
MARKKA & TALOUS

3 • 1997

Inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Markan ulkoisen arvon mittaaminen

EMU ja Suomen arvopaperimarkkinat

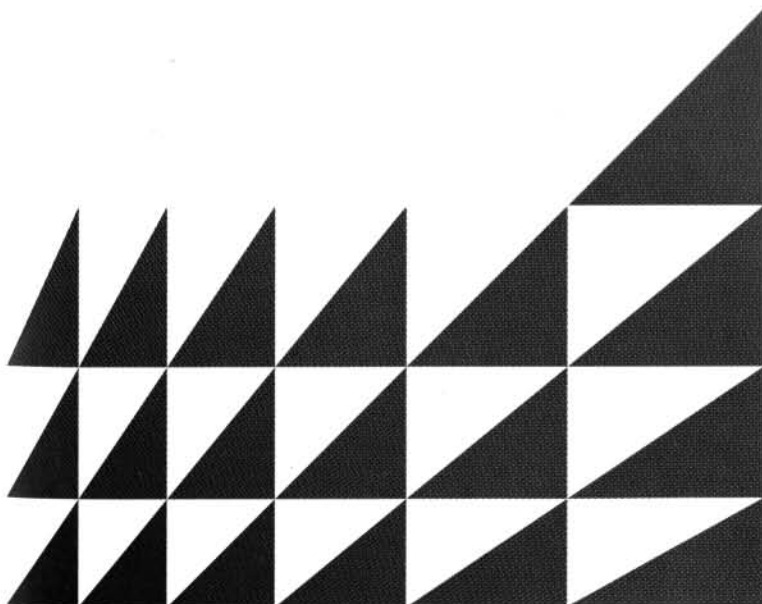
Laki Suomen Pankista uudistettu

Euroopan unionin vakaus- ja kasvusopimus

SUOMEN
PANKKI



FINLANDS
BANK



5. vuosikerta/5: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
Heikki Koskenkylä,
puheenjohtaja/ordförande
Antti Juusela
Ralf Pauli
Pentti Pikkarainen
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@bof.fi

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

Painopaikka/Tryckeri
Oy Trio-Offset Ab, 1997

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

ISSN 1236-4231

Sisällys

Inflaatio, rahapolitiikka ja
taloudellinen tilanne 3

Veli-Matti Mattila
Markan ulkoisen arvon mittaaminen 9

Markku Malkamäki – Erja Saukkonen
EMU ja Suomen arvopaperimarkkinat 14

Arno Lindgren – Maritta Vehmas
Laki Suomen Pankista uudistettu 18

Peter Nyberg
Euroopan unionin vakaus- ja kasvusopimus 22

Vuosi 1998 ratkaiseva
EMU-päätöksentekoprosessissa 26

Rahapolitiikan välineet 28

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja 32

Kuviot KI

Kesäkuussa Suomen Pankki ilmoitti, että tulevaan inflaatiokehitykseen liittyvät riskit ovat kasvaneet. Vaikka hintakehitys on kesäkuun jälkeen ollut monilta osin aika rauhallista, tulevaan inflaatiokehitykseen liittyvä epävarmuus on edelleen pikemminkin lisääntynyt kuin vähentynyt.

Kotimainen kysyntä ja vienti kasvavat molemmat nyt varsin nopeasti. Vahvan kysynnän seurauksena talouden tuotantokielu, potentiaalisen tuotannon ja toteutuneen tuotannon välinen erotus, on sulkeutumas-
sa nopeasti. Näin ollen on riskinä, että taloudesta alkaa esiintyä kysyntäinflaation vaaraa aiheuttavia kapasiteettirajoituksia.

Kun Suomen markka on ollut vakaa suhteessa Saksan markkaan, markan heikentyminen mitattuna kauppapainoisella valuuttaindeksillä on jatkunut kesän aikana Yhdysvaltain dollarin ja Englannin punnan vahvistuessa. Markan ulkoisen arvon heikentyminen lisää potentiaalisia inflaatiopaineita erityisesti nykyisessä tilanteessa, jossa kysynnän kasvu on nopeaa. Tuontihintojen nousun nopeutumisesta on näkyvissä joitakin merkkejä.

Vaikka merkittävimmät inflaation kiihtymisen riskit ovatkin kysyntäjohteisia, myös kustannuksista voi syntyä inflaatiopaineita. Palkkakehityksen pysyminen hyvin maltillisena on tukenut hintavakautta kuluvana vuonna. Lähivuosina hintavakauden kannalta tärkeitä ovat yritysten

Suomen raha- ja valuuttamarkkinoilla on ollut rauhallista kesän ajan. Markka on pysynyt vakaana, ja pitkät korot ovat laskeneet ulkomaisten korkojen myötä. Epävarmuus inflaatiokehityksestä on kuitenkin lisääntynyt, ja markkinoilla on useaan otteeseen ounasteltu rahapolitiikan kiristämistä. Julkisen talouden alijäämä on supistunut ripeästi, mutta ei riittävästi. Vaikka Suomi jo täyttääkin julkisen talouden EMU-kriteerit, valtiontalouden tasapainottaminen on edelleen tärkeä tavoite.

maltillinen hinnoittelupolitiikka ja voittomarginaalien säilyminen kohtuullisena sekä eritoten tämän vuoden lopulle ajoittuvat tulosopimukset, joiden tulisi olla maltilliset ja sopusoinnussa hintavakauden kanssa.

Suomen jäsenyys valuuttakurssimekanismissa ERMissä korostaa entisestään finanssipolitiikan roolia suhdannepolitiikan välineenä. Hallituksen esitys ensi vuoden budjetiksi on kiristävä, mikä onkin tässä tilanteessa erityisen suotavaa. Talouden tasapainoinen kehitys, johon kuuluu myös hinta-

vakauden turvaava finanssipolitiikan kiristäminen, riippuu kuitenkin erityisesti talouskasvun nopeudesta ja valuuttakurssikehityksestä. Suidannepoliittisesta näkökulmasta on selvää, että finanssipolitiikan tulisi olla vieläkin kireämpää kuin hallitus budjettiesityksessään on ehdottanut. Koska verorasituksen keventäminen on tulevina vuosina välttämätöntä työllisyyden kannalta, sekin edellyttäisi esitettyä kireämpää finanssipoliittista linjaa näinä hyvinä vuosina.

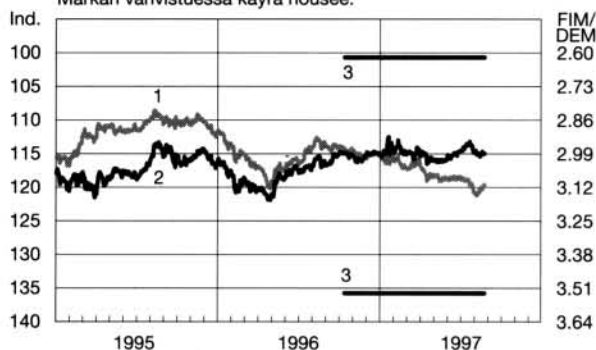
Suomen raha- ja valuuttamarkkinat rauhalliset

Suomen suotuisana jatkunut talouskehitys loi kesällä myönteisen perusvireen kotimaisille valuuttamarkkinoille. Saksan markan tuntuva heikentyminen kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla sai aikaan jonkin verran vahvistuspaineita Suomen markan kurssikehityksessä suhteessa Saksan

Kuvio 1.

Markan ulkoinen arvo

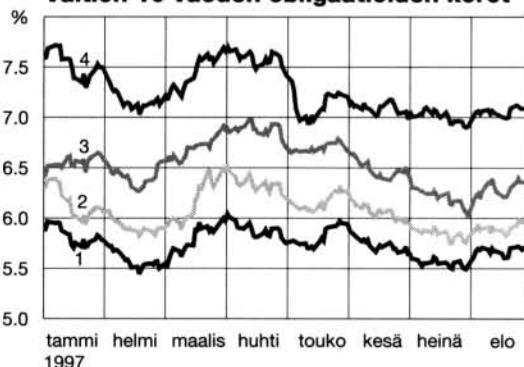
Markan vahvistuessa käyrä nousee.



1. Kauppapainoinen valuuttaindeksi, 1982 = 100 (vasen asteikko)
2. Saksan markan markkaurssi (oikea asteikko)
3. Saksan markan markkaurssin vaihtelurajat (oikea asteikko)

Kuvio 2.

Valtion 10 vuoden obligaatioiden korot



1. Saksa
2. Suomi
3. Yhdysvallat
4. Iso-Britannia

markkaan. Heinäkuussa vahvistuspaineet lisääntyivät siinä määrin, että Suomen Pankki väimensi niitä interventioilla estääkseen markan kurssin liian jyrkkiä vaihteluita. Markka pysyikin kesällä EU:n valuuttakurssimekanismissa ERMissä suhteellisen vakaana ja oli enimmäillään noin 3 % Saksan markan keskuskurssiaan vahvempi. Elokuun lopussa markka oli 1.3 % Saksan markan keskuskurssiaan vahvempi.

Vakaus suhteessa Saksan markkaan on merkinnyt sitä, että Suomen markka on heikentynyt Yhdysvaltain dollarin ja Englannin punnan suhteen melko tasaisesti jo vuoden ajan. Kauppapainoisella valuuttaindeksillä mitattuna markan arvo heikentyi kesä-elokuussa noin 1.5 %, mikä on todennäköisesti lisännyt ulkomaankauppahintojen kautta tulevia hintapaineita (kuvio 1).

Kotimaiset rahamarkkinat ovat olleet kesällä rauhalliset. Pitkät markkinakorot ovat laskeneet ulkomaisten korkojen vanavedessä (kuvio 2). Pisin korko laski kesä-elokuussa 0.3 prosenttiyksikköä ja oli elokuun lopussa 5.96 %. Ero Saksan pitkiin korkoihin on pysynyt useita kuukausia noin 0.2–0.3 prosenttiyksikkönä. Lyhyet markkinakorot ja korkoterminnit ovat pysyneet kesällä vakaina, vaikka markkinoiden odotukset rahapolitiikan kiristämisestä ovat jonkin verran lisääntyneet. Suomen Pankin ilmoitti kesäkuussa kiristävänsä rahapolitiikkaa, mikäli inflaation nopeutumisen riskit kasvavat merkittäviksi.

Alhaiset markkinakorot ovat alentaneet luotokorkoja edelleen tänä vuonna. Kotitalouksien uusien markkaluottojen keskikorko oli kesäkuussa 5.9 % ja markkaluottokannan keskikorko kesäkuun lopussa 6.2 %. Asuntoluottojen kysyntä piristyi tämän vuoden toisella neljänneksellä. Uusia asuntoluottoja nostettiin huhti-kesäkuussa yhteensä noin 8.1 mrd. markan edestä, kun niitä vastaavana aikana viime vuonna otettiin 6.5 mrd. markan edestä. Matalan koron lisäksi valtion takaukset houkuttelevat ensiasunnon ostajia. Vanhoja asuntolainoja kuuletetaan edelleen vilkkaasti, minkä takia asuntoluottokanta kasvoi huhti-kesäkuussa vain 1.4 mrd. markkaa.

Saksan markka heikentyi suhteessa muihin päävaluuttoihin

Saksan markka on heikentynyt kesällä suhteessa Yhdysvaltain dollariin ja Englannin puntaan. Dollarin ja punnan vahvistumista on tukenut Yhdysvaltain ja Ison-Britannian nopea talouskasvu.

Saksan talouskin on vähitellen elpymässä lähinnä viennin ansiosta, mutta kasvu on ollut silti huomattavasti hitaampaa kuin Yhdysvalloissa ja Irossa-Britanniassa. Saksan markkaa on heikentänyt myös se, että dollari- ja puntasijoitukset antavat huomattavasti paremman korkotuoton kuin markkasijoitukset. Lisäksi sijoittajat pitävät Saksan ja myös Ranskan talouden ongelmia rakenteellisina ja pitkäaikaisina.

Saksan markan heikkenemistä on osaltaan voimistanut markkinoilla vallitseva käsitys, jonka mukaan talous- ja rahaliiton EMUn kolmas vaihe toteutuu laajana. Markkinoiden näkemyksen mukaan Saksan ja Ranskan budjettiongelmat sekä Ranskan vaalien tulos ovat lisänneet Espanjan, Italian ja Portugalin mahdollisuuksia päästä mukaan EMUun jo alkuvaiheessa.

Jonkinasteisista markkinapaineista huolimatta ERMiin kuuluvien valuuttojen kurssikehitys oli kesällä vakaata ja ilman Irlannin puntaa heikoimman ja vahvimman valuutan ero pysytteli 2-4 prosentin vaihteluvälissä. Englannin punnan vahvistuminen on pitänyt Irlannin punnan edelleen ERM:n selvästi vahvimpana valuuttana. Irlannin punnan kurssi kävi heinäkuussa huomattavan lähellä ERM-vaihteluvälin ylärajaa.

Keskuspankkikorot nousussa

Saksan keskuspankki on ilmaissut huolensa Saksan markan heikkoudesta dollariin nähden ja sen mukanaan tuomista inflaatiopaineista. Markkinoilla on tämän seurauksena alkanut näkyä arveluja keskuspankin koron nostosta. Viimeaikaiset maltilliset rahan määrän kasvua kuvaavat tiedot ovat kuitenkin hälventäneet näitä pelkoja.

Irossa-Britanniassa rahapolitiikan ohjauskorkoa on keväällä nimitetyn uuden hallituksen aikana nostettu yhteensä prosenttiyksikön verran talouden ylikuumenemisen välttämiseksi. Ison-Britannian keskuspankki viestitti elokuun koronoston yhteydessä, että rahapolitiikan ohjauskoron taso on sopuoinnussa inflaatiotavoitteen kanssa. Markkinoilla sanoma tulkittiin siten, että rahapolitiikan kiristämisvaihe on joksikin aikaa ohi, mikä vähensi punnan kiinnostavuutta sijoitusvaluuttana. Ilmoituksen vuoksi punta heikkenikin päävaluuttojen suhteen koron noston jälkeen.

Rahapolitiikkaa on kiristetty myös Norjassa. Keskuspankkikorkoa nostettiin heinäkuun puolessavälissä nopean talouskasvun ja lisääntyneiden inflaatiopaineiden takia. Koron noston seu-

rauksena Norjan kruunu ja myös Ruotsin kruunu vahvistuivat Saksan markan suhteen. Laajan EMUn toteutumistodennäköisyyden kasvu on vahvistanut myös Ruotsin ja Norjan kruunua. Ruotsin kruunu vahvistui kesä-heinäkuussa suhteessa Saksan markkaan lähes 5 % ja suhteessa Suomen markkaan 4 %.

Tuoreimpien talousindikaattoreiden mukaan Yhdysvaltain talouskasvu on jatkunut nopeana. Toisaalta toteutuneesta inflaatiokehityksestä kerrotut tunnusluvut ovat olleet maltillisia. Markkinoiden odotukset keskuspankin koron nostosta ovat kuitenkin edelleen aika suuret mitattuna esimerkiksi termiinikorkojen avulla, joskin ne ovat jonkin verran pienentyneet kesän aikana.

Japanin jenin suhteen dollari on pysynyt suhteellisen vakaana. Jeniä on tukenut lähinnä Japanin vaihtotaseen ylijäämän kasvu. Kesä-heinäkuussa vaihtotaseen ylijäämä oli 60-70 % suurempi kuin vastaavina kuukausina viime vuonna. Lisäksi jeniä on kesän aikana vahvistanut kansainvälisten sijoittajien lisääntynyt kiinnostus, kun useat Kaukoidän kehittyvien talouksien valuutat ovat joutuneet vaikeuksiin.

Pitkät korot laskeneet ja pörssikurssit nousseet edelleen

Alkukesästä ERM-maiden pitkät korot laskivat Yhdysvaltojen pitkien korkojen vanavedessä. Elokuussa Yhdysvaltain pitkät korot kääntyivät kuitenkin nousuun lähinnä hyvien työllisyyslukujen seurauksena. Myös Euroopassa korot ovat nousseet elokuussa. Etelä-Euroopan maissa taas markkinoiden usko laajan EMUn toteutumiseen on alentanut pitkiä korkoja kesäkuukausina. Italian 10 vuoden korko kävi kesällä Ruotsin vastaavan koron alapuolella. Muista EU-maista poiketen Ison-Britannian pitkät korot ovat pysyneet ennallaan. Samalla ero suhteessa Saksan korkoihin on kasvanut jo noin 1.5 prosenttiyksikköön 10 vuoden koroissa.

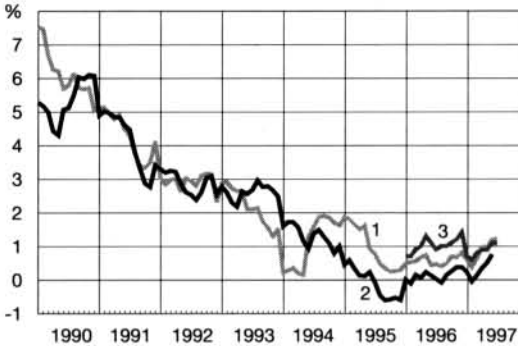
Pitkien korkojen aleneminen on tukenut pörssikurssien huomattavaa nousua Yhdysvalloissa ja monissa muissa maissa. Myös vahva talouskasvu ja yritysten hyvät tulokset ovat pitäneet yllä sijoittajien kiinnostusta osakkeisiin. Samalla kuitenkin on alettu varoitella pörssikurssien laskun mahdollisuudesta.

Epävarmuus inflaatiokehityksestä kasvanut Suomen kuluttajahinnat nousivat maaliskuusta huhtikuuhun 0.5 %. Poikkeuksellisen suuri nou-

Kuvio 3.

Kuluttajahinnat

12 kuukauden muutos



1. Kuluttajahintaindeksi, 1990 = 100
2. Pohjainflaatioindikaattori, 1990 = 100
3. EU:n yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi, 1994 = 100

su johtui siitä, että vuoden ensimmäisen neljänneksen asuntojen hintojen nousu kirjattiin kokonaan mukaan huhtikuun indeksiin. Tämän jälkeen kuluttajahintojen kuukausimuutos on vaimentunut niin, että kuluttajahinnat pysyivät keskimäärin ennallaan kesä-heinäkuussa. Kuluttajahintojen heinäkuun vuosimuutos oli 1.2 % (kuvio 3). Pohjainflaatioindikaattori, joka ei sisällä verojen, tukipalkkioiden sekä asumiseen liittyvien pääomakustannusten vaikutusta, nousi kesäkuussa 0.8 %, mikä on suurin nousu helmikuun 1995 jälkeen. Suomen Pankin aiemmin esittämän arvion mukaan pohjainflaatio kiihtyy ensi vuonna lievästi kahta prosenttia nopeammaksi. Riski inflaation kiihtymisestä tätä nopeammaksi on kuitenkin kasvanut. Lähinnä tämä johtuu riipeästä taloudellisesta kasvusta ja markan ulkoisen arvon heikentymisestä johtuvista tuontihintojen nousunäkymistä.

EMU-kriteerinä käytettävä yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi, joka myöskään ei sisällä asumiseen liittyviä pääomakustannuksia eikä eräitä julkisten palveluiden hintoja, laski heinäkuussa 0.2 %, ja 12 kuukauden muutos oli 1.1 %. Suomen inflaatio oli kesäkuussa EU-maiden kolmanneksi hitain; vain Ranskassa ja Itävallassa se oli hitaampi. Keskimäärin EU-maiden kuluttajahinnat nousivat kesäkuussa edellisen vuoden ke-

säkuusta 1.6 %, kun ne Yhdysvalloissa nousivat 2.3 ja Japanissa 2.2 %.

Asuntojen hintojen kohoamisen kiivain vaihe näyttää olevan takanapäin, ja hinnat kohosivat vuoden toisen neljänneksen aikana aiempaa selvästi maltillisemmin. Koko maan kerrostalo-asuntojen hinnat nousivat toisella neljänneksellä edellisestä neljänneksestä 3.0 %, kun ensimmäisen neljänneksen vastaava nousu oli 7.6 %. Hintojen nousun taittuminen on ollut nähtävissä myös pääkaupunkiseudun vanhojen kaaksoiden hintatiedoista. Niiden neliöhinnat laskivat toukokuussa, mutta nousivat jälleen lievästi kesä- ja heinäkuussa. Heinäkuussa neliöhinnat olivat liki kolmanneksen korkeammat kuin edellisen vuoden vastaavana ajankohtana. Nopeimman nousun taittumiseen viittaa se, että oltuaan tammi-kuusta huhtikuuhun 8.5 %, nousu oli huhtikuusta heinäkuuhun vajaat puolet tästä. Viime vuoden lopun ja alkuvuoden ripeä hintojen nousu tulee kuitenkin näkymään vielä jonkin aikaa korkeina vuosimuutoksina. Asuntojen hintojen kehitys on kuitenkin ollut alueellisesti epäyhtenäistä. Paikoitellen hinnat ovat nousseet huomattavasti hitaammin kuin pääkaupunkiseudulla.

Kantohintojen nousu jatkui huhti-toukokuussa. Maaliskuusta huhtikuuhun hinnat nousivat 2.5 %, mutta huhtikuusta toukokuuhun nousuvauhti palautui alkuvuoden tasolle eli noin 1 prosenttiin. Toukokuussa kantohinnat olivat 16 % korkeammat kuin vuosi sitten.

Raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen lievä nousu vuoden alkupuoliskolla on taittunut, ja myös energiaraaka-aineiden kansainväliset hinnat ovat vuoden alusta selvästi laskeneet. Raaka-aineiden dollarimääräiset maailmanmarkkinahinnat olivat heinäkuussa pari prosenttia alhaisemmat kuin vuotta aiemmin ja laskivat lievästi kesäkuusta elintarvikkeiden ja teollisuuden raaka-aineiden hintojen alenemisen seurauksena. Markkamääräiset hinnat ovat kuitenkin nousseet dollarin vahvistumisen johdosta. Vaikka siis raaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat ovat dollarimääräisesti laskeneet viime vuoden heinäkuusta lähes 2 %, ovat ne markkamääräisesti nousseet noin 15 %.

Kokemuksen mukaan markan ulkoisen arvon pysyvä heikkeneminen siirtyy nousevien tuontihintojen kautta vähitellen kotimaisiin hintoihin, jos kysyntä tämän sallii. Esimerkiksi markan devalvaatio vuonna 1991 ja voimakas heikentyminen

nen kellunnan ensimmäisten kuukausien aikana eivät lisänneet mainittavasti inflaatiota, koska kotimainen kysyntä oli lamassa. Nyt tilanne on kuitenkin erilainen. Kysynnän kasvun ollessa nopeaa on vaarana, että inflaatiopaineet lisääntyvät varsinkin, mikäli dollarin arvellaan säilyvän vahvana sekä Suomen markan ja Saksan markan välisen kurssin vakaana.

Tuontihinnat olivat kesäkuussa 1.5 % korkeammat kuin viime vuonna, mihin on eniten vaikuttanut investointitavaroiden hintojen nousu. Kesäkuusta heinäkuuhun tuontihinnat nousivat 1.4 %. Lähinnä tähän oli syynä raakaöljyn ja muiden raaka-aineiden kallistuminen. Vientihinnat puolestaan nousivat hieman kesäkuusta heinäkuuhun, mutta olivat kuitenkin 2 % alemmat kuin vuoden 1996 heinäkuussa. Hintojen lasku vuoden kuluessa on suureksi osaksi seurausta paperiteollisuuden vientihintojen tuntuvasta alenemisestä, joka näyttää nyt kuitenkin tasaantuneen. Paperiteollisuuden vientihintojen kuukausimuutos oli sekä kesä- että heinäkuussa lievästi positiivinen.

Teollisuuden tuottajahinnat olivat heinäkuussa 1.1 % korkeammat kuin vuosi sitten. Eniten ovat vuodessa kohonneet puutavaran ja mineraalien hinnat. Kuukaudessa tuottajahinnat puolestaan kohosivat 0.4 % selluloosan, puutavaran ja perusmetallien hintojen nousun myötä.

Teollisuustuotannon ja erityisesti rakennustoiminnan nopeasta kasvusta huolimatta palkkaliikumukset ovat koko talouden tasolla säilyneet maltillisina vuoden toisella neljänneksellä, jolloin ansiotasoindeksi oli 2.7 % edellisvuotista korkeampi. Noususta runsaat puolet johtui lokaan 1996 yleisistä korotuksista. Loppu on palkkaliukumaa, josta osa heijastaa työvoiman rakenteessa tapahtuneita muutoksia.

Rakennuskustannukset kasvoivat heinäkuussa 2.6 % viime vuoden heinäkuun kustannuksiin verrattuna. Rakennuskustannusindeksissä suurin paino on rakennustarvikkeilla, joiden hinnat nousivat hieman indeksiä nopeammin. Urakoiden tarjoushintaindeksin nopea nousu loppukeväästä lähtien ennakoii rakennuskustannusten nousun jatkumista.

Seuraavien 12 kuukauden kehitykseen liittyvät kotitalouksien inflaatio-odotukset vaimenivat hieman heinäkuussa ja olivat 1.7 %. Touko-kesäkuussa vastaavat odotukset olivat vähän suuremmat, mikä johtui kahvin hinnannoususta, asunto-

jen hintainflaation kiihtymisestä sekä vuokrien noususta.

Kansainvälisen kehityksen mukaisesti osakkeiden hinnat ovat nousseet vuoden alusta voimakkaasti myös Helsingin Arvopaperipörssissä. Vuoden alusta nousua on ollut HEX-indeksin mukaan runsas kolmannes samalla kun osakkeiden vaihto on lisääntynyt tuntuvasti. Kun pörssi-kursseihin liittyvä epävarmuus on laskenut osakkeiden hintoja monissa ulkomaisissa pörseissä elokuun puolivälin jälkeen, tämä on heijastunut myös Helsingin pörssin kehitykseen.

Tuotannon kasvu vahvaa

Tilastokeskuksen tarkistettujen tietojen mukaan kokonaistuotannon määrä kasvoi 5.1 % vuonna 1995 eli puolisen prosenttiyksikköä aiemmin arvioitua enemmän. Vuoden 1996 kasvu pysyi tarkistuksessa ennallaan 3.3 prosenttina. Tämän tasokorjauksen vuoksi nimellinen bruttokansantuote oli vuonna 1996 kuitenkin yhden prosentin suurempi kuin aiemmin arvioitu.

Laman päättymisen jälkeen Suomen kansantalouden kasvu jatkuu nyt jo viidettä vuotta ripeänä ja selvästi nopeampana kuin OECD-maissa keskimäärin. Kokonaistuotannon vuosikasvu vuoden 1997 ensimmäisellä neljänneksellä oli 4 %. Tilastokeskuksen kokonaistuotannon kuukausi-indikaattorin mukaan tuotannon kasvu kiihtyi toisella neljänneksellä selvästi. Kokonaistuotanto lisääntyi kuukausikuvaajan mukaan viime vuoden kesäkuusta tämän vuoden kesäkuuhun 6.6 %. Toukokuussa vuosikasvu oli 5 %. Maa- ja metsätaloudessa tuotanto kasvoi kesäkuussa 11.5 % markkinahakkuiden vilkastuttua hiljaisen toukokuun jälkeen. Teollisuuden työpäiväkorjattu tuotanto lisääntyi 6.5 % ensisijaisesti metsäteollisuuden lähes viidenneksen kasvun ansiosta. Rakentamisen toipuminen ennätyskellisen syvästä lamasta jatkui edelleen, ja sen tuotanto kasvoi 15 %.

Tämän vuoden loppupuolen kasvunäkymät ovat hyvin suotuisat. Teollisuuden ja työnantajien kesäkuussa tekemän suhdannetiedustelun mukaan – tiedustelu indikoi teollisuuden suhdannekehitystä puolen vuoden ennakkolla – teollisuuden ja rakentamisen suhdannenäkymät jatkuivat yhtä myönteisinä kuin toukokuussa. Heinäkuussa myös kotitalouksien luottamus talouden paranemiseen säilyi tasaisen vahvana: kuluttajien luottamusta kuvaavan indikaattorin saldoluku oli

15.4, kun se kesäkuussa oli hieman korkeampi. Tähänastinen huippu (saldoluku 17.1) saavutettiin huhtikuussa. Heinäkuussa 56 % suomalaisista arvioi maan talouden parantuneen edellisten 12 kuukauden aikana ja 43 % uskoi sen paranevan myös seuraavien 12 kuukauden aikana.

Tilastokeskuksen työvoimatutkimuksen perusteella arvioima työttömyysaste aleni heinäkuussa 12.7 prosenttiin, mikä on peräti 2.3 prosenttiyksikköä vähemmän kuin edellisessä kuussa. Työttömyysaste on ollut näin alhainen viimeksi vuonna 1992. Heinäkuun kausivaihteluista puhdistettu työttömyysaste oli 13.8 %. Työttömyysasteen tuntuva aleneminen johtui suurelta osin työvoiman määrän supistumisesta.

Vaihtotaseen ylijäämä kasvoi

Vaihtotaseen ylijäämä oli kesäkuussa 2.0 mrd. markkaa. Tammikuusta kesäkuuhun ylijäämää oli kertynyt jo 10.1 mrd. markkaa. Viime vuoden vastaavana aikana ylijäämä oli hieman pienempi. Viimeisten 12 kuukauden yhteenlaskettu vaihtotaseen ylijäämä oli kesäkuussa 24.2 mrd. markkaa.

Ylijäämän kasvun taustalla on viennin ripeä kasvu samalla kun tuonti on kasvanut maltillisesti. Myös palvelutase on pysynyt ylijäämäisenä.

Vaikka vaihtotaseen kehitys onkin ollut viimeisten kuukausien aikana hyvin suotuisaa, ulkomainen nettovelka on ollut kasvussa lähinnä valuutta- ja osakekurssimuutosten vuoksi. Kesäkuun lopussa Suomen ulkomainen nettovelka oli 286 mrd. markkaa, mikä on 115 % vaihtotaseen tuloista ja noin 49 % bruttokansantuotteesta. Kansainvälisesti Suomen ulkomainen nettovelka on siten vielä hyvin suuri. Valtion osuus nettovelasta oli runsaat kaksi kolmannesta.

Julkisen talouden alijäämä noin 3 % vuonna 1996

Ennakkolaskelman mukaan julkisen talouden alijäämä vuonna 1996 oli 2.6 % suhteessa brutto-

kansantuotteeseen eli selvästi alle 3 prosentin EMU-kriteerin. Tilastokeskuksen kesällä julkis-taman korjatun arvion mukaan tämä alijäämä oli kuitenkin 3.1 %. Korjaus johtui lähinnä arvioitua suuremmasta valtiontalouden alijäämästä sekä työeläkelaitosten ennakoitua pienemmästä ylijäämästä. Toisaalta nimellisen bruttokansantuotteen tarkistus ylöspäin pienensi vajeprocenttia lievästi. Samasta syystä julkisen talouden velka suhteessa bruttokansantuotteeseen supistui hieman eli 58.2 prosenttiin ja alitti siten selvästi EMU-kriteerin. Lopullinen julkisen talouden alijäämä vuodelta 1996 selviää kuntasektorin las-kelmien valmistuttua.

Hallituksen budjettiesitys vuodeksi 1998 on kiristävä. Sen mukaan valtion menot ovat 186.9 mrd. markkaa eli 4 mrd. markkaa hallituksen aikaisempaa menokehystä pienemmät. Kun tulojen ennakoidaan kasvavan 172.4 mrd. markkaan, on valtiontalouden alijäämä noin 14.5 mrd. markkaa eli noin 2.5 % bruttokansantuotteeseen suhteutettuna. Vuonna 1998 julkisen talouden alijäämän arvioidaan olevan 0.1 % bruttokansantuotteesta, kun se tänä vuonna on 1.3 %. Näin ollen Suomi tulee täyttämään selkeästi julkista taloutta koskevat kriteerit, joiden perusteella EMUun osallistuvat maat valitaan kevätalvella 1998.

Valtiovarainministeriö on laatinut EU:n komissiolle ja neuvostolle syksyn 1995 lähentymis-ohjelman toisen tarkistuksen. Sen mukaan julkisen talouden alijäämä ja velkasuhde kehittyvät aiempia arvioita suotuisammin tulevina vuosina. Julkisyhteisöjen alijäämä häviää vuonna 1998. Vuonna 2001 päädytään 1.9 prosentin ylijäämään samalla, kun velkasuhde pienenee 52 prosenttiin. ■

- Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Markan ulkoisen arvon mittaaminen

Veli-Matti Mattila
ekonomisti
rahapolitiikan osasto
27.6.1997

Suomen Pankin valuuttaindeksiin lisättiin kesällä kaksi uutta valuuttaa, Etelä-Korean won ja Viron kruunu. Tässä artikkelissa tarkastellaan valuuttaindeksiin tehtyjen muutosten taustaa ja indeksin nykyistä merkitystä sekä esitellään toinen markan ulkoisen arvon mittari, IMF:n kokonaiskilpailukyypainoihin perustuva TCW-indeksi.

Valuuttojen vaihtokurssit eli valuuttakurssit määräytyvät valuuttamarkkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan. Yksittäisen valuutan, kuten Suomen markan, vaihtokurssit muuttuvat yleensä erisuuruisesti tai jopa eri suuntiin. Vain harvoin valuutta heikkenee tai vahvistuu yhtä paljon kaikkia muita valuuttoja vastaan.

Esimerkiksi viime vuoden toukokuussa 1 Saksan markka maksoi 3.10 Suomen markkaa ja 1 Yhdysvaltain dollari 4.76 Suomen markkaa. Tämän vuoden toukokuussa Saksan markan hinta oli 3.02 ja dollarin hinta 5.13 Suomen markkaa. Saksan markkaan nähden oma valuuttamme oli siis vahvistunut – tai talouskielellä revalvoitunut – ja dollariin nähden heikentynyt eli devalvoitunut. Koska markan arvo muuttui eri tavoin eri valuuttoihin nähden, ei ole heti selvää, miten markan ulkoinen arvo oli kokonaisuudessaan muuttunut. Oliko markka siis heikentynyt vai vahvistunut?

Valuutan ulkoisen arvon kehitystä voidaan arvioida ns. efektiivisten valuuttakurssien avulla. Ne mittaavat valuutan *keskimääräistä* arvoa suhteessa johonkin valuuttajoukkoon. Esimerkiksi Suomen Pankin valuuttaindeksi kuvaa, miten markan arvo kehittyi tärkeimpien kauppakomppaniemme valuuttoihin nähden. Valuuttojen paino indeksissä määräytyy sen mukaan, mikä on kunkin maan merkitys maamme ulkomaankaupassa. Tämän vuoksi Suomen Pankin valuuttaindeksiä kutsutaan myös kauppapainoiseksi va-

luuttaindeksi. Indeksien mukaan markka heikkeni yllä kuvatussa tilanteessa toukokuusta 1996 toukokuuhun 1997 (kuvio 1).

Suomen Pankin valuuttaindeksi on esimerkki *nimellisestä* valuuttakurssi-indeksistä. Kun nimellinen valuuttakurssi-indeksi deflatoidaan kustannus- tai hintaindeksillä, saa-

daan erilaisia *reaalisen* valuuttakurssin mittareita. Ne kertovat, miten esimerkiksi yksikkötyökustannukset tai kuluttajahinnat ovat kehittyneet suhteessa muiden maiden vastaaviin kustannuksiin ja hintoihin samassa valuutassa mitattuna.

Suomen Pankin valuuttaindeksi

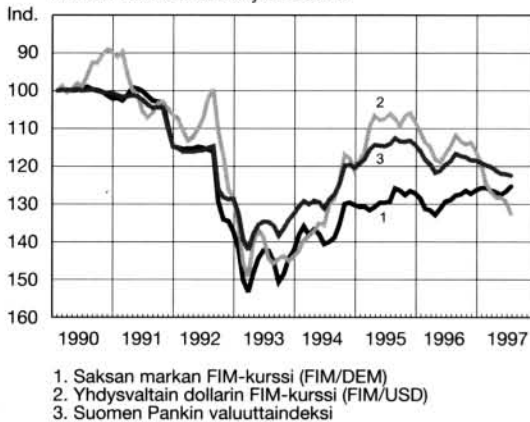
Suomen Pankin valuuttaindeksiä alettiin laskea 1970-luvun alkupuolella, kun kiinteiden valuuttakurssien Bretton Woods-järjestelmä murtui ja tarvittiin uusi mittari markan ulkoisen arvon kuvaamiseen. Aluksi indeksiä käytettiin vain pankin sisäisessä seurannassa. Vuonna 1977 indeksin käyttö virallistettiin rahalain muutoksella: vuodesta 1977 aina vuoteen 1991 saakka markan ulkoinen arvo määriteltiin Suomen Pankin valuuttaindeksin avulla.¹ Samalla valuuttaindeksi oli Suomen rahapolitiikan virallinen välitavoite: Suomen Pankin velvollisuutena oli huolehtia, että valuuttaindeksiluku pysyi valtioneuvoston

¹ Ilkka Puro on esitellyt Suomen Pankin valuuttaindeksiä ja siihen tehtyjä muutoksia Bank of Finland Bulletinissa 2/1984.

Kuvio 1.

Suomen markan ulkoinen arvo

Käyrät on indeksoitu siten, että tammikuu 1990 = 100.
Markan vahvistuessa käyrä nousee.



asettaman vaihteluvälin sisällä.² Kesäkuun 1991 jälkeen valuuttaindeksillä ei enää ole ollut virallista asemaa rahapolitiikassa.

Vuosina 1977–1991 valuuttaindeksin laskentatapa sekä sisällön ja valuuttojen painojen määrityminen määriteltiin yksityiskohtaisesti indeksiä koskeneissa säädöksissä. Säädösten mukaan indeksiin otettiin ne maat, joiden osuus Suomen tavarantuonnin ja -viennin yhteisarvosta oli kolmen viimeksi kuluneen kalenterivuoden aikana ollut kunakin vuonna vähintään yksi prosentti ja joiden valuutta oli ns. vaihdettava valuutta. Valuutan vaihdettavuudella tarkoitetaan sitä, että valuuttaa voidaan vaihtaa ulkomaanvaluuttoihin ja käyttää esimerkiksi tavarakaupan maksujen suorittamiseen. Vaihdettavuutta koskeva ehto otettiin mukaan säädöksiin vuoden 1984 alusta ja sen myötä Neuvostoliiton rupla pudotettiin pois indeksistä.

Jos maa täytti kauppaosuutta ja valuutan vaihdettavuutta koskeneet kriteerit, se otettiin mukaan valuuttaindeksiin. Maan valuutan käyttäminen indeksin laskennassa edellytti lisäksi, että Suomen Pankki noteerasi tämän valuutan tai että sitä tavallisesti käytettiin maiden välisessä kaupassa. Muussa tapauksessa maan kauppa-

osuus lisättiin sen kanssa käydyssä kaupassa yleisimmin käytetyn Suomen Pankin noteeraaman valuutan painoon. Tätä menettelyä sovellettiin mm. Iranin tapauksessa 1970-luvulla.

Kesäkuussa 1991 markka kytkettiin Euroopan yhteisöjen valuuttayksikköön ecuun,³ ja sen jälkeen valuuttaindeksillä ei ole ollut virallista asemaa rahapolitiikan välitavoitteena. Syyskuussa 1992 markka laskettiin kellumaan, ja vuoden 1996 lokakuusta lähtien markka on ollut mukana Euroopan valuuttakurssimekanismeissa (ERM). Valuuttakurssijärjestelmän muutoksista huolimatta Suomen Pankki on jatkanut valuuttaindeksin laskemista ja julkaisemista, sillä indeksi on edelleen käyttökelpoinen mittari, kun halutaan kuvata markan ulkoisen arvon kehitystä ulkomaankaupan näkökulmasta. Koska nimellinen ja reaalin valuuttakurssi liikkuvat ainakin lyhyellä aikavälillä usein samansuuntaisesti, indeksillä on myös käyttöä mm. suomalaisen tuotannon hintakilpailukyvyyn kuvaajana.

Vaikka valuuttaindeksin sisältöä koskeneet säädökset on kumottu, Suomen Pankki on toteuttanut säädösten periaatteita myös viime vuosina. Valuuttaindeksiin valitaan edelleen maita, joilla on tärkeä asema maamme ulkomaankaupassa ja joiden valuutta täyttää vaihdettavuuden määritelmän ainakin vaihtotaseeseen liittyvien taloustoimien osalta. Sen sijaan enää ei vaadita, että Suomen Pankki noteeraa valuutan tai että sitä tavallisesti käytetään maksuvaluuttana kauppavaihdossa. Valuutalle täytyy kuitenkin löytyä riittävän edustavia noteerauksia valuuttamarkkinoilta.

Valuuttaindeksin sisältö

Suomen Pankin valuuttaindeksi sisältää tällä hetkellä 16 valuuttaa. Tärkeimmät valuutat ovat Saksan markka, Ruotsin kruunu, Englannin punta ja Yhdysvaltain dollari. Suomen ja indeksissä mukana olevien maiden kauppavaihto kattoi vuonna 1996 lähes 74 % Suomen koko ulkomaankaupasta.

³ Ecu on tarkasteltu Markan & talouden numerossa 4/96.

² Olli-Pekka Lehmuksaari on tarkastellut Suomen kokeuksia valuuttaindeksin käytöstä Bank of Finland Bulletinissa 3/1991.

Taulukko 1. Valuuttaindeksin painot 1.7.1997 alkaen

Valuutta	Paino, %	Valuutta	Paino, %
Saksan markka	18.8	Italian liira	4.6
Ruotsin kruunu	14.9	Tanskan kruunu	4.3
Englannin punta	12.7	Belgian frangi	3.8
Yhdysvaltain dollari	9.5	Viron kruunu	2.6
Ranskan frangi	5.9	Espanjan peseta	2.5
Japanin jeni	5.5	Sveitsin frangi	1.9
Hollannin guldeni	5.4	Etelä-Korean won	1.4
Norjan kruunu	4.8	Itävallan šillinki	1.4

Suomen Pankki uudisti valuuttaindeksin sisältöä tänä kesänä. Indeksiin otettiin kaksi uutta valuuttaa, Viron kruunu (EEK) sekä Etelä-Korean won (KRW). Kruunun paino indeksissä on 2.6 ja wonin 1.4 % (taulukko 1). Molemmat valuutat ovat virallisesti ns. vaihdettavia valuuttoja. Kruunun kurssi on kiinnitetty yksipuolisella sidoksella Saksan markkaan suhteessa 1 DEM = 8 EEK. Wonin kurssi on vuorostaan kiinnitetty löyhästi Yhdysvaltain dollariin. Suomen Pankki on julkaissut Viron kruunun keskipurssin päivittäisellä kurssilistallaan vuodesta 1992 lähtien. Won otettiin listalle samalla, kun se liitettiin mukaan valuuttaindeksiin.

Suomen ja Viron välinen kauppavaihto on kasvanut viime vuosina nopeasti. Vuonna 1996 kaupan arvo oli yhteensä 6.7 mrd. markkaa, mikä on noin 2 % maamme koko ulkomaankaupasta. Suomen ja Etelä-Korean välinen kauppa taas oli viime vuonna noin 3.5 mrd. markkaa. Etelä-Korean osuus maamme ulkomaankaupasta on ollut jo muutaman vuoden ajan noin prosentin suuruinen.

Koska monien maiden valuuttojen vaihdettavuudessa on viime vuosina tapahtunut tai on tapahtumassa merkittäviä muutoksia, valuuttaindeksin sisältö voi muuttua myös tulevaisuudessa. Näillä näkymin mahdollisia uusia indeksivaluuttoja ovat mm. Puolan zloty (PLN) ja Venäjän rupla (RUR). Myös ulkomaankaupan maarakenteen muutokset luonnollisesti vaikuttavat indeksin sisältöön.

Kun talous- ja rahaliiton EMUn kolmas vaihe alkaa, EMU-maiden valuuttakurssit kiinnitetään, ja lopulta kansallisten valuuttojen tilalle tulee uusi yhteinen valuutta, euro. Suomen EMU-jäsenyys ja euron käyttöönotto eivät välttämättä merkitse Suomen Pankin valuuttaindeksin laskennan lopettamista. Jos laskentaa jatketaan, indeksin merkitys ja sisältö kuitenkin muuttuvat olennaisesti. Koska euro korvaa markan, indeksin alkuperäinen käyttötarkoitus, markan ulkoisen arvon

mittaaminen, menettää merkityksensä. Lisäksi euron myötä osa nykyisistä indeksivaluutoista jää pois käytöstä, mikä tarkoittanee näiden maiden poistamista indeksistä. Jos Suomen Pankin valuuttaindeksin laskentaa jatketaan EMU-aikana nykyisillä periaatteilla, indeksi kuvaa tuolloin euron ulkoisen arvon kehitystä suhteessa Suomen tärkeimpien EMU-alueen ulkopuolisten kaupakumppaneiden valuuttoihin painotettuna näiden maiden osuuksilla ulkomaankaupassamme.

Markan TCW-indeksi

Suomen Pankin valuuttaindeksin ohella markan arvon kehittymistä voidaan tarkastella muillakin mittareilla. Eräät kansainväliset järjestöt laskevat eri valuutoille, mm. Suomen markalle, efektiivisiä valuuttakursseja, jotka voivat poiketa toisistaan esimerkiksi valuuttasisällöltään sekä valuuttojen painojen laskentatavaltaan. Eroavuuksien vuoksi eri indeksit voivat antaa jossain määrin erilaisen kuvan siitä, miten valuutan arvo on kehittynyt.

Esimerkiksi Kansainvälinen valuuttarahasto, IMF, laskee markan ja monen muun valuutan efektiivisen kurssin ns. kokonaiskilpailukyky-painoilla (total competitiveness weights).⁴ Painot ovat kiinteät, ja ne on laskettu teollisuustuotteiden kauppavirroista vuosilta 1989–1991. Mukana on yhteensä 22 teollisuusmaata, mm. kaikki EU-maat. Painoja laskettaessa on otettu huomioon sekä maiden kahdenvälinen kauppa – kuten Suomen Pankin valuuttaindeksissä (ks. kehikko) – että maiden kilpailu kolmansilla markkinoilla. Siten esimerkiksi Ruotsin kruunun paino Suomen markan kokonaiskilpailukyky-painoisessa indeksissä (TCW-indeksissä) ottaa huomioon paitsi Suomen ja Ruotsin kahdenvälisen kaupan, myös suomalaisten ja ruotsalaisten tuotteiden välisen kilpailun muilla markkinoilla.

Markan TCW-indeksi sisältää 20 valuuttaa eli neljä enemmän kuin Suomen Pankin valuuttaindeksi.⁵ Uusia valuuttoja ovat Australian, Kanadan ja Uuden-Seelannin dollarit, Irlannin punta, Kreikan drakhma sekä Portugalin escudo. Sen sijaan hiljattain Suomen Pankin valuuttaindeksiin lisätyt valuutat, Viron kruunu ja Etelä-Korean won, puuttuvat TCW-indeksistä.

⁴ Myös Euroopan yhteisöjen komissio sekä mm. Kansainvälinen järjestelypankki (BIS) laskevat markan efektiivisiä kurssseja.

⁵ Molemmissa indekseissä Luxemburg on mukana Belgian frangin painossa.

Suomen Pankin valuuttaindeksin laskenta

Valuuttaindeksin laskenta-ajankohdan arvo saadaan kertomalla vertailuvuoden indeksiluku valuuttakurssien keskimääräisellä muutoksella:

$$(1) \text{IND}_t = E_t * \text{IND}_0$$

Tässä

IND_t = laskenta-ajankohdan t indeksiluku

E_t = valuuttakurssien keskimääräinen muutos laskenta-ajankohtana t vertailuvuoteen nähden

IND_0 = vertailuvuoden indeksiluku.

Vertailuvuotena on se kalenterivuosi, joka on kaksi vuotta aikaisempi kuin indeksin laskenta-ajankohta. Esimerkiksi tällä hetkellä vertailuvuotena on vuosi 1995.

Valuuttakurssien keskimääräinen muutos lasketaan valuuttojen laskenta-ajankohdan kurssien ja vertailuvuoden keskiarvokurssien suhdelukujen painotettuna geometrisena keskiarvona:

$$(2) E_t = \exp \left[\sum_{i=1}^{16} w_i * \text{LN} (x_{it} / x_{i0}) \right]$$

Tässä

x_{it} = valuutan i FIM-keskikurssi laskenta-ajankohtana t

x_{i0} = valuutan i vertailuvuoden FIM-keskikurssien keskiarvo

w_i = valuutan i paino.

Valuuttojen painot lasketaan vertailuvuoden ja neljän viimeisen käytettävissä olevan vuosineljänneksen ulkomaankauppaosuuksien aritmeettisena keskiarvona. Ulkomaankauppaosuudet lasketaan vienti- ja tuontiosuuksien keskiarvona.

Taulukko 2. Markan TCW-indeksin painot

Valuutta	Paino, %	Valuutta	Paino, %
Saksan markka	22.1	Norjan kruunu	3.0
Ruotsin kruunu	16.2	Sveitsin frangi	2.5
Englannin punta	11.5	Espanjan peseta	2.4
Yhdysvaltain dollari	8.9	Itävallan šillinki	1.7
Ranskan frangi	7.3	Kanadan dollari	1.0
Italian liira	5.6	Portugalin escudo	0.9
Japanin jeni	5.2	Irlannin punta	0.6
Hollannin guldeni	3.8	Kreikan drakhma	0.3
Tanskan kruunu	3.5	Australian dollari	0.2
Belgian frangi	3.1	Uuden-Seelannin dollari	0.1

Vaikka markan TCW-indeksin ja Suomen Pankin valuuttaindeksin valuuttasisällöissä ja painorakenteissa on eroja, indeksien antama kuvan kehityksestä on ollut viime vuosina hyvin samanlainen (kuvio 2)⁶. Tämä selittyy sillä, että painorakenteissa ja valuuttasisällöissä olevat erot ovat kumonnet toistensa vaikutuksia. Vaikka esimerkiksi Saksan markan paino on ollut TCW-indeksissä suurempi kuin Suomen Pankin valuuttaindeksissä, Saksan markan ja sen kurssikehitystä hyvin läheisesti seuraavien valuuttojen kuten Belgian frangin, Hollannin guldenin sekä Itävallan šillingin yhteenlaskettu painoarvo on ollut molemmissa indekseissä lähes sama. Vastaavasti Irlannin punnan sisältyminen TCW-in-

⁶ Kuviossa 2 Suomen Pankin valuuttaindeksi on laskettu niiden valuuttojen perusteella, jotka sisältyivät indeksiin vuosina 1995 ja 1996. Näin ollen Viron kruunu ja Etelä-Korean won puuttuvat joukosta. Valuuttaindeksin vanhat painot on esitetty Suomen Pankin Rahoitusmarkkinatilastokatsauksessa.

Kuvio 2.

Suomen Pankin valuuttaindeksi ja markan TCW-indeksi

Käyrät on indeksoitu siten, että 2.1.1995 = 100. Markan vahvistuessa käyrä nousee.



1. Suomen Pankin valuuttaindeksi
2. Markan TCW-indeksi

deksiin käytännössä lisää Englannin punnan painoarvoa, koska valuuttojen kehitys on usein samansuuntaista.

Jatkossa Suomen Pankki käyttää edelleen omaa valuuttaindeksiään yhtenä markan ulkoisen arvon mittarina. Sen ohella Suomen Pankki seuraa myös muiden mittareiden kuten markan TCW-indeksin ja ecun markkaurssin antamaa kuvaa valuuttamme arvon kehityksestä. ■

• Asiasanat: valuuttaindeksi, valuuttakurssit

EMU ja Suomen arvopaperimarkkinat

Markku Malkamäki
toimistopäällikkö
Erja Saukkonen
ekonomisti
rahoitusmarkkinaosasto
30.7.1997

Rahoituspalvelujen kansainvälinen kilpailu on viime vuosina kiristynyt merkittävästi erityisesti EU-alueella. Markkinoiden liberalisointi ja Euroopan sisämarkkinaohjelman toteutuminen ovat poistaneet kilpailun esteitä, mikä jo sinänsä tehostaa markkinoita lähivuo-

sina. Yhteisvaluuttaan euroon siirtyminen poistaisi verotustekijöitä lukuun ottamatta viimeisetkin merkittävät kilpailun esteet rahoitustoimialalta, mikä nopeuttaisi rahoitusmarkkinoiden rakennemuutosta. Lisäksi teknologinen kehitys aiheuttaa edelleen suuria muutoksia rahoitusmarkkinoilla maailmanlaajuisesti. Tässä artikkelissa tarkastellaan Suomen arvopaperimarkkinoiden tulevaisuudennäkymiä olettaen, että talous- ja rahaliiton EMUn kolmas vaihe toteutuu suunnitellusti.

Yhteisvaluutan käyttöönotto lisää nopeasti paineita keskittää korko-, osake- ja johdannaismarkkinoita suuriin rahoituskeskuksiin. Keskittymispaineet ovat erityisen suuret tukkurahan markkinoilla, mm. koska suuret rahasummat voidaan nopeasti ja turvallisesti siirtää maasta toiseen Euroopan keskuspankkien rakentaman reaaliaikaisen TARGET-maksujärjestelmän kautta.

Valuuttarajojen poistuminen helpottaa sijoitussalkkujen hajauttamista, mikä tarkoittanee merkittäviä sijoitussalkkujen uudelleenjärjestelyjä. Suomalaisten sijoittajien on aiempaa helpompi sijoittaa euromääräisiin arvopapereihin. Samoin ulkomaalaisten on mahdollista sijoittaa suomalaisiin kohteisiin ilman Suomen markkaan liittyviä riskejä. Suomalaisten rahoitusinstituutioiden

Talous- ja rahaliiton yhtenä tavoitteena on Euroopan laajuisten rahoitusmarkkinoiden aikaansaaminen. Yhteisvaluutta vahvistaa markkinoiden rakennemuutosta ja tehostaa markkinoiden toimintaa, mikä on suuri haaste kaikille rahoitusinstituutioille.

ja markkinoiden tuleva asema määräytyy mm. näiden erisuuntaisten vaikutusten perusteella.

Rahoituksen välitys tehostuu ja arvopaperistuu

Talous- ja rahaliiton tavoitteena on Euroopan laajuisten rahoitusmarkkinoiden aikaansaa-

minen. Kansallisilla markkinoilla toimineiden pankkien ja sijoituspalveluiden tarjoajien suojana pitkään olleet kansalliset erityispiirteet, kuten markkinakäytäntöjen eroavuudet ja kansalliset valuutat poistuvat euron myötä. Tämä kehitys lisää rahoituksen tarvisijoiden ja sijoittajien valinnan mahdollisuuksia, mikä tehostaa koko rahoituksenvälitysprosessia ja arvopapereiden jälkimarkkinoita.

Arvopaperien välityksessä ja muussa investointipankkitoiminnassa kilpailu kovenee nopeasti. Toisaalta voidaan odottaa investointipankki- ja varainhallintapalveluiden kysynnän kasvua, kun rahoituksenvälitys siirtyy yhä enemmän pankki-luotoista arvopaperimarkkinoille ja perinteinen pankkitoiminta asemiaan rahoituksen välityskanavana. Tällainen kehitys muuttaisi Euroopan rahoitusmarkkinoiden rakennetta Yhdysvaltain markkinoiden kaltaiseksi (kuviot 1).

Arvopaperivälityksessä suuret kansainväliset välittäjät vahvistavat asemiaan, kun kansalliseen valuuttaan perustuvan erityisosaamisen tarve vähenee. Arvopaperien välitys maasta toiseen helpottuu myös teknologisen kehityksen myötä. Näin ollen suomalaiset yritykset voivat entistä helpommin korvata suomalaisten pankkien tai arvopaperivälittäjien palvelut ulkomaisilla.

Pankkien ja arvopaperivälittäjien lisäksi kilpailun kiristyminen koskee myös pörssijä ja arvopaperikaupan tukipalveluja kuten rekisteri- ja selvitystoimintoja, joiden on jo nyt kyettävä kilpailemaan yritysten listautumisista, velkakirjojen liikkeeseenlaskusta ja lisäksi arvopapereiden sekä johdannaisten kaupankäynnistä Euroopan muiden markkinapaikkojen kanssa.

Raha- ja joukkovelkakirjamarkkinat

Rahamarkkinakauppa on volyymiltaan suurin arvopaperimarkkinoiden osa. Rahamarkkinoilla skaala- edut ovat suurimmat, joten nämä markkinat keskittyvät ensimmäisenä. Keskeisten kauppaa käyvien osapuolten lukumäärä vähenee nykyisestä merkittävästi. Lyhyen koron markkinoilla Eurooppaan on odotettavissa lähes identtinen, eri valtioiden velkasitoumuksiin perustuva korkotaso, jonka Euroopan keskuspankki hyvin pitkälti määrää.

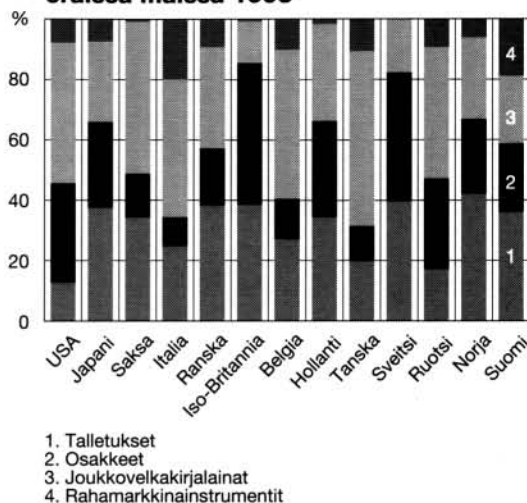
Suomalaiset rahamarkkinat ovat kansainvälisesti vertailtuna laajat (kuvio 1) ja rakenteeltaan poikkeuksellisesti liikepankkien sijoitustodistuksiin pohjautuvat. On hyvin epätodennäköistä, että suomalaisten pankkien lyhytaikainen rahoitus voisi nykyisessä määrin perustua euromääräisiin sijoitustodistuksiin. Pankit joutuvat joko etsimään vaihtoehtoisen rahoituslähteen tai pienentämään taseitaan. Liikepankkien keskinäinen likviditeetin taseus muuttunee talletuksiin tai takaisinlainaussopimuksiin pohjautuviksi.

Kaikki valtion uudet joukkolainaesimiot siirtyvät euroihin heti EMUn kolmannen vaiheen synnyttyä Madridin huippukokouksen päätösten mukaisesti. Suurin osa EU-maista konvertoi myös vanhat joukkolainansa euroiksi heti vuoden 1999 alusta. Tällä pyritään edistämään olemassa olevien lainojen likviditeettiä ja euron uskottavuutta. Myös Suomessa valtion vanhat viitelainat konvertoidaan vuoden 1999 alusta.

Luottoriskin merkitys joukkovelkakirjojen hinnoittelussa korostuu valuuttakurssiriskien vähentyessä. Euroopan joukkovelkakirjamarkkinoille muodostunee toisaalta taloudeltaan parhaimpien valtioiden lainojen markkinat ja toisaalta enemmän velkaantuneiden maiden markkinat. Ensimmäisen ryhmän sisällä korkoerot ovat käytännössä olemattomat. Tämän ryhmän likvideimpien velkapapereiden kaupankäynnin pohjalta muodostuvat euroalueen pitkät viitekorot. Eri maiden luottokelpoisuuseroista aiheutu-

Kuvio 1.

Rahoitusvaateiden jakauma eräissä maissa 1995



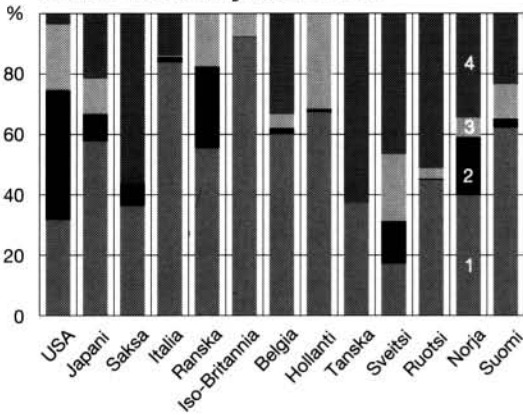
vat korkoerot puolestaan saattavat kasvaa nykyisestä, kun luottoriskin analyysi tehostuu.

Kilpailu kovenee sekä velkakirjaemissioiden järjestämisessä että jälkimarkkinoilla. Kotimaisilla markkinaosapuolilla ollut etu suomalaisten olosuhteiden tuntemisesta vähenee, ja ulkomaisen yhteyksien merkitys kasvaa. On luultavaa, että tulevaisuudessakin Suomen valtion viitelainojen kaupankäynnissä tarvitaan markkinatakaajajärjestelmää. Yhteisvaluutta-alueella markkinoiden likviditeetistä tulee luottoriskin ohella toinen keskeinen joukkovelkakirjojen hinnoittelutekijä, mikä edellyttää päämarkkinatakausjärjestelmän jatkamista ainakin toistaiseksi. Samoin valtion tulee muutoinkin olla velanhoidossaan kilpailukykyinen ja mm. tarjota sijoittajille riittävä maturiteettijakauma. Markkinatakaajajärjestelmän toiminta ja kokoonpano sen sijaan saattavat muuttua. Mahdollisesti päämarkkinatakaajien joukkoa laajennetaan nykyistä laajempien sijoittajakontaktien löytämiseksi. Markkinakäytäntöjä jouduttaneen harmonisoimaan muun Euroopan mukaisesti.

Yritysten joukkolainojen markkinat ovat olleet sekä Suomessa että koko Euroopassa melko

Kuvio 2.

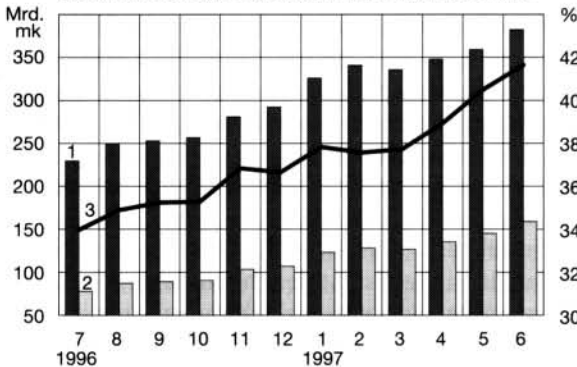
JVK-markkinoiden rakenne liikkeeseenlaskijoittain 1995



1. Valtio
2. Muu julkinen sektori
3. Yritykset
4. Muut (esim. rahoituslaitokset, asuntorahastot)

Kuvio 3.

Arvo-osuusjärjestelmäyhtiöiden ja niiden ulkomaalaisomistuksen markkina-arvot



1. Arvo-osuusjärjestelmäyhtiöiden markkina-arvo, mrd. mk
2. Ulkomaalaisomistuksen markkina-arvo, mrd. mk
3. Ulkomaalaisomistuksen osuus ajoj-yhtiöiden markkina-arvosta, %

alikehittyneet (kuvio 2). Yhteisvaluutta luo edellytyksiä yritysten joukkovelkakirjarahoitukseen kasvamiselle, kun sijoittajapohja laajenee ja luottoriskiin perustuva hinnoittelukulttuuri yleisty. Tämä ja ulkomaisten sijoittajien todennäköisesti lisääntyvä kiinnostus Suomea kohtaan luovat suomalaisillekin yrityksille mahdollisuuden käyttää markkinaehtoista velkarahoitusta entistä enemmän.

Euron myötä poistuviin valuuttoihin ja eri valtioiden liikkeeseen laskemiin velkapapereihin perustuvien johdannaisien markkinat loppuvat nopeasti. Tilalle tulevat europohjaiset valuuttajohdannaiset ja euromarkkinoiden keskeisimpiin viitekorkoihin perustuvat korkojohdannaiset.

Osakemarkkinat ja markkinapaikat

Euroalueella kansallisten markkinoiden infrastruktuurin kustannus- ja tehokkuuserot näkyvät välittömästi arvopapereiden hinnoissa. Hintat erot ohjaavat sijoituskohteiden kaupankäynnin edullisimmille markkinoille. Arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden ja sijoittajien kannalta ratkaisevia ovat palveluiden laatu, turvallisuus ja edullinen hinta. Markkinapaikkojen tulee tarjota kansainvälistä palveluvalikoimaa ja toimintaa. Kansainvälisen verkoston luominen tai ostaminen sekä jatkuva tuote- ja järjestelmäkehitys vaativat paljon pääomaa ja osaavan henkilökunnan, mikä on kallista ja saattaa johtaa pörssien nykyistä tiiviimpään yhteistyöhön yli kansallisten rajojen esimerkiksi atk-tekniikassa ja tuotekehittäelyssä.

Suomessa Helsingin Arvopaperipörssi Oy ja SOM Oy, Arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiön yhdistymisellä muodostetaan HEX Oy, Helsingin Arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiö. Suunnitelmien mukaan sulautuminen tulee voimaan vuoden 1997 loppuun mennessä. Yhdistymisellä pyritään parantamaan rahoitusmarkkinoiden tehokkuutta ja siten vastaamaan kansainväliseen kilpailuun. HEX Oy:n suurimmat osakkeenomistajat ovat suomalaiset liikepankit, OM Gruppen AB ja EVLI-konserni.

Nopeasta rakennemuutoksesta huolimatta keskittymispaineet ovat osakemarkkinoilla pienemmät kuin velkainstrumenttien tukkumarkkinoilla. Kaupankäynti saattaa keskittyä vähitellen suuriin keskuksiin, mutta kansalliset pörssit säilyvät joka tapauksessa pitkään. Jo nyt joillakin suurimmilla suomalaisyrityksillä on rinnakkaislistaus Lontoossa ja/tai New Yorkissa ja merkit-

tävä osa niiden omistuksesta on ulkomaisilla sijoittajilla (kuvio 3). Tästä huolimatta kaupan käynti näillä osakkeilla on säilynyt aktiivisena myös Helsingin Arvopaperipörssissä ja johdannaisien osalta SOM Oy:ssä. Tekniikan kehittyminen ja halpeneminen saattaa mahdollistaa kansallisten pörssien kilpailukykyisyyden myös jatkossa.

Arvopapereiden selvitystoiminta

Kansallisten rahoitusinstituutioiden kilpailukyvyn kannalta on tärkeää, että arvopapereiden rekisteri- ja selvitysjärjestelmästä kyetään kehittämään riittävän tehokas ja edullinen.

Vastauksena kansainvälisen kilpailun kovenemiseen aloitti vuoden 1997 alussa toimintansa Suomen Arvopaperikeskus. Arvopaperikeskuksen suurin osakkeenomistaja on Suomen Pankki. Muut osakkaat ovat valtio, Suomen Osakekeskusrekisteri Osuuskunta, Helsingin Arvo-osuuskeskus, Merita Pankki, Osuuspankkien Keskuspankki, Postipankki ja Aktia Säästöpankki.

Arvopaperikeskus toimii Suomessa liikkeeseen laskettujen arvo-osuusmuotoisten arvopaperien kirjaamislaitoksena sekä sille raportoitujen arvopaperikauppojen selvitysyhteisönä. Toi-

minta käynnistyi olemassa olevien järjestelmien pohjalta yhdistämällä Helsingin Rahamarkkina-keskuksen, Suomen Osakekeskusrekisteri Osuuskunnan ja arvo-osuusyhdistyksen liiketoiminnot sekä Helsingin arvopaperipörssin kaupanselvitystoiminnot. Arvopaperikeskuksesta pyritään luomaan kustannuksiltaan tehokas, turvallinen ja kansainvälisesti kilpailukykyinen arvo-osuuksien kirjaamis- ja selvitysyhteisö.

Suomen arvopaperikeskus on myös vastaus Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) yhteisen rahapolitiikan harjoittamisen asettamiin vaatimuksiin. Kansallisten arvopaperien rekisteri- ja selvitysjärjestelmien on kyettävä käsittelemään EKPJ:n operaatioissa hyväksyttäviä instrumentteja sekä mahdollistettava myös ulkomaisen vakuusmateriaalin käyttö. EKPJ:n luotto-operaatiot sekä näiltä luotoilta edellytettävä täysimääräinen vakuudellisuus kytkevät arvopaperien selvitysjärjestelmät tiiviisti yhteisen rahapolitiikan toteuttamiseen ja TARGET-maksujärjestelmään. ■

- Asiasanat: EMU, arvopaperimarkkinat, rahoitusmarkkinat, rahoituksen välitys, sijoituspalvelut,

Laki Suomen Pankista uudistettu

Arno Lindgren
lakiasianpäällikkö
Maritta Vehmas
lakimies
lakiasian yksikkö
28.7.1997

Suomen Pankkia koskevan lainsäädännön kokonaisuudistus on ollut vireillä pitkään. Erilaista virkamiestason valmistelua tehtiin jo 1980-luvun puolivälistä lähtien. Valtioneuvoston vuonna 1993 asettama ns. Suomen Pankki -komitea jätti elokuussa 1994 mietintönsä (KM 1994:12). Mm. Euroopan rahapoliittisen instituutin (EMI) annettua lausuntonsa esitysluonnoksesta hallitus antoi tammikuussa 1997 eduskunnalle lopullisen esityksensä laiksi Suomen Pankista sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 261/1996). Eduskunta hyväksyi esityksen 13.6.1997 perusteellisen valiokuntakäsittelyn jälkeen eräiltä osin muutettuna (719/1997). Uusi laki Suomen Pankista (jäljempänä LSP) ja siihen liittyvät muut säädösmuutokset tulevat voimaan 1.1.1998.

Miksi lakia uudistettiin?

Suomen Pankkia koskevan lainsäädännön uudistamisessa painottuivat alun perin lähinnä kansalliset lähtökohdat. Nykyinen vuodelta 1925 peräisin oleva LSP (entinen Suomen Pankin ohjesääntö) on useista osittaisuudistuksista huolimatta monilta osin vanhentunut erityisesti viime vuosien aikana pankin toimintaympäristön muututtua olennaisesti kansallisen ja kansainvälisen kehityksen vuoksi. Nykyistä hajanaista ja monikerroksista säädöskokonaisuutta pyrittiin yksinkertaistamaan sekä määrittelemään pankin tavoitteet, tehtävät ja toimivaltuudet entistä selkeämmin. Tämän vuoden loppuun vielä voimassa ole-

Uusi laki Suomen Pankista tulee voimaan vuoden 1998 alussa. Keskuspankin tavoitteet, tehtävät ja toimivaltuudet on määritelty siinä aiempaa selkeämmin ja päätöksenteon riippumattomuus on saatettu Maastrichtin sopimuksen mukaiseksi. Lain mukaan pankin ensisijainen tavoite on turvata rahan arvon vakaus ja päätehtävä päättää Suomen rahapolitiikasta ja toteuttaa sitä.

valle LSP:lle on ilmeisistä puutteista huolimatta syytä kuitenkin antaa tunnustus sen "ajatomuudesta". Merkittävä osa säännöksistä on osoittanut elinvoimaisuutensa vuosikymmenten aikana vanhahtavasta sanonnastaan huolimatta.

Valmistelujen kuluessa alkoivat lain sisältöön selkeästi vaikuttaa myös Euroopan yhteisön (EY) perustamissopimuksen talous- ja rahaliittoa kos-

kevat määräykset. Perustamissopimuksen 109 e artiklan mukaan jokaisen jäsenvaltion on talous- ja rahaliiton toisen vaiheen aikana aloitettava tarvittaessa menettely, jolla sen keskuspankin itenäisyys toteutuu. EMI katsoi raportissaan "Lähentymisen edistyminen 1996", että Suomen nyt vielä voimassa olevassa keskuspankkilainsäädännössä on useita kohtia, jotka ovat ristiriidassa perustamissopimuksen tai EKPJ:n perussäännön kanssa. Artiklan 107 mukaan Euroopan keskuspankki, kansallinen keskuspankki sekä niiden päätöksentekuelinten jäsenet eivät saa niille uskottuja tehtäviä hoitaessaan ottaa vastaan ohjeita yhteisön toimielimiltä tai laitoksilta, jäsenvaltioiden hallituksilta eivätkä miltään muultakaan taholta. EMIn ja komission mukaan pankkivaltuuston rahapoliittinen päätösvalta on ristiriidassa artiklassa 107 edellytetyn pankin riippumattomuuden kanssa.

Lainsäätämisyjärjestyksessä ongelmia

Eduskuntakäsittelyn aikana nousi esiin kysymys, voidaanko lakiehdotus hyväksyä tavallisessa lainsäätämisyjärjestyksessä. Hallituksen esitys lähti

siitä, että Suomen Pankin valtiosääntöoikeudellista asemaa ei muuteta, vaan Suomen Pankki säilyy edelleenkin hallitusmuodon 73 §:n tarkoitettamana eduskunnan pankkina, joten laki voitaisiin hyväksyä tavallisessa säättämisyjärjestyksessä.

Perustuslakivaliokunta kuitenkin piti (PeVL 5/1997 vp) pankkivaltuutettujen rahapoliittisten tehtävien siirtämistä johtokunnalle valtiosääntöoikeudelliselta kannalta merkityksellisenä. Muutos merkitsisi valiokunnan mielestä niiden järjestyksen olennaista heikkenemistä, jotka ovat olleet takaamassa Suomen Pankin toiminnan eduskunnan hoidossa hallitusmuodon 73 §:n tarkoittamalla tavalla. Valiokunta katsoi kuitenkin, että pankkivaltuuston rahapoliittisten tehtävien supistuminen johtuu Suomen solmimasta Euroopan unioniin liittymistä koskevasta sopimuksesta. Koska liittymissopimuksen voimaansattamislaki aikanaan käsiteltiin ns. supistetussa perustuslain säättämisyjärjestyksessä, tulivat perustuslain kanssa ristiriidassa olevat säännökset samalla hyväksytyiksi.

Tämän vuoksi valiokunta katsoi, että rahapoliittisten tehtävien muutos ei enää vaikuta lakiehdotuksen käsittelyjärjestykseen lukuun ottamatta valuuttakurssipoliittista päätöksentekoa. Siinä tehtävät muutokset edellyttäisivät perustuslain säättämisyjärjestyksestä, koska niiden ei voida perustella johtuvan perustamissopimuksesta. Valiokunnan mukaan Suomen osallistuessa yhteiseen rahaan joudutaan rahalakiä joka tapauksessa muuttamaan, joten uudistuksen käsittely voidaan lykätä samaan yhteyteen. Syntynyt säättämisyjärjestysongelma poistui myöhemmässä eduskuntakäsittelyssä, kun rahalakiin ehdotetut valuuttakurssipoliittista päätöksentekoa koskevat muutokset hylättiin. Tällöin itse LSP voitiin hyväksyä tavallisessa lainsäätämisyjärjestyksessä.

Uuden lain pääsisältö

Suomen Pankin tavoitteet, tehtävät ja toimivaltuudet

Suomen Pankki on LSP:n mukaan maan keskuspankki ja itsenäinen julkisoikeudellinen laitos, jonka asemasta säädetään hallitusmuodossa ja valtiopäiväjärjestyksessä. Suomen Pankin perustuslaillinen asema eduskunnan pankkina säilyy siten ennallaan.

Uudessa laissa Suomen Pankin tavoitteet, tehtävät ja niiden hoitamiseksi tarvittavat toimi-

valtuudet on pyritty määrittelemään aiempaa selkeämmin ja kattavammin. Pankin ensisijainen tavoite on turvata rahan arvon vakaus. Tämä pankille laissa säädetty selkeä tavoite määrittää yhtäältä pankin toiminnallisen riippumattomuuden ja toisaalta pankin toiminnan arvioimisen ja tehokkaan valvonnan perustan. Keskuspankin tavoite ja asema liittyvät yhteen siten, että riippumattomuuden katsotaan edistävän keskuspankin tavoitteen saavuttamista ja lisäävän rahapolitiikan uskottavuutta. Ensisijaista tavoitettaan vaarantamatta pankin on tuettava muidenkin talouspolitiikan tavoitteiden saavuttamista sekä edistetävä rahoitusjärjestelmän vakautta.

Suomen Pankin päätehtävänä on päättää maan rahapolitiikasta ja toteuttaa sitä. Rahapolitiikalla tarkoitetaan kaikkien niiden päätösten ja toimenpiteiden kokonaisuutta, jolla pankki pyrkii sille laissa asetettuun tavoitteeseen. Pankin riippumattomuutta turvaa myös säännös, jonka mukaan pankki ei saa rahapoliittisia tehtäviään hoitaessaan pyytää tai ottaa vastaan toimintaansa koskevia määräyksiä. Suomen Pankin tehtäviin kuuluu lisäksi huolehtia valuuttavarannosta ja sen sijoittamisesta ja muista maan ulkoisen maksuvalmiuden tukemiseksi tarvittavista toimenpiteistä sekä huolehtia toimintansa kannalta tarpeellisten tilastojen laatimisesta ja julkaisemisesta. Pankin on osaltaan huolehdittava maksuja muun rahoitusjärjestelmän luotettavuudesta ja tehokkuudesta sekä osallistuttava sen kehittämiseen. Lakiin kirjattu pankin velvoite yhteistoimintaan valtioneuvoston ja muiden viranomaisten kanssa on käytännössäkin vakiintunut periaate. Pankin perustehtäviin kuuluu vielä laillisten maksuvälineiden eli setelien ja metallirahan liikkeeseen laskeminen sekä yleinen rahahuoltotehtävä.

Suomen Pankin toimivaltuuksia koskevilla säännöksillä on pyritty kattavasti, kootusti ja nykyistä selkeämmin määrittelemään, minkälaisiin toimenpiteisiin pankki voi ryhtyä laissa säädettyjen tehtäviensä hoitamiseksi. Hallinnon lainalaisuuden periaate edellyttää, että tarvittavien keinojen ja valtuuksien tulee käydä riittävän selvästi ilmi laista. Pankki voi antaa ja ottaa luottoa, ottaa vastaan ja tehdä talletuksia, harjoittaa arvopaperi-, jalometalli- ja valuuttakauppaa, hoitaa maksuliikettä ja maksujen selvitystä sekä harjoittaa muutakin arvopaperi-, raha- ja valuuttamarkkinatoimintaa. Säännös on riittävän väljä, jotta

pankin toiminta voidaan sopeuttaa vaihtuviin markkinaolosuhteisiin.

Pankin toimivaltuuksiin kuuluu myös määrätä peruskorko ja muut Suomen Pankin soveltamat korot sekä määrittellä ja julkaista viitekorkoja. Pankki voi omistaa osakkeita, osuuksia ja kiinteistöjä siinä määrin kuin se on perusteltua pankin tehtävien hoitamiseksi ja toiminnan järjestämiseksi. Uuteen lakiin sisältyvä säännös Suomen Pankin oikeudesta määrätä vähimmäisvarantovelvoitteesta vastaa sisällöltään voimassa olevaa lakia lukuun ottamatta vähimmäisvarantovelvollisuuden laiminlyönnistä aiheutuvaa tehostetta. Vähimmäisvarantopäätöksistä voidaan jatkossa valittaa korkeimpaan hallinto-oikeuteen.

Laissa on nimenomainen julkisen sektorin keskuspankkirahoituksen kieltö, joka perustuu EY:n perustamissopimuksen 104 artiklaan. Kielto tuli voimaan jo EMUn toisen vaiheen alkaessa 1.1.1994. Suomen Pankilla on oltava luotonannossaan riittävät vakuudet, mutta pankki voi olla tilapäisesti vaatimatta myöntämilleen luotoille vakuuksia, jos se on erityisen painavasta syystä perusteltua.

Muutokset pankin hallinnossa

Suomen Pankin toimielimiä ovat pankkivaltuusto, johtokunta sekä tilintarkastajat, kuten nykyisinkin. Pankkivaltuuston jäsenten eli pankkivaltuutettujen lukumäärä ja valinta perustuvat valtiopäiväjärjestykseen ja ovat säilyneet ennallaan. Pankkivaltuuston ja johtokunnan välinen toimivaltajakoa koskeva järjestely on säilytetty myös entisellään luettelemalla tyhjentävästi pankkivaltuuston Suomen Pankkiin liittyvät tehtävät. Kaikki muu päätösvalta kuuluu johtokunnalle ns. yleistoimivaltana. Pankkivaltuuston tehtävät Suomen Pankin yhteydessä toimivan Rahoitustarkastuksen hallinnossa on siirretty rahoitustarkastuslakiin (503/1993). Tilintarkastajien osalta merkittävin muutos on se, että vähintään kahden tilintarkastajan samoin kuin heidän varajäsentensäkin on oltava Keskuskauppakamarin hyväksymiä tai julkishallinnon ja talouden tilintarkastajan tutkinnon suorittaneita.

Pankkivaltuuston päätehtävänä on korostuneesti yleinen pankin hallinnon ja toiminnan valvonta. Selkein tehtäväalueina nykyiseen tapaan ovat pankin tilinpäätökseen ja eduskuntaan liittyvät tehtävät (esim. kertomus ja esitykset eduskunnalle) sekä johtokuntaa koskevat hallinnolli-

set asiat. Pankkivaltuuston nykyisissä tehtävissä merkittävin muutos on pankkivaltuustolle kuuluneen rahapoliittisen päätösvalan siirtäminen korkoja koskevista päätöksistä johtokunnalle, jolle päätösvalta on peruskorkoa lukuun ottamatta tosiasiaassa nykyisinkin kuulunut pankkivaltuuston vahvistamien korkorajojen puitteissa. Valuuttakurssipoliittisissa päätöksissä on toimivaltajako jäänyt entiselleen pankkivaltuuston ja johtokunnan välille. Toimivaltajakoa pehmentää johtokunnalle asetettu velvollisuus säännöllisesti raportoida pankkivaltuustolle noudatetusta rahapolitiikasta ja sen toteutumisesta. Pankkivaltuuston tehtävistä jäävät pois myös seteleistä ja niiden ulkonäöstä päättäminen sekä kaikki sellaiset hallinnolliset tai operatiiviset asiat, joilla ei ole välitöntä yhteyttä valvontaan.

Säädöskokonaisuuden selkeyttämiseksi kumoutuvat LSP:n voimaantulon yhteydessä pankkivaltuuston vahvistettavaksi vielä nykyisin kuuluvat, lähinnä pankin hallinnollisia kysymyksiä sääntelevä Suomen Pankin johtosääntö (48/1926) nykyisen sisältöisenä, samoin kuin vuonna 1943 alun perin vahvistettu, nyttemmin täysin vanhentunut palkkaussääntö. Johtosääntö säädöstyypinä tosin säilyy, mutta sen sisältö voi koskea enää vain johtokunnan päätösmenettelyä. Muut nykyiseen johtosääntöön ja palkkaussääntöön sisältyvät asiat määräytyvät jatkossa virkamieslain-säädännön, virkaehtosopimusten tai johtokunnan yleistoimivaltansa perusteella tekemien päätösten perusteella. Pankkivaltuusto vahvistaa lisäksi nykyiseen tapaan pankissa sovellettavat eläkesäännöt.

Johtokunnan jäsenten lukumäärä, ts. puheenjohtaja ja enintään viisi muuta jäsentä, ja heidän nimittämisenä tehtävään säilyvät entisellään. Merkittävä uutuus on johtokunnan jäsenten virkojen määräaikaisuus, joka on puheenjohtajalla seitsemän vuotta ja muilla jäsenillä viisi vuotta, mutta sama henkilö voidaan nimittää johtokunnan jäseneksi enintään kolmeksi ja puheenjohtaja enintään kahdeksi toimikaudeksi. Puheenjohtajan virkanimike virallistetaan Suomen Pankin pääjohtajaksi. Johtokunnan jäsenillä on oltava tehtävien edellyttämä asiantuntemus. Johtokunnan yleistoimivaltaa täsmentää velvoite järjestää pankin toiminta tehokkaalla ja taloudellisella tavalla. Tätä velvoitetta tukee johtokunnalle annettu nimenomainen oikeus delegoida tehtäviä ja toimivaltaa pankin sisällä. Johtokunnan jäsenten

erityisasemaa on korostettu sivutoimia koskevalla erityissääntelyllä ja rajoittamalla virkasuhteen päättymisperusteita.

Suomen Pankin virkamiesten oikeudellinen asema täsmentyy

Pankin sisäisen toiminnan kannalta yksi periaatteellisesti merkittävimmistä muutoksista LSP:ssä on pankin virkamiesten oikeudellisen aseman saattaminen samalle tasolle kuin muualla julkisessa sektorissa ja ylipäätään kattavan henkilöstöä koskevan oikeudellisen sääntelyn aikaansaaminen. Nykyinen LSP on tältä osin jäänyt pahoin jälkeen yleisestä kehityksestä.

Valtion virkamieslakia (750/1994) ryhdytään noudattamaan Suomen Pankissakin soveltuvien osin. Ne virkamieslain pykälät, jotka luonteensa vuoksi eivät ole käyttökelpoisia, luetellaan laissa erikseen. Virkamieslain nojalla määräytyvät pankin ja sen virkamiesten oikeudet ja velvollisuudet sekä muut keskeiset henkilöstöä koskevat kysymykset.

Pankissa vapaaehtoisuuteen perustuvat sopimus- ja yhteistoimintajärjestelmät saatetaan lain tasolle. Valtion virkaehtosopimuslaki (664/1970) koskee soveltuvien osin pankin sopimusjärjestelmää, mikä on hyvin pitkälle käytännössä mukailut yleistä virkaehtosopimusjärjestelmää. Uutuutena pankissa on työtaisteluoikeuden antaminen sekä pankille työnantajana että henkilöstöä edustavalle yhdistykselle. Työtaistelutoimenpiteet, jotka haittaavat pankin lakisäateisten tehtävien hoitamista siten, että niistä voi aiheutua huomattavaa vahinkoa maalle tai vakavaa häiriötä maksu- tai rahoitusjärjestelmän toiminnalle taikka vakava uhka pankin turvallisuudelle, ovat kuitenkin kiellettyjä. Uutta on myös, että pääsäännön mukaan kaikissa henkilöstöön liittyvissä ristiriitakysymyksissä on mahdollisuus hakea muutosta, sopimusasioissa työtuomioistuimelta ja muissa asioissa suoraan korkeimmalta hallinto-oikeudelta. Hallituksen esityksessä käytetty tekniikka, jolla viitataan virkamieslainsäädäntöön, on epätydyttävä vaikkeaselkoisuutensa sekä valtion ja pankin mahdollisten erityyppisten henkilöstöpoliit-

tisten kehittämistavoitteiden kannalta. Hyväksyessään LSP:n eduskunta edellyttikin, että sille annetaan mahdollisimman pian esitys erillislaiksi Suomen Pankin virkamiehistä (Eduskunnan vastaus 99/1997 vp).

Peruspääoma, tilinpäätös ja ylijäämän käyttö

Suomen Pankin peruspääoman muodostavat nykyiseen tapaan kantarahasto ja vararahasto, mutta niiden suuruuden määrittämisestä lain tasolla on luovuttu. Tilinpäätöksessä muodostuvan ylijäämän käytöstä tai alijäämän kattamisesta on annettu entistä tarkemmat määräykset. Ylijäämää käytetään ensisijaisesti vararahaston kartuttamiseen säännöksestä ilmenevien laskentasaäntöjen mukaisesti, ja muun osan käytöstä valtion tarpeisiin päättää nykyiseen tapaan eduskunta.

Vaatus hyvä kirjanpitoalan noudattamisesta on saatettu lain tasolle. Tilinpäätöksessä tehtävistä arvostuksista sekä varauksista, mm. pankin eläkevastuun kattamiseksi, on laissa erityismääräyksiä.

Erityisiä säännöksiä

LSP:n loppuun on sijoitettu eräitä, lähinnä menettelytapoihin liittyviä säännöksiä. Julkista sektoria yleisesti koskevaa hallintomenettelylakia (598/1982) ryhdytään soveltamaan laajasti Suomen Pankissakin hallintoasioita käsiteltäessä. Nykyistä salassapitosäännöstä on selkeytetty, joskin sen sisältöön jossain määrin vaikuttanee meillä oleva julkisuuslainsäädännön kokonaisuudistus. Pankin tiedonsaantioikeutta ja -antamisvelvollisuutta koskevia säännöksiä on täsmennetty vastaamaan etenkin rahoitusmarkkinoiden valvonnan ja tilastoinnin kehitystä sekä edistämään viranomaisten välistä yhteistyötä. Pankin velvollisuutena on lisäksi antaa eduskunnan talousvaliokunnalle kaikki sen tehtävien hoitamiseksi tarpeelliset tiedot. ■

- Asiasanat: Suomen Pankki -laki, keskuspankki, EKPJ

Euroopan unionin vakaus- ja kasvusopimus

Peter Nyberg

johtokunnan neuvonantaja
kansainvälinen sihteeri

30.6.1997

Amsterdamissa kesäkuun 16. ja 17. päivänä 1997 pidetty EU:n huippukokous hyväksyi alun perin Saksan esittämän ja pitkien neuvottelujen kohteena olleen vakaus- ja kasvusopimuksen. Sopimukseen kuuluu huippukokouksen hyväksymän poliittisen päätöslauselman lisäksi kaksi perustamissopimusta täydentävää asetusta. Sopimus velvoittaa etenkin yhteiseen valuutta-alueeseen (euroalueeseen) kuuluvat jäsenmaat julkistaloudelliseen kuriin varsinkin nopeiden ja ankarien rangaistusten uhalla.

Sopimukseen liittyvät kaksi asetusta täsmenävät Maastrichtin sopimuksen talouspolitiikan seuranta (artikla 103) ja ns. liiallisen alijäämän menettelyä (artikla 104c) koskevia säännöksiä. Ministerineuvostolle (Ecofin) jää kuitenkin harkintavaltaa mm. sen päättäessä, onko jollakin maalla liiallinen budjettialijäämä ja mitä seuraamuksia tästä aiheutuu. Varsinkin niille euroalueen maille, jotka ovat suhteellisen velkaantuneita ja joilla on suuri alijäämä, sopimus saattaa aiheuttaa ongelmia lähivuosina. Sopimuksen keskipitkän aikavälin vaikutukset riippuvat taas viime kädessä siitä, miten ankarasti ministerineuvosto käytännössä soveltaa sopimusta ja erityisesti siihen sisältyviä sanktiomahdollisuuksia.

Tarkoitus

Vakaus- ja kasvusopimuksen tarkoitus on estää liiallisen budjettialijäämien syntyä. Alijäämien pitäminen kohtuullisina on katsottu tarpeelliseksi, jotta yleinen korkotaso pysyisi matalana ja siten investointeja ja taloudellista kasvua suosi-

Amsterdamin huippukokouksessa hyväksytyllä EU:n kasvu- ja vakaussopimuksella pyritään estämään jäsenmaiden liiallisen budjettialijäämien syntyä ja täsmenämään talouspolitiikan seuranta. Sopimus velvoittaa jäsenmaat kurinalaiseen finanssipolitiikkaan sanktioiden uhalla.

vana. Alijäämien rajoittaminen ylläpitää myös valtioiden luottokelpoisuutta ja estää ennakolta niiden pyrkimystä vähentää velan räsistusta esim. vaatimalla rahapolitiikan löysentämistä tai muilla poikkeuksellisilla toimilla. Sopimus on siten myös katsottu välttämättö-

mäksi yhteisen rahapolitiikan ja vakaan rahanarvon edellytykseksi.

Alijäämä on Maastrichtin sopimuksen mukaan liiallinen, jos se ylittää 3 % BKT:stä eikä johdu poikkeuksellisista ja tilapäisistä syistä. Vakaus- ja kasvusopimuksen mukaan poikkeukselliseksi katsotaan aina mm. taloudellinen taantuma, johon liittyy vähintään BKT:n 2 prosentin supistuminen vuoden aikana. Taantuma, joka johtaa enintään BKT:n 0.75 prosentin pienemiseen, voidaan katsoa poikkeukselliseksi vain, jos sen voidaan osoittaa olleen jyrkkä ja äkkinäinen. Taloudellisen toiminnan hidastuminen sallii siis valtiontalouden alijäämän kasvun seuraamuksista vain, jos alijäämä normaaliaikoina on riittävän pieni. Vakaussopimuksen varsinainen keskipitkän aikavälin tehtävä onkin siten edistää tasapainoista tai jopa ylijäämäistä julkista taloutta yli suhdannekierron.

Pulman tuottavat tältä kannalta euroalueen ensimmäiset vuodet, jolloin jäsenmaiden budjetit eivät ole vielä saavuttaneet tällaista keskipitkän aikavälin kestävästä tasapainotilaa. Julkisen talouden liikkumavara tulee lähivuosina olemaan vähäinen niissä maissa, joissa alijäämä on suhteellisen suuri. Taloudellista toimintaa heikentävien häiriöiden sattuessa vaaditaan tällöin suh-

teellisen voimakkaita toimia alijäämän supistamiseksi, jotta vakaus- ja kasvusopimuksen ehdot täyttyisivät, mikä osaltaan saattaa voimistua häiriöiden vaikutuksia.

Vakaan valtiontalouden varmistamiseksi on jo Maastrichtin sopimuksessa katsottu tarvittavan yhteistä julkisen talouden valvontaa ja siihen liittyviä sanktioita. Ankarimmat sanktiot eli korrottomat talletukset ja viime kädessä sakot koskevat vain euroalueen maita. Tämä johtuu siitä, että näiden maiden finanssipolitiikka vaikuttaa välittömästi kaikkien muiden euroalueen maiden rahataloudellisiin oloihin. Euroalueeseen kuulumattomat jäsenvaltiot jäävät ankarimpien sanktioiden ulkopuolelle, koska niiden mahdollinen valtiontaloudellinen holtittomuus haittaa lähinnä niitä itseään.

Sisältö

Talouspolitiikan valvontaa ja yhteensovittamista koskeva asetus täsmentää, miten kaikkien EU:n jäsenmaiden hallitusten tulee raportoida taloutensa kehityksestä ja talouspolitiikastaan komissiolle ja sitä kautta ministerineuvostolle. Kaikki EU:n jäsenvaltiot laativat pääosin samoja periaatteita noudattaen vuosittaisen talouspoliittisen ohjelman komission ja ministerineuvoston arvioitavaksi. Euroalueen jäsenmaiden ohjelmia kutsutaan vakausohjelmiksi, ulkopuolella olevien jäsenmaiden ohjelmia lähentymisohjelmiksi. Vakaus- ja lähentymisohjelmien ainoa merkittävä ero on, että jälkimmäisissä esitetään kansallisessa määräysvallassa olevan rahapolitiikan keskipitkän aikavälin tavoitteet. Vakaus- tai lähentymisohjelma määrittelee julkisen talouden rahoitusjäämälle kansallisen keskipitkän aikavälin tavoitetason, jonka tulee olla joko lähellä tasapainoa tai ylijäämäinen. Tavoitetason määrittelee kunkin maan hallitus, joka ohjelmassaan myös täsmentää, millä talouspoliittisilla toimilla se pyrkii tavoitetason saavuttamaan.

Jäsenvaltioiden on sisällytettävä ohjelmiinsa mm. yleisluonteinen sitoutumus, että ne ryhtyvät tarpeellisiksi katsomiinsa lisätoimiin aina kun ilmenee, että ne ovat vaarassa poiketa merkittävästi tavoitteesta. Näitä toimia ei tarvitse kuitenkaan ohjelmissa yksilöidä, vaan finanssipolitiikasta päätetään kansallisesti normaalissa parlamentaarisisessa järjestyksessä.

Sopimus asettaa sekä ohjelmien laatimiselle että niiden käsittelylle tarkan aikataulun. Ensimmäiset ohjelmat on toimitettava EU:n toimielimille viimeistään 1.3.1999, ja ne ovat vuosittaisine tarkistuksineen julkisia. Tarkoitus on, että ohjelmiin perustuva seuranta toimisi ennakkovarointusjärjestelmänä silloin, kun jonkin maan julkista taloutta uhkaa liiallinen alijäämä.

Jos ministerineuvosto ohjelmaa tutkiessaan huomaa, että julkinen alijäämä poikkeaa merkittävästi maan asettamasta keskipitkän aikavälin tavoitteesta, se voi antaa maalle varoituksen liiallisen alijäämän syntymisestä. Jos tilanne jatkuu tai pahenee, ministerineuvosto voi antaa luottamuksellisen tai jopa julkisen suosituksen toimenpiteisiin ryhtymiseksi liiallisen alijäämän syntymisen estämiseksi. Näihin toimiin voidaan siis ennaltaehkäisyvaiheessa ryhtyä jo ennen kuin liiallinen alijäämä (yli 3 % BKT:stä) on syntynyt.

Liiallisten alijäämien seuranta perustuu jäsenmaiden kahdesti vuodessa (1.3. ja 1.9. mennessä) komissiolle toimittamiin tilastoraportteihin. Jos ministerineuvosto esim. maaliskuussa huomaa, että jonkin maan julkinen alijäämä edellisenä vuonna on ollut liiallinen, käynnistyy varsin kiivastahtinen korjausprosessi. Neuvosto antaa viimeistään toukokuussa maalle suosituksen alijäämän korjaamiseksi. Tämän jälkeen maan viranomaisilla on syyskuuhun asti aikaa ryhtyä tehokkaisiin toimiin¹ liiallisen alijäämän poistamiseksi viimeistään seuraavan vuoden aikana. Jollei tehokkaisiin toimiin ole ryhdytty, ministerineuvosto voi julkistaa suosituksensa. Tähän päättyykin liiallisten alijäämien prosessi niiden maiden osalta, jotka eivät kuulu euroalueeseen.

Euroalueeseen kuuluva maa voi kuitenkin joutua tätäkin ankarampien seuraamusten kohteeksi, jollei se ole ryhtynyt tehokkaisiin alijäämää korjaaviin toimiin tai jollei liiallinen alijäämä ole seuraavaan vuoteen mennessä poistunut. Tällöin ministerineuvosto voi jo ennen vuoden loppua vaatia maalta korotonta talletusta, joka kahden vuoden kuluttua muuttuu EU:lle maksettavaksi sakoksi, ellei liiallista alijäämää ole vielä lätkään korjattu. Talletuksen suuruus riippuu ali-

¹ Toimien tehokkuutta arvioidaan ensi kädessä hallituksen (ei siis kansallisen parlamentin) julkistamien päätösten perusteella. Tämä johtuu siitä, että pyrkimyksenä on selkeä, nopea ja yksinkertainen käsittelyaikataulu. Siihen ei katsota kansallisten parlamenttien pakostakin hyvin vaihtelevien ja ennakoimattomien työtahtien sopivan.

jäämän suuruudesta.² Talletus maksetaan jokaisesta vuodesta, jona maalla on liiallinen alijäämä, ja jokaisen talletuksen enimmäismäärä on 0.5 % BKT:stä (Suomen talletuksen enimmäismäärä olisi tällä hetkellä siis noin 3 mrd. markkaa eli noin 1½ % valtion menoista). Maa, joka ei rajoita julkista alijäämäänsä vakaus- ja kasvusopimuksen mukaiseksi, joutuu siten ääritapauksessa suorittamaan kansantaloudellisesti merkittäviä ja pysyviä tulonsiirtoja muille, alijäämärajoitusta kunnioittaville euroalueen maille.

Vaikutukset

Vakaus- ja kasvusopimus on tarkoitettu sovellettavaksi etenkin ennaltaehkäisymielessä ja keskipitkällä aikavälillä tilanteessa, jossa siihen sitoutuneet maat ovat jo saavuttaneet kestäväen budjettiturin. Näin ollen sopimuksen sanktio-osaa ei tarvitsisi soveltaa eikä edes ministerineuvoston suosituksia tarvittaisi, kun jäsenmaat omasta tahdostaan harjoittaisivat vakaata budjettipolitiikkaa. Tavanomaiset suhdannevaihtelut eivät normaalityapauksessa johtaisi liiallisiin alijäämiin, koska maiden budjeteissa olisi jo varauduttu niihin.

Kun euroalue kaikesta päätellen syntyy ilman, että siihen kuuluvien maiden julkiset taloudet olisivat kestäväällä tavalla tasapainossa, saattaa yhteisvaluutan alkuvuosina kuitenkin ilmetä sopeutumisongelmia. Kuten jo todettiin, ne jäsenmaat, joiden julkisen talouden rahoitustasapaino on heikko, joutuvat varautumaan melko voimakkaisiin alijäämien supistamistoimiin viimeistään siinä vaiheessa, kun taloudellinen toiminta lähivuosien aikana heikentyy. Siksi nykyistä vahvempi julkisen talouden rahoitusasema euroalueella olisi jo nyt tarpeellinen.

Sopimuksen harkintavaltaa sallivat ratkaisut tekee yleensä ministerineuvosto, jonka tulevat linjaukset siten käytännössä ratkaisevat, miten tiukasti sopimusta tulkitaan. Sopimusta tulisi soveltaa mahdollisimman tunnollisesti siitä huolimatta, että julkisen talouden velkarahoituksen väheneminen voi osoittautua poliittisesti ras-

kaaksi. Esim. kansainvälisten sijoittajien usko kurinalaiseen finanssipolitiikkaan saattaisi helposti haihtua, jos euroalueen alkuvaiheen mahdollisten vaikeuksien nähtäisiin johtavan sopimuksen löysään soveltamiseen. Tämä taas näkyisi euroalueen korkojen nousuna ja euron kansainvälisen arvon alenemisena. Vahinko olisi tietenkin mittavin niiden maiden kannalta, jotka Suomen tavoin ovat jo tehneet merkittäviä, joskaan eivät välttämättä vielä riittäviä, uhrauksia julkistalouden alijäämien rajoittamiseksi.

Suomessa julkisen talouden alijäämää ja velkaantumista rajoittavat etenkin odotettavissa oleva eläkemenojen nopea kasvu sekä jo nyt suuri velkakanta, ei solmittu vakaus- ja kasvusopimus. Tämän takia on sopimuksen välitön vaikutus Suomessa keskipitkällä aikavälillä varsin vähäinen. Lyhyellä aikavälillä kuitenkin esim. korkotason merkittävä nousu tai talouskasvun yllättävä heikkeneminen tms. edellyttäisi totuttua nopeampia alijäämän supistamistoimia sopimuksen sanktioiden välttämiseksi. ■

- Asiasanat: EMU, finanssipolitiikka, vakaus- ja kasvusopimus

² Ensimmäisen talletuksen suuruus on 0.2 % BKT:stä ja lisäksi kymmenesosa todetun alijäämän ja sen sallitun enimmäisarvon erosta. Jos siis maan alijäämä olisi 5 % BKT:stä, ensimmäinen talletus olisi $0.2 + 0.1 \cdot (5-3) = 0.4$ % BKT:stä. Jos maa joutuisi maksamaan seuraavankin vuonna talletuksen, kiinteä 0.2 prosentin osuus pois-tuisi.

Vuosi 1998 ratkaiseva EMU-päätöksentekoprosessissa

Kansainvälinen sihteeristö
19.8.1997

EMUn kolmas vaihe alkaa 1.1.1999 Eurooppa-neuvoston päätösten mukaan. Päätös yhteiseen rahaan ensimmäisinä siirtävistä maista tehdään kevään 1998 kuluessa Maastrichtin sopimuksen 109 j artiklan nojalla. Sen jälkeen päätetään Euroopan keskuspankin EKP:n ja Euroopan keskuspankkijärjestelmän EKPJ:n perustamisesta.

Ensi vuoden kevään ja kesän aikatauluista on keskusteltu mm. Ecofinissä, EU:n rahakomiteassa ja EMIssä. Päätöksentekoprosessin lopullinen aikataulu ei tässä vaiheessa ole valmis, mutta suuntaviivat ovat jo varsin pitkälle selvillä. Seuraavassa kuvattuja euroalueen maiden valintaa ja Euroopan keskuspankin perustamista koskevan päätöksenteon eräitä vaiheita on näissä keskusteluissa ajateltu voitavan yhdistellä päätöksenteon nopeuttamiseksi. Ripeä päätöksenteko on tärkeää mm. sen vuoksi, että markkinahäiriöiden mahdollisuus saataisiin minimoiduksi. Valmistelevaa työtä EMUn kolmanteen vaiheeseen liittyvän lainsäädännön alalla tehdään jo nyt yhteistyössä EMIn kanssa. Kansalliset tapahtumat, kuten vaalit, voivat muuttaa suunniteltuja päätösaikatauluja.

Mukaan tulevien maiden valinta

Valintaprosessin aluksi Euroopan komissio ja Euroopan rahapoliittinen instituutti EMI antavat lähentymisraporttinsa talous- ja valtiovarainministereistä koostuvalle Ecofin-neuvostolle. Raportit voidaan laatia niin pian kuin vuoden 1997 tilastotiedot arviointiperusteista (lähentymiskriteereistä) ovat käytettävissä. Lähentymiskriteerijä koskevien tilastojen on määrä valmistua vuoden 1998 maaliskuun alkuun mennessä, ja raportit valmistunevat maaliskuun lopulla.

Niiden maiden osalta, joiden komissio arvioi täyttävän julkisen talouden rahoitusasemaan liittyvät kriteerit, mutta joita vielä koskee neuvoston päätös liiallisista alijäämistä¹, komissio antaa suosituksen menettelyn kumoamisesta. Tämän tapahduttua (tai samanaikaisesti) komissio antaa Ecofin-neuvostolle suosituksensa niistä maista, jotka sen mukaan täyttävät yhteisen rahan käyttöönoton edellytykset.

Mahdollinen kansallinen käsittely – kuten eduskuntakäsittely Suomessa – toteutetaan olettavasti tässä vaiheessa.

Komission ja EMIn raportit sekä komission lausunnon saatuaan Ecofin-neuvosto puolestaan antaa suosituksensa yhteisen rahan käyttöönoton edellytykset täyttävistä maista. Ecofin-neuvoston suosituksen valmistelea EU:n rahakomitea. Euroopan parlamenttia kuullaan asiasta, ja se antaa lausuntonsa valtion- tai hallitusten päämiesten kokoonpanossa kokoontuvalle neuvostolle, joka päättää lopullisesti, mitkä jäsenvaltiot täyttävät edellytykset yhteisen rahan käyttöön ottamiseksi. Päätös tehdään määräenemmistöllä kesäkuun 1998 loppuun mennessä. Määräenemmistöpäätökseen tarvitaan 62 ääntä neuvoston 87 äänestä.

Euroopan keskuspankin perustaminen

Euroopan keskuspankki perustetaan sen jälkeen kun päätös yhteisen rahan käyttöön ottavista

¹ Nk. liiallisten alijäämien menettely koskee sellaisia maita, joiden julkisen sektorin alijäämä on suurempi kuin 3 % bruttokansantuotteesta ja joiden julkinen velka ylittää 60 % BKT:stä eikä näytä olevan supistumas- sa kohti tätä rajaa.

maista on tehty. Päätöksentekoprosessi pyrittä-
neen viemään läpi mahdollisimman aikaisessa
vaiheessa ja ripeää vauhtia, jotta Euroopan kes-
kuspankille jäisi riittävä aika tehdä pankin käy-
tännön työskentelyä ja yhteisen rahapolitiikan
harjoittamista koskevat päätökset sekä testata
koko keskuspankijärjestelmän toimintaa. EKP:n
on oltava valmis koko euroalueen kattavaan kes-
kuspankkitoimintaan heti vuoden 1999 ensim-
mäisestä päivästä alkaen, jolloin se rupeaa myös
harjoittamaan yhteistä rahapolitiikkaa.

Euroopan keskuspankki ja Euroopan keskus-
pankijärjestelmä perustetaan, kun EKP:n johto-
kunta on nimetty. Ecofin-neuvosto antaa suosi-
tuksensa valtion- tai hallitusten päämiehille joh-
tokunnan nimittämisestä. Asiasta voidaan kes-
kustella jo samassa kokouksessa, jossa päätetään
euroalueeseen kuuluvista valtioista. Keskustelu
koskee tässä vaiheessa johtokunnan jäsenten
lukumäärää (puheenjohtajan ja varapuheenjohta-
jan lisäksi jäseniä voi olla 2-4), johtokunnan

jäsenhakkaita sekä jäsenten toimikauden pi-
tuutta (5-8 vuotta).

Euroalueen valtion- tai hallitusten päämiehet
valitsevat Euroopan keskuspankin puheenjohta-
jan, varapuheenjohtajan ja muut johtokunnan
jäsenet yksimielisesti. Euroopan parlamenttia ja
EMIä kuullaan EKP:n johtokunnan nimittämi-
seen liittyvissä kysymyksissä tätä ennen.

Neuvosto antaa joko komission ehdotuksesta
ja EKP:tä kuultuaan taikka EKP:n suosituksesta
ja komissiota kuultuaan lopulliset ehdotukset
Euroopan keskuspankin toimintaa koskevaksi täy-
dentäväksi lainsäädännöksi. Lainsäädäntö kos-
kee mm. vähimmäisvarantoja, EKP:n kuulemista
lainsäädäntöhankkeista, tilastojen keruuta sekä
EKP:n oikeutta määrätä sanktioita. Myös Eu-
roopan parlamenttia kuullaan EKP:tä ja EKPJ:tä
koskevan lainsäädännön laadinnan yhteydessä.
EKP:llä on myös omaa, tarkasti rajattua lainsää-
däntövaltaa. Se voi mm. antaa asetuksia, joita
sovelletaan sellaisinaan jäsenvaltioissa. ■

SUOMEN PANL
KIRJASTO

Suomen Pankin rahapolitiikan tavoitteena on vakiinnuttaa inflaatio noin kahden prosentin tasolle. Se vastaa keskeisten ERM-maiden hintavauden tavoitteita. Suomi liittyi Euroopan unionin valuuttakurssimekanismiin ERMiin 14.10.1996. ERMissä mukanaolo ei muuta rahapolitiikan peruslinjausta, joskin se korostaa valuuttakurssivauden merkitystä. Ecu keskuskurssi on 5.85424 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 ± 15 prosentin vaihteluväleissä.

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

Markkinaoperaatioilla Suomen Pankki voi vaikuttaa välittömästi omasta aloitteestaan pankkien maksuvalmiuteen, lyhytaikaisiin rahamarkkinakorkoihin ja valuuttakurssiin. Rahamarkkinaoperaatiot tehdään yleensä huutokauppoina, ja huutokaupparon muutokset vaikuttavat välittömästi rahamarkkinakorkoihin ja sitä kautta myös pankkien myöntämien luottojen ja talletusten korkoihin. Valuuttakaupoillaan Suomen Pankki voi halutessaan vaikuttaa valuuttakurssiin.

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

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

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. Se on kuitenkin väistymässä markkinaehtoisten korkojen tieltä, ja uusien luottojen ja talletusten korkoja määriteltäessä sillä ei juuri ole enää käytännön merkitystä.

Markkinaoperaatiot

Suomen Pankki vaikuttaa korko- ja valuuttakurssikehityksen 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 huutokaupparon ja pankit voivat jättää tarjouksen haluamistaan määristä. Korko- huutokaupassa pankit jättävät tarjouksen sekä koroista että rahamääristä ja Suomen Pankin huutokaupparokko määritetään hyväksytyjen tarjousten painotettuna keskiarvona. Huutokaupparokko on yhden kuukauden korko, ja se ilmaistaan vuotuisena korkona. Lyhytaikaiset markkinakorot myötäilevät huutokaupparon kehitystä. Huutokaupparokko on ollut 9.10.1996 lähtien 3 %.

Rahamarkkinaoperaatioiden vastapuoliksi Suomen Pankki voi hyväksyä ne vähimmäisvarantovelvoitteen alaiset luottolaitokset, joilla Suomen Pankin mielestä on riittävät edellytykset toimia vastapuolina. Suomen Pankki edellyttää, että vastapuolilla on sekkitili Suomen Pankissa, riittävät tekniset valmiudet ja että ne käyvät aktiivisesti ja merkittävästi kaupaa rahamarkkinoilla.

Suorien, kahdenvälisen kauppohen osapuolilta edellytetään lisäksi toimimista rahamarkkinainstrumenttien markkinatakaajana¹ sekä rahamarkkinoiden peli- ja käyttötyymissäntöjen 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	
		alle 12 kk	yli 12 kk
Suomen Pankki valtio	sijoitustodistukset	0 %	
	velkasitoumukset	0 %	5 %
Arsenal pankit	viitelainat	0 %	
	velkasitoumukset sijoitustodistukset	5 % 5 %	

Suomen Pankki tekee valuuttakauppoja pankkien kanssa ensisijaisesti silloin, kun se haluaa vaikuttaa valuuttakurssiin. Suomen Pankki pyrkii tasaamaan suuret kurssivaihtelut, ja ollessaan

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

ERMissä Suomen Pankki on velvollinen huolehtimaan siitä, että markkan arvo suhteessa muihin järjestelmässä mukana oleviin valuuttoihin pysyy sallituissa ± 15 prosentin vaihteluväleissä. Lisäksi Suomen Pankki voi vaihtaa valtion ulkomailta lainaamia valuuttoja markkoiksi ja myydä valtiolle lainojen kuoletuksiin ja korkomaksuihin tarvittavia valuuttoja.

Valuuttakauppojen vastapuolilta Suomen Pankki edellyttää, että ne toimivat Suomen markkan markkinatakaajina. Suorien 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. Maksuvalmiusluoton korko on ollut 9.10.1996 lähtien 5.0 % eli ero huutokauppakorkoon on ollut 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; lokakuun 9. päivästä 1996 lähtien korko on ollut 1.0 %.

Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmässä ovat mukana seuraavat pankit:

Aktia Sparbank Ab
 Citibank International plc Finland Branch
 Crédit Agricole Indosuez Helsingin sivukonttori
 Den Danske Bank, Helsingin sivukonttori
 Interbank Osakepankki

Merita Pankki Oy
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Skandinaviska Enskilda Banken,
Helsingin sivukonttori
Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori
Unibank A.S., Helsingin sivukonttori
Yrityspankki Skop Oy
Ålandsbanken Ab

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 määrätymisajankohdan ja varantovelvoitteen toteuttamisajankohdan välinen viive on siten noin 60 vuorokautta.

Varantovelvollisuus on porrastettu pankkien varainhankinnan koostumuksen mukaan siten, että mitä likvidimpi 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. Elokuun 1997 lopussa vähimmäisvarantojen summa oli 6,8 mrd. markkaa ja painotettu keskimääräinen varantovelvollisuus 1,7 %.

Pankit, joilla on sekkitili Suomen Pankissa, voivat täyttää velvoitteen siten, että pankin sekkitilin päivittäisten saldojen kuukausikeskiarvo on vähintään vähimmäisvarantovelvoitteen suurinen. Näin pankit voivat käyttää sekkitileillään olevia varoja maksujen suorittamiseen, kunhan vain varojen kuukausikeskiarvo toteuttaa varantovelvoitteen kuukauden viimeisenä pankkipäivänä. Pankit, joilla ei ole Suomen Pankissa sekkitiliä tai jotka käyttävät toista pankkia keskuspankinaan, tallettavat vähimmäisvarantonsa erillisille vähimmäisvarantotileille Suomen Pankkiin.

Vähimmäisvarantovelvoite koskee seuraavia pankkeja:

Aktia Sparbank Ab
Citibank International plc Finland Branch
Crédit Agricole Indosuez Helsingin sivukonttori

Den Danske Bank, Helsingin sivukonttori
Gyllenberg Private Bank Oy
Interbank Osakepankki
Merita Pankki Oy
Okopankki Oy
OP-Kotipankki Oy
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Skandinaviska Enskilda Banken,
Helsingin sivukonttori
Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori
Unibank A.S., Helsingin sivukonttori
Yrityspankki Skop Oy
Ålandsbanken Ab
Muut osuuspankit ja säästöpankit

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 liiketoi- miin liittyvät maksut. Kolmanteen ryhmään kuuluvat selvitysjärjestelmiin liittyvät maksut, mm. pankkien välisen maksuliikenteen clearingkatteet ja Suomen Arvopaperikeskuksen kaupankäynnin selvitykseen 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 rinnastettavan 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 luottolimitin määrälle.

Toukokuun 1997 alusta lähtien Suomen Pankki luopui sekkitilien päivänsisäisten limiittien muutoksiin liittyvästä hallinnollisesta lupamenetelystä. Päivänsisäiseen luottoon oikeutetut luottolaitokset voivat tämän jälkeen muuttaa limiit-

tiään ilmoittamalla haluamansa limiitin Suomen Pankille ja toimittamalla limiitin edellyttämät Suomen Pankin hyväksymät vakuudet. Pankeilla on näin aiempaa joustavimmat mahdollisuudet säädellä limiittiään tarpeen mukaan.

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

Sekkitilioikeus on seuraavilla:

Aktia Sparbank Ab
Citibank International plc Finland Branch
Crédit Agricole Indosuez Helsingin sivukonttori
Den Danske Bank, Helsingin sivukonttori
Gyllenberg Private Bank Oy
Interbank Osakepankki
Merita Pankki Oy
OmaisuuDENhoitoyhtiö Arsenal Oy
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy

Skandinaviska Enskilda Banken,
Helsingin sivukonttori
SOM, Arvopaperi- ja johdannaispörssi,
selvitysyhtiö
Suomen Arvopaperikeskus Oy
Suomen Vientiluotto Oy
Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori
Unibank A.S., Helsingin sivukonttori
Yrityspankki Skop Oy
Valtiokonttori
Ålandsbanken Ab

Peruskorko

Suomen Pankin peruskorosta päättää eduskunnan pankkivaltuusto Suomen Pankin johtokunnan tekemän esityksen perusteella. Peruskorko on eräs markkinoiden käyttämä viitekorko; noin 11.9 % talletus- ja noin 15.1 % luottokannan koroista, mutta vain 0.8 % uusien luottojen koroista on sidottu peruskorkoon (heinäkuu 1997). 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. (09) 1831.

Sarjajulkaisuja

Sarja E ISSN 1238-1691

E:7

Vesa Vihriälä **Banks and the Finnish Credit Cycle 1986–1995**. 1997. 200 s. ISBN 951-686-537-2.

Keskustelualoitteita

ISSN 0785-3572

1/97

Peter Nyberg **Macroeconomic Aspects of Systemic Bank Restructuring**. 1997. 30 s. ISBN 951-686-541-0.

2/97

Anne Brunila **Fiscal Policy and Private Consumption – Saving Decisions: Evidence from Nine EU Countries**. 1997. 36 s. ISBN 951-686-542-9.

3/97

Antti Ripatti **Limited and Full Information Estimation of the Rational Expectations Demand for Money Model: Application to Finnish M1**. 1997. 30 s. ISBN 951-686-543-7.

4/97

Mika Pösö – Mikko Spolander **Estimating Exchange Market Pressure and the Degree of Exchange Market Intervention for Finland during the Floating Exchange Rate Regime**. 1997. 24 s. ISBN 951-686-544-5.

5/97

Sinimaaria Ranki **Monetary Policy in the ERM: Internal Targets or External Constraints?** 1997. 62 s. ISBN 951-686-545-3.

6/97

Anne Brunila **Current Income and Private Consumption – Saving Decisions: Testing the Finite Horizon Model**. 1997. 70 s. ISBN 951-686-547-X.

7/97

Monica Ahlstedt **Exchange Rate, Interest Rate and Stock Market Price Volatility for Value-at-Risk Analysis**. 1997. 90 s. ISBN 951-686-548-8.

8/97

Jarkko Jääskelä **Incomplete Insurance Market and Its Policy Implications within European Monetary Union**. 1997. 83 s. ISBN 951-686-549-6.

9/97

Helvi Kinnunen – Mika Tujula **Finanssipoliittikan liikkumavara, eläkkeiden rahoitus ja EMU**. 1997. 22 s. ISBN 951-686-550-X.

10/97

Jorma Hietalahti – Harri Kuussaari **Valuuttatermiinimarkkinoiden toiminta Suomessa**. 1997. 33 s. ISBN 951-686-551-8.

11/97

Jori Petteri Kiviniemi **Monetaariset Divisiaindeksit Suomessa**. 1997. 27 s. ISBN 951-686-553-4.

12/97

Pentti Forsman **Inflaation haitat**. 1997. 25 s. ISBN 951-686-554-2.

13/97

Jorma Hilpinen – Mika Hakuni **The Bank of Finland Foreign Trade Survey 1995–1996: A Quality Evaluation**. 1997. 24 s. ISBN 951-686-555-0.

1/97

Panu Kalmi **Ownership Change in Employee-Owned Enterprises in Poland and Russia.** 51 s.

2/97

Niina Pautola **Fiscal Transition in the Baltics.** 23 s.; Peter Backé **Interlinkages between European Monetary Union and a Future EU Enlargement to Central and Eastern Europe.** 19 s.

3/97

Ilkka Korhonen **A Few Observations on the Monetary and Exchange Rate Policies of Transition Economies.** 8 s.; Ilkka Korhonen **A Brief Assessment of Russia's Treasury Bill Market.** 8 s.; Rasa Dale **Currency Boards.** 14 s.

4/97

Sergei F. Sutyurin **Russia's International Economic Strategy: A General Assessment.** 17 s.; Tatiana Popova **The Cultural Consequences of Russian Reform.** 17 s.; Ludmilla V. Popova – Sergei F. Sutyurin **Trends and Perspectives in Sino-Russian Trade.** 11 s.

5/97

Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys vuonna 1996.** 10 s.; Ilkka Korhonen – Niina Pautola **Baltian talouskatsaus 1996.** 12 s.; Merja Tekoniemi **Katsaus lähi-alueisiin 1996.** 11 s.; Merja Tekoniemi **Ukrainan talouskatsaus 1996.** 10 s.; Kari Pekonen **Valko-Venäjän talous vuonna 1996.** 6 s.; Katri Lehtonen **Keski- ja Itä-Euroopan talouskehitys vuonna 1996.** 13 s.; Tilastotietoja.

6/97

Niina Pautola **Towards European Union Eastern Enlargement – Progress and Problems in Pre-Accession.** 17 s.; Katri Lehtonen **Theory of Economic Reform and the Case of Poland.** 26 s.; Boris Brodsky **Dollarization and Monetary Policy in Russia.** 14 s.

Julkaisujen tiivistelmiä

Keskustelualoitteita

Current Income and Private Consumption – Saving Decisions: Testing the Finite Horizon Model
Anne Brunila
6/97

Tutkimuksessa arvioidaan finanssipolitiikan verotuksen, budjettialijäämän ja julkisen kulutuksen vaikutusta talouteen yksityisen kulutuksen ja säästämisen näkökulmasta. Tutkimuksen keskeisenä pyrkimyksenä on selvittää, tukevatko empiiriset havainnot Ricardon velkanenteeliteettihypoteesia, jonka mukaan velalla rahoitetulla budjettialijäämän kasvulla ei ole vaikutusta kotitalouksien kulutus päätöksiin. Estimoitava kulutusfunktio johdetaan kotitalouden elinkaaren hyödyn maksimointiongelmasta, jossa kotitalouden elinkaaren tai suunnitteluhorisontin mahdollinen äärellisyys on keskeisessä asemassa testattavien hypoteesien kannalta. Julkinen kulutus vaikuttaa mallissa yksityisen kulutuksen aikaan sikäli kuin sillä on vaikutusta kotitalouksien kokemaan hyvinvointiin. Empiirinen aineisto käsittää kymmenen EU-maata ja kattaa vuodet 1961–1994. Analyysimenetelmänä on käytetty epälineaarista instrumenttimuuttujamenetelmää (GMM). Velkanenteeliteettihypoteesin lähes kattava hylkääntyminen aineistossa ei näyttäisi niinkään johtuvan kuluttajien äärellisestä suunnitteluhorisontista vaan kulutuksen ja nykyhetken tulojen välisestä voimakkaasta riippuvuudesta. Toisaalta julkinen ja yksityinen kulutus näyttävät tulosten mukaan olevan kuluttajien kokeman hyvinvoinnin kannalta pikemminkin riippumattomia tai toisiaan täydentäviä kuin toisiaan korvaavia. ■

- Asiasanat: yksityinen kulutus, yksityinen säästäminen, tulot, finanssipolitiikka, suunnitteluhorisontti

Tutkimuksessa käytetään ehdollisen varianssi-kovarianssirakenteen ajallisen vaihtelun mallintamiseen kehitettyjä aikasarjamenetelmiä, ns. GARCH-malleja, ennalta valittujen rahoitusmuuttujien heilahtelun ja yhteisvaihtelun mittaamiseksi. Perusolemukseltaan moniulotteista varianssin-kovarianssin estimointiongelmaa yksinkertaistetaan tutkimuksessa siten, että kunkin sarjan varianssin ajallinen vaihtelu mallinnetaan ja estimoidaan erikseen, kun taas kovarianssien estimointi perustuu kahteen vaihtoehtoiseen yksinkertaistukseen. Päivähavainnoista koostuva havaintoaineisto, ajalta 1.1.1987–31.12.1995, jaetaan useaan osaperiodiin mm. valuuttakurssien erityisten volatiliiteettivaikutusten, kuten devalvaatioiden, hallinnoimiseksi. Työn lopussa johdetaan ehdollisille variansseille ja kovariansseille ennustefunktio, jonka parametriarvot valitaan markan kellunnan käsittävältä ajanjaksolta. Työn ehkä yllättävin tulos on estimoitujen varianssi-kovarianssimallien samankaltaisuus sekä muuttujittain että periodeittain: sellainen GARCH(1,1)-varianssimalli, jonka mukaan yllätyksellisillä volatiliiteettiä aiheuttavilla on pitkäaikaisia vaikutuksia sarjan varianssiin, näyttää kykenevän selittämään suuren osan valitun muuttujajoukon ehdollisen varianssin ajallisesta vaihtelusta. Työssä pyritään myös argumentoimaan, että GARCH-mallien varianssiestimaatit ovat parempia kuin ne, joita tyyppillisesti käytetään mm. VAR- (Value At Risk) laskelmissa. ■

- Asiasanat: ajanjakson kestosta riippuvainen volatiliiteetti, GARCH-estimointi, value-at-risk-mallit

Keskustelualoitteen tarkoituksena on tarkastella yksilön ja yksittäisen kansantalouden keinoja varautua kulutusmahdollisuuksien vaihteluun liittyviin riskeihin talous- ja rahaliitossa. Tutki-

muksessa käydään ensin läpi kulutusmahdollisuuksien vakuuttamiseen liittyvää teoreettista ja empiiristä kirjallisuutta. Sen perusteella voidaan päätellä, että olemassa olevat instituutiot eivät kohdenna riskejä hyvinvoinnin kannalta parhaalla mahdollisella tavalla. Näistä johtopäätöksistä päästään luontevasti tarkastelemaan erilaisia vakuutus toimintaan liittyviä markkinaepätäydellisyyksiä ja mahdollisuuksia riskien hallintaan olemassa olevilla markkinoilla. Lopuksi pohditaan politiikkasuosituksia riskien hallintamahdollisuuksien parantamiseksi. Lähemmin tarkastellaan liittovaltion tulo- ja menojärjestelmän vakuutusominaisuuksia (ns. fiscal federalism) sekä toisaalta aivan uusien kansainvälisten sijoitusmarkkinoiden luomista kansallisten elintariskien hallinnoimiseksi. Näiden ns. makromarkkinoiden toiminta perustuu standardisoi-tuihin elintasoindekseihin. ■

- Asiasanat: kulutusvakuutus, fiskaalinen federalismi, rahoitusnovaatiot

Raportissa tarkastellaan lyhyen aikavälin kasvuhäiriöiden vaikutuksia julkisen talouden alijäämään ja velkaantumiseen. Painelaskelmien avulla selvitetään lisäksi rakenteellisten tekijöiden, erityisesti väestön vanhenemisesta aiheutuvien menojen, vaikutusta Suomen julkisen talouden kestävytyteen pitkällä aikavälillä. Laskelmien mukaan väistyvät ja suhteellisen pienet kasvuhäiriöt, esimerkiksi tuotannon 2 prosentin supistuminen, eivät johda alijäämärajoitteen ylittymiseen lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä (2–8 vuotta). Pienikin kasvuhäiriö estää kuitenkin valtiontalouden velkaantumisen taittumisen. Poikkeuksellisen suuri (bruttokansantuote supistuu 5 % yhtenä vuonna) kasvuhäiriö johtaisi alijäämärajoitteiden pysyvään ylittymiseen ja siten kestävämmään velkaantumiskehitykseen. Kaupungin tulevaisuuteen ulottuvat painelaskelmat, joissa arviot eläkemenojen kehityksestä perustuvat voimassa olevaan eläkelainsäädäntöön ja ennustettuun väestökehitykseen, viittaavat siihen, että ilman talouden kasvuhäiriöitäkin julkisen talouden rahoitustilanne on kestävä. Julkisen

talouden tasapainottaminen on siten välttämätöntä EMU-ratkaisusta riippumatta. ■

- Asiasanat: finanssipolitiikka, julkinen talous, eläkkeet, EMU

Valuuttatermiinimarkkinoiden toiminta Suomessa

Jorma Hietalahti – Harri Kuussaari
10/97

Selvityksessä luodaan katsaus termiinimarkkinoiden kehitykseen 1980-luvun alusta lähtien. Aihetta tarkastellaan pankeilta kerätyn tilastoaineiston avulla, ja tavoitteena on kuvata markkinoiden rakennetta ja yhteyksiä talouden muihin osa-alueisiin. Markkinoiden yleisen kuvauksen lisäksi selvityksessä tarkastellaan termiinimarkkinoita markan arvoon kohdistuvien näkemysten välittäjänä. Varsinaiset valuuttatermiinimarkkinat syntyivät Suomeen vuoden 1980 huhtikuussa. Termiinimarkkinoilla oli 1980-luvulla kuitenkin valuutansäännöstelyyn perustuvia rajoitteita, joista merkittävin oli termiinisolimusten kaupallisen taustan vaatimus. Säännöstelystä vapaat aidot termiinimarkkinat ovat toimineet Suomessa vuoden 1991 alusta lähtien ja kasvaneet tuon jälkeen voimakkaasti. Valuuttatermiinisolimuksia käytetään pääosin ulkomaankauppaan liittyvien valuuttavirtojen ja valuuttamääräisten velkojen tai saamisten suojaamiseen.

Keskuspankin rahapolitiikan seurannan kannalta termiinimarkkinat ovat antaneet arvokasta tietoa markkaan kohdistuneista paineista. Esimerkiksi vuosien 1991–1992 devalvaatiospekulaatiot näkyivät termiinimarkkinoilla erittäin selvästi. ■

- Asiasanat: valuuttatermiinit, valuuttamarkkinat, pääomanliikkeet

Monetaariset Divisia-indeksit Suomessa

Jori Petteri Kiviniemi
11/97

Työssä tarkastellaan rahan määrän ja sen kasvun Divisia-indeksejä eli ns. rahataloudellisia Divisia-indeksejä. Tarve rakentaa tällaisia vaihtoehtoisia indeksejä on syntynyt perinteisten raha-aggregaattien (M1, M2 jne.) puutteiden vuoksi.

Divisia-indeksi, jonka indeksiteoreettiset perusteet ovat vankat, korjaa osittain nämä puutteet.

Rahataloudellinen Divisia-indeksi esitellään työssä yleisen Divisia-indeksin sovelluksena. Tämän jälkeen tarkastellaan tämän indeksin ominaisuuksia ja rakennetaan kaksi, hieman eri lähtökohtoletuksiin perustuvaa Divisia-indeksisarjaa rahan määrälle, ja verrataan sitten näitä perinteisiin raha-aggregaatteihin. Jatkotarkasteluissa havaitaan näiden Divisia-indeksisarjojen reagoivan talouden muutoksiin jonkin verran eri tavoin kuin perinteiset raha-aggregaatit. Kuitenkin vasta perusteellisen ekonometrisen analyysin perusteella saataneen lisävalaistusta mm. siihen, ovatko rahataloudelliset Divisia-indeksit rahapolitiikan näkökulmasta varteenotettava vaihtoehto perinteisille raha-aggregaateille. ■

- Asiasanat: rahan aggregointi, raha-aggregaatit, painotetut raha-aggregaatit, rahapolitiikan indikaattori, monetaariset Divisia-indeksit

Inflaation haitat

Pentti Forsman
12/97

Inflaation haittoja on usein vähätelty ja sen positiivisia työllisyysvaikutuksia toisaalta liioiteltu. Inflaation vaikutuskanavia tarkastelleen tuoreimman teoreettisen tutkimuksen mukaan inflaatio voi kaventaa kulutusmahdollisuuksia kertaluonteisesti, vaikeuttaa investointeja tai muutoin haitata markkinoiden toimintaa ja heikentää talouden kasvuvauhtia. Inflaatio on usein merkki epävakaaasta talouspolitiikasta, joka tyypillisesti koetaan kokonaistaloudellisen epävarmuuden kasvuna. Rahoitusmarkkinatuoton havaittu riskipitoisuus kasvaa tällöin ja nostaa tuottovaatimuksia.

Tuore empiirinen tutkimuskin tukee käsitystä inflaation ja kasvun välisestä negatiivisesta riippuvuudesta. Vaikka vain erityisen nopean inflaation on todettu hidastavan pitkän aikavälin kasvua, on pienelläkin inflaatiolla taipumus vaikeuttaa markkinoiden toimintaa ja hidastaa kasvua. Rahapoliittinen päätöksenteko on toisaalta helpompaa vakaan hintatason oloissa, koska silloin keskuspankin on helpompi säilyttää uskottavuutensa ja sitä kautta saada liikkumatilaa. Tästä on hyvä esimerkki USA:n 1990-luvun onnistunut rahapolitiikka. ■

- Asiasanat: inflaatio, kasvu, rahapolitiikka

**The Bank of Finland
Foreign Trade Survey 1995–1996;
A Quality Evaluation**
Jorma Hilpinen – Mika Hakuni
13/97

EU-jäsenyyden myötä Suomen tulliselvitysmenettely muuttui, mikä hidasti tilapäisesti Tullihallituksen ulkomaankauppatilastojen julkaisua. Tämän vuoksi Suomen Pankissa päätettiin laatia maksutasetilastoinnin edellyttämät ulkomaisen tavarakaupan ennakkoluvut väliaikaisesti pankin erityiskyselyn pohjalta. Tämä kysely käynnistettiin tammikuussa 1995 ja lakkautettiin joulukuussa 1996. Tässä keskustelualoitteessa kuvataan käytettyä kyselymenetelmää sekä arvioidaan kyselyn tuloksia. ■

- Asiasanat: yrityskyselyt, ulkomaankauppa, maksutasetilastointi

Idäntalouksien katsauksia

**Towards European Union
Eastern Enlargement – Progress
and Problems in Pre-Accession**
Niina Pautola
6/97

Kesäkuussa 1993 Kööpenhaminassa ja joulukuussa 1994 Essenissä pidetyn EU:n huippukokouksen jälkeen on vallinnut yksimielisyys EU:n laajentumisesta itään. Tällä hetkellä laajenemisessa on meneillään tutkintavaihe, jossa selvitetään ehdokasmaiden talouksien siirtymävaiheen, vakautuksen ja demokratian tilaa. Keski- ja Itä-Euroopan maiden suurimpia jäsenyyttä edeltäviä haasteita ovat mm. lainsäädännön harmonisointi, yksityistämisen ja yritysten uudelleenorganisoimisen tehostaminen, pääomamarkkinoiden ja pankkisektorin kehittäminen sekä ympäristönsuojelun tehostaminen. ■

- Asiasanat: EU, integraatio, EMU, laajentuminen itään, Itä-Eurooppa, Eurooppa-sopimus

**Theory of Economic Reform and
the Case of Poland**
Katri Lehtonen
6/97

Artikkelissa tarkastellaan talousuudistusten teoriaa Puolan kokemusten valossa, erityisesti talouden vapauttamisen ja vakauttamisen kannalta. Monetaristisen teorian mukaan julkisen sektorin budjettivaje on inflaation pääsyy suljetuissa talouksissa ja vakautusohjelmat alkavat tavallisesti vajeen karsinnalla. Tämän ohella artikkelissa tarkastellaan eräitä vakautuksen ankkureita (palkan- ja korotusveroa, kiinteää valuuttakurssia ja korkeaa korkoa) sekä reformien vaiheistusta. Puolan nopea reformi on esimerkki monetaristisesta lähestymistavasta, ja artikkelissa esitetään myös yhteenveto Puolan talousuudistuksen tuloksista. ■

- Asiasanat: Puola, talouden vapauttaminen, vakautuspolitiikka, luottomarkkinat

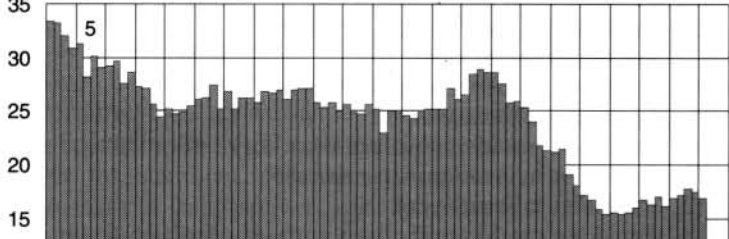
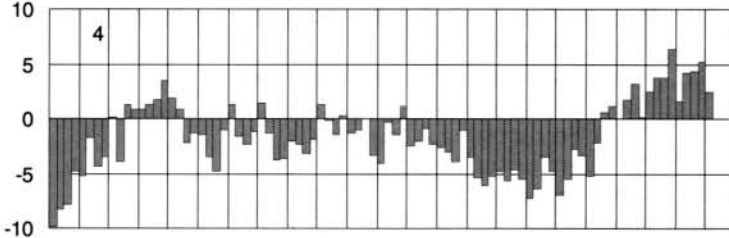
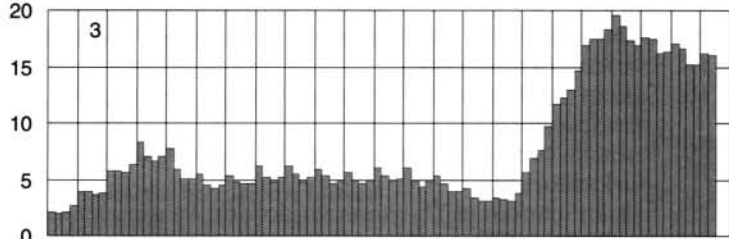
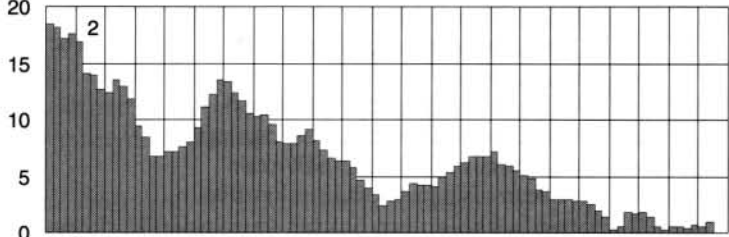
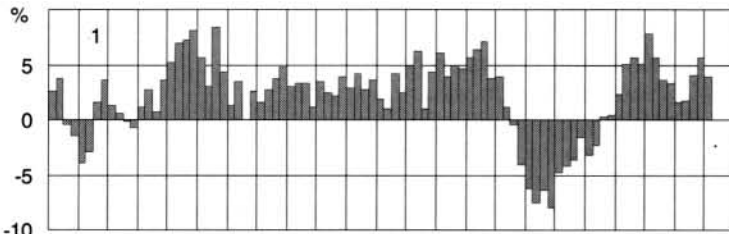
**Dollarization and Monetary Policy
in Russia**
Boris Brodsky
6/97

Tutkimus käsittelee Venäjän talouden dollarisaatiota. Dollarisaatio määritellään vieraan valuutan käytöksi vaihdon välineenä ja varallisuuden muotona. Tutkimuksen empiirisessä osassa havaitaan, että dollarisaation asteeseen vaikuttavat – teorian mukaan – inflaatio ja valuuttakurssin kehitys. Tutkimuksen lopussa tarkastellaan dollarisaation vaikutuksia Venäjän talouspolitiikkaan. ■

- Asiasanat: valuuttasubstituutio, dollarisaatio, Venäjä

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 Saksan vastaavaan korkoon
15. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan
16. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan
17. Markan ulkoinen arvo
18. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkaurssit
19. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkaurssit
20. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkaurssit
21. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkaurssit
22. Eräiden valuuttojen kurseja 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. Maksutase
37. Suomen ulkomainen nettovelka
38. Valtion velka
39. Osakemarkkinat

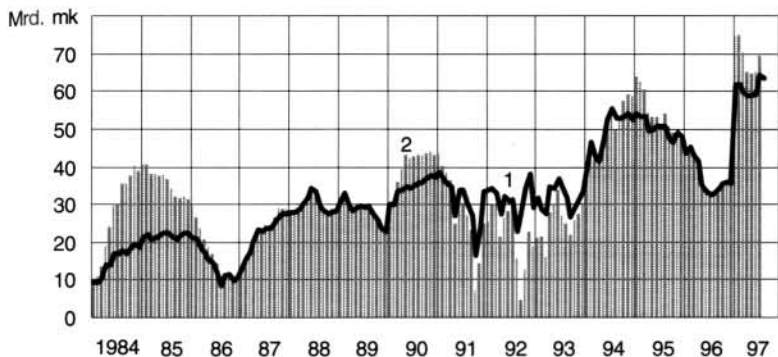
1. Keskeiset tasapainomuuttujat



1975 77 79 81 83 85 87 89 91 93 95 97

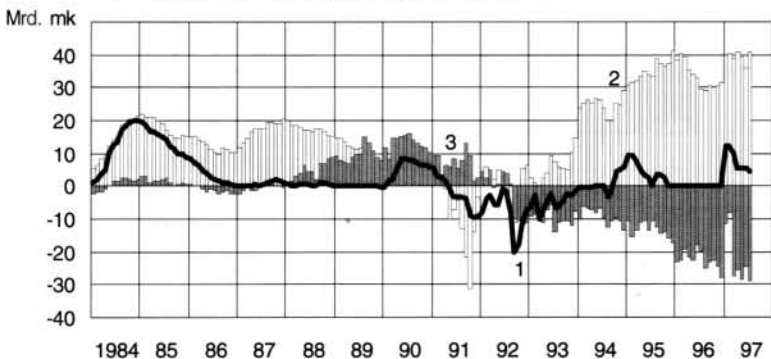
1. BKT, määrän muutos edellisen vuoden vastaavasta neljänneksestä, %
2. Kuluttajahinnat, muutos edellisen vuoden vastaavasta neljänneksestä, %
3. Työttömyysaste, %
4. Vaihrotaseen yli- tai alijäämä, % BKT:sta
5. Kiinteät investoinnit, % BKT:sta

2. Suomen Pankin valuuttavaranto



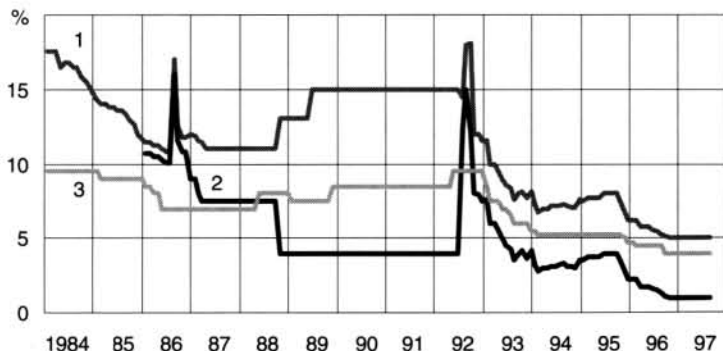
1. Vaihdeettava valuuttavaranto
2. Vaihdeettava valuuttavaranto + termiinasema

3. Valuuttatermiinisopimukset



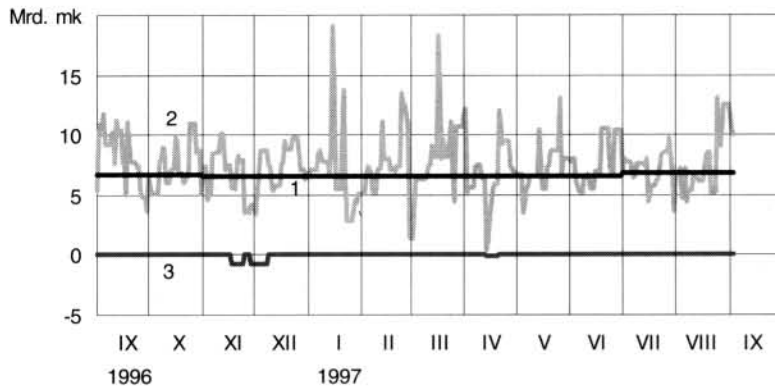
1. Suomen Pankin termiinisopimukset, valuutan netto-ostot
2. Suomalaisen pankkien termiinisopimukset suomalaisten asiakkaiden kanssa, valuutan netto-ostot
3. Suomalaisen pankkien termiinisopimukset ulkomaisten pankkien kanssa, valuutan netto-ostot

4. Suomen Pankin korkoja



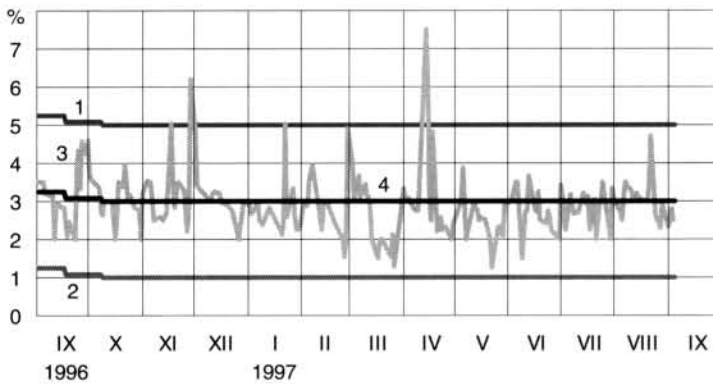
1. Maksuvalmiusluoton korko (ennen 3.7.1992 päiväluottokorko)
2. Ylimääräisten talletusten korko (ennen 2.10.1995 päivätalletuskorko)
3. Peruskorko

5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa



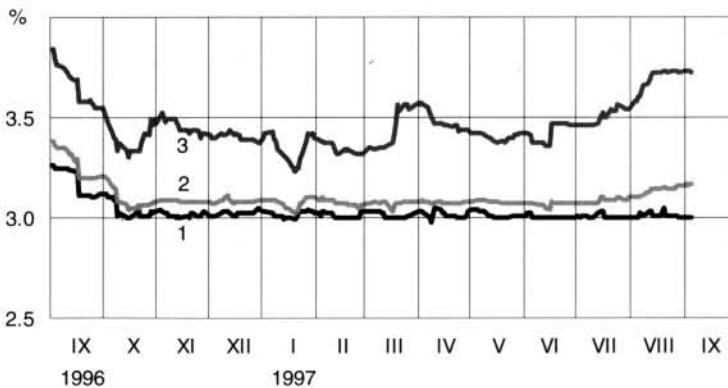
1. Vähimmäisvarantovelvoite
2. Vähimmäisvarantalletukset
3. Maksuvalmiusluotot (-)

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



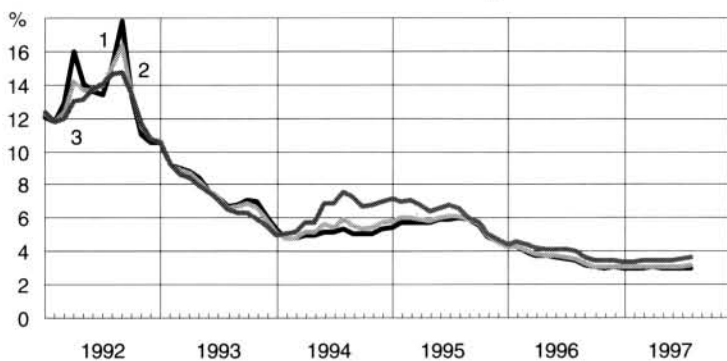
1. Maksuvalmiusluoton korko
2. Ylimääräisten talletusten korko
3. Pankkien välinen yön yli -korko
4. Huutokauppakorko

7. Päivittäisiä heliborkorkoja



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

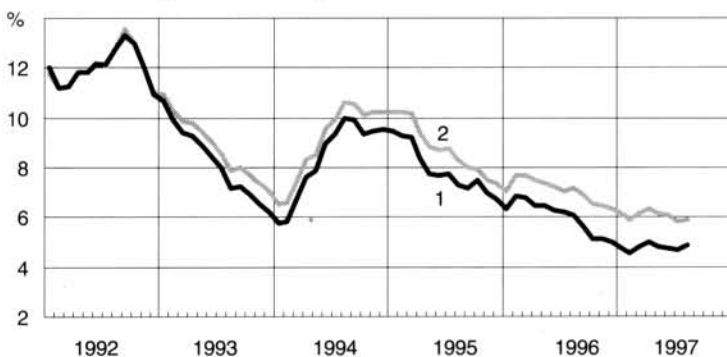
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja



Kuukausikeskiarvoja

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

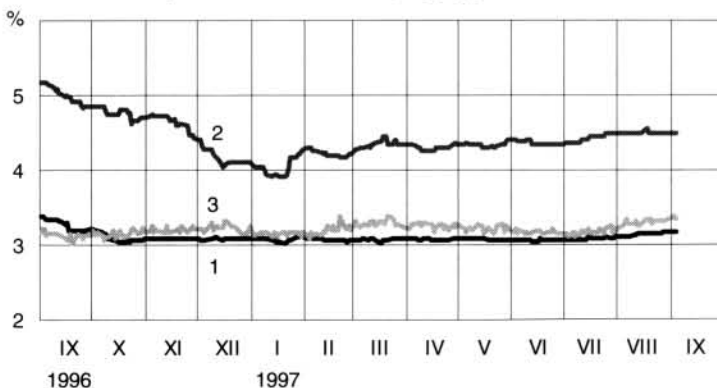
9. Obligaatiokorkoja



Kuukausikeskiarvoja

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

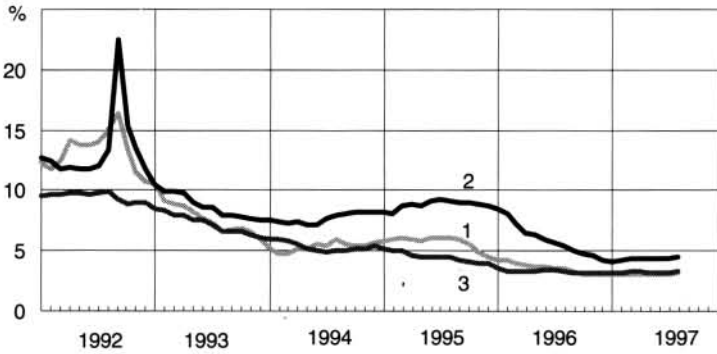
10. Koti- ja ulkomaisia korkoja, päivittäin



3 kuukauden korkoja

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

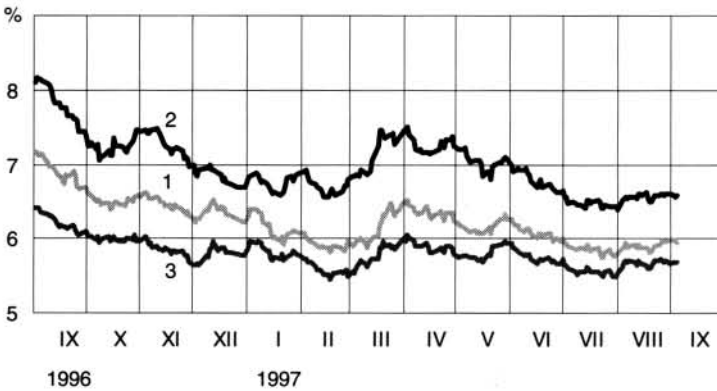
11. Koti- ja ulkomaisia korkoja, kuukausittain



3 kuukauden korkoja

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

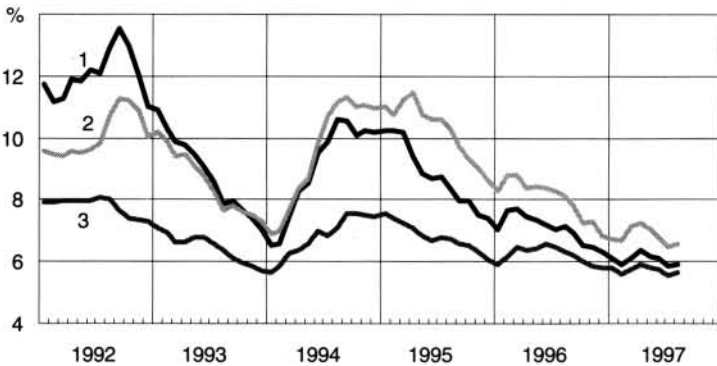
12. Koti- ja ulkomaisia korkoja, päivittäin



10 vuoden obligatiokorkoja

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

13. Koti- ja ulkomaisia korkoja, kuukausittain

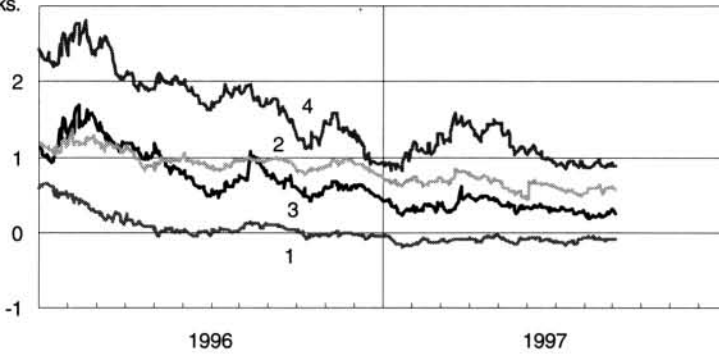


10 vuoden obligatiokorkoja

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

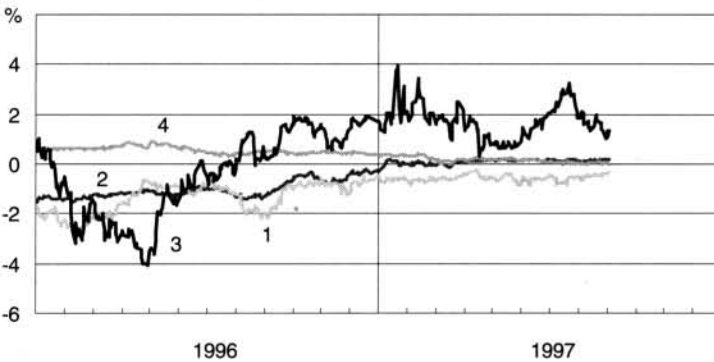
14. 10 vuoden korkojen ero Saksaan nähden

pros.yks.



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

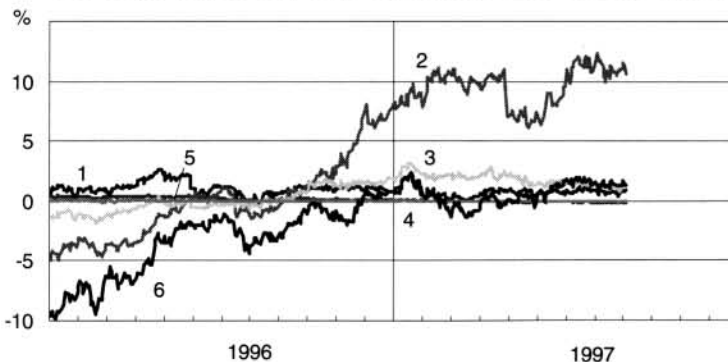
15. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan



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

Käyrä nousee, valuutta vahvistuu suhteessa D-markkaan

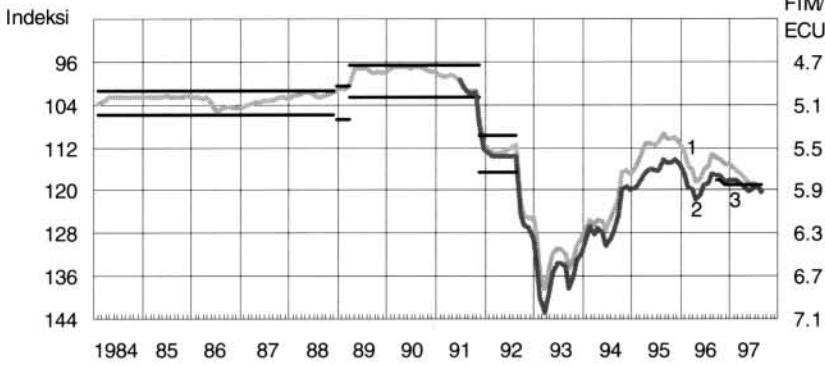
16. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan



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

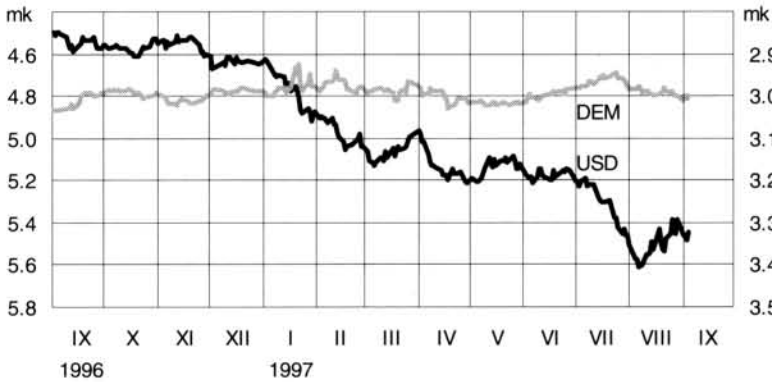
Käyrä nousee, valuutta vahvistuu suhteessa D-markkaan

17. Markan ulkoinen arvo



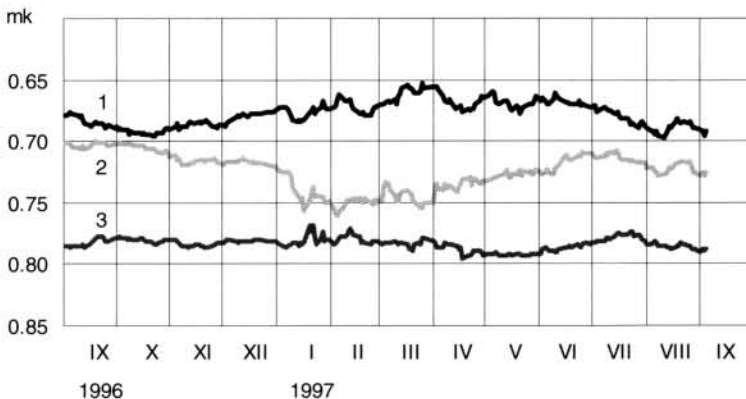
- Kuukausikeskiarvoja
1. Suomen Pankin valuuttaindeksi (vasen asteikko)
 2. Ecun markkakurssi 7.6.1991 alkaen (oikea asteikko)
 3. Ecun keskuskurssi 14.10.1996 alkaen (oikea asteikko)

18. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkakurssit



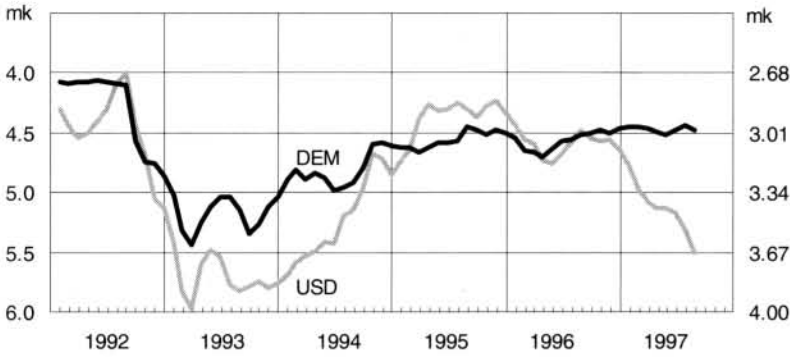
- Keskikursseja
- DEM = oikea asteikko
USD = vasen asteikko

19. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkakurssit



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

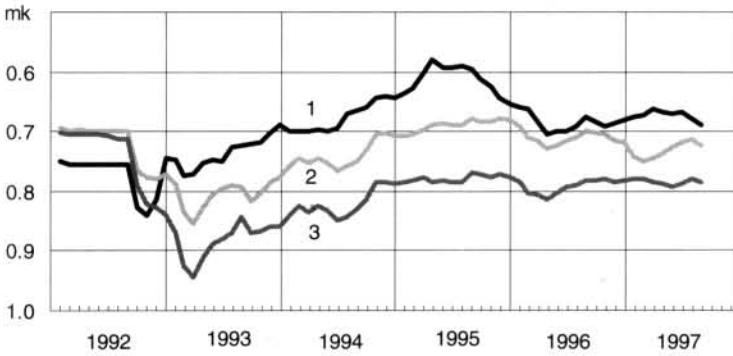
20. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkaurssit



Keskikursseja, kuukausikeskiarvoja

DEM = oikea asteikko
USD = vasen asteikko

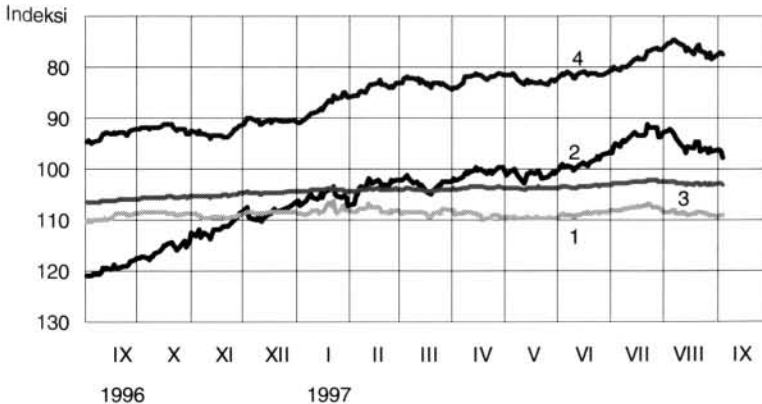
21. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkaurssit



Keskikursseja, kuukausikeskiarvoja

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

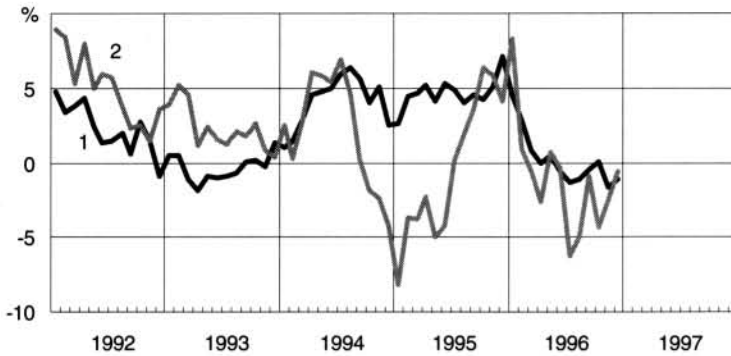
22. Eräiden valuuttojen kurssit suhteessa Saksan markkaan



Indeksi, 7.9.1992 = 100

1. Suomen markka
2. Englannin punta
3. Koreiecu
4. Yhdysvaltain dollari

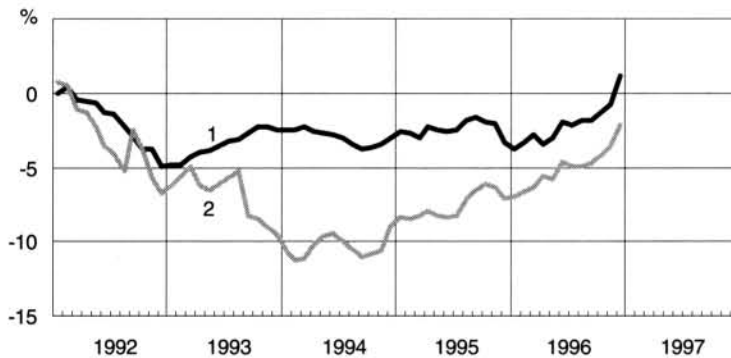
23. Pankkien ottolainaus yleisöltä



1. Markkatalletukset
2. Koko ottolainaus

Muutos edellisen vuoden
vastaavasta kuukaudesta, %

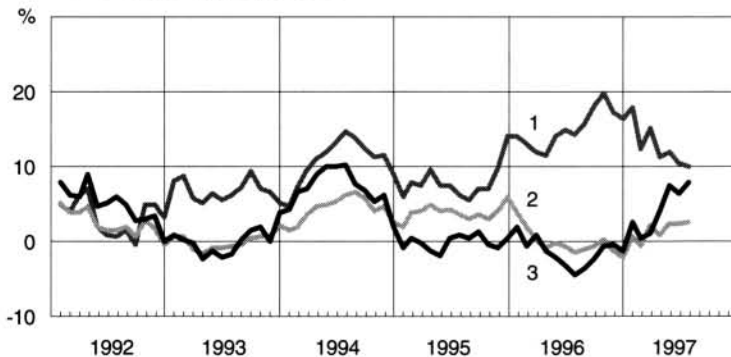
24. Pankkien luotot yleisölle



1. Markka-antolainaus
2. Markka- ja
valuuttaluotot

Muutos edellisen vuoden
vastaavasta kuukaudesta, %

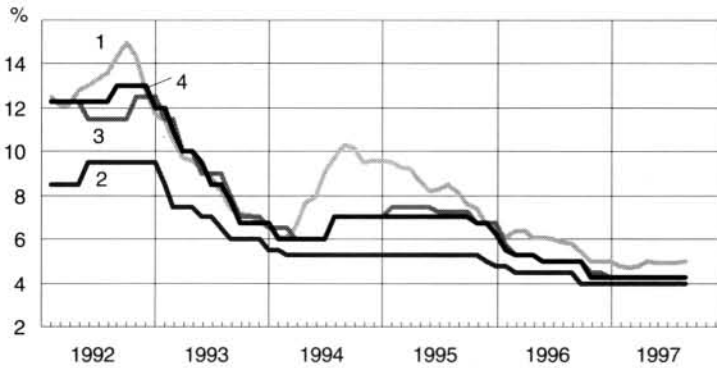
25. Raha-aggregaatit



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

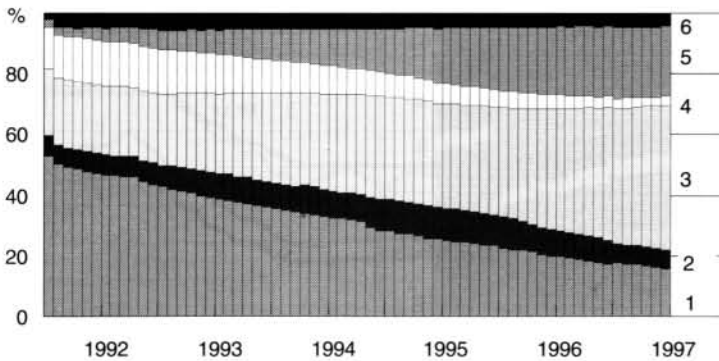
Muutos edellisen vuoden
vastaavasta kuukaudesta, %

26. Viitekorkoja



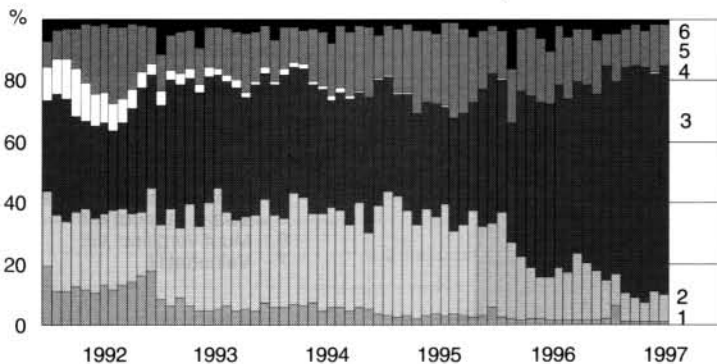
1. Suomen Pankin kolmen vuoden viitekorko
2. Peruskorko
3. Postipankki Oy:n primekorko
4. Osuuspankkiryhmän primekorko

27. Pankkien markkaluottokannan korkosidonnaisuudet



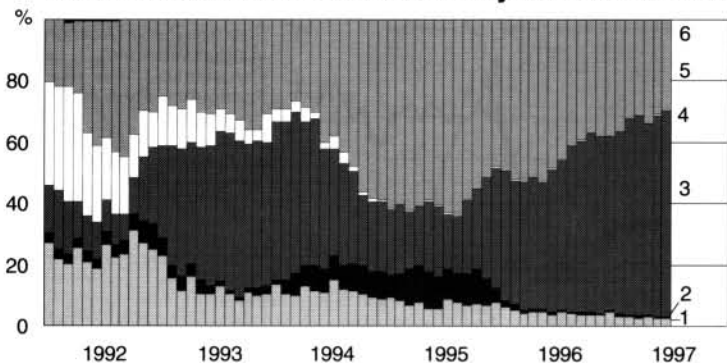
1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Primekorkosidonnaiset
6. Muut

28. Pankkien uusien markkaluottojen korkosidonnaisuudet



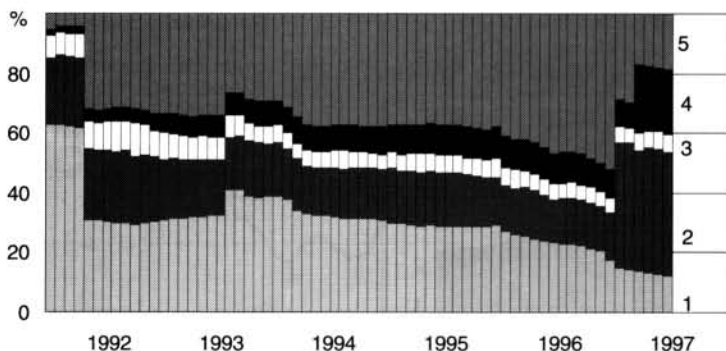
1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Primekorkosidonnaiset
6. Muut

29. Pankkien uusien asuntoluottojen korkosidonnaisuudet



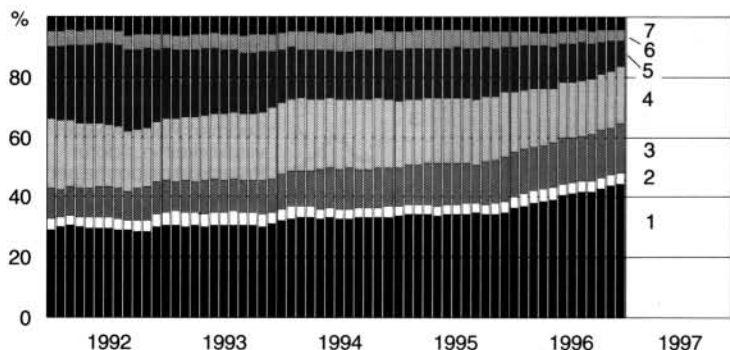
1. Peruskorkosidonnaiset
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Primekorkosidonnaiset
6. Muut

30. Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet



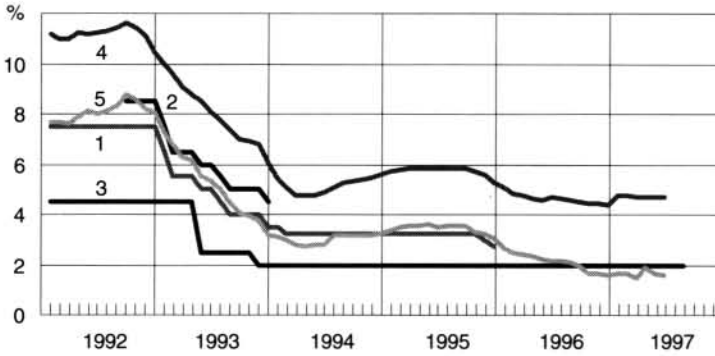
1. Peruskorkosidonnaiset
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Primekorkosidonnaiset
5. Muut

31. Pankkien talletuskannan rakenne



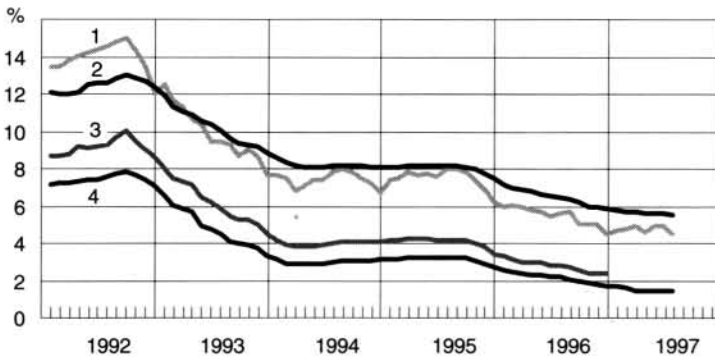
1. Verottomat sekki- ja käyttelytilit
2. Lähdeverolliset sekki- ja käyttelytilit
3. Muut verolliset sekki- ja käyttelytilit
4. Verottomat määräaika- ja muut tilit
5. Lähdeverolliset määräaika- ja muut tilit
6. Muut verolliset tilit
7. Valuuttatilit

32. Pankkien talletuskorot



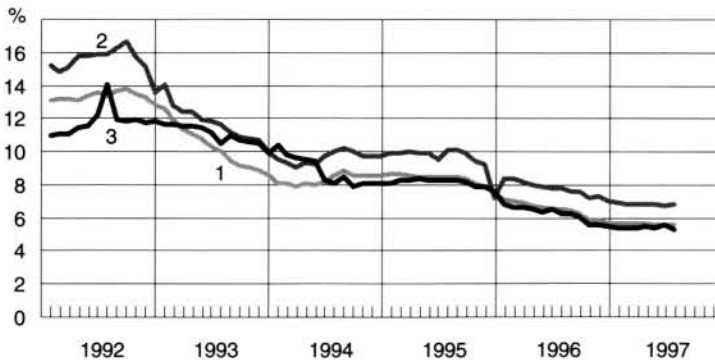
1. 24 kuukauden verottoman talletustilin korko
2. 36 kuukauden verottoman talletustilin korko
3. Verottoman käyttätilin enimmäiskorko
4. Lähdeverollisten määräaikaistilin keskiporko
5. Lähdeverollisten käyttätilien (ml. sekkitilit) keskiporko

33. Pankkien markkamääräisen anto- ja ottolainauksen keskiporkoja



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

34. Pankkien uusien kotitalousluottojen keskiporkoja

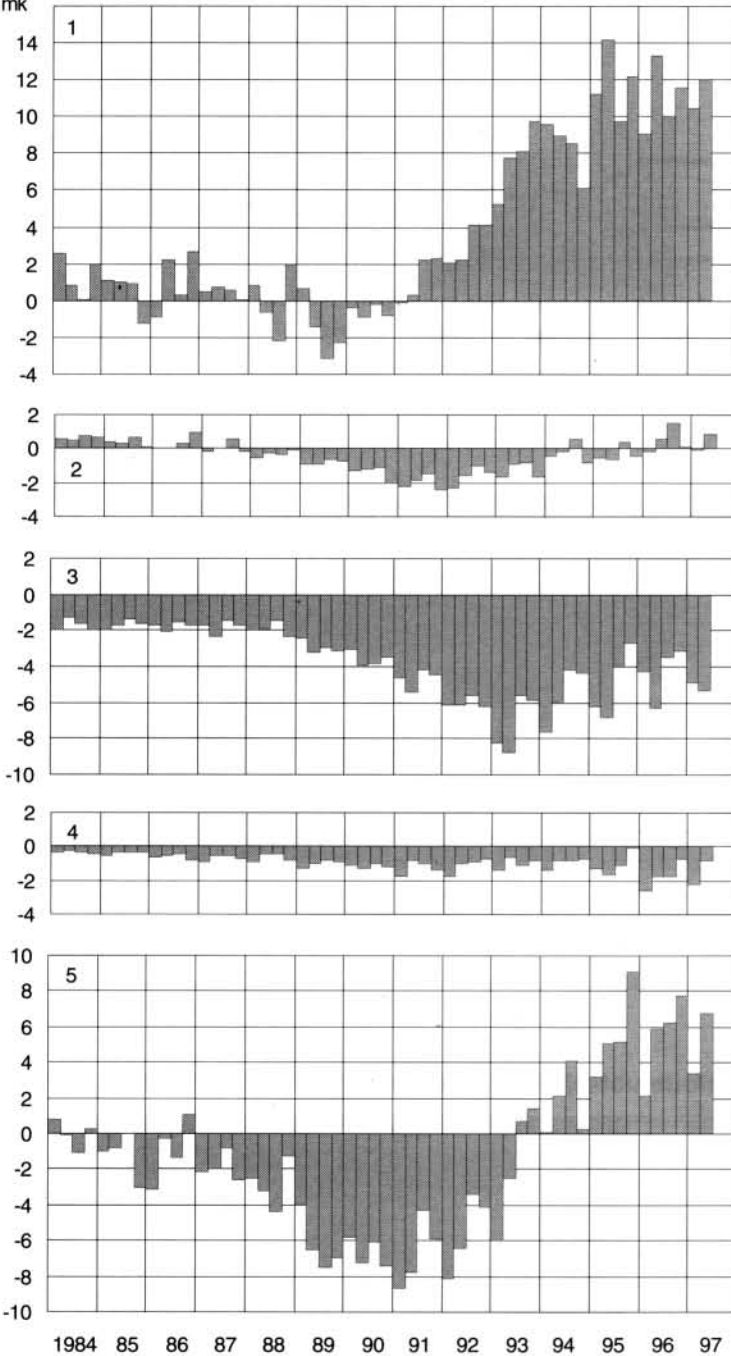


1. Asuntoluotot
2. Kulutusluotot
3. Opintoluotot

35. Vaihtotase

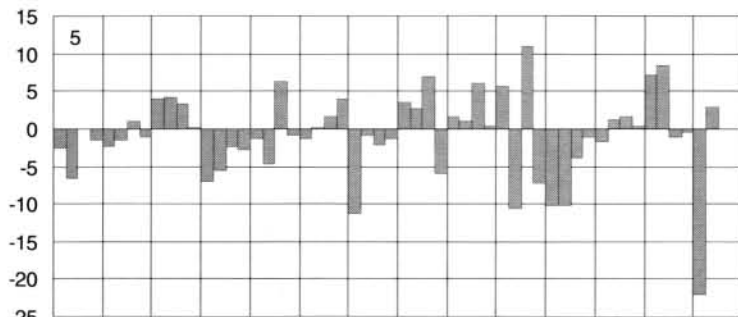
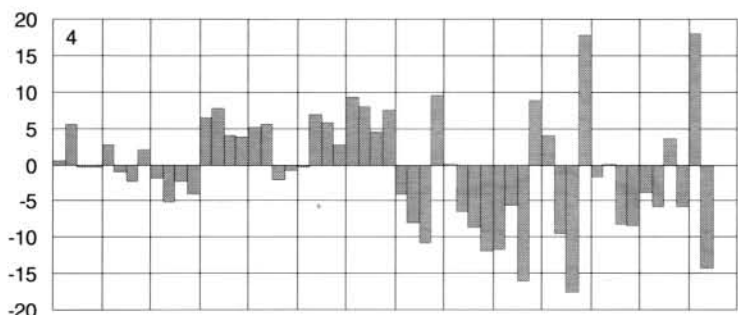
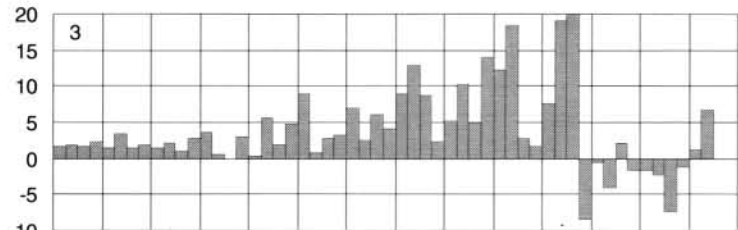
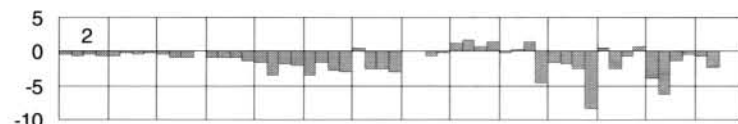
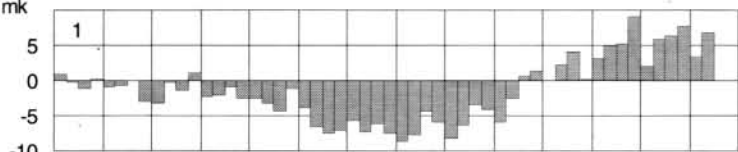
Mrd. mk

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



36. Maksutase

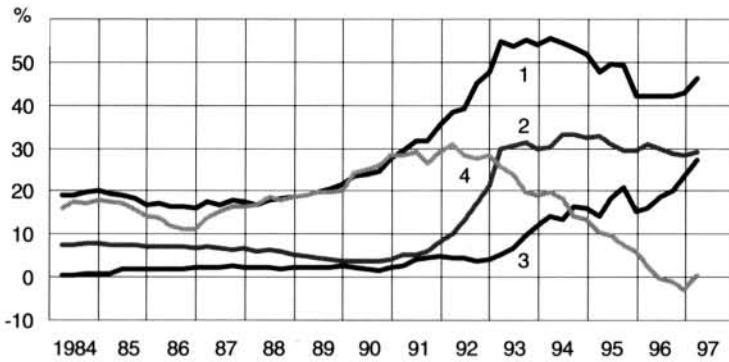
Mrd. mk



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

1984 85 86 87 88 89 90 91 92 93 94 95 96 97

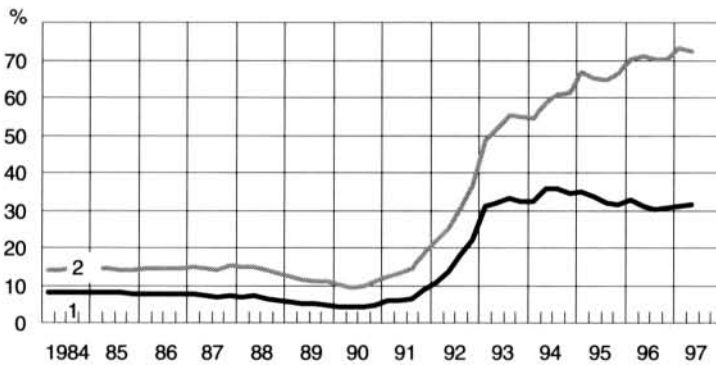
37. Suomen ulkomainen nettovelka



1. Koko nettovelka
2. Valtio (valuuttamääräinen)
3. Markkamääräiset arvopaperit
4. Muu velka, netto (pl. Suomen Pankin valuuttavaranto)

% BKT:sta

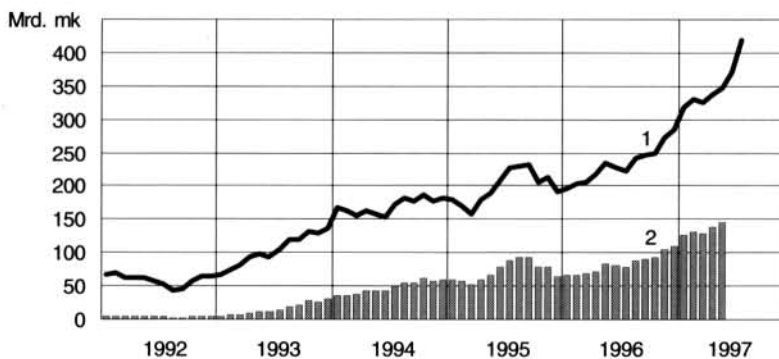
38. Valtion velka



1. Valuuttamääräinen
2. Yhteensä

% BKT:sta

39. Osakemarkkinat



1. Pörssiosakkeiden markkina-arvo
2. Ulkomaalaisten sijoitukset suomalaisiin osakkeisiin