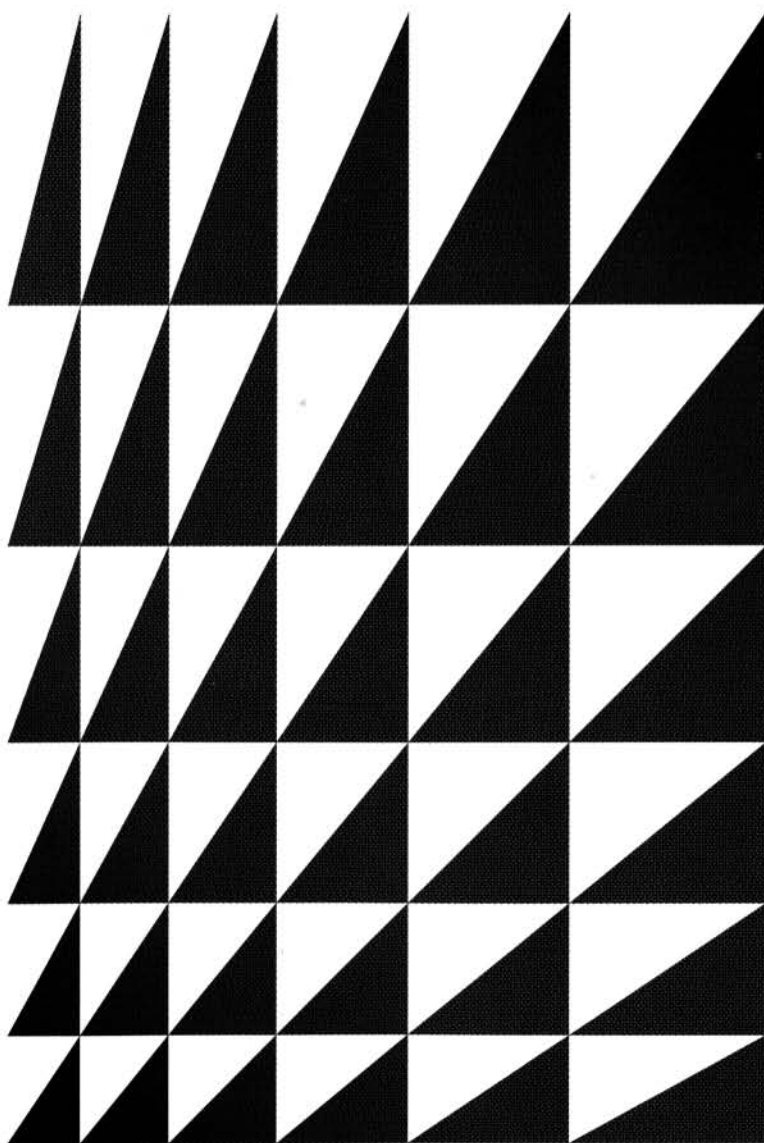

MARKKA & TALOUS

3 · 1994



SUOMEN
PANKKI

•
FINLANDS
BANK



2. vuosikerta/2:a 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 (90) 183 1
Telefax (90) 174 872

Toimitusneuvosto
Redaktionsråd
Kaarlo Jännäri,
puheenjohtaja/ordförande
Pekka Ilmakunnas
Antti Juusela
Heikki Koskenkylä
Pentti Pikkarainen
Johnny Åkerholm

Päätoimittaja
Chefredaktör
Sirikka Hämäläinen

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

Tilaukset
Beställningar
Puh./Tel. (90) 183 2634

Painopaikka/Tryckeri
Painatuskeskus Oy, 1994

Lähde mainittava
lainattaessa.
Vid citat skall källan anges.

ISSN 1236-4231

Sisällys

Taloudellinen kehitys, inflaatio ja rahapolitiikka 3

Sinimaaria Ranki – Kjell Peter Söderlund
EU:n raha- ja valuuttapolitiittinen yhteistyö ja Suomi 9

Pentti Pikkarainen – Antti Suvanto
Yhteisen rahan hyödyt ja haitat:
taloustieteellisiä näkökohtia 16

Markku Malkamäki – Peter Nyberg
ETA:n ja EU:n vaikutukset rahoitusmarkkinoihin 21

Mikko Spolander
Varallisuushinnat ja inflaatioprosessi Suomessa 28

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita
koskevia toimenpiteitä 35

Rahapolitiikan välineet 36

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja 40

Kuviot K1

Talous kääntyi kesään tultaessa ennakoarvioita nopeampaan kasvuun. Pääosin nopea kasvu perustui yhä paremmin menestyvään vientiin ja vientiä palvelemaan tuotantoon, mutta kotimarkkinoillakin oli selviä elpymisen merkkejä. Vienti kasvoi alkuvuodesta nopeimmin Venäjälle ja Itä-Euroopan maihin, mutta suhdanteiden paraneminen Suomen perinteisillä vientialueilla käänsi vahaan nousuun myös viennin ETA-maihin. Tavaraviennin määrä lisääntyi vuoden toisella neljänneksellä noin 8 % edellisestä neljänneksestä. Heinäkuussa kasvu jatkui edelleen, ja lisäystä vuodentakaisesta ajasta oli silloin 18 %. Tehdasteollisuudessa tuotanto lisääntyi toisella neljänneksellä noin 13 %. Korkeat kapasiteetin käyttöasteet ja optimismi suhdannenousun jatkumisen suhteen saivat teollisuuden lisäämään investointeja alkuvuonna. Teollisuuden ja työnantajain keskusliiton suhdannebarometrin ja Suomen Pankin investointikyselyn mukaan investointien kasvu nopeutuu huomattavasti lähimmän vuoden kuluessa.

Kotitalouksien lisääntynyt optimismi talouden kasvun suhteen ja alentunut velkaantuneisuus ovat piristäneet kulutuskysyntää heikosta tulokehityksestä huolimatta. Pitkäaikaisen laskun jälkeen yksityinen kulutus kääntyi nousuun viime vuoden viimeisellä neljänneksellä ja kasvoi tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä 1.5 % edellisestä neljänneksestä. Verotuksen kiristyminen ei näytä kääntäneen kulutusta laskuun, sillä vähittäiskaupan

Talouden kasvu voimistui kevään kuluessa. Inflaatio on pysynyt edelleen maltillisena, eikä lähikuukausina ole nähtävissä hintojen korotuspaineita. Tästä huolimatta inflaatio-odotukset ovat lisääntyneet. Markkinakorkojen nousun myötä ovat myös pankkien uusien luottojen korot nousseet. Rahan määrän kasvu on jatkunut nopeana.

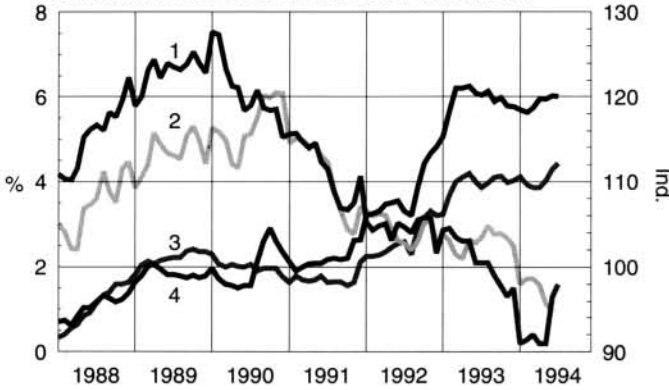
myynti pysyi huhti-toukokuussa ensimmäisen neljänneksen keskimääräisellä tasolla ja henkilöautojen rekisteröinnit lisääntyivät toisella neljänneksellä 6 % edellisestä neljänneksestä. Kysynnän piristyminen ei ole kuitenkaan pienentänyt kotimarkkinasektorin ylikapasiteettia olennaisesti. Kotimarkkinayritysten investointien supistuminen jatkui vuoden alkukuukausina. Bruttokansantuote kasvoi ensimmäisellä neljänneksellä 0.8 % edellisen vuoden viimeisestä neljänneksestä, ja kokonaistuotannon kuukausikuvaajan runsaan 2 prosentin kasvu huhti-kesäkuussa ennakoi tuotannon kasvun tästä kiihtyneen.

Tuottavuuden kasvu on jatkunut loppukevään nopeana. Tuotannon kasvusta huolimatta työllisyys ei ole juurikaan kohentunut. Kokonaisuudessaan työllisten määrän supistuminen on kuitenkin pysähtynyt. Kotimarkkinayrityksissä työllisyys on pysynyt ennallaan tai hieman heikentynyt, koska niiden kannattavuus on edelleen heikkoa. Vienti- ja kuljetusaloilla työvoimaa on lisätty, mutta toteutettu rationalisointi hidastaa vielä työllisyyden kohenemistä. Tilastokeskuksen mukaan työttömyysaste pysytteli kesäkuussa jotakuinkin ennallaan, eli 17.9 prosentissa. Heinäkuussa työttömien työnhakijoiden määrä taas kasvoi kausiluonteisesti lähes 12 000 hengellä.

Talouden rahoitustasapaino koheni alkukeväästä, kun vaihtotase kääntyi viennin nopean kasvun ansiosta ylijäämäiseksi. Tammi-heinäkuun vaihtotase oli 4.6 mrd. markkaa ylijää-

KUVIO.

INFLAATIO JA ULKOMAANKAUPPAHINNAT



1. Kuluttajahintaindeksi ¹ (vasen asteikko)
2. Pohjainflaatioindikaattori ^{1*} (vasen asteikko)
3. Vientihintaindeksi (oikea asteikko), 1990 = 100
4. Tuontihintaindeksi (oikea asteikko), 1990 = 100

¹12 kuukauden muutos, %

*Pohjainflaatioindikaattoria on uudistettu siten, että indeksin perusvuosi on 1990. Samalla indeksin laskennassa käytettävää verotariffi-indeksiä on täsmennetty. Verotariffi-indeksi sisältää kulutushyödykkeiden hintoihin vaikuttavat verot ja tukipalkkiot.

duttu talouden likviditeettiä lisäävään ulkomaiseen rahoitukseen.

Talouden kasvun ansiosta valtiontalouden alijäämä ei enää syvene suhdanneautomaatiikan, erityisesti työttömyyden kasvun vuoksi. Alijäämää lisäävät vuonna 1995 velanhoitomenojen kasvu ja mahdollisesta EU-jäsenyydestä alkuvaiheessa aiheutuvat suuret menot. Lisäksi valtiontaloutta rasittavat ensi vuodelle ajoittuvat kahdet veronpalautukset. Kassamenojen ja -tulojen pohjalta lasketun valtiontalouden nettoraahoitustarpeen arvioidaan pysyvän kuluvan vuoden tasolla. Valtion velkaantumisvauhti jatkuu siis edelleen nopeana.

mäinen. Vaihrotaseen paranemista on hidastanut paitsi korkomenojen painottuminen alkuvuoteen myös talouden vilkastumiseen liittyvä tuonin kasvu. Tuontia on lisännyt varastojen kasvattaminen ja kasvun painottuminen teollisuuteen. Myös kulutustavaroiden ja investointitavaroiden tuonti on lisääntynyt tuntuvasti, koska nyt kulutetaan enemmän sellaisia tavaroita, joita ei juurikaan tuoteta kotimaassa. Vuoden jälkipuolella vaihtotaseen ylijäämien selvä kumuloituminen todennäköisesti jatkuu. Koska yritykset ovat parantaneet tuloskehitystään ja samanaikaisesti investoineet vähän, on yksityisen sektorin rahoitusylijäämä lisääntynyt. Niinpä vaihtotase on voinut kohentua valtiontalouden alijäämän kasvusta huolimatta.

Valtiontalouden tulojen ja menojen kehitys on ollut alkuvuonna jotakuinkin ennakoitun mukaista. Koko vuoden nettoraahoitustarve tulee nousemaan 70 mrd. markan tuntumaan. Yksityinen sektori ei ole kovin suuressa määrin sijoittanut valtion obligaatioihin, vaan se on sijoittanut likvideihin pankkitalletuksiin ja maksanut takaisin luottoja. Valtio on kattanut rahoitustarpeestaan kesäkuun loppuun mennessä vain noin kolmanneksen kotimaisella lainanotolla. Valtaosin velanotossa on turvau-

Inflaatiokehitys maltillista

Alkuvuoden lähes muuttumattomana pysytellyt kuluttajahintaindeksi nousi toukokuusta kesäkuuhun 1.0 prosenttia. Valtaosa noususta, eli 0.8 prosenttiyksikköä, johtui valtion toimenpiteistä: arvonlisäveroon siirtymisestä, henkilöauton käyttömaksusta ja polttoaineveron korotuksesta. Arvonlisäveron vaikutus oli 0.54 prosenttiyksikköä, mikä on noin kaksi kolmasosaa verouudistuksen laskennallisista välittömistä hintavaikutuksista. Heinäkuussa kuluttajahintaindeksi oli edellisen kuukauden tasolla ja 12 kuukauden muutos oli 1.6 %.

Pohjahintainflaatioindikaattori pysyi sekä toukokuussa että kesäkuussa ennallaan (kuvio). Indeksien 12 kuukauden muutos on hidastunut alkuvuoden noin 1.6 prosentista 0.9 prosenttiin kesäkuussa. Hintatason vakaus johtuu ennen kaikkea työvoimakustannusten ja tuontihintojen maltillisesta kehityksestä. Työvoimakustannusten nousu on ollut edelleen hitaampaa kuin työn tuottavuuden kasvu. Palkansaajien ansiotasoindeksi nousi ensimmäisellä vuosipuoliskolla 1.7 % viime vuoden vastaavasta ajasta. Noususta yksi kolmasosa johtui sopimuspalkkojen kasvusta. Palkkaliukumia oli etupäässä vientitoimialoilla. Valuuttakurssin

heikkenemiseen liittynyt vienti- ja tuontihintojen nousu pysähtyi keväällä 1993, ja sen jälkeen markkamääräiset ulkomaankauppahinnat ovat pysyneet markan vahvistumisen takia suhteellisen vakaina, vaikka valuuttamääräiset hinnat ovat olleet nousussa. Tuontihinnat ovat nousseet vuoden 1993 lopusta heinäkuun loppuun vain noin 1 %. Vientihintoihin heijastui kesäkuukausina joidenkin raaka-aineiden hinnannousu kansainvälisillä markkinoilla, ja niinpä markkamääräiset vientihinnat nousivat kesä-heinäkuussa noin 2 % toukokuun tasolta. Vaihtosuhte parani vastaavana aikana 1.5 prosenttiyksikköä.

Varallisuushintojen nousu on viime kuukausina taittunut. Asuntojen hintojen nousu hidastui toisella neljänneksellä. Koko maassa asuntojen hinnat nousivat 1.6 %. Pääkaupunkiseudulla, jossa hintojen nousu oli alkuvuonna selvästi muuta maata nopeampaa, asuntojen hinnat laskivat heinäkuussa takaisin vuoden alun tasolle. Asuntokauppa oli heinäkuussa kuitenkin erittäin vähäistä, joten lasku voi osoittautua tilapäiseksi. Toisaalta kysyntää on saattanut vähentää myös kesäkuukausina nousussa olleet korot. Kantohinnat eivät ole juurikaan nousseet enää puukauppasopimuksen tultua voimaan maaliskuussa. Puukauppasopimus on pitänyt suhteellisen hyvin, ja voimakas myyntihalukkuus viittaa siihen, ettei hintojen odoteta nousevan lähiaikoina. Pörssikurssin muutokset ovat olleet loppukevään jälkeen vähäisiä.

Tuottokäyrä jyrkentynyt yhä ja luottokorot kääntyneet nousuun

Pitkät korot olivat heinä-elokuussa sekä Yhdysvalloissa että Länsi-Euroopassa kelluvan valuuttakurssin maita lukuun ottamatta verrattain vakaat, Yhdysvaltojen keskuspankin viimeisen koronnostopäätöksen jälkeen jopa hieman laskevat. Ruotsissa valtiontalouden suuri alijäämä, velan nopea kasvu, kruunun heikkeneminen sekä – jo tuottajainnoissa näkyvät – inflaatoriskit ovat olleet korostuneesti esillä taloudellisessa keskustelussa ja johtivat siihen, että keskuspankki nosti luottokorkojaan. Ruotsissa kruunun arvo on ajoittain heikentynyt ja pitkät korot ovat nousseet jyrkästi. Suomessa pitkien korkojen nousu oli heinäkuussa Ruot-

sia vaimeampaa, mutta elokuussa ne nousivat jälleen tuntuvasti osin Ruotsin kehitystä seuraten. Kymmenen vuoden koron ero Saksan korkoon nähden kasvoi kesäkuun alun kahdesta prosenttiyksiköstä yli kolmeen prosenttiyksikköön.

Heliborkorkojen tuottokäyrä on jyrkentynyt elokuussa. Kesä-heinäkuussa kuukauden heliborkorko pysyi noin 5.3 prosentissa, mutta elokuussa se nousi ajoittain 5.5 prosenttiin ja laski elo-syyskuun vaihteessa noin 5 prosenttiin. Kolmen kuukauden heliborkorko vaihteli kesä-heinäkuussa 5.5 prosentin tuntumassa mutta kääntyi elokuussa selvään nousuun ja päättyi 5.7 prosenttiin. Lyhyiden korkojen ero Saksaan nähden on kasvanut lähes prosenttiyksikköön. Suomen Pankki on pitkien korkojen noususta huolimatta hillinnyt lyhyiden korkojen nousua pitämällä pankkien maksuvalmiusaseman hyvänä. Suomen Pankin huutokauppakorko vaihteli kesä-elokuussa 5.2 ja 5.5 prosentin välillä.

Pitkien korkojen nousun vuoksi on markkamääräisten joukkolainojen liikkeeseenlasku supistunut selvästi viime vuodesta. Valtio laski markkamääräisiä joukkolainoja liikkeeseen ensimmäisen vuosipuoliskon aikana 12 mrd. markan arvosta, mikä on vain runsas neljäsosa koko viime vuoden aikana liikkeeseen laskeutusta määrästä. Lisäksi huomattava osa kuluvan vuoden emissioista tehtiin ennen pitkien korkojen kääntymistä nousuun. Joukkolainojen liikkeeseenlasku on lähes tyrehtynyt myös yritysten osalta. Sen sijaan rahoituslaitokset hankkivat rahoitusta joukkolainamarkkinoilta saman verran toisella neljänneksellä kuin ensimmäiselläkin.

Markkinakorkojen nousun myötä myös pankkien uusien luottojen korot ovat kääntyneet nousuun. Uusien markkaluottojen keskikorko laski huhtikuussa alle 7 prosentin mutta nousi heinäkuussa vajaan 8 prosenttiin. Yritysten uusien luottojen korko oli heinäkuussa 1.5 prosenttiyksikköä alempi kuin kotitalouksien maksama 9.1 prosentin korko. Luottokannan keskikoron lasku on huhti-heinäkuun aikana pysähtynyt 8.1 prosenttiin. Talletusten keskikorko kääntyi kesäkuussa nousuun ja oli heinäkuussa 3 %.

Keskimääräisten pankkiluottokorkojen pitiä markkinakorkoja hitaampaan nousuun vai-

kuttaa korkosidonnaisuuksien muuttuminen. Heinäkuussa enää vain runsas prosentti uusista pankkiluotoista sidottiin pitkiin viitekorkoihin. Tällä hetkellä pankkien myöntämässä kotitalousluotoissa käytetään viitekorkoina eniten helibor- ja primekorkoja. Pankkien yrityksille myöntämistä uusista markkaluotoista noin puolet on kiinteäkorkoisia.¹ Kiinteäkorkoisten uusien markkaluottojen korot näyttävät seuraavan heliborkorkoja. Uudet luotot ovat siten huomattavassa määrin (käytännössä lähes 80 %) sidoksissa lyhyisiin markkinakorkoihin. Luottokannasta on edelleen merkittävä osa – runsaat 40 % – peruskorkosidonnaista tai kiinteäkorkoista. Pitkien viitekorkojen nousu vaikuttaa luottokannan keskikorkoon – ja sitä kautta kuluttajahintaindeksiin – vain hitaasti, sillä vajaat 10 % luottokannasta on sidottu pitkiin viitekorkoihin. Korkojen muutokset kana-voituvatkin pankkiluottokorkoihin pääosin lyhyiden markkinakorkojen, primekorkojen ja peruskoron muutosten kautta.

Valuuttakurssin liikkeet rauhallisia

Markan arvo heikkeni heinäkuun alussa Ruotsin kruunun vanavedessä. Markan ecurussi heikkeni tällöin indeksinä mitattuna pisteluvun 116 tuntumaan, mutta vahvistui kolmessa päivässä pistelukuun 114. Markka on vahvistunut kesäkuun puolivälistä elokuun loppuun mennessä 5 % sekä ecuindeksillä mitattuna että kauppapainoilla laskettuna.

Valtio jatkoi pääomantuontia kesä-heinäkuussa, jolloin se toi pääomaa yhteensä runsaan 15 mrd. markan arvosta. Yksityinen sektori sen sijaan vei vastaavana aikana pääomaa 11 mrd. markan arvosta, joten valuuttavaranto kasvoi 55 mrd. markkaan. Kotimaisten yritysten ja ulkomaalaisten termiiniasema pysyi alkuvuonna vakaana. Heinäkuussa terminointi markkaa vastaan kasvoi hieman.

¹ Kiinteäkorkoiset luotot ovat yleensä yritysten vekseliluottoja, joiden maturiteetti on melko lyhyt. Toisaalta ryhmään sisältyvät usein yrityksille myönnetty matalakorkoiset tukiluotot, joiden vuoksi uusien kiinteäkorkoisten markkaluottojen keskikorko on alhainen. Tilastointitavan vuoksi rahoituslaitokset joudutaan tässä yhteydessä laskemaan osaksi yrityssektoria.

Likviditeetti rahamarkkinoilla kasvanut edelleen

Valtion runsas pääomantuonti alkuvuoden aikana on lisännyt rahamarkkinoiden likviditeettiä. Koska Suomen Pankki ostaa valtion tuoman valuutan varantoonsa, aiheutuu valtion pääomantuonnista vastaavan suuruinen likviditeetin lisäys rahamarkkinoille. Suomen Pankki on kuitenkin kumonnut rahamarkkinainterventioillaan pääomantuonnin aiheuttaman likviditeetin kasvun, mutta samalla liikkeessä olevien – likviditeetiltään hyvien – keskuspankin sijoitustodistusten määrä on kasvanut. Suomen Pankin liikkeeseen laskemia sijoitustodistuksia oli viime vuoden lopussa 15 mrd. markan arvosta ja elokuussa yli 35 mrd. markan arvosta. Kun yritykset ja kotitaloudet saavat valtiolta tulonsiirtoja tai muita maksuja, kasvaa niiden hallussa olevan rahan (M1, M2 ja M3) määrä. Kun valtio käyttää Suomen Pankin tai pankkien sijoitustodistuksiin sijoittamiaan kassavaroja myymällä hallussaan olevia sijoitustodistuksia yleisölle, kasvaa lavein raha-aggregaatti M3.

Suppea raha-aggregaatti² M1 kasvoi heinäkuun lopussa 12 kuukauden muutoksena mitattuna 14,7 %. M2:n kasvu oli 6,2 %, eli kasvu nopeutui hieman edellisistä kuukausista. Sen sijaan M3:n kasvuvauhti pysyi edelleen 10 prosentissa. Raha-aggregaattien vuosikasvu on kuluvan vuoden aikana nostanut myös se, että viime vuoden keväällä raha-aggregaattit supistuivat kireän valuuttamarkkinatilanteen vuoksi selvästi.

Suppean rahan laveaa rahaa suurempi kasvu johtuu sekä kotitalouksien että yritysten valinnasta pitää varojaan mieluummin likvideillä sekki- ja käyttelytileillä kuin määräaikaistileillä, koska tällä hetkellä tilien korkotuotto ei paljoakaan eroa toisistaan. Alhainen korkotaso heijastuu myös verottomien käyttelytilien suosimisena lähdeverollisten sijasta. Erityisesti kasvanut epävarmuus joukkolainojen koroista ja pääomatappioiden riski heijastuvat halukkuutena pitää sijoitukset mieluummin likvidis-

² Suppeaan rahan, M1, luetaan yleisön hallussa oleva käteinen raha sekä sekki-, säästö- ja käyttelytilit. Laveaan rahan, M2, luetaan edellisten lisäksi määräaika- ja muut pankkitalletukset. Laveimpaan rahan, M3, lasketaan M2:n lisäksi yleisön hallussa olevat pankkien ja Suomen Pankin sijoitustodistukset.

sä muodossa kuin määräaikaistalletuksina tai sijoituksina joukkolainoihin.

Laajin raha-aggregaatti M3 laski kesäkuussa, vaikka liikkeessä olevien sijoitustodistusten määrä kasvoi. Tällainen M3:n epävakaisuus johtuu yleisön hallussa olevien sijoitustodistusten määrän heilahtelusta. Kesäkuussa kaikkien liikkeessä olevien sijoitustodistusten määrä kasvoi 13 mrd. markkaa, eli kokonaisu-määrältään 151 mrd. markkaan. Pankkien hallussa olevien sijoitustodistusten määrä lisääntyi 8 mrd. markkaa ja valtion 7 mrd. markkaa. Yleisön hallussa olevien sijoitustodistusten määrä sen sijaan supistui 2 mrd. markkaa. Pankkien salkuissa oli toisten pankkien (pl. Suomen Pankki) sijoitustodistuksia kesäkuun lopussa jo 60 mrd. markan arvosta eli tasan puolet niiden liikkeessä olevista sijoitustodistuksista.

Rahan määrän kasvuun vaikutti kesä-heinäkuussa myös kuluttajahintojen kasvu touku-kuusta. Juokseviin menoihin liittyvät hintojen muutokset välittyvät raha-aggregaatteihin yleensä täysipainoisesti. Erityisen selvästi ne näkyvät suppeassa rahassa (M1), koska se sisältää pääosin hyvin likvidejä, juokseviin menoihin tarkoitettuja talletuksia. Reaalitalouden koheneminen näkyy myös raha-aggregaattien kasvuna. Yritysten likvidien talletusten kasvu on lisännyt suppean rahan määrää ja yritysten hallussa olevien sijoitustodistusten kasvu puolestaan M3:n määrää. Korkojen laskun myötä on nimellisen kokonaistuotannon ja suppean rahan välinen suhdeluku, M1:n kiertonopeus, pienentynyt jyrkästi.

Luotot eivät ole likviditeetin lähteenä

Likviditeetin kasvu ei ole peräisin luotonlaajenemisesta, sillä pankkien luottokannan supistuminen on jatkunut edelleen kesä-heinäkuussa. Markkaluottojen kanta on laskenut edelleen noin 2–3 prosentin vuotuista vauhtia. Valuuttaluottojen supistuminen on hidastunut viime kuukausina osittain markan vahvistumisen myötä runsaan kolmen prosentin kuukausivauhdista noin prosenttiin.

Luottokantaan ovat vaikuttaneet kysynnän ja tarjonnan lisäksi valuuttakurssimuutokset, siirrot pankkien tase-erästä toiseen ja luottotappiot. Pankkien tilastojen mukainen luotto-

kanta (valuutta- ja markkaluotot yleisölle) supistui ensimmäisen vuosipuoliskon aikana noin 11 mrd. markkaa. Tästä supistumisesta ehkä noin 3 mrd. markkaa johtui luottotappioista. Toisaalta markan ulkoisen arvon vahvistuminen on pienentänyt valuuttaluottokantaa noin miljardilla markalla, joten korjattu luottokanta supistui noin 9 mrd. markkaa.

Erityisesti kotitalouksilla velkaantuneisuuden aleneminen jatkuu. Kotitalousluottojen kanta on laskenut sekä kulutus- että asunto-luottojen osalta. Vaikka velkaantuneisuus on alentunut, ei kotitalousluottojen kysyntä kääntynyt nousuun ennen kuin tulot tai tulo-odotukset selkeästi kasvavat. Yritysten tulot ovat jo kasvaneet, ja pankkien yrityksille myöntämien markkaluottojen kanta onkin ollut kasvussa koko kevään. Tosin osa uusista yritysten markkaluotoista on uusiksi luotoiksi kirjattuja vanhoja lainoja, joiden korkoehtoja on muutettu, ja markkaluotoiksi konvertoituja valuuttaluottoja. Yritysten luottojen kysyntä lisääntynee huomattavasti vasta sitten, kun investoinnit kääntyvät selvään nousuun.

Pankit ovat luotontarjonnassaan edelleen varovaisia. Pankkien osavuositasausten mukaan pankkien oman pääoman pelivara kahdeksan prosentin vakavaraisuuteen nähden oli huhtikuun lopussa yhteensä lähes 11 mrd. markkaa. Samanaikaisesti pankeilla oli 52 mrd. markan järjestämättömien saamisten (sisältää myös Arsenalille siirtyvät saatavat) vuoksi edelleen varsin suuret tappioriskit. Pankkien viitekoron päälle lisäämät marginaalit ovat uusissa luotoissa vakiintuneet kuluvan vuoden aikana keskimäärin 2.5 prosenttiyksikköön.

Inflaationäkymät

Inflaatio tulee pysymään lähiaikoina hitaana, vaikkakin asuntojen hintojen ja korkojen nousu tulevat todennäköisesti nostamaan hieman kuluttajahintaindeksiä loppuvuodesta. Suhdanteiden kehityksestä taas riippuu, miten ajoittuvat arvonlisäverosta johtuvat toistaiseksi purkautumattomat hintavaikutukset.

Pohjahintainflaatioon purkautuvia hintojen korotuspaineita ei lähikuukausina ole nähtävissä. Kysynnän koheneminen tosin saattaa mahdollistaa hintojen nostoja kannattavuus-

marginaalien parantamiseksi, mutta toisaalta myynnin kasvu jo sinänsä kohentaa suljetun sektorin kannattavuutta. Toisaalta on merkkejä siitä, että varautuminen EU-jäsenyyteen saattaa alentaa elintarvikkeiden hintoja, kun yritykset pyrkivät ennen mahdollista jäsenyyttä purkamaan varastojaan. Meneillään oleva suhdanneherkkien tuotteiden vientihintojen nousu vaikuttaa inflaatioon palkanmuodostuksen kautta. Mikäli palkat nousevat vain vientisektorissa, eivät inflaatiopaineet tästä lisäänty.

Inflaatio-odotuksia kartoittavat kyselyt osoittavat yrittäjien odottavan inflaation kiihtymistä. Teollisuuden ja työnantajain keskusliiton suhdannebarometrin mukaan teollisuus arvioi inflaation nopeutuvan sekä seuraavan vuosineljänneksen että varsinkin seuraavan 12 kuukauden aikana. Kysely ei kuitenkaan osoita, paljonko inflaation arvioidaan nopeutuvan. Toukokuun kuluttajabarometrin mukaan taas kuluttajat odottavat inflaatiovauhdin olevan vuoden kuluttua jotakuinkin nykyisellä tasolla.

Pitkien korkojen nousu viittaa inflaatio-odotusten sitkeyteen. Suppean rahan (M1) voimakkaaseen kasvuun ja toisaalta määräaikaistalletusten heikkoon suosioon saattaa olla syytä myös se, että sekä inflaatio-odotukset että epävarmuus tulevista hinnoista ja joukkolainojen koroista ovat lisääntyneet. Epävarmuuden lisääntyminen korkojen suhteen lienee osaltaan heikentänyt luottojen kysyntää.

Valuuttakurssi on ecuindeksillä mitattuna vahvistunut kevään 1993 heikoimmalta tasol-

taan 15 %. Valuuttakurssin vahvistuminen on vaikuttanut siihen, että valuuttamääräisten tuontihintojen lievä nousu ei ole johtanut markkamääräisten tuontihintojen nousuun ja sitä kautta inflaation kiihtymiseen. Markan ulkoinen arvo on yhä historiallisesti katsoen alhainen. Markan edelleen vahvistuminen lieventäisi kansainvälisestä, toistaiseksi lähinnä raaka-aineiden hintojen noususta aiheutuvien paineiden välittymistä Suomen hintatasoon.

Tuotannon nykyisen kasvuvauhdin jatkuminen johtanee tuotantokapeikkojen syntyyn. Tällöin yrityksille viimeisen vuoden aikana kerääntynyt likviditeetti saattaa purkautua kiihdyttää inflaatiota. Mikäli kasvanut likviditeetti kuitenkin käytetään investointeihin tai sijoitetaan pitkäksi aikaväliksi pääomamarkkinoille, ei M1:n ja M3:n viimeaikainen kasvu jää pysyväksi eikä siten tuota inflaatio-ongelmia. Hintavakaus voi tosin joutua tilapäisesti uhatuksi, jos investoinnit aloitetaan yhtä aikaa.

Pitkien korkojen nousu, joka heijastaa rahoitusmarkkinoilla vallitsevaa epävarmuutta lyhyiden korkojen tulevasta kehityksestä ja inflaatiosta, saattaa hidastaa yksityisten investointien käynnistymistä. Hidas inflaatio ja odotukset sen pysymisestä hitaana tukisivat matalamman korkotason ja investointien voimistumisen kautta myönteistä työllisyyskehitystä ja edistäisivät valtion talouden tasapainottamista. ■

EU:n raha- ja valuuttapoliittinen yhteistyö ja Suomi

Sinimaaria Ranki

ekonomisti

kansainvälinen sihteeristö

Kjell Peter Söderlund

kansainvälisen sihteeristön päällikkö

8.8.1994

Taloudellinen yhteistyö kuuden Euroopan maan välillä alkoi muodollisesti 1950-luvulla, jolloin ns. Rooman sopimuksella perustettiin vuonna 1957 Euroopan talousyhteisö. Talousyhteisön kannalta Rooman sopimuksen tärkein sisältö oli tulliliiton luominen. Allekirjoittaneet maat sopivat keskinäisten tullien poistamisesta ja yhteisen tullirajan käyttöön ottamisesta kolmansille maille.

Kansainvälisen kaupan teorian mukaan kaikki keskenään kauppa käyvät maat voivat hyötyä vapaasta (tullittomasta) ulkomaankaupasta. Kun otetaan mukaan raha, joudutaan tekemisiin valuuttakurssien kanssa. Jyrkät kurssivaihtelut vaikuttavat tavaroiden hintoihin, mikä saattaa kohtuuttomasti muuttaa jonkin maan kilpailuasemaa. Niinpä jo Rooman sopimuksessa veloitettiin jäsenmaat koordinoimaan talouspolitiikkansa.

Jäsenmaiden välisen talouspoliittisen yhteistyön avauksena perustettiin Rooman sopimukseenkin kirjattu rahapoliittinen komitea (Monetary Committee). Komitean alun perin neuvoa-antava rooli vahvistui, kun sille annettiin valmisteluvastuu ja joskus jopa päätösvalta jäsenmaiden valuuttojen keskinäisistä kurssi-

Euroopan unionin jäsenmaiden raha- ja valuuttapoliittinen yhteistyö on asteittain syventynyt Euroopan talousyhteisön perustamisesta asti. Tällä hetkellä eletään ns. toista vaihetta prosessissa kohti talous- ja rahaliittoa. Suomen mahdollinen EU-jäsenyys merkitsee liittymistä toisen vaiheen aikana, jolloin raha- ja valuuttakurssipoliittikka on edelleen kansallinen asia, vaikka yhteistyötä pyritään tehostamaan. Kolmannessa vaiheessa kansalliset viranomaiset osallistuvat nykyisten kaavailujen mukaan ylikansalliseen raha- ja valuuttapoliittiseen päätöksentekoon. Tätä vaihetta valmistelelee keskuspankkitoiminnan osalta Euroopan rahapoliittinen instituutti.

muutoksista, mikäli asiaa ei saatettu valtiovarainministerien ja keskuspankkien pääjohtajien päätettäväksi.

Ajatusta rahaliitosta ryhdyttiin kehittämään yksityiskohtaisesti 1960-luvun lopulla. Vuonna 1970 julkaisussa ns. Wernerin raportissa esitettiin asteittainen siirtyminen rahaliittoon kymmenen vuoden kuluessa. Toteutus kuitenkin kaatui lähinnä maailmanlaajuisen, Bretton Woods -nimisen kiinteän kurssin järjestelmän romahuttamiseen 1971 ja sitä pian seuranneeseen öljykriisiin.

Euroopan valuuttajärjestelmän perustaminen

Kiinteän kurssin järjestelmän romahdettua etsittiin uusia valuuttakurssipoliittisia yhteistyömuotoja. Euroopassa syntyi ns. valuuttakäärme, joka oli eräiden EY:n jäsenmaiden ja joidenkin ulkopuolisten maiden² yhteistyön tulos.

² Käärmeeseen kuuluivat alun perin Saksan markka, Belgian frangi, Ranskan frangi, Italian liira ja Hollannin guldeni. Käärmeeseen osallistui myös myöhemmin myös Englanti, Irlanti, Tanska, Norja ja Ruotsi, mutta osa maista erosi yhteistyöstä matkan varrella. Nimitys "käärme" tuli siitä, että vaihtokurssit osallistuvien valuuttojen välillä oli kiinnitetty ja vaihtelut rajattu kapeaan putkeen, kun taas muita valuuttoja kohtaan kullakin oli kelluva kurssi.

¹ Maat olivat Belgia, Hollanti, Italia, Luxemburg, Ranska ja Saksan liittotasavalta.

Kun taloudellinen kehitys 1970-luvun loppua kohden parani, EY-maat lämpenivät uudelleen raha- ja valuuttapoliittisen yhteistyön tiivistämiselle. Tuloksena oli vuonna 1979 allekirjoitettu keskuspankkien välinen sopimus kiinteän kurssin järjestelmästä, eli Euroopan valuuttajärjestelmä (European Monetary System, EMS) oli syntynyt. Sen peruskiviä olivat valuuttakurssimekanismi (Exchange Rate Mechanism, ERM), valuuttayksikkö ecu (European Currency Unit, ECU) ja valuuttayhteistyörahoisto (European Monetary Cooperation Fund, EMCF). Näistä valuuttakurssimekanismi oli se kehikko, joka määritteli, miten valuutat kiinnitettiin toisiinsa. Kaikille mukana oleville valuutoille määriteltiin euua vastaan keskuskurssi, jonka avulla jäsenvaluutoille laskettiin kahdenkeskiset kurssit eli pariteetit ja (silloin) $\pm 2.25\%$:n vaihteluvälit. Keskuskurssien muutos oli mahdollinen vain kaikkien mekanismiin osallistuvien maiden yhteisellä päätöksellä.

1980-luvun alussa yleisön uskoa tämän valuuttakurssien vakauteen tähtäävän järjestelmän elinvoimaisuuteen horjuttivat useat kurssimuutokset. Tuolloin järjestelmä toimi yksinkertaistaen siten, että Saksa harjoitti voimakasta inflaationvastaista politiikkaa, kun taas Ranska suhteellisen löysää rahapolitiikkaa. Osa valuutoista, tiukimmin Hollannin guldeni, seurasi vahvaa Saksan markkaa. Ranskan frangin ympärille kehittyi "pehmeiden" valuuttojen maiden ryhmä, jonka kotimaisen rahapolitiikan ensisijainen tavoite ei ollut alhainen inflaatio. Maiden välille syntyi inflaatioeroja, joiden aiheuttamien jännitteiden poistamiseksi "pehmeiden" valuuttojen maat suosivat usein devalvaatiota.

Valuuttakurssin vakaus ja hidas inflaatio alkoivat 1980-luvun puolivälin jälkeen saada aikaisempaa enemmän painoa rahapolitiikassa. Ranska alkoi kääntää rahapolitiikkaansa samaan suuntaan kuin Saksa. Samoin kävi myös Belgiassa ja Tanskassa. Ranskan tiukempi linja tuotti pian tulosta paitsi Ranskan taloudessa myös valuuttamarkkinoilla. Vuonna 1987 tehdyn kurssitarkistuksen jälkeen inflaatiotahdit jäsenmaissa lähentyivät merkittävästi Saksan matalaa inflaatiota. Erojen pienentyessä ja ennen kaikkea Ranskan talouden kehityksessä suotuisasti myös tarve kurssimuutoksiin

väheni. Usko valuuttakurssien vakauden todelliseen saavuttamiseen oli herännyt.

Uusi mahdollisuus talous- ja rahaliitolle

Näissä 1980-luvun loppupuolen optimistisissa tunnelmissa herätettiin henkiin suunnitelma, jonka mukaan pyritään etenemään asteittain kohti talous- ja rahaliittoa. EY oli vuonna 1985 julkistetun ns. valkoisen kirjan ehdotusten mukaisesti päättänyt toteuttaa sisämarkkinaohjelman eli taata (EY-alueella) vapaan liikkuvuuden tavaroille, pääomalle, palveluille ja työvoimalle. Vuonna 1989 esitettiin ns. Delorsin raportissa talous- ja rahaliiton etenemissuunnitelma, jota koskeva valtiosopimus allekirjoitettiin helmikuussa 1992 Maastrichtissa. EY-maat sopivat tuolloin siirtyvänsä kolmessa vaiheessa talous- ja rahaliittoon (Economic and Monetary Union, EMU).

Asteittainen eteneminen

Vaiheista ensimmäinen alkoi vuoden 1990 heinäkuun alussa. Siihen mennessä poistettiin kaikki pääomanliikkeiden rajoitukset EY:n alueella. Tarkoituksena oli auttaa rahoitusmarkkinoiden yhdenmukaistumista tulevalle yhteisen rahapolitiikan alueella. Pääomien vapaan liikkuvuuden ajateltiin myös nopeuttavan rahoitusvälineiden kehittymistä, kun suuremmat markkinat toisaalta koventaisivat kilpailua ja toisaalta monipuolistaisivat markkinoita. Rahoituspalveluiden käyttäjien puolestaan ajateltiin hyötyvän suuremmista markkinoista ja lisääntyvästä kilpailusta rahoituskustannusten alenemisen kautta.

EMU:n toinen vaihe alkoi vuoden 1994 alusta. Vaiheen aikana on tarkoitus syventää jäsenmaiden talous- ja rahapolitiittista yhteistyötä, jotta siirtyminen yhteiseen rahapolitiikkaan olisi myöhemmin mahdollisimman kivutonta.

Talous- ja rahaliiton kolmanteen ja viimeiseen vaiheeseen on Maastrichtin sopimukseen kirjatun aikataulun mukaan tarkoitus siirtyä aikaisintaan vuoden 1997 alussa ja viimeistään vuoden 1999 alussa. EMU:n viimeiseen vaiheeseen siirrytään nopean aikataulun mukaan vain, mikäli enemmistö jäsenmaista täyttää

ne taloudelliset lähentymisperusteet³, jotka on määritelty Maastrichtin sopimuksessa. Hi-taamman aikataulun mukaan EMU:n kolman-teen vaiheeseen siirtyvät ne maat, jotka täyttä-vät EMU-kriteerit. Ratkaisun siirtymisestä te-kee EU-maiden valtion päämiehistä tai halli-tusten päämiehistä koostuva neuvosto määrä-enemmistöllä.

Kolmannen vaiheen alkaessa jäsenmaiden valuuttojen väliset vaihtokurssit kiinnitetään lopullisesti ja yhteiseen rahaan siirrytään Maastrichtin sopimuksen mukaan niin nopeas-ti kuin mahdollista. Tämä merkitsee sitä, et-tä EMU-alueella on enää vain yksi yhteinen rahapolitiikka. Sen harjoittamisesta vastaa Euroopan keskuspankki EKP (European Central Bank, ECB). Euroopan keskuspankki on ydin Euroopan keskuspankkijärjestelmässä EKPJ:ssä (European System of Central Banks, ESCB), johon kuuluvat sen lisäksi (kolman-teen vaiheeseen osallistuvien) jäsenmaiden keskuspankit eli kansalliset keskuspankit.

Yhteisestä rahapolitiikasta päättää Euroo-pan keskuspankki, kun taas päätösten toteutta-minen pyritään antamaan kansallisille keskus-pankeille. Rahapolitiikan toteuttamista voi-daan kuitenkin hajauttaa vain siinä määrin kuin se ei haittaa suoritettavien toimien tehokkuut-ta. Rahapoliittiseen päätöksentekoon kansalli-set keskuspankit sen sijaan pääsevät vaikut-tamaan Euroopan keskuspankin neuvoston kautta.

Euroopan keskuspankin päätantaelimet ovat sen neuvosto ja johtokunta. Neuvosto koostuu kansallisten keskuspankkien pää-johtajista ja Euroopan keskuspankin johto-kunnan jäsenistä. Neuvosto on se elin, joka on vastuussa rahapolitiikan linjauksesta. Talous-ja rahaliiton kolmannessa vaiheessa päätökset tehdään yhdessä, ja jokaisen kansallisen kes-

kuspankin pääjohtajalla on tasavertaiset mah-dollisuudet – yhdellä äänellä kunkin – vaikut-taa niihin.

Johtokunta puolestaan koostuu puheen-johtajasta, varapuheenjohtajasta ja neljästä muusta jäsenestä. Heidän on oltava täysin riip-pumattomia mistään muusta organisaatiosta tai elimestä, ja heillä on oltava ammattipätevyys tehtävään. Jäsenet nimitetään kahdeksaksi vuo-deksi kerrallaan, eikä nimitystä voi uudistaa.

Euroopan rahapoliittinen instituutti toiminnassa

EMU:n toisen vaiheen alussa eli vuoden 1994 alusta EU-maiden keskuspankkien välinen yhteistyö järjestettiin uudelleen. Entinen EY-maiden keskuspankkien pääjohtajien komitea ja sen sihteeristö lakkautettiin samalla kun Euroopan rahapoliittinen instituutti EMI (Eu-ropean Monetary Institute) aloitti toimintansa. EU-maiden keskuspankkien pääjohtajat muo-dostavat nyt EMI:n neuvoston, jota johtaa EMI:n kokopäivätoiminen puheenjohtaja, bel-gialainen Alexandre Lamfalussy. Suoraan hänen alaisuudessaan on toimitusjohtaja, jon-ka tehtävänä on puheenjohtajan avustaminen ja EMI:n käytännön toiminnan johtaminen. Toimitusjohtajaksi on nimitetty ranskalainen Robert Raymond. EMI:n neuvoston vara-puheenjohtaja valitaan neuvoston jäsenistä. Tässä tehtävässä toimii Espanjan keskuspan-kin pääjohtaja Luis Angel Rojo.

EMI:n organisaatioon kuuluu tällä hetkellä neljä osastoa, joihin on rekrytoitu henkilöstöä EU:n jäsenmaista. Osastot ovat rahapolitiikan, kansantalouden ja tilastoinnin osasto, sihtee-ristö, hallinto-osasto ja tietotekniikkaosasto. Lisäksi on varauduttu viidennen osaston pe-rustamiseen, mikäli EU-maiden keskuspankit haluavat antaa osan valuuttavarannostaan EMI:n hoitoon. Luovuttaminen on vapaa-ehtoista, eikä toistaiseksi mikään keskus-pankki ole ilmoittanut halukkuudesta luovut-taa osaa varannosta EMI:lle. Toistaiseksi EMI on toiminut entisen EY-maiden keskuspan-ken pääjohtajien komitean sihteeristön tilois-sa Baselissa. Sen tarkoitus on kuitenkin asettaa sille määrättyyn sijaintipaikkaan Frankfurtiin loppusyksystä.

³Lähentymisperusteet ovat seuraavat: maan inflaatio-vauhti ei saa olla enempää kuin 1.5 % nopeampi kuin kolmen alhaisimman inflaation maan keskiarvo; maan pitkät korot eivät saa olla enempää kuin 2 % korkeammat kuin kolmen alhaisimman inflaation maan korkojen keskiarvo; julkisen sektorin rahoitus-alijäämä saa olla korkeintaan 3 % suhteessa brutto-kansantuotteeseen; maan julkinen velka saa olla korkeintaan 60 % suhteessa bruttokansantuotteeseen. Alijäämän ja velan osalta otetaan huomioon myös ke-hityksen suunta.

Rahoituksellisesti EMI:llä on oma pääoma, joka kerätään jäsenmaiden keskuspankeilta. Kukin keskuspankki maksaa EMI:lle tietyn osuuden. Maksuusuus lasketaan puoliksi sen perusteella, miten suuri kyseinen jäsenmaa on väestömäärältään suhteessa koko EU:hun, ja puoliksi sen perusteella, miten suuri jäsenmaan bruttokansantuote on suhteessa koko EU:hun.

EMI koordinoi ja valmistele

EMI toimii toisen vaiheen aikana EU-maiden keskuspankkien tärkeimpänä yhteistyöfoorumina. Maastrichtin sopimukseen on kirjattu EMI:n pääasialliseksi tehtäväksi rahapolitiikan yhteensovittaminen hintatason vakauden turvaamiseksi. Muita tehtäviä ovat keskuspankkien välisen yhteistyön tiivistäminen, Euroopan valuuttajärjestelmän toiminnan valvominen ja siihen liittyvien luottojärjestelyiden hoito sekä ecun käytön edistäminen. Näissä tehtävissään EMI voi antaa lausuntoja ja suosituksia raha- ja valuuttakurssipoliittikasta kansallisille tai EU:n elimille. Sillä ei kuitenkaan ole jäsenvaltioiden keskuspankkeja velvoittavaa päätösvaltaa, vaan ainoastaan neuvoa-antava asema. EMI:n on myös annettava lausunto kaikista rahoituslainsäädäntöön liittyvistä kansallisista lakihankkeista.

EMI:n tehtäviin kuuluu myös talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen tekninen valmistelu. Maastrichtin sopimukseen on kirjattu, että EMI:n tulee valmistella yhteisiä rahapolitiikan välineitä, edistää sääntöjen yhdenmukaistamista ja valmistella tarvittaessa uusia sääntöjä, edistää rahaliikenteen tehokkuutta sekä ohjata ecuseleiden teknistä valmistelua. Tämän valmistelutyön tuloksena EMI määrittellee vuoden 1996 lopussa poliittista päätöksentekoa varten ne puitteet, joissa Euroopan keskuspankkijärjestelmä toimii kolmannessa vaiheessa.

Keskuspankkien merkitys valmistelutyössä

EMI:n neuvosto kokoontuu kerran kuussa. Kokouksissa käsiteltävät asiat valmistellaan jäsenmaiden keskuspankkien edustajista koostuvissa alakomiteoissa ja työryhmissä. Edustajat

esittelevät tutkimusten ja selvitysten tulokset ensin valmisteluelimellä toimivalle sijaistason komitealle ja sen jälkeen keskuspankkien pääjohtajille eli EMI:n neuvostolle. Asioista päätettäessä on kullakin pääjohtajalla pääsääntöisesti yksi ääni.

Valmisteluvaiheessa kansallisilla keskuspankeilla on parhaat mahdollisuudet vaikuttaa asioihin osallistumalla aktiivisesti alakomiteoiden ja työryhmien työskentelyyn. Alakomiteoita on tällä hetkellä kolme: rahapolitiikan alakomitea, valuuttapolitiikan alakomitea ja rahoitusvalvonnan alakomitea. Näistä rahapolitiikan alakomitean tärkeimpänä tehtävänä on suunnitella yhteisen rahapolitiikan välineitä EMU:n kolmannessa vaiheessa. Komitea osallistuu myös rahapolitiikan koordinointiin EMU:n toisessa vaiheessa analysoiden harjoitettua rahapolitiikkaa ja julkisen talouden tasapainoa.

Valuuttapolitiikan alakomitea puolestaan analysoi valuuttamarkkinoiden kehitystä suhteessa yleiseen taloudelliseen tilanteeseen ja keskuspankkien harjoittamaan rahapolitiikkaan. Alakomitea tarkkailee myös EMS:n toimintaa ja vaihtaa tietoja valuuttakurssipoliittikan alalla ulkopuolisten keskuspankkien kanssa. Lisäksi alakomitean tehtävänä on edistää yksityisen ecun käyttöä ja seurata ecumarkkinoiden kehitystä.

Rahoitusvalvonnan alakomitean tehtävänä on pyrkiä vaikuttamaan rahoituslaitosten ja -markkinoiden vakauteen selvittämällä pankki-valvontaan ja sen toteuttamiseen liittyviä kysymyksiä sekä valmistelemalla EMI:n neuvoston lausuntoja yhteisön ja jäsenmaiden lainsäädäntöhankkeista.

Alakomiteoiden lisäksi EMI:n toimialaan kuuluvaa selvitystyötä tekee viisi työryhmää (setelityöryhmä, kirjanpityöryhmä, tietotekniikkatyöryhmä, tilastotyöryhmä ja maksujärjestelmätyöryhmä), joiden tehtävät ovat erikoistuneempia kuin alakomiteoiden. Nämä työryhmät ovat vuorostaan asettaneet omia työryhmiä teknisten kysymysten selvittämistä varten.

Uusia sääntöjä

Toisen vaiheen alkaessa tuli Maastrichtin sopimuksen mukaisesti voimaan myös julkista ta-

loutta, yleistä talouspolitiikkaa ja keskuspankkien asemaa koskevia sääntöjä. Artikla 104 kieltää julkisen sektorin keskuspankkirahoituksen. Tällä tarkoitetaan sitä, että keskuspankki ei saa rahoittaa minkään julkisen laitoksen tai elimen – ei valtion, kunnan eikä minkään niiden omistaman yrityksen – menoja. Niinpä valtio ei esim. saa myydä velkakirjojaan suoraan keskuspankille.

Julkisen talouden kurinalaisuutta pyritään valvomaan silläkin tavalla, että EU:n komissio seuraa jäsenvaltioiden julkisen alijäämän kehitystä. Jos komissio havaitsee budjettikurin olevan huonoa, se voi laatia asiasta selonteon EU:n neuvostolle, joka selonteon perusteella saattaa suosittaa jäsenvaltiolle toimenpiteitä tilanteen korjaamiseksi.

Jotta jäsenmaat lähentyisivät taloudellisesti Maastrichtin sopimuksessa esitetyn aikataulun mukaisesti, EU:n neuvosto julkistaa säännöllisesti artiklaan 103 perustuvat laajat talouspoliittiset suuntaviivat, joita jäsenmaiden on noudatettava. Suuntaviivojen noudattamista seurataan siten, että jäsenmailla on velvollisuus antaa komissiolle raportti talouspoliittisista toimista ja taloudellisesta kehityksestä.

Jos komissio katsoo, että maa ei ole noudattanut annettuja suuntaviivoja, se voi julkaista asiasta lausunnon. Julkisella lausunnolla katsotaan olevan kahdenlainen merkitys. Toisaalta sillä on kurinpidollinen vaikutus talouspolitiikkaan: maan maine markkinoilla kärsii, mikä motivoi järkevään talouspolitiikkaan. Toisaalta sillä on talouspolitiikkaa tukeva vaikutus: vaikeat päätökset on helpompi viedä läpi, kun voi vedota EU:n kantaan. Usea jäsenmaa on laatinut osin komission suuntaviivojen pohjalta ns. konvergenssiohjelman, jossa on esitetty lähentymiseen tähtäävät talouspoliittiset toimenpiteet.

Artikla 108 määrää, että jäsenmaiden on EMU:n kolmannen vaiheen alkuun mennessä saatettava kansallinen lainsäädäntönsä sellaiseen kuntoon, että keskuspankin itsenäinen asema on taattu. Säännön taustalla ovat tutkimustulokset, jotka viittaavat siihen, että mitä itsenäisempi eli poliittisista päätöksentekijöistä riippumattomampi keskuspankki on, sitä pienemmin kustannuksin maa voi saavuttaa alhaisen inflaation. Säännön perusteluna ovat myös monet tutkimustulokset, joiden mukaan

alhainen ja vakaa inflaatio on pitkällä aikavälillä kestävä kasvun edellytys.

Suomi ja EU-maiden yhteistyö

Suomeen EY-maiden raha- ja valuuttapoliittinen yhteistyö sekä rahataloudellinen kehitys alkoivat tosiasiallisesti heijastua yhä enemmän reaalityönteon integraation syventymisen myötä 1970- ja 1980-luvuilla. Vaikka keskuspankkien välinen yhteistyö kansainvälisillä foorumeilla – Kansainvälisessä järjestelypankissa (BIS) ja Kansainvälisessä valuuttarahastossa (IMF) – merkitsi yhteyksien luomista, sillä ei ollut selviä yhtymäkohtia EY-maiden raha- ja valuuttapoliittiseen yhteistyöhön.

Suomen kiinteän kurssin järjestelmä oli pitkään teknisesti muotoiltu siten, että Suomen markka oli sidottu koriin, johon kuului 14 Suomen ulkomaankaupan kannalta tärkeintä vaihdettavaa valuuttaa. Koska 61.4 % valuuttakorista koostui EY-valuutoista, jotka olivat suoraan kiinteässä yhteydessä ecuun, alkukesästä 1991 Ruotsin jälkeen tehty Suomen markan ecukytkentä ei merkinnyt kovin suurta käytännön muutosta valuuttakorikytkentään.

Alkuvaiheita

Seuraava askel Suomen ja EY:n välisessä rahataloudellisessa yhteistyössä otettiin kesällä 1992, kun Suomen Pankki solmi sopimukset valuuttatukiluotoista kaikkien EY-maiden keskuspankkien kanssa. Vastavuoroisesti keskuspankki ilmoitti sitoutuvansa "ottamaan huomioon Euroopan valuuttajärjestelmää (EMS) koskevat sopimukset ja siinä harjoitetun valuuttakurssipolitiikan". Sovittiin säännöllisistä epävirallisista tapaamisista mm. EY-maiden keskuspankkien pääjohtajien komitean puheenjohtajan ja Suomen Pankin johtokunnan puheenjohtajan kesken. Tavoitteena oli pitää molemmat osapuolet aikaisempaa paremmin ajantasalla tapahtumista. Suomen Pankki aloitti myös kuukausittaisen raportoinnin pääjohtajien komitean sihteeristölle taloudellisesta kehityksestä.

Kun EU-jäsenyyttä hakeneiden maiden (Itävallan, Norjan, Ruotsin ja Suomen) jäsenyysanomuksien käsittely eteni, kaikkien näiden maiden keskuspankkien pääjohtajille suo-

tiin mahdollisuus tavata pääjohtajien komitean puheenjohtajaa säännöllisin välein tietojenvaihtomielessä. EMI:n aloitettua toimintansa vuoden alussa sen puheenjohtaja on tavannut kuukausittain hakijamaiden keskuspankkien pääjohtajia. Lisäksi on järjestetty säännöllisin välein asiantuntijoille teemakohtaisia tietojenvaihtotilaisuuksia, joissa on käyty läpi EMU-valmisteluja lähinnä teknisten kysymysten osalta. Tilaisuudet eivät ole olleet poliittikkaa koordinoivia kokouksia.

Nykytilanne

Suomen jäsenyysneuvottelutuloksen allekirjoittaminen Korfun huippukokouksessa on merkinnyt selvää muutosta Suomen suhteissa EU:n raha- ja valuuttapolitiikan elimiin. Suomen Pankki on saanut tarkkailija-aseman heinäkuun alusta alkaen kaikilla niillä foorumeilla, joilla käsitellään EU:n sisäisiä raha- ja valuuttakurssipoliittisia kysymyksiä.

Suomen Pankin pääjohtaja on heinäkuusta alkaen osallistunut EMI:n neuvoston kokouksiin tarkkailijana, ja Suomen Pankin muut edustajat ovat osallistuneet kaikkiin neuvoston alaisiin elimiin, joita on selostettu edellä. Niin ikään Suomen Pankin edustaja osallistuu valtiovarainministeriön edustajan kanssa EU:n neuvoston alaisen, talouspolitiikan koko kenttää käsittelevän rahapoliittisen komitean ja tämän sijaistason kokouksiin. Suomella on aikaisemmin ollut vain epävirallisia yhteyksiä komiteaan.

Tarkkailija-asema ei merkitse EMI/EU-päätöksiin osallistumista eikä käytännön tasolla osallistumista EU-maiden politiikan koordinaatioon. Sen sijaan tarkkailijana toimiminen mahdollistaa EU:n piirissä vireillä olevien valmistelujen aktiivisen kommentoimisen. Yhtä tärkeää on mahdollisuus hankkia kattavaa informaatiota kaikista vireillä olevista suunnitelmista sekä luoda henkilökohtaisia suhteita EU-maiden keskuspankkien, EMI:n sekä komission edustajiin.

Suomen mahdollinen EU-jäsenyys

Jäsenyysneuvottelujen avauksen yhteydessä Suomen hallitus ilmoitti, että se on valmis hyväksymään talous- ja rahaliiton nykyiset kaa-

vailut sellaisenaan. Samalla hallitus totesi olevansa valmis edistämään EMU:n kehittämistä sekä osallistumaan EMU:n kolmanteen vaiheeseen ensimmäisten joukossa; se katsoi, että EMU:n tavoitteet ovat sopusoinnussa Suomen intressien kanssa ja että Suomen tämänhetkisten talousongelmien ratkaisu ei ole ristiriidassa EMU-suunnitelmien toteuttamisen kanssa.

Mikäli Suomi liittyy EU:n jäseneksi, Suomen Pankista tulee automaattisesti EMI:n jäsen. Samalla Suomen Pankin nykyisistä tarkkailijajäsenistä tulee EMI-elinten jäseniä ja suomalaisista tarkkailijajäsenistä ministerineuvoston alaisen rahapoliittisen komitean ja sijaistason komitean varsinaisia äänivaltaisia jäseniä. Niin ikään suomalaiset voivat päästä EMI:n ja muiden EU-organisaatioiden palvelukseen.

Raha- ja valuuttapolitiikan kannalta yhtä tärkeää kuin muodollinen osallistuminen on yhteistyön sisältö, luonne ja merkitys. Suomen mahdollinen liittyminen EU:n jäseneksi ensi vuoden alussa merkitsee liittymistä EU:hun EMU:n toisen vaiheen aikana. Tällöin Suomi – ja Suomen Pankki lähinnä EMI:n kautta – tulee olemaan mukana kehittämässä EMU:ta Maastrichtin sopimuksen pohjalta.

Toisen vaiheen ajan raha- ja valuuttapolitiikasta päättäminen pysyy kansallisena. Rahapoliittiset päätökset tehdään siis Suomessa nykyisen päätöksentekomekanismin mukaan. Esimerkiksi päätöksen nykyisen kelluvan valuuttakurssin järjestelmän muuttamisesta tekevät Suomen viranomaiset itse valitsemanaan ajankohtana. EU-jäsenyys ei velvoita osallistumaan EU:n valuuttakurssimekanismiin ERM:ään. EU:n valuuttapolitiittisen yhteistyön luonnetta kuvaa kuitenkin hyvin se, että mahdollinen liittyminen ERM:ään tapahtuu kaikkien EU-osapuolten yhteisesti hyväksymään kurssiin.

Koordinointi lisääntyy

Liittyminen EU:hun lisää velvoitetta koordinoita raha- ja valuuttakurssipoliittikkaa, kuten muutakin talouspolitiikkaa. Osallistuminen EU:hun perustuu näkemykseen, että reaali-taloudellisesti toisiinsa tiukasti sidoksissa olevien maiden eri poliittikalohkojen koordinointi lisää yksittäisten kansallisvaltioiden kansa-

laisten hyvinvointia. Integraation syventäminen EMU:n tapaan tukee tällaista pyrkimystä. Etenkin pienen kansallisvaltion kansallisten etujen katsotaan toteutuvan paremmin laajemman yhteisön osana kuin ulkopuolisena saarekkeena. Tämä koskee myös raha- ja valuuttapolitiikan harjoittamista ja keskuspankin mahdollisuuksia saavuttaa sellaista uskottavuutta, jota se tarvitsee raha- ja valuuttapolitiikkaa harjoittaessaan.

EMU:n kolmannen vaiheen näkymiä

Maastrichtin sopimus sisältää EMU:n ohjelman ja aikataulun. Tähän asti on edetty kuta-kuinkin ohjelman mukaisesti. Eri tapahtumia on haluttu tulkita merkeiksi prosessin etenemisen kiihtymisestä tai hidastumisesta: esimerkkinä "EMU-euforia" Maastrichtin sopimuksen syntymisen yhteydessä sekä "EMU-pessimismi" viime vuoden kesän valuuttakurssihäiriöiden yhteydessä. ERM:ään liittyviä vaikeuksia on ollut, mutta niistä huolimatta järjestelmä on jäänyt eloon. Kurssikehitys on ollut ainakin avainvaluuttojen kannalta vakaata ja sitoutuminen rahapoliittiseen kurinalaisuuteen

EU-alueella hyvin huomattavaa. Toimiakseen pitemmällä aikavälillä hyvin sisämarkkinat edellyttävät yhä syvenevää rahataloudellista integraatiota ja talouspolitiikan koordinoitua. Muuten integraation eteneminen joutuu vaakalaudalle.

On varauduttava siihen, että EMU-suunnitelman kolmaskin vaihe toteutuu. Suomen mahdollinen EU-jäsenyys merkitsee valmistumista Euroopan keskuspankkijärjestelmään osallistumiseen. Raha- ja valuuttapolitiikkaa kolmas vaihe muuttaa selvästi siltä osin, että päätöksenteko ja itse politiikka muuttuvat ylikansallisiksi. Tämä merkitsee myös kotimaisten päätöksentekojärjestelmien muuttamista ja Suomen Pankin roolin muuttamista.

Ennen kolmanteen vaiheeseen siirtymistä EMI:n valmistelutyön on ratkaistava monia kysymyksiä, jotka liittyvät Euroopan keskuspankin ja Euroopan keskuspankkijärjestelmän perustamiseen, samoin kuin yhteisen rahapolitiikan harjoittamiseen. Suomen syksyllä 1994 valitsema linja määrittelee sen, onko Suomi, ja Suomen Pankki, ensi vuoden alusta mukana valmistelemissa Euroopan keskuspankkijärjestelmää ja tulevaa valuuttayhteistyötä. ■

Yhteisen rahan hyödyt ja haitat: taloustieteellisiä näkökohtia

Pentti Pikkarainen

osastopäällikkö

rahapolitiikan osasto

Antti Suvanto

finanssineuvos

Suomen EU-edustusto, Bryssel

24.8.1994

Suomen hallitus on hyväksynyt EU:n talous- ja rahaliiton nykyiset suunnitelmat. Tämä merkitsee mm. sitä, että Suomi pyrkii noudattamaan Maastrichtin sopimuksessa esitettyjä talouspoliittisia ja makrotaloudellisia tavoitteita ja että Suomi pyrkii olemaan ensimmäisten maiden joukossa, jotka osallistuvat talous- ja rahaliittoon EMU:hun.

Avoimen talouden ja vapaiden markkinoiden olosuhteissa on yleisesti hyväksytty tavoite luoda suotuisat edellytykset kestäväälle taloudelliselle kasvulle, ja se on kirjattu myös Maastrichtin sopimukseen. Teoriassa tavoite voidaan saavuttaa yhtä hyvin kiinteiden kuin kelluvienkin valuuttakurssien oloissa, kunhan tietyt edellytykset on täytetty. Vakaat rahataloudelliset olot ja kestävä julkisen talouden rahoitusasema kuuluvat näihin edellytyksiin.

Kysymys talous- ja rahaliiton taloudellisista vaikutuksista, sen hyödyistä ja haitoista on hyvin moniulotteinen. Euroopan yhteisön talous- ja rahaliittosuunnitelma onkin tuonut mukanaan runsaasti esimerkiksi yhteisen rahan hyötyihin ja haittoihin liittyvää tutkimusta. Mitään yksikäsitteistä vastausta tutkimustulokset eivät kuitenkaan anna.

Kysymys yhteisen rahan hyödyistä ja haitoista on vain osittain sama asia kuin kysymys optimaalisesta valuuttakurssijärjestelmästä. Valuuttakurssijärjestelmiä on tutkittu pitkään

Jäsenyys Euroopan unionin talous- ja rahaliitossa merkitsee peruuttamattomasti kiinteää valuuttakurssia ja viime kädessä yhteistä rahaa. Jäsenyyden myötä saattaisivat valuuttakurssi- ja korkovaihtelut vähetä, ja se tukisi talouden kasvua. Yksityisellä sektorilla taas jatkuisi epätasainen tulonmuodostus, joka näkyisi hintojen ja nimellistulojen joustavuutena tai työllisyyden vaihteluina. Talous- ja rahaliiton vaikutusten arviointiin liittyy kuitenkin tässä vaiheessa vielä paljon epävarmuustekijöitä.

ja paljon. Silti ei ole voitu osoittaa, että jokin järjestelmä olisi yleisesti parempi kuin toinen, eikä edes sitä, että jollekin maalle juuri tietty järjestelmä olisi ehdottomasti paras.

Suomen tilanne ei juurikaan poikkea EU-jäsenmaista arvioitaessa yhteisen rahan hyötyjä ja haittoja. Suomessa joudutaan samojen kysymysten, samojen sopeutumishaasteiden ja saman epävarmuuden eteen kuin muissa EU:n jäsen-

maissa, joskin eroja on myös havaittavissa.

Optimaaliset valuutta-alueet ja maakohtaiset häiriöt

Rahaliiton hyötyjä ja haittoja on tarkasteltu hyvin paljon 1960-luvulla syntyneen optimaalisten valuutta-alueiden teorian valossa. Tässä lähestymistavassa tarkastellaan yksittäisen maan tai maaryhmän sopeutumista muutoksiin eri markkinoilla joko kysynnän tai tarjonnan suhteen.

Esimerkkinä voidaan ajatella maata, jonka tuotantorakenne on yksipuolinen, ja sen vuoksi maa on altis vientihyödykkeiden kysynnän ja maailmanmarkkinahintojen muutoksille. Yksipuolisen tuotantorakenteensa vuoksi maalla on taipumus toisenlaisiin häiriöihin kuin kaupakumppaneillaan. Valuuttakurssijärjestelmän valinnalla voi tällöin olla vaikutusta taloudellisen kehityksen vakauteen.

Tämän lähestymistavan mukaan maat hyötyvät valuuttaunionin jäsenyydestä, mikäli ne joutuvat sopeutumaan samanlaisiin muutoksiin kysynnässä ja tarjonnassa ja mikäli niiden työmarkkinat toimivat joustavasti. Työmarkkinoiden joustavuus tarkoittaa joko palkkojen sopeutumista tai työvoiman liikkuvuutta. Rahataloudellista integraatiota voidaan tukea koordinoitulla finanssipolitiikalla.

Joidenkin tutkimusten mukaan Euroopan yhteisön jäsenmaissa kysynnän ja tarjonnan muutokset poikkeavat toisistaan huomattavasti ja niiden työmarkkinat eivät toimi tarpeeksi joustavasti. Tästä syystä yhteisö kokonaisuudessaan ei näiden tutkimusten mukaan täyttäisi optimaalisen valuutta-alueen edellytyksiä.

Näitä tuloksia voidaan arvostella monestakin näkökulmasta. Voidaan esimerkiksi arvostella sitä, kuinka pystytään tunnistamaan häiriön lähde. Häiriöitä on mitattu muun muassa tuotannon ja reaalisen valuuttakurssin vaihteluiden avulla. Näistä vain osa on peräisin ulkoisista tekijöistä, kuten viennin kysynnästä tai ulkomaankauppahinnoista. Suuri osa on peräisin erilaisista talouspoliittisista, ml. rahapolitiittisista reaktioista maiden sisällä. Toteutunutta parempi talouspolitiikan yhteensovittaminen olisi vähentänyt epäsymmetrisiä häiriöitä EU-maiden kesken.

Vertailukohteena näissä tutkimuksissa on yleensä käytetty Yhdysvaltoja, missä työvoiman liikkuvuus ja reaali-palkkojen joustavuus ovat tutkimusten perusteella suurempia kuin Euroopassa. Vertailu Yhdysvaltoihin on kuitenkin kyseenalaista. Yhdysvalloissa on tuotantorakenteeltaan hyvinkin erilaisia alueita, kun taas EU:n sisältä löytyy ryhmä maita, joiden tuotantorakenne on hyvin samankaltainen ja joiden häiriötkin ovat samanlaisia.

Lisäksi on syytä muistaa, että EU:ssa ei ole toistaiseksi ollut toimivia sisämarkkinoita toisin kuin Yhdysvalloissa, joten tutkimuksissa on vertailtu hyvin erilaisia ympäristöjä. EU:n talous- ja rahaliitto yhdistettynä EU:n sisämarkkinaohjelmaan ja viime joulukuussa hyväksytyyn valkoisen kirjan esittämiin tavoitteisiin työmarkkinoiden joustavuuden lisäämiseksi ei ole siten ristiriitainen perinteisen optimaalisia valuutta-alueita koskevan lähestymistavan kanssa.

Maakohtaiset häiriöt Suomen kannalta

Talouden rakenteeltaan Suomea voidaan pitää yksipuolisena, joskaan ei niin yksipuolisena kuin aikaisemmin on ajateltu. Esimerkiksi teollinen rakenne on monipuolistunut. Metsäteollisuuden suuresta merkityksestä huolimatta Suomea ei enää voi pitää myöskään tyyppillisenä raaka-aineita maailmanmarkkinoille tuottavana maana.

Metsäteollisuuden viennin määrän ja hintojen vaihtelut voivat edelleenkin aiheuttaa suuria sopeutumispaineita. Mikäli valuuttakurssi vahvistuu metsäteollisuuden kansainvälisen noususuhdanteen myötä, muiden toimialojen hintakilpailukyky heikkenee. Mikäli taas valuuttakurssi metsäteollisuuden laman myötä devalvoituu, muiden toimialojen hintakilpailukyky paranee, mutta samalla inflaatio-odotukset voimistuvat.

Tätä toimialojen välistä suhdanneluonteista ongelmaa ei voida millään yleisellä makrotalouspoliittisella keinolla poistaa. Vaikka kyllä kurssi jossain määrin tasapainoittaisikin suhdannevaihteluita ja vaikka inflaatiotavoite olisi uskottava, epävarmuus valuuttakurssin ja hintojen suhteen vaikuttaisi haitallisesti erityisesti pk-teollisuuden investointeihin.

Kiinteä mutta yksipuolisesti muutettavissa oleva valuuttakurssi ei ole edellä kuvattuun talouden rakenteesta johtuvaan ongelmaan yhtään parempi ratkaisu, pikemminkin asia voi olla päinvastoin. Mikäli kansainvälinen noususuhdanne nostaa metsäteollisuuden viennin määrää ja hintoja ja mikäli tämä johtaa inflaation kiihtymiseen, muiden avoimen sektorin toimialojen kilpailukyky kärsii siinäkin tapauksessa. Inflaation kiihtyminen ja muiden toimialojen kilpailukykyyn heikentyminen aiheuttaa hieman myöhemmin odotuksia devalvaatiosta, jolloin korkotasoa alkaa nousta. Devalvaatio-odotukset nostavat korkotasoa jyrkästi heti, kun metsäteollisuuden suhdanteet kääntyvät huonompaan suuntaan.

Vaikka revalvaatiot ja devalvaatiot seuraisivat toisiaan ja valuuttakurssi pysyisi pitkällä ajalla vakaana, niistä johtuva epävarmuus korkojen, kurssin ja hintojen suhteen vaikuttaisi haitallisesti investointeihin. Mikäli kurssit muuttuvat herkemmin devalvaation kuin revalvaation suuntaan, seuraa pysyvä epäluottamus valuuttakurssiin ja sen vuoksi pysyvästi kor-

keampi reaalikorko kuin uskottavasti kiinteän valuuttakurssin tai valuuttaunionin oloissa.

Edellä kuvatuissa tilanteissa maakohtaiset ulkoiset häiriöt ilmenevät tavalla tai toisella epätasaisena tulonmuodostuksena eri toimialojen ja ryhmien välillä. Sekä kelluvien että kiinteiden mutta muutettavissa olevien kursien oloissa epätasaisen tulonmuodostuksen lisäksi talous saa kannettavakseen ylimääräisen pysyvän kustannuksen siitä, että kurssi- ja hintaheilahtelut vaikuttavat haitallisesti investointeihin ja niiden tehokkuuteen. Lisäksi kansantalouden kannettavaksi tulee ylimääräinen ja pysyvä reaalikorkorasitus, mikäli kelluvien kurssien oloissa rahapolitiikan inflaatiotavoite ei ole uskottava tai mikäli kiinteiden kurssien oloissa valuuttakurssitavoite ei ole uskottava.

Jäsenyys talous- ja rahaliitossa merkitsee peruuttamattomasti kiinteää valuuttakurssia ja viime kädessä yhteistä rahaa. Maakohtaisista ja eri toimialoihin epäsymmetrisesti vaikuttavista ulkoisista häiriöistä aiheutuvat ongelmat eivät jäsenyyden myötä häviä. Epätasainen tulonmuodostus säilyy jonkinasteisena, mutta se toteutuu hintojen ja nimellistulojen joustavuuden kautta tai työllisyyden vaihteluina kuten edellisissäkin tapauksissa. Kansantalous hyötyy siitä, että kurssi- ja korkovaihtelut vähenevät.

Finanssipolitiikka voi jossain määrin taivuttaa yksityisen sektorin tulonmuodostuksen epätasaisuutta. Se on kuitenkin mahdollista vain siinä tapauksessa, että julkisen sektorin velkaantuminen pysyy hallinnassa.

Talouspolitiikan uskottavuus

Intuitiivisesti talouspolitiikan uskottavuuden merkitys on ymmärretty jo pidemmän aikaa. Taloustieteelliseen kirjallisuuteen uskottavuuden analysointi tuli peliteorian makrotaloudellisten sovellutusten myötä vasta runsaat kymmenen vuotta sitten.

Peliteoreettinen lähestymistapa ottaa huomioon talouspolitiikan yli ajan ulottuvat vaikutukset kiinnittämällä huomiota siihen, miten tulevaa talouspolitiikkaa koskevat odotukset vaikuttavat yleisön tämänhetkiseen käyttäytymiseen. Tyypillinen esimerkki on tilanne, jossa talouspoliittiset päättäjät julistavat tietyn politiikkalinjauksen, jonka he voivat mahdollisesti tulevaisuudessa peruuttaa.

Esimerkiksi mikäli päättäjät vakuuttavat, että valuuttaa ei tulla devalvoimaan tai että keskuspankki pyrkii pitämään rahan tarjonnan kasvuvauhdin kelluvan valuuttakurssin järjestelmässä mahdollisimman vakaana, muut taloudenpitäjät joutuvat arvioimaan, tulevatko päätöksentekijät pitämään kiinni lupauksistaan vai tulevatko he mahdollisesti syömään sanansa. Sama koskee tilannetta, jossa hallitus lupaa poistaa budjettialijäämän, mutta siirtää konkreettiset toimenpiteet toistuvasti tulevaisuuteen, mahdollisesti tuleville hallituksille.

Toistuva luopuminen luvatussa linjasta sisäistyy odotuksiin, mikä johtaa kaikkien kannalta haluttua huonompaan lopputulokseen: inflaatio on pysyvästi nopeampi ja työllisyys on pysyvästi alempi kuin mihin talouspolitiikalla on lyhyellä aikavälillä pyritty. Avoimessa taloudessa pitkäjänteisen talouspolitiikan uskottavuuden puute ilmenee pysyvästi korkeampana reaalikorkona. Ongelma tulee entistä suuremmaksi, mikäli markkinoilla syntyy epäilyksiä julkisen sektorin maksukyvyistä.

Peliteoreettinen lähestymistapa on siis myönteisempi rahataloudellisen integraation tai vakaan valuuttakurssipolitiikan suhteen kuin perinteinen optimaalisen valuutta-alueen teoria. Tämä pätee ennen kaikkea sellaisiin maihin, jotka historiallisesti ovat olleet alttiita inflaatiolle ja joissa budjettikuri on ollut heikko.

Rahataloudellisen integraation avulla perinteisesti inflaatioalttiit maat voivat "lainata" talouspolitiikan uskottavuutta vakaan hintatason mailta. Siitä johtuen talouspolitiikka itsessään tuottaa vähemmän häiriöitä talouteen kuin se, että devalvaatiota tai kelluvien kursien oloissa rahan tarjonnan lisäystä toistuvasti käytetään lyhyen aikavälin talouspoliittisiin tavoitteisiin.

Vakaa valuuttakurssipolitiikka, itsenäinen keskuspankki ja sillä inflaationvastainen johdanto ovat sopusoinnussa peliteoreettisen lähestymistavan kanssa. Lähestymistapa korostaa, että devalvaatio tai inflatorinen rahapolitiikka eivät ole sellaisia talouspoliittisia instrumentteja, joita voitaisiin toistuvasti käyttää yhteiskunnan hyvinvoinnin lisäämiseksi.

Mikäli taloudenpitäjät uskovat, että valuutta tullaan devalvoimaan toisenlaisista lupauk-

sista huolimatta, tämä otetaan huomioon jo etukäteen ja siten devalvaation mahdolliset myönteiset reaalityaloudelliset vaikutukset vesittyvät tai jopa kääntyvät tarkoitustaan vastaan. Tämän lähestymistavan kanssa on sopuosinnussa käsitys, että devalvaatio synnyttää uuden devalvaation siemenen: mikäli valuuttakurssipolitiikan päättäjät pettävätker- ran, heidän odotetaan pettävän myös tulevai- suudessa.

Suomen kaltaisille maille, jotka huonon inflaatiohistorian vuoksi kärsivät talouspolitiikan uskottavuuden puutteesta, saattaa talous- ja rahaliiton jäsenyydestä koitua välitöntä etua alempien reaalikorkojen ja vakaampien raha- taloudellisten olojen kautta. Siitä ei kuitenkaan seuraa, että reaalikorko olisi kaikissa tilanteis- sa kotimaisen suhdannetilanteen kannalta so- piva.

Jäsenyys talous- ja rahaliitossa ei auto- maattisesti poista uskottavuusongelmia. Liitto ei voi olla kestäväällä pohjalla, mikäli siihen liittyvissä maissa julkisen talouden velkaantu- misvauhtia ei rajoiteta. Maastrichtin sopimuk- sessa luonnosteltu talous- ja rahaliiton malli on tältä osin kirjoitettu hyvin selkeästi. Liittoon eivät voi osallistua sellaiset maat, jotka eivät omilla toimenpiteillään kykene pitämään yllä tervettä julkista taloutta.

Investoinnit ja taloudellinen kasvu

Edellä on käsitelty valuuttakurssijärjestelmiä ja talous- ja rahaliiton jäsenyyttä lähinnä va- kauttamispolitiikan ja muuttumattoman talou- dellisen rakenteen näkökulmasta. Valuutta- kurssijärjestelmän valinnalla voi kuitenkin investointien kautta vaikuttaa myös tuottavuuteen ja kasvuun pitkällä aikavälillä.

Mikäli rahataloudellinen integraatio saa ai- kaan uskottavan valuuttakurssien vakauden, se vähentää epävarmuutta ja alentaa reaalikor- koa. Perinteisen neoklassisen kasvuteorian mukaan tämä vaikuttaa myönteisesti kasvuun, koska talous siirtyy uuteen, tasapainoisen kas- vun kauteen, jossa tuotanto ja pääomakanta henkilöä kohden ovat suuremmat kuin ennen rahataloudellista integraatiota. Tuotannon kas- vuvauhti uudella, tasapainoisen kasvun kau- della on sama kuin vanhallakin, mutta siirty- mävaiheen aikana tuotannon kasvuvauhti kiih-

tyy tilapäisesti. Tämä pätee, vaikka talouden rakenne ei rahataloudellisen integraation myö- tä muuttuisikaan.

Uuden kasvuteorian mukaan on mahdol- lista, että pääoman tuottavuus kasvaa ja että tuotannon kasvu kiihtyy pysyvästi pääoma- kannan kasvun myötä. Tällainen endogeeni- nen, itseään ruokkiva kasvu edellyttää, että tekninen osaaminen kasvaa investointien myö- tä ja lisää siten aineellisten resurssien tuotta- vuutta.

Vaikka lieneekin selvää, että rahataloudel- linen integraatio edistäessään rahataloudellista vakautta vaikuttaa myönteisesti investointei- hin, näitä vaikutuksia on vaikea erottaa ulko- maankauppaan liittyvän reaalityaloudellisen integroitumisen vaikutuksista. Sisämarkki- noiden myötä syvenevän reaalityaloudellisen integroitumisenhan katsotaan yleisesti vaikut- tavan myönteisesti investointeihin ja kasvuun.

Teoriassa sisämarkkinat voivat toimia il- man yhteiseen rahaan saakka ulottuvaa raha- taloudellista integraatiota. Se edellyttäisi sau- matonta rahapolitiikan koordinoitua ja täyttä varmuutta siitä, että rahapolitiittista itsenäisyyt- tä ei käytettäisi unionin muita maita haittaaval- la tavalla. Yritykset eivät investointipäätöksis- sään kiinnitä huomiota ainoastaan tämänhetki- siin tuottoihin ja markkinaolosuhteisiin, vaan myös toimintaympäristön vakauteen ja ennus- tettavuuteen pitkällä aikavälillä. Poliittinen ris- ki kilpailevista devalvaatioista ja uusista pro- tektionistisista toimista vähentää sisämarkki- noiden uskottavuutta, mikä taas ei kannusta investointeihin.

Edellä sanottu koskee paitsi nykyisiä jäsen- maita myös Suomea, jonka yritykset ETA- sopimuksen myötä voivat toimia sisämarkki- noilla. Yritysten toimintaympäristön ennustet- tavuuden kannalta ETA-sopimus jää puutteel- liseksi siinäkin tapauksessa, että EU:ssa sisä- markkinat kehittyisivät ilman taantumia suo- tuisasti. Syy on se, että ETA-sopimus ei sisällä talouspolitiikan kurinalaisuutta ja ennustetta- vuutta edistäviä elementtejä ja että se on hel- posti irtisanottavissa.

Lähestymistapojen erot

Talous- ja rahaliittoa ja mitä tahansa rahatalou- dellista järjestelmää tai instituutiota täytyy ar-

voida sen perusteella, voidaanko sen avulla luoda tai tukea vakaita rahataloudellisia olosuhteita ja siten loppujen lopuksi suotuisaa reaalityaloudellista kehitystä. Suomen valintatilanteeseen vaikuttavat oleellisesti seuraavat seikat: pääomanliikkeiden säännöstelyn purkamisen myötä on siirrytty vapaaseen koron muodostukseen, pääomanliikkeet voivat olla suuria suhteessa Suomen rahoitusmarkkinoiden kokoon ja Suomella on huono inflaatiohistoria.

Perinteellinen optimaalisen valuutta-alueen lähestymistapa on jossakin määrin epäilevä sen suhteen, olisiko EMU:hun liittyminen Suomen kannalta toivottava ratkaisu. On kuitenkin otettava huomioon, että suhdannevaihtelut johtuvat ainakin osittain talouspoliittisista virheistä. Yhteisen rahan myötä koordinoimattomasta talouspolitiikasta, erityisesti rahapolitiikasta, aiheutuvat suhdannevaihtelut pienensivät. Reaalisen integroitumisen syveneminen vähentää talouden yksipuolisuudesta koituvia

potentiaalisia haittoja. Finanssipolitiikkaa voidaan käyttää lyhytaikaisten epäsymmetristen häiriöiden tasaamiseen edellyttäen, että julkisen talouden alijäämä ja velkaantuneisuus pysyvät hallinnassa.

Talouspolitiikan uskottavuusongelmia analysoivan peliteoreettisen lähestymistavan mukaan Suomen kaltainen pieni avoin talous, jolla on huono inflaatiohistoria, hyötyisi talous- ja rahaliitosta. Rahapolitiikan uskottavuuden lisääntymisen myötä keskimääräinen reaalkorko alenisi, mikä tukisi talouden kasvua. Tämä tietenkin edellyttää, että Euroopan keskuspankin uskottavuus on tarpeeksi hyvä, ja siten EMU-alueen reaalkorko olisi alempi kuin Suomen kaltainen talous voisi itse saavuttaa. Alemman reaalkoron hyödyntäminen tietenkin edellyttää talouden muilla lohkoilla, erityisesti työmarkkinoilla ja julkisen talouden hoidossa, sopeutumista yhteisen rahan politiikkaan. ■

ETA:n ja EU:n vaikutukset rahoitusmarkkinoihin

Markku Malkamäki

toimistopäällikkö

Peter Nyberg

johtokunnan neuvonantaja

rahoitusmarkkinaosasto

24.8.1994

Rahoitusmarkkinat ovat yhdentyneet maailmanlaajuisesti hyvin perusteellisesti viimeisten 20 vuoden kuluessa. Tätä kehitystä ovat edistäneet pääomanliikkeiden vapauttaminen, uusien rahoitusvälineiden kehittyminen, rahoituslaitosten kansainvälistyminen sekä tietotekniikan tehostuminen ja halventuminen. Euroopan yhdentymisprosessi vaikuttaneen on siten vain osa laajempaa kehitystä, jonka vaikutukset näkyivät Suomessakin jo 1980-luvulla.

Pääomanliikkeet ja rahoituspalvelut olivat Suomessa jo osittain vapautettu ennen integraationeuvottelujen alkua. Siten merkittävä osa yhdentymisen vaikutuksista olisi toteutunut ETA-sopimuksesta ja mahdollisesta EU-jäsenyydestä riippumattakin. Näin ollen integraatiosopimusten täsmällistä merkitystä rahoitusmarkkinoiden kehitykselle on varsin vaikea määritellä. Sopimukset tukevat kuitenkin kansainvälistä rahoituksenvälityksen arvopaperistumista¹, joka on Suomessakin jo selvästi havaittavissa (kuviot 1).

Rahoitusmarkkinoiden integraatio EY:n kehittämien periaatteiden puitteissa on joka tapauksessa antanut kansainvälistymiselle omat erityispiirteensä. Euroopassa integraatio on ta-

Integraatiosta hyötyvät rahoitusmarkkinoilla eniten suuret tallettajat, sijoittajat ja rahoituksen tarjoajat. EU-jäsenyys todennäköisesti lisääsi ulkomaalaisten hlukkuutta toimia suomalaisilla rahoitusmarkkinoilla. Suomalaisten rahoituslaitosten ja viranomaisten on joka tapauksessa nopeasti kehitettävä toimintaansa pysyäkseen mukana kiristyvässä kansainvälisessä kilpailussa.

pahtunut pääoman ja rahoituspalveluiden markkinoita vapauttamalla, mutta maailmanlaajuisesti yhdentymiskehityksestä poiketen myös säädoisteitse yhtenäistämällä mm. eri maiden rahoituslaitosten oikeuksia ja velvoitteita. Myös rahoitusmarkkinoiden valvonnassa on sovitettu laajentuvasta viranomaisten yhteistyöstä. Tällä tavalla on pyritty lisäämään

tasavertaista kilpailua ja sijoittajanturvaa koko yhteisön alueella ja luomaan samalla yhteiset markkinat pääomalle ja rahoituspalveluille.

Mahdollinen EU-jäsenyys ei enää paljokaan vaikuta Suomen rahoitusmarkkinoiden vapautumiseen, koska rajoituksia on jäljellä hyvin vähän. Jo ETA-sopimuksen hyväksyminen merkitsi Suomelle sitä, että EY-direktiivit laajentuivat koskemaan melkein muutoksitta myös omia rahoitusmarkkinoitamme.

ETA-jäsenenäkin joudumme soveltamaan varsin vähäisin muutoksin tulevia EU-direktiivejä, jos haluamme säilyttää Suomen osana yhteisiä eurooppalaisia rahoitusmarkkinoita. EU-jäsenyys lisääi kuitenkin todennäköisesti ulkomaalaisten halukkuutta toimia Suomen rahoitusmarkkinoilla, koska Suomen sitoutuminen EU:n tekemiin ratkaisuihin vahvistuisi myös talouden muilla alueilla.

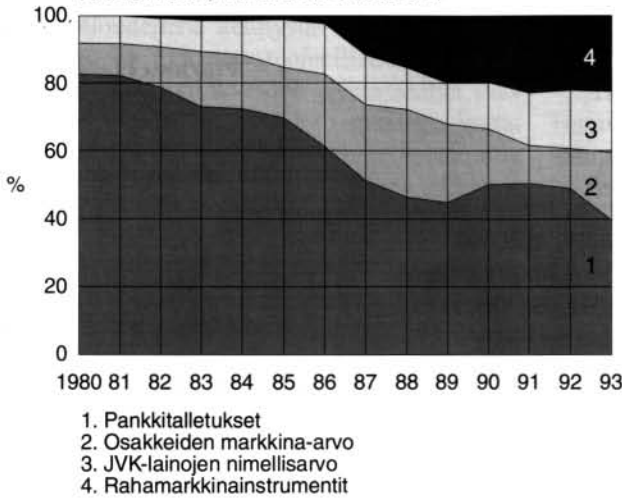
Sääntely integraation muokkaamaa

Jo 1980-luvulla Suomen viranomaiset olivat sitoutuneet rahoitusmarkkinoiden avaamiseen

¹ Tästä huolimatta pankkien merkitys rahoituksen välityksessä ei ole vähentynyt samassa suhteessa, koska ne ovat osallistuneet merkittävästi arvopaperimarkkinoilta hankitun rahoituksen järjestämiseen.

KUVIO 1.

RAHOITUSVAATEIDEN OSUUDET



ETA-sopimuksen tärkein merkitys rahoitusmarkkinoiden kehitykselle oli, että Suomi sitoutui säätämään EY:n direktiivien kanssa sopuoinnussa olevat lait. Tällä tavalla suomalaisiin rahoitusmarkkinoihin ja -laitoksiin alkoi vaikuttaa sama sääntely kuin koko ETA-alueella, mutta hieman Suomen oloihin sovellettuna. Ennen sitoutumistaan Suomella oli mahdollisuus ETA-neuvottelujen ja -päättökseen yhteydessä yrittää saada erityiskohtelua joissakin ongelmissaan. Monessa tapauksessa jo direktiivit sinänsä jättivät Suomen viranomaisille oleellista har-

ja uudistaneet kotimaisia lakeja ja ohjeita kansainvälistä kehitystä vastaaviksi. Suomi osallistui myös OECD:n rahoituspalveluiden vapauttamiseen tähtäävään toimintaan. Lisäksi Suomi vapautti osana rahoitusmarkkinoidensa liberalisointia yhdessä useimpien muiden maiden kanssa muun muassa kaikki merkittävät pääomanliikkeet säännöstelystä. Ulkomaalaisten oikeus sijoittaa suomalaisiin yrityksiin ja maaomaisuuteen oli kuitenkin edelleen rajoitettua. Myös BIS:n suositus rahoituslaitosten vakavaraisuuden vähimmäistasosta oli Suomessa käytännössä hyväksytty. Siksi jo ennen integraationeuvottelujen alkua Suomen rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä oli paljon kansainvälistä alkuperää olevia ominaispiirteitä.

Rahoitusmarkkinoiden avaaminen kansainvälisten suositusten mukaisesti katsottiin olevan tarpeen ainakin kahdesta syystä. Ensinnäkin, tosiasiallisiksi kansainvälisiksi normeiksi kypsyvistä suosituksista oli mahdollista poiketa vain Suomen heikentyneen uskotavuuden ja siitä aiheutuneiden kohonneiden rahoituskustannusten uhalla. Toiseksi, useat kansainväliset normit oli kehitetty toimimaan sellaisissa rahoitusmarkkinoiden oloissa, joita Suomen viranomaiset tavoittelivat. Edellä mainituissa tapauksissa Suomi ei kuitenkaan sitoutunut soveltamaan muita kuin omien viranomaistensa laatimia lakeja, päätöksiä ja ohjeita.

kintaoikeutta. Ne antoivat myös oikeuden kohdella omia rahoituslaitoksia ankarammin kuin muita, jos niin haluttaisiin.

Direktiivien yhteinen tavoite on tehdä mahdolliseksi vapaat, turvalliset ja kilpailulliset rahoitusmarkkinat koko ETA:n alueella. Niinpä rahoituslaitoksille, pörssiyrityksille sekä yleisölle on taattu yhteiset vähimmäisoikeudet ja -velvollisuudet ja kotimaisia kansalaisia tai yrityksiä ei saa kohdella paremmin kuin muiden ETA-maiden kansalaisia tai yrityksiä. Jokaisen toimiluvan saaneen rahoituslaitoksen tulee voida tarjota palveluksiaan koko alueella, jokaisen kansalaisen tulee voida sijoittaa yhtenäisin säännöin koko alueella, ja valvontaviranomaisten tulee voida luottaa kaikkien toimivan samojen ohjeiden mukaisesti. Tämä on edellyttänyt varsin yksityiskohtaista sääntelyn yhdenmukaistamista koko ETA-alueella.

Suomelle direktiivit² ovat merkinneet varsin monia muutoksia rahoitusmarkkinoita koskeviin lakeihin. Nykyään suomalaiset luottolaitokset ja arvopaperivälittäjät voivat saada ja säilyttää toimilupansa yhtenäisin, entistä ankarammin ehdoin muiden ETA-maiden vastaa-

² Tärkeimmät rahoitusmarkkinoita säätelevät direktiivit on lueteltu s. 26–27. Suomi on sitoutunut saatamaan kansallisen lainsäädäntönsä sopuointuun ETA-sopimukseen liittyvien, hyväksymiensä direktiivien kanssa.

vien yritysten kanssa. Jokainen suomalainen saa, toisin kuin ennen, melkein ilman rajoituksia ostaa ja tarjota³ rahoituspalveluja taikka omaisuutta koko ETA-alueella. Samoin muiden ETA-maiden kansalaiset saavat, vapaammin kuin ennen, ostaa ja tarjota palveluita Suomessa vastaavanlaisesti. Suomalaisiin yrityksiin kohdistuvat nyt samat (entistä ankarammat) vaatimukset tiedon jakamisesta, valvonnasta, toteutumisesta ja sisäpiiritietojen käytön estämisestä kuin muiden ETA-maiden yrityksiin.

Euroopan unioni on antanut joulukuussa 1993 jäsenmaidensa kansallisia maksujärjestelmiä koskevat vähimmäissuosituksen, joiden mukaan tällaisiin järjestelmiin on mm. sallittava uusien jäsenten liittyä kohtuullisin kustannuksin. Vastaavat periaatteet koskevat tulevaisuudessa myös arvopaperimarkkinoiden selvitys- ja toimitusjärjestelmiä. Tämä merkitsee sitä, että ETA-maissa toimiluvan saaneiden ulkomaalaisten luottolaitosten – ja jatkossa kaikkien rahoituspalveluiden tarjoajien – on sallittava liittyä Suomessa edellä mainittuihin järjestelmiin samoin ehdoin kuin suomalaisenkin. Tämä merkitsee kilpailun kiristymistä etenkin raha- ja valuuttamarkkinoilla sekä arvopapereiden välittämisessä.

Markkinoiden vapautumisen vaikutukset

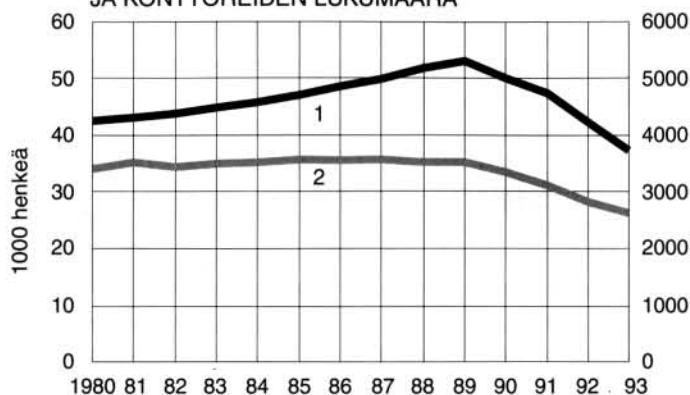
Rahoitusmarkkinoiden vapautuminen on vaikuttanut syvästi niiden rakenteeseen ja toimintaan ainakin kolmella eri tavalla. Rahoitus- ja sijoitusvaihtoehtojen lisääntyminen on tehostanut kilpailua ja lisännyt kilpailukyvyyn merkitystä Suomen rahoitusmarkkinoilla. Rahoitus-

³ ETA-maihin perustetut luottolaitokset saavat vapaasti tarjota koko alueella rahoituspalveluja 2. pankkidirektiivin liitteessä olevan luettelon mukaisesti.

⁴ Suomen pankkikriisin osasyynä on todettu pankkien ja eräiden niiden asiakkaiden puutteellinen riskienhallinta ja tappionsietokyky.

KUVIO 2.

TALLETUSPANKKIEN HENKILÖKUNNAN JA KONTTOREIDEN LUKUMÄÄRÄ



1. Henkilökunta (vasen asteikko)
2. Konttorit (oikea asteikko)

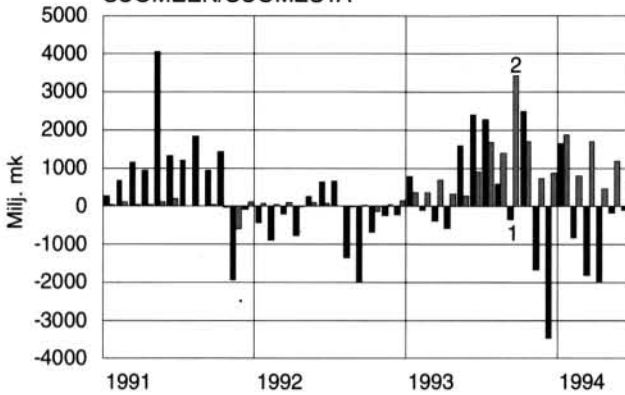
markkinoiden vapautumisesta on seurannut, että kaikki rahoitusmarkkinaosapuolet haluavat parantaa tappionsietokykyä ja riskienhallintaa mm. sijoitusten hajautusta lisäämällä⁴. Suomen rahoitusmarkkinat reagoivat entistä herkemmin koti- ja ulkomaisten sijoittajien näkemyksiin, mikä johtuu paitsi pääoman mahdollisuudesta vapaasti liikkua myös Suomen huomattavasta ulkomaisesta velasta.

Kilpailua Suomen rahoitusmarkkinoilla ovat lisänneet ensi kädessä ulkomaisten sijoitus- ja rahoitusvaihtoehtojen vapaa saatavuus ja ulkomaisten sijoittajien ja välittäjien lisääntynyt määrä markkinoillamme. Kilpailua ovat edistäneet sijoittajien ja yritysten parantunut hinta- ja laatutietoisuus sekä suomalaisten rahoituslaitosten ja arvopaperivälittäjien pyrkimys tarjota palveluksiaan kansainvälisesti kilpailukykyisin ehdoin.

Kilpailun kiristyminen näkyy pyrkimyksenä säästää kustannuksia ja tehostaa toimintaa. Muun muassa pankkien konttori- ja henkilöluvut ovat olleet laskussa jo ennen pankkikriisiä (kuviot 1 ja 2). Pankkien kanssa kilpailevat arvopaperivälitysliikkeet ovat sen sijaan panostaneet voimakkaasti palvelujensa kehittämiseen ja toimintansa laajentamiseen. Pankkien ulkopuolisessa omistuksessa olevat arvopaperivälitysliikkeet ovat saavuttaneet osakkeiden välityksessä noin 70 prosentin, osakejohdannaisten välityksessä noin 60–85 prosentin ja

KUVIO 3.

MARKKAMÄÄRÄISET PORTFOLIOSIJOITUKSET
SUOMEEN/SUOMESTA



1. Joukkovelkakirjalainat, nettonostot
2. Osakkeet, nettonostot

markkinatakaustoiminnassa noin 30 prosentin markkinaosuuden johdannaislajin ja toiminnan luonteen mukaan. Arvopaperivälittäjien markkinaosuus on toistaiseksi huomattavasti pienempi korkopapereiden välitystoiminnassa.

Myös Suomen arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuria on kehitetty, jotta markkinamme olisivat kansainvälisesti tehokkaat, turvalliset ja hintakilpailukykyiset. Osake- ja rahamarkkinoilla on siirrytty arvo-osuusjärjestelmään, ja vastaava muutos tulee vähitellen koskemaan myös joukkovelkakirjalainoja. Tämäkin tehostaa markkinoiden toimintaa olennaisesti. Helsingin Arvopaperipörssin kaupantekojärjestelmä on automatisoitu, ja pörssi osallistuu yhteispohjoismaiseen Nordquote-tarjoustietojärjestelmään. Pääomamarkkinoiden syventämiseksi ja tehostamiseksi on lyhyessä ajassa luotu valtion viitelainojen päämarkkinaatakaajajärjestelmä ja kehitetty pitkien korkojen johdannaismarkkinoita.

Kilpailun lisääntyminen ja ulkomaisten osapuolten osallistuminen yhä enemmän suomalaisiin markkinoihin (kuvio 3) ovat lisänneet myös rahoituksen hankintamahdollisuuksia ja arvopaperimarkkinoiden vaihtoa. Etenkin valtio on suuren rahoitustarpeensa takia lainannut joukkolainamarkkinoilta huomattavia määriä viime vuosina. Markkinoiden suotuisaa kehitystä ovat vauhdittaneet myös keventynyt pääomatulojen verotus, ulkomaalais-

ten sijoitusrajoitusten poisto, leimaveron poisto ja yksityissektorin parantuneet taloudelliset näkymät. Arvopaperimarkkinoiden merkitys yritysten rahoitukselle on kuitenkin Suomessa edelleen varsin vaatimaton, joskin tällä hetkellä hyvin tärkeä etenkin oman pääoman hankinnan kannalta.

Pääomanliikkeiden vapaus on altistanut Suomen rahoitusmarkkinat entistä enemmän odotusjohteisille hintamuutoksille. Sekä kotimaiset että ulkomaalaiset osapuolet päättävät sijoituksistaan markkapohjaisiin välineisiin mm. sen perusteella, miten korko-

tason, valuuttakurssin ja rahapolitiikan odotetaan kehittyvän. Tästä johtuvat korkojen ja markan kurssin liikkeet saattavat olla merkittäviä ja odottamattomia, jolloin yritysten ja rahoituslaitosten tarve tehokkaaseen riskienhallintaan korostuu. Rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden volatiilisuuden lisääntyminen saattaa rajoittaa ja osittain vaikeuttaa talouspolitiikan hoitoa lyhyellä aikavälillä.

ETA- ja EU-integraation merkitys

ETA-sopimus on lisännyt pääomien liikkuvuutta ja rahoituspalveluiden tarjontaa EU:n yhteisten, melko yksityiskohtaisten säännösten turvin. Säännökset ovat vahvistaneet edellä mainittuja kansainvälistymisen vaikutuksia. Jos Suomi liittyy EU:n jäseneksi, se velvoittaa lisäksi yhdenmukaiseen suhtautumiseen kolmansia maita kohtaan. ETA-sopimuksen mukaan Suomi taas päättää itse siitä, miten ETA:n ulkopuolisia rahoituslaitoksia tai sijoittajia kohdellaan. Mahdollisuudet osallistua uusien direktiivien kehittämiseen paranisivat jossain määrin EU-jäsenyyden myötä, vaikkakin yhteistyö EU-komission kanssa rahoituspalvelukysymyksissä jo ETA:n puitteissa on osoittautunut varsin hyväksi.

Kilpailua vahvistaa edelleen ns. yhden toimiluvan periaate, jonka mukaan toimiluvan saanut ETA-maan luottolaitos on oikeutettu

tarjoamaan toimiluvassaan mainittuja palveluja vapaasti Suomessa tai muissa ETA-maissa. Järjestelmä on tarkoitus laajentaa koskemaan myös arvopaperivälitysliikkeitä (vuoden 1996 alusta lukien). Tämä kiristää kilpailua varsinkin tukkumarkkinoilla ja yritysten rahoitusluollosta. Paikallistuntemusta edellyttävät rahoituksen vähittäismarkkinat (kotitaloudet ja pienet yritykset) hyötynevät integroitumisesta vähemmän. Luottolaitoksen valvonnasta vastaavat sen kotimaan viranomaiset.

Riskienhallintaa ja tappionkestävyyttä lisäävät ETA-alueella sovellettavat yhteiset vaatimukset luottolaitoksen vähimmäispääomasta, vakavaraisuudesta ja riskikeskittymien rajoittamisesta. Nämäkin säännökset on tarkoitus soveltuvin osin laajentaa koskemaan myös arvopaperivälitysliikkeitä. Myös säännökset yhdenmukaisesta tilinpäätöksestä ja valvonnasta edistävät riskienhallintaa. Nämä säännökset ovat samalla välttämätön edellytys yhden toimiluvan periaatteen toimivuudelle. Samaa päämäärää arvopaperimarkkinoilla palvelevat koko ETA-aluetta koskevat yhteiset säännökset mm. yrityksen pörssilistalle otosta, yritystä tai sen huomattavaa sijoittajaa koskevan tiedon jakamisesta yleisölle ja sisäpiiritiedon käytön kieltämisestä.

Tulevaisuus

Kilpailun kiristyminen tehostaa Euroopan pääomamarkkinoita myös jatkossa, mikä aiheuttaa voimakkaita muospaineita pankkijärjestelmään, markkinapaikkoihin ja välittäjien toimintaympäristöön. Samalla suomalaiset asiakkaat tulevat yhä enemmän käyttämään hyväksi ulkomaalaisten, varovaisuussyistä ennen kaikkea ETA-alueella toimivien, Suomessa tarjoamia sijoituksia ja luottoja. Eniten tästä hyötyvät ne rahoitusmarkkinoiden osapuolet, jotka käytännössä pystyvät kilpailuttamaan eri rahoituslaitoksia tai markkinapaikkoja keskenään.

Tämä tarkoittaa sitä, että ETA:n jäsenmaat ja markkinapaikat kilpailevat keskenään infrastruktuurin tehokkuudella säilyttääkseen markkinaosuutensa. Jos Suomi liittyy EU:n jäseneksi, se saattaa entisestään lisätä ulkomaalaisten halua toimia Suomen rahoitusmarkkinoilla sekä sijoittajina, luottottajina että välittä-

jinä. Sama kilpailutilanne vallitsee koko ETA-alueen ja sen ulkopuolisten maiden kesken, ja kysymykset epäreiluista kilpailueduista pysyvät siinä ajankohtaisina.

Rahoituspalvelujen vapaa tarjonta ja pääomien suuri liikkuvuus merkitsevät sitä, että likvidit, luotettavat ja hyvin hoidetut markkinapaikat ja rahoituslaitokset entistä helpommin valtaavat alaa koko ETA-alueella. Suomalaisilta rahoituslaitoksilta, markkinapaikoilta ja viranomaisilta tämä kehitys vaatii valmiutta nopeasti kehittää toimintansa vastaamaan hyvää kansainvälistä tasoa. Ulkomaille on tarjottava riittävästi luotettavaa asiantietoa Suomen taloudesta, markkinoista ja kehitysnäkymistä.

Arvopaperimarkkinoiden likvidiyyttä tulee parantaa mm. arvo-osuusjärjestelmää laajentamalla, korkojohdannais-, arvopaperilainaus-, ja repomarkkinoita kehittämällä, TEL-takaisinlainausjärjestelmää uudistamalla sekä tehostamalla Suomen arvopaperimarkkinoiden järjestelmäyhteyksiä kansainvälisiin järjestelmiin. Suomalaisen rahoituslaitosten on edelleen karsittava kustannuksiaan, parannettava palvelutasoaan ja riskienhallintaansa, laajennettava omistuspohjaansa ja vahvistettava vakavaraisuuttaan.

Koko kansantalous hyötyy siitä, että rahoitusvälityksen kustannukset asteittain laskevat ja taso paranee. Suhteellisesti eniten integraatiosta hyötyvät sekä nyt että tulevaisuudessa suurehkot tallettajat, sijoittajat ja rahoituksen tarjoajat, jotka pystyvät käyttämään entistä parempia ja edullisempia palveluita. Pientallettajat, -luotonottajat ja -sijoittajat saattavat joutua odottamaan kauemmin yhdentymisen hyötyjä rahoituspalveluiden hinnoissa, varsinkin kun suomalaisten pankkien on korjattava rapistunutta vakavaraisuuttaan. ■

Luettelo tärkeimmistä EU:n pankki- ja arvopaperimarkkinoiden direktiiveistä seuraavalla aukeamalla.

Tärkeimmät EU:n pankki- ja arvopaperimarkkinadirektiivit⁵

Pankit ja muut luottolaitokset

Direktiivien tarkoituksena on sellainen luottolaitosten perustamiseen, liiketoiminnan aloittamiseen ja sen harjoittamiseen liittyvien säännösten yhdenmukaistaminen, joka riittää takaamaan luottolaitoksen kotivaltion myöntämän toimiluvan ja kansallisten valvontajärjestelmien vastavuoroisen tunnustamisen koko Euroopan talousalueella. Tähti (*) direktiivin edessä tarkoittaa sen sisältyvän ETA-lisäpakettiin.

Ensimmäinen pankkidirektiivi (77/780/ETY)

Koskee luottolaitosten liiketoiminnan aloittamista ja sen harjoittamista; pyrkii poistamaan kansalaisuuteen tai sijoitusmaahan perustuvan syrjinnän. Sisältää luottolaitoksen määritelmän.

Toinen pankkidirektiivi (89/646/ETY)

Toteuttaa sijoittautumisvapauden ja rahoituspalvelujen tarjoamisen vapauden pankkialalla. Sisältää yhden toimiluvan ja kotivaltion valvonnan periaatteet; yhtenäistää säännöstöä riittävästi jotta toimilupien ja valvontajärjestelmien vastavuoroinen tunnustaminen on mahdollista.

Direktiivi luottolaitosten omista varoista

(89/299/ETY)

Yhdenmukaistaa luottolaitosten omia varoja koskevat perusvaatimukset; edistää luottolaitosten yhdenmukaista valvontaa erityisesti vakavaraisuuden ja suurten riskien osalta. Direktiivin artiklaa 6 on muutettu direktiivillä 91/633/ETY.

Luottolaitosten vakavaraisuusdirektiivi

(89/647/ETY)

Määrittelee vakavaraisuussuhteen, joka painottaa luottolaitoksen varoja ja taseen ulkopuolisia erii niihin sisältyvän luottoriskin mukaisesti. Luottolaitoksen vakavaraisuussuhteen tulee pysyvästi olla vähintään 8 prosenttia.

*Direktiivi luottolaitosten konsolidoidusta valvonnasta (92/39/ETY)

Direktiivin tarkoituksena on saattaa useamassa valtiossa toimintaa harjoittavat luot-

tolaitokset sijaintivaltionsa luottolaitosten kanssa valvonnan kannalta samanlaiseen asemaan. Se antaa mahdollisuuden valvoa myös sellaisia luottolaitoksia, jotka ovat tytäryhtiöinä konsernissa, jonka emoyhtiö ei ole luottolaitos. Direktiivi on korvannut direktiivin 83/350/ETY 1.1.1993 lähtien.

Pankkien tilinpäätösdirektiivi (86/635/ETY)

Yhdenmukaistaa luotto- ja rahoituslaitosten ja niiden konsernien vuositilinpäätöstä koskevat säännökset ja tekee samankaltaista toimintaa harjoittavien laitosten tilinpäätökset keskenään vertailukelpoisiksi.

Rahanpesudirektiivi (91/308/ETY)

Luo yhtenäisen säännösten rahoitusjärjestelmän suojelemiseksi rahanpesulta. Direktiivi koskee luotto- ja rahoituslaitoksia sekä vakuutusyhtiöitä; säännökset on lisäksi ulotettava koskemaan sellaisia ammattiryhmiä ja yrityksiä, jotka erityisen todennäköisesti harjoittavat rahanpesutarkoitukseen käytettävää toimintaa.

*Direktiivi luottolaitosten riskikeskittymistä (92/121/ETY)

Tiukentaa luottolaitosten riskikeskittymien sääntelyä. Yhdelle asiakkaalle tai asiakasryhmälle annetut luotot eivät saa ylittää 25 prosenttia luoton myöntävän laitoksen omasta pääomasta. Suurten luottojen yhteismäärä ei saa ylittää 800 prosenttia omasta pääomasta. Luottoa pidetään suurena, jos se ylittää 10 prosenttia luoton myöntäjän pääomasta.

Arvopaperimarkkinat

Direktiivien tarkoituksena on parantaa yritysten mahdollisuuksia hankkia pääomaa eri jäsenvaltioiden markkinoilta ja turvata sijoittajien asema arvopaperimarkkinoita koskevia säännöksiä yhtenäistämällä.

Listalleottodirektiivi (79/279/ETY)

Asettaa ne vähimmäisvaatimukset, jotka arvopaperipörssin viralliselle listalle otettavan arvopaperin ja sen liikkeeseenlaskijan on täytettävä. Direktiivi määrää myös arvopaperin liikkeeseenlaskijalle jatkuvan tiedonantovelvollisuuden. Tavoitteena on helpottaa listallepääsyä eri jäsenmaissa ja mahdollistaa hakeutuminen usean pörssin viralliselle listalle.

⁵ Luettelon laatinut ekonomisti Onerva Kuokkanen.

Puolivuotiskatsausdirektiivi (82/121/ETY)

Täydentää listalleottodirektiiviin sisältyvää tiedonantovelvollisuutta jälkimarkkinoilla. Pörssiyhtiöt on velvoitettava antamaan vähintään kerran puolessa vuodessa katsaus toiminnastaan ja taloudellisesta asemastaan.

Listalleottoesitedirektiivi (80/390/ETY)

Direktiivin tavoitteena on taata sijoittajalle riittävät tiedot listalle otettavasta arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta määrittämällä listalleottoesitteen vähimmäissisältö. Direktiiviä on muutettu listalleottoesitteiden ja tarjousesitteiden vastavuoroista tunnustamista koskevilla direktiiveillä (87/345/ETY ja 90/211/ETY).

Tarjousesitedirektiivi (89/298/ETY)

Direktiivin mukaan tarjousesitteen laatimis- ja julkistamisvelvollisuus on asetettava sille, joka ensimmäisen kerran tarjoaa arvopaperia yleisölle, jos sitä ei lyhyen ajan kuluessa saateta viralliselle pörssilistalle.

Liputusdirektiivi (88/627/ETY)

Tavoitteena on parantaa sijoittajansuojaa lisäämällä tietoa markkinoilla toimivista sijoittajista. Osakkeenomistajan on ilmoitettava virallisella pörssilistalla olevien yhtiöiden huomattavista omistusosuuksien muutoksista.

Sisäpiiridirektiivi (89/592/ETY)

Direktiivin tarkoituksena on edistää sijoittajien tasavertaisuutta ja luottamusta markkinoihin. Se kieltää sisäpiiritietoa omaavia henkilöitä käyttämästä tietoa hyväkseen säännellyillä markkinoilla tai luovuttamasta sitä edelleen.

Yhteissijoitusyritysdirektiivi (85/611/ETY) ja sen muutos (88/22/ETY)

Direktiiveihin sisältyy vähimmäissäännökset yhteissijoitusyrityksen osuudenomistajan suojasta sekä yhden toimiluvan ja kotivaltion valvonnan periaattet.

* Sijoituspalveludirektiivi (93/22/ETY)

Direktiivi on keskeinen sijoituspalvelut kattavien yhteismarkkinoiden luomisessa. Direktiivi perustuu yhden toimiluvan periaatteelle ja noudattaa muutoinkin toisen pankkidirektiivin linjoja. Direktiivi tulee voimaan 1.1.1996.

* Vakavaraisuusdirektiivi (93/6/ETY)

Täydentää sijoituspalveludirektiiviä. Se sisältää määräykset pankkiiriliikkeiden alkupääomasta ja oman pääoman vaatimuksista markkinariskien kattamiseksi sekä riskien mittaamisesta. Direktiivi tulee voimaan kuten sijoituspalveludirektiivikin 1.1.1996.

Varallisuushinnat ja inflaatioprosessi Suomessa

Mikko Spolander
ekonomisti
kansantalouden osasto
5.8.1994

Tarkasteltaessa menneiden vuosien hintakehitystä vaikuttaa siltä, että varallisuus- ja kuluttajahintojen muutokset eivät ole täysin toisistaan riippumattomia (kuva 1). Herää kysymys, mikä on osakkeiden ja asuntojen hintojen ja kantohintojen rooli suomalaisessa inflaatiodynamiikassa. Heijastuvatko varallisuushintojen muutokset inflaatio-odotuksiin, palkkoihin ja viime kädessä kuluttajahintoihin? Usein sanotaan, että Suomessa erityisesti kantohintojen nousu heijastuu lopulta hinta- ja palkkainflaatioon. On erittäin tärkeää tunnistaa orastava inflaatio mahdollisimman aikaisin. Inflaation vastaiset rahapolitiittiset toimenpiteet on voitava toteuttaa ennen kuin inflaatioprosessi on lähtenyt liikkeelle, sillä toimenpiteet vaikuttavat viiveellä.

Jotta saataisiin selville varallisuushintakehityksen vaikutus inflaatioprosessiin, on tarkasteltava varallisuushintojen ja muiden hintojen välisiä kytköksiä, niiden syitä ja ennustettavuutta. Voitaisiinko havaittujen riippuvuuksien avulla arvioida varallisuushintojen, ansiotason ja kuluttajahintojen kehitystä myös tämän päivän osin muuttuneissa oloissa? Rahoitusmarkkinoiden vapautumisen jälkeen rahapolitiikan välittyminen talouteen on muuttunut. Aikaisemmin rahapolitiikka vaikutti lähinnä rahoituksen saatavuuden kautta, kun se nyt vaikuttaa pääasiassa korkojen välityksellä. Historian pohjalta on entistä vaikeampi arvioi-

Kvalitatiivisten tulosten perusteella asuntojen hintojen ja kantohintojen kehitys näyttää ennakoivan ansiotason ja kuluttajahintojen tulevaa kehitystä, kun taas osakkeiden hintakehitys ei näytä ennakoivan. Hintakehityksen tulevaa suuntaa ja suuruutta ei voida arvioida kovin tarkasti mm. sen vuoksi, että varallisuushintojen merkitys inflaatiodynamiikassa lienee muuttunut rahoitusmarkkinoiden vapautumisen ja valuuttakurssijärjestelmän muuttumisen vuoksi.

da rahapolitiikan viritystä ja vaikutuksia. Arviointia vaikeuttaa mm. se, että valuuttakurssijärjestelmän muuttua kiinteästä kelluvaksi monet inflaatiopaineita talouden lohkolta toiselle välittäneet sidokset ovat muuttaneet muotoaan. Lisäksi erilaiseen tuottavuuskehitykseen perustuva palkkaerojen kasvu heikentää vähitellen talouden eri sektoreiden välisiä tiukkoja palkkapalkkakytköksiä.

1980-luvun varallisuushintakupla

Varallisuushintojen kehitys oli Suomessa 1970-luvun puolenvälin häiriöiden jälkeen pitkään varsin maltillista. Pääomanliikkeet olivat säännöstellettyjä ja ulkomaalaisten sijoittajien rooli osakemarkkinoilla vähäinen. Pörssi eli hiljaiseloa ja asuntomarkkinoilla oli rauhallista. Rauha rikkoutui 1980-luvun lopulla, kun taloudellinen optimismi ja luotonannon rajua kasvu loivat osakkeiden ja asuntojen hintojen, vakuusarvojen ja luotonannon välisen itseään ruokkivan kilpajuoksun.

Käyttämällä tarjolla olevaa velkarahoitusta yritysten ja kotitalouksien mahdollisuudet kohdentaa kulutus- ja investointipäätöksensä yli ajan laajenivat huomattavasti. Myös verojärjestelmä suosi velkaantumista. Järjestelmän ansiosta asuntoluottojen verovähennysoikeuden jälkeinen reaalikorko pysyi vuosikymmenen vaihteeseen saakka negatiivisena. Niissä

oloissa yritykset ja kotitalou-
det velkaantuivat ja vähen-
sivät säästämistään. Koska
ansiokehitys oli jatkuvasti
nouseva ja tulevaisuudenus-
ko vahva, yhä suurempi osa
tuloista uskallettiin käyttää
etukäteen. Kasvanut likvidi-
teetti ohjautui jossain mää-
rin tavaroiden ja palvelusten
kulutukseen mutta etupäässä
asunto- ja osakemarkkinoille
ja synnytti voimakkaan varal-
lisuushintainflation.

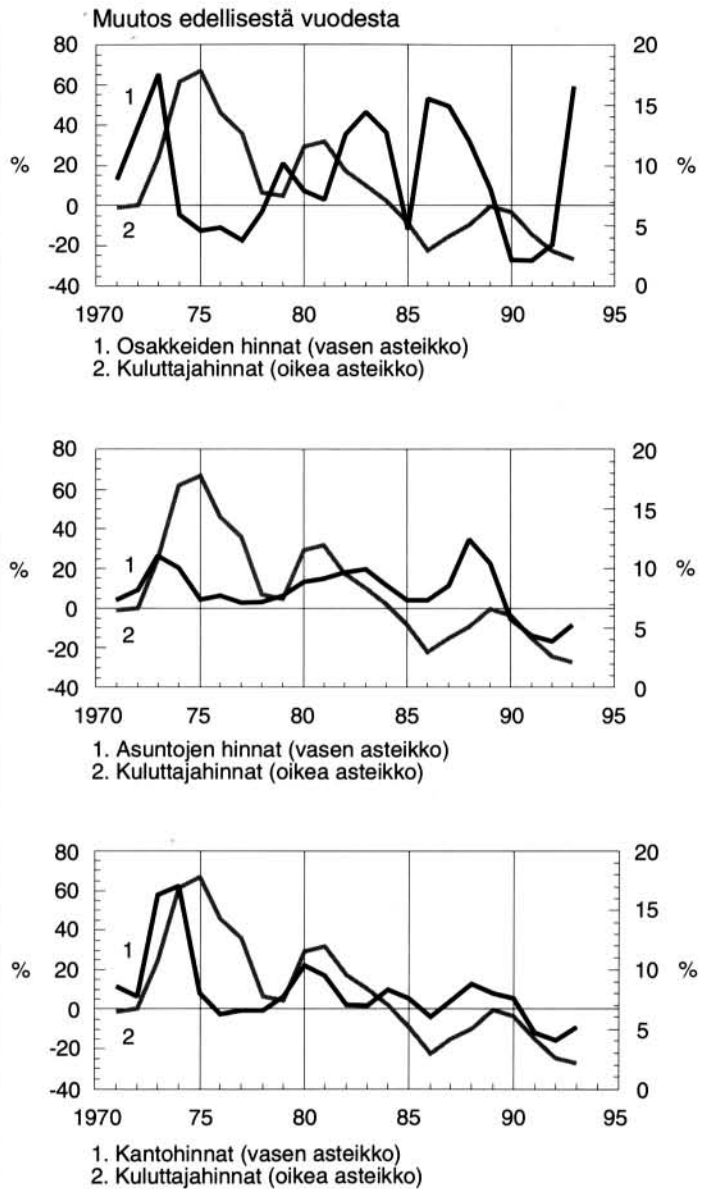
Pörssiosakkeiden nimel-
lishinnat nousivat vuodesta
1985 vuoteen 1989 225 prosen-
tia (kuva 2). Asuntojen
hintojen jyrkkä nousu alkoi
varsinaisesti vuosi osakkei-
den hintojen nousun jälkeen.
Vuoteen 1989 mennessä asun-
tojen nimellishinnat olivat lä-
hes kaksinkertaistuneet vuo-
den 1985 tasostaan. Raaka-
puu kallistui samaan aikaan
nimellisesti 30 prosenttia ja
ylitti kuluttajahintojen nou-
sun vain niukasti.

Tähän prosessiin liittynyt
kysynnän kasvu kiihdytti
väistämättä muidenkin hintojen
ja palkkojen nousua. Kulluttajahintojen vuosimuutos kasvoi vuoden 1986 vajaasta kolmesta prosentista 6.6 prosenttiin vuonna 1989. Yksikkötyökustannukset nousivat kilpailijamaita enemmän, ja kansantalouden hintakilpailukyky heikkeni.

Kun yritysten näkymät synkkenivät, pörssiosakkeiden hinnat kääntyivät ensimmäisinä laskuun. Reaalikorot nousivat markan ulkoisen arvon uskottavuuden heikentyessä. Reaalikorkojen nousua seurasi varallisuushintojen ja vakuusarvojen lasku, johon luotonanto reagoi synnyttämällä deflatorisen kierteen. Vuoden 1992 syyskuussa osakkeiden hinnat olivat laskeneet vuoden 1985 syyskuun tasolle, 71 prosenttia

KUVIO 1.

VARALLISUUSHINNAT JA KULUTTAJAHINNAT

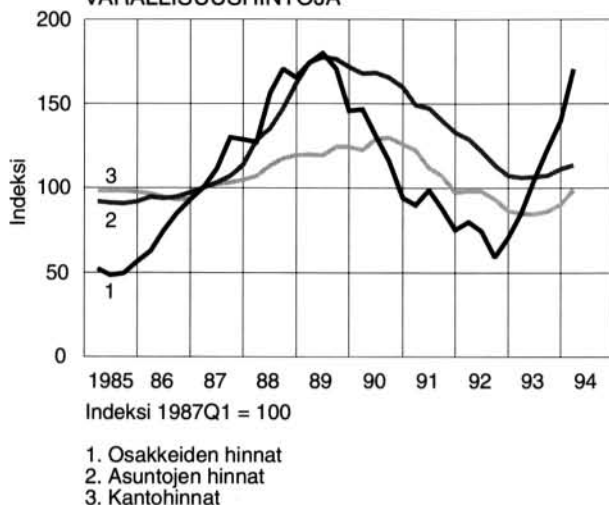


kevään 1989 huippua alemmaksi. Myös asuntojen hinnat ja kantohinnat olivat tulleet huipulta roimasti alas.

Vuosina 1991–1992 Suomen talous oli laman syövereissä. Markan ulkoinen arvo heikkeni tuntuvasti ja kannattavuuden romahtaminen pakotti yritykset tehostamaan toimintaansa rajulla kustannusten karsimisella. Teolli-

KUVIO 2.

VARALLISUUSHINTOJA



suustuotanto alkoi piristyä jo vuoden 1991 lopulla, mutta kotimainen kysyntä supistui ja runsaasti velkaantuneiden kotimarkkinayritysten ahdinko syventyi yhtäjaksoisesti aina viime vuodenvaihteeseen saakka. Samalla kotimainen hinta- ja palkkainflaatio hidastui tasaisesti. Vuoden 1993 toisella puoliskolla kuluttajahinnat laskivat paria kuukautta lukuun ottamatta lievästi kuukausi kuukaudelta.

Vientiteollisuuden kannattavuuden kohentunutta ja tulevaisuudennäkymien kirkastuttua pörssikurssit lähtivät vuoden 1992 lopulla jyrkkään nousuun. Asuntojen hintojen lasku taittui vuoden 1993 keväällä samaan aikaan, kun kantohintojen kesästä 1990 jatkunut lähes yhtäjaksoinen lasku päättyi. Ovatko nämä varallisuushintojen käännteet ensimmäisiä oireita orastavasta hinta- ja palkkainflaation kiihtymisestä? Varsinkin alkuvuonna solmittu kanto hintasopimus on jälleen nostanut esiin puheet paluusta aikaan, jonka luulimme jo olleen ohi.

Varallisuushintojen merkitys korostuu

Rahoitusmarkkinoiden vapautumisen myötä 1980-luvun lopun varallisuushintakehityksellä oli aiempaa merkittävämpiä reaalityökaluun seurauksia, joihin ei talouden ylikuumentuneesta tilanteesta huolimatta osattu kiinnittää tarpeeksi huomiota. Yleisenä inflaation mittarina käytetty kuluttajahintaindeksikään ei kyennyt heijastamaan varallisuushintojen nou-

susta aiheutuvia inflaatiopaineita. Koska hintapaineet eivät alkuvaiheessaan näkyneet kiihtyvänä kuluttajahintainflaationa, varallisuushintojen nousun katsottiin heijastavan lähinnä rahoitusmarkkinoiden rakenteellisista muutoksista aiheutuvaa portfolio-sopeutusta.

Jos keskitytään tarkastelemaan pelkästään kuluttajaja tuottajahintojen muutoksia, suuri määrä varallisuushintakehitykseen liittyvää hintainformaatiota jää huomiotta. Rahapolitiikan toteuttamisen kannalta on kuitenkin tärkeä saada mahdollisim-

man kattava kuva taloudessa viriävistä inflaatiopaineista ja niiden etenemisproesseista. Mikäli likviditeetin tai luotonannon kasvun havaitaan nostavan varallisuushintoja, varallisuushintainflaatioon on suhtauduttava samalla vakavuudella kuin kuluttajahintainflaatioon.

Vahingosta viisastuneena varallisuushintojen liikkeitä seurataan maailmalla nykyään aiempaa tarkemmin¹. Skandinavian maissa, Isossa-Britanniassa ja Japanissa varallisuushintakehityksen seurannalle on annettu ainakin kvalitatiivinen rooli rahapolitiikan suunnittelussa ja mitoituksessa. Varallisuushintainformaation paino rahapolitiikan suunnittelu-prosessissa vaihtelee kuitenkin varsin paljon keskuspankista toiseen. Esimerkiksi Ranskassa ja Saksassa varallisuus- ja kuluttajahintakehityksen välillä ei ole havaittu olevan riittävän yksiselitteistä yhteyttä eikä varallisuushintainformaatiota oteta huomioon rahapolitiikan muotoilussa.

¹ Ks. esim. Berg, C. & Galvenius, M. (1994) Tillgångsprisernas roll i ekonomin, Penning- & Valutapolitik, 1994:1, s. 18–27.

Asuntojen hinnat kuluttajahintaindeksissä²

Asuntojen hinnat ovat sisällytetyneet kuluttajahintaindeksiin vuodesta 1988 alkaen. Omistusasunnossa asuvien kotitalouksien asumiskustannusten kehitystä mitataan eri kustannuserien hintakehityksen mukaan. Omistusasumisen kustannukset jaetaan hoito- ja pääomakustannuksiin ja pääomakustannukset edelleen poisto- ja korkokustannuksiin (taulukko 1). Omaan asuntoon sitoutuneen pääoman menetettyä tuottoa eli pääoman vaihtoehtoiskustannusta, verovaikutuksia ja tulonsiirtoja ei oteta huomioon omistusasumisen kustannuksia laskettaessa.

Poisto kuvaa asunnon kulumisesta asunnon omistajalle aiheutunutta kustannusta. Mikäli henkilö ostaa vuoden alussa asunnon ja myy sen vuoden lopussa ostaakseen samanlaisen mutta vuotta uudemman asunnon, uuden asunnon ostoon on sijoitettava vanhasta asunnosta saadun myyntihinnan lisäksi poistosumma. Poistokustannusten sisällyttäminen omistusasumisen kustannuksiin korostaa kuitenkin asunnon luonnetta pikemminkin sijoituskohteena kuin hyödykkeenä.

Poistokustannuksia arvioitaessa käytetään neljännesvuosittaista osakehuoneistojen hintaindeksiä, jonka muutokset kirjataan kuluttajahintaindeksissä neljänneksen viiveellä kesä-, syys-, joului- ja maaliskuussa. Omakotitaloille ei ole olemassa erillistä hintaseurantaa. Omakotiasumisen kustannusten oletetaan seuraavan vanhojen kerros- ja rivitalo-osakkeiden hintakehitystä.

Taulukkoon 2 on koottu asuntojen hintamuutosten vaikutukset kuluttajahintaindeksin muutokseen vuodesta 1988 alkaen. Vuonna

Taulukko 1. Asumiskustannukset kuluttajahintaindeksissä, prosenttia koko indeksin painosta

	1985=100	1990=100
Asuminen, lämpö ja valo	18.36	19.77
Asuminen	15.59	17.24
Omistusasuminen	11.80	13.54
hoitokustannukset	3.95	3.56
poistot	4.80	5.29
korot	3.05	4.69
Vuokrahuoneistot	3.79	3.69
Lämpö ja valo	2.77	2.53

Lähde: Tilastokeskus.

Taulukko 2. Asuntojen hintojen vaikutus kuluttajahintainflaatioon, prosenttiyksikköä

	Kuluttajahinnat	Asuntojen hintojen osuus
1988 ¹	5.1	0.8
1989 ¹	6.6	1.9
1990 ¹	6.1	0.6
1991 ²	4.3	-0.4
1992 ²	2.9	-0.6
1993 ²	2.2	-0.6

¹ 1985=100

² 1990=100

Lähde: Tilastokeskus.

1989 kuluttajahintaindeksin 6.6 prosentin kasvusta 1.9 prosenttiyksikköä aiheutui poistotermin välityksellä asuntojen hintojen noususta. Toisaalta vuosina 1992 ja 1993 asuntojen hintojen lasku alensi kuluttajahintaindeksin nousua 0.6 prosenttiyksikköä.

Sen lisäksi, että asuntojen hintakehitys vaikuttaa kuluttajahintaindeksiin suoraan laskentamenettelyn välityksellä, se heijastuu kotitalouksien varallisuuden muutosten kautta myös kulutukseen, kotimaiseen kysyntään ja edelleen hinta- ja palkkakehitykseen. Lisäksi olemassa olevan asuntokannan hintataso vaikuttaa keskeisesti asuntojen uustuotannon kannattavuuteen ja siten tarjonnan määrään. Usein muutokset asuntojen uustuotannon määrässä ovat ruokkineet syntyneiden tuotantokapeikkojen ja niiden vuoksi nousseiden tuotantokustannusten välityksellä inflaatiota.

Osakkeiden hintojen merkitys häilyvä

Osakkeiden hinnoilla on inflaatiodynamiikkaa monitahoisempi merkitys kuin asuntojen

² Ks. tarkemmin Kuluttajahintaindeksi 1990=100, Menetelmät ja käytäntö, Tilastokeskus, Tutkimuksia 200, Helsinki 1993.

hinnoilla. Osakkeiden hinnat ovat puhtaita varallisuushintoja, joiden muutokset heijastavat markkinoiden odotuksia paitsi yksittäisen yrityksen tuloskehityksestä myös koko kansantalouden kehityksestä. Ennakoidessaan kysynnän muutoksia osakkeiden hinnat ennakoivat periaatteessa myös kysynnän vaihteluihin liittyviä hintatason muutoksia. Tosin prosessi yrityksen kannattavuuden kohenemisesta osakehintojen nousun kautta kuluttajahintainflaatioksi on pitkä ja monipolvinen.

Kantohinnat – suomalainen erikoisuus

Puun hinta ei ole puhdas varallisuushinta. Omistajalleen puu on varallisuutta siinä missä osakkeet ja asunnotkin. Metsäteollisuudelle puu on raaka-aine ja yksi tuotantopanos työn, energian ja pääoman rinnalla. Muista varallisuusesineistä puu poikkeaa myös markkinoiden rakenteeltaan. Kun sekä asunto- että osakemarkkinoilla myyjä ja ostaja on runsaasti, ovat puumarkkinat sen sijaan voimakkaasti keskittyneet. Asunto- ja osakemarkkinoilla yksittäinen myyjä tai ostaja ei pääsääntöisesti edes Suomessa pysty määräämään tarjoamansa tai kysymänsä osakkeen tai asunnon hintaa, mutta raakapuumarkkinoilla hinnat sovitaan usein myyjien ja ostajien valtakunnallisten järjestöjen välisellä sopimuksella. Kattavia hintasopimuksia on perusteltu tarpeella pyrkiä eliminoimaan varallisuushinnoille tyypillisten suurten hinnanmuutosten epätasapainottavat vaikutukset metsäteollisuuden kustannusrakenteeseen ja sitä kautta kilpailukykyyn.

Koska kantohinnat määräävät metsänomistajan toimittamastaan tuotannon tekijästä saaman korvauksen, kantohintakehitys heijastuu helposti myös muiden tuotannon tekijöiden toimittajien hintavaatimuksiin. Mitä kiivaampi tulojakotaistelu käydään, sitä herkemmin nousevat kantohinnat nostavat myös metsäsektorin palkkavaatimuksia – ja mitä voimakkaampia sektoreiden väliset palkkasidonnaisuudet ovat, sitä varmemmin palkankorotuspaineet siirtyvät talouden suljetulle sektorille julkinen sektori mukaan lukien. Työn tuottavuuden kasvutrendi on kuitenkin näillä sektoreilla teollisuutta hitaampi, joten yksikkötyökustannusten nousu ei ole enää vältettävissä, jos palkat laaja-alaisesti nousevat. Palkka-

palkkakierteestä päädytään hinta-palkkakierteeseen, jonka päässä odottaa heikentynyt kansainvälinen kilpailukyky.

Asuntojen hintojen ja kantohintojen merkitys selkeä

Kuluttajahintojen ja varallisuushintojen sekä ansiotason ja varallisuushintojen välisten yhteyksien tarkempi selvittäminen edellyttää tilastollisiin menetelmiin perustuvaa huolellista analyysia³. Mikäli analyysi osoittaa, että osakkeiden ja asuntojen hinnoista tai kantohinnoista ei saada kuluttajahinta- tai ansiotasokehitykseen lisäinformaatiota, on tulevan kehityksen ennustamiseenkin turha yrittää käyttää apuna nykyhetken varallisuushintakehitystä.

Suomessa nykyhetken osakkeiden hintakehityksen ei voida sanoa ennakoivan ansiotason tai kuluttajahintojen tulevaa kehitystä. Muutoksia ansiotasossa tai kuluttajahinnoissa ei kyetä selittämään osakkeiden hintamuutosten avulla sen paremmin kuin ilman niitä.

Sen sijaan nykyhetken asuntojen hintojen ja kantohintojen kehitys näyttää ennakoivan ansiotason ja kuluttajahintojen tulevaa kehitystä. Ansiotason ja kuluttajahintojen muutoksia ennustettaessa kannattaa siis käyttää apuna näissä itsessään tapahtuneiden muutosten ohella myös asuntojen hinnoissa ja kantohinnoissa tapahtuneita muutoksia. Nykyhetken kuluttajahintakehityksen ja vuosineljänneksen takaisen asuntojen hintakehityksen välillä havaittu yhteys vastaa asuntojen hinnanmuutosten mekaanista kirjausmenettelyä kuluttajahintaindeksissä. Myös kantohinta- ja ansiotasokehityksen välisessä dynamiikassa havaittu puolesta vuodesta vuoteen ulottuva viive on varsin selvä; kantohintojen nousu edeltää reilulla puolella vuodella ansiotasossa tapahtuvaa nousua (kuva 3).

Täytyy muistaa, että tilastolliset analyysimenetelmät eivät koskaan ole täysin veden-

³ Tutkitaan ns. Grangerin kausaalisuusteiteillä, onko varallisuushinnoista hyötyä kuluttajahintojen tai ansiotason ennustamisessa näiden oman historian ohella eli kyetäänkö kuluttajahintojen ja ansiotason käyttäytymistä selittämään paremmin ottamalla kuluttajahintojen ja ansiotason viivästettyjen havaintojen lisäksi selittäjiksi viivästetyt osakkeiden ja asuntojen hinnat tai kantohinnat.

pitäviä. Erityisesti kausaali-
suuden todentamiseen liittyy
piirteitä, joita on vaikea käsi-
tellä tilastollisesti. Saattaa olla,
että kuluttajahintojen ja
erilaisten varallisuushintojen
välillä havaittu kausaalisuus
on vain näennäistä. Kausaali-
suuden taustalla voi olla yksi
tai useampi selittävä tekijä,
joita käytetyt testit eivät
ole kyenneet ottamaan huo-
mioon. Lisäksi käytettyihin
hinta-aineistoihin liittyvät
ongelmat heikentävät analyysi-
luotettavuutta⁴. Varalli-
suushintojen rooli inflaatiody-
namiikassa lienee myös
muuttunut rahoitusmarkki-
noiden vapautumisen myötä.
Koska tulokset ovat kuitenkin
pääosin sopusoinnussa intu-
ition kanssa, ei ole syytä
epäillä kvalitatiivisten tulos-
ten paikkansapitävyyttä.

Hälytysrajojen tunnistaminen vaikeaa

Edellä esitetyn tarkastelun
pohjalta voidaan esittää joi-
tain kvalitatiivisia tuloksia
varallisuushintojen roolista
inflaatioprosessin eri vaiheis-
sa, mutta pitkälle meneviä
johtopäätöksiä kuluttajahin-
takehityksen tulevasta suun-
nasta ja suuruudesta ei edel-
leenkään voida tehdä. Yksi
keskeinen syy tähän on se,
että Suomen valuuttakurssi-
järjestelmä on muuttunut.

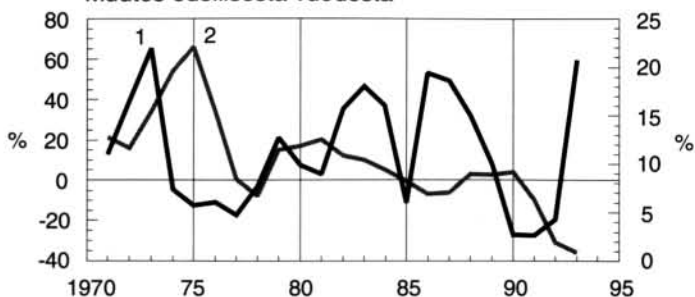
Kiinteän valuuttakurssin aikaan kansainvälisen
suhdanteiden ylä- ja alamäet heijastuivat

⁴ Erityisesti kuluttajahintojen aikasarja on ominai-
suuksiltaan varsin hankala. Kantohintojen aikasarja
on puolestaan liian harva; puolivuosiaineisto peittää
alleen kaiken lyhyen ajan vaihtelun ja antaa liian po-
siitiivisen kuvan kantohintojen ja muiden tarkasteltu-
jen muuttujien välisistä kausaalisuuksista.

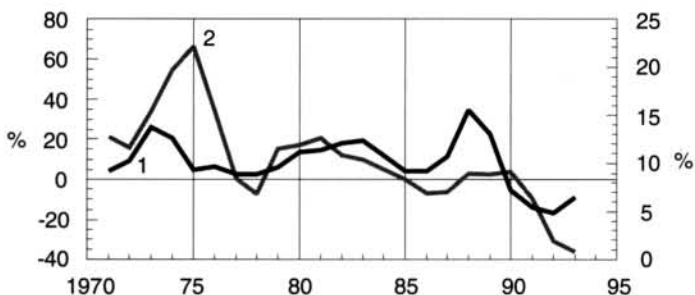
KUVIO 3.

VARALLISUUSHINNAT JA ANSIOTASO

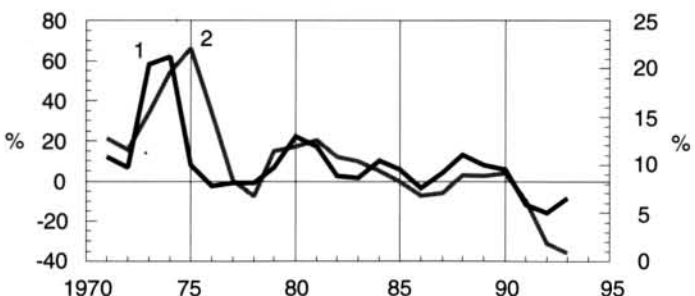
Muutos edellisestä vuodesta



1. Osakkeiden hinnat (vasen asteikko)
2. Ansiotaso (oikea asteikko)



1. Asuntojen hinnat (vasen asteikko)
2. Ansiotaso (oikea asteikko)



1. Kantohinnat (vasen asteikko)
2. Ansiotaso (oikea asteikko)

kotimaiseen palkka- ja hintakehitykseen osaki
jo itsessään varsin suhdanneherkän metsä-
teollisuuden vientihintojen vaihtelun kautta.
Nyt markalla on mahdollisuus vahvistua, kun
inflaatiopaineet alkavat kasvaa. Lisäksi korko-
politiikalla voidaan vaikuttaa kysynnän kehityk-
seen enemmän kuin kiinteän valuuttakurssi-
sijaan. Tämän pitäisi vaikuttaa käyttäy-
tymiseen. Vientiteollisuuden hinnoittelukäy-

tännön tulee perustua tämän päivän valuuttakurssin sijasta odotettuun valuuttakurssiin.

Aikaisemmin ansiotaso ja kuluttajahinnat ovat reagoineet muutoksiin asuntojen hinnoissa. Sen sijaan osakkeiden hintojen ja ansiotason tai kuluttajahintojen välillä ei ole havaittu tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Asuntojen hinnoilla ei kuitenkaan välttämättä ole itsestä roolia inflaatioprosessissa. Asuntojen hinnat ovat luottomarkkinoiden vapautumisen jälkeen pikemminkin seuranneet pankkien luotonannon muutoksia.⁵ Pääomamarkkinat on kertaalleen vapautettu, ja pankit ovat vasta toipumassa 1980-luvun lopun luotonannon kasvun ja sitä seuranneiden luottotappioiden ai-

heuttamasta rankasta suoneniskusta. Pankkien luotonannon kasvuluvut eivät todennäköisesti nouse 1980-luvun lopun tasolle lähivuosina. Luotonannon kasvu ei ole sen tähden tällä hetkellä luomassa pohjaa asuntojen hintojen nopealle nousulle.

Kantohintojen nousun ja muun hinta- ja palkkakehityksen välillä on aikaisemmin epäilemättä ollut yhteys. Kantohintojen nousua on seurannut teollisuuden palkkojen nousu. Raakapuun tuntuva kallistuminen on tämän takia selvä varoitussignaali. Kantohintojen suuret vaihtelut vaikeuttavat kuitenkin hälytysrajojen identifiointia. Kantohintojen muutoksista ei voi suoraan päätellä, miten paljon ne vaikuttavat muihin hintoihin ja palkkoihin. Todelliset palkkojen noususta aiheutuvat hinnankorotuspaineet saattavat tällä kertaa jäädä aiempaa vähäisemmiksi. Jos hyväksytään sektoreiden välisten palkkaerojen kasvu, palkka-palkkakierre voi rajoittua teollisuustoimialojen väliseksi ja toteutua tuottavuuden sallimissa rajoissa. ■

⁵ Tarkemmin osakkeiden ja asuntojen hintojen sekä luottoekspansioon välisistä yhteyksistä ks. esim. Takala, K. & Pere, P. (1991) Testing the Cointegration of House and Stock Prices in Finland, Finnish Economic Papers, Vol 4, No 1, s. 33–51.

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita koskevia toimenpiteitä

Tammikuu

Obligaatiotermiini

Suomen Pankin ja päämarkkinatakaajien välillä allekirjoitetun sopimuksen mukaan markkinatakaajat aloittivat 20.1.1994 kaupankäynnin FIM-obligaatiotermeineillä.

Helmikuu

Peruskorkoa alennettiin

Eduskunnan pankkivaltuusto alensi Suomen Pankin peruskoron 5.5 prosentista 5.25 prosenttiin 1.2.1994 lähtien.

Markkinaoperaatiot

Raha- ja valuuttamarkkinaosapuolet

Suomen Pankki vaikuttaa korko- ja valuuttakurssikehitykseen markkinaoperaatioillaan eli käymällä hyväksymiensä osapuolten kanssa kauppaa arvopapereilla ja valuutoilla.

Rahamarkkinaosapuoliksi voidaan hyväksyä pankit ja muut rahoituslaitokset, ml. arvopaperinvälittäjät, jotka toimivat aktiivisina markkinaosapuolina ja joilla on maksujen suorittamiseksi sekkitili Suomen Pankissa. Aktiivisena markkinaosapuolena toimiminen edellyttää rahoituslaitokselta, että se pystyy antamaan sitovat osto- ja myyntinoteeraukset vähintään Suomen Pankin edellyttämästä pienimmästä kauppäerästä ja että se kykenee toimittamaan arvopaperit arvopäivänä. Suomen Pankki myöntää sekkitilioikeuden hakemuksesta.

Markkinaoperaatioiden osapuoliksi hyväksytyjen pankkien ja rahoituslaitosten edellytetään allekirjoittavan sopimuksen rahamarkkinoiden pelisäännöistä.

Rahamarkkinaoperaatioiden markkinaosapuoliksi on hyväksytty seuraavat pankit:

Aktia Sparbank Ab
Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Suomen Säästöpankki – SSP Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Ålandsbanken Ab.

Valuuttainterventioiden osapuoliksi Suomen Pankki hyväksyy pankit, jotka toimivat Suomen markan markkinatakaajina valuuttamarkkinoilla eli pystyvät antamaan sitovat osto- ja myyntinoteeraukset kaupankäynnin kohteina oleville valuutoille.

Valuuttainterventioiden vastapuoliksi on hyväksytty seuraavat pankit:

Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki.

Valtion lainojen markkinatakaajajärjestelmä otettiin käyttöön elokuussa 1992. Päämarkkinatakaajilla eli primary dealereilla tarkoitetaan valtion viitelainojen huutokauppoihin oikeutettuja ja jälkimarkkinoiden ylläpitoon sitoutuneita pankkeja ja arvopaperinvälittäjiä.

Päämarkkinatakaajina toimivat seuraavat pankit ja arvopaperinvälittäjät:

Pankkiiriliike Evli Oy
Goldman Sachs International
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Unibörs Securities.

Suomen Pankki pitää viikoittain repo-huutokaupan valtion lainojen päämarkkinatakaajien kanssa. Kauppojen materiaalina käytetään valtion ja Suomen Pankin velkapapereita. Repo-huutokauppoihin voivat osallistua ensisijaisesti ne Suomen Pankin maksuvalmiusluottoon oikeutetut pankit, jotka ovat allekirjoittaneet sopimuksen valtion lainojen emissioista ja jälkimarkkinoiden ylläpitämisestä, sekä hakemuksesta muut Suomen Pankin hyväksymät Suomeen etabloituneet vastapuolet. Suomen Pankki voi harkintansa mukaan myöntää päämarkkinatakaajalle mahdollisuuden päivänsäiseen luottoon, jolle sen saaja antaa kattavan vakuuden.

Rahamarkkinainterventioiden materiaali

Rahamarkkinainterventioiden materiaaliksi hyväksytään valtion velkasitoumukset ja Suomen Pankin sijoitustodistukset. Lisäksi voidaan hyväksyä sellaisten pankkien sijoitustodistukset, jotka täyttävät seuraavat viisi ehtoa:

1. Pankin oma pääoma on vähintään 200 milj. markkaa.
2. Pankki täyttää Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) vakavaraisuusvaatimukset, eli pankin oman pääoman suhde riskipainotettuihin saamisiin, sijoituksiin ja taseen ulkopuolisiin sitoumuksiin on vähintään 8 %.
3. Pankki toimii sijoitustodistusten markkinatakaajana. Tämä edellyttää mm. sitä, että pankki noteeraa sitovan kaksipuolisen hinnan sijoitustodistuksille vähintään Suomen Pankin edellyttämästä pienimmästä kauppaerästä ja että se kykenee toimittamaan sijoitustodistukset arvopäivänä.
4. Pankki on Suomen Pankin riskienseuranan kohteena.
5. Pankki sitoutuu antamaan vakuudet, jotka Suomen Pankki saatavilleen vaatii.

Kun rahamarkkinainterventioita tehdään repo-kauppoina, vakuudeksi hyväksytään edellä mainittujen arvopapereiden lisäksi valtion liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjalainat sekä pankkien liikkeeseen laskemat tai takaaomat joukkovelkakirjalainat.

Suomen Pankki hyväksyy interventiomateriaaliksi seuraavien pankkien sijoitustodistukset:

Aktia Sparbank Ab
Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Suomen Säästöpankki – SSP Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Ålandsbanken Ab.

Vähimmäisvarantojärjestelmä

Suomen Pankki saattoi 1.7.1993 lukien voimaan vähimmäisvarantojärjestelmän, joka korvasi aikaisemman sopimus pohjaisen kassavarantojärjestelmän. Vähimmäisvarantojärjes-

telmään siirtyminen kävi mahdolliseksi eduskunnan hyväksytyä lain Suomen Pankin ohjesäännön muuttamisesta. Laki tuli voimaan 30.6.1993.

Lain mukaan Suomen Pankki voi ohjesäännössä tarkoitetun tehtävänsä hoitamiseksi määrätä talletuspankin, luottolaitoksen ja ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttorin pitämään Suomen Pankissa korotonta vähimmäisvarantoa. Vähimmäisvarannon suuruus voi enimmillään olla 5 % varantovelvollisella olevan vieraan pääoman määrästä.

Tällä hetkellä Suomen Pankin asettama varantovelvollisuus koskee talletuspankkeja ja ulkomaisten luottolaitosten sivukonttoreita. Vähimmäisvarantojärjestelmässä Suomen Pankki määrää varantovelvollisuuden suuruuden prosentteina varantopohjasta. Vähimmäisvaranto lasketaan kuukausittain kunkin kalenterikuukauden viimeisen päivän varantopohjan mukaan. Varantovelvollisen on toimitettava veloitetaan vastaava määrä varoja Suomen Pankkiin viimeistään seuraavan kalenterikuukauden viimeisenä pankkipäivänä.

Varantovelvollisuus on porrastettu pankkien varainhankinnan koostumuksen mukaan siten, että mitä enemmän ns. rahaominaisuuksia johonkin varainhankinnan erään liittyy, sitä suurempaa varantovelvollisuutta siihen sovelletaan. Suppeaan rahakäsitteeseen (M1) kuuluvien talletusten velvoite on 2.0 %. Laveaan rahakäsitteeseen (M2) kuuluvien erien velvoite on 1.5 % ja laajimpaan rahakäsitteeseen (M3) sisältyvien erien velvoite 1.0 %. Vähimmäisvarantojen määrä oli 31.8.1994 noin 6.6 mrd. markkaa.

Vähimmäisvarantovelvoite koskee seuraavia pankkeja:

Aktia Sparbank Ab
Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Citibank International plc Finland Branch
Interbank Osakepankki
Kansallisuottopankki Oy
Kansallis-Osake-Pankki
OP-kotipankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Suomen Säästöpankki – SSP Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Suur-Helsingin Osuuspankki

Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Ålandsbanken Ab
Muut säästöpankit ja osuuspankit.

Maksuvalmiusjärjestelmä

Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmä koostuu pankkien päivätalletuksista Suomen Pankissa sekä keskuspankin pankeille myöntämästä maksuvalmiusluotosta.

Maksuvalmiusluoton maturiteetti voi olla 1 päivä, 7, 14, 21 tai 28 päivää. Maturiteetista päättää Suomen Pankki. Lokakuusta 1992 alkaen maturiteetti on ollut 7 päivää. Maksuvalmiusluotolle vaaditaan täysimääräinen vakuus.

Päivätalletuksille maksettava ja maksuvalmiusluotosta perittävä korko on sidottu Suomen Pankin huutokauppakorkoon. Maksuvalmiusluoton korko on yhden prosenttiyksikön yli ja päivätalletuskorko kolme prosenttiyksikköä alle Suomen Pankin huutokauppakoron.

Huutokauppakorko määräytyy tarjouskilpailuissa. Normaalisti pankit voivat jättää tarjouksen sekä korosta että rahamäärästä, ja huutokauppakorko määritetään hyväksytyjen tarjousten painotettuna keskikorkona. Ns. määrähuutokaupoissa Suomen Pankki ilmoittaa etukäteen huutokauppakoron, ja pankit voivat jättää tarjouksiaan haluamistaan rahamääristä. Voimassa oleva huutokauppakorko on painotettu keskikorko, joka lasketaan yhden kuukauden periodissa viimeksi pidetyn tarjouskilpailun hyväksytyistä tarjouksista ja ilmaistaan vuotuisena korkona.

Suomen Pankin maksuvalmiusluottoon oikeutetut pankit ovat seuraavat:

Aktia Sparbank Ab
Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Citibank International plc Finland Branch
Interbank Osakepankki
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Suomen Säästöpankki – SSP Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Ålandsbanken Ab.

Sekkitilijärjestelmä

Suomen Pankin nykyinen sekkitilijärjestelmä, joka on keskeinen osa Suomen maksu- ja selvitysjärjestelmää, otettiin käyttöön maaliskuussa 1991. Sekkitiliviennit voidaan jakaa kolmeen pääryhmään: Ensimmäinen järjestelmään kirjaantuvat ne tiliviennit, jotka aiheutuvat Suomen Pankin ja pankkien välisistä tapahtumista, kuten Suomen Pankin rahamarkkinainterventioista tai rahahuollosta. Toiseksi järjestelmässä hoidetaan pankkien keskinäisten tapahtumien katteiden siirrot. Näistä huomattava osa liittyy raha- tai valuuttakauppoihin. Kolmanteen ryhmään kuuluvat mm. pankkien maksuliikenneclearing ja Helsingin Rahamarkkinakeskuksen ja Helsingin Arvopaperipörssin kaupankäynnin selvitykseen liittyvät tiliviennit.

Pankeilla on mikrotietokoneeseen perustuva työasemasovellus, joka on yhdistetty tietoliikenneverkon kautta Suomen Pankin sekkitilijärjestelmään. Työasemat ovat reaaliaikaisessa yhteydessä Suomen Pankin sekkitilietokantaan, ja työasemien välityksellä pankit hoitavat itse maksunsa muille Suomen Pankin sekkitilinhaltijoille.

Pankkien sekkitileille asetettiin 1.3.1993 alkaen kokeiluluonteisesti päivänsisäiset luottolimiitit. Käytäntö muuttui pysyväksi 1.12.1993. Maksuvalmiusluoton ehdot täyttävän pankin on annettava limiitille 25 prosentin vakuus ja muiden pankkien täysimääräinen vakuus. Vakuutena käytetään Suomen Pankin kuittausoikeutta pankin vähimmäisvarantotalletukseen tai muuta pankin erikseen antamaa vakuutta. Pankin sekkitili voi myös olla luotonon.

Sekkitilin haltijat:

Aktia Sparbank Ab
Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Citibank International plc Finland Branch
Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunta
Helsingin Rahamarkkinakeskus Oy
Interbank Osakepankki
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Suomen Säästöpankki – SSP Oy
Suomen Vientiluotto Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Suur-Helsingin Osuuspankki

Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Valtiokonttori
Valtion vakuusrahasto
Ålandsbanken Ab.

Peruskorko

Suomen Pankin peruskorosta päättää eduskunnan pankkivaltuusto Suomen Pankin johtokunnan tekemän esityksen perusteella. Peruskorko on eräs markkinoiden käyttämä viitekorko; noin 32 % (heinäkuu 1994) sekä talletus- että luottokoroista on sidottu siihen, ja nämä korot muuttuvat peruskoron muuttuessa. Peruskorko on ollut 1.2.1994 alkaen 5.25 %.

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja

Suomen Pankin julkaisuista on saatavissa täydellinen luettelo osoitteesta Suomen Pankki, julkaisu- ja kielipalvelut, PL 160, 00101 Helsinki, puh.(90) 1831.

Sarjajulkaisuja

Sarja A ISSN 0355-6034

A:89

Ralf Pauli (toim.) **Pankkitoiminnan rakennemuutos Suomessa** (Anne Turkkila **Suomalaisten pankkien kansainvälistyminen**; Juha Savela **Ulkomaiset pankit Suomessa**; Helka Jokinen – Heikki Solttila **Pankkien varainhankinnan ja varainkäytön muutokset**; Juha Savela **Pankin taseen ulkopuolisen toiminnan rakenne ja kehitys vuosina 1989–1993**; Sinikka Salo **Pankkisektorin kapasiteetti ja keskittyneisyys Suomessa**). 1994. 176 s. ISBN 951-686-399-X.

Sarja D ISSN 0355-6042

D:79

Antti Ripatti **Econometric Modelling of the Demand for Money in Finland**. 1994. 134 s. ISBN 951-686-400-7.

Keskustelualoitteita ISSN 0785-3572

1/94

Juha Tarkka **Implicit Interest as Price Discrimination in the Bank Deposit Market**. 28 s. ISBN 951-686-385-X.

2/94

Airi Heikkilä **Selvitys suorista sijoituksista Suomeen**. 59 s. ISBN 951-686-386-8.

3/94

Erkki Koskela – Jouko Vilmunen **Tax Progression is Good for Employment in Popular Models of Trade Union Behaviour**. 22 s. ISBN 951-686-387-6.

4/94

Anne Brunila **Investment and Financing Considerations: Evidence from Finnish Panel Data**. 28 s. ISBN 951-686-398-1.

5/94

Jarmo Kontulainen – Jouko Vilmunen **Viewpoints on "Three Assessments of Finland's Economic Crisis and Economic Policy"**. 19 s. ISBN 961-686-401-5.

6/94

Pia Ahlqvist **Käteisrahan kysyntä Suomessa 1992**. 1994. 52 s. ISBN 951-686-402-3.

7/94

Peter Nyberg – Vesa Vihriälä **The Finnish Banking Crisis and Its Handling (an update of developments through 1993)**. 1994. 49 s. ISBN 951-686-404-X.

8/94

Martin Dufwenberg – Heikki Koskenkylä – Jan Södersten **Manufacturing Investment and Taxation in the Nordic Countries**. 1994. 24 s. ISBN 951-686-405-8.

9/94

Paavo Peisa **Työn tuottavuuden kasvu toimialojen kokemusten valossa**. 1994. 27 s. ISBN 951-686-406-6.

10/94

Lauri Kajanoja **Spekulatiivisten hyökkäysten teoria ja paineet Suomen markan kurssia kohtaan 1985–1992**. 1994. 87 s. ISBN 951-686-407-4.

11/94

Kari Takala – Matti Virén **Chaos and Non-linear Dynamics: Evidence from Finland**. 50 s. ISBN 951-686-408-2.

12/94

Aija Salomaa **Suorien sijoitusten uudelleen sijoitettujen voittojen seuranta ja ennustaminen**. 22 s. ISBN 951-686-409-0.

13/94

Risto Murto **Nonlinear Dynamics of Speculative Attacks on the Finnish Markka, 1987–1992.** 27 s. ISBN 951-686-410-4.

14/94

Ilmo Pyyhtiä **Investment Plans, Innovations and Credit Market Deregulation. Empirical results with the Finnish data.** 20 s. ISBN 951-686-411-2.

15/94

Taru Lehto **The Level of a Central Bank's International Reserves: Theory and Cross-Country Analysis.** 80 s. ISBN 951-686-412-0.

16/94

Heikki Koskenkylä – Jukka Vesala **Finnish Deposit Banks 1980–1993: Years of Rapid Growth and Crisis.** 33 s. ISBN 951-686-414-7.

17/94

Erkki Koskela – Jouko Vilmunen **Monopoly Unions, Corporatism and Optimal Structure of Labour Taxation.** 23 s. ISBN 951-686-415-5.

Idäntalouksien katsauksia ISSN 1235-7405

1/94

Pekka Sutela **Insider Privatization in Russia: Speculations on Systemic Change.** 22 s.; Inkeri Hirvensalo **Banking in St. Petersburg.** 18 s.

2/94

Merja Tekoniemi **Venäjän keskeiset taloustapahtumat loka-joulukuussa 1993.** 11 s.; Aleksei Tkatchenko **Pienyritysten yksityistäminen Venäjällä.** 23 s.; Jarmo Eronen **Konversio Venäjällä: tulosten tarkastelua.** 10 s.; **Idäntalouksien loka-joulukuu 1993.** 17 s.

3/94

Juhani Laurila **Direct Investment from Finland to Russia, Baltic and Central Eastern European Countries: Results of a Survey by the Bank of Finland.** 14 s.; Juhani Laurila **Finland's Changing Economic Relations**

with Russia and the Baltic States. 11 s.; Jouko Rautava **EC Integration: Does It Mean East-West Disintegration.** 8 s.; Eugene Gavrilenkov **Macroeconomic Crisis and Price Distortions in Russia.** 20 s.; Eugene Gavrilenkov **Russia: Out of the Post-Soviet Macroeconomic Deadlock through a Labyrinth of Reforms.** 22 s.

4/94

Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys 1993.** 16 s.; Seija Lainela **Baltian maat vuonna 1993.** 19 s.; Jouko Rautava **Suomen idänkauppa 1990–93.** 7 s. **Tilastotietoja.** 8 s.

5/94

Pekka Sutela **Production, Employment and Inflation in the Baltic Countries.** 22 s.; Seija Lainela **Private Sector Development and Liberalization in the Baltics.** 14 s.; Seija Lainela **Small Countries Establishing Their Own Independent Monetary Systems: the Case of the Baltics.** 17 s.

6/94

Merja Tekoniemi **Työttömyys ja sosiaaliturva Venäjällä.** 31 s.; Merja Tekoniemi **Venäjän keskeiset taloustapahtumat tammi-maaliskuussa 1994.** 12 s.; Tuula Ryttilä **Itäisen Euroopan talouskehitys 1993.** 16 s. **Tilastotietoja.** 7 s.

7/94

Pekka Sutela **Fiscal Federalism in Russia.** 23 s.; Jouko Rautava **Interdependence of Politics and Economic Development: Financial Stabilization in Russia.** 12 s.; Eugene Gavrilenkov **"Monetarism" and Monetary Policy in Russia.** 8 s.

Keskustelualoitteita

Chaos and Nonlinear Dynamics: Evidence from Finland

Kari Takala – Matti Virén
11/94

Tutkimuksessa testataan taloudellisten aikasarjojen dynamiikkaan liittyviä epälineaarisuuksia. Testit koostuvat sekä tavanomaisista diagnostisista testeistä että eräistä uusista epälineaarisuuksien olemassa oloa selvittävistä testimenetelmistä. Jälkimmäiset testit liittyvät kaaosteorian sovellutuksiin, ns. pitkän muistin malleihin ja epäsymmetrisen sopeutumisen malleihin.

Empiiriset analyysit tehdään kymmenellä Suomea koskevalla kuukausisarjalla, jotka kattavat ajanjakson 1920 – 1993. Testit tukevat kiistatta sitä oletusta, että aikasarjoissa on epälineaarisuuksia. Epälineaarisuudet eivät kuitenkaan välttämättä heijasta determinististä kaaosta. Epälineaarisuuksia on sekä yksittäisissä muuttujissa että muuttujien välisissä riippuvuuksissa. Nimellisten ja reaalisten aikasarjojen epälineaarisuudet näyttävät jonkin verran eroavan toisistaan määrältään ja luonteeltaan. ■

Suorien sijoitusten uudelleen sijoitettujen voittojen seuranta ja ennustaminen

Aija Salomaa
12/94

Suorien sijoitusten uudelleen sijoitetut voitot on kirjattava maksutaseeseen sille ajanjaksolle, jolloin voitot ansaitaan. Maksutasetta varten Suomen Pankki kerää tietoja suomalaisten yritysten ulkomaisiin kohteisiin ja ulkomaiden yritysten suomalaisiin kohteisiin uudelleen sijoitetuista voitoista. Koska tiedot saadaan kerätyksi vasta noin 1½ vuotta myöhemmin kuin ennakkotietoja tarvitaan, on uudelleen sijoitetut voitot Kansainvälisen valuuttarahaston mukaan ennustettava maksutasetta laadittaessa.

Uudelleen sijoitettujen voittojen arviointia lähestyttiin sekä yrityskohtaisesta että kokonaistaloudellisesta näkökulmasta. Lisäksi kehitettiin menetelmä, jonka avulla voidaan seurata kansainvälistyneiden suomalaisyritysten tuloskehitystä. Tutkimuksessa muodostettiin myös ekonometrinen malli, jossa kokonaistaloudellisen kehityksen avulla selitetään suorien sijoitusten tuloskehitystä Suomessa ja ulkomailla.

Saatujen tulosten perusteella suorien sijoitusten uudelleen sijoitettujen voittojen ennusteen pohjana kannattaa käyttää tutkimuksessa muodostettua mallia. Suomesta ulkomaille tehdyissä sijoituksissa seurataan mallin perusteella tehdyn ennusteen rinnalla myös yrityskohtaista tuloskehitystä. Ainoastaan yrityskohtaista tuloskehitystä seuraamalla ei kuitenkaan voida luotettavasti arvioida yritysten ulkomaisten sijoituskohteiden tulevaa tuloskehitystä. ■

Nonlinear Dynamics of Speculative Attacks on the Finnish Markka, 1987 – 1992

Risto Murto
13/94

Tutkimuksessa tarkastellaan empiirisesti Suomen lyhyiden korkojen dynamiikkaa epälineaaristen aikasarjamallien avulla. Aineistona ovat yhden ja kolmen kuukauden heliborkorkojen päivähavainnot vuosilta 1987 – 1992. Tarkasteltavat aikasarjamallit kuuluvat ns. STAR-mallien joukkoon. Tulosten mukaan epälineaarisia malleja tarvitaan erityisesti kuvaamaan spekulatiivisiin hyökkäyksiin liittyviä voimakkaita korkojen muutoksia. ■

Investment Plans, Innovations and Credit Market Deregulation: Empirical Results with the Finnish data

Ilmo Pyyhtiä
14/94

Julkaisu täydentää kirjoittajan aiempia tutkimuksia uutisten vaikutuksista teollisuuden investointisuunnitelmiin. Tässä tarkastellaan rahoitusmarkkinoiden vapautumisen vaikutuksia investointisuunnitelmien toteutumiseen.

Tutkimus hyödyntää Suomen Pankin investointikyselyiden tuottamaa aineistoa.

Estimointitulokset tukevat aiempia havaintoja investointisuunnitelmien muutoksista. Uutiset eli yllättävät havainnot saavat yritykset muuttamaan investointisuunnitelmiaan. Estimointitulosten perusteella ei voida osoittaa, että rahoitusmarkkinoiden liberalisoiminen olisi vaikuttanut investointisuunnitelmien toteutumiseen. Hypoteesia, jonka mukaan investointisuunnitelmien toteutumismalli on pysynyt samana, ei voida hylätä rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen jälkeisenä aikana.■

The Level of a Central Bank's International Reserves: Theory and Cross-Country Analysis

Taru Lehto
15/94

Tutkimuksessa esitellään valuuttavarannon koon teoriaa ja käydään läpi varannon kysyntään vaikuttavia tekijöitä aikaisempien tutkimusten valossa. Empiirisessä osassa selvitetään aiemmissä tutkimuksissa saatujen riippuvuussuhteiden paikkansapitävyyttä uuden ja laajemman aineiston pohjalta sekä verrataan Suomen valuuttavarannon kehitystä muihin maihin. Aineisto on koottu vuosilta 1974 – 1991 kaikkiaan 56 eri maasta, joista 22 on teollisuusmaita ja 34 vähemmän kehittyneitä maita.

Sekä teollisuusmaille että vähemmän kehittyneille maille maan kaupan avoimuus on tärkeä tekijä valuuttavarannon kokoa määrittäessä: mitä suurempi osuus ulkomaankaupalla on maan tuotannosta, sitä enemmän pyritään pitämään valuuttavarantoa. Tulosten mukaan rahan määrän kasvu lisää myös valuuttavarannon tarvetta, kun korkotaso puolestaan korreloi negatiivisesti varannon tason kanssa, ainakin vähemmän kehittyneissä maissa. Teollisuusmaissa varannon kysyntä kasvaa, kun maksutaseen vuosittaiset vaihtelut lisääntyvät. Lisäksi tulosten mukaan valuuttavarannon koko sopeutuu hitaasti pitkän aikavälin tavoite-tasoonsa.■

Finnish Deposit Banks 1980 – 1993: Years of Rapid Growth and Crisis

Heikki Koskenkylä – Jukka Vesala
16/94

Selvityksessä tarkastellaan Suomen talletuspankkien kasvua vuosina 1980 – 1993 taseiden kokonaiskasvun, luotonannon ja yleisötalletusten kehityksen sekä keskeisimpien tasarakenteiden muutosten kannalta. Ensiksi tarkastellaan koko toimialaa, toiseksi liike-, säästö- ja osuuspankkeja ryhminä ja vielä erikseen suurimpia liikepankkeja. Lopuksi on lyhyt vertailu Pohjoismaiden kesken.

Selvityksessä pohditaan, miten kokonaistaloudelliset muutokset ja erityisesti toimialakohtaiset tekijät vaikuttivat pankkien kasvun ja markkinaosuuskilpailun voimakkaaseen kiihtymiseen sen jälkeen, kun antolainauksen korkosääntely purettiin ja valuutansäännöstyä lievennettiin. Toimialatason kannalta käsitellään pankkien riskinoton muuttumista nopean kasvun aikana, pankkien sääntelyn ongelmia ja lisäksi pankkien omia kustannuspaineita, jotka johtivat kasvuun ja kilpailuun markkinaosuuksista. Pankkien toimintaympäristön muutokset ja suhdannekehitys vaikuttivat toki osaltaan kannattavuuskriisin syntyyn 1990-luvun alussa, mutta perimmäisinä syinä voidaan pitää pankkien strategiavalintoja ja mainittuja toimialakohtaisia tekijöitä.■

Monopoly Unions, Corporatism and Optimal Structure of Labour Taxation

Erkki Koskela – Jouko Vilminen
17/94

Kilpailuun perustuvan työmarkkinoiden teorian mukaan on työllisyyden ja hyvinvoinnin kannalta samantekevää kummalta osapuolelta – työntekijöiltä vai työnantajilta – sosiaaliturvamaksut peritään. Pitääkö samantekevyys paikkansa epätäydellisesti kilpailevilla työmarkkinoilla, joilla ay-liike asettaa palkat tai niistä neuvotellaan? Tutkimuksessa käytetään ns. monopoliliittomallia palkkojen ja työllisyyden määräytymiseen ja osoitetaan, että samantekevyys pätee, mikäli veropohjat ovat yhtä suuret eikä palkanmuodostukseen liity epävarmuutta. Vääristymän aiheuttaa ay-liike

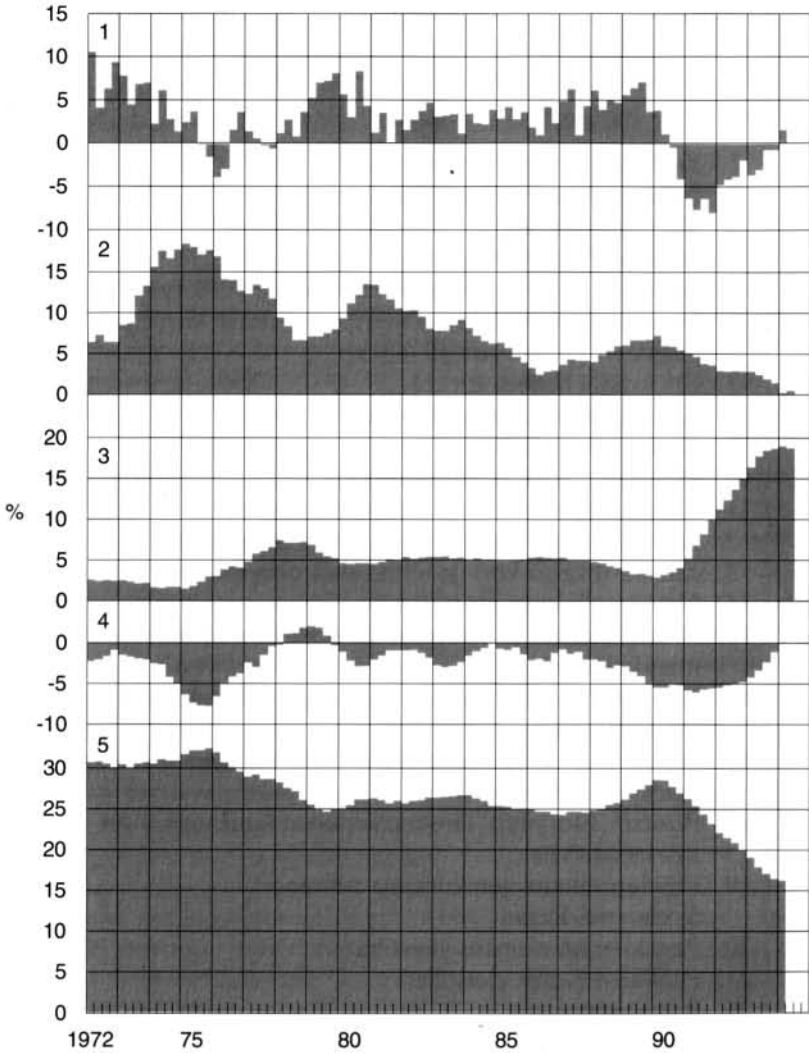
asettamalla palkan liian suureksi. Hyvinvoinnin kannalta sosiaaliturvamaksu pitäisi tällöin korvata palkkasubventiolla, joka olisi sitä suurempi, mitä korporatiivisempia liitot ovat.

Jos palkanmuodostukseen liittyy epävarmuutta ja liitot kaihtavat riskejä, samantekevyyys ei enää päde, vaikka veropohjat ovat yhtä

suuret. Olisi siis hyödyllistä asettaa sosiaaliturvamaksut sekä työntekijöille että työnantajille. Optimaalisinta olisi verottaa työntekijöitä ja tukea työnantajia; karkeasti ottaen edellinen toimii vakuutuksena ja jälkimmäinen korjaa palkan määräämisestä johtuvaa työmarkkinoiden vääristymää. ■

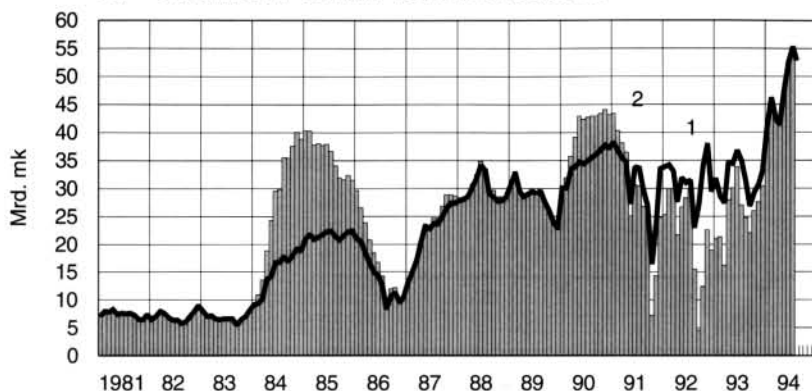
1. Keskeiset tasapainomuuttajat
2. Suomen Pankin valuuttavaranto
3. Vähimmäisvarantojärjestelmä
4. Suomen Pankin korkoja
5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa
6. Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmän korot ja pankkien välinen yön yli -korko
7. Päivittäisiä heliborkorkoja
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja
9. Obligaatiokorkoja
10. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia korkoja
11. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia korkoja
12. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja
13. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja
14. Markan ulkoinen arvo
15. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkaurssit
16. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkaurssit
17. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkaurssit
18. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkaurssit
19. Eräiden valuuttojen kurseja suhteessa Saksan markkaan
20. Pankkien ottolainaus yleisöltä
21. Pankkien luotot yleisölle
22. Raha-aggregaatit
23. Viitekorkoja
24. Pankkien markkaluottokannan korkosidonnaisuudet
25. Pankkien uusien markkaluottojen korkosidonnaisuudet
26. Pankkien uusien asuntoluottojen korkosidonnaisuudet
27. Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet
28. Pankkien talletuskannan rakenne
29. Pankkien talletuskorot
30. Pankkien markkamääräisen anto- ja ottolainauksen keskikorkoja
31. Pankkien uusien kotitalousluottojen keskikorkoja
32. Vaihtotase
33. Suomen ulkomainen nettovelka
34. Maksutase
35. Pitkäaikainen valtionvelka

1. Keskeiset tasapainomuuttujat



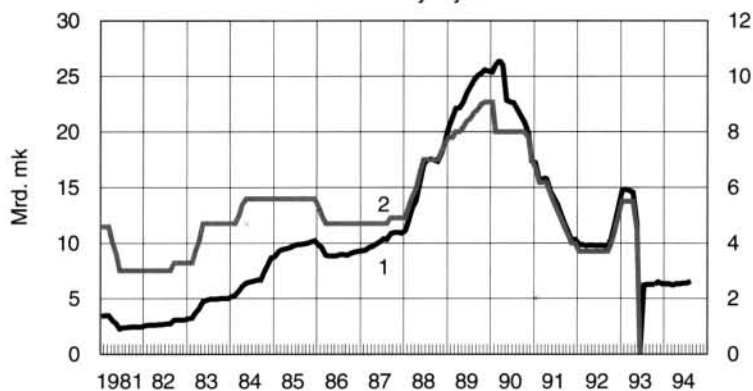
1. BKT, määrän muutos edellisen vuoden vastaavasta neljänneksestä, %
2. Kuluttajahinnat, muutos edellisen vuoden vastaavasta neljänneksestä, %
3. Työttömyysaste, %
4. Vaihtotaseen yli- tai alijäämä, % BKT:sta
5. Kiinteät investoinnit, % BKT:sta

2. Suomen Pankin valuuttavaranto



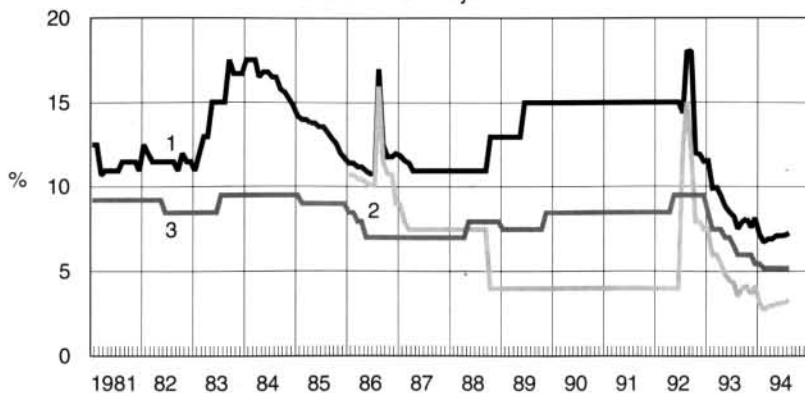
1. Vaihdettava valuuttavaranto
2. Vaihdettava valuuttavaranto + termiiasema

3. Vähimmäisvarantojärjestelmä



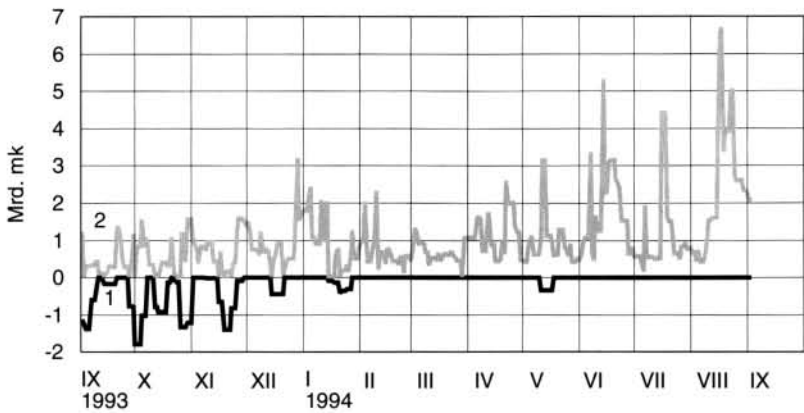
1. Pankkien vähimmäisvarantotalletukset, ennen 1.7.1993 kassavarantotalletukset (vasen asteikko)
2. Kassavarantoprosentti ennen 1.7.1993 (oikea asteikko)

4. Suomen Pankin korkoja



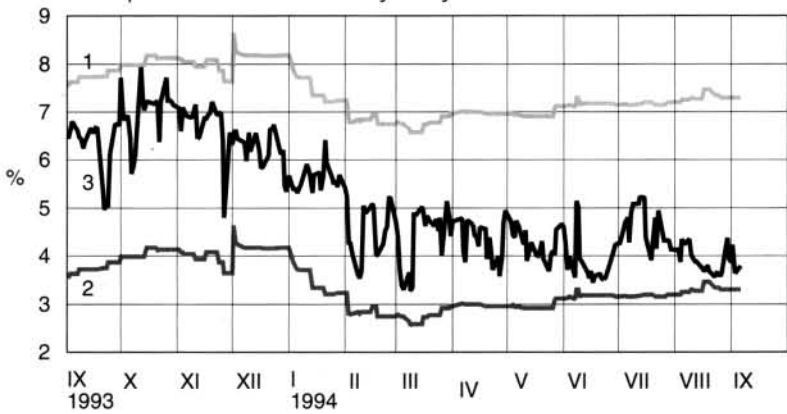
1. Maksuvalmiusluoton korko (ennen 3.7.1992 päiväluottokorko)
2. Päivätalletuskorko
3. Peruskorko

5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa



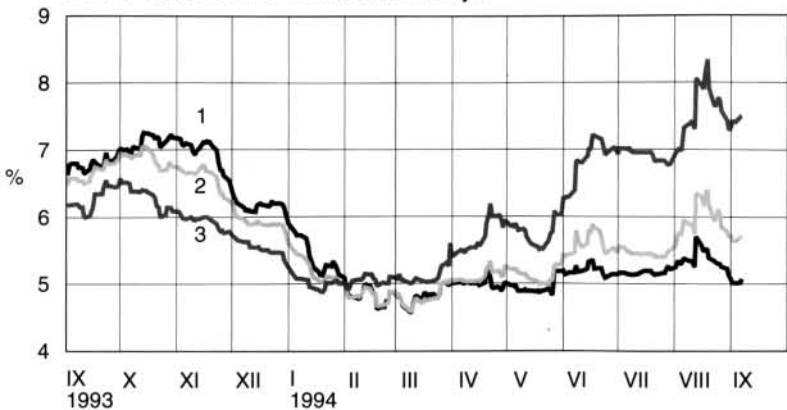
1. Maksuvalmiusluotot (-)
2. Päivätalletukset

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



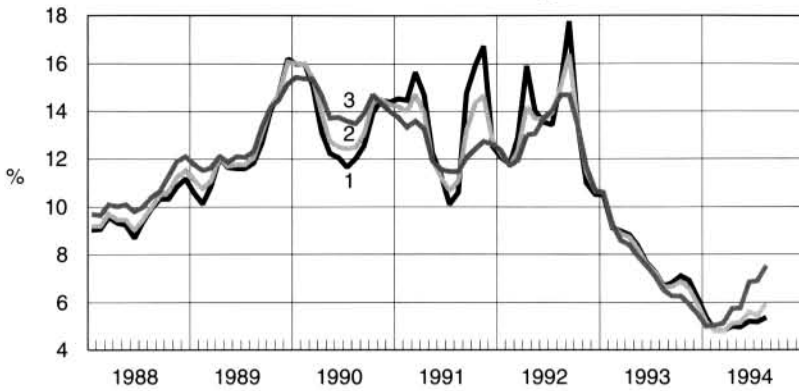
1. Maksuvalmiusluoton korko
2. Päivätalletuskorko
3. Pankkien välinen yön yli -korko

7. Päivittäisiä heliborkorkoja



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

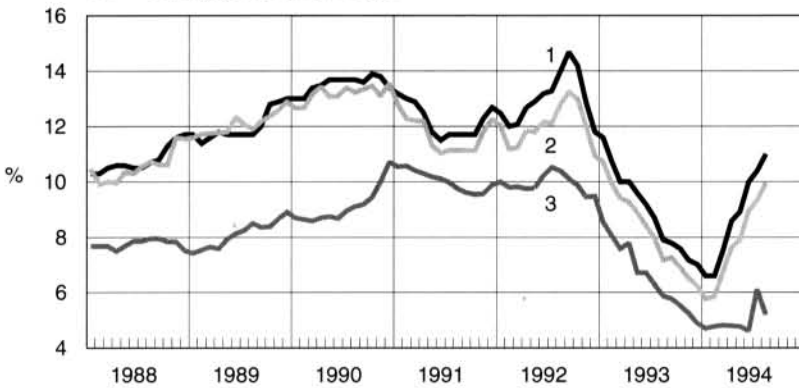
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja



Kuukausikeskiarvoja

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

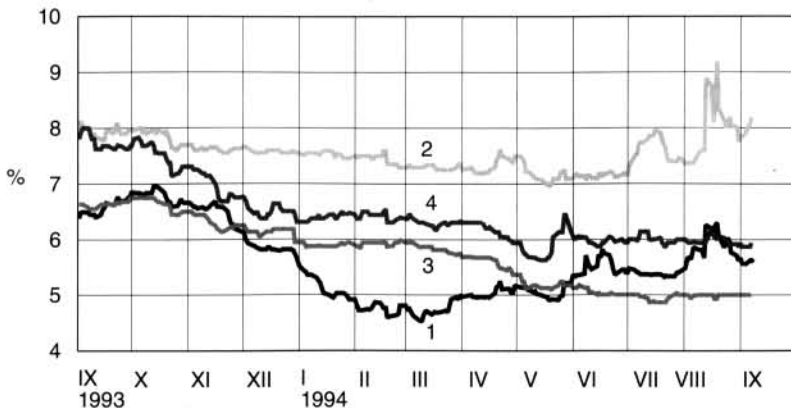
9. Obligaatiokorkoja



Kuukausikeskiarvoja

1. Suomen Pankin 5 vuoden viitekorko
2. Ennen toukokuuta 1991 valtion 4–5 vuoden verollisten obligaatioiden tuotto. Toukokuusta 1991 lähtien valtion 15.3.1996 erääntyvän verollisen obligaatiolainan tuotto (lainan kuponnikorko on 11,75 %)
3. Valtion 4–5 vuoden verottomien obligaatioiden tuotto

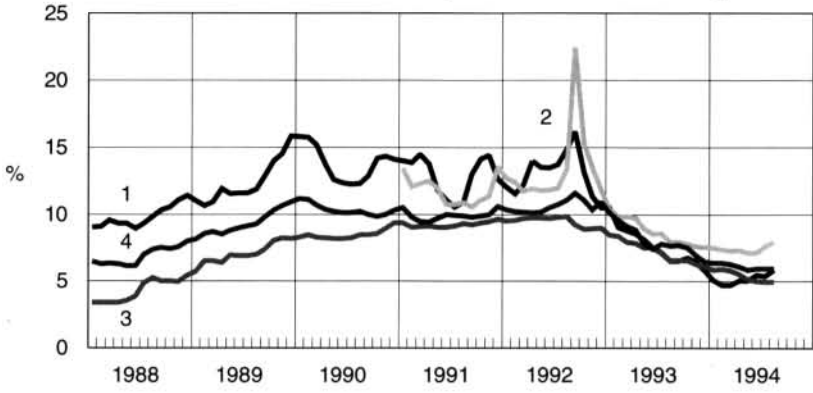
10. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia korkoja



3 kuukauden korkoja

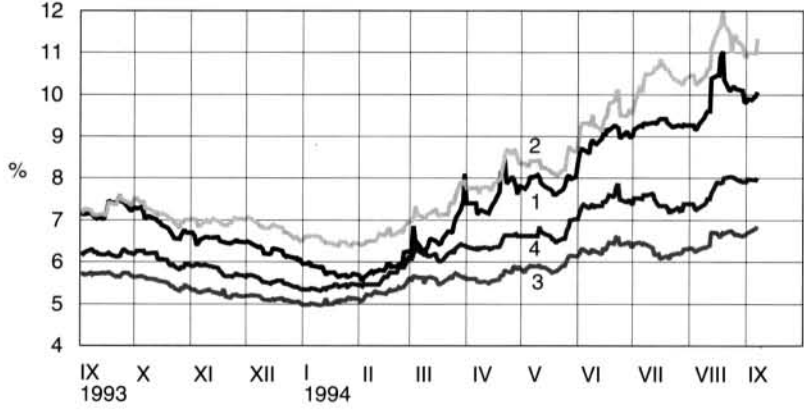
1. Heliborkorko
2. Ruotsin stiborkorko
3. Saksan markan eurokorko
4. Markkinaecun korko

11. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia korkoja



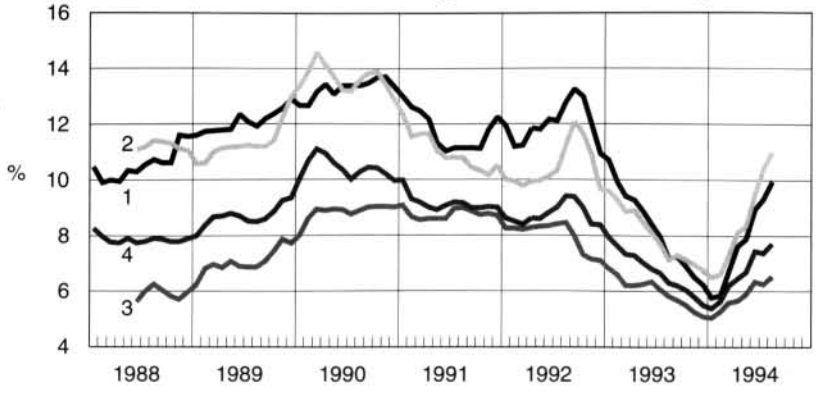
- 3 kuukauden korkoja
1. Heliborkorko
 2. Ruotsin stiborkorko
 3. Saksan markkan eurokorko
 4. Markkinaecun korko

12. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja



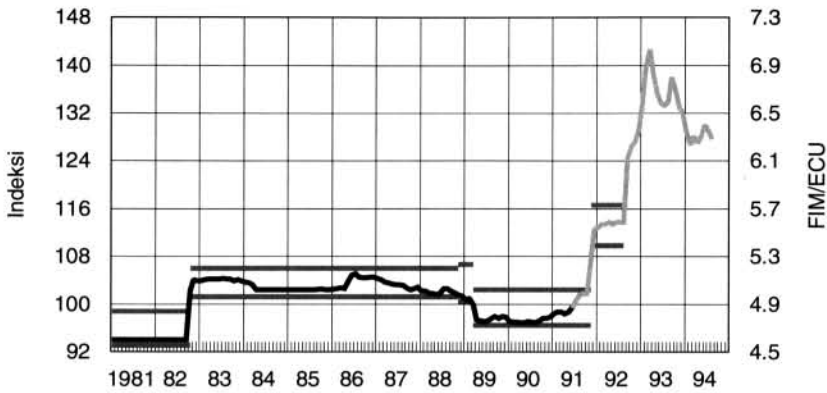
- 5 vuoden obligaatiokorkoja
1. Suomen valtio
 2. Ruotsin valtio
 3. Saksan valtio
 4. Markkinaecun korko

13. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja



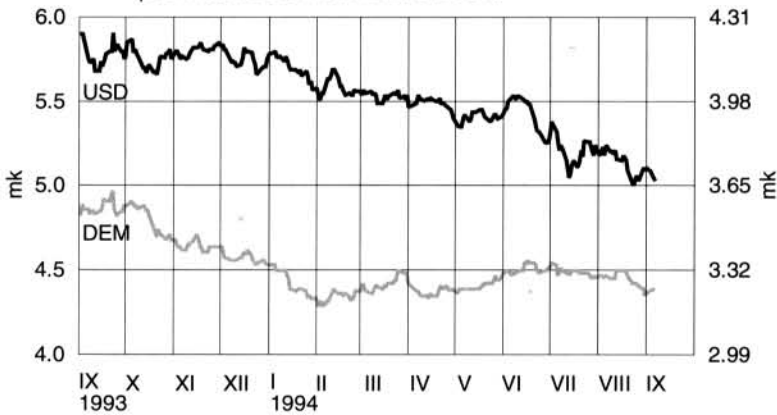
- 5 vuoden obligaatiokorkoja
1. Suomen valtio
 2. Ruotsin valtio
 3. Saksan valtio
 4. Markkinaecun korko

14. Markan ulkoinen arvo



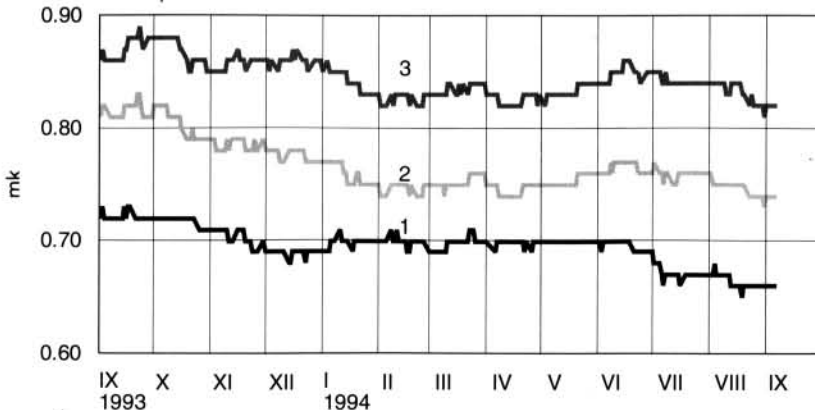
Kuukausikeskiarvoja
 Suomen Pankin valuuttaindeksi ennen 7.6.1991.
 Ecu:n markkakurssi
 7.6.1991 alkaen.
 Markan kurssi kelluu
 8.9.1992 lähtien.

15. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkakurssit



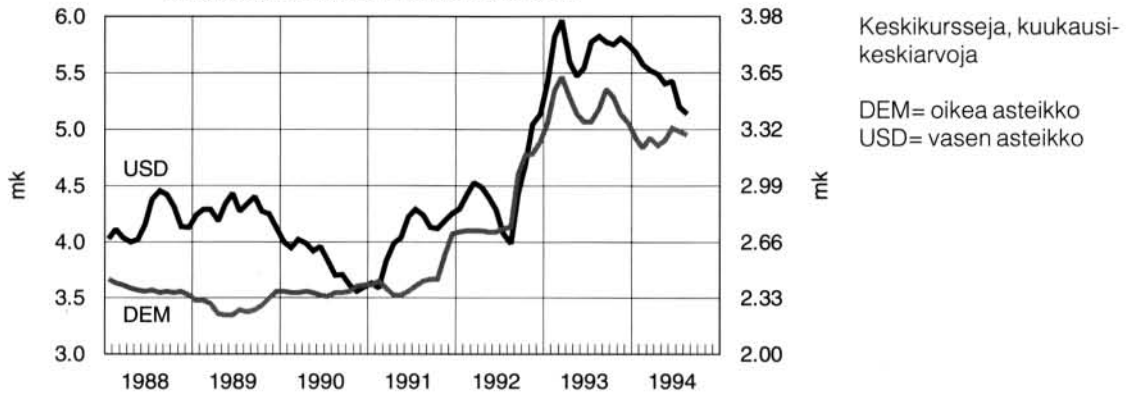
Keskikursseja
 DEM = oikea asteikko
 USD = vasen asteikko

16. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkakurssit

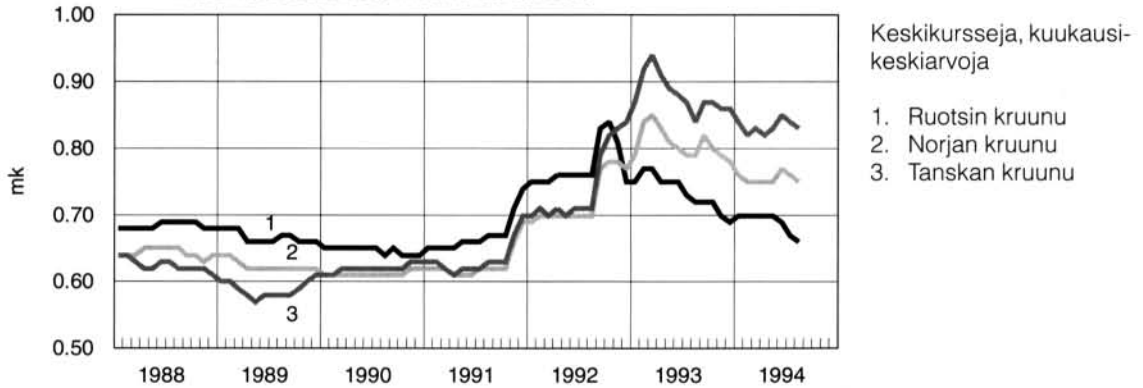


Keskikursseja
 1. Ruotsin kruunu
 2. Norjan kruunu
 3. Tanskan kruunu

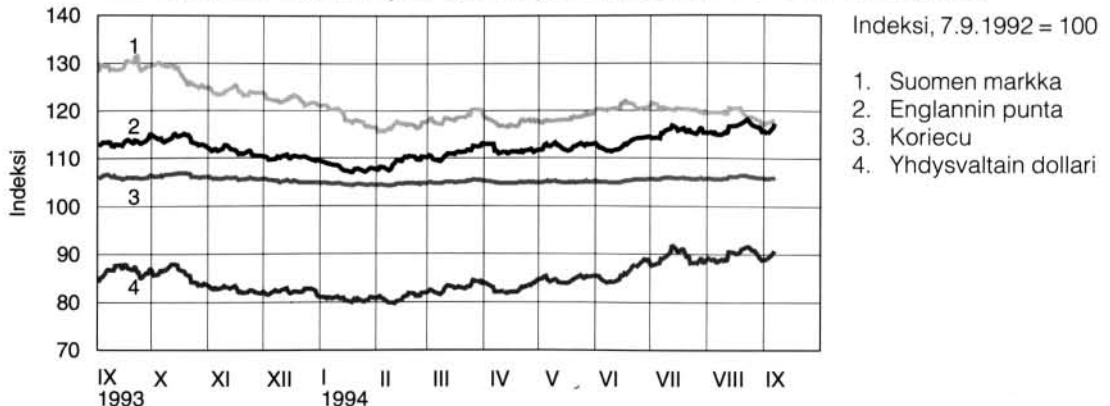
17. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkaurssit



18. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkaurssit



19. Eräiden valuuttojen kurssieja suhteessa Saksan markkaan



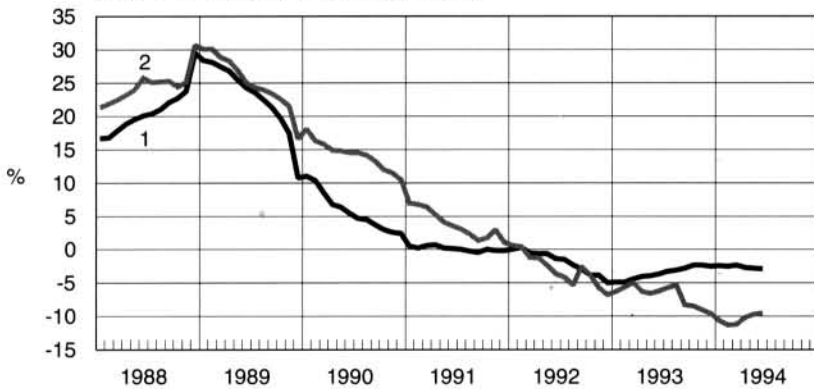
20. Pankkien ottolainaus yleisöltä



1. Markkatalletukset
2. Koko ottolainaus

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

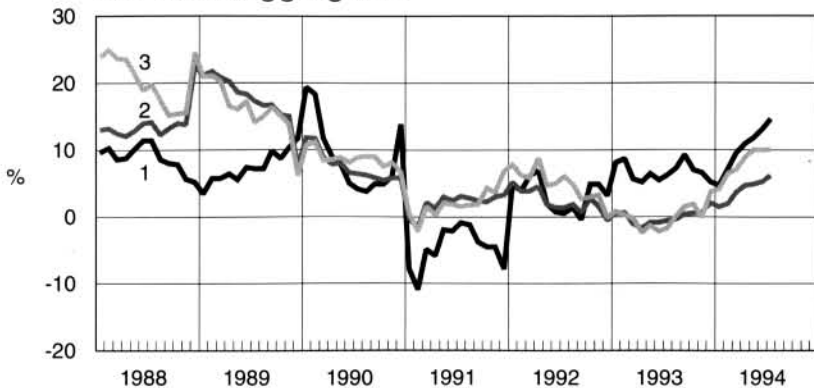
21. Pankkien luotot yleisölle



1. Markka-antolainaus
2. Markka- ja valuuttaluotot

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

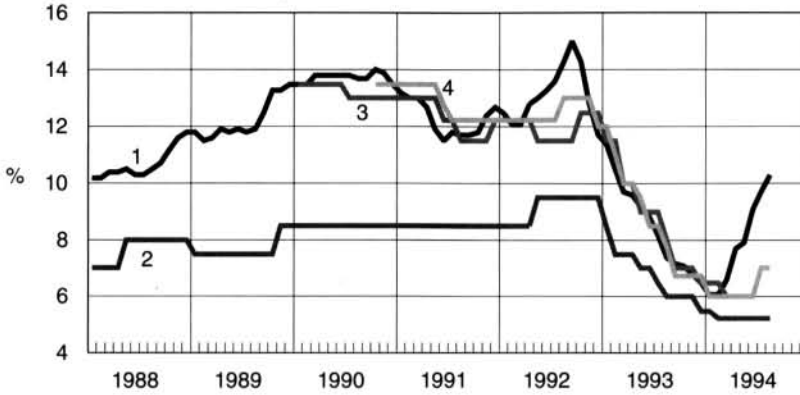
22. Raha-aggregaatit



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

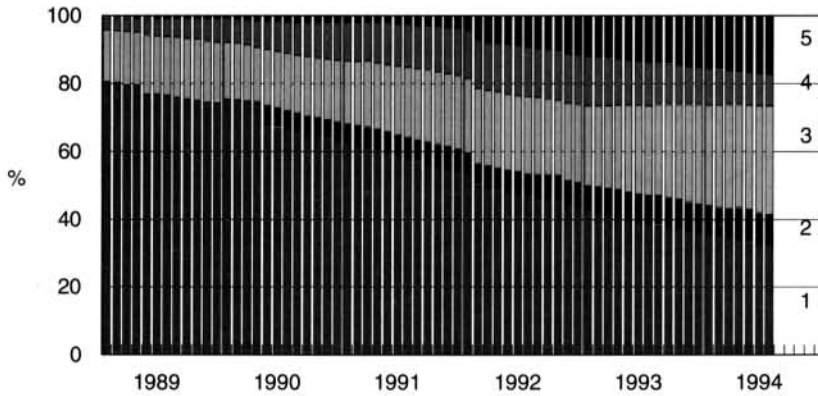
Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

23. Viitekorkoja



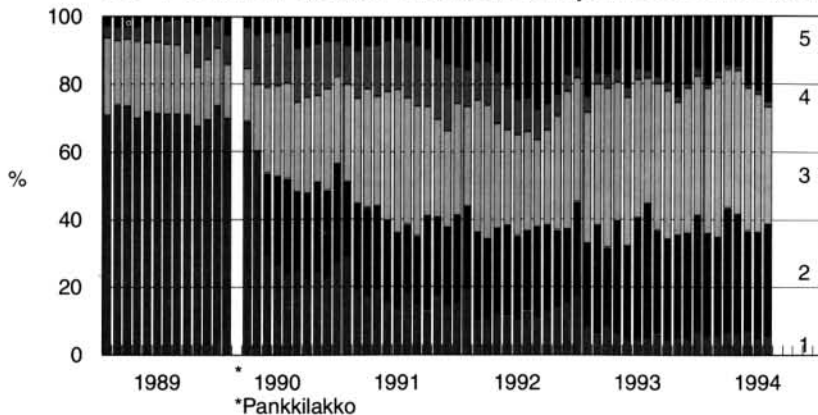
1. Suomen Pankin kolmen vuoden viitekorko
2. Peruskorko
3. Postipankki Oy:n primekorko
4. Osuuspankkiryhmän primekorko

24. Pankkien markkaluottokannan korkosidonnaisuudet



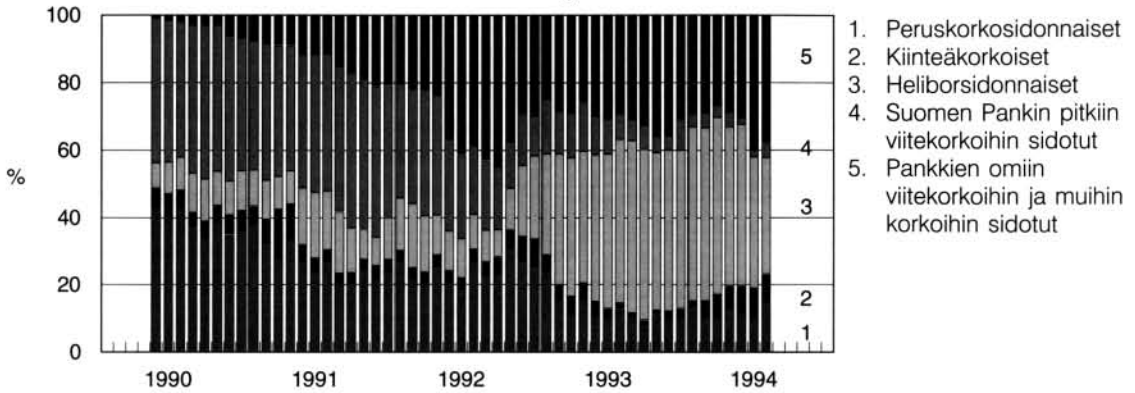
1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Pankkien omaan viitekorkoihin ja muihin korkoihin sidotut

25. Pankkien uusien markkaluottojen korkosidonnaisuudet

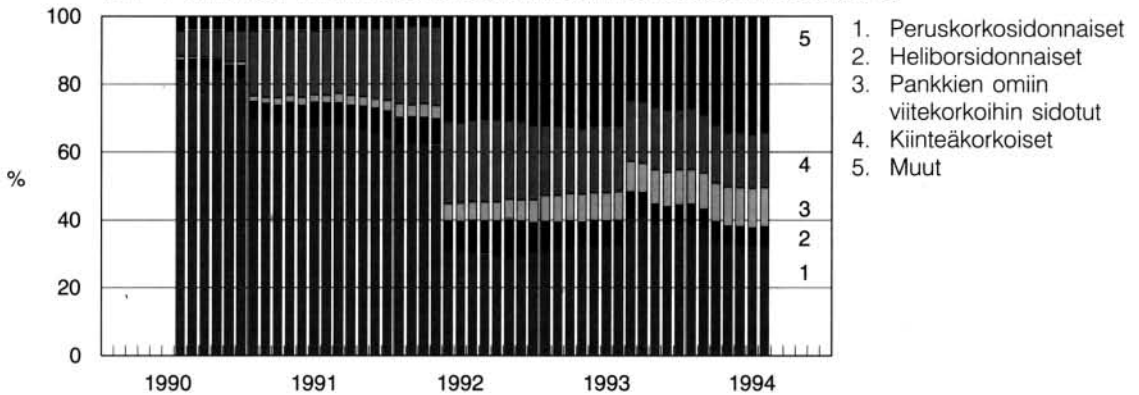


1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Pankkien omaan viitekorkoihin ja muihin korkoihin sidotut

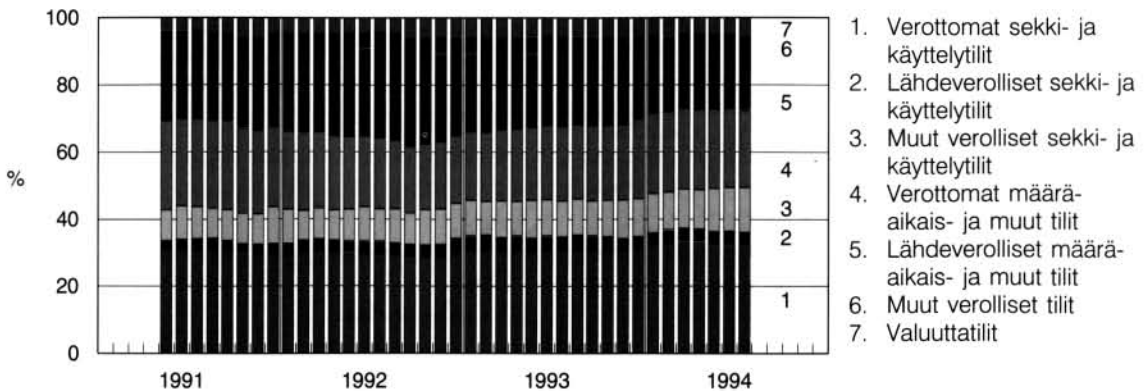
26. Pankkien uusien asuntoluottojen korkosidonnaisuudet



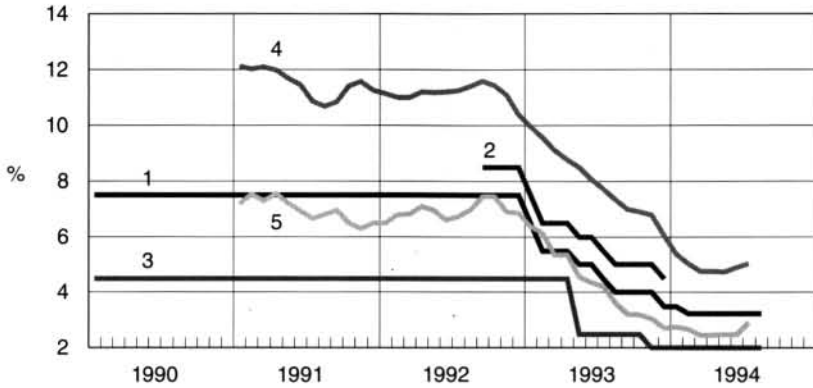
27. Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet



28. Pankkien talletuskannan rakenne

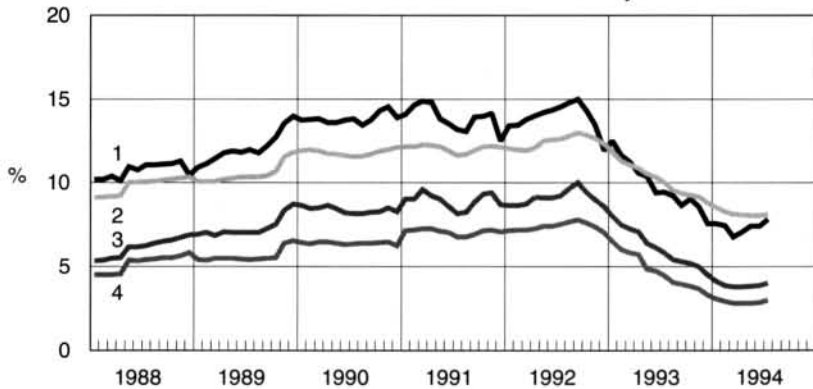


29. Pankkien talletuskorot



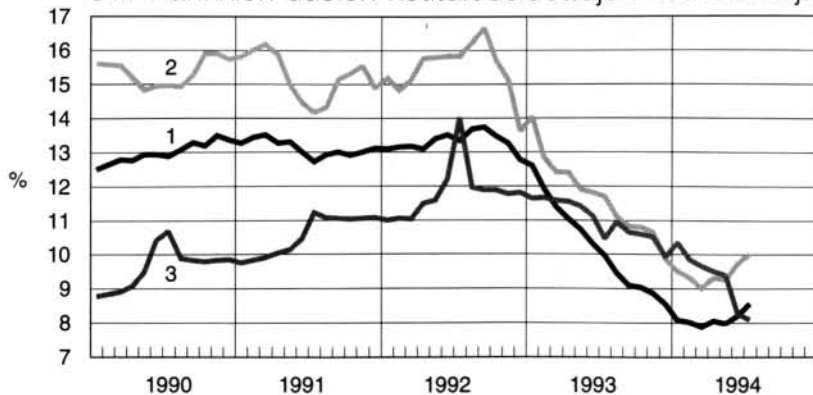
1. 24 kuukauden verottoman talletustilin korko
2. 36 kuukauden verottoman talletustilin korko
3. Verottoman käyttelytilin enimmäiskorko
4. Lähdeverollisten määräaikaistilien keskiporko
5. Lähdeverollisten käyttelytilien keskiporko

30. Pankkien markkamääräisen anto- ja ottolainauksen keskiporkoja



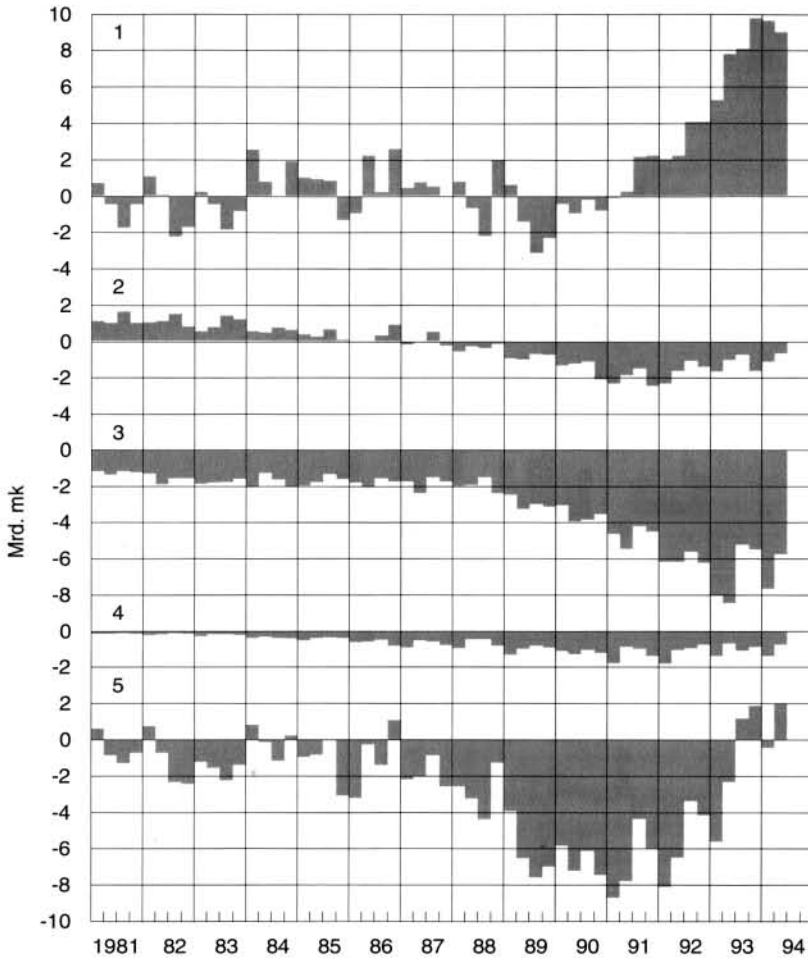
1. Uusi antolainaus
2. Antolainauskanta
3. Koko ottolainaus
4. Talletukset

31. Pankkien uusien kotitalousluottojen keskiporkoja



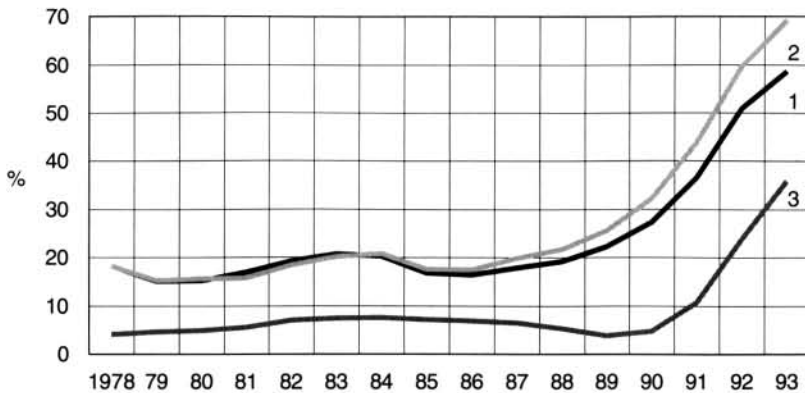
1. Asuntoluotot
2. Kulutusluotot
3. Opintoluotot

32. Vaihtotase



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

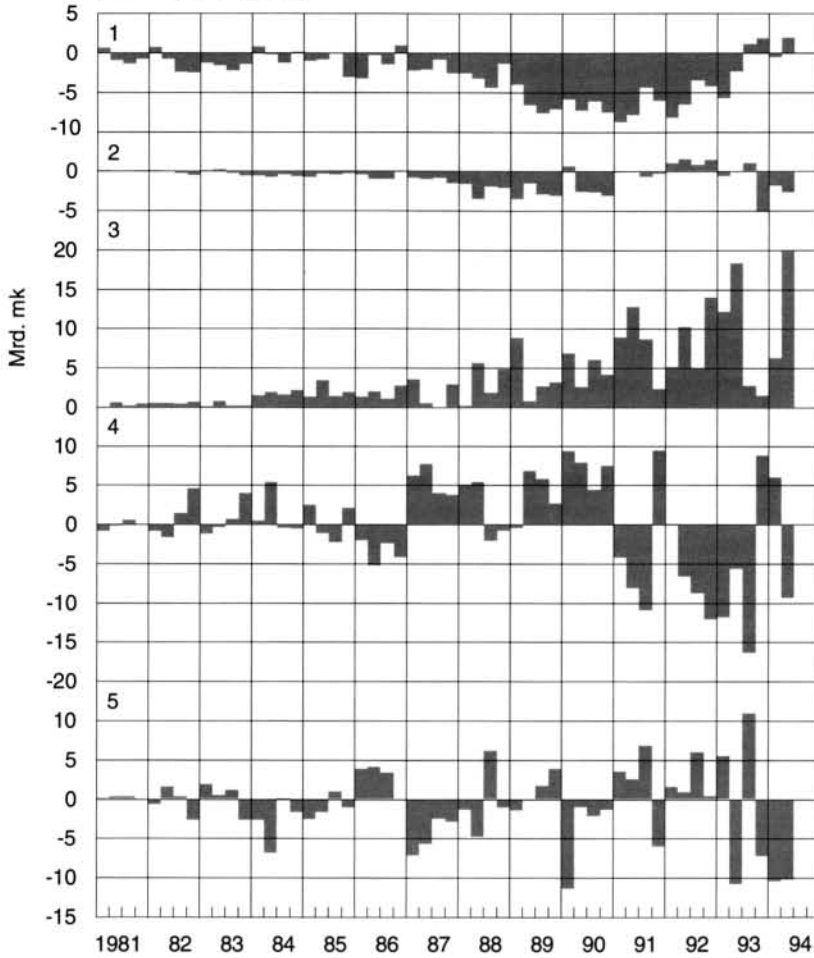
33. Suomen ulkomainen nettovelka



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

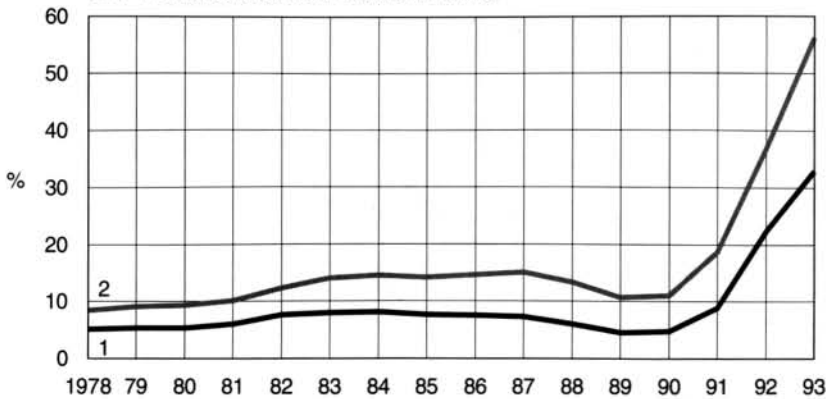
% BKT:sta

34. Maksutase



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

35. Pitkäaikainen valtionvelka



- 1. Valuuttamääräinen
 - 2. Yhteensä
- % BKT:sta

Suomen Pankki 30.6.1994*

Eduskunnan pankkivaltuusto

Pentti Mäki-Hakola, puheenjohtaja
Jussi Ranta, varapuheenjohtaja
Paavo Väyrynen

Mauri Miettinen
Tuulikki Hämäläinen
Olavi Ala-Nissilä

Jörn Donner
Esko Seppänen
Tellervo Renko

Johtokunta

Sirkka Hämäläinen, johtokunnan puheenjohtaja
Harri Holkeri
Esko Ollila
Kalevi Sorsa
Matti Vanhala

Johtaja

Pentti Koivikko

Osastot ja yksiköt

Hallinto-osasto

Urpo Levo

Henkilöstöosasto

Riitta Jokinen

Johtokunnan neuvonantaja

Anton Mäkelä

Idäntalouksien yksikkö

Kari Pekonen

Julkaisu- ja kielipalvelut

Antero Arimo

Kansainvälinen sihteeristö

Kjell Peter Söderlund

Kansantalouden osasto

Johnny Åkerholm

Kehitysyksikkö

Pirkko Pohjoisaho-Aarti

Lakiasiat

Arno Lindgren

Laskentaosasto

Ossi Leppänen

Maksuliikeosasto

Raimo Hyvärinen

Maksuvälineosasto

Antti Heinonen

Markkinaoperaatioiden os.

Markus Fogelholm

Rahapolitiikan osasto

Pentti Pikkarainen

Rahoitusmarkkinaosasto

Kaarlo Jännäri

Johtokunnan neuvonantajat

Heikki Koskenkylä,
Peter Nyberg, Ralf Pauli

Tarkastusosasto

Timo Männistö

Tiedotus

Antti Juusela

Tietojenkäsittelyosasto

Pertti Simola

Tietopalveluosasto

Esa Ojanen

Turvallisuus

Jyrki Ahvonen

Tutkimusosasto

Pekka Ilmakunnas

Johtokunnan neuvonantaja

Kari Puumanen

**Johdon sihteeristö, pankkivaltuuston
ja johtokunnan sihteeri**
Heikki T. Hämäläinen

Haarakonttorit

Kuopio, Oulu, Tampere, Turku

Setec Oy

Veli Tarvainen, toimitusjohtaja

* Suomen Pankin yhteydessä toimii 1.10.1993 lähtien rahoitustarkastus.