Pankin peruskorosta päättää eduskunnan pankkivaltuusto Suomen Pankin johtokunnan tekemän esityksen perusteella. Peruskorko on eräs markkinoiden käyttämä viitekorko; noin 22 % talletus- ja noin 20 % luottokannan koroista, mutta vain 1.2 % uusien luottojen koroista on sidottu peruskorkoon (lokakuu 1996). Syyskuun 16. päivästä 1996 alkaen peruskorko on ollut 4.0 %.

# Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja

Suomen Pankin julkaisuista on saatavissa täydellinen luettelo osoitteesta Suomen Pankki, Asiakirjapalvelut/osoiterekisteri, PL 160, 00101 Helsinki, puh. (90) 1831.

## Sarjajulkaisuja

### Sarja A ISSN 1238-1683

A:95

Jouko Rautava (toim.) **Russia's Financial Markets and the Banking Sector in Transition.** Kokoomateos. 1996. 201 s. ISBN 951-686-489-9.

A:96

Paavo Peisa (toim.) **Euro – yhteinen raha.** Kokoomateos. 1996. 162 s. ISBN 951-686-499-6.

A:97

Juhani Hirvonen – Matti Virén **Käteisrahan käyttö suomalaisissa yrityksissä.** 1996. 78 s. ISBN 951-686-510-0.

A:98

Jarmo Kariluoto **Finland's Balance of Payments: Compilation methods, sources of information and the time series for 1975 to 1992.** 1996. 182 s. ISBN 951-686-522-4.

### Sarja E ISSN 1238-1691

E:4

Sinimaaria Ranki **Realignment Expectations in the ERM: Causes and Measurement.** 1996. 164 s. ISBN 951-686-507-0.

E:5

Juhana Hukkinen **Kilpailukyky, ulkomaankaupan rakenne ja taloudellinen kasvu.** 1996. 134 s. ISBN 951-686-512-7.

E:6

Eelis Hein **Deposit Insurance: Pricing and Incentives.** 1996. 120 s. ISBN 951-686-517-8.

## Keskustelualoitteita

ISSN 0785-3572

1/96

Kari T. Sipilä **A Data Communication Network for Administrative Purposes within the EU.** 1996. 53 s. ISBN 951-686-492-9.

2/96

Veikko Saarinen – Kirsti Tanila – Kimmo Virolainen **Payment and Settlement Systems in Finland 1995.** 1996. 60 s. ISBN 951-686-493-7.

3/96

Harri Kuussaari **Systemic Risk in the Finnish Payment System: an Empirical Investigation.** 1996. 32 s. ISBN 951-686-494-5.

4/96

Janne Lauha **OTC-johdannaiset ja Suomen oikeus.** 1996. 98 s. ISBN 951-686-495-3.

5/96

Jukka Ahonen – Ilmo Pyyhtiä **Suomen teollisuuden rakenne ja häiriöalttius suhteessa muihin EU-maihin.** 1996. 37 s. ISBN 951-686-496-1.

6/96

Pekka Ilmakunnas – Jukka Topi **Microeconomic and Macroeconomic Influences on Entry and Exit of Firms.** 1996. 33 s. ISBN 951-686-497-X.

7/96

Jaakko Autio **Korot Suomessa 1862–1952.** 1996. 55 s. ISBN 951-686-498-8.

8/96

Vesa Vihriälä **Theoretical Aspects to the Finnish Credit Cycle.** 1996. 63 s. ISBN 951-686-500-3.

9/96

Vesa Vihriälä **Bank Capital, Capital Regulation and Lending.** 1996. 52 s. ISBN 951-686-501-1.

- 10/96  
Vesa Vihriälä **Credit Growth and Moral Hazard. An Empirical Study of the Causes of Credit Expansion by the Finnish Local Banks in 1986–1990.** 1996. 53 s. ISBN 951-686-502-X.
- 11/96  
Vesa Vihriälä **Credit Crunch or Collateral Squeeze? An Empirical Analysis of Credit Supply of the Finnish Local Banks in 1990–1992.** 1996. 50 s. ISBN 951-686-503-8.
- 12/96  
Peter Redward **Structural Reform in New Zealand: A Review.** 1996. 35 s. ISBN 951-686-504-6.
- 13/96  
Kaare Guttorm Andersen – Karlo Kauko **A Cross-Country Study of Market-Based Housing Finance.** 1996. 45 s. ISBN 951-686-505-4.
- 14/96  
Kristina Rantalainen **Valtion luotonotto ja velkapaperimarkkinat Italiassa.** 1996. 29 s. ISBN 951-686-506-2.
- 15/96  
Tuomas Saarenheimo **Monetary Policy for Smoothing Real Fluctuations? – Assessing Finnish Monetary Autonomy.** 1996. 36 s. ISBN 951-686-508-9.
- 16/96  
Mikko Ayub **Eläkerahoitus ja talouskasvu. Taloutta kohtaavien sokkien vaikutus kasvuun ja hyvinvointiin osittain rahastoivassa eläkejärjestelmässä.** 1996. 72 s. ISBN 951-686-509-7.
- 17/96  
Veikko Saarinen **Maksujärjestelmät ja -välineet Suomessa.** 1996. 34 s. ISBN 951-686-511-9.
- 18/96  
Antti Ripatti **Stability of the Demand for M1 and Harmonized M3 in Finland.** 1996. 31 s. ISBN 951-686-513-5.
- 19/96  
Juha Seppälä – Petri Viertiö **The Structure of Interest Rates: Estimation and Interpretation.** 1996. 55 s. ISBN 951-686-514-3.
- 20/96  
Jukka Ahonen **Suomen Pankki ja tiedotusvälineet – virkamiesten ja taloustoimittajien vuorovaikutus.** 1996. 51 s. ISBN 951-686-515-1.
- 21/96  
Matti Ahokas – Harri Kuussaari – Kimmo Viro-lainen **Johdannaismarkkinat. Maailmanlaajuinen keskuspankkikysely.** 1996. 43 s. ISBN 951-686-516-X.
- 22/96  
Peter Redward – Tuomas Saarenheimo **From Policy Rate to Market Rates: An Empirical Analysis of Finnish Monetary Transmission.** 1996. 29 s. ISBN 951-686-518-6.
- 23/96  
Juhana Hukkinen – Matti Virén **Assessing the Forecasting Performance of a Macroeconomic Model.** 1996. 22 s. ISBN 951-686-519-4.
- 24/96  
Pertti Pylkkönen **Suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta.** 1996. 54 s. ISBN 951-686-520-8.
- 25/96  
Panu Poutvaara **Pörssikurssien kehitys Suomessa 1896–1929: Uudet indeksisarjat ja niiden tulkinta.** 1996. 53 s. ISBN 951-686-521-6.

1/96

Juhani Laurila **Payment Arrangements among Economies in Transition: the Case of the CIS.** 23 s.; Sergei Sutyryin **Problems and Prospects of Economic Reintegration within the CIS.** 17 s.; Viktor V. Zakharov – Sergei F. Sutyryin **Manager Training – Another Emerging Market in Russian Educational Services.** 9 s.

2/96

Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys vuonna 1995.** 12 s.; Juhani Laurila **Katsaus lähialueisiin.** 28 s.; Iikka Korhonen **Baltian vuosikatsaus.** 10 s.; Pekka Sutela **Ukrainan ja Valkovenäjän taloudet vuonna 1995.** 10 s.; Vesa Korhonen **Itäisen Euroopan siirtymätalouksien kehitys 1995.** 17 s.; Tilastotietoja.

3/96

Niina Pautola **Intra-Baltic Trade and Baltic Integration.** 12 s.; Vesa Korhonen **The Baltic Countries' Changing Foreign Trade Patterns and the Nordic Connection.** 16 s.; Iikka Korhonen **Banking Sectors in Baltic Countries.** 22 s.

4/96

Niina Pautola **Trends in EU-Russia Trade, Aid and Cooperation.** 16 s.; Niina Pautola **The Baltic States and the European Union – on the Road to Membership.** 20 s.; Elena G. Efimova – Sergei F. Sutyryin **The Transport Network Structure of the St.Petersburg Region and its Impact on Russian-Finnish Economic Cooperation.** 11 s.; Iikka Korhonen **An Error Correction Model for Russian Inflation.** 10 s.

5/96

Juhani Laurila – Inkeri Hirvensalo **Direct Investment from Finland to Eastern Europe; Results of the 1995 Bank of Finland Survey.** 21 s.; Tatiana Popova – Merja Tekoniemi **Social Consequences of Economic Reform in Russia.** 26 s.; Iikka Korhonen **Dollarization in Lithuania.** 7 s.

## Julkaisujen tiivistelmiä

### Sarjajulkaisuja

#### **Finland's Balance of Payments: Compilation methods, sources of information and the time series for 1975 to 1992**

Jarmo Kariluoto  
A:98

Julkaisu on englanninkielinen lyhennelmä tekijän aikaisemmin Suomen Pankin A-sarjassa ilmestyneestä suomenkielisestä selvityksestä (Suomen maksutase. Laadintamenetelmät, tiedonhankinta ja vuosien 1975–92 aikasarjat. Suomen Pankki A:93). Siinä kuvataan Suomen maksutaseen laadintamenetelmät ja tietolähteet sekä esitellään uudistetut maksutaseen tilastoajasarjat vuodesta 1975 lähtien. Lisäksi tarkastellaan perusaisteistojen laadunvalvontaa ja arvioidaan julkaistujen maksutasetilastojen laatua. Erityisaiheina tutkitaan ulkomaisen nettovelan muutosten jakautumista eri osatekijöihinsä ja selvitetään näistä varsinaisiin maksutaseen virtoihin kuuluttomien tekijöiden (ns. arvostustekijöiden) määräytymistä.

Suomen maksutasetilastointia on uudistettu merkittävästi viime vuosina. Tilastointiin on erityisesti vaikuttanut valuutansäännöstelyn purkaminen 1990-luvun alkuun mennessä. Sen seurauksena tiedonhankinnassa on laajalti siirrytty uusiin, varta vasten maksutasekäyttöön suunniteltuihin kyselyihin.

Suomen maksutasetilastojen laatu on säilynyt varsin hyvänä selvityksen kattamalla aikavälillä. Tilastoinnin virheitä ja puutteellisuuksia kuvaava erä on pysynyt kooltaan miltei poikkeuksetta kansainvälisesti hyväksytyyn vaihteluvälin rajoissa. 1990-luvulle tultaessa tilanne on kuitenkin muuttunut sikäli, että tilastoinnissa olisi entistä enemmän kiinnitettävä huomiota arvopapereiden hintojen vaihteluun. ■

- Asiasanat: maksutase, vaihtotase, pääomatase, rahoitustase, ulkomainen nettovelka

**Kilpailukyky, ulkomaankaupan rakenne ja taloudellinen kasvu**  
Juhana Hukkinen  
E:5

Vakiomarkkinaosuusanalyysin avulla pyritään mittaamaan hyödyke- ja maarakenteeseen liittyvistä tekijöistä puhdistettua markkinaosuuskehitystä ja tarkistamaan, seuraako tämä kilpailukykyä paremmin kuin rakennepuhdistamaton markkinaosuuskehitys. Tässä tutkimuksessa kehitellään vakiintunutta vakiomarkkinaosuusanalyysia, jota sitten sovelletaan teollisuusmaiden ulkomaankaupasta kerättyyn laajaan havaintoaineistoon.

Tutkimustulosten mukaan Suomen viennin rakenne on ollut jo pitkään epäedullinen viennin ja markkinaosuuden kasvun kannalta. Tästä huolimatta markkinaosuuksia pystyttiin voimakkaasti lisäämään varsinkin 1970-luvun jälkipuoliskolla. 1980-luvulla sekä rakenteelliset vaikutukset että markkinaosuuksien muutokset olivat pieniä, mutta 1990-luvun alussa sekä viennin rakenne että rakennepuhdistettujen markkinaosuuksien muutokset vaikuttivat Suomen viennin voimakkaan negatiivisesti.

Kansainvälisessä vertailussa osoittautuu, että rakennetekijöiden puhdistaminen markkinaosuuskehityksestä ei auta tyydyttävästi selittämään havaintoja kilpailukykyyn ilmeisen vähäisestä merkityksestä markkinaosuuskehitykseen eli ns. Kaldorin paradoksia. Maiden mahdollisuudet taloudelliseen kasvuun ulkomaankaupan tasapainon horjumatta ovat pitkällä aikavälillä määrättyneet lähinnä vientisektorin hyödyke- ja maarakenteen eivätkä niinkään hintakilpailukykyyn perusteella. Niillä mailla, joilla rakennetekijät ovat olleet viennin kasvun kannalta positiivisia, on myös taloudellinen kasvu ollut muita maita nopeampaa. ■

- Asiasanat: kilpailukyky, vientimenestys, markkinaosuus, reaalin valuuttakurssi, ulkomaankaupan joustot

**Deposit Insurance:  
Pricing and Incentives**  
Eelis Hein  
E:6

Tutkimuksessa analysoidaan talletussuojan arvon muodostumista sekä tämän pankeille tarjoa-

mia kannustimia riskinottoon käyttämällä optio-teoreettista lähestymistapaa.

Talletussuojan arvoa voidaan tutkimuksen mukaan säädellä jo nykyisin viranomaisten käytössä olevin keinoin, kuten kassavarantovelvoitteella ja vakavaraisuusvaatimuksella. Viranomaisten odotettu käyttäytyminen kuin myös viranomaisvalvonnan tehokkuus kuitenkin vaikuttavat pankkien riskikäyttäytymiseen ja siten pankkijärjestelmän vakauteen. Uskomukset talletussuojan tosiasiallisen kattavuuden laajenemisesta pankin konkurssitilanteessa, käsitykset tarkastusviranomaisten kyvyttömyydestä selvittää pankin taloudellinen tilanne ja liiketoiminnan riskit sekä talletussuojamaksujen alihinnoittelu suhteessa riskeihin annetulla markkinahintaisella vakavaraisuudella kasvattavat pankkien riskinottohalukkuutta.

Tutkimuksen empiirisessä osassa lasketaan arviot suomalaisten pörssilistattujen pankkien talletussuojan arvolle vuosina 1987–93 hyödyntämällä osakekursseihin sisältyvää informaatiota. Tulosten mukaan talletussuojan arvo on vaihdellut sekä ajassa että pankeittain. Suomalaisilta pankeilta on todennäköisesti myös peritty niiden riskisyyteen nähden liian alhaisia talletussuojamaksuja. ■

- Asiasanat: pankkitoiminta, talletussuoja, riskisensitiivit, optiohinnoittelu, viranomaisten käyttäytyminen

## Keskustelualoitteita

**Stability of the Demand for M1  
and Harmonized M3 in Finland**  
Antti Ripatti  
18/96

Tutkimuksessa selvitetään, ovatko suppean rahan (M1) ja harmonisoidun lavean rahan (M3H) kysyntä olleet vakaita Suomessa 1980-luvun alusta lähtien. Rahan kysynnän teoreettinen malli perustuu raha hyötyfunktiossa -lähestymistapaan, jossa odotettua hyötyään maksimoivan talousyksikön hyvinvointi riippuu kulutuksesta ja rahan hallussapidosta. Mallin pitkän aikavälin tasapainoon liittyvät parametrit estimoidaan käyttäen yhteisintegroitusmenetelmää.



Tarkasteluissa käy ilmi, että suppean rahan kysynnän pitkän aikavälin tasapainoon liittyvät parametrit ovat vakaita yli tarkastelujakson, kun taas harmonisoidun M3:n vastaavat parametrit vaihtelevat selvästi ajassa. Suppean rahan kysynnän ajassa tapahtuvaan sopeutumiseen liittyvät parametrit ovat myös vakaita. Harmonisoidun M3:n parametrit eivät puolestaan ole vakaita. Näiden tulosten valossa M1 saattaisi Suomen kannalta soveltua paremmin välitavoitteeksi kuin harmonisoitu M3H. ■

- Asiasanat: raha hyötyfunktiossa, rakenne-muutos, rahan kysyntä, suppea raha, harmonisoitu M3

### **The Term Structure of Interest Rates: Estimation and Interpretation**

Juha Seppälä – Petri Viertiö  
19/96

Tutkimuksessa esitellään Suomen Pankissa käytössä oleva korkorakenteen estimointimalli sekä arvioidaan sen tuottamia tuloksia. Tutkimuksen ensimmäisessä osassa tarkastellaan kahta yleisesti käytettyä korkorakenteen estimointitapaa, ns. Cubic-Spline-mallia ja Nelson-Siegel-lähestymistapaa. Mallien tuloksia vertaillaan kiinnittämällä erityistä huomiota termiinikorkojen siistiin käyttäytymiseen sekä hintavirheiden jakamaan.

Tutkimuksen toisessa osassa esitellään Suomen Pankissa käytettyä mallia sen vahvuuksia ja heikkouksia vertaillen. Lopuksi käsitellään korkorakenteen tulkintaa inflaatio-odotusten ja ajassa muuttuvien riskipreemioiden kannalta. Tutkimuksen yleinen johtopäätös on, että korkojen liikehännän tarkempi analyysi edellyttää sellaisen kattavan mallin käyttämistä, joka mm. sallii ajassa liikkuvat riskipreemiot ja ottaa huomioon markkinoiden erityispiirteet. ■

- Asiasanat: korkorakenteen estimointi, kuutiosplinit, Nelson-Siegel, termiinikorot, suhteellinen edullisuus, inflaatio-odotukset, ajassa muuttuva riskipremio

### **Suomen Pankki ja tiedotusvälineet – virkamiesten ja taloustoimittajien vuorovaikutus**

Jukka Ahonen  
20/96

Selvityksessä kartoitetaan haastatteluaineiston perusteella Suomen Pankin ja tiedotusvälineiden vuorovaikutusta. Selvitys käsittelee ulkoista viestintää ennen kaikkea rahapolitiikan harjoittamisen näkökulmasta.

Suomen Pankissa haastatellut virkamiehet ovat sisäistäneet hyvin tiedotuksen nykyisen peruslinjauksen, jonka mukaan tiedotus palvelee pääosin rahapolitiikkaa ja on avointa. Keskuspankille avoimuus ja julkisuus on ennen kaikkea toiminnan välineitä, joilla pyritään pankin perustehtävän – hintavakauden – saavuttamiseen. Käytännössä keskuspankin virkamiesten tulkinat viestinnän avoimuudesta kuitenkin vaihtelivat matalaa profiilia suosivasta varsin vapaata talouspoliittista keskustelua puoltavaan näemykseen.

Yleisesti ottaen haastatellut toimittajat pitivät pankkia asiantuntevana ja katsoivat johdon vaihtumisen vuonna 1992 ja siirtymisen uuteen regimiin muuttaneen myös tapaa viestiä rahapolitiikasta – erityisesti avoimempaan suuntaan. Toimittajien näkemyksissä oli vaihtelevuutta: myönteisimmät pitivät pankkia selkeänä viestittäjänä, kielteisimmät taas katsoivat pankin vieläkin turvautuvan osittain epävarmuuttaan koukeroiseen ”munkkilatinaan”. Viestinnän lisääntynyt avoimuus on kaiken kaikkiaan otettu myönteisesti vastaan. ■

- Asiasanat: Suomen Pankki, viestintä, rahapolitiikka, imago, journalismi

### **Johdannaismarkkinat Maailmanlaajuinen keskuspankkikysely**

Matti Ahokas – Harri Kuussaari – Kimmo Virolainen  
21/96

Johdannaisinstrumenttien merkitys keskuspankin näkökulmasta perustuu niiden vaikutuksiin yleis-taloudelliseen toimintaan ja ennen muuta rahoitusjärjestelmän vakauteen ja rahapolitiikan välittymiseen. Kansainvälisen järjestelypankin BIS:in koordinoiman keskuspankkikyselyn tulosten

mukaan OTC- ja pörssijohdannaissopimusten nimellisarvoinen kanta oli vuoden 1995 huhtikuussa 55 716 mrd. dollaria (noin 256 000 mrd. markkaa). Suurista nimellisarvoista huolimatta maailmanlaajuinen OTC-sopimusten nimellistä jälleenhankintakustannusta kuvaava bruttomarkkina-arvo oli vain noin 2 205 mrd. Yhdysvaltain dollaria, mikä on alle 5 % nimellisarvosta.

OTC-markkinat ovat merkittävin kauppapaikka johdannaisinstrumenteille, varsinkin Suomessa. Johdannaismarkkina-aktiiviteetti keskittyy pääasiassa valuutta- ja korkojohdannaisiin. Termini- ja koronvaihtosopimukset olivat selvästi yleisimpiä instrumentteja kaikilla markkinoilla. Johdannaismarkkinoiden toiminta on erittäin kansainvälistä, ja Suomessa ulkomaisten vastapuolien osuus oli keskimääräistä suurempi. Johdannaismarkkinat ovat keskittyneet välittäjille. Se ei ole kuitenkaan johtanut hintariskien keskittymiseen välittäjille, vaan riskit on pääsääntöisesti siirretty eteenpäin toisille loppukäyttäjille. ■

- Asiasanat: johdannaismarkkinat, OTC-johdannaiset, hintariskin välittyminen

**From Policy Rate to Market Rates:  
An Empirical Analysis of  
Finnish Monetary Transmission**  
Peter Redward – Tuomas Saarenheimo  
22/96

Tutkimuksessa tarkastellaan empiirisesti Suomen Pankin huutokauppakoron muutosten välitymistä Suomen talouteen. Työssä keskitytään välitysmekanismien ensimmäiseen vaiheeseen, eli Suomen Pankin toimien vaikutukseen markkinakorkoihin ja markan valuuttakurssiin. Tutkimuksessa haetaan vastausta mm. siihen, miten muutokset Suomen Pankin huutokauppakorossa välittyvät pitemmän juoksuajan korkoihin, sekä siihen, miten ulkomaisten korkojen muutokset vaikuttavat Suomen markkinakorkoihin ja markan valuuttakurssiin. Lisäksi pyritään arvioimaan, miltä osin markkinakorkojen viime vuosien kehitys on seurausta Suomen Pankin toimista.

Tutkimuksen mukaan Suomen Pankin toimenpiteiden vaikutukset rajoittuvat korkokäyrän lyhyeen päähän. Muutokset huutokauppakorossa näyttävät välittävän informaatiota tulevien lyhyi-

den korkojen tasosta noin 12 kuukauden aikavälillä. Toisaalta Suomen pitkät korot näyttävät seuraavan läheisesti tapahtumia kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla eivätkä reagoi systemaattisesti muutoksiin huutokauppakorossa. Tulosten mukaan rahapolitiikan välitön merkitys pitkien korkojen viime vuosien voimakkaassa vaihtelussa on ollut vähäinen. Vaihtelu on pääsääntöisesti ollut seurausta kansainvälisten pitkien korkojen vaihtelusta sekä Suomen talouden tilaa kohtaan tunnetusta luottamuksesta. ■

- Asiasanat: rahapolitiikan transmissio, korkokäyrä, VAR-mallit, Suomi

**Assessing the Forecasting  
Performance of  
a Macroeconomic Model**  
Juhana Hukkinen – Matti Virén  
23/96

Keskustelualoitteessa käsitellään Suomen Pankissa rakennetun neljännesvuosimallin (QMED-mallin) nykyistä versiota. Mallin rakenteen esittelyn lisäksi tutkimuksessa selvitetään mallin käyttöön liittyviä asioita sekä tarkastellaan sen tuottamia stokastisia simulointituloksia. Näillä simuloinneilla pyritään selvittämään mallin perusominaisuuksia ennustekäytössä.

Tuloksista käy ilmi, miten sekä endogeenisiin että eksogeenisiin muuttujiin liittyvät ennakointimattomat satunnaistekijät ilmenevät ennusteiden epävarmuutena. Mallin lineaarisuutta testataan stokastisten simulointien avulla. Ennustekykyä arvioidaan tavanomaiseen tapaan dynaamisten simulointien avulla. Näiden simulointien päätaroituksena on mallin stabiiliusominaisuuksien selvittäminen. Stabiiliutta tarkastellaan tutkimalla simuloitujen arvojen riippuvuutta estimointi-ajanjaksoista ja havaintoajanjaksojen järjestyksestä. ■

- Asiasanat: ennustaminen, makromallit, simulointi

**Suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta**  
Pertti Pylkkönen  
24/96

Tutkimuksen tavoitteena on kuvata suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan jakautumista erilaisiin vaateisiin ja tarkastella, miten vaadejakauma on muuttunut viime vuosina.

Vakuutusyhtiöistä, erityisesti eläkevakuutuslaitoksista, on tullut muutaman viime vuoden aikana suurin sijoittaja valtion markkamääräisillä obligaatiomarkkinoilla.

Vakuutusyhtiöiden merkitys lyhytaikaisilla rahamarkkinoilla ja osakemarkkinoilla ei sen sijaan ole lisääntynyt yhtä paljon. Laskuperustekorkoa alemmat lyhyet korot hillitsevät sijoituksia rahamarkkinoille.

Eläkevakuutusyhtiöiden mahdollisuuksia lisätä osakesijoituksia pyritään tulevaisuudessa parantamaan. Mikäli eläkevakuutusyhtiöiden toimintapääomiin liittyvät ongelmat kyetään ratkaisemaan, osakkeiden osuus eläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa kasvaneen lähivuosina huomattavasti nykyisestä. Myöskin sijoitustoiminnan kansainvälistyminen ja erityisesti EMU:n syntyminen tarjoaisi vakuutusyhtiöille uusia sijoitusmahdollisuuksia. Sijoitussalkun hajauttaminen tulisi entistä helpommaksi ja sijoittamiseen liittyvät transaktiokustannukset alenisivat. ■

- Asiasanat: institutionaaliset sijoittajat, sijoitustoiminta, vakuutusyhtiöt

**Pörssikurssien kehitys Suomessa 1896–1929: Uudet indeksisarjat ja niiden tulkinta**  
Panu Poutvaara  
25/96

Tutkimuksessa esitetään osakkeiden kurssikehitystä Helsingin Arvopaperipörssissä kuvaavat uudet kuukausittaiset indeksisarjat vuosille 1912–29 ja toistetaan aikaisemmin julkaistut vuoden 1939 loppua edeltävää kehitystä kuvaavat Unitas-indeksisarjat. Lisäksi esitetään uusi kolmen suuren pankin osakkeiden hintoja pörssihuutokau-poissa kuvaava indeksi vuosille 1896–1912. Tutkimuksessa selvitetään myös indeksien rakenne

ja kuvataan lyhyesti osakekurssien kehitys vuosina 1912–29. ■

- Asiasanat: Helsingin Arvopaperipörssi, osakeindeksi, osakekurssit

## Idäntalouksien katsauksia

### **Suorat sijoitukset Suomesta Itä-Eurooppaan;**

### **Suomen Pankin vuonna 1995 tekemän kyselyn tulokset**

Juhani Laurila – Inkeri Hirvensalo

### **Social Consequences of**

### **Economic Reform in Russia**

Tatiana Popova – Merja Tekoniemi

### **Dollarization in Lithuania**

Ilkka Korhonen

5/96

Juhani Laurilan ja Inkeri Hirvensalon artikkeli perustuu Suomen Pankin vuonna 1995 tekemään selvitykseen, jossa tutkittiin Suomesta IVY-maihin, Baltiaan ja muihin Itä- ja Keski-Euroopan maihin tehtyjä suoria sijoituksia. Artikkelissa kuvataan loppuvuoden 1994 tilannetta ja tarkastellaan pääosin sijoituksia Viroon ja Venäjälle, jotka ovat Suomesta tehtyjen suorien sijoitusten tärkeimmät kohdemaat Itä-Euroopassa. Suurin osa sijoituksista kohdistui palvelusektoriin ja vain kolmannes teollisuuteen. Suora sijoitus tehtiin suurimmaksi osaksi osakepääoman muotoisena ja vain kolmannes sijoitettiin lainoina. Sijoittajien kokemuksia yritystoiminnasta Venäjällä kuvattiin lähinnä ”välttäviksi” ja Virossa ”tyydyttäväiksi”, mutta byrokratiaa pidettiin toimintaympäristön suurimpana ongelmana sekä Virossa että Venäjällä. ■

- Asiasanat: suorat sijoitukset, Venäjä, Viro, Itä-Eurooppa

Tatiana Popova ja Merja Tekoniemi kirjoittavat Venäjän talousuudistuksen sosiaalisista seurauksista, joista tarkastellaan köyhyyttä, työttömyyttä, terveydenhoidon, kulttuurin ja tieteen tilaa sekä yleistä turvallisuutta (rikollisuus, aseelliset konfliktit). Kaikki käsitellyt osa-alueet ovat talousuudistuksen seurauksena kärsineet valtion

finanssikriisistä ja etenkin siitä, ettei rajallisia varoja ole kohdennettu oikein. Köyhyyden laajuuden määrittelyä vaikeuttaa mm. se, että tilastojen ulkopuolista eriasteista taloudellista toimintaa on ilmeisen paljon. Virallinen työttömyysaste on kasvanut varsin hitaasti, mutta piilo-työttömyys on suurta. Terveystieteiden, tieteen ja kulttuurin tila on merkittävästi heikentynyt ja yleinen turvattomuus lisääntynyt. Maantieteellisesti alueiden väliset erot ovat suuret kaikilla tarkastelualueilla. ■

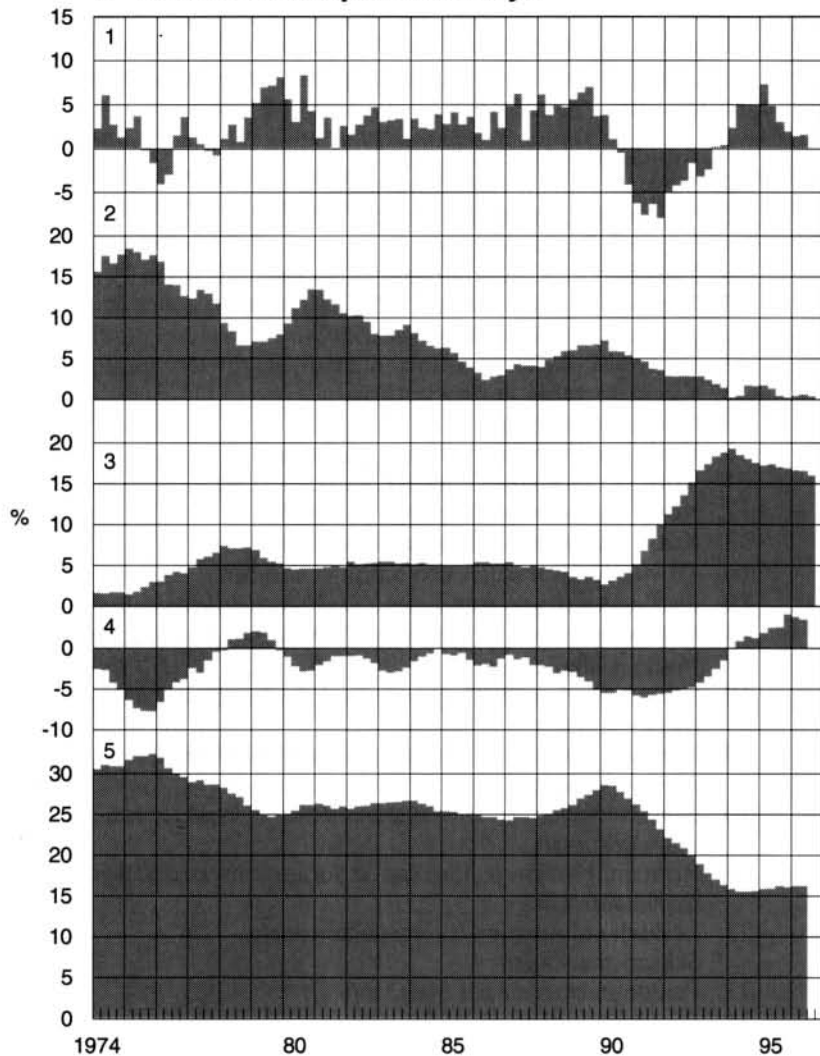
- Asiasanat: sosiaalisektori, köyhyys, työttömyys, terveydenhoito, kulttuuri, tiede, koulutus, rikollisuus, Venäjä

Iikka Korhosen tutkimuksessa selvitetään dollarisatioiden syitä Liettuassa. Dollarisaatioksi määritellään tutkimuksessa vieraan valuutan käyttö sekä vaihdon välineenä että sijoituskohteena. Tutkimuksen empiirisessä osassa havaitaan, että dollarisaatio riippuu hyvin selvästi valuuttojen välisestä korkoerosta. Tämä tulos on sopuoinnissa dollarisaatiota käsittelevän teorian kanssa. Tutkimuksessa havaitaan myös, että taloudellisten toimijoiden sijoitussalkkujen valuuttakokoonpanon sopeuttaminen ei kestä kuukautta kauempaa. ■

- Asiasanat: valuuttasubstituutio, dollarisaatio, Liettua

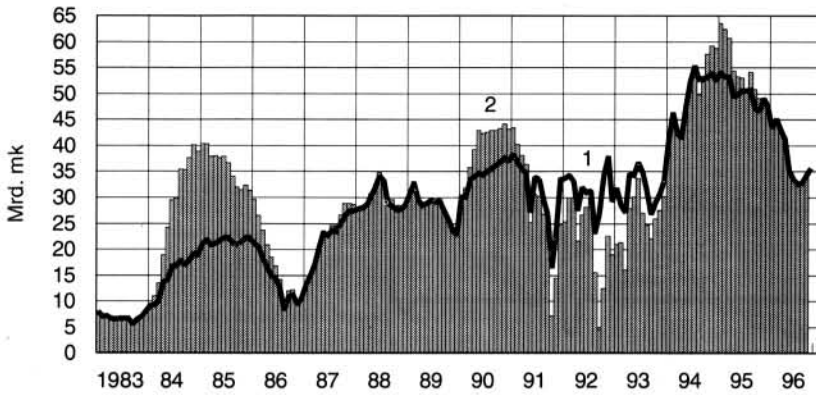
1. Keskeiset tasapainomuuttujat
2. Suomen Pankin valuuttavaranto
3. Valuuttatermiinisopimukset
4. Suomen Pankin korkoja
5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa
6. Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmän korot ja pankkien välinen yön yli -korko
7. Päivittäisiä heliborkorkoja
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja
9. Obligaatiokorkoja
10. Koti- ja ulkomaisia korkoja, päivittäin
11. Koti- ja ulkomaisia korkoja, kuukausittain
12. Koti- ja ulkomaisia korkoja, päivittäin
13. Koti- ja ulkomaisia korkoja, kuukausittain
14. 10 vuoden korkojen ero Saksaan nähden
15. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan
16. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan
17. Markan ulkoinen arvo
18. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkakurssit
19. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkakurssit
20. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkakurssit
21. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkakurssit
22. Eräiden valuuttojen kurssija suhteessa Saksan markkaan
23. Pankkien ottolainaus yleisöltä
24. Pankkien luotot yleisölle
25. Raha-aggregaatit
26. Viitekorkoja
27. Pankkien markkaluottokannan korkosidonnaisuudet
28. Pankkien uusien markkaluottojen korkosidonnaisuudet
29. Pankkien uusien asuntoluottojen korkosidonnaisuudet
30. Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet
31. Pankkien talletuskannan rakenne
32. Pankkien talletuskorot
33. Pankkien markkamääräisen anto- ja ottolainauksen keskikorkoja
34. Pankkien uusien kotitalousluottojen keskikorkoja
35. Vaihtotase
36. Suomen ulkomainen nettovelka
37. Maksutase
38. Valtion velka

# 1. Keskeiset tasapainomuuttujat



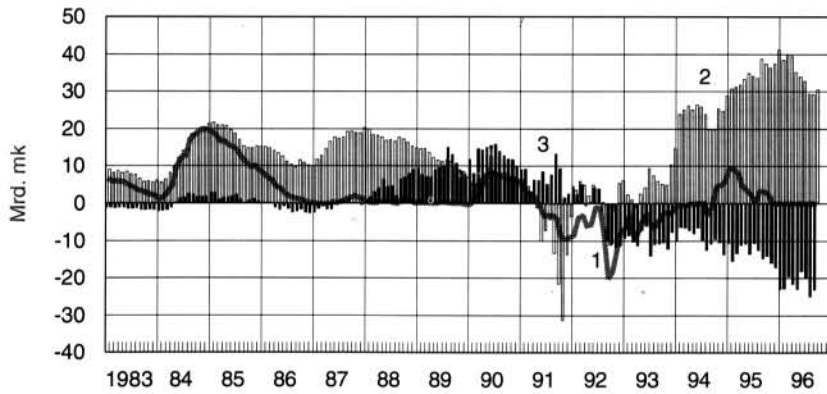
1. BKT, määrän muutos edellisen vuoden vastaavasta neljänneksestä, %
2. Kuluttajahinnat, muutos edellisen vuoden vastaavasta neljänneksestä, %
3. Työttömyysaste, %
4. Vaihtotaseen yli- tai alijäämä, % BKT:sta
5. Kiinteät investoinnit, % BKT:sta

## 2. Suomen Pankin valuuttavaranto



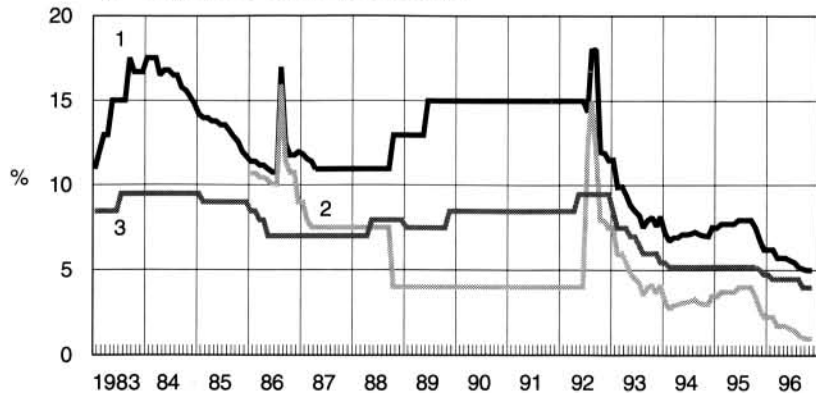
1. Vaihdeettava valuuttavaranto
2. Vaihdeettava valuuttavaranto + termiinasema

## 3. Valuuttatermiinisopimukset



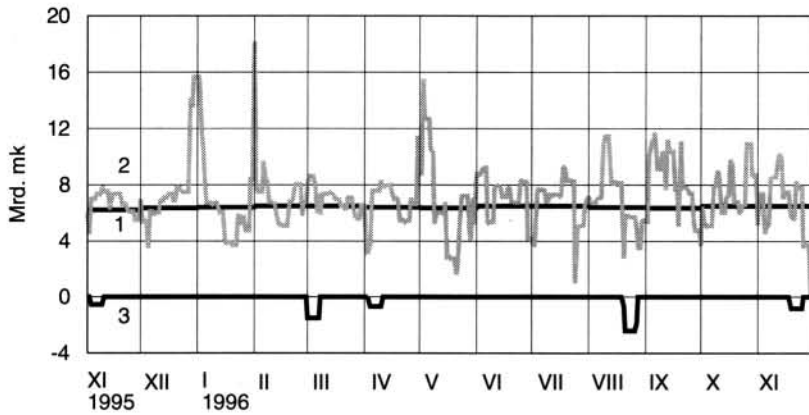
1. Suomen Pankin termiinisopimukset, valuutan netto-ostot
2. Suomalaisen pankkien termiinisopimukset suomalaisten asiakkaiden kanssa, valuutan netto-ostot
3. Suomalaisen pankkien termiinisopimukset ulkomaisten pankkien kanssa, valuutan netto-ostot

## 4. Suomen Pankin korkoja



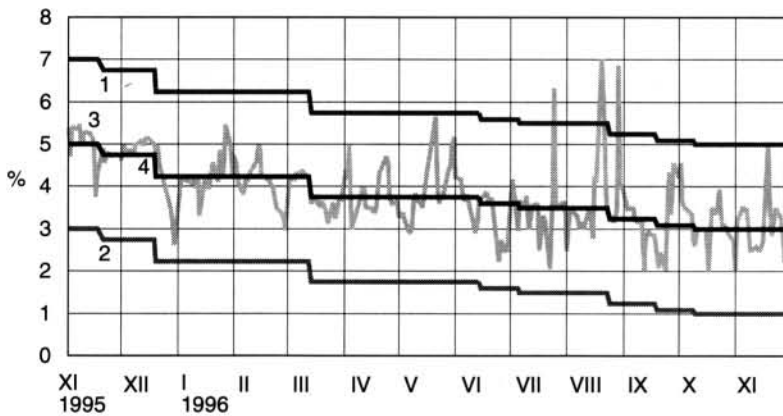
1. Maksuvalmiusluoton korko (ennen 3.7.1992 päiväluottokorko)
2. Ylimääräisten talletusten korko (ennen 2.10.1995 päivätilletuskorko)
3. Peruskorko

## 5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa



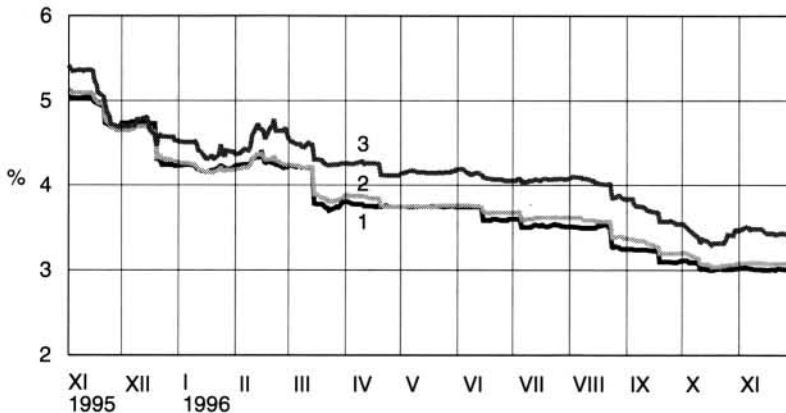
1. Vähimmäisarantovelvoite
2. Vähimmäisarantalletukset (ennen 2.10.1995 päivätalletukset)
3. Maksuvalmiusluotot (-)

## 6. Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmän korot ja pankkien välinen yön yli -korko



1. Maksuvalmiusluoton korko
2. Ylimääräisten talletusten korko (ennen 2.10.1995 päivätalletuskorko)
3. Pankkien välinen yön yli -korko
4. Huutokauppakorko

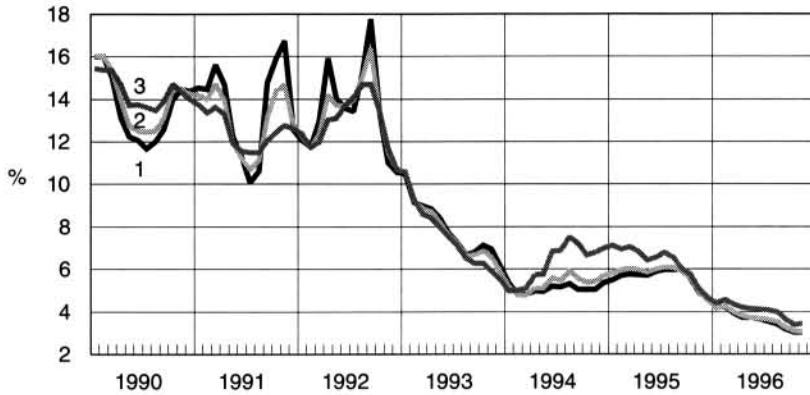
## 7. Päivittäisiä heliborkorkoja



1. 1 kuukauden heliborkorko
2. 3 kuukauden heliborkorko
3. 12 kuukauden heliborkorko



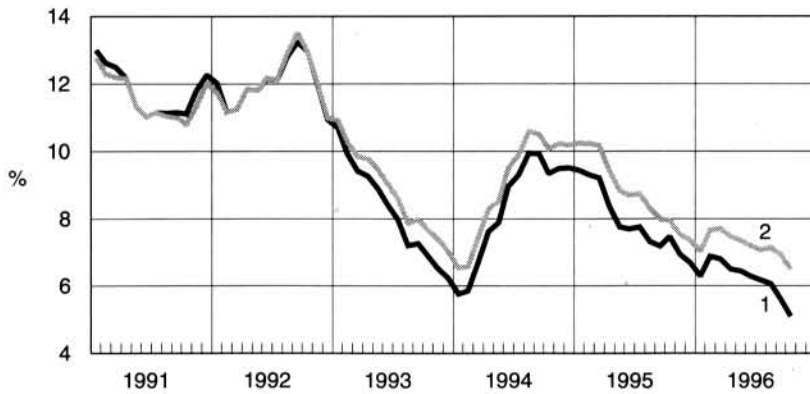
## 8. Kuukausittaisia heliborkkoja



Kuukausikeskiarvoja

1. 1 kuukauden heliborkko
2. 3 kuukauden heliborkko
3. 12 kuukauden heliborkko

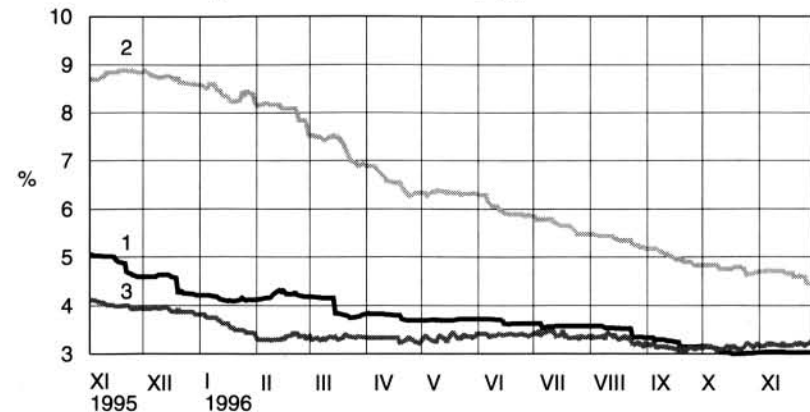
## 9. Obligaatiokorkoja



Kuukausikeskiarvoja

1. Valtion 5 vuoden obligaatioiden tuotto
2. Valtion 10 vuoden obligaatioiden tuotto

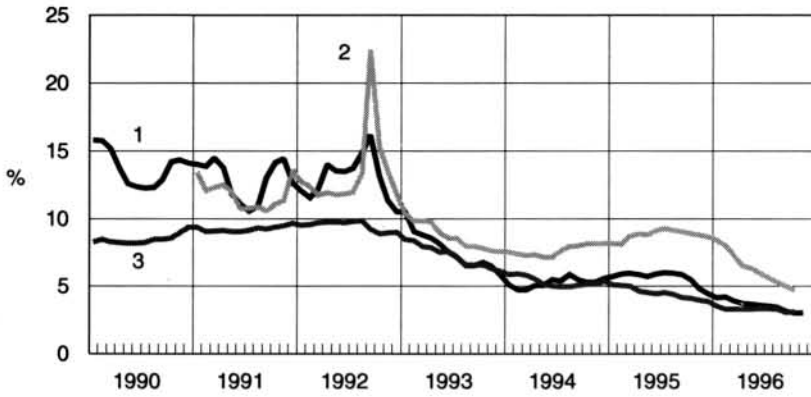
## 10. Koti- ja ulkomaisia korkoja, päivittäin



3 kuukauden korkoja

1. Heliborkko
2. Ruotsin stiborkko
3. Saksan markan eurokorko

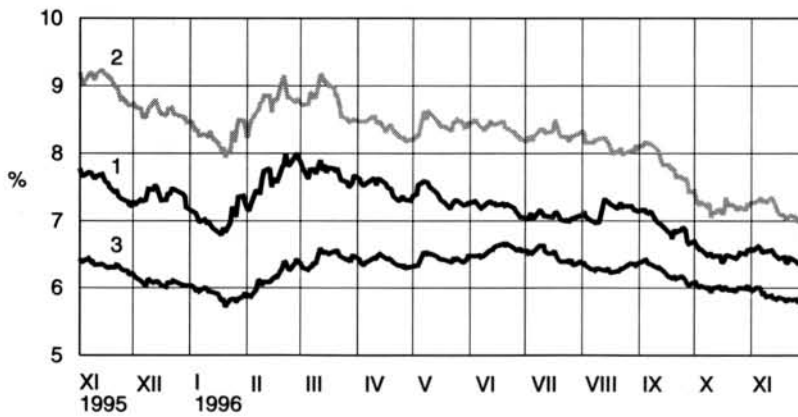
### 11. Koti- ja ulkomaisia korkoja, kuukausittain



3 kuukauden korkoja

1. Heliborkorko
2. Ruotsin stiborkorko
3. Saksan markan eurokorko

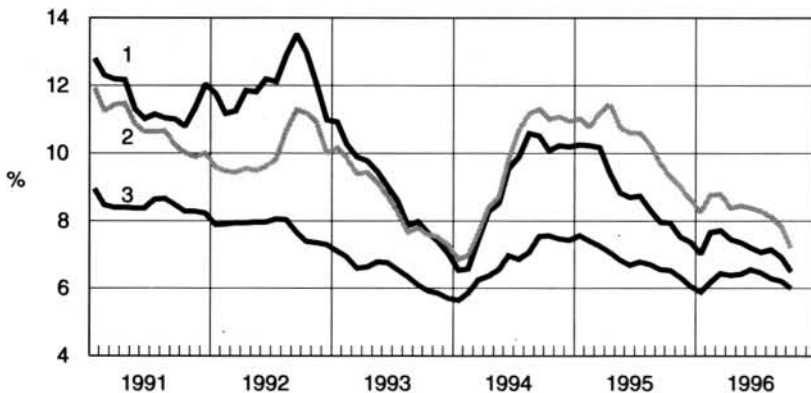
### 12. Koti- ja ulkomaisia korkoja, päivittäin



10 vuoden obligaatiokorkoja

1. Suomen valtio
2. Ruotsin valtio
3. Saksan valtio

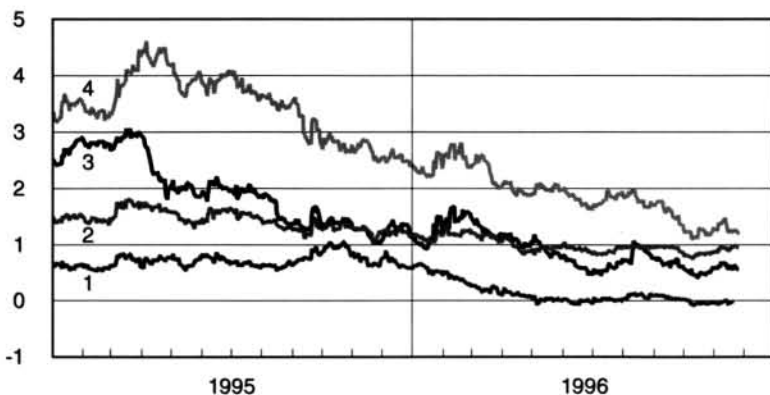
### 13. Koti- ja ulkomaisia korkoja, kuukausittain



10 vuoden obligaatiokorkoja

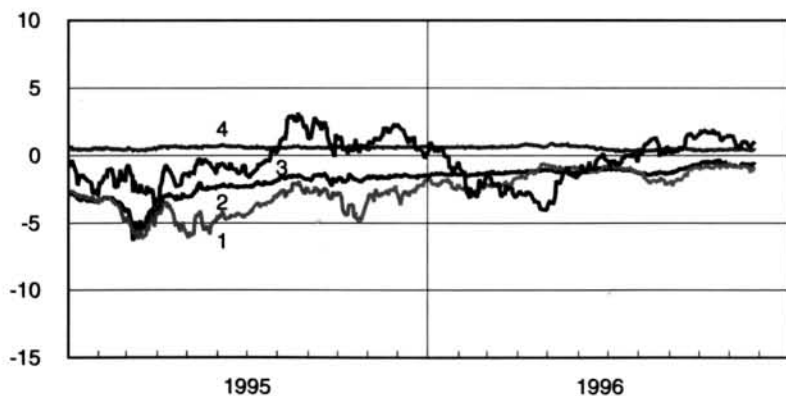
1. Suomen valtio
2. Ruotsin valtio
3. Saksan valtio

### 14. 10 vuoden korkojen ero Saksaan nähden



1. Ranska
2. Tanska
3. Suomi
4. Ruotsi

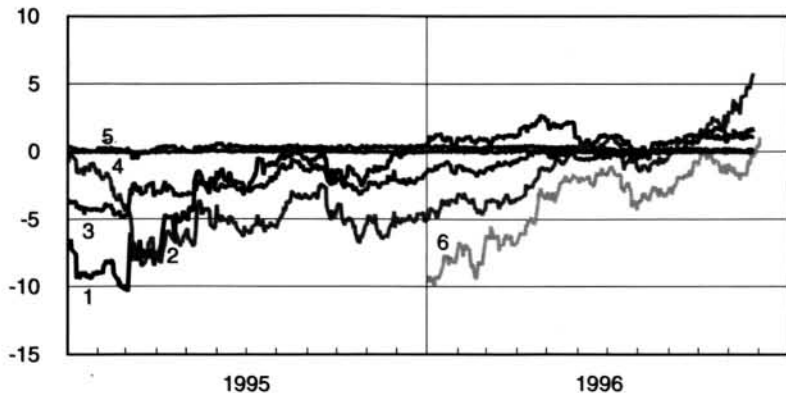
### 15. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan



1. FRF
2. DKK
3. FIM
4. NLG

Käyrä nousee, valuutta vahvistuu suhteessa D-markkaan

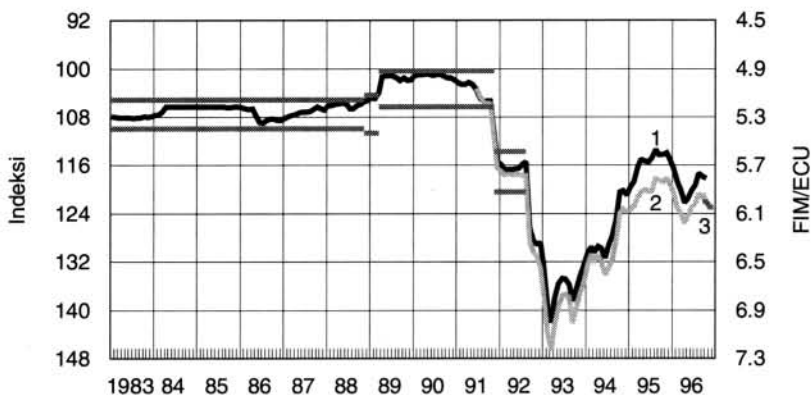
### 16. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan



1. BEF
2. IEP
3. PTE
4. ATS
5. ESP
6. ITL

Käyrä nousee, valuutta vahvistuu suhteessa D-markkaan

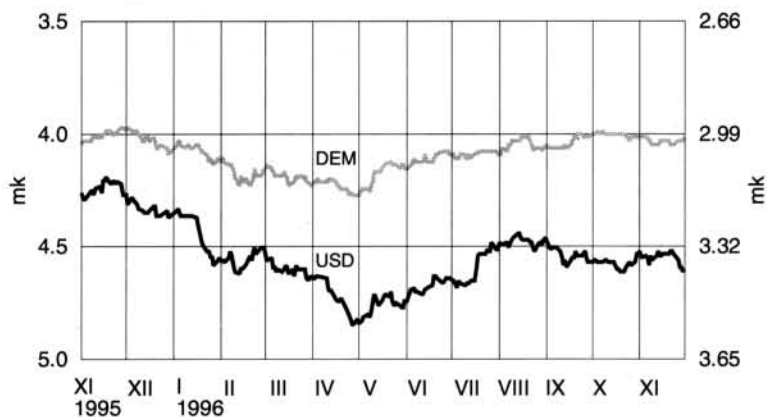
## 17. Markan ulkoinen arvo



Kuukausikeskiarvoja

1. Suomen Pankin valuuttaindeksi (vasen asteikko)
2. Ecun markkakurssi 7.6.1991 alkaen (oikea asteikko)
3. Ecun keskuskurssi 14.10.1996 alkaen (oikea asteikko)

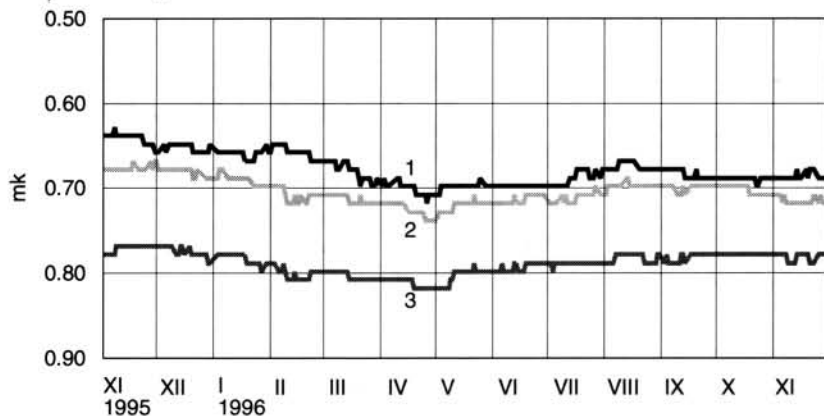
## 18. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkakurssit



Keskikursseja

- DEM = oikea asteikko  
USD = vasen asteikko

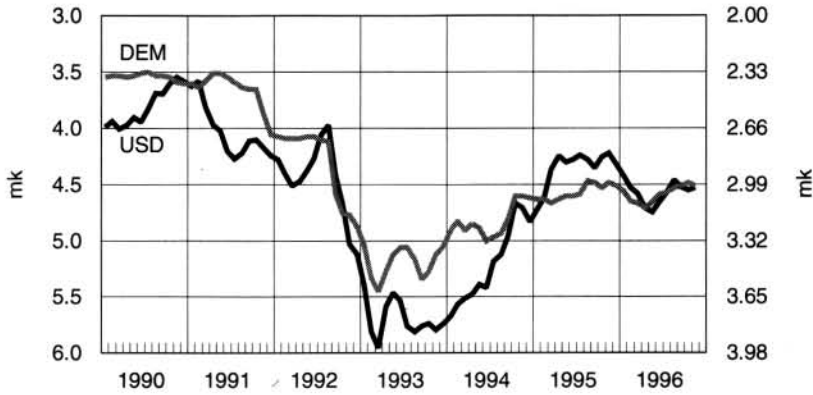
## 19. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkakurssit



Keskikursseja

1. Ruotsin kruunu
2. Norjan kruunu
3. Tanskan kruunu

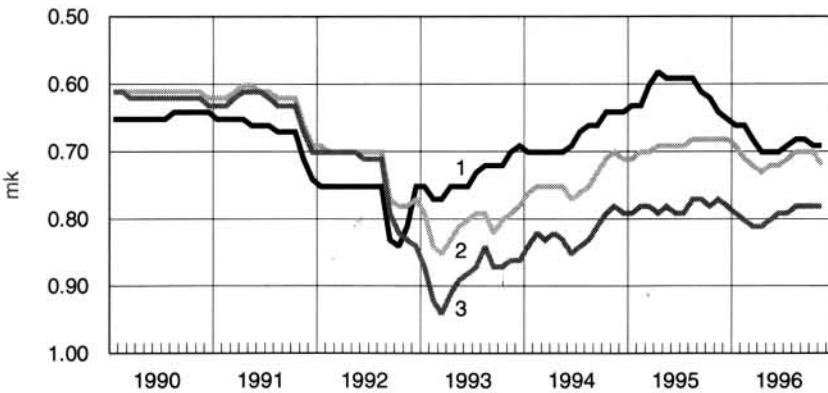
**20. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkakurssit**



Keskikursseja, kuukausikeskiarvoja

DEM = oikea asteikko  
USD = vasen asteikko

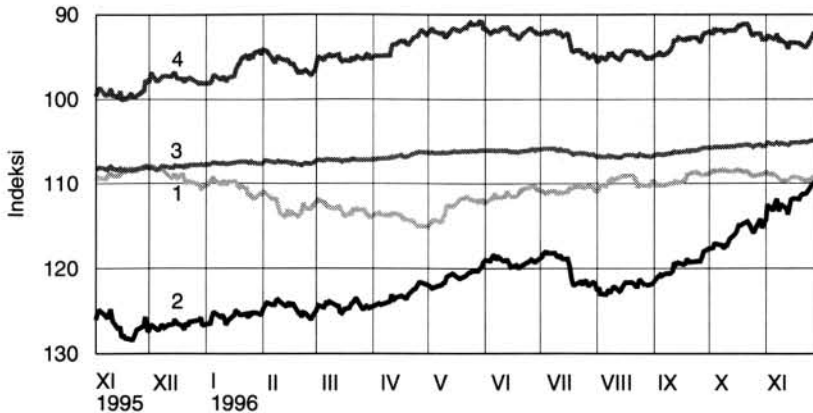
**21. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkakurssit**



Keskikursseja, kuukausikeskiarvoja

- 1. Ruotsin kruunu
- 2. Norjan kruunu
- 3. Tanskan kruunu

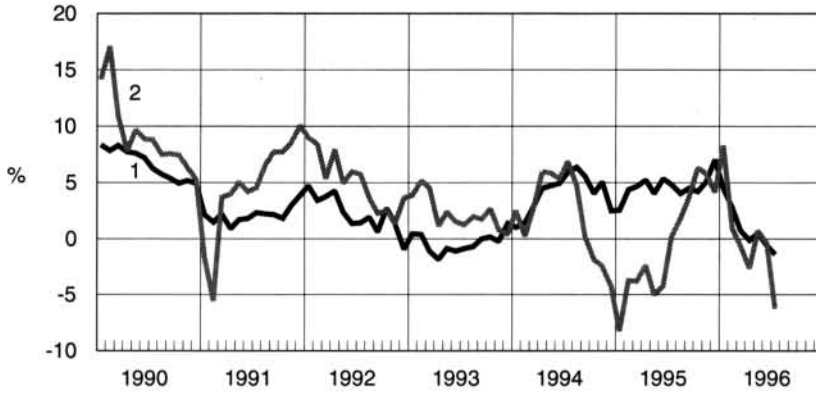
**22. Eräiden valuuttojen kurssissa suhteessa Saksan markkaan**



Indeksi, 7.9.1992 = 100

- 1. Suomen markka
- 2. Englannin punta
- 3. Koriecu
- 4. Yhdysvaltain dollari

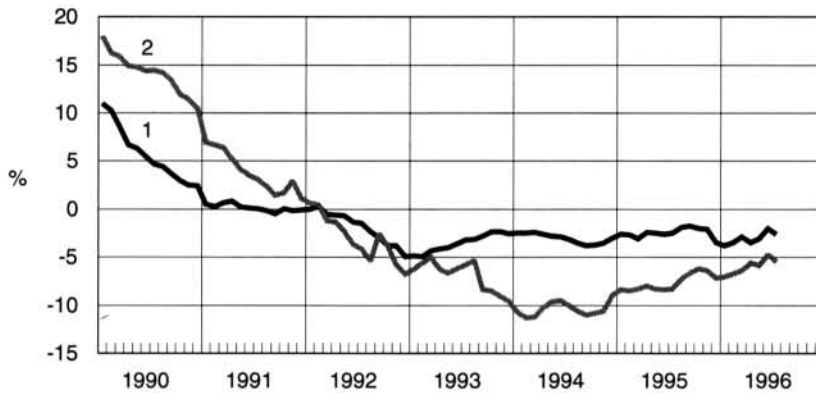
### 23. Pankkien ottolainaus yleisöltä



1. Markkatalletukset
2. Koko ottolainaus

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

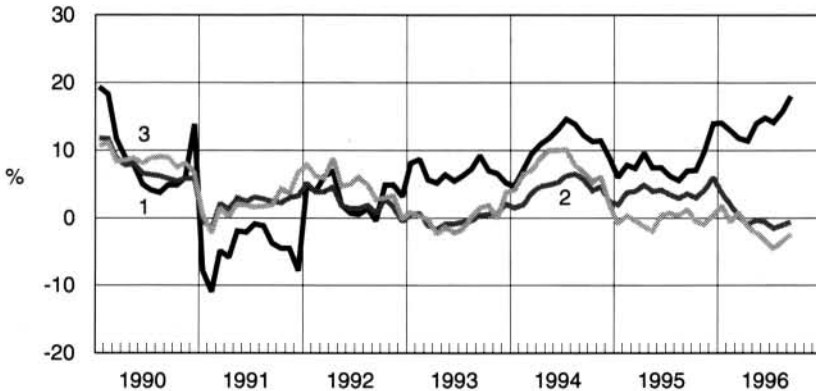
### 24. Pankkien luotot yleisölle



1. Markka-antolainaus
2. Markka- ja valuuttaluotot

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

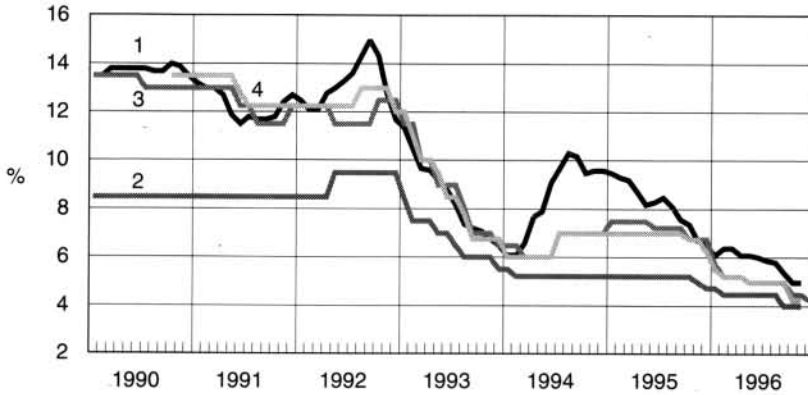
### 25. Raha-aggregaatit



1. Suppea raha (M1)
2. Lavea raha (M2)
3. Lavea raha + yleisön hallussa olevat pankkien sijoitustodistukset (M3)

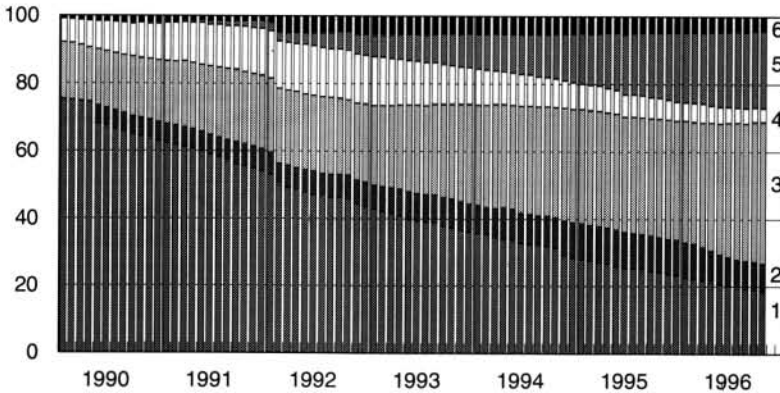
Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

## 26. Viitekorkoja



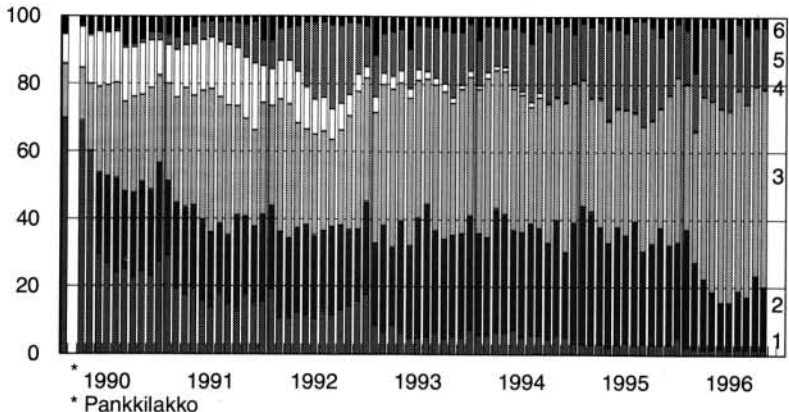
1. Suomen Pankin kolmen vuoden viitekorko
2. Peruskorko
3. Postipankki Oy:n primekorko
4. Osuuspankkiryhmän primekorko

## 27. Pankkien markkaluottokannan korkosidonnaisuudet



1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Primekorkosidonnaiset
6. Muut

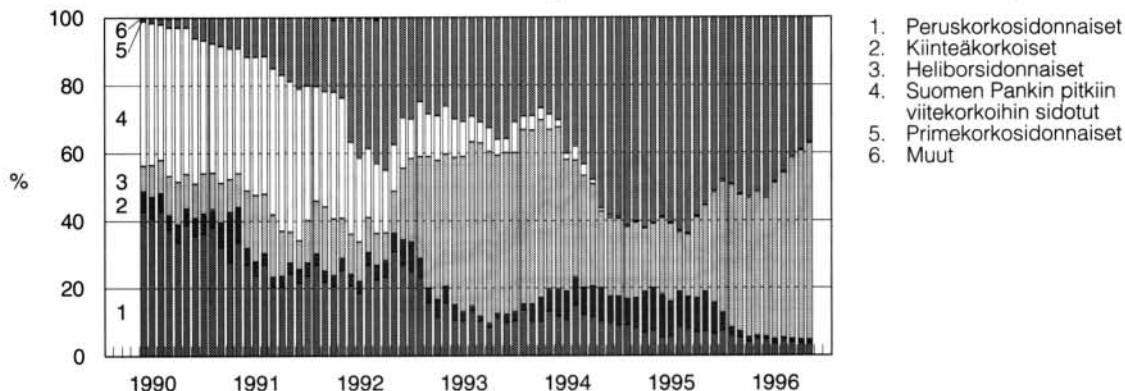
## 28. Pankkien uusien markkaluottojen korkosidonnaisuudet



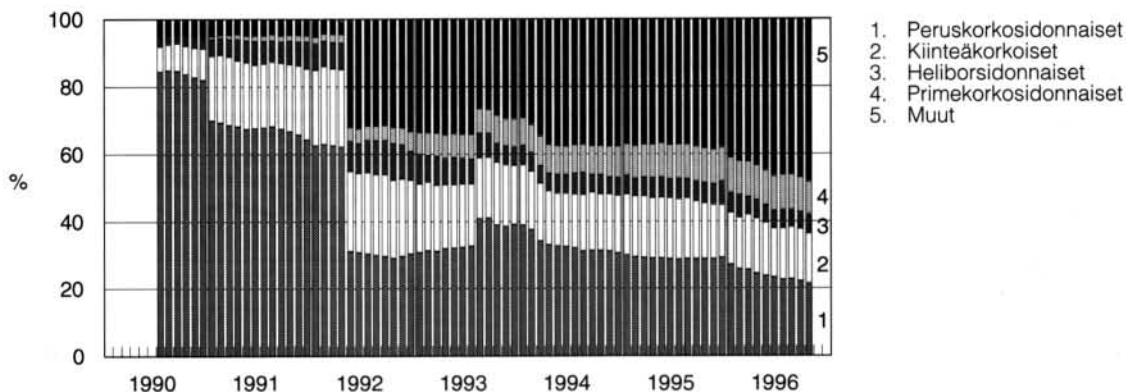
1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Primekorkosidonnaiset
6. Muut

\* 1990  
\* Pankkilakko

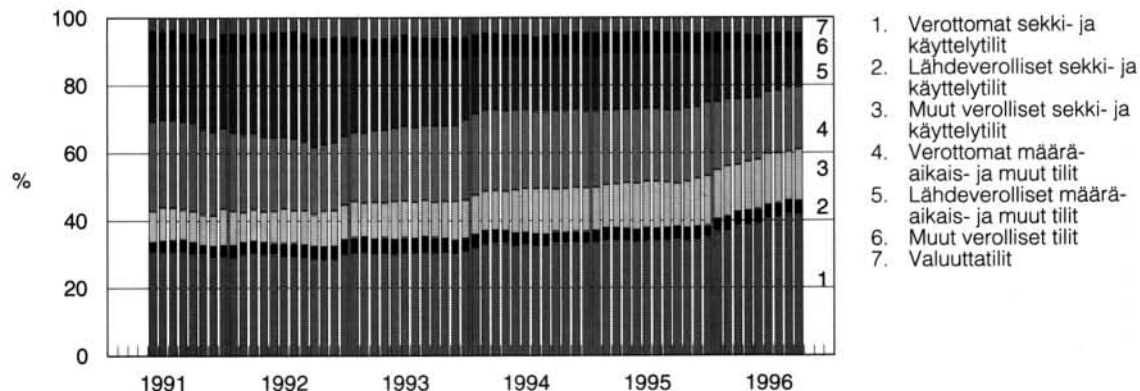
### 29. Pankkien uusien asuntoluottojen korkosidonnaisuudet



### 30. Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet

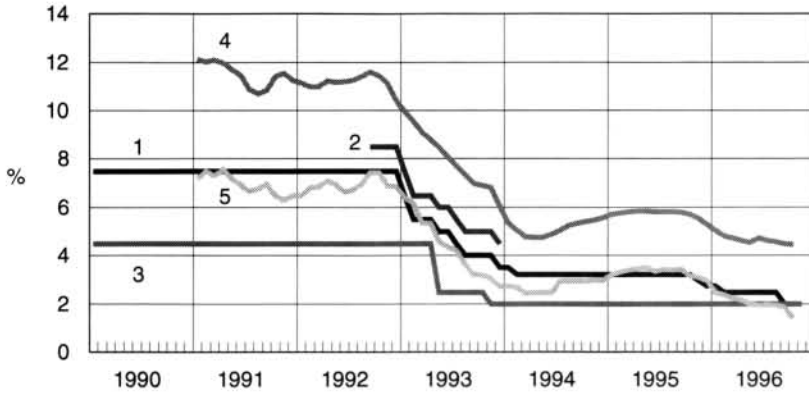


### 31. Pankkien talletuskannan rakenne



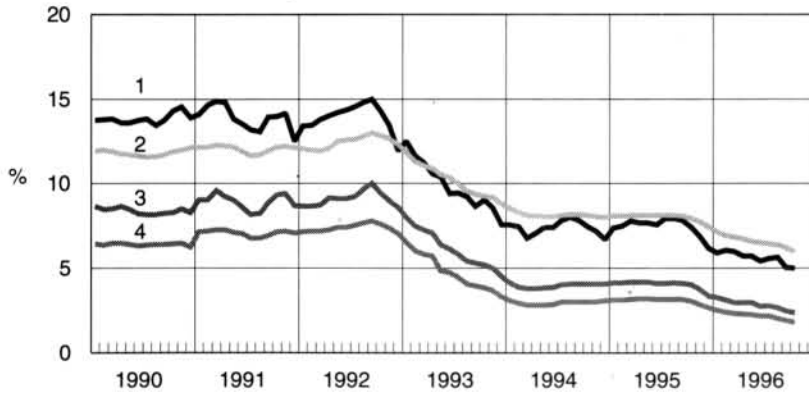


### 32. Pankkien talletuskorot



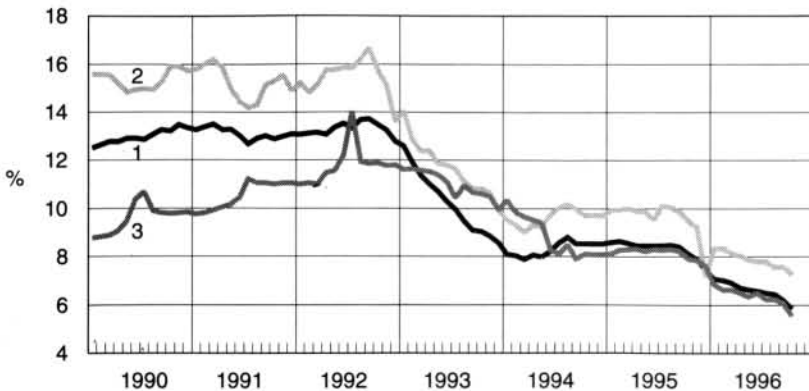
1. 24 kuukauden verottoman talletustilin korko
2. 36 kuukauden verottoman talletustilin korko
3. Verottoman käyttelytilin enimmäiskorko
4. Lähdeverollisten määräaikaistilien keskiporko
5. Lähdeverollisten käyttelytilien keskiporko

### 33. Pankkien markkamääräisen anto- ja ottolainauksen keskiporkoja



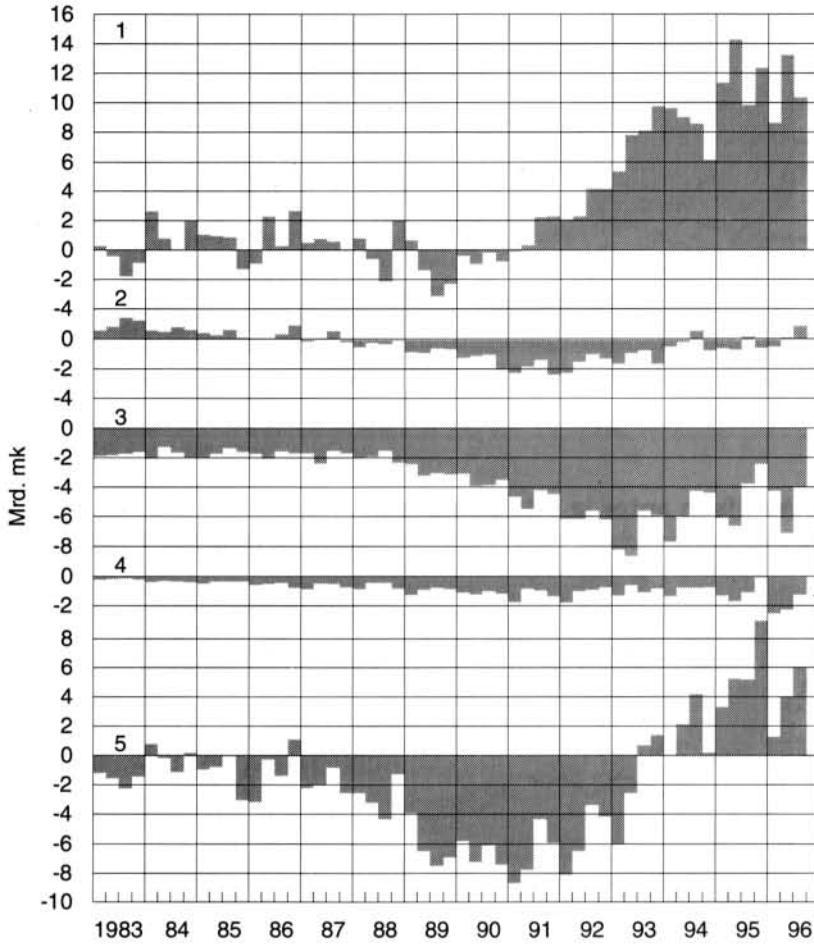
1. Uusi antolainaus
2. Antolainauskanta
3. Koko ottolainaus
4. Talletukset

### 34. Pankkien uusien kotitalousluottojen keskiporkoja



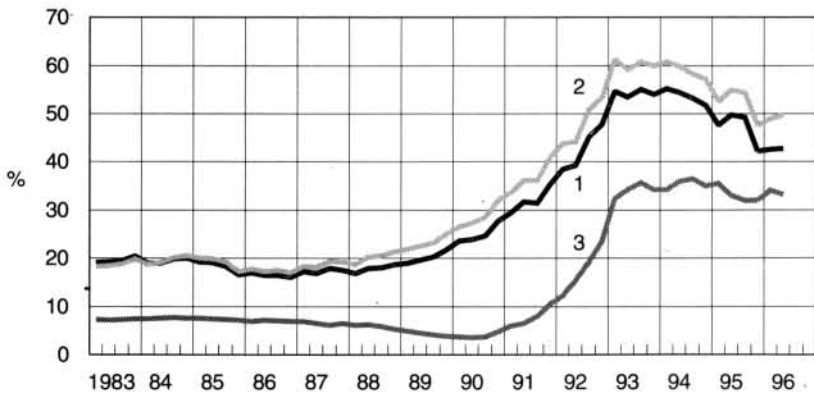
1. Asuntoluotot
2. Kulutusluotot
3. Opintoluotot

### 35. Vaihtotase



- 1. Kauppatase
- 2. Palvelutase
- 3. Pääomakorvaukset
- 4. Tulonsiirrot ja muut
- 5. Vaihtotase

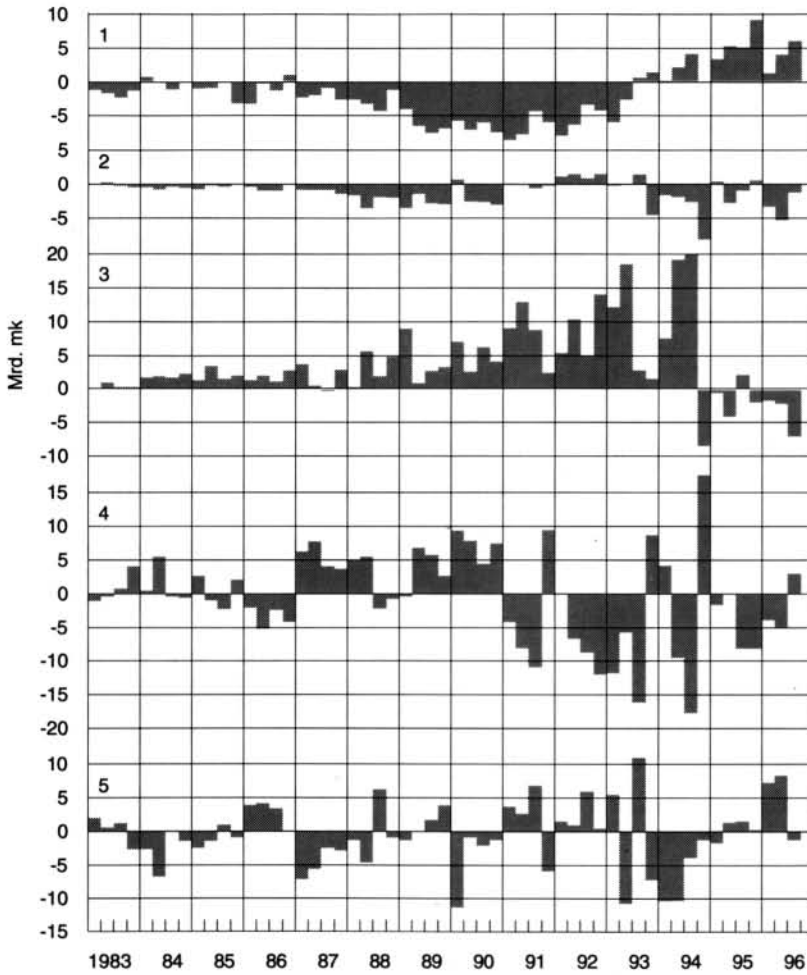
### 36. Suomen ulkomainen nettovelka



- 1. Koko nettovelka
- 2. Nettovelka ilman suoria sijoituksia
- 3. Valtion ulkomainen nettovelka

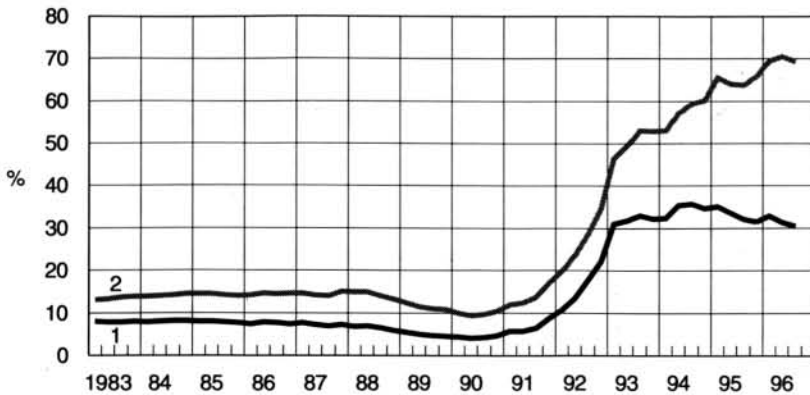
% BKT:sta

### 37. Maksutase



1. Vaihtotase
2. Suorat sijoitukset
3. Portfoliosijoitukset
4. Muut sijoitukset
5. Suomen Pankin valuuttavarannon muutos (lisäys = -)

### 38. Valtion velka



1. Valuuttamääräinen
2. Yhteensä

% BKT:sta

# Markka & talous -lehden artikkelit vuonna 1996

## 1 • 1996

Taloudellinen kehitys, inflaatio ja rahapolitiikka

**Tuomas Saarenheimo**  
Tasapainovaluuttakurssi

**Juhani Hirvonen – Matti Virén**  
Käteisrahan käyttö suomalaisissa yrityksissä

**Mikko Niskanen – Jukka Vesala**  
EMU muuttaisi rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja rakenteita

## 2 • 1996

Inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

**Heikki Koskenkylä – Jukka Vesala**  
Suomen pankkisektorin tilanne ja kehitysnäkymiä

**Kjell Peter Söderlund**  
EMUn kolmas vaihe lähestyy – kuinka Suomen Pankki osallistuu valmisteluun?

**Eija Brunila – Helvi Kinnunen**  
Pakottaako EMU kireään finanssipolitiikkaan?

## 3 • 1996

Inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

**Pentti Pikkarainen**  
Näkökohtia rahapolitiikan periaatteista markan kellunnan aikana

**Tapio Korhonen**  
Pankkien anto- ja ottolainauksen korkoehdot

**Heikki T. Hämäläinen – Maritta Vehmas**  
Rahalain muutokset voimaan

## 4 • 1996

Inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

**Matti Vanhala**  
Rahapolitiikan tavoitteet ja ehdot Suomessa

**Hannele Kuosmanen**  
Kokemuksia vähimmäisvarantojen keskiarvoistamisesta

**Martti Lehtonen – Juhana Hukkinen**  
Kuluttajahintoja mittaavat indeksit ja niiden erot

**Martti Lehtonen**  
Finanssipolitiikka ja julkinen talous

**Esa Ojanen – Arno Lindgren**  
Suomen Pankin omaisuudenhoitoyhtiöt pankkikriisin purkajina

Inflaatio, hyvinvointi ja rahapolitiikka  
Erikoisnumero

**Sirkka Hämäläinen**  
Esipuhe

**Timo Tyrväinen**  
Rahapolitiikka ja inflaatio

**Pentti Pikkarainen – Timo Tyrväinen**  
Suomen Pankin inflaatiotavoite ja lähivuosien inflaationäkymät

**Harri Lahdenperä**  
Rahan arvo ja talouspolitiikan tavoitteet

**Mikko Spolander**  
Varallisuushinnat ja inflaatioprosessi Suomessa

**Timo Tyrväinen**  
Inflaatio, työmarkkinoiden jousto ja työllisyys

**Laura Vajanne**  
Miiksi pitkät korot nousivat?

**Mika Kuismanen – Mikko Spolander**  
Inflaatio-odotukset suomalaisissa kyselytutkimuksissa

**Timo Tyrväinen**  
Inflaatio – palkansaajan painajainen

**Mikko Spolander**  
Inflaatio – kasvu – työllisyys

**Paavo Peisa**  
Rahapolitiikan välittymismekanismi