



Euro & talous

4 • 2002



- Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne
 - Rahoitusjärjestelmän vakaus
 - Euroalueen rahoitustasapainon kehityspiirteitä
 - Uusi lainsäädäntö monipuolistaa rahoituspalveluja
-

Markka & talous -lehden
10. vuosikerta / 10:e årgången av
Markka & talous

Euro & talous -lehden
4. vuosikerta / 4:e årgången av
Euro & talous

Lehti ilmestyy
neljä kertaa vuodessa ja julkaistaan
myös Suomen Pankin kotisivulla
(www.suomenpankki.fi).
Tidskriften utkommer
fyra gånger per år och publiceras
också på Finlands Banks hemsida
(www.bof.fi).

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

Puhelin/Telefon (09) 1831
Faksi/Fax (09) 174 872

Toimitusneuvosto
Redaktionsråd
Antti Juusela,
puheenjohtaja/ordförande
Heikki Koskenkylä
Pentti Pikkarainen
Antti Suvanto
Juha Tarkka

Päätoimittaja
Chefredaktör
Matti Vanhala

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

Tilaukset
Beställningar
Puh./Tel. (09) 183 2566
Sähköposti / Elektronisk post:
publications@bof.fi

Painopaikka/Tryckeri
Sävypaino, 2002

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

ISSN 1456-4718
(painettu julkaisu / tryckt)
ISSN 1456-5862
(verkkojulkaisu/nätversion)

Sisällys

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne	I
Rahoitusjärjestelmän vakaus	II
Tapio Korhonen Euroalueen rahoitustasapainon kehityspiirteitä	20
Karlo Kauko Uusi lainsäädäntö monipuolistaa rahoituspalveluja	26
Eurojärjestelmän rahapolitiikan välineet	30
Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja	32
Suomen Pankin kuukausitase	38
Kuviot	KI
Suomen Pankin organisaatio	

Maailmantalous elpyi riipeästi vuoden 2002 alussa. Tuotannon kasvu on jatkunut tämän jälkeen mutta jäänyt kevään odotuksia hitaammaksi. Lähiaikoina kasvun arvioidaan olevan vaatimatonta. Kansainvälisten järjestöjen uusimmissa ennusteissa maailmantalouden odotetaan vähitellen vahvistuvan vuoden 2003 aikana ja edelleen vuonna 2004. Ennakoitua heikoman kehityksen riski on kuitenkin yhä merkittävä. Yhdysvaltain talouden tasapainottomuuskien korjaantuminen on hidasta, ja uhka sotilaallisista toimista Irakia vastaan ylläpitää epävarmuutta öljy- ja muilla markkinoilla.

Euroalueen tämänhetkisestä talouskehityksestä ei ole vetoapua maailmantaloudelle. Tuotannon kasvu on ollut vuoden 2002 aikana kituliasta. Samanaikaisesti inflaatio on pysynyt yli 2 prosentissa. Ennusteiden mukaan inflaation odotetaan kuitenkin vaimenevan hieman vuosien 2003 ja 2004 aikana. Inflaationäkymien kannalta ongelmana on erityisesti palvelujen hintojen sitkeänä jatkunut nousu. Lisäksi inflaatioerot euroalueen maiden välillä ovat pysyneet suurina.

EU:n jäsenmaiden julkistalouksien tasapaino-ongelmat ovat vaikeutuneet tämän vuoden aikana. On hyvin mahdollista, että eräissä jäsenmaissa julkisen talouden vaje ylittää vakaus- ja kasvusopimuksessa asetetun rajan, joka on 3 %

Maailmantalouden kasvu on lähiaikoina vaatimatonta. Uusimpien ennusteiden mukaan maailmantalouden arvioidaan kuitenkin vähitellen vahvistuvan vuoden 2003 aikana ja edelleen vuonna 2004. Suomen talouskasvun odotetaan vauhdittuvan lähes Suomen Pankin syyskuussa julkistaman ennusteen mukaisesti. Ennakoitua heikoman kehityksen riski on kuitenkin yhä merkittävä.

bruttokansantuotteesta. Samalla julkisen talouden tasapainottamistavoitteiden saavuttaminen uhkaa lykkääntyä yhä myöhemmäksi. Vaikka näiden maiden budjettiongelmat ovat todellisia, tilanteen vakavuutta ei ole syytä liioitella. Takavuosina EU:ssa koetuista budjettivajeista ollaan yhä kaukana. Talouspoliittisen yhteistyön uskottavuuden ja rahapolitiikan toi-

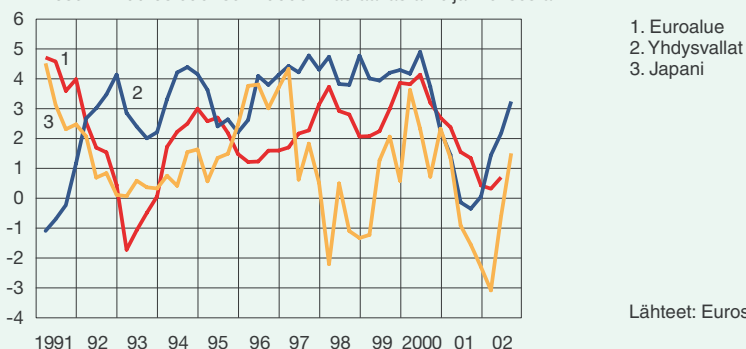
mintaedellytysten kannalta on kuitenkin tärkeää, että yhteisiä sitoumuksia kunnioitetaan ja että poikkeamat tavoitteista pyritään korjaamaan mahdollisimman pikaisesti.

Suomen talous kääntyi vuoden 2002 alkupuoliskolla varovaiseen kasvuun viennin ja yksityisen kulutuksen tukemana. Kasvun odotetaan voimistuvan vuoden 2003 aikana ja vauhdittuvan edelleen vuonna 2004 lähes Suomen Pankin syyskuussa julkistaman ennusteen mukaisesti. Kasvun voimistuminen kuitenkin edellyttää, että maailmantalous elpyy arvioidulla tavalla. Yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä mitattuna inflaation arvioidaan jäävän vuonna 2003 hieman syksyllä ennustettua hitaammaksi eli alle 2 prosentin.

Suomen julkinen talous on hitaasta talouskasvusta huolimatta pysynyt ylijäämäisenä. Ylijäämäisyys onkin välttämätöntä, sillä julkisen talouden rahoitusasema kiristyy lähivuosina. Paineet julkisen terveydenhuollon ja sosiaali-

Kuvio 1. Kokonaistuotanto

Prosenttimuutos edellisen vuoden vastaavasta neljänneksestä



Lähteet: Eurostat ja OECD.

palveluiden menojen lisäämiseksi kasvavat, ja samaan aikaan tarve nostaa työllisyysastetta edellyttää työn verotuksen keventämistä edelleen.

Tulopoliittinen kokonaisratkaisu tuo lähivuosien kustannuskehitykseen ennustettavuutta ja vakautta. Matalapalkka-alojen kustannusasema kuitenkin vaikeuttaa näiden alojen työllistämismahdollisuuksia myös jatkossa.

Maailmantalouden kasvu elpyy verkkaisesti

Maailmantalouden kasvu jäi vuonna 2001 runsaaseen 2 prosenttiin. Vuoden 2002 alkupuolella maailmantalouden kasvu voimistui mutta on sen jälkeen jäänyt odotuksia vaisummaksi. Syksyä kohden talousnäkyvät heikkenivät uudelleen monissa maissa, ja kevään yleinen optimismi vaihtui pessimismiksi. Tämä näkyi erityisesti osakemarkkinoilla, joilla kurssit laskivat jyrkästi alkusyksyn aikana. Lähiaikoina kasvun odotetaan jäävän yleisesti melko vaatimattomaksi. Uusimpien ennusteiden mukaan maailmantalous kuitenkin elpyy vähitellen vuoden 2003 aikana. Vuonna 2004 kasvun arvioidaan edelleen vahvistuvan.

Yhdysvaltain talouden kasvu voimistui alkuvuonna 2002 selvästi erityisesti yksityisen kulutuksen ja varastoinvestointien tukemana (kuvio 1). Kulutus pysyi alkuvuoden jälkeenkin kasvun tukijalkana. Kotitalouksien kulutusta pitivät yllä kohtuullisena pysynyt työllisyys,

autokaupan hyvin edulliset rahoitusehdot sekä se, että alhaiset korot ja asuntojen hintojen nousu kasvattivat asuntolainojen uudelleenrahoitusta.

Vuoden 2002 viimeisellä neljänneksellä Yhdysvaltain talouden kasvun arvioidaan hidastuneen uudelleen. Yksityisen kulutuksen vaikutus on viimein alkanut heikentyä, ja julkinen kulutus on tukenut taloutta aiempaa vähemmän. Epävarmat tulevaisuudennäkyvät ja tuotantokapasiteetin alhainen käyttöaste pitävät yritysten investointihalukkuuden edelleen vähäisenä. Vaikka tietotekniikka- ja ohjelmistoinvestoinnit alkuvuonna 2002 toipuivat aiemmasta jyrkästä vähenemisestä, kone- ja laiteinvestoinnit eivät ole vielä kääntyneet kasvuun. Uusimmissa ennusteissa Yhdysvaltain talouskasvun arvioidaan voimistuvan vähitellen vuoden 2003 aikana. Ennustettua heikomman kehityksen riski on kuitenkin merkittävä.

Yhdysvaltojen rahapolitiikka on vuoden 2001 lopusta lähtien ollut erittäin keveää. Maan keskuspankki alensi tuolloin federal funds -tavoitekoronsa 1,75 prosenttiin (kuvio 2). Ohjauksorkoa laskettiin marraskuussa 2002 edelleen 0,5 prosenttiyksiköllä. Huolimatta keveästä rahapolitiikasta inflaatiopaineet ovat pysyneet vähäisinä. Kuluttajahintojen nousuvauhti oli syksyllä noin 2 % (kuvio 3). Runsas vapaa kapasiteetti, työttömyyden lisääntyminen sekä kiristynyt kilpailu ovat pitäneet hintojen nousun kurissa. Palveluiden hinnat ovat kuitenkin nousseet selvästi nopeammin kuin muut kuluttajahinnat.

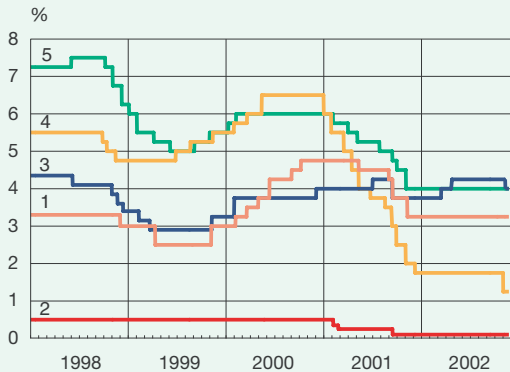
Japanin talous kääntyi alkuvuonna 2002 kasvuun muun Aasian ja Yhdysvaltain kysynnän tukemana. Tilanne on kuitenkin viime kuukausina uudelleen heikentynyt, kun viennin kasvu on hiipunut. Yksityisen kulutuksen pirstumisesta huolimatta kotimaisesta kysynnästä ei ole merkittävää vetoapua taloudelle. Jos deflaatio ja pankkisektorin ongelmat jatkuvat, Japanin talouskasvu lienee jatkossa parhaimmillaankin vaatimatonta. Julkisen talouden ja yrityssektorin suuri velkaantuneisuus pitää yllä kriisiytymisen uhkaa, ja tilanteen ratkaiseminen hallitusti on mittava haaste Japanin talouspolitiikalle. Japanin hallitus julkisti lokakuun lopulla toimenpidepaketin, jolla se pyrki torjumaan deflaatiokierrettä sekä nopeuttamaan pankkisektorin ongelma-
luottojen hoitamista. Japanin keskuspankki puo-

lestaan kevensi rahapolitiikkaansa mm. lisäämällä valtion pitkäaikaisten velkakirjojen ostoja.

Muun Aasian talouksien kasvu on jatkunut pääosin ripeänä viennin ja eräissä maissa myös kotimaisen kysynnän tukemana. Erityisesti Kiinan talouskasvu on ollut nopeaa ja tukee paitsi alueen muiden maiden myös maailmantalouden kasvua. Kiinan talouskasvua voimistavat sen WTO-jäsenyys, suuret infrastruktuuri-investoinnit sekä ulkomaisten yritysten suorat sijoitukset.

Keskeisten valuuttojen kurssit ovat vaihdelleet pitkälti suhteellisten talousnäkymien mukaan. Euro vahvistui dollariin nähden kevään ja alkukesän aikana, kun epäilykset Yhdysvaltain talouden elpymisen kestävydestä lisääntyivät. Amerikkalaisten yritysten kirjapitoepäselvyydet osaltaan voimistivat dollarin luisua. Euron arvo

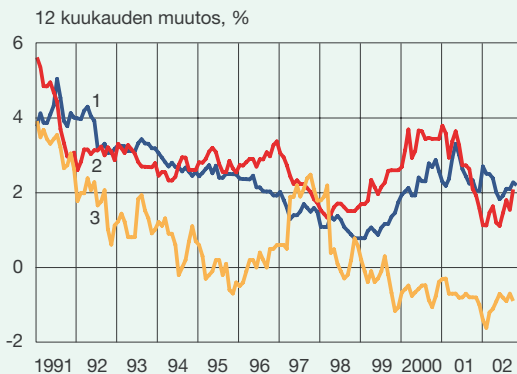
Kuvio 2. Keskuspankkikorkoja



1. Eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden korko / minimitarjouskorko (Saksan repokorko ennen vuotta 1999)
2. Japanin diskonttokorko
3. Ruotsin repokorko
4. Yhdysvaltain fed funds -tavoitekorko
5. Ison-Britannian repokorko

Lähde: Reuters.

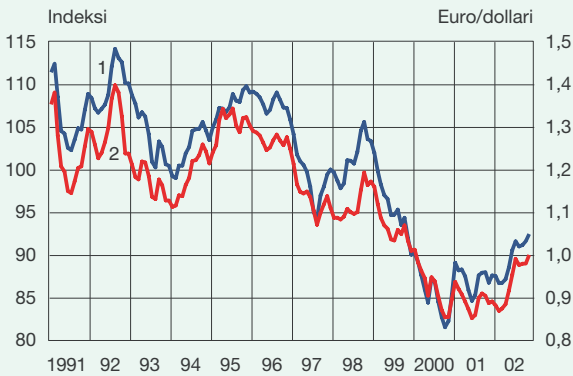
Kuvio 3. Kuluttajahintojen nousu



1. Euroalue
2. Yhdysvallat
3. Japani

Lähteet: Eurostat ja OECD.

Kuvio 4. Euron kauppapainoinen valuuttaindeksi ja euron dollarikurssi



1. Valuuttaindeksi, tammi-maaliskuu 1999 = 100¹ (vasen asteikko)
2. Euron arvo Yhdysvaltain dollareina² (oikea asteikko)

¹ Ennen vuotta 1999 euromaiden valuuttojen kauppapainoinen indeksi. Euron vahvistuessa käyrä nousee.
² 31.12.1998 asti ecun kurssi.

Lähde: Euroopan keskuspankki.

vakaantui myöhemmin, kun myös euroalueen kasvunäkymät heikkenivät (kuvio 4).

Pitkien korkojen vaihtelut ovat olleet varsin suuria syksyn aikana. Lokakuussa Yhdysvaltojen 10 vuoden valtionlainojen korot laskivat talousnäkymien heikentymisen vuoksi noin 3½ prosenttiin. Myös euroalueen korot laskivat. Alimmillaan pitkät reaalkorot olivat noin 2 % eli historiallisesti erittäin alhaisia. Sitten korot ovat nousseet, ja myös osakekurssit ovat toipuneet alkusyksyn jyrkästä laskustaan.

Euroalueella kasvuvaikeuksia

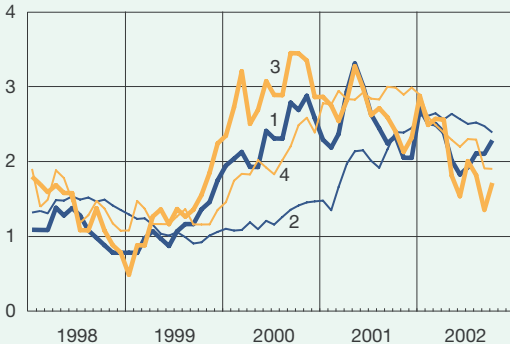
Euroalueen kokonaistuotannon kasvu nopeutui alkuvuonna 2002 mutta vaatimattomasti. Vienti

ja kulutus tukivat kasvua, kun taas investointien supistuminen jatkui jo toista vuotta. Investointeihin ryhtyminen voi lykkääntyä edelleen, sillä liike-elämän luottamus on pysynyt heikkona. Loppuvuonna tuotannon kasvun arvioidaan olleen vaimeata. Koko vuoden 2002 kasvu jääneekin vajaaseen prosenttiin.

Kansainvälisten järjestöjen ennusteiden mukaan euroalueen kasvu elpyy vähitellen vuoden 2003 aikana maailmantalouden kasvun vana vedessä. Kasvua tukevat yksityinen kulutus ja varastoinvestoinnit, myöhemmin myös kiinteiden investointien käynnistyminen. Kuluttajien maltillinen velkaantuminen, asuntovarallisuuden vakaa kehitys sekä korkotason alhaisuus

Kuvio 5. Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi

12 kuukauden muutos, %



1. Euroalue: kokonaisindeksi
2. Euroalue: kokonaisindeksi ilman energiatuotteita ja jalostamattomia elintarvikkeita
3. Suomi: kokonaisindeksi
4. Suomi: kokonaisindeksi ilman energiatuotteita ja jalostamattomia elintarvikkeita

Lähde: Eurostat.

auttavat yksityisen kulutuksen kasvua euroalueella.

Euroalueen työttömyysaste pysyi loppukesälä ja alkusyksyllä runsaassa 8 prosentissa huolimatta talouskasvun vaimuudesta. Työttömyyden odotetaan uusimmissa ennusteissa pysyvän likimain nykyisellään myös vuonna 2003, mutta pienenevän myöhemmin talouskasvun kiihtyessä.

Julkisten talouksien tasapaino-ongelmat ovat vaikeutuneet vuoden 2002 aikana eräissä EU-maissa. Ongelmiin on ajautettu, koska kyseiset maat eivät käyttäneet aiempia nopean kasvun vuosia hyväksi kohentaakseen julkisen talouden tasapainoa, kuten yhteiset sitoumukset olisivat edellyttäneet. Useissa muissa EU-maissa on julkiset taloudet saatettu vakaus- ja kasvusopimuksen sääntöjen mukaisesti sellaiseen tasapaino-asemaan, joka kestää normaalit suhdannevaihtelut. Ongelmamaidenkaan julkistalouksien tila ei sinänsä ole vielä hälyttävä. Talouspoliittisen yhteistyön tulevaisuuden ja rahapolitiikan toi-

mintaympäristön kannalta on kuitenkin huolehdittavaa, jos yhteisesti sovitusta tavoitteista ei pidetä kiinni.

Euroalueen inflaatio jatkunut sitkeänä

Euroalueen kuluttajahintojen nousuvauhti on ollut – muutamaa kuukautta lukuun ottamatta – jo lähes kolme vuotta yli 2 %, joka on EKP:n neuvoston asettaman hintavakauden määritelmän yläraja (kuvio 5). Etenkin palvelujen hintojen nopea nousu on pitänyt yllä inflaatiota (ks. kehikko). Viimeisimmissä kansainvälisten järjestöjen ennusteissa euroalueen inflaation ennakoitaan hidastuvan hieman vuonna 2003 ja edelleen vuonna 2004.

Inflaatioerot euroalueen maiden välillä ovat pysyneet suurina. Saksassa ja useimmissa sen naapurimaissa inflaatio on ollut alle 2 %, kun taas Etelä-Euroopan maissa ja mm. Irlannissa hintojen nousu on ollut tuntuvasti tätä nopeampaa.

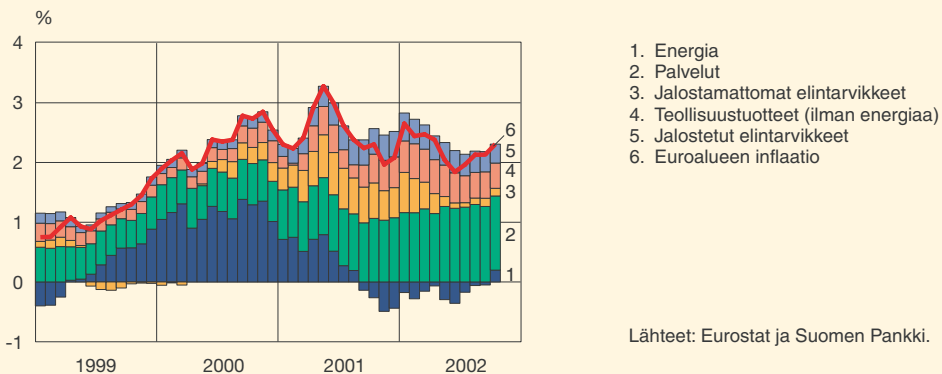
Kehikko. Palvelujen hinnat nousseet ripeästi euroalueella

Euroalueen kuluttajahinnat ovat viime kuukausina nousseet runsaan 2 prosentin vuosivauhtia. Noususta yli puolet on peräisin palveluista (kuvio A). Tämä heijastaa toisaalta palveluiden suurta osuutta kulutuksesta, sillä euroalueen yhdenmukaistetussa kuluttajahintaindeksissä palvelujen paino on lähes 40 %. Toisaalta palveluiden hinnat ovat nousseet nopeasti. Hinto-

jen nousu alkoi kiihtyä vuoden 1999 jälkipuoliskolla, ja tänä vuonna nousuvauhti on ollut jo yli 3 %. Sen sijaan teollisuustuotteiden (ilman energiatuotteita) hintojen nousuvauhti on tänä vuonna hidastunut.

Palveluiden inflaation nopeutumisessa ei ole kyse yksittäisen euroalueen maan tai muutamien palveluiden hintojen noususta vaan

Kuvio A. Euroalueen inflaation hajotelma



Lähteet: Eurostat ja Suomen Pankki.

yleisemmästä ilmiöstä. Palveluiden inflaatiovauhti on viime vuosina nopeutunut kaikissa euroalueen maissa. Erityisen selvää nopeutuminen on ollut Irlannissa ja eräissä Etelä-Euroopan maissa kuten Portugalissa. Näissä maissa palvelujen inflaatio on perinteisesti ollut korkeampi kuin euroalueella keskimäärin. Hintojen nousu on kuitenkin nopeutunut myös Saksassa ja Ranskassa samoin kuin Suomessa.

Myös palveluittain tarkasteltuna inflaation kiihtyminen on ollut laaja-alaista. Niin hotelli-, kahvila- ja ravintolapalveluiden kuin koulutuksen ja kulttuuri- ja vapaa-ajan palveluidenkin hintojen nousu on nopeutunut parin viime vuoden aikana (kuvio B). Tänä vuonna myös mm. terveyden- ja sairaanhoitopalveluiden hinnat ovat nousseet aiempaa nopeammin. Viestintäpalveluissa kuten puheluissa hinnat ovat sen sijaan viime vuosina laskeneet. Tämä on johtunut markkinoiden kilpailun vapautta-

misesta useissa maissa ja teknisestä kehityksestä, joka on näkynyt tuottavuuden ripeänä kasvuna. Tämän vuoden aikana hintojen lasku on kuitenkin päättynyt.

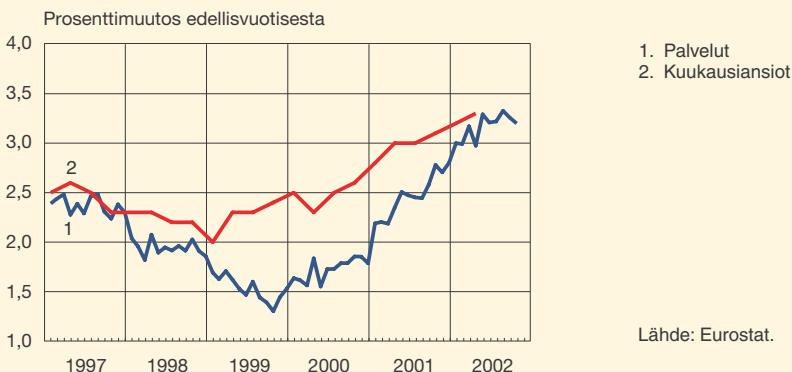
Palveluiden inflaation nopeutumiseen ei ole olemassa yhtä yksittäistä syytä. Euron heikentyminen samoin kuin raakaöljyn maailmanmarkkinahinnan jyrkkä nousu vuoden 1999 alun jälkeen selittänevät osin palveluiden kallistumista. Tuontihintojen nousun välittömien ja välillisten vaikutusten pitäisi kuitenkin vähitellen kuoleentua, joten hintojen nousun viimeaikaista jatkumista ei juuri voi perustella näillä tekijöillä.

Palvelujen inflaation kiihtyminen on tänä vuonna saanut julkisuudessa laajaa huomiota, koska se on usein yhdistetty käteisen eurorahan käyttöönottoon. Käteisen eurorahan käyttöönotto onkin vaikuttanut eräiden palveluiden hintoihin. Useassa maassa erityisesti hotelli-

Kuvio B. Palveluiden hinnat euroalueella



Kuvio C. Palveluiden hinnat ja palkat euroalueella



kahvila- ja ravintolapalveluiden hinnat nousivat vuodenvaihteessa, kun yritykset pyöristivät hintojaan. Koko palveluiden inflaation kannalta vaikutus on kuitenkin ollut vähäinen. Lisäksi tämän hintasopeutuksen voi olettaa päättyneen jo vuoden 2002 alkukuukausina. Niin hotelli-, kahvila- ja ravintolapalveluiden kuin monien muidenkin palveluiden hintojen ripeä nousu on kuitenkin jatkunut aivan viime kuukausiin asti. Erityisen selvää hintojen nousu on ollut Etelä-Euroopan maissa, joissa turismi on tärkeä elinkeino.

Palvelujen nopeaan inflaatioon voidaan yrittää löytää myös edellä esitettyjä perustavamman laatuksia syitä. Nämä liittyvät työn tuottavuuteen ja sen kasvuun palvelualalla sekä palkkakehitykseen. Palvelualalla työn

tuottavuuden kasvu on yleensä vähäisempää kuin teollisuudessa. Mikäli palkat nousevat talouden eri sektoreilla samaa vauhtia, palvelualalla kustannuspaineet ovat suuremmat kuin teollisuudessa, koska sillä on heikompi tuottavuuskehitys. Tämä heijastuu nopeampana hintojen nousuna palvelualalla. Näin on ilmeisesti käynyt jossain määrin myös euroalueella. Palkkojen nousuvauhti on viime vuosina nopeutunut samalla kun palvelujen inflaatio on kiihtynyt (kuvio C).

Palveluiden hintoihin voi vaikuttaa myös kysynnän rakenteen muuttuminen aiempaa enemmän palveluja suosivaksi. Lisäksi palkkaja muiden kustannusten nousun siirtyminen palveluiden hintoihin helpottuu, jos palveluiden kysyntä samanaikaisesti kasvaa.

Euroalueen rahan määrän kasvu pysynyt ripeänä

Euroalueen rahoitustilanne on jatkunut keveänä. Laaja rahan määrä eli M3 on kasvanut noin 7 prosentin vauhtia. Rahoituksen runsauteen ovat vaikuttaneet rahoitusmarkkinoiden huomattava epävarmuus sekä alhainen korkotaso, jotka ovat ruokkineet likvidien instrumenttien kysyntää. Samaan aikaan yksityiselle sektorille suuntautuvan lainanannon kasvuvauhti on hidastunut hieman yli 5 prosenttiin. Koska euroalueen rahan määrä on parin viime vuoden ai-

kana kasvanut tuntuvasti, euroalueella on nyt runsaasti likviditeettiä. Nykyisessä taloustilanteessa likviditeetin runsaus ei kuitenkaan näytä aiheuttavan erityisiä inflaatiopaineita.

Eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorko on ollut marraskuusta 2001 lähtien 3,25 %. Rahamarkkinakorot ovat kuitenkin vaihdelleet tänä vuonna melko paljon, mikä kuvastaa markkinoiden korko-odotusten elämistä talousnäkymien myötä (kuvio 6). Kesästä lähtien korot ovat laskeneet selvästi, kun koronlaskuodotukset ovat voimistuneet.

Kuvio 6. Euroalueen korkokehitys



Työttömyyden odotetaan lisääntyvän Suomessa

Suomen talouskasvu jäi vuonna 2001 vajaaseen prosenttiin eli euroalueen keskimääräistä kasvua selvästi pienemmäksi (kuvio 7). Vuoden 2002 alkupuoliskolla kasvu kääntyi varovaiseen nousuun viennin ja yksityisen kulutuksen tukemana. Erityisesti elektroniikkateollisuuden tuotanto on kasvanut, mutta myös muun metalliteollisuuden sekä metsäteollisuuden tuotanto on ollut lievässä kasvussa (kuvio 8). Viimeisimmän indikaattoritiedon mukaan Suomen talous näyttää kehittyneen vuoden 2002 jälkipuoliskolla suunnilleen Suomen Pankin syyskuussa 2002 julkistaman kokonaistaloudellisen ennusteen mukaisesti. Koko vuoden 2002 kasvuksi tulisi näin ollen noin 1½ %. Suomen talouskasvun odotetaan voimistuvan vuonna 2003 lähes syyskuussa ennustetun mukaisesti, vaikka vuoden

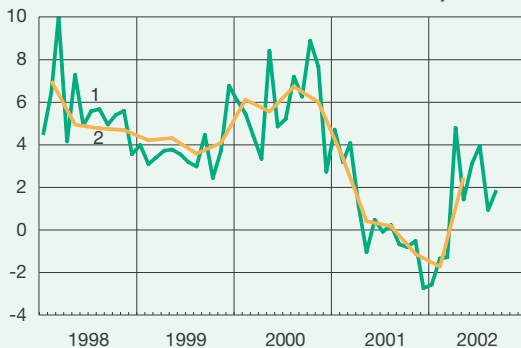
2003 alun näkymät ovatkin nyt hieman heikkomat kuin aiemmin arvioitiin. Kasvun ennakoidaan ripeytyvän edelleen vuonna 2004. Kasvun voimistuminen edellyttää kuitenkin, että maailmantalous elpyy oletetulla tavalla.

Vuoden 2002 kolmannella neljänneksellä teollisuustuotanto kasvoi liki 4 % edellisvuotesta. Teollisuuden luottamuksen heikkeneminen syksyllä viittaa kuitenkin markkinatilanteen vaikeutumiseen vuoden 2003 alkukuukausina. Metsäteollisuuden suhdanteet ovatkin pysyneet vaisuina. Matkapuhelimien kauppa sen sijaan näyttää käyvän vilkkaana.

Yksityinen kulutus jatkaneekin lähikuukausina varovaista kasvuaan, sillä kuluttajien luottamus on kyselyjen perusteella pysynyt melko vahvana. Luottamuksesta kertoo myös se, että asuntokauppa on jatkunut varsin vilkkaana. Tämä tukee asunoinvestointeja. Sen sijaan yritysten

Kuvio 7. Suomen kokonaistuotanto

Prosenttimuutos edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta

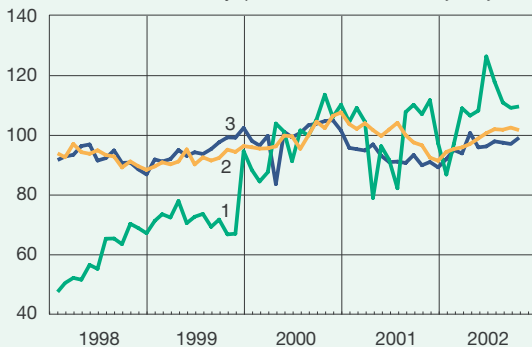


1. Kokonaistuotannon kuukausikuvaaja
2. Bruttokansantuote

Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 8. Teollisuustuotannon määrä sektoreittain

Indeksi 2000 = 100, työpäivien lukumäärällä korjattu ja kausivaihtelusta puhdistettu

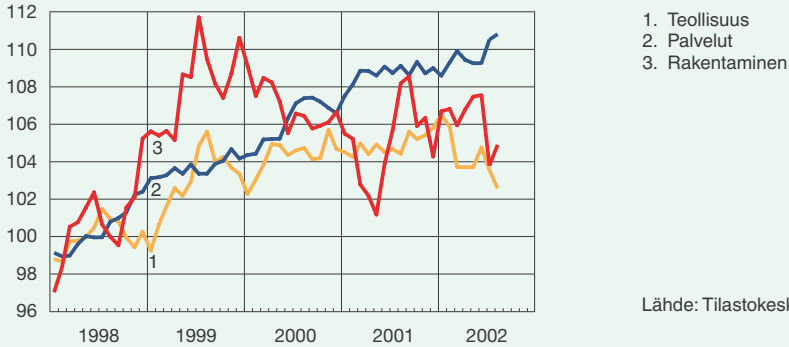


1. Elektroniikkateollisuus
2. Muu metalliteollisuus
3. Metsäteollisuus

Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 9. Työllisyyskehitys toimialoittain Suomessa

Indeksi 1998 = 100,
kausivaihtelusta puhdistettu, 3 kuukauden liukuva keskiarvo



Lähde: Tilastokeskus.

kone- ja laiteinvestoinnit pysyivät vaatimattomina.

Suomen työttömyysaste on vuoden 2000 lopulta lähtien pysynyt 9 prosentin tuntumassa. Heikko talouskasvu ei siten ole vielä heijastunut työttömyyden lisääntymisenä. Työllisyys on viime kuukausina jopa kehittynyt hieman Suomen Pankin syyskuun ennustetta paremmin. Tämä johtuu lähinnä palvelualan työllisyyden kasvusta (kuvio 9).

Työllisyyden suhteellisen hyvä kehitys heijastaa sekä viimeaikaisen talouskasvun rakennetta että työvoiman hamstrauksen jatkumista. Yritykset ovat halunneet pitää työntekijänsä töissä heikonkin talouskehityksen oloissa. Työllisten määrä teollisuudessa on kuitenkin jo laskussa, ja kuntien talousvaikeudet alkanevat vähitellen näkyä työmarkkinoilla. Työttömyysaste todennäköisesti nouseekin lähikuukausina. Nousun pitäisi kuitenkin jäädä väliaikaiseksi, jos talouskasvu elpyy vuoden 2003 aikana ennakoitulla tavalla.

Tuore tulopoliittinen kokonaisratkaisu on palkankorotuksiltaan keskimäärin maltillinen. Haasteellisessa talousympäristössä tuloratkaisun tarjoama työrauha on arvokas asia. Matala-palkka-alojen kustannusasema kuitenkin vaikeuttaa näiden alojen työllistämismahdollisuuksia myös jatkossa.

Inflaatio pysyy maltillisena

Kuluttajahintojen nousuvauhti on hidastunut Suomessa vuoden 2002 aikana (kuvio 5). Kuten euroalueellakin Suomessa inflaatiota on pi-

tänyt yllä ennen kaikkea palveluiden hintojen nousu, kun taas teollisuustuotteiden hintojen nousu on vaimentunut. Jälkimmäinen ilmiö heijastanee jossain määrin kilpailun lisääntymistä eräissä kulutustavararyhmissä, kun ulkomaisia yrityksiä on tullut lisää Suomen markkinoille.

Yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä mitattuna inflaation odotetaan nopeutuvan vuoden 2002 lopussa 2 prosentin tuntumaan, mutta hidastuvan uudelleen vuoden 2003 aikana. Vuonna 2003 inflaation odotetaan jäävän hieman syyskuussa ennustettua hitaammaksi eli alle 2 prosenttiin.

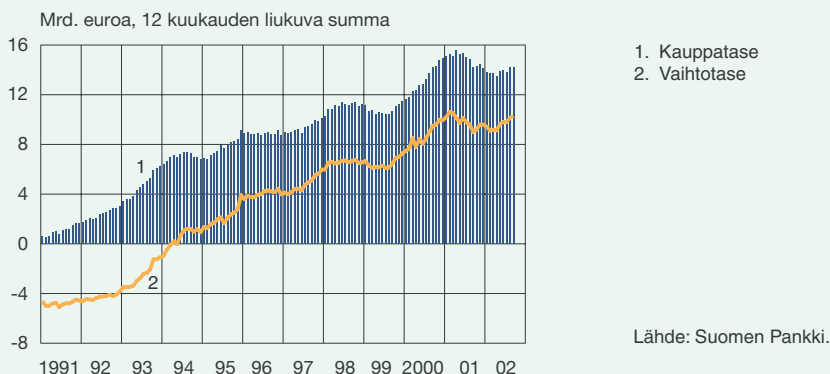
Suomen talous rahoitusylijämäinen

Suomen talous on ollut jo pitkään vahvasti rahoitusylijämäinen, mikä on näkynyt vaihtotaseen suurena ylijäämänä ja pankkien runsaana likviditeettinä (kuvio 10). Pankit ovatkin kilpailleet luotonannollaan samalla kun alhainen korkotasoo on tukenut luotonkysyntää. Erityisesti asuntoluottojen kanta on kasvanut ripeästi. Syksyllä 2002 kasvuvauhti on ollut yli 10 % edellisvuotisesta.

Julkinen talous kiristyy

Hidas talouskasvu, verotuksen keveneminen ja poikkeuksellisten tuloerien sulaminen leikkaavat julkisen talouden ylijäämiä. Valtiontalous pysynee kuitenkin vielä lievästi ylijäämäisenä vuosina 2002–2004, kuten Suomen Pankki syyskuussa ennusti. Valtion tuloverokertymän kasvu on ollut vuoden 2002 alkupuoliskolla vaatimatonta, mutta valtion kokonaismenojen

Kuvio 10. Suomen kauppataase ja vaihtotase



arvioidaan lisääntyvän noin 7 % viimevuotisista. Koko julkinen sektori pysyy vielä selvästi ylijäämäisenä lakisääteisten sosiaaliturvarahastojen ylijäämän turvin.

Kotitalouksien verotus kevenee vielä tänä vuonna, mutta keventäminen näyttää päättyvän vuonna 2003. Hallituksen esitykseen vuoden 2003 talousarvioksi sisältyvät toimenpiteet samoin kuin tulopoliittiseen kokonaisratkaisuun liittyvät veroratkaisut eivät riitä keventämään verotusta, etenkin kun samanaikaisesti useat kunnat korottavat veroäyriään. Kotitalouksien keskimääräinen veroaste pysyy siten korkeampana kuin ennen 1990-luvun alun lamaa.

Paineet julkisen terveydenhuollon ja sosiaalipalvelujen menojen lisäämiseksi kasvavat, ja samaan aikaan tarve nostaa työllisyysastetta edellyttäisi työn verotuksen keventämistä edelleen. Julkisen talouden rahoitusasema heikke-

nee lähivuosina, mikäli terveydenhuollon ja sosiaalipalvelujen menojen kasvua ei kyetä rahoittamaan karsimalla muita julkisia menoja ja tehostamalla julkisten palvelujen tuotantoa. Työllisyyden koheneminen vähentäisi osaltaan julkisen talouden heikkenemispaineita.

Työmarkkinoiden ja julkisen talouden ongelmat ovat pitkälti rakenteellisia. Ne on ratkaistava riippumatta siitä, miten talouden suhdanteet kehittyvät. Tulevan talouskasvun varaan ei näiden ongelmien ratkaisua voida jättää, sillä monet merkit viittaavat siihen, että kasvu jää yksin demografisista syistä keskimäärin aiempaa kasvua pienemmäksi. ■

- Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne

Kansainvälisen rahoitusjärjestelmän riskinsieto- ja sopeutumiskyky on osoittautunut viime aikoina varsin hyväksi. Rahoitusjärjestelmä on toiminut pääosin moitteettomasti huolimatta yleismaailmallisesti heikosta talouskasvusta, osakkeiden hintojen jyrkästä laskusta (kuvio 1) sekä yksittäisten maiden rahoitusmarkkinaongelmista ja taluskriiseistä. Rahoitusjärjestelmän kriisinsietokyvyn paranemista on selitetty muun muassa kansainvälisten maksu- ja selvitysjärjestelmien toimintavarmuuden kohe-
nemisellä, rahoituskanavien monipuolistumisella, uusien rahoitusinstrumenttien ja riskienhallinnan kehittämisellä sekä onnistuneilla viranomaistoimenpiteillä. On kuitenkin ilmeistä, että kansainvälisen rahoitusjärjestelmän kyky kestää uusia vastoinkäymisiä on vuoden 2002 aikana heikentynyt.

Taluskasvun jääminen suurilla talousalueilla selvästi ennustettua hitaammaksi uhkasi rahoitusjärjestelmän vakautta useiden kanavien kautta. Negatiivinen taluskehitys heikentäisi velkaantuneiden kotitalouksien ja yritysten kykyä suoriutua velvoitteistaan, mikä puolestaan rasittaisi pankkien ja muiden rahoituksen välittäjien kannattavuutta. Odotettua heikompi taluskasvu vähentäisi myös sijoittajien luottamusta yritysten pitkän aikavälin kannattavuuteen. Sijoittajien luottamuksen horjuminen puo-

Kansainvälinen rahoitusjärjestelmä on toistaiseksi kestänyt hyvin toimintaympäristön yleisen heikkenemisen sekä yksittäiset häiriöt. Rahoitusjärjestelmän haavoittuvuus on kuitenkin kasvanut. Suomessa pankkisektorin ja muun rahoitusjärjestelmän tila on vakaa. Suurimmat riskit liittyvät globaaliin taluskehitykseen ja kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta välittyviin häiriöihin.

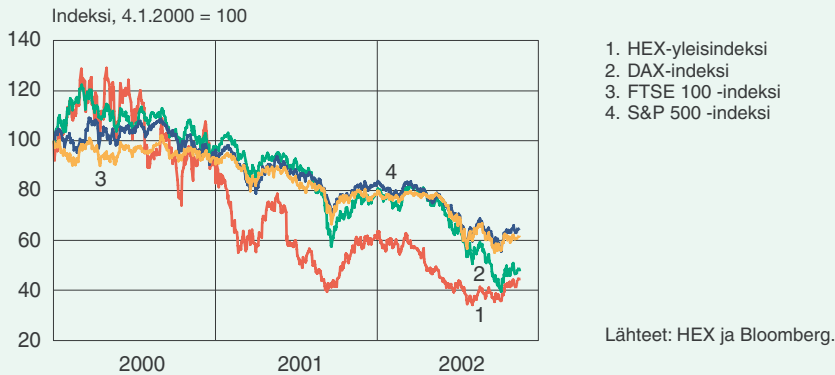
lestaan laskisi osakekurssveja edelleen ja leventäisi entisestään yrityslainojen korkoeroja.

Yhdysvaltain taluskasvu oli vuoden 2002 kolmannella neljänneksellä hyvä. Sen odotetaan kuitenkin viimeisellä neljänneksellä hidastuvan. Taluskehitykseen liittyvää epävarmuutta heijastaa Yhdysvaltain keskuspankin marraskuinen päätös laskea keskeistä ohjauskorkoaan ½ prosenttiyksikköä.

Pessimistisimpien arvioiden mukaan Yhdysvaltojen uhkana on Japanin taluskehityksen kaltainen pitkäaikainen hidas taluskasvu varallisuushintakuplien puhkeamisen jälkeen. Yhdysvallat on kuitenkin paremmassa asemassa kuin Japani 1990-luvun vaihteessa muun muassa rahoituslaitostensa vahvojen taseiden ja hyvän kannattavuuden ansiosta. Suurimpien amerikkalaisten pankkiryhmien tuoreimmat osavuositulokset ovat olleet pääosin hyviä ja osin jopa odotettua parempia.

Japanilaisten pankkien tilanne on pysynyt vaikeana heikon taluskehityksen ja ongelmaluottojen suuren määrän vuoksi. Viranomaisten viimeisimmät yritykset elvyttää ongelmaluottojen kanssa kamppailevaa pankkijärjestelmää ovat saaneet ristiriitaisen vastaanoton. Japanin keskuspankki ilmoitti syyskuussa aikovansa ostaa suurimmilta pankeilta osakkeita markkinahintaan ja lokakuussa lisäävänsä valtion joukkovelkakirjojen ostojaan viidenneksellä. Halli-

Kuvio 1. Osakeindeksit Euroopassa ja Yhdysvalloissa



tus puolestaan julkisti lokakuun lopussa uudistusohjelman, jonka tarkoituksena on muun muassa kiristää pankkien ongelmaluottojen kirjauskäytäntöjä ja perustaa uusi instituutio ostamaan lainoja ongelmayritysten muilta rahoittajilta kuin päärahoittajapankilta sekä järjestämään pääomatukea ja takauksia yrityksille. Toimenpide-ehdotusten toteuttaminen voi jälleen osoittautua vaikeaksi. Parhaassakin tapauksessa Japanin pankkisektorin tervehtyttäminen kestää vuosia. Riskiä ongelmien kansainvälisestä leviämisestä pienentävät kuitenkin Japanin viranomaisten ilmeinen haluttomuus päästää merkittäviä pankkeja konkurssiin ja ulkomaiden pankkien jo pitkään jatkunut varautuminen Japanin rahoitusjärjestelmän ongelmiin.

Kansainvälisen rahoitusjärjestelmän riskinsietokyvyn parantumisesta kertoo myös se, että eräiden Latinalaisen Amerikan maiden ja Turkin rahoitusjärjestelmien vakavat ongelmat eivät ole tarttuneet samalla tavoin kuin Aasian maiden ja Venäjän ongelmat vuosina 1997–1998. Tartunnan uhka saattaa kuitenkin kasvaa, mikäli Argentiinan ja Brasilian ongelmiin ei löydetä nopeaa ja uskottavaa ratkaisua.

Rahoitustoimialan globaaleja ongelmia ovat tänä vuonna olleet myös investointipankkitoiminnan huono kannattavuus ja osakemarkkinoiden laskusta sekä suurista vahingonkorvauksista aiheutuneet vakuutussektorin ongelmat. Useat investointipankit ovat irtisanoneet kymmeniä prosentteja henkilöstöstään, ja niiden ongelmat ovat heikentäneet erityisesti suurimpien kansainvälisten pankkien kannattavuutta.

Vakuutusyritysten kannattavuus ja vakavaraisuus ovat heikentyneet erityisesti osakkeiden hintojen laskun vuoksi. Vakuutuslaitosten taloudellista tilannetta onkin syytä seurata tarkasti, sillä kärjistyessään vakuutusyhtiöiden ongelmat voivat levitä arvopaperimarkkinoille ja pankkeihin. Vakuutusyhtiöiden sijoituspäätökset voivat vaikuttaa arvopaperimarkkinoiden vakauteen – hintoihin ja likvidiyteen – erityisesti, jos vaikeuksissa olevat vakuutuslaitokset joutuvat äkillisesti purkamaan positioitaan. Pankkeihin vakuutussektorin ongelmat voivat tarttua aiempaa herkemmin toimialaliukumien ja fuusioiden seurauksena.

EU-alueen rahoitusmarkkinoiden tilanne

EU-alueella rahoitusjärjestelmää leimaa selvästi aiempaa suurempi epävarmuus sekä kokonaisaloudellisesta kehityksestä että rahoitussektorin tilanteesta. Heikko talouskehitys on vuoden 2002 aikana rasittanut edelleen rahoitusjärjestelmän riskinsietokykyä. Yritysten luottamus on yleisesti heikentynyt, mikä on lykännyt investointeja ja siten vähentänyt rahoituksen kysyntää. Epävarmuutta ovat lisänneet myös julkisen talouden ongelmat useissa EU-maissa. Toimintaympäristön vaikeutumisesta huolimatta EU-alueen rahoitusjärjestelmä on kokonaisuutena toiminut kohtuullisen hyvin. Rahoitusjärjestelmän riskinsietokyky sekä siihen kohdistuvat uhkat vaihtelevat kuitenkin eri EU-maissa huomattavasti.

Rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta keskeisen lohkon, pankkisektorin, kannattavuus

on heikentynyt EU-alueella tämän vuoden aikana. Syitä tähän ovat olleet niin kansainvälisen investointipankkitoiminnan epäsuotuisa kehitys, arvopaperisidonnaisten tuottojen pieneneminen kuin luottotappiovarauksien kasvu. Osassa maista taustalla ovat olleet myös pankkisektorin ylikapasiteetti ja tehottomuus. Kannattavuuskehitys ei ole ollut yhtenäistä maiden välillä eikä maiden sisällä. Huolissaan on oltu erityisesti Saksan pankkisektorin tilasta; Saksassa vaikeuksia on aiheuttanut heikon taloustilanteen ja rakenteellisten ongelmien yhdistelmä.

EU-alueen yritysten luottokelpoisuusnäkyminen vuonna 2001 alkanut heikkeneminen on jatkunut, mistä kertovat mm. markkinahintoihin perustuvat luottoriskimittarit. On huomattava, että luottokelpoisuuden vaihtelu yrityssektorin sisällä on kasvanut, minkä vuoksi huonokuntoisimpien yritysten maksukyvyttömyysriskit ovat kasvaneet enemmän kuin keskimääräistä luottoriskiä kuvaavat tunnusluvut osoittavat. Luottokelpoisuus on heikentynyt erityisesti osalla tieto- ja viestintäteknikkasektorin yrityksiä.

EU-alueen pankit ovat torjuneet yrityssektorin luottokelpoisuuden heikkenemisen vaikutuksia mm. arvopaperistamalla saamisiaan sekä luottojohdannaisilla. Näiden riskinsiirtovälineiden käyttö mahdollistaa riskien hajauttamisen markkinoilla ja edistää siten vakautta. Niihin liittyy kuitenkin se huolenaihe, että riskit saattavat päätyä pankeilta sellaisille osapuolille, joiden riskitietoisuus ja riskienhallintakyky eivät ole vielä riittävät.

Vakaussäilytykseltä on merkille pantavaa, että pankkien keskinäiset kytkökset ovat viime vuosina selvästi lisääntyneet maiden välisillä interbankmarkkinoilla. Pääosin vakuudettomat interbankmarkkinat tarjoavat todennäköisimmän tartuntakanavan rahoitusjärjestelmän haavoittuvia osa-alueita koetteleville häiriöille. Tartuntariskiä lisää EU-alueella maiden välisten transaktioiden kanavoituminen harvojen pankkien kautta.

Epävarmuus on vaikuttanut selvästi myös Euroopan arvopaperimarkkinoihin. Euromääräisten joukkolainaemissioiden kokonaismäärä on tosin hivenen kasvanut vuoden kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana verrattuna edellisen vuoden vastaavaan ajanjakson määrään. Yritysten joukkolainaemissioiden kuitenkin supistuivat samana aikana lähes 40 %. Tähän ovat vaikuttaneet muun muassa yritysrajatietojen heikkeneminen, teleoperaattorien turvautuminen rahoituksen hankinnassa osakkeenomistajiin sekä luottoluokituksestaan heikkojen yritysten joukkovelkakirjalainojen suuret korkoerot vähäriskisiin lainoihin verrattuna (kuvio 2).

Euroopan rahoitusjärjestelmän näkymiä ovat vuoden aikana synkentäneet osakkeiden hintojen voimakkaat heilahtelut ja trendinomaisen lasku (kuvio 1), jotka ovat hidastaneet markkinoiden aktiivisuutta ja siten pankkien sekä sijoituspalveluyritysten palkkiotuottopohjaa investointipankki- ja välitystoiminnassa. Lisäksi osakkeiden hintojen lasku on supistanut pankki- ja erityisesti vakuutussektorin varallisuutta.

Kuvio 2. Korkoero BBB- ja AAA-luokiteltujen joukkolainojen välillä

Maturiteetti noin kahdeksan vuotta

Peruspistettä



1. Yhdysvaltain dollarin määräiset
2. Euromääräiset

Lähde: Merrill Lynch.

Taulukko. Talletuspankkiryhmien tunnuslukuja

	Rahoituskate, milj. euroa			Liikevoitto, milj. euroa			Kulut, % tuotoista		Vakavaraisuus 30.9.2002	
	1-9	1-9	Muutos	1-9	1-9	Muutos	1-9	1-9	Ensisij. omilla varoilla	Koko vaka-varaisuus
	2002	2001	%	2002	2001	%	2002	2001	%	%
Nordea-konserni	2 566	2 613	-1,8	1 101	1 460	-24,6			7,0	9,0
* Nordean pankkitoiminta	2 796	2 776	0,7	1 298	1 505	-13,8	64	56		
Sampo-konserni				440	1 018	-56,8			17,0	15,9
* Sampo-konsernin luottolaitos- ja sijoituspalvelutoiminta	337	356	-5,3	212	244	-13,1	61	57		
Osuuspankkiryhmä	637	657	-3,0	341	366	-6,8	60	53	13,3	15,0
* OKO-konserni	120	111	8,1	64	69	-7,2	55	49	7,0	11,3
Säästöpankit	152	167	-9,0	65	87	-25,3	69	60	13,7	16,4
* Aktia-konserni	56	59	-5,6	19	27	-29,6	78	70	9,6	13,3
Paikallisuuspankit	61	64	-4,7	25	30	-16,7	67	61		20,7
ÅAB-konserni	24	25	-5,2	11	13	-15,4	69	65	8,6	11,3
Muut kuin Nordea, yhteensä	1 211	1 269	-4,6	654	740	-11,2				

Lähde: Pankkien osavuosisikatsaukset ja Suomen Pankin laskelmat.

Sektorien välisten omistuskäytäntöjen lisääntyminen on kasvattanut useissa tapauksissa pankkien välillisiä osakeriskejä erityisesti niiden omistamien henkivakuutusyhtiöiden kautta.

EU-alueen pankkien riskialtistumat kehittyvissä talouksissa keskittyvät yhtäältä Latinalaiseen Amerikkaan ja toisaalta EU-jäsenyyttä haakeviin maihin. Nykyisten EU-jäsenten ja hakijamaiden rahoitussektorien väliset kytkennät ovat lisääntyneet merkittävästi viime vuosina, mutta absoluuttisesti EU-maiden pankkisektorien altistumat hakijamaissa ovat edelleen melko vähäiset. Hakijamaiden pankkisektorien kehitys on kokonaisuutena ollut melko vakaata, mutta niin eri maiden välillä kuin yksittäisten maiden pankkienkin välillä on suuria eroja.

Suomen pankkisektorin näkymät

Suomen pankkisektorin tila on tällä hetkellä vakaa. Toimintaympäristön muutokset ja kustannustehokkuuden heikkeneminen nakersivat pankkien kannattavuutta mutta eivät johtaneet luottotappioiden kasvuun vuoden 2002 kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana. Pankkisektorin merkittävimmät riskit liittyvät yleiseen talouskehitykseen sekä pankkien kansainvälisiin kytköksiin.

Rahoituskatteiden pieneneminen ja kustannusten kasvu ovat heikentäneet suomalaisten pankkien kannattavuutta (taulukko). Kannatta-

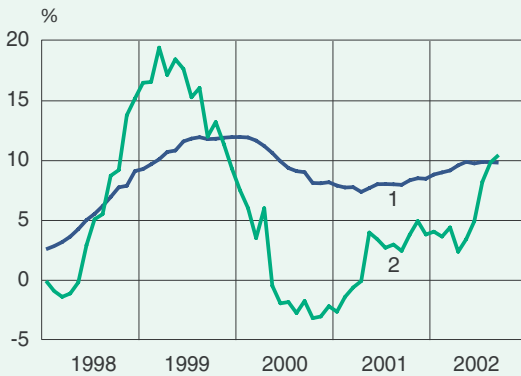
vuus on kuitenkin edelleen varsin hyvä. Edellisvuotista alhaisemmat keskimääräiset markkinakorot vuonna 2002 selittävät rahoituskatteiden heikkenemisen, sillä pankkien luottokorot reagoivat talletuskorkoja nopeammin markkinakorkojen muutoksiin. Toisaalta kotitalousluottojen voimakkaana jatkunut kysyntä sekä yritysten luotonkysynnän kasvu ovat vaikuttaneet positiivisesti pankkien rahoituskatteisiin (kuvio 3).

Suomalaisten pankkien muut tuotot ovat vuoden kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana pysyneet yllättävän vakaina. Tässä suhteessa Suomen pankkisektori eroaa muiden EU-maiden pankkisektoreista, joissa nimenomaan muiden tuottojen supistuminen on ollut tulosten heikentymisen taustalla.

Pankkien kulut ovat kasvaneet selvästi muun muassa henkilöstömäärän lisääntymisen vuoksi. Tuottojen vähenemisen ja kulujen kasvun vuoksi suomalaisten pankkien viime vuosien erinomainen tehokkuus on heikentynyt.

Pankkien uuden luotonannon korkomarginaalit (uusien luottojen keskimääräinen miinus viitekorko) ovat olleet viime vuosina varsin kapeita (kuvio 4). Marginaalien kapeutta selittävät muun muassa pankkien kustannustehokkuus ja kireä pankkikilpailu erityisesti suuryritysten luotonannossa ja asuntoluotoissa. Tilanne on ollut suotuisa luotonsaajille. Vakauden kannalta on kuitenkin tärkeää, että marginaalit ovat riit-

Kuvio 3. Talletuspankkien luotonannon kasvuvauhti

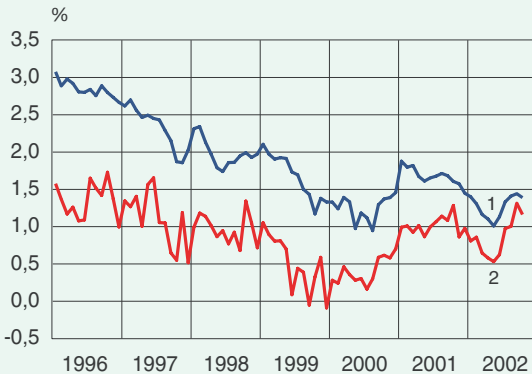


1. Kotitalousluottojen 12 kk:n muutos
2. Yritysluottojen 12 kk:n muutos*

*Sisältää vuodesta 2001 lähtien asuntoyhteisöt.

Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 4. Talletuspankkien luotonannon korkomarginaaleja



1. Kotitalousuusiin luottojen keskimääräinen korko - 12 kk:n euribor
2. Yritysten uusien luottojen keskimääräinen korko - 12 kk:n euribor

Lähde: Suomen Pankki.

tävän suuret kattamaan pankkien kantaman riskin.

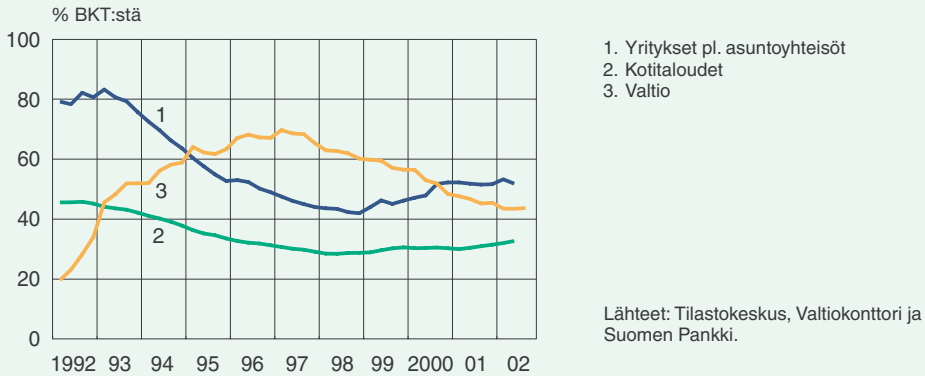
Kotitalousuusiin ja yritysten velkaantuminen (kuvio 5) on historiallisesti tarkastellen vielä kohtuullista, mutta sen kasvua on syytä seurata tarkasti. Asuntoluottojen kysyntää on voimistunut poikkeuksellisen matala korkotaso. Pankkien tulee huolehtia siitä, että asiakkaiden arvioitu lainanhoitokyky kestää korkotason mahdollisen nousun. Suomalaisen yritysten rahoitusasema on edelleen varsin vahva, ja matala korkotaso on helpottanut yritysten velanhoitoa. Järjestämättömien luottojen ja luottotappioiden osuus luottokannasta on useimmilla pankkiryhmillä pysynyt erittäin pienenä.

Luottotappiot seuraavat yleensä vasta tietyn viivästymän jälkeen negatiivista talouskehitys-

tä. Vahvan nousukauden aikana 1990-luvun lopussa pankkien luotonannon kasvuvauhti ei kuitenkaan missään vaiheessa yltenyt yhtä rajuksi kuin pankkikriisiä edeltävinä vuosina. Jos Suomen talous kasvaa ennustettua vauhtia, kotimaiset luottotappiot eivät ole uhka pankkien vakaudelle. Vain huomattavasti ennustettua heikompi talouskehitys saisi luottotappiot kasvamaan hälyttävästi. Suurimmat luottoriskit saattavatkin sisältyä suomalaisten pankkien ulkomaisiin saamiin.

Suomessa toimivilla finanssiryhmillä on varsin kunnianhimoiset kasvu- ja tuottotavoitteet. Vakauden kannalta on olennaisen tärkeää, etteivät pankit tavoittele kasvua ottamalla liiallisia riskejä ja että pankkien vakavaraisuusasteet suhteessa riskeihin ovat riittävät.

Kuvio 5. Velkaantumisaste sektoreittain



Rahoitusmarkkinoiden toimintaympäristö on voimakkaassa murroksessa muun muassa teknisen kehityksen, rahoitusmarkkinoiden kansainvälisen integraation ja säästämiskäyttäytymisen muutosten takia. Pankkien ja vakuutusyhtiöiden koti- ja ulkomaiset fuusiot voidaan nähdä reaktioiksi tähän kehitykseen. Finanssiryhmillä ja niiden valvojilla on suuri haaste pitää sekä sisäinen että ulkoinen valvonta muutosten tasalla.

Suomen arvopaperimarkkinoiden näkymät

Vaikka osakekurssien pitkään jatkunut laskusuuntaus taittui syksyllä 2002 ainakin väliaikaisesti (kuvio 1), talouskehityksen epävarmuus on näkynyt edelleen markkinahintojen voimakkaana vaihteluina. Epävarmuudesta huolimatta suomalaiset osakemarkkinat ovat pysyneet aktiivisina eikä sijoittajien luottamus niihin ole horjunut. Helsingin pörssissä kappalemääräinen osakevaihto kasvoi tammi-lokakuussa 18 % edellisen vuoden vastaavan ajan vaihdosta. Osakemarkkinoiden likviditeetti on pitkälti keskittynyt pörssin päällyställe, joka vastaa miltei yksinomaan osakevaihdon kasvusta. Osakkeiden lisäksi kaupankäynti warranteilla kasvoi pörssissä nopeasti.

Joukkolainamarkkinoilla Suomen valtion viitelainojen markkinatakaajien välisen kaupankäynnin siirtyminen keväällä elektroniseen MTS Finland -kaupankäyntijärjestelmään on sujunut hyvin. Valtionlainojen jälkimarkkinoi-

den seurattavuuden näkökulmasta muutokset kaupankäyntijärjestelyissä ovat tosin olleet haitallisia, sillä tietojen saanti päämarkkinatakaajien kaupoista MTS Finland -järjestelmän ulkopuolella on vaikeutunut. Kesäkuusta lähtien järjestelmään on osallistunut kymmenen päämarkkinatakaajan lisäksi seitsemän muuta markkinatakaajaa sekä kolme muuta osapuolta. MTS Finland -järjestelmässä tehtävät kaupat selvitetään joko Euroclear- tai Clearstream-järjestelmässä, vaikka lainat on laskettu liikkeeseen Suomen Arvopaperikeskuksessa.

Markkinoiden kotimainen infrastruktuuri on säästynyt vakavilta toimintaongelmilta, vaikka tietojärjestelmiin liittyviä häiriöitä onkin esiintynyt jonkin verran. Osakeselvityksen toimitusvarmuus on HEXissä vakiintunut erittäin hyväksi. Vuoden 2002 aikana aikataulun mukaisesti toimitettujen pörssikauppojen osuutta kuvaava selvitysaste on pysynyt 99 prosentin tuntumassa. Osakemarkkinapaikan kehittämiseksi ja systeemiriskin pienentämiseksi HEX on kuitenkin ottamassa osakekauppojen toteutuksessa vuoden 2003 aikana käyttöön uuden, reaaliaikaisiin bruttotoimituksiin perustuvan HEXClear-järjestelmän. Myöhemmässä vaiheessa HEXClear-järjestelmä on tarkoitus ottaa käyttöön myös velkamarkkinakauppojen toteutuksessa.

Suomen arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin tulevaisuus kytkeytyy kiinteästi arvopaperien kauppapaikkojen ja selvitysjärjestelmien kansainväliseen kehitykseen. Euroopan arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuri on edelleen

käymistilassa, eikä EU-alueen infrastruktuurirakenne pitkällä aikavälillä ole vielä selkeästi ennakoitavissa. Arvopaperimarkkinoiden integroitumisessa on aiempaa selvemmin nähtävissä globaali ulottuvuus. Tästä ovat esimerkkejä Euronext-pörssiryhmittymän ja Tokion pörssin syyskuussa solmima yhteistyösopimus sekä yhdysvaltalaisen Nasdaqin yhteistyö saksalaisten pankkien ja aluepörssien kanssa Nasdaq Deutschland -pörssin perustamiseksi.

EU-jäsenyyttä hakevien maiden arvopaperimarkkinoihin on kansainvälisessä yhdentymisessä kohdistettu aiempaa enemmän huomiota. HEX on ollut tällä saralla aktiivinen ja nimenyt Baltian toiminnot yhdeksi liiketoimintaluokkeseen, jota se on viimeksi laajentanut hankkimalla enemmistön Riian Pörssi -konsernista, johon kuuluu pörssin lisäksi myös Latvian arvopaperikeskus. Useat hakijamaiden pörssit ovat osoittaneet kiinnostuksensa HEXin kanssa tehtävään yhteistyöhön, mikä pitää kuitenkin sisällään merkittäviä haasteita.

Maksujärjestelmien vakaus

Euroalueen suurten maksujen järjestelmät ovat kokonaisuutena toimineet hyvin. EU-alueen keskuspankkien ja EKP:n ylläpitämän reaaliaikaisen bruttomaksujärjestelmän TARGETin (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) toiminta on ollut vakaata hyvin testattujen varautumisjärjestelyjen ansiosta, vaikka joitakin lyhytkestoisia teknisiä ongelmia on ilmennyt. Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä (BoF-RTGS), joka on osa TARGET-kokonaisuutta, uudistettiin teknisesti syksyn 2002 aikana. Uuden järjestelmän käyttöönotto sujui onnistuneesti marraskuun puolivälissä.

EKP:n neuvosto päätti lokakuussa TARGETin seuraavan sukupolven (TARGET 2) kehitysohjelmasta. Samalla neuvosto päätti, että EU-jäsenyyttä hakevat maat voivat halutessaan liittyä TARGETiin heti EU-jäsenyytensä alussa. Kaikki nykyisetkin EU-maat ovat mukana järjestelmässä. Hakijamaat voivat valita, rakentavatko ne omat järjestelmänsä vai käyttävätkö mahdollisuutta joustaviin järjestelyihin muiden keskuspankkien kanssa. Jälkimmäinen vaihtoehto saattaa pienentää keskuspankkien kustannuksia ja kireässä aikataulussa rakennettuun järjestelmään liittyviä operatiivisia riskejä. TAR-

GET 2:n toteuttaminen edellyttää kuitenkin vielä mm. varautumissuunnitelmien ja teknisten riskien uudelleenarviointia.

Valuuttamarkkinat ovat globaalisti olleet keskeinen pankkien välisten riskien lähde. CLS-pankin (Continuous Linked Settlement Bank) selvitysjärjestelmän käynnistyminen syyskuussa oli tärkeä askel eteenpäin valuuttakauppaan liittyvän toimitusriskin hallinnassa. CLS-järjestelmän toiminta on ollut luotettavaa. Tulevaisuudessa pankin omistajien tarkoituksena on laajentaa toimintaa uusiin valuuttoihin ja mahdollisesti uusille markkinoille, kuten arvopaperien selvitykseen. Tämä asettaa uusia haasteita järjestelmän riskienhallinnalle. Lisäksi tärkeimpien valuuttojen kaupankäynnin selvitys keskittyy tulevaisuudessa yhteen järjestelmään, mikä alistaa osapuolet mm. CLS-pankkiin liittyville operatiivisille riskeille. CLS-järjestelmän toiminta-aikataulut asettavat suuria vaatimuksia myös keskuspankkien maksujärjestelmien, kuten TARGETin, toimivuudelle, sillä CLS:n selvitysprosessiin liittyvät euromääräiset aikakriittiset maksut toteutetaan TARGETissa.

Vastauksena arvosteluun maiden välisen pienten maksujen maksuliikkeen tehottomuudesta EU-alueen pankit esittelivät toukokuussa 2002 kokonaisuunnitelman vähittäismaksuliikkeen kehittämiseksi. Tämän ns. SEPA-aloitteen (Single Euro Payment Area) osana pankit suunnittelevat mm. uutta infrastruktuuria maiden välisille euromääräisille tilisiirroille. Ratkaisu perustuu todennäköisesti Euroopan laajuiseen clearingkeskukseen, johon pyritään ohjaamaan pääosa maiden välisistä tilisiirroista. Mallin keskeinen heikkous on riskien keskittyminen yhteen järjestelmään. Toisaalta ratkaisu voi lisätä maksusanomien standardoimista ja siten osaltaan parantaa maksuliikenteen tehokkuutta.

Kotimaiset pankkien ylläpitämät maksujärjestelmät POPS (pankkien on line -pikasiirrot ja sekrit) ja PMJ (pankkien välinen maksujärjestelmä) ovat toimineet moitteettomasti vuoden 2002 aikana. Niiden vakaus riippuu erityisesti pankkien sisäisten järjestelmien toimintavarmuudesta. Kaikki vähittäismaksaminen ei toistaiseksi ole viranomaisvalvonnan alasta, mutta tilanteen odotetaan parantuvan luottolaitoslain uudistuksen myötä. Myös Euroopan komissio on ryhtynyt selvittämään EU-tasoisien maksuliikennelainsäädännön muutostarpeita, joten mahdolli-

sesti jäljellä olevia oikeudellisia riskejä ja tehokkuusesteitäkin pyritään eliminoimaan.

Keskeisiä rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan kehityshankkeita

Vakauden näkökulmasta on ensiarvoisen tärkeää, että rahoitusjärjestelmien sääntely ja valvonta pysyvät ajantasaisina suhteessa rahoitusmarkkinoiden rakenteen, instrumenttien ja tekniikoiden muutoksiin. Rahoitusjärjestelmän kansainvälistyminen ja muutosten nopea leviäminen globaalisti ovat johtaneet siihen, että viranomaiset kehittävät sääntelyä ja valvontaa yhä enemmän kansainvälisen yhteistyön kautta.

Keskeinen rahoitusjärjestelmän sääntelyn ja valvonnan globaali kehityshanke on G10-maiden muodostaman Baselin pankkivalvontakomitean valmisteleva pankkien vakavaraisuussääntösten uudistus. Komitea pyrkii saamaan työssä valmiiksi vuoden 2003 aikana siten, että uudet vaatimukset voitaisiin panna täytäntöön vuoden 2006 loppuun mennessä. Lokakuussa 2002 käynnistettiin uudistuksen käytännön vaikutuksista uusi selvitys, joka perustuu pankkien koelaskelmiin. Komitea aikoo antaa vakavaraisuusehdotuksesta uuden version vuoden 2003 keväällä julkista kommentointia varten. Uusi vakavaraisuussääntely perustuu aiempaa yksityiskohtaisemmin pankkien saamisten luottoriskeihin ja on omiaan vaikuttamaan pankkien riskinottoon ja rahoituksen tarjontaan. Uudistusta koskeneessa keskustelussa on esitetty huoli uuden sääntelyn monimutkaisuudesta ja sen mahdollisista suhdannevaihteluista vahvistavista vaikutuksista. Kaiken kaikkiaan uudistuksen katsotaan kuitenkin kannustavan pankkeja aiempaa parempaan riskitietoisuuteen ja edistävän siten rahoitusjärjestelmän vakautta. EU:ssa vakavaraisuussääntelyn muutokset koskevat pankkien lisäksi sijoituspalveluyrityksiä.

Yritysten tulostietojen kansainvälistä vertailtavuutta edistää EU-tasolla heinäkuussa 2002 annettu asetus, jonka mukaan jäsenvaltioiden lainsäädännön alaisten listattujen yhtiöiden, myös pankkien ja vakuutusyhtiöiden, on laadittava konsernitilinpäätöksensä vuodesta 2005 alkaen kansainvälisten IAS-standardien mukaisesti. Jäsenvaltiot voivat sallia tai vaatia IAS-standardien noudattamista myös muilta yhtiöiltä. Lisäksi Euroopan komissio antoi kesällä nykyisiä tilinpäätösdirektiivejä koskevan muutos-

ehdotuksen. Sen avulla pyritään poistamaan ristiriidat direktiivien ja IAS-standardien väliltä ja mahdollistamaan tilinpäätösraportoinnin kehittäminen myös niissä yrityksissä, joita IAS-standardit eivät vastedeskään koske. Komission muutosehdotus ei tässä vaiheessa kata pankkeja ja muita rahoituslaitoksia koskevaa tilinpäätösdirektiiviä.

Yritysten tulostietojen vertailtavuuden parantamiseen tähtää myös kansainvälisiä IAS-standardeja kehittävän International Accounting Standards Boardin (IASB) ja Yhdysvaltain tilinpäätösstandardeja kehittävän Financial Accounting Standards Boardin (FASB) lokakuussa solmima sopimus tilinpäätösstandardien lähentämisestä toisiinsa vuoteen 2005 mennessä.

EU:n rahoitussektorin sääntelyä ja valvontaa koskevaa komitearakennetta uudistetaan parhaillaan talous- ja rahoituskomitean raportin pohjalta. Raportissa ehdotetaan, että Alexandre Lamfalussyn johtaman työryhmän vuonna 2001 arvopaperialalle esittämä lähestymistapa ulotetaisiin myös pankkeihin, vakuutusalaan sekä sektorirajat ylittäviin finanssiryhmittymiin.

Useiden rahoitusjärjestelmän sääntelyn ja valvonnan kannalta merkittävien direktiivi uudistusten käsittely on edennyt EU:ssa viime aikoina. Rahoitusvakuusjärjestelyistä annettiin direktiivi kesäkuussa. Sen tavoitteena on helpottaa vakuuksien antamista ja käyttöä sekä niiden realisointia vakuuden antajan joutuessa maksukyvyttömäksi. Direktiivi koskee vakuuden antajan ja saajan välisiä järjestelyjä keskuspankkien, rahoituslaitosten ja suurten yhteisöjen kesken.

Euroopan parlamentti hyväksyi marraskuussa lopullisesti neuvoston aiemmin hyväksymän finanssiryhmittymien sääntelyä ja valvontaa koskevan direktiivi uudistuksen. Direktiivi sisältää säännöksiä finanssiryhmittymiin kuuluvien luottolaitosten sekä vakuutus- ja sijoituspalveluyritysten lisävalvonnasta. Sääntösten yhtenä tavoitteena on varmistaa, että finanssiryhmittymillä on riittävästi omia varoja estämällä pääomien samanaikainen käyttö riskipuskurina kahdessa tai useammassa saman finanssiryhmittymän yrityksessä.

EU:n ministerineuvosto pääsi marraskuussa poliittiseen yhteisymmärrykseen esitedirektiiviehdotuksesta, jonka komissio antoi elokuussa uudistettuna. Direktiivin mukaan yhdessä jäsen-

valtiossa hyväksytyä esitettä voi käyttää arvo-paperien tarjoamiseen kaikissa jäsenvaltioissa. Lokakuussa Euroopan komissio antoi niin ikään uudistetun ehdotuksen direktiiviksi julkisista ostotarjouksista (yritysvaltausdirektiivi) parlamentin hylättyä aiemman ehdotuksen vuonna 2001 sekä marraskuussa ehdotuksen sijoituspalveludirektiivin uudistamiseksi.

Kotimaisen lainsäädännön kehityshankkeet

Suomen rahoitusalan valvonnan kehittämisen näkökulmasta keskeinen sääntelyhanke on hallituksen lokakuussa antama esitys laiksi Rahoitustarkastuksesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi. Lakiesityksessä täsmennetään säännöksiä Rahoitustarkastuksen tavoitteesta ja tehtävistä. Rahoitustarkastuksen toiminnan tarkoituksenmukaisuuden ja tehokkuuden valvonta olisi uudistetun lain mukaan eduskunnan pankkivaltuuston tehtävä. Lisäksi säännöksiä Rahoitustarkastuksen päätöksentekojärjestelmästä ja valvontavaltuuksista muutettaisiin. Esityksessä ei ehdoteta muutoksia Rahoitustarkastuksen asemaan Suomen Pankin yhteydessä toimivana mutta valvontaa koskevan päätöksenteon osalta itsenäisenä viranomaisena.

Hallitus antoi lokakuussa myös esityksen valmiuslain muuttamisesta vastaamaan rahoitusmarkkinoiden ja vakuutusalan muuttumisesta sekä niitä koskevan lainsäädännön uudistamisesta aiheutuvia tarpeita. Valmiuslakiin ehdotetaan muun muassa lisäystä, jonka mukaan valtioneuvostolla olisi toimivaltuudet säännöstellä rahoitusmarkkinoita ja vakuutusalaan poikkeusoloissa. Samalla hallitus esitti eräisiin muihin lakeihin muutoksia, joilla tietyt rahoitusmarkki-

noiden ja vakuutusalan yhteisöt velvoitettaisiin varautumaan välttämättömimpien toimintojensa ylläpitoon poikkeusoloissa.

Pankkipalvelutyöryhmän ehdotukseen perustuva hallituksen esitys eduskunnalle luottolaitoslain ja siihen liittyvien lakien muuttamisesta on edelleen eduskunnan käsiteltävänä. Esityksessä myös muille yrityksille kuin talletuspankeille ja säästökassoilta sallittaisiin oikeus vastaanottaa vaadittaessa takaisinmaksettavia varoja yleisöltä asiakastileille. Nämä asiakastilit eivät kuitenkaan kuuluisi talletussuojan piiriin. Talletuspankeilla säilyisi varojen talletussuoja sekä yksinoikeus kutsua näitä varoja talletuksiksi. Esityksen myötä Suomessa myös pannaan täytäntöön direktiivi, jolla säännellään sähköisen rahan liikkeeseenlaskua sekä tämän liiketoiminnan aloittamista ja valvontaa.

Arvo-osuuksien moniportaista omistajarakennetta selvittämään asetettu työryhmä on saanut työnsä päätökseen. Työryhmän mietinnössä selvitettiin moniportaisen järjestelmän toteuttamistapoja ja analysoitiin niiden vaikutuksia erilaisiin toimijoihin. Työryhmä ehdottaa, että sääntelyn kehitystä EU:ssa seurataan edelleen ja valmisteluissa edetään varovasti.

Valtiovarainministeriö asetti keväällä 2002 työryhmän selvittämään lainsäädäntötarvetta Suomessa tarjottavien säästö-, sijoitus- ja henkivakuutuslaitosten keskinäisten kilpailuedellytysten varmistamiseksi. Työryhmän määräaika jatkuu toukokuuhun 2003. ■

- Asiasanat: rahoitusjärjestelmä, vakaas, pankkisektori, arvopaperimarkkinat, maksu- ja selvitysjärjestelmät

Euroalueen rahoitustasapainon kehityspiirteitä

Tapio Korhonen
neuvonantaja
kansantalousosasto
8.10.2002

Euroalueen talouden rahoituskehitys on ollut suhteellisen rauhallista euron nelivuotisen olemassaolon aikana. Julkisen sektorin rahoitusasema on pysynyt vakaus- ja kasvusopimuksen ansiosta useimmissa maissa aikaisempaa tasapainoisempana. Sen vastapainona on ollut euroalueen yritysten ja kotitalouksien velkaantumisen lievä kiihtyminen, joka sekun on viime aikoina vaimentunut. Euroalueen rahoituslaitosten tase-erien ja alueen ulkopuolisten pääomanliikkeiden kehityksessä on toisaalta esiintynyt euroaikana melko voimakkaitakin vaihteluja. Ne eivät ole aiheuttaneet rahamarkkinoille merkittäviä ongelmia, joskin ne ovat vaikeuttaneet jonkin verran rahoituskehityksen tulkintaa.

Euroalueen rahapoliittinen korko on euroaikana vaihdellut $2\frac{1}{2}$ ja $4\frac{3}{4}$ prosentin välillä. Vaihtelu on ollut suhteellisen vähäistä, ja sekä nimellisenä että reaalisena korko on ollut historiallisessa perspektiivissä varsin matala. Rahoituskehityksen vakautta – ja myös odotuksia rahoituskehityksen säilymisestä vakaana – osoittaa se, että valtioiden pitkäaikaisten lainojen tuotot ovat pysytelleet euroaikana 4–5 prosentin tuntumassa.

Euron valuuttakurssi on toisaalta vaihdellut varsin paljon. Euron dollarikurssi lähti vuoden 1999 alussa laskuun tasolta 1,17, ja euron heikkeneminen jatkui vuoden 2000 lopulle, jolloin kurssi oli painunut noin 0,85:een. Kesällä 2002 suunta kääntyi ja euro vahvistui suunnilleen samanarvo-

Euroalueen rahoitustasapaino näyttää pysyvän melko hyvänä. Julkisen talouden kehitys ei kuitenkaan vastaa kaikissa maissa sille asetettuja tavoitteita. Talletus- ja luottokehityksessä on ollut euroaikana melko suurta vaihtelua ja alueellisia eroja. Euroopan keskuspankin tavoittelema hintavakaus on toteutunut kuitenkin varsin hyvin.

seksi dollarin kanssa. Euron kauppapainoisen kurssin ura on ollut samantapainen, mutta vaihtelu on jäänyt suhteellisesti noin puoleen dollarikurssin vaihtelusta, koska muut Euroopan valuutat ovat laajalti seuranneet euroa.

Euroopan keskuspankin rahapolitiikalle on asetettu ensisijaiseksi tavoitteeksi hintava-

kauden ylläpitäminen. EKP:n neuvosto on tämentänyt tavoitteen niin, että euroalueen kuluttajahintojen vuosinousun tulee pysyä keskipitkällä aikavälillä alle kahdessa prosentissa. EKP pyrkii hyödyntämään rahapoliittisten päätösten pohjana ns. kahden pilarin strategiaa. Ratkaisut perustetaan ensinnäkin rahamäärä M3:n ja sen vastaerien kehitykseen ja toiseksi muuhun talouskehitykseen, lähinnä inflaationäkymiin, reaalikehitykseen ym.

Tavoiteltuun hintavakauteen on tähän saakka päästy suhteellisen hyvin. Euroajan alusta lähtien kuluttajahintojen nousu on ollut keskimäärin kuitenkin asetetun enimmäisrajan tuntumassa. Tämä koskee myös lähiaikojen hintanäkymiä.

Yleinen rahoitustasapaino on pysynyt hyvänä

Euroalueen yhdistetyssä taloudessa säästämisen ja investointien osuus on lähes yhtä suuri, mikä näkyy alueen ulkoisen vaihtotaseen tasapainona. Vuoden 2001 puolivälistä lähtien euroalueella on ollut hiukan rahoitusylijäämää. Säästämisen ja investointien määrä on kansainvälisesti

katsoen kohtuullinen: kumpikin on ollut vähän yli 20 % BKT:stä. Molemmat jäävät tuntuvasti pienemmäksi kuin Japanissa ja monissa muissa Aasian maissa, mutta varsinkin säästämisaste on ollut selvästi korkeampi kuin Yhdysvalloissa.

Talous- ja rahaliittoon valmistauduttaessa asetetut julkisen talouden EMU-kriteerit ja sen jälkeen toteutettu vakaus- ja kasvusopimukseen perustuva budjettipolitiikka lisäsivät selvästi euro maiden julkista säästämistä 1990-luvun lopulla. Kuitenkin jo vuonna 2001 julkisen sektorin rahoitusasema alkoi heikentyä, ja alijäämä suhteessa BKT:hen kasvoi 1,4 prosenttiin. Tänä vuonna alijäämä suurenee useissa maissa jo lähelle vakaus- ja kasvusopimuksessa asetettua 3 prosentin enimmäisrajaa.

Yksityisen säästämisen osuus BKT:stä on yhteisen rahan aikana hiukan vähentynyt, varsinkin kotitalouksien osuus. Kun samaan aikaan investoinnit ovat lisääntyneet, yritykset ja kotitaloudet ovat joutuneet lisäämään velkojaan. Yksityisten velkojen lisäys on euroalueella kuitenkin jäänyt vaimeammaksi kuin Yhdysvalloissa.

Suomen rahoitusylijäämä on ollut suurempi kuin euroalueen. Investointiaste vastaa euroalueen keskiarvoa, mutta säästämisaste on ollut noin 5 prosenttiyksikköä korkeampi. Suomen kotitaloudet ja yrityksetkin ovat euroalueen vertailussa varsin vähän velkaantuneita.

Rahatalouden laajeneminen vähän tavoiteltua nopeampaa

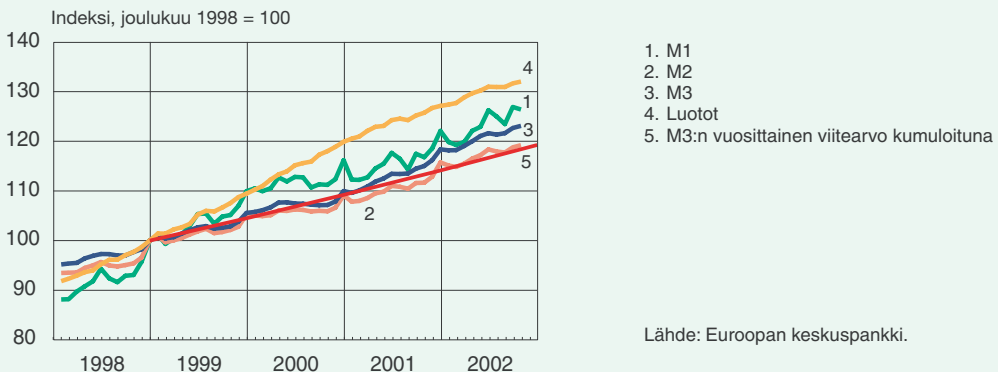
Rahamäärien ja rahalaitosten luottojen kehitystä on euroaikana leimannut melko nopea kasvu

samalla kun näiden erien kehitys on vaihdellut tuntuvasti. Vaihtelu ei ole ollut kansainvälisesti katsoen poikkeuksellisen suurta, mutta se on kuitenkin vaikeuttanut rahamäärän lisäyksen inflaatiovaikutusten arviointia. Myös euroalueen ulkomaiset pääomanliikkeet ovat olleet osin epävakaita.

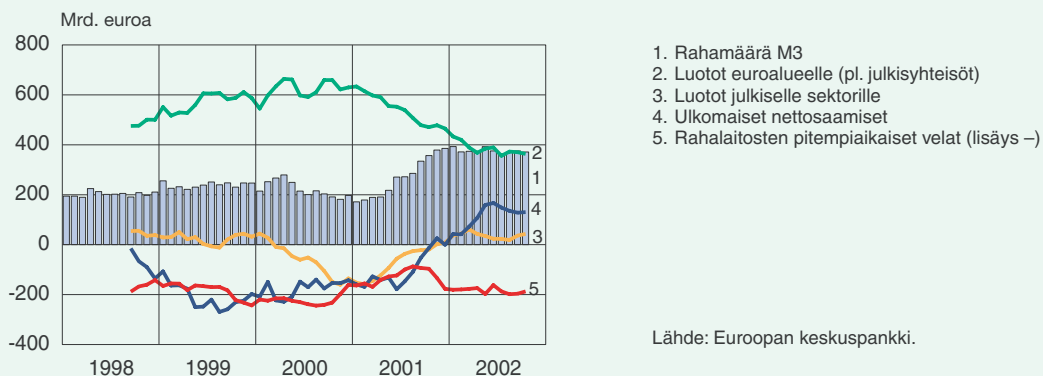
EKP on asettanut vuosittain rahamäärän M3 vuosikasvulle viitearvon, joka on tähän saakka ollut aina $4\frac{1}{2}$ %. Viitearvo on perustunut alle 2 prosentin inflaatioon, potentiaalisen tuotannon $2-2\frac{1}{2}$ prosentin kasvuun ja rahan kierto nopeuden $\frac{1}{2}-1$ prosentin hidastumiseen. Rahapolitiikan ykköspilari kattaa myös rahalaitosten taseen muiden erien tulkinna. Sikäli kuin rahalaitossektorin taseen rakenne ei ajan mittaan merkittävästi muutu, tulee myös muiden keskeisten tase-erien – erityisesti yleisölle annettavien luottojen – kasvaa suunnilleen rahamäärän viitearvolla asetettua vauhtia.

Yksityisen sektorin luotot ja talletukset ovat lisääntyneet euroaikana M3:n viitearvon vauhtia tai sitä nopeammin (kuvio 1). Rahalaitosten yleisöluottojen kasvu on euroaikana ollut melkein kaksi kertaa suurempi kuin M3:lle asetettun viitearvon mukainen kasvu. Euroajan alun voimakkaan luottojen kehityksen selittää noihin vuosiin sattunut yrityskauppojen suma ja osakemarkkinoiden laajeneminen. Viime aikoina yritysten luottojen kysyntä on vaimentunut ja luotonanto on painottunut entistä enemmän asuntoluottoihin. Alhainen korko on vauhdittanut luottojen kysyntää. Asuntomarkkinat ovat olleet useimmissa maissa vilkkaat, kuten Suo-

Kuvio 1. Euroalueen rahamäärä ja pankkiluotot



Kuvio 2. Euroalueen rahamäärän kasvu ja sen vastaerät, 12 kk:n liukuva summa



messakin, ja asuntojen hinnat ovat yleisesti kohonneet voimakkaasti.

Rahamäärä M3 kehittyi vuoden 2001 puoliväliin saakka melkein viitearvon mukaan, mutta on sen jälkeen lisääntynyt selvästi sitä nopeammin, 7–8 prosentin vuosivauhtia. Kumulatiivinen nimellinen rahapoikkeama viitearvosta on suurentunut 4–5 prosenttiin, eli rahamäärä M3 on kasvanut viitearvoonsa nähden liikaa yhden vuosikasvun verran.

Rahamäärän voimakkaan kasvun syksyllä 2001 on katsottu yleisesti johtuneen epävarmuudesta, joka liittyi syyskuun terrori-iskuihin Yhdysvalloissa ja talousnäkymien heikkenemiseen, jota heijasti mm. osakekurssien yleinen jyrkkä lasku. Epäilemättä epävarmuus vaikutti likviditeetin kysyntään, mutta yhteys esimerkiksi osakemarkkinoiden kehitykseen ei ole selvä. Osakkeiden jälkimarkkinakaupasta ei vauhduttu – kuten ei muiltakaan jälkimarkkinoilta myyntien ja ostojen ollessa aina yhtä suuret – nettomääräisesti varoja muihin vaateisiin. Rahamäärä kasvaa lähinnä vain, jos osakeostoja rahoitetaan pankkiluotoilla. Avoimessa taloudessa koko talouden portfolio voi kuitenkin muuttua siten, että osakkeiden määrä vähenee ja rahamäärä kasvaa, jos osakkeet myydään ulkomaille. Juuri näin kävi euroalueella vuonna 2001. Selittäminen epävarmuuden avulla tuntuu ongelmalliselta myös siksi, että vaikka epävarmuus on koskenut laajasti läntisiä talouksia, rahamäärän nopea kasvu toteutui vain osassa maita.

Rahamäärän kehitykseen ei ilmeisesti ole ollut kovin selviä syitä. Rahamäärän kasvuun liit-

tyi pääomavirtojen suuntautuminen euroalueelle. Yleisen korkotason alhaisuus on lisännyt halukkuutta pitää varoja halpakorkeissa talletuksissa. Myös aikaisemmin vaisun luotonannon kiihtyminen joissakin euromaissa vaikutti rahamäärään. Luottojen samoin kuin talletusten maakohtaiset kasvuerot ovatkin olleet euroaikana suuret. Varsinkin Saksassa rahatalous on kasvanut hitaasti, kun taas monissa pienehköissä maissa luottojen ja rahamäärän kasvu on ollut erittäin vahva.

Suomessa rahalaitosten luottojen ja rahamäärien kehitys on vastannut pitkälle euroalueen keskimääräistä kehitystä. Suomen osuus euroalueen M3:ssa on kasvanut tosin varsin hitaasti, lähinnä koska suomalaisiin rahalaitoksiin sijoitettuja vakuutuslaitosten ym. varoja on siirretty muualle euroalueelle valuuttakurssiriskin poistuttua.

Rahamäärien ja luottojen kehityksellä on ollut kytkentä pääomanliikkeisiin

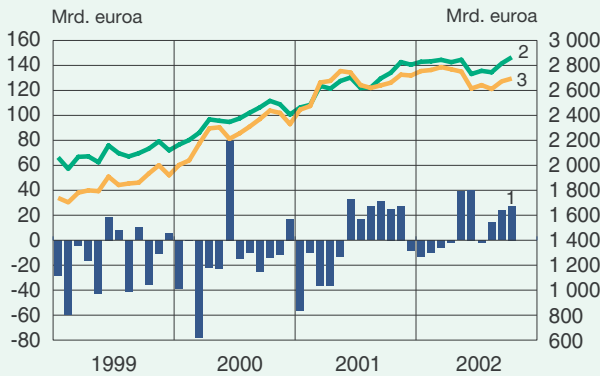
Koska euroalueen rahalaitosten luotonanto on ollut selvästi tuntuvampaa kuin rahamäärän lisäys, rahalaitokset ovat joutuneet kattamaan erotuksen muista rahoituslähteistä. Luottojen rahoitusta on saatu toisaalta niistä pitkäaikaisista talletuksista ja arvopapereista, joita ei lueta rahamäärään, toisaalta euroalueen ulkopuolelta (kuvio 2). On myös supistettu julkiselle sektorille annettuja luottoja, mutta tämän merkitys on ollut pieni, sillä useilla eurovaltioilla on ollut vain vähän velkaa rahalaitoksille.

Ulkomainen rahoitus on ollut hyvin merkittävä rahoituserä euroalueen rahalaitoksissa. Rahalaitossektori velkaantui voimakkaasti alueen ulkopuolelle nopean luoton kasvun vuosina 1999–2000, mutta vuoden 2001 puolivälin jälkeen rahalaitokset ovat pääosin vähentäneet ulkomaista nettovelkaansa (kuvio 3). Alueen ulkopuolisten saamisten ja velkojen vaihtelut ovat liittyneet usein selvästi myös rahamäärän suuriin vaihteluihin. Eurojärjestelmän operaatiot valuuttamarkkinoilla (loppuvuonna 2000) ovat olleet hyvin vähäisiä, eikä niistä seuranneella keskuspankkirahan muutoksella ole ollut juuri vaikutusta euroalueen rahalaitosten ja yleisön likviditeetin määrään.

Rahalaitosten ulkomaiset erät ovat osa euroalueen maksutasetta. Koska euroalueen vaihtotase on pysynyt melkein tasapainossa, rahalai-

osten ulkomaisten saatavien kasvu on paljolti seurausta muiden sektoreiden pääomantuonnista euroalueelle, ja vastaavasti rahalaitosten velan lisäys euroalueelta ulospäin suuntautuneesta yritysten ja muiden sijoittajien toteuttamasta pääomanviennistä. Yritysten ja rahoituslaitosten suorat sijoitukset ovat suuntautuneet euroaikana voittopuolisesti euroalueelta pois päin. Parina alkuvuonna myös sijoituksia osakkeisiin ja obligaatioihin tehtiin euroalueelta ulospäin enemmän kuin ulkopuolelta euroalueelle. Osittain tämä johtui siitä, että alueen ulkopuoliset lainanottajat käyttivät runsaasti uusia euromääräisiä obligaatiomarkkinoita, jolle sijoitukset tulivat pääasiassa euroalueelta. Sijoitusvirta kuitenkin kääntyi vuonna 2001, ja tuon jälkeen alueen ulkopuolelta on sijoitettu runsaasti erityisesti euromaiden osakemarkkinoille.

Kuvio 3. Euroalueen rahalaitosten ulkomaiset erät



1. Saamisten lisäys +, velkojen lisäys - (vasen asteikko)
2. Saamiset, kanta (oikea asteikko)
3. Velat, kanta (oikea asteikko)

Lähde: Euroopan keskuspankki.

Kuvio 4. Euron ulkoinen arvo



1. Euron suppea kauppapainoinen valuuttaindeksi, 1999/1 neljännes = 100 (vasen asteikko)
2. Euron arvo Yhdysvaltain dollareina (oikea asteikko)

Lähde: Euroopan keskuspankki.

Nämä suhteellisen voimakkaat yritysten ja muiden sijoittajien (ilman rahalaitoksia) pääomavirrat ovat näkyneet myös valuuttamarkkinapaineina: vuosien 1999–2000 pääomanvirtivirtoihin liittyi euron myyntipainetta ja valuutan heikkenemistä ja vuosien 2001–2002 ajoittaisiin pääomantuontivirtoihin vastaavasti euron vahvistumista (kuvio 4). Tällainen pääomanliikkeiden ja valuuttakurssin yhteys toteutuu usein markkinoilla lyhyellä aikavälillä, mutta ajan myötä yhteys tyypillisesti hämärtyy, sillä valuuttakurssi määräytyy monista ja monentyyppisistä tekijöistä. Pääomanliikkeitä ei ole syytä tulkita valuuttakurssin muutoksen varsinaiseksi syyksi, vaan molempien taustalla on pikemminkin näkemys eri talouksien tuottonäkymien eroista ym. sijoittamisen perustekijöistä.

Suomen tapaisessa pienessä euromaassa maan omilla pääomanliikkeillä on vain likviditeetti-vaikutus. Euroalueelle suuntautuviin virtoihin ei liity valuuttakurssivaikutusta ja euroalueen ulkopuoliset virrat ovat euron kurssin kannalta lähes merkityksettömiä. Pääomanliikkeet ovat heiluttaneet voimakkaasti Suomen rahamarkkinoita. Erityisen merkittävä on ollut vakuutusrahastojen siirto euroalueen arvopapereihin valuuttakurssiriskin poistuttua.

Euroalueen alkuvuosien rahoituskehitystä voi tulkita myös niin, että suhteellisen alhainen korkotaso vauhditti yrityskauppoja ja arvopaperisijoituksia euroalueelta pois päin. Tämä kehitys heikensi samalla euroa. Kiinnostus näihin alueen ulkopuolisiin arvopaperisijoituksiin vä-

heni vuonna 2001, mikä osaltaan vaimensi euroalueen pankkien luotonantoa. Kun samaan aikaan ulkopuolelta ryhdyttiin sijoittamaan euroalueen osakkeisiin, parani osakkeita myyvien talousyksiköiden likviditeetti. Tämä on näkynyt M3-rahamäärän lisäyksenä, ja samalla on rahalaitosten nettosaaminen alueen ulkopuolisilta rahalaitoksilta kasvanut.

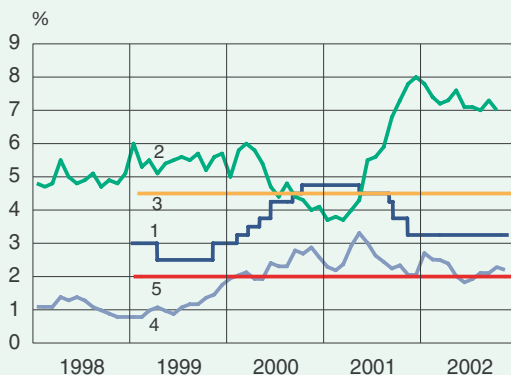
Näiden rahoitusketjujen liikkeellepaneva voima on varmaan vaihdellut. Euroalueen sijoittajien tavoitteena on epäilemättä ajoittain myös ollut – kuten vuoden 2001 syksyn epävarmuudessa – lisätä likviditeettiä mm. myymällä osakkeita ulkomaille. Sikäli kuin epävarmuus vähenee, likviditeetin lisäys jää tilapäiseksi, ja rahoitus pyritään käyttämään osin kysyntä- ja hintapaineita lisääviin hyödykkeiden ostoihin ja sijoituksiin.

Rahamäärä ja inflaatio

M3-rahamäärän kasvu ei ole kovin hyvin ennakoitua toteutettuja rahapoliittisia päätöksiä, jos tarkastellaan lyhyitä aikavälejä. EKP onkin korostanut suhteellisen väljää M3:n tulkintaa, mitä heijastaa jo se, että rahamäärää ei ole määriteltävä rahapolitiikan tavoitemuuttujaksi, vaan sen kasvulle on asetettu vain viitearvo. Lisäksi EKP on korostanut luottojen ja muiden rahoituserien kehityksen merkitystä. Pikemminkin korkopäätökset näyttävät liittyneen euroalueen kuluttajahintojen nousuvauhtiin (kuvio 5).

Rahoituskasvun merkitystä korostaa kuitenkin se, että koko euroaika tarkastellen euro-

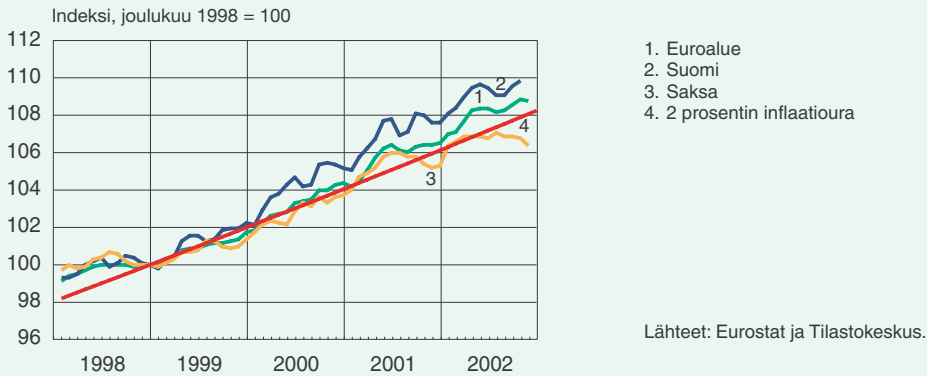
Kuvio 5. Eurojärjestelmän korkopoliittikka



1. Perusrahoitusoperaatioiden korko / minimitarjouskorko
2. Rahamäärä M3, 12 kk:n prosenttimuutos
3. Rahamäärän viitearvo
4. Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi, 12 kk:n prosenttimuutos
5. Hintavakauden yläraja

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Eurostat.

Kuvio 6. Hintataso ja inflaatiourat euroalueella



alueen rahatalous on kehittynyt samansuuntaisesti inflaation kanssa. M3:n lisäys on kumulatiivisesti ylittänyt $4\frac{1}{2}$ prosentin viitearvon, ja kuluttajahintojen keskimääräinen nousu on ylittänyt hiukan hintavakauden 2 prosentin ylärajan (kuvio 6). Rahamäärän kasvu viitearvon määrittelemää kasvua nopeammin liittyy inflaatioon tai kiertonopeuden hidastumiseen, sillä euroalueen tuotanto on seurannut $2-2\frac{1}{2}$ prosentin potentiaalista kasvua. Suomen kehitys vastaa melko hyvin euroalueen keskiarvoa, kun ottaa huomioon suomalaisten rahamarkkinapapereiden määrää painaneen varojen siirron ulkomaille.

EKP:n rahapolitiikan strategia on siten ensimmäisen pilarin osalta toiminut pitkällä aikavälillä odotusten mukaan. Koska inflaatio on pysytellyt suunnilleen hintavakauden määritelmän mukaisessa enimmäisvauhdissa, EKP:n rahapolitiikka ei ole ollut euroaikana erityisen kiireää asetettuun tavoitteeseen nähden. Raha- ja luottomäärien kasvu on vuoden 2002 aikanakin jatkunut M3:n viitearvoa nopeampana. Rahoituserien kasvu tulee pitkän päälle saada lähelle asetettua viitearvoa. Syysuhde rahamäärän ja inflaation välillä ei ole tietenkään suoraviivainen; likviditeetti vaikuttaa inflaatioon mutta usein myös inflaatio rahan määrälliseen tarpeeseen. Lisäksi muut yleiset inflaatiotekijät, kuten kustannuspaineet, vaikuttavat näihin molempiin.

Inflaatiovaikutusten kannalta on syytä kiinnittää huomiota ulkomaisiin pääomanliikkeisiin. Suuret sijoitusvirrat vaikuttavat todennäköisesti ainakin hetkellisesti sekä euroalueen rahamää-

rään että euron valuuttakurssiin. Ulkomaisen pääoman voimakkaan virtauksen euroalueelle voi odottaa vahvistavan euroa ja lisäävän euroalueen yleisön likviditeettiä. Näillä tekijöillä on inflaatioon vastakkaisia vaikutuksia. Vahvistuva euro painaisi hintatasoa alentuvien ulkomaankaupan eurohintojen kautta, mutta lisääntyvä likviditeetti vahvistaisi sisäisiä hintapaineita. Näin näyttää viimeksi tämän vuoden aikana käyneenkin. Tosin hintapaineet ovat näkyneet lähinnä asuntomarkkinoilla ja vähemmän kuluttajahinnoissa.

Euroalueen kansantalouden rahoitustasapaino näyttää jatkuvan pääpiirteissään melko hyvänä. Aivan ongelmatonta kehitys ei kuitenkaan ole. Julkisen talouden kehitys ei vastaa monissa maissa sille asetettuja tavoitteita. Talletus- ja luottokehityksessä samoin kuin inflaatiovauhdissa on ollut melko suuria alueellisia eroja. Monilta osin ne ovat luonnollisia ja perusteltuja myös rahaliiton oloissa, mutta pitkään jatkueksaan ne voivat johtaa alueen sisäisiin epätasapainoihin. Euroalueen eri maiden rahoituslaitokset ovat myös varsin erilaisia, ja rahoituslaitosten tehokkuudessa ja vahvuudessa on eroja. Vaikka pankkien väliset rahamarkkinat ovat jo tiiviisti integroituneet, on monilla muilla markkinoilla yhä tehokkuutta vähentäviä esteitä. ■

- Asiasanat: euroalueen rahoitus, rahamäärä, pääomanliikkeet, hintavakaus

Uusi lainsäädäntö monipuolistaa rahoituspalveluja

Karlo Kauko
ekonomisti
rahoitusmarkkinaosasto
31.10.2002

Rahoitusmarkkinalainsäädäntöön ollaan tekemässä useita muutoksia. Niiden tavoitteena on monipuolistaa rahoituspalveluja, lisätä kotitalouksien vaihtoehtoja tallettaa rahoja sekä taata pankkien asiakkaille oikeus peruspankkipalveluihin. Samassa yhteydessä lainsäädäntöön lisätään sähköistä rahaa koskevia säädöksiä.

Suomessa ollaan parhailaan uudistamassa rahoitusmarkkinoita koskevaa lainsäädäntöä. Hallitus antoi maaliskuussa 2002 asiasta esityksen (33/2002) eduskunnalle. Esitys muuttaisi useita vanhoja lakeja, ja sen myötä pantaisiin Suomessa täytäntöön myös sähköisen rahan liikkeeseenlaskijoita koskeva EU:n direktiivi.

Luottolaitosten palveluja lakiuudistus muuttaisi vain vähän. Ehkä merkittävin uudistus kotitalouksien kannalta olisi se, että muutkin yritykset kuin luottolaitokset voisivat tarjota asiakkailleen asiakastilejä.

Asiakastilit

Suomessa perinteisesti ainoastaan pankeilla on ollut oikeus ottaa yleisöltä vastaan talletuksia. Muut yritykset ovat saaneet kerätä yleisöltä rahoitusta vain pääomamarkkinoilla eli laskemalla liikkeeseen esimerkiksi osakkeita tai joukkovelkakirjoja. Hallituksen esityksessä tähän ehdotetaan muutosta. Yrityksille ehdotetaan oikeutta ilman luottolaitostoimilupaa kerätä takaisinmaksettavia varoja yleisöltä asiakastileille, jotka monessa suhteessa muistuttavat pankkitalletuksia. Esimerkiksi Ruotsissa on jo useita vuosia ollut käytössä melko samantapainen asiakastilijärjestelmä, ja se on ollut kohtuullisen suosittu.

Suomessakin samankaltainen järjestelmä on jo pitkään ollut käytössä monissa vähittäiskaup-

paa harjoittavissa osuuskunnissa. Niillä on ollut säästökassoja, joiden tilit ovat muistuttaneet pankkitilejä, joskaan niitä ei koske talletussuoja. Osuuskuntien säästökassoja koskevat maininnat kumottaisiin laista uudistuksen yhteydessä. Tulevaisuudessa osuus-

kunnat saisivat kerätä asiakasvaroja saman lainsäädännön mukaisesti kuin osakeyhtiöt. Uudistus siis vähentäisi yhtiömuodon merkitystä palveluntarjonnassa. Tosin vanhat säästökassat saisivat ehdotuksen mukaan jatkaa toimintaansa vanhan lainsäädännön mukaisesti vielä useita vuosia. Asiakastilijärjestelmän ja perinteisten osuuskuntien säästökassojen välillä on oikeastaan vain yksi merkittävä periaatteellinen ero: kun säästökassat ovat keränneet varoja ainoastaan osuuskunnan jäseniltä eli omistajiltaan, yritys voisi ottaa takaisinmaksettavia asiakasvaroja keneltä tahansa. Asiakastilijärjestelmässä asiakkaan ei siis tarvitse sijoittaa pääomia palveluntarjoajaan voidakseen avata tilin.

Asiakasvaroja vastaanottava yritys ei kuitenkaan voisi toimia täysin pankin tavoin. Tilillä olevia varoja saisi käyttää ainoastaan asiakkaan ostaessa tavaroita tai palveluksia joko varat keränneeltä tai sen kanssa samaan ryhmään kuuluvalta yritykseltä. Varoja voisi nostaa myös käteisenä, mutta laskuja (esimerkiksi sähkölaskua) ei tavaratalon asiakastililtä voisi maksaa. Yhdeltä asiakkaalta yritys saisi ottaa vastaan enintään 3 000 euroa asiakasvaroina.

Asiakasvaroja keräävän yrityksen pitäisi ehdotuksen mukaan raportoida toiminnasta Rahoitustarkastukselle, joka ei kuitenkaan varsinaisesti valvoisi sitä. Rahoitustarkastus voisi estää toiminnan, jos se ei vastaisi lain sille asettamia rajoituksia ja vaatimuksia.

Asiakastileille kerättyjä takaisinmaksettavia varoja ei saa kutsua talletuksiksi, eikä niillä ole erityistä talletussuojaa. Asiakkaan saamaoikeuden vakuutena on siis pelkästään yrityksen maksukyky. Jos yritys ei selviydy veloistaan, asiakas ei voi vaatia saataviaan sen enempää valtiolta kuin mistään vakuusrahastostakaan. Ellei palvelua tarjonnut yritys ole turvannut asiakkaitensa saamisia jollakin järjestelyllä, asiakas saa kärsiä tappionsa itse. Hyviä liiketapoja noudattaakseen yrityksen on tiedotettava asiakkailleen talletussuojan puutteesta. Ei ole realistista kuvitella kaikkien asiakkaiden ottavan asiasta selvää oma-aloitteisesti. Toivottavasti joukkoviestimetkin kertovat yleisölle asiakastilien ja pankkitalletusten eroista. Ellei tieto välity kunnonla, tappiollinen ja ylivelkaantunut yritys voisi pahimmassa tapauksessa alkaa kerätä matalakorkoista riskirahoitusta tietämättömiltä asiakkailtaan sitten kun huono luottokelpoisuus estää kaiken muun rahoituksen saannin.

Asiakasvaroja keräävä yritys saisi uudessa järjestelmässä eräänlaista velkarahoitusta asiakkailtaan. Lainsäädännön tarkoitus ei perustelujen mukaan kuitenkaan ole järjestää yrityksille uutta rahoitusmuotoa vaan lisätä kotitalouksien valinnanvapautta. Pankkien käyttelytilien ja käteisen lisäksi syntyy kolmaskin tapa säilyttää päivittäisiin ostoksiin tarkoitettuja varoja. Uudistus lisäisi kilpailua ja lievittäisi niitä ongelmia, joita pankkien konttoriverkoston supistuminen aiheuttaa palveluiden saatavuudelle. Lisäksi se yhdenmukaistaisi yhtiömuodoltaan erilaisten yritysten kilpailuedellytyksiä.

Yritysten kannalta asiakastilijärjestelmä voi olla hyvä keino helpottaa maksamista ja vahvistaa asiakasuskollisuutta. Yritykset ovat selvästi kiinnostuneita tämäntapaisista järjestelyistä. Vanhan lainsäädännön vallitessa vähittäiskaupat ovat toisinaan tarjonneet asiakkailleen paitsi säästökassoja myös erikoistilejä yhteistyössä talletuspankkien kanssa. Vaikka kaupan nimi ja tunnukset ovat olleet markkinoinnissa näkyvämpiä kuin pankin nimi, asiakkaalla on itse asiassa ollut tili pankissa, joka on toiminut kaupan kanssa yhteistyössä.

Sähköisestä rahasta uudet säädökset

Perinteisen käteisen, seteleiden ja kolikoiden, rinnalle on hitaasti tulossa sähköinen raha, joka monessa suhteessa muistuttaa perinteistä käteistä. Sähköinen raha voi olla esimerkiksi sirukortille tai tietokoneen kovalevylle ladattua bittirahaa. Se liikkuu teknisten välineiden muisteissa, eikä sen haltijan tarvitse missään vaiheessa olla suoraan yhteydessä rahan liikkeeseenlaskijaan. Liikkeeseenlaskija ei välttämättä tiedä, kenen hallussa raha on. Sähköisen rahan haltijalle ei normaalisti makseta korkoa, kuten ei setelin omistajallekaan. Perinteisiä seteleitä ja kolikoita laskevat liikkeeseen vain valtiot ja keskuspankit, mutta sähköisen rahan liikkeeseenlaskijat ovat yleensä yksityisiä yrityksiä.

Liikkeeseenlaskijat voivat periä sähköistä rahaa käyttäviltä kuluttajilta tai sitä vastaanottavilta yrityksiltä tai mahdollisesti molemmilta palkkioita. Lisäksi sähköisen rahan liikkeeseenlaskijan velkojen ja saamisten rakenne muodostuu sellaiseksi, että korkotuottoja on selvästi enemmän kuin korkokuluja. Liikkeeseenlaskija myy maksuvälinettä yleisölle. Liikkeeseen laskettu raha on yrityksen velkaa, josta sen ei tarvitse maksaa lainkaan korkoa. Asiakkailta saadut varat voi sijoittaa kuitenkin tuottavasti. Sähköistä rahaa liikkeeseen laskevalla yrityksellä on siis korollisia saamisia ja korottomia velkoja, joten sille kertyy ns. seignioragetuloa.

Sähköisellä rahalla voi olla eniten käyttöä etenkin Internet-kaupankäynnissä. Korttiraha soveltuu erilaisiin automaateihin, ja ehkä myös pikkuostosten maksamiseen tavallisissa vähittäismyyntipisteissä. Tällaisessa käytössä se korvaisi kolikoita. Luotto- ja pankkikortteihin verrattuna sähköisellä käteisellä on hyvä anonymiteetti: maksaja voi halutessaan pitää henkilöllisyytensä salassa myyjältä.

Toistaiseksi tämäntapaiset maksuvälineet eivät ole saavuttaneet kovin laajaa suosiota. Suomessa Automatia Rahakortit ja kolme suurinta pankkiryhmää ovat ylläpitäneet korttirahajärjestelmää jo monta vuotta, mutta useimmat kuluttajat eivät ole hankkineet korttirahan käyttöön tarvittavia välineitä, ja korttirahan käyttö on muutenkin jäänyt vähäiseksi. Sähköisen rahan tarve saattaa lisääntyä, jos verkkokauppa yleistyy.

Sähköistä rahaa koskeva viranomaissääntely on uutta. Suomen vanhassa lainsäädännössä

ei ole suoranaisesti sähköistä rahaa koskevia säädöksiä. Euroopan parlamentti ja Euroopan unionin neuvosto antoivat syyskuussa 2000 direktiivin (2000/46/EY) sähköisen rahan liikkeeseenlaskijoiden toiminnasta. Direktiivin velvoittavat säädökset on tarkoitus saattaa voimaan Suomessakin hallituksen esityksen mukaisesti, mutta direktiivin asettamia minimivaatimuksia laajempaan sähköisen rahan sääntelyyn ei ole aikomusta ryhtyä.

Uusitun lainsäädännön mukaan sähköistä rahaa voisi olla kahta tyyppiä: yksikäyttöistä ja yleiskäyttöistä. Yksikäyttöistä sähköistä rahaa ottaa maksuksi vain sen liikkeeseenlaskija. Tällaista rahaa yritykset saavat jakaa asiakkailleen ja ottaa maksuksi suunnilleen samoin edellytyksin kuin tarjota asiakastilejä. Sen sijaan yleiseen käyttöön tarkoitettua sähköistä rahaa voivat ottaa maksuksi muutkin kuin liikkeeseenlaskija. Tällaisen rahan liikkeeseenlasku varataan vain luottolaitosten oikeudeksi. Suurimpien pankkien omistama Avant on yleiskäyttöisen sähköisen rahan järjestelmä.

Maksuliikkeyhteisöt lakiin

Maksuliikkeyhteisö on Suomen lainsäädännössä uusi käsite, jotka hallituksen esityksessä ehdotetaan otettavaksi käyttöön samalla kun sähköistä rahaa koskevan direktiivin säädökset otetaan kansalliseen lainsäädäntöömme. Maksuliikkeyhteisö olisi erikoistunut luottolaitos, jonka toimialana on maksujenvälitys ja sähköisen rahan liikkeeseenlasku. Uudistetussa luottolaitoslaissa nämä kaksi toimintoa rinnastettaisiin pitkälti toisiinsa.

Maksuliikkeyhteisö kerää yleisöltä takaisinmaksettavia varoja vain maksujenvälitystä ja sähköisen rahan liikkeeseenlaskua varten. Yhteisö ei myönnä luottoja yleisölle, vaan sen on sijoitettava varansa esimerkiksi valtion liikkeeseen laskemiin velkapapereihin tai talletettava ne muihin luottolaitoksiin. Lakiehdotuksen mukaan yhteisöllä pitäisi olla vähärisissä ja likvideissa kohteissa jatkuvasti vähintään yhtä paljon sijoituksia kuin sillä on sähköisen rahan liikkeeseenlaskun tai maksujenvälityksen yhteydessä syntyneitä velkoja. Maksuliikkeyhteisöille ehdotetut vakavaraisuusvaatimukset poikkeavat selvästi tavanomaisista luottolaitoksista koskevista vaatimuksista. Omia varoja on oltava vähintään 2 % niistä veloista, jotka ovat syntyneet maksuliikenteen ja sähköisen rahan liikkeeseen-

laskun yhteydessä. Sähköinen raha on vaadittaessa lunastettava nimellisarvosta. Säädökset perustuvat sähköisen rahan liikkeeseenlaskijoihin koskevan EU:n direktiivin vaatimuksiin. Ottamalla direktiivin säädökset kotimaiseen lainsäädäntöömme varmistetaan, että suomalaiset sähköisen rahan liikkeeseenlaskijat voivat toimia muuallakin Euroopan talousalueella.

Muita uudistuksia

Hallituksen esitys luottolaitoslain muuttamiseksi sisältää myös säädöksiä luottolaitoksen toiminnan ulkoistamisesta. Asiamiehen käyttö pankkipalveluiden tarjoamisessa olisi tietyn edellytyksin sallittua, kunhan asiasta ilmoitetaan Rahoitustarkastukselle. Asiamiehen käyttö ei saa haitata riskienhallintaa eikä sisäistä valvontaa. Luottolaitoksen on voitava saada asiamieheltään kaikki ne tiedot, joita se tarvitsee joko omaa riskienhallintaansa tai viranomaisvalvontaa varten. Rahoitustarkastukselle tulisi oikeus kieltää asiamiehen käyttö, jos edellytykset eivät täyty. Asiamiehen välityksellä pankki voisi tarjota palveluita myös niillä paikkakunnilla, joilla on liian vähän asiakkaita konttorin perustamiseksi. Uudistuksen voi siis mieltää myös aluepoliittiseksi toimenpiteeksi, jolla helpotetaan palveluiden saatavuutta harvaan asutuilla seuduilla.

Luottolaitoslakiin ehdotetaan kohtaa, jonka mukaan kenellä tahansa on oikeus peruspankkipalveluihin. Pankilla olisi uuden lainsäädännön mukaan oikeus kieltäytyä tarjoamasta palveluja vain erityisestä syystä. Syy on ilmoitettava asiakkaalle. Itse lakiesityksessä ei ole täsmennetty, minkätyyppiset syyt ovat hyväksyttäviä. Esityksen perusteluissa esimerkkinä mainitaan asiakkaan aiempi sopimusrikkomus ja pankin oikeus kieltää luotolliset palvelut asiakkaalta, jonka luottokelpoisuus on epäselvä. Pankkien sopimuspakko tuskin kokonaan estää pankkeja valikoimasta asiakkaitaan: vakiosopimusten ehtoitan voidaan muotoilla siten, että ne houkuttelevat ainoastaan halutunlaisia asiakkaita.

Lainuudistuksessa otettaisiin myös käyttöön uusi termi, luottoyhteisö. Luottoyhteisö on luottolaitos, joka ei ole talletuspankki. Tällaisia luottolaitoksia on olemassa jo nyt. Esimerkiksi rahoitusyhtiöt, luottokorttiyhtiöt ja kiinnitysluottopankit ovat luottolaitoksia mutta eivät tal-

letuspankkeja. Muutos lainsäädännössä ei siis olisi kovin mullistava. Luottoyhteisö ei saa kerätä talletuksia yleisöltä eikä ottaa yleisöltä vastaan muitakaan varoja, jotka se olisi velvollinen maksamaan takaisin vaadittaessa. Tähän kieltoon lakiesityksessä ehdotetaan kuitenkin poikkeusta: jos yritys laskee liikkeeseen sähköistä rahaa, se saa ottaa vastaan vaadittaessa takaisinmaksettavia varoja tätä tarkoitusta varten. Talletusten keräämisen sijasta luottoyhteisö saisi

kerätä rahoitusta esimerkiksi laskemalla liikkeeseen sijoitustodistuksia ja joukkovelkakirjoja. Tällaisia velkojahan ei tarvitse maksaa vaadittaessa, vaan ne erääntyvät vasta etukäteen määrättyinä päivinä. ■

- Asiasanat: asiakastilit, sähköinen raha, maksuliikkeyhteisöt, luottoyhteisöt

Ohjauskorot

Eurojärjestelmän¹ rahapolitiikan tärkein ohjausväline on perusrahoitusoperaatio, jonka koron muutoksilla eurojärjestelmä viestii rahapolitiikan linjasta. Perusrahoitusoperaatioissa sovellettavan koron muutokset heijastuvat voimakkaasti lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin. Vuoden 1999 alusta aina kesäkuun 2000 loppupuolelle saakka eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatiot toteutettiin kiinteäkorkoisina huutokauppoina. EKP:n neuvosto päätti kokouksessaan 8.6.2000, että siitä operaatiosta alkaen, jonka maksut suoritetaan 28.6.2000, eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatiot toteutetaan vaihtuvakorkoisina huutokauppoina monikorkoista huutokauppanenettelyä käyttäen. Lisäksi EKP:n neuvosto päätti asettaa näissä operaatioissa tehtäville korkotarjouksille alarajan. Täksi alarajaksi asetettiin aluksi 4,25 % edellisten kiinteäkorkoisten huutokauppojen korko. Tämän jälkeen alarajaa on muutettu kuudesti. 14.11.2001 alkaen alaraja on ollut 3,25 %. Aiemman kiinteäkorkoisten huutokauppojen koron sijasta rahapolitiikan virityksessä viestii uudessa menetelyssä korkotarjousten alarajana oleva korko.

Eurojärjestelmä rajoittaa pankkien välisen yön yli -koron vaihteluja maksuvalmiusjärjestelmän koroilla. Eurojärjestelmä määrittää erikseen sekä maksuvalmiusluottoon että talletusmahdollisuuden sovellettavan koron. 9.11.2001 alkaen eurojärjestelmän maksuvalmiusluoton korko on ollut 4,25 % ja talletusmahdollisuuden korko 2,25 %.

Rahamarkkinaoperaatiot

Markkinaoperaatioilla on keskeinen sija eurojärjestelmän rahapolitiikassa. Niillä ohjataan korkoja, hallitaan markkinoiden likviditeettiä ja viestitään rahapolitiikan virityksestä. Markkinaoperaatiot toteutetaan yleensä EKP:n aloitteesta

¹ Euroopan keskuspankkijärjestelmä (EKPJ) koostuu Euroopan keskuspankista (EKP) ja EU-maiden kansallisista keskuspankeista. Eurojärjestelmään kuuluvat EKP ja ne EU-maiden kansalliset keskuspankit, jotka ovat mukana EMUn kolmannessa vaiheessa. Eurojärjestelmän ylin päättävä elin on EKP:n neuvosto, jonka muodostavat EKP:n kuusihenkinen johtokunta ja kahdentoista euromaan kansallisten keskuspankkien pääjohtajat.

kansallisten keskuspankkien välityksellä. Markkinaoperaatiot voidaan jakaa neljään ryhmään:

- 1) *Perusrahoitusoperaatiot* ovat viikoittaisia likviditeettiä lisääviä operaatioita, jotka kansalliset keskuspankit toteuttavat vakiohuutokauppoina ja joissa sovellettava maturiteetti on kaksi viikkoa. Perusrahoitusoperaatioilla on keskeinen asema eurojärjestelmän markkinaoperaatioiden tavoitteiden täyttämässä, ja niiden avulla turvataan suurin osa rahoitussektorin maksuvalmiudesta.
- 2) *Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot* ovat kerran kuussa toteutettavia likviditeettiä lisääviä vakiohuutokauppoja. Näiden operaatioiden tarkoituksena on lisätä vastapuolten pitempiaikaista maksuvalmiutta. Niissä sovellettava maturiteetti on kolme kuukautta. Pitempiaikaisilla rahoitusoperaatioilla eurojärjestelmä ei pyri antamaan rahapoliittisia signaaleja markkinoille, ja sen vuoksi ne toteutetaan normaalisti vaihtuvakorkoisina huutokauppoina.
- 3) *Hienosäätöoperaatioita* toteutetaan tarpeen mukaan, kun halutaan tasata rahamarkkinoiden likviditeetin odottamattomista muutoksista johtuvia korkovaihteluita. Kansalliset keskuspankit toteuttavat hienosäätöoperaatiot yleensä käänteisoperaatioina, mutta niitä voidaan tehdä myös suorina kauppoina, valuuttaswapeina tai vastaanottamalla määräaikaistalletuksia. Hienosäätöoperaatiot suoritetaan joko pikahuutokauppoina tai kahdenvälisinä operaatioina. EKP:n neuvoston päätöksellä ja poikkeavissa olosuhteissa EKP voi keskitetysti suorittaa kahdenvälisiä hienosäätöoperaatioita.
- 4) *Rakenteellisilla operaatioilla* pyritään vaikuttamaan eurojärjestelmän rakenteelliseen asemaan rahoitussektoriin nähden. Rakenteelliset operaatiot voivat olla EKP:n sijoitustodistusten liikkeeseenlaskuja, käänteisoperaatioita tai suoria kauppoja.

Maksuvalmiusjärjestelmä

Maksuvalmiusjärjestelmällä pyritään rajoittamaan yön yli -koron ylisuuria liikkeitä lisäämäl-

lä tai vähentämällä rahamarkkinoiden yön yli-likviditeettiä sekä viestimään rahapolitiikan virityksestä. Maksuvalmiusjärjestelmä koostuu maksuvalmiusluotosta ja talletusmahdollisuudesta. Maksuvalmiusluoton avulla vastapuolet voivat saada kansallisilta keskuspankeilta yön yli-likviditeettiä vakuuksia vastaan. Maksuvalmiusluoton korko on samalla pankkien välisen yön yli -koron yläraja. Talletusmahdollisuutta käyttäen vastapuolet voivat tehdä yön yli -talletuksia kansallisiin keskuspankkeihin. Yön yli -talletuksille maksettava korko on pankkien välisen yön yli -markkinoiden koron alaraja. Normaaliolosuhteissa maksuvalmiusjärjestelmän käytölle ei ole määrällisiä rajoituksia.

Vähimmäisvarantojärjestelmä

Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmää sovelletaan euroalueen luottolaitoksiin, ja sen tarkoituksena on ensisijaisesti tasata rahamarkkinakorkoja sekä lisätä rakenteellisen keskuspankkirahoituksen tarvetta. Kunkin luottolaitoksen varantopohja määräytyy sen taseen varainhankintaerien perusteella. Varantopohjaan luetaan talletukset sekä liikkeeseen lasketut velka- ja rahamarkkinapaperit. Siihen ei kuitenkaan lueta varantovelvollisen velkoja toisille varantovelvollisille. Varantopohjaan kuuluvaan tase-erään sovelletaan joko 2 prosentin velvoitetta tai se on vapautettu velvoitteesta. Varantopohjaan kuuluvia eritä, jotka eivät kartuta varantovelvoitetta, ovat alkuperäiseltä maturiteetiltaan yli 2 vuoden talletukset, repo-operaatiot ja sellaiset velkainstrumentit, joiden alkuperäinen maturiteetti on yli 2 vuotta.

Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmä perustuu keskiarvoistukseen, jotta korkoja tasaava vaikutus saavutettaisiin. Varantovelvoitteen täytyminen määritetään sen mukaan, mikä on laitoksen keskimääräinen päivittäinen varantotalletus kuukauden pituisen pitoajanjakson aikana. Laitosten vähimmäisvarantotalletuksille maksetaan korkoa, joka on sama kuin perusrahoitusoperaation korko. Kun perusrahoitusoperaatiot toteutetaan vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, vähimmäisvarantotalletuksille maksettava korko määräytyy kyseisen pitoajanjakson huutokaupoissa sovellettujen marginaalikorkojen perusteella.

Suomessa vähimmäisvarantovelvollisten joukko laajeni vuoden 2001 alussa, kun vähimmäisvarantovelvollisuus ulotettiin talletuspank-

kien lisäksi koskemaan kaikkia instituutioita, joilla on luottolaitoslupa. Menettelyn tarkoituksena oli yhdenmukaistaa vähimmäisvarantovelvollisten määrittely vastaamaan euroalueen muiden maiden käytäntöä. Lista eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmän alaisista instituutioista löytyy Internetistä EKP:n kotisivulta (<https://mfi-assets.ecb.int>).

Rahapoliittisten operaatioiden vastapuolet

Eurojärjestelmän vähimmäisvarantovelvoitteen alaisilla luottolaitoksilla on yleensä oikeus käyttää maksuvalmiusjärjestelmää. Lisäksi näillä laitoksilla on mahdollisuus toimia perus- ja pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden vastapuolina. Sen sijaan hienosäätöoperaatioihin osallistuvien vastapuolten määrän eurojärjestelmä on rajoittanut rahamarkkinoilla aktiivisesti toimiviin vastapuoliin. Suorien kauppojen vastapuolien suhteen ei ole asetettu rajoituksia. Valuuttaswapien vastapuolten tulee olla valuuttainterventioiden vastapuolia ja aktiivisia toimijoita valuuttamarkkinoilla.

Rahapoliittisiin operaatioihin kelpaavat vakuudet

EKPJ:n/EKP:n perussäännön mukaisesti kaiken eurojärjestelmän luotonannon on perustuttava riittäviin vakuuksiin. Eurojärjestelmä hyväksyy rahapoliittisten operaatioidensa vakuuksiksi laajan joukon sekä valtioiden että yksityisten yritysten liikkeeseen laskemia arvopapereita. Eurojärjestelmän sisäisistä syistä vakuuskelpoiset arvopaperit on jaettu kahteen ryhmään. Ykköslistaan kuuluvat jälkimarkkinakelpoiset ja EKP:n määrittämät euroalueen yhteiset kelpoisuusvaatimukset täyttävät velkainstrumentit. Kakkoslista koostuu jälkimarkkinakelpoisien arvopapereiden lisäksi ei-jälkimarkkinakelpoisista arvopapereista, jotka ovat merkittäviä kansallisten rahoitusjärjestelmien kannalta. Kansalliset keskuspankit määrittävät kakkoslistan kelpoisuusvaatimukset ja EKP hyväksyy ne. Molempien ryhmien arvopapereita voidaan käyttää eurojärjestelmän rahapoliittisissa operaatioissa vakuutena. Lista vakuuksiksi kelpaavista arvopapereista löytyy Internetistä EKP:n kotisivulta (<https://mfi-assets.ecb.int>). Yksityiskohtaista tietoa eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä löytyy Internetistä Suomen Pankin kotisivulta (http://www.bof.fi/fin/2_rahapolitiikka/index.stm).

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja

Täydellinen julkaisuluettelo löytyy Suomen Pankin Internet-sivustosta (<http://www.suomenpankki.fi/>).

Paperiversiota voi tilata osoitteesta Suomen Pankki, Osoiterekisteri, PL 160, 00101 Helsinki, puh. (09) 1831.

Sarjajulkaisuja

Sarja E
ISSN 1238-1691, painetut julkaisut
ISSN 1456-5951, verkkojulkaisut

E:23
Mika Kortelainen **Edge: a model of the euro area with applications to monetary policy.** 166 s.
ISBN 952-462-001-4, painettu julkaisu;
ISBN 952-462-002-2, verkkojulkaisu.

Keskustelualoitteita

ISSN 0785-3572, painetut julkaisut
ISSN 1456-6184, verkkojulkaisut

19/2002
Kenneth Leong **Reconciling the New Keynesian model with observed persistence.** 29 s.
ISBN 951-686-799-5, painettu julkaisu;
ISBN 952-462-000-6, verkkojulkaisu.

20/2002
Maritta Paloviita **Inflation dynamics in the euro area and the role of expectations.** 39 s.
ISBN 952-462-003-0, painettu julkaisu;
ISBN 952-462-004-9, verkkojulkaisu.

21/2002
Markku Lanne **Nonlinear dynamics of interest rate and inflation.** 27 s. ISBN 952-462-005-7, painettu julkaisu; ISBN 952-462-006-5, verkkojulkaisu.

22/2002
Jouko Vilmunen **Dynamics of investment behaviour in Finland: aggregate and firm level evidence.** 30 s. ISBN 952-462-007-3, painettu julkaisu; ISBN 952-462-008-1, verkkojulkaisu.

23/2002
Harry Leinonen – Veli-Matti Lumiala – Riku Sarlin **Settlement in modern network-based payment infrastructures – description and prototype of the E-Settlement model.** 168 s. ISBN 952-462-009-X, painettu julkaisu; ISBN 952-462-010-3, verkkojulkaisu.

24/2002
Tuomas Välimäki **Variable rate liquidity tenders.** 45 s. ISBN 951-686-011-1, painettu julkaisu; ISBN 951-686-012-X, verkkojulkaisu.

25/2002
Peik Granlund **Bank exit legislation in US, EU and Japanese financial centres.** 103 s.
ISBN 951-686-013-8, painettu julkaisu;
ISBN 951-686-014-6, verkkojulkaisu.

26/2002
Heiko Schmiedel – Markku Malkamäki – Juha Tarkka **Economies of scale and technological development in securities depository and settlement systems.** 33 s. ISBN 952-462-015-4, painettu julkaisu; ISBN 952-462-016-2, verkkojulkaisu.

27/2002
Karlo Kauko **Links between securities settlement systems: An oligopoly theoretic approach.** 29 s.
ISBN 952-462-017-0, painettu julkaisu;
ISBN 952-462-018-0, verkkojulkaisu.

BOFIT Discussion Papers

ISSN 1456-4564, painetut julkaisut
ISSN 1456-5889, verkkojulkaisut

11/2002
Antje Hildebrandt **Too many to fail? Inter-enterprise arrears in transition economies.** 26 s.
ISBN 951-686-838-X, painettu julkaisu;
ISBN 951-686-839-8, verkkojulkaisu.

12/2002

Alexander Muravyev **Federal state shareholdings in Russian companies: Origin, forms and consequences for enterprise performance.** 32 s.
ISBN 951-686-840-1, painettu julkaisu;
ISBN 951-686-841-X, verkkojulkaisu.

Julkaisujen tiivistelmiä

Sarjajulkaisuja

EDGE: a model of the euro area with applications to monetary policy

Mika Kortelainen

E:23

- Asiasanat: EDGE, rationaaliset odotukset, heterogeeniset odotukset, oppiminen, dynaaminen yleisen tasapainon malli

Tässä tutkimuksessa etsitään vastausta kysymykseen, mikä merkitys on sillä, ovatko rahapolitiikkaa koskevat odotukset heterogeenisia. Jotta tähän kysymykseen pystyttäisiin vastaamaan, tutkimuksessa rakennetaan dynaaminen yleisen tasapainon malli, jossa on nimellisiä jäykkyksiä. Mallin tärkeimpiin ominaisuuksiin kuuluvat Blanchardin stokastisen eliniän kulutus- ja säästämispäätökset, yksityisen pääomavarallisuuden arvostaminen pääomatulojen nykyarvona, työmarkkinoiden limittäiset Calvo-sopimukset ja neoklassinen tarjonta Cobb-Douglas-hyötyfunktioilla. Mallin ensimmäinen ja toinen momentti kalibroidaan vastaamaan julkisesti saatavilla olevaa euroalueen dataa. Stokastisilla simuloinneilla tuotettu mallin ristikorrelaatiorakenne muistuttaa euroalueen datan ristikorrelaatiorakennetta. Mallin diagnostiset simulointitulokset ovat talousteoreettisesti luontevia. Heterogeenisten odotusten merkitystä rahapolitiikassa tarkastellaan erottamalla rahapolitiikkaa koskevat yksityisen sektorin ja keskuspankin odotukset toisistaan. Simulointitulokset osoittavat, että kun yksityisen sektorin odotukset poikkeavat keskuspankin odotuksista, talouteen aiheutuu reaalisia

kustannuksia. Lisäksi osoitetaan, että nämä kustannukset ovat pienemmät, jos taloudessa on jokin oppimekanismi, joka poistaa erot eri agenttien odotuksissa. Havaitaan myös, että rahapolitiikkaan kohdistuvissa yleisön odotuksissa ilmenvät satunnaiset poikkeamat, joiden tulkitaan kuvaavan häiriöitä rahapolitiikan läpinäkyvyydessä, aiheuttavat kustannuksia vaihtelevuuden voimistumisen vuoksi. Tulokset osoittavat, että heterogeeniset rahapolitiikkaodotukset voivat aiheuttaa merkittäviä taloudellisia kustannuksia.

Keskustelualoitteita

Reconciling the New Keynesian model with observed persistence

Kenneth Leong

19/2002

- Asiasanat: uusi keynesiläinen makromalli, rationaaliset odotukset, persistenssi, avoin talous

Nykyisin laajasti käytetty uusi keynesiläinen makromalli ei vahvoista teoreettisista perusteistaan huolimatta pysty tyydyttävästi selittämään keskeisissä makrotaloudellisissa muuttujissa, erityisesti inflaatiossa, esiintyvää persistenssiä eli muutosten hitautta. Tavallisesti tämä ongelma ratkaistaan muuttamalla mallia niin, että lisätään muuttujien viipeitä. Tämä ratkaisu on kuitenkin epätydyttävä, koska siinä luovutaan mallin alkuperäisistä teoreettisista perusteista. Tässä työssä esitetään simulointikoetuloksia, jotka osoittavat, että rahapolitiikan valuuttakurssikanavan ottaminen mukaan malliin auttaa merkittävästi inflaation persistenssin selittämisessä. Sekään ei kuitenkaan riitä tuottamaan riittävää persistenssiä kokonaistuotannon aikasarjalle. Tutkimuksessa osoitetaan kuitenkin, että malli pystyy tuottamaan Yhdysvaltain tilastoja vastaavan persistenssin sekä kokonaistuotannolle että inflaatiolle, korolle ja reaaliselle valuuttakurssille, kun malliin sisältyvää oletusta odotusten muodostumisesta täsmennetään. Tavallisesti odotukset näissä malleissa oletetaan täysin rationaalisiksi, mutta tässä tutkimuksessa näytetään, että kun odotusten muodostumiseen lisätään autokorreloitunut virhetermi, persistenssi voidaan selittää.

Inflation dynamics in the euro area and the role of expectations

Maritta Paloviita

20/2002

■ Asiasanat: Phillipsin käyrä, odotukset, euroalue

Tämä euroaluetta koskeva empiirinen tutkimus tarkastelee kahta vaihtoehtoista, tuotantokuiluun perustuvaa Phillipsin käyrää: vanhempaa, odotuksin täydennettyä sekä uuskeynesiläistä Phillipsin käyrää. Tarkastelun päähuomio on inflaatio-odotuksissa ja kahden teorian vertailussa. Inflaatio-odotuksia ei oleteta rationaalisiksi, vaan niitä mitataan suoraan käyttämällä OECD:n ennusteita. Tutkimus keskittyy euroalueeseen, mutta se selvittää myös mahdollisia eroja euroalueen yksittäisten maiden inflaatiodynamiikassa. Tulosten mukaan inflaatio-odotukset ovat keskeisessä asemassa inflaation muodostumisessa kaikissa euromaissa. Empiirinen vertailu osoittaa, että uuskeynesiläinen Phillipsin käyrä soveltuu euroalueeseen hieman paremmin kuin odotuksin täydennetty Phillipsin käyrä. Lisätutkimus odotusten muodostumisesta täydentäisi hyvin tämän työn tuloksia.

Nonlinear dynamics of interest rate and inflation

Markku Lanne

21/2002

■ Asiasanat: epälineaariset mallit, korko, inflaatio, kointegraatioanalyysi

Useiden empiiristen tutkimusten mukaan Yhdysvaltojen inflaatiovauhti ja sekä nimellis- että reaalkorko ovat kuvattavissa yksikköjuuri-prosesseina. Tämä tarkoittaa, että nimelliskorot ja odotettu inflaatio eivät pitkällä aikavälillä vaihtelisi yhden suhteessa yhteen, mikä on kuitenkin ristiriidassa teorian kanssa. Tässä tutkimuksessa otetaan käyttöön epälineaarinen kahden aikasarjan autoregressiivinen malli, joka näyttäisi sopivan varsin hyvin yhdysvaltalaiseen neljännesvuosiaineistoon (1952/I–2000/II). Osoittautuu, että 3 kuukauden valtionvekseleiden korolla ja inflaatiolla on yhteinen, epälineaarinen komponentti, joka selittää suuren osan niiden pitkän aikavälin vaihteluista. Tämä yhteiskomponentti ei vaikuta reaalkorkoon, mikä tarkoittaa, että

nimelliskorko ja inflaatio vaihtelevat pitkällä aikavälillä yhden suhteessa yhteen niin, että reaalkorko on stationaarinen. Vertailu lineaariin vektoriautoregressiivisiin malleihin osoittaa, että epälineaarisuuksien huomiotta jättämisellä voi olla huomattavia vaikutuksia politiikka-analyysiin.

Dynamics of investment behaviour in Finland: aggregate and firm level evidence

Jouko Vilmunen

22/2002

■ Asiasanat: akseleraattori, pääoman käyttökustannus, rahapolitiikan välittyminen, paneeliaineisto

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan empiirisesti koko kansantalouden ja yksittäisten yritysten investointidynamiikkaan vaikuttavia tekijöitä Suomessa. Tulosten mukaan kysynnän ja reaalkoron muutokset vaikuttavat investointeihin tilastollisesti merkitsevästi sekä kokonaistaloudellisen että yritystason aineiston perusteella. Vaikutukset näyttävät kuitenkin vahvemmilta koko talouden tasolla tehdyssä analyysissä kuin yritystasolla. Vaikka rahapolitiikan vaikutukset yritysten investointeihin eivät olekaan mitättömiä, ne näyttävät silti yritystason aineistolla saatujen tulosten perusteella yllättävän vähäisiltä ja myös yrityskohtaiset erot rahapolitiikan investointivaikutuksissa ovat huomattavia. Yritysten kassavirran muutoksilla ei sen sijaan ole tilastollisesti merkitsevää erillistä vaikutusta niiden investointimenoihin, joten ainakaan käytetyn otoksen suuret yritykset eivät näytä investointipäätöksissään olleen rahoitusrajoitteisia.

Settlement in modern network-based payment infrastructures – description and prototype of the E-Settlement model

Harry Leinonen – Veli-Matti Lumiala – Riku Sarlin
23/2002

■ Asiasanat: verkkopohjainen maksujärjestelmä, katteensiirtojärjestelmät, pankkienväliset katteensiirrot, maksujärjestelmien integrointi

Maksujärjestelmät ovat merkittävien ja nopeiden muutoksien edessä, mikä johtuu tekniikan kehi-

tyksestä erityisesti hajautetun verkkotekniikan ja reaaliaikaprocessoinnin alueilla. Internetillä ja elektronisella kaupankäynnillä tulee olemaan merkittäviä vaikutuksia maksujärjestelmiin. Käyttäjävaihtumukset ja kilpailu nopeuttavat kehitystä. Maksujärjestelmät siirtyvät alun perin paperipohjaisista ratkaisuista todellisiin verkkopohjaisiin menettelyihin.

Tämä keskustelualoite esittelee ratkaisun pankkienvälisten katteensierrojen tehostamiseksi: E-Settlement. Se perustuu katteensierrojärjestelmän hajauttamiseen ja täydelliseen integrointiin pankkijärjestelmien kanssa. Perusideana on, että keskuspankkiraha eli maksujen kate siirtyy salakirjoitettuna digitaalisena leimana osana pankkienvälisiä maksusanomia. Tulevaisuuden maksujärjestelmät toimisivat tässä mallissa hyvin samanlaisella periaatteella kuin Internetin sähköposti. Sanoma välitetään suoraan lähettävän pankin tili- ja maksuserveriltä vastaanottavan pankin järjestelmiin ilman keskitettyjä käsittelyvaiheita. Maksujärjestelmät tehostuvat ja nopeutuvat sekä niiden kokonaisstruktuuri yksinkertaistuu. E-Settlementiä ja verkkopohjaista maksujärjestelmästruktuuria voidaan soveltaa kirjeenvaihtajapohjaisiin, clearingkeskusta käytäviin ja RTGS-järjestelmiin.

Uuden idean arvioimiseksi Suomen Pankki rakensi prototyypin E-Settlement-mallista. Se koostuu ryhmästä emuloituja pankkeja, jotka lähettävät toisilleen maksuja TCP/IP-verkon kautta. Järjestelmää valvovat likviditeettiä toimittava keskuspankki ja erityinen hallintayksikkö turvallisuuden ja tekniikan osalta.

Tämä keskustelualoite sisältää johdannon verkkopohjaiseen maksuinfrastruktuuriin ja E-Settlement-ratkaisuun määrittelyineen sekä kuvauksen, tulokset ja kokemukset varsinaisesta E-Settlement-prototyypistä.

Variable rate liquidity tenders

Tuomas Välimäki
24/2002

- Asiasanat: rahamarkkinahuutokaupat, likviditeettipolitiikka, huutokaupparjoukset, keskuspankin toimintakehikko

Tutkimuksessa mallinnetaan lyhyen rahan markkinoiden tasapaino, kun keskuspankki ohjaa likviditeettiä vaihtuvakorkoisilla huutokaupoilla.

Markkinakoron ja likviditeetin välinen suhde johdetaan yksittäisen pankin voitonmaksimointiongelmasta pankkienvälisillä rahamarkkinoilla. Keskuspankki mitoitaa tavoittelemansa likviditeetin jaon minimoimalla tappiofunktiota, joka sisältää sekä odotetun rahamarkkina- ja tavoitekoron välisen kvadraattisen poikkeaman että likviditeetin kvadraattisen poikkeaman keskuspankin tavoitemäärästä. Tutkimuksessa mallinnetaan lisäksi huutokauppojen tarjousmäärä tasapainossa sekä selitetään tavoiteltua vähäisemmän tarjousmäärän ongelma (nk. underbidding-ilmiö) minimitarjoukseen avulla. Lisäksi markkinakoron osoitetaan nousevan tavoitekoron yläpuolelle, jos peräkkäisten operaatioiden maturiteetit menevät limittäin ja keskuspankin odotetaan muuttavan tavoitekorkeaan jäljellä olevan vähimmäisvarantojen keskiarvoistuperiodin kuluessa – huolimatta siitä, odotetaanko koron nostoa vai laskua. Lopuksi tarkastellaan EKP:n vaihtuvakorkoisia huutokauppoja. Niiden pohjalta EKP näyttäisi likviditeetinjakopäätöksissään painottaneen nimenomaan likviditeetin poikkeamia tavoitetasolta.

Bank exit legislation in US, EU and Japanese financial centres

Peik Granlund
25/2002

- Asiasanat: pankit, sääntely, valvonta, likvidaatio, uudelleenjärjestely

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan pankkien uudelleenjärjestely- ja likvidaatiolainsäädäntöä New Yorkin, Lontoon, Frankfurtin, Helsingin ja Tokion rahoituskeskuksissa. Tarkastelun kohteena on liikepankkeja koskeva lainsäädäntö. Lainsäädäntöä arvioidaan pankkien eri sidosryhmien näkökulmasta. Sidoryhmiä ovat pankkien luotonantajat, tallettajat ja osakkeenomistajat. Painopiste on niissä säädöksissä, jotka sääntelevät sidosryhmien oikeuksia ja sijoitusten turvallisuutta uudelleenjärjestely- ja likvidaatio-tilanteissa. Tutkimus kattaa ensisijaisesti nykytilanteen ja toissijaisesti lakimuutokset 1990-luvun puolivälistä saakka.

Economies of scale and technological development in securities depository and settlement systems

Heiko Schmiedel – Markku Malkamäki –
Juha Tarkka
26/2002

■ Asiasanat: arvopaperien selvitys, skaalatuotot, tekninen kehitys

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan skaalaetujen olemassaoloa ja suuruutta arvopaperikaupan rekisteri- ja selvitysjärjestelmissä. Tutkimuksessa oli mukana 16 selvityskeskusta eri puolilta maailmaa vuosina 1993–2000, ja sen tulokset osoittavat, että toiminnan skaalaeduct alalla ovat merkittävät. Skaalaetujen suuruus vaihtelee kuitenkin sen mukaan, mikä on selvityskeskuksen koko ja sijainti. Hyödyntämättömät skaalaeduct ovat suurimmat pienissä selvityskeskuksissa, ja suurimmat selvityskeskukset ovat parantaneet kustannustehokkuuttaan eniten. Eurooppalaisissa ja aasialaisissa selvitys- ja toimitusjärjestelmissä on enemmän hyödyntämättömiä skaalaeductuja kuin Yhdysvaltain järjestelmässä. Eurooppalaiset kansainväliset selvityskeskukset näyttävät olevan kustannuksiltaan kalliimpia kuin kotimaiset selvitysjärjestelmät, mikä kuvastaa kansainvälisen selvitystoiminnan monimutkaisuutta jopa EU:n sisällä sekä tuotevalikoimien eroja eri selvityskeskusten välillä. Tulokset paljastavat myös, että investoinnit, joilla on otettu käyttöön uusia järjestelmiä ja parannettu toiminnan teknistä tasoa, ovat lisänneet tehokkuutta tarkastelun ajanjakson kuluessa.

Links between securities settlement systems: An oligopoly theoretic approach

Karlo Kauko
27/2002

■ Asiasanat: oligopoli, arvopaperien selvitysjärjestelmät

Tässä keskustelualoitteessa esitetään arvopaperiselvitysjärjestelmiä kuvaava duopolimalli. Koska maksujen keskittäminen yhteen järjestelmään auttaa käyttämään likviditeettiä tehokkaasti, liikkeeseenlaskijat suosivat järjestelmiä, joissa on runsaasti arvopapereita. Jos arvopaperikeskukset perustavat keskinäisen linkin, jonka kautta sijoit-

tajat voivat selvittää transaktioita ulkomaisilla arvopapereilla, voidaan saavuttaa kustannussäästöjä. Toisaalta tällaisilla linkeillä voi olla yllättäviä vaikutuksia arvopaperikeskusten hinnoitteluun – ja liikkeeseenlaskijoiden osuus maksuista voi kasvaa. Ei ole suositeltavaa vaatia arvopaperikeskuksia perimään samoja maksuja kotimaisilta ja kansainvälisiltä transaktioilta; arvopaperikeskukset saattaisivat vain nostaa kotimaisten transaktioiden hintoja.

BOFIT Discussion Papers

Too many to fail? Inter-enterprise arrears in transition economies

Antje Hildebrandt
11/2002

■ Asiasanat: siirtymätaloudet, maksurästifit, pehmeä budjettirajoite

Kehittyneissä markkinatalousmaissa kauppaluotoja käytetään yleisesti yritysten välillä lyhytaikaisessa rahoituksessa. Joissakin siirtymätalouksissa yritysten välisiä luottoja on kuitenkin kertynyt niin paljon, että ne ovat johtaneet keskinäisiin maksurästeihin. Tässä tutkimuksessa selvitetään yritysdatan avulla, ovatko kauppaluotot osa normaalia liikekäytäntöä vai edustavatko ne pehmeän budjettirajoitteen muotoa. Tulokset antavat aiheen olettaa, että joissain siirtymätalouksissa kauppaluotot eivät aina ole samalla tavalla osa normaalia liikekäytäntöä kuin kehittyneissä markkinatalousmaissa. Tämä ongelma on ollut suurin niissä siirtymätalouksissa, jotka eivät ole uudistaneet talouttaan johdonmukaisesti.

Federal state shareholdings in Russian companies: Origin, forms and consequences for enterprise performance

Alexander Muravyev
12/2002

■ Asiasanat: corporate governance, valtionomistus, yritysten tehokkuus, Venäjä

Tässä tutkimuksessa selvitetään valtion omistuksen vaikutusta yritysten toimintaan Venäjällä. Tutkimus eroaa aikaisemmista kahdella tapaa.

Ensinnäkin se keskittyy yrityksiin, joista valtio omistaa osan, ei kokonaan valtion omistamiin yrityksiin. Toiseksi tutkimuksessa erotellaan valtion erilaiset omistusmuodot: pysyvät omistukset, yksityistämistä jäljelle jääneet omistukset tai ns. golden share -osuudet. Lisäksi yksityistämistä jäljelle jääneitä omistuksia voi olla sekä valtionomaisuuden ministeriössä (Ministry for State Property) että federaation omaisuusrahastossa (Russian Fund for Federal Property). Tutkimuksessa kuvataan, kuinka erilaiset omistusosuudet ovat syntyneet ja kuinka ne voivat vaikuttaa yritysten toimintaan. Tutkimuksen ekonometrisessa osassa havaitaan, että yrityksissä, joista valtio omistaa osan, on yleensä heikompi

työn tuottavuus ja pienemmät voitot. On kuitenkin huomattava, että valtion erilaiset omistusmuodot vaikuttavat yritysten toimintaan eri tavoin. Huonoiten menestyvät yritykset, joissa valtion omistus on jäänyt jäljelle yksityistämisprosessista ja sitä hallinnoi omaisuusrahasto. Myös ministeriön hallinnoimat, yksityistämistä jäljelle jääneet omistukset heikentävät yritysten toimintaa. Muunlaiset valtion omistusmuodot eivät näytä vaikuttavan yritysten toimintaan negatiivisesti. Johtopäätös on, että valtion ei pitäisi säilyttää omistuksia yrityksissä, ellei siihen ole pätevää syytä. Jos valtio omistaa yrityksiä, on omistuksille muodostettava luotettava valvontajärjestelmä.

Suomen Pankin kuukausitase, milj. euroa

2002
30.8. 27.9. 25.10. 29.11.

Vastaavaa

1	Kulta ja kultasaamiset	505	505	516	516
2	Valuuttamääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta	8 714	8 914	8 900	9 019
2.1	Saamiset Kansainväliseltä valuuttarahastolta	863	846	851	852
2.2	Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja muut valuuttamääräiset saamiset	7 852	8 069	8 049	8 167
3	Valuuttamääräiset saamiset euroalueelta	698	688	688	662
4	Euromääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta	0	0	0	0
4.1	Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja lainat	0	0	0	0
4.2	ERM II:n luottojärjestelyihin perustuvat saamiset	–	–	–	–
5	Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvät euromääräiset saamiset euroalueen luottolaitoksilta	2 332	2 783	1 857	1 311
5.1	Perusrahoitusoperaatiot	1 620	2 071	1 145	1 311
5.2	Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	711	711	711	–
5.3	Käänteiset hienosäätöoperaatiot	–	–	–	–
5.4	Käänteiset rakenteelliset operaatiot	–	–	–	–
5.5	Maksuvalmiusluotot	–	–	–	–
5.6	Vakuuksien muutospyyntöihin liittyvät luotot	–	–	–	–
6	Muut euromääräiset saamiset euroalueen luottolaitoksilta	1	1	1	1
7	Euromääräiset arvopaperit euroalueelta	–	–	–	–
8	Euromääräiset saamiset julkisyhteisöiltä	0	0	0	0
9	Eurojärjestelmän sisäiset saamiset	3 255	3 255	3 312	3 281
9.1	Osuus EKP:n pääomasta	70	70	70	70
9.2	Valuuttavarantojen siirtoon perustuva saaminen	699	699	699	699
9.3	EKP:n sijoitustodistusten liikkeeseenlaskuun liittyvät saamiset	–	–	–	–
9.4	TARGET-järjestelmään ja kirjeenvaihtajien pankkitileihin liittyvät saamiset (netto)	–	–	–	–
9.5	Muihin eurojärjestelmän toimintoihin liittyvät saamiset	2 487	2 487	2 543	2 513
10	Muut saamiset	864	866	894	886
Vastaavaa yhteensä		16 369	17 013	16 167	15 677

Pyörityksien vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

2002
30.8. 27.9. 25.10. 29.11.

Vastattavaa

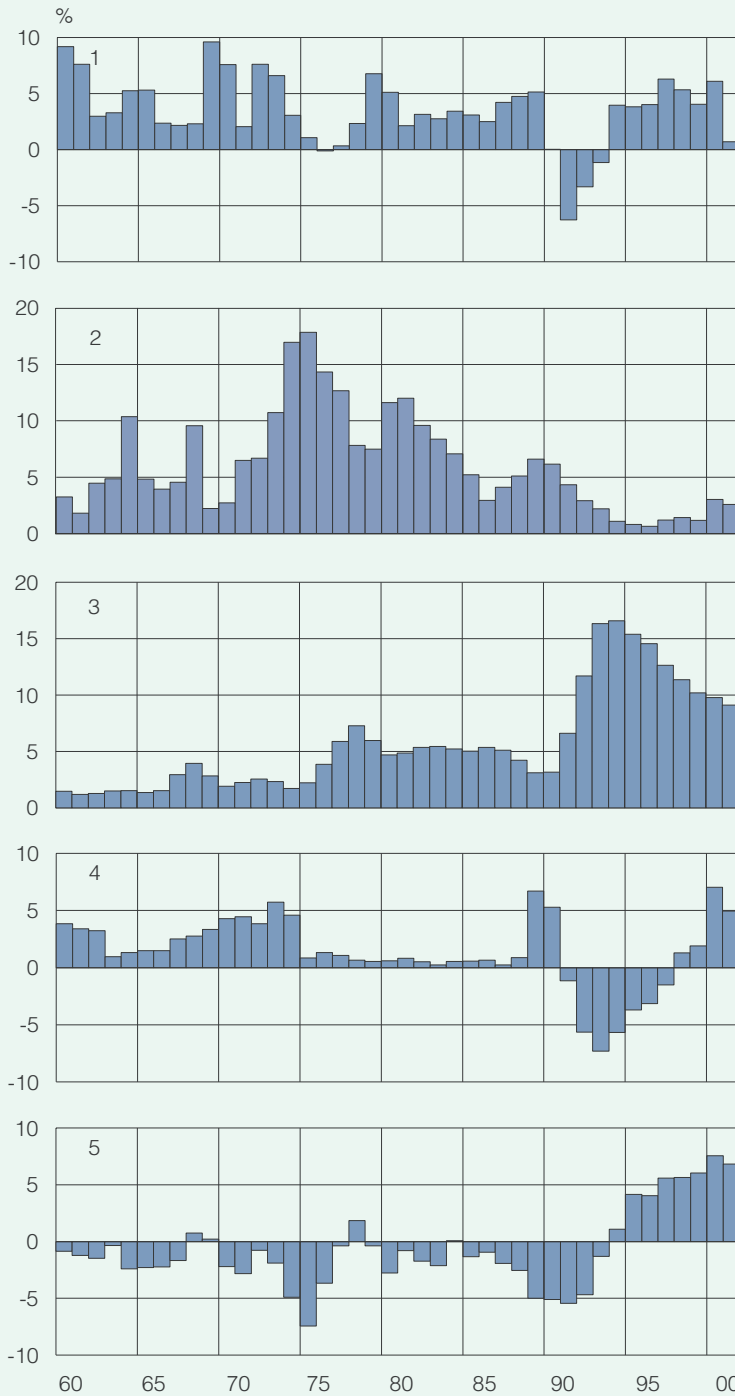
1	Liikkeessä olevat setelit¹	5 055	5 088	5 195	5 348
2	Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvät euromääräiset velat euroalueen luottolaitoksille	2 993	2 292	2 630	3 669
2.1	RTGS-tilit (ml. vähimmäisvarantotalletukset)	2 993	2 292	2 630	3 669
2.2	Yötalletukset	–	–	–	–
2.3	Määräaikaistalletukset	–	–	–	–
2.4	Käänteiset hienosäätöoperaatiot	–	–	–	–
2.5	Vakuuksien muutospyyntöihin liittyvät talletukset	–	–	–	–
3	Muut euromääräiset velat euroalueen luottolaitoksille	–	–	–	–
4	Euromääräiset velat muille euroalueella oleville	0	3	3	6
4.1	Julkisyhteisöt	–	–	–	–
4.2	Muut	0	3	3	6
5	Euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle	1	1	1	1
6	Valuuttamääräiset velat euroalueelle	56	73	–	24
7	Valuuttamääräiset velat euroalueen ulkopuolelle	21	177	42	45
7.1	Talletukset ja muut velat	21	177	42	45
7.2	ERM II:n luottojärjestelyihin perustuvat velat	–	–	–	–
8	Myönnettyjen erityisnosto-oikeuksien vastaerä	190	190	192	192
9	Eurojärjestelmän sisäiset velat	2 759	3 872	2 572	794
9.1	EKP:n sijoitustodistuksiin liittyvä velkajärjestely	–	–	–	–
9.2	TARGET-järjestelmään ja kirjeenvaihtajien pankkitileihin liittyvät velat (netto)	2 759	3 872	2 572	794
9.3	Muihin eurojärjestelmän toimintoihin liittyvät velat	–	–	–	–
10	Muut velat	252	276	316	381
11	Arvonmuutostili	597	597	774	774
12	Varaukset ja oma pääoma	4 444	4 444	4 444	4 444
Vastattavaa yhteensä		16 369	17 013	16 167	15 677

¹ Eurojärjestelmän valitseman euroseteleihin sovellettavan kirjanpitoikäytännön mukaan EKP:lle merkitään kuukausittain 8 prosentin osuus liikkeessä olevien eurosetelien kokonaisarvosta. Tämän vähennyksen vastaerä sisältyy erään "Muut eurojärjestelmän sisäiset saamiset (netto)". Loput 92 % liikkeessä olevien eurosetelien kokonaisarvosta merkitään kansallisten keskuspankkien taseeseen niin ikään kuukausittain. Tällöin

kuakin kansallinen keskuspankki ilmoittaa taseessaan EKP:n pääomasta maksamaansa osuutta vastaavan osuuden liikkeeseen laskettujen eurosetelien kokonaisarvosta. Tämän kirjanpitoikäytännön mukaisesti kansalliselle keskuspankille merkityn eurosetelien osuuden ja kyseisen keskuspankin liikkeelle panemien eurosetelien arvon erotus sisältyy myös erään "Muut eurojärjestelmän sisäiset saamiset/velat (netto)".

1. Keskeiset tasapainomuuttujat
2. Hintavakaus euroalueella ja Suomessa
3. Rahamäärän kehitys euroalueella
4. Rahamäärän kasvu
5. Eurojärjestelmän korot ja markkinakorkoja
6. Eurojärjestelmän (Suomen Pankin) korot
7. Keskuspankkikorkoja
8. Euriborkorot päivittäin
9. Euriborkorot kuukausittain
10. Eräiden euromaiden ja Saksan 10 vuoden korkojen ero
11. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja päivittäin
12. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja päivittäin
13. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja päivittäin
14. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja kuukausittain
15. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja kuukausittain
16. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja kuukausittain
17. Suomen valtion viitelainojen korot
18. Suomen valtion 5 ja 10 vuoden obligaatioiden korot
19. Suomalaisten pankkien viitekorkoja
20. Suomalaisten pankkien talletuskorot
21. Suomalaisten pankkien anto- ja ottolainauskorot
22. Suomalaisten pankkien uusien kotitalousluottojen korot
23. Suomalaisten pankkien luottokanta
24. Suomalaisten pankkien talletuskanta korkosidonnaisuuden mukaan
25. Suomalaisten pankkien talletuskanta verotuskohtelun mukaan
26. Euroalueen rahamääriin sisältyvät suomalaisten rahalaitosten erät (pl. yleisön hallussa oleva raha)
27. Euroalueen ja suomalaisten rahalaitosten ottolainaus
28. Euroalueen ja suomalaisten rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät lainat
29. Euron dollari- ja jenikurssit päivittäin
30. Euron dollari- ja jenikurssit kuukausittain
31. Euron kurssi Englannin puntaan ja Ruotsin kruunuun nähden
32. Euron kurssi Pohjoismaiden kruunuihin nähden
33. Euron ulkoinen arvo ja Suomen kilpailukykyindikaattori
34. Suomen kilpailukykyindikaattoreita
35. Euroalueen osakeindeksejä päivittäin
36. Euroalueen osakeindeksejä kuukausittain
37. Pörssiosakkeiden markkina-arvo ja ulkomaalaisomistus
38. Suomessa liikkeeseen lasketut arvopaperit
39. Suomessa liikkeeseen lasketut joukkovelkakirjalainat
40. Suomessa rekisteröidyt sijoitusrahastot
41. Suomen valtiontalouden tulot ja menot
42. Suomen julkisen talouden tasapaino
43. Suomen julkisen talouden velka
44. Nettoluotonanto sektoreittain
45. Suomen kauppataase ja vaihtotase
46. Suomen palvelutase ja tuotannon tekijäkorvausten tase
47. Suomen viennin aluejakauma
48. Suomen vienti toimialoittain
49. Suomen ulkomaankauppahinnat
50. Ulkomaalaisten arvopaperisijoitukset suomalaisiin osakkeisiin
51. Suorat sijoitukset
52. Suomen ulkomainen nettovarallisuus
53. Teollisuuden luottamusindikaattori
54. Kuluttajien luottamusindikaattori
55. Suomen BKT ja teollisuustuotanto
56. Työttömyysaste
57. Teollisuuden ansiotaso
58. Suomen varallisuushintoja

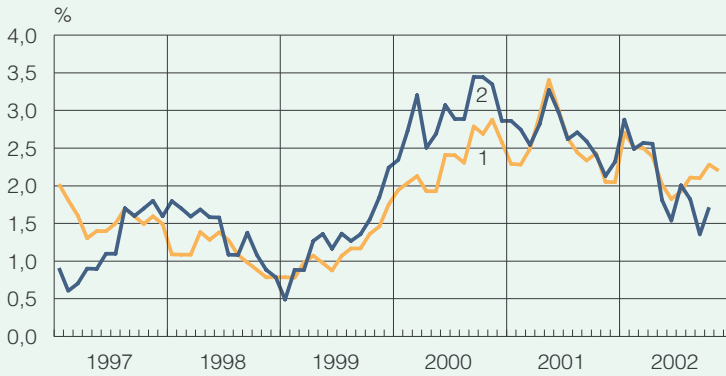
1. Keskeiset tasapainomuuttujat



1. BKT, määrän muutos edellisvuotisesta
2. Kuluttajahinnat, muutos edellisvuotisista
3. Työttömyysaste, %
4. Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä, % BKT:stä
5. Vaihrotase, % BKT:stä

Lähteet:
Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

2. Hintavakaus euroalueella ja Suomessa

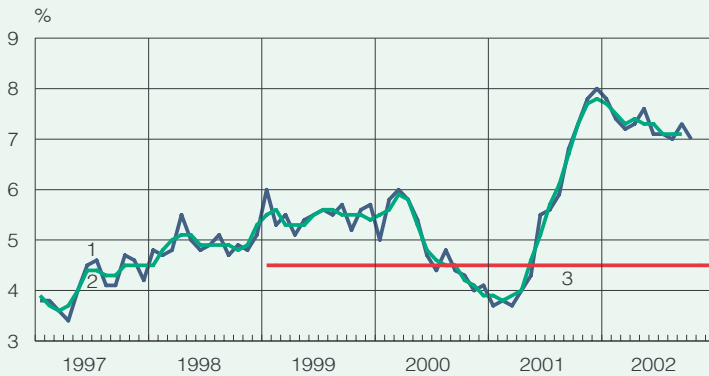


Yhdenmukaistettu
kuluttajahintaindeksi,
12 kk:n prosenttimuutos

1. Euroalue
2. Suomi

Lähteet:
Eurostat ja Tilastokeskus.

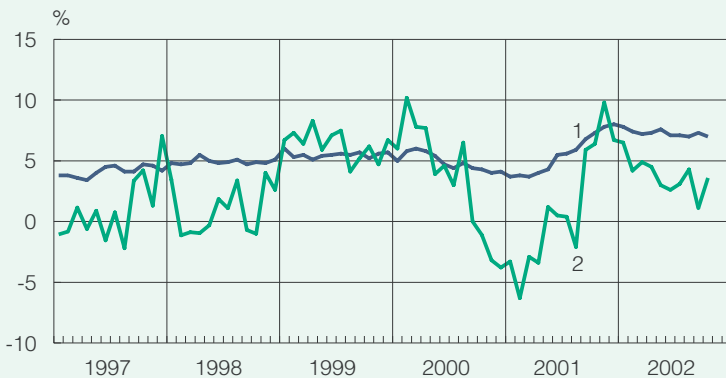
3. Rahamäärän kehitys euroalueella



1. Rahamäärä M3:
12 kk:n
prosenttimuutos
2. M3: 12 kk:n
prosenttimuutoksen
3 kk:n liukuva
keskiarvo
3. M3:n viitearvo

Lähde:
Euroopan keskuspankki.

4. Rahamäärän kasvu

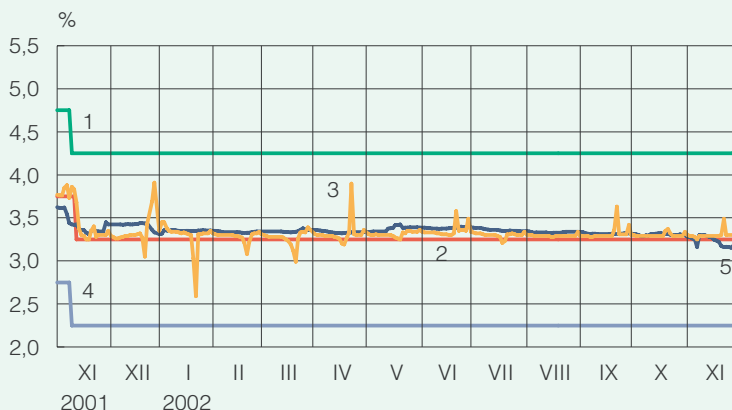


12 kk:n
prosenttimuutos

1. Euroalueen M3
2. M3:een luettavat
suomalaisten
rahaliitosten erät
(pl. yleisön hallussa
oleva raha)

Lähteet:
Euroopan keskuspankki
ja Suomen Pankki.

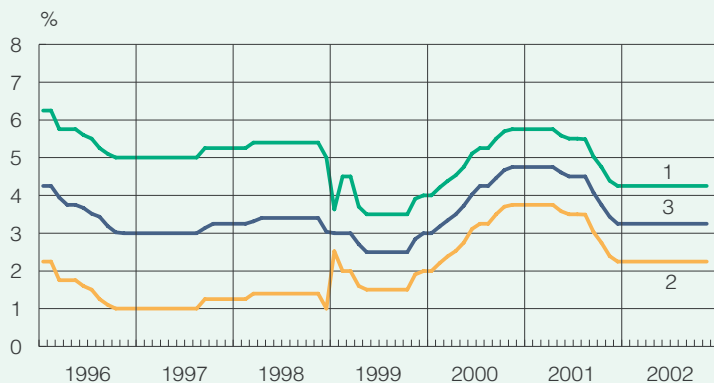
5. Eurojärjestelmän korot ja markkinakorkoja



1. Maksuvalmiusluoton korko
2. Perusrahoitusoperaatioiden korko / minimitarjouskorko
3. Eoniakorko
4. Maksuvalmiusjärjestelmän talletuskorko
5. 1 kk:n euribor

Lähteet:
Euroopan keskuspankki ja Reuters.

6. Eurojärjestelmän (Suomen Pankin) korot

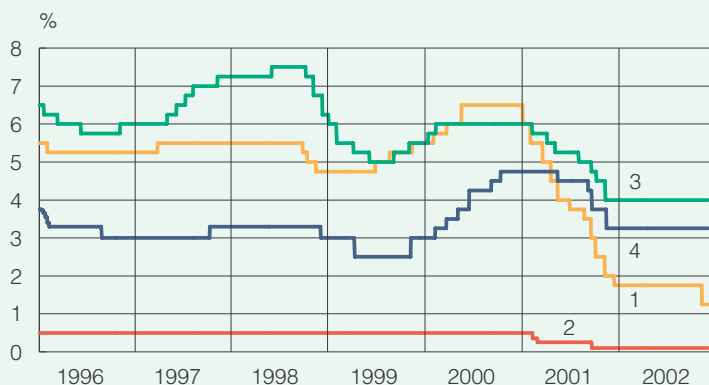


Suomen Pankin korot ennen vuotta 1999

1. Maksuvalmiusluoton korko
2. Maksuvalmiusjärjestelmän talletusten korko
3. Perusrahoitusoperaatioiden korko / minimitarjouskorko (huutokauppakorko ennen vuotta 1999)

Lähde:
Euroopan keskuspankki.

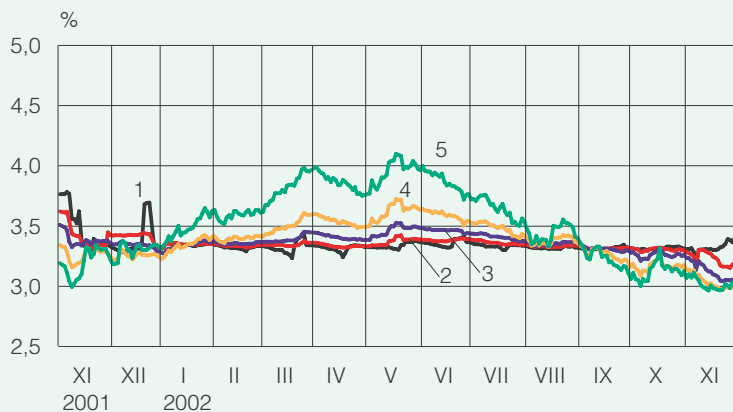
7. Keskuspankkikorkoja



1. Yhdysvaltain fed funds -tavoitekorko
2. Japanin diskonttokorko
3. Ison-Britannian repokorko
4. Eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden korko (Saksan repokorko ennen vuotta 1999)

Lähde: Bloomberg.

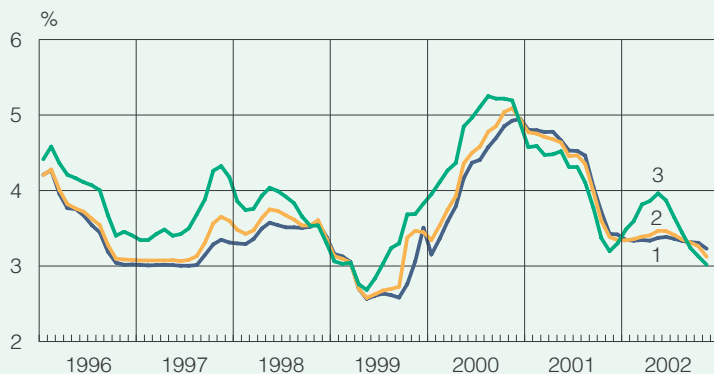
8. Euriborkorot päivittäin



- 1. 1 viikko
- 2. 1 kk
- 3. 3 kk
- 4. 6 kk
- 5. 12 kk

Lähde: Reuters.

9. Euriborkorot kuukausittain

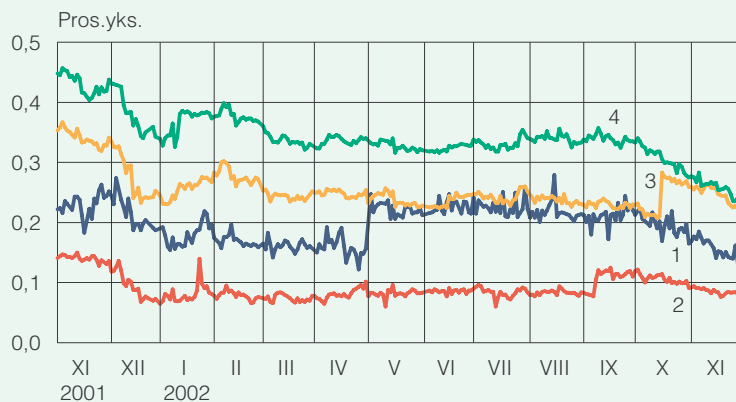


Ennen vuotta 1999
heliborkorot

- 1. 1 kk
- 2. 3 kk
- 3. 12 kk

Lähde: Reuters.

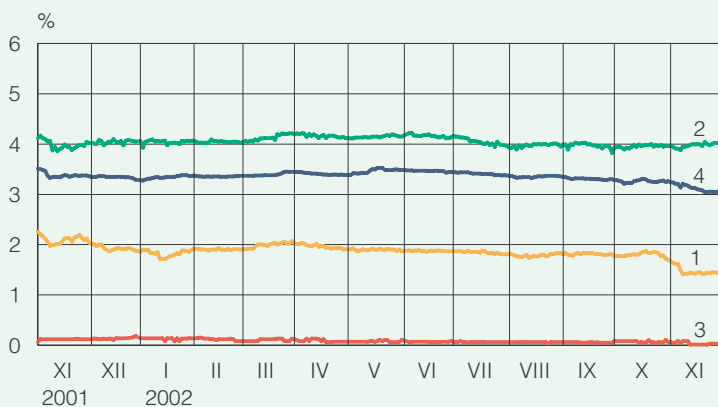
10. Eräiden euromaiden ja Saksan 10 vuoden korkojen ero



- 1. Suomi
- 2. Ranska
- 3. Italia
- 4. Suurin korkoero

Lähde: Reuters.

11. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja päivittäin

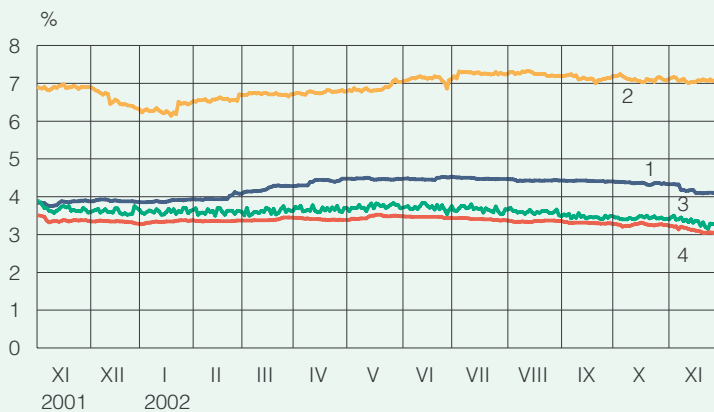


Pankkien välisiä korkoja

1. Yhdysvallat
2. Iso-Britannia
3. Japani
4. Euroalue

Lähde: Reuters.

12. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja päivittäin

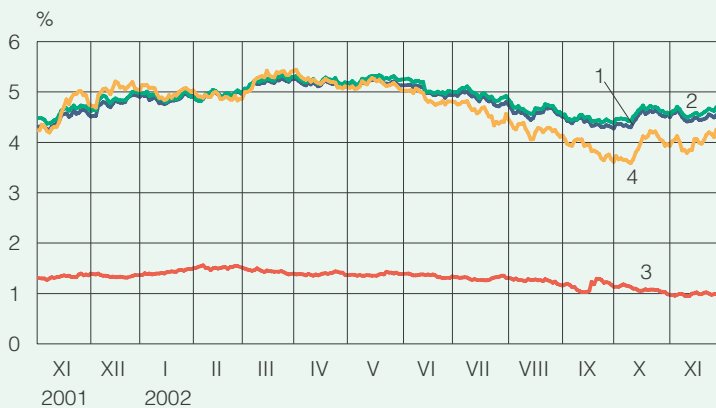


Pankkien välisiä korkoja

1. Ruotsi (stibor)
2. Norja
3. Tanska
4. Suomi

Lähde: Reuters.

13. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja päivittäin

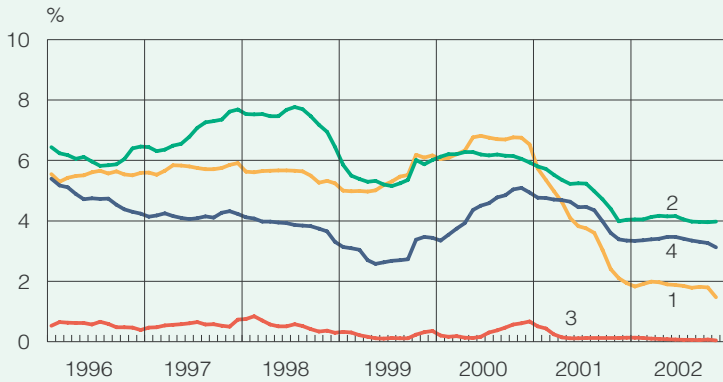


Valtion 10 vuoden obligatiokorkoja

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

Lähde: Reuters.

14. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja kuukausittain

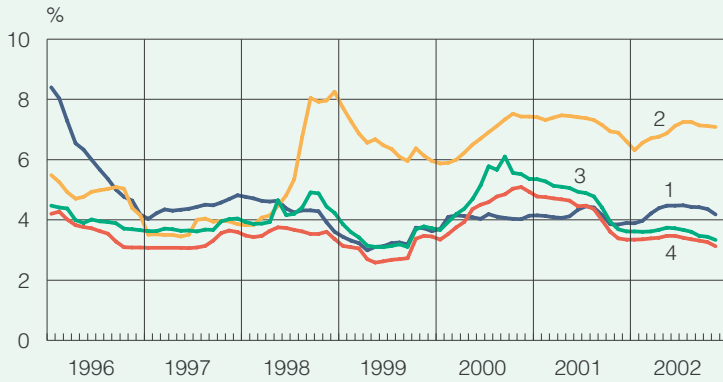


Pankkien välisiä korkoja

1. Yhdysvallat
2. Iso-Britannia
3. Japani
4. Euroalue

Lähde: Reuters.

15. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja kuukausittain

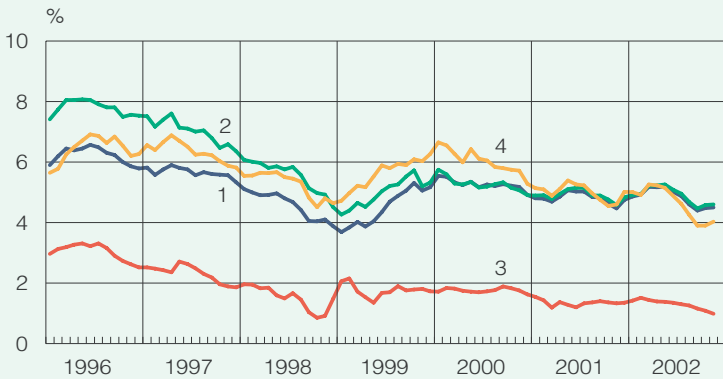


Pankkien välisiä korkoja

1. Ruotsi (stibor)
2. Norja
3. Tanska
4. Suomi (euribor; heliborkorko ennen vuotta 1999)

Lähde: Reuters.

16. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja kuukausittain



Valtion 10 vuoden obligaatiokorkoja

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

Lähde: Reuters.

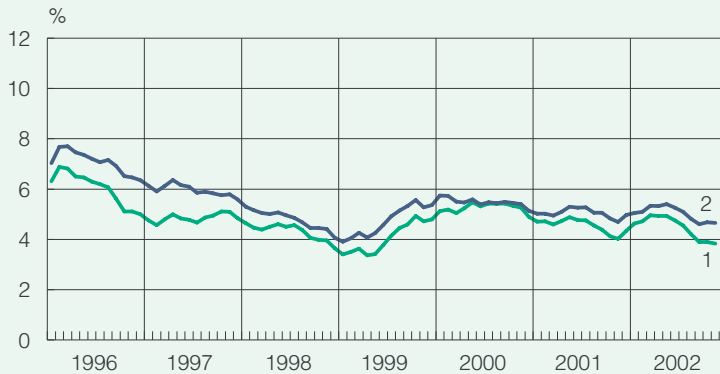
17. Suomen valtion viitelainojen korot



1. 15.3.2004 erääntyvä laina, 9,5 %
2. 4.7.2007 erääntyvä laina, 5 %
3. 25.4.2009 erääntyvä laina, 5 %
4. 23.2.2011 erääntyvä laina, 5,75 %
5. 4.7.2013 erääntyvä laina, 5,375 %

Lähde: Reuters.

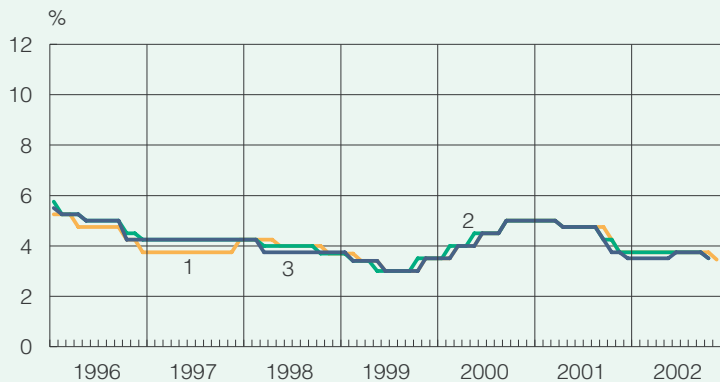
18. Suomen valtion 5 ja 10 vuoden obligatioiden korot



1. 5 vuotta
2. 10 vuotta

Lähde: Reuters.

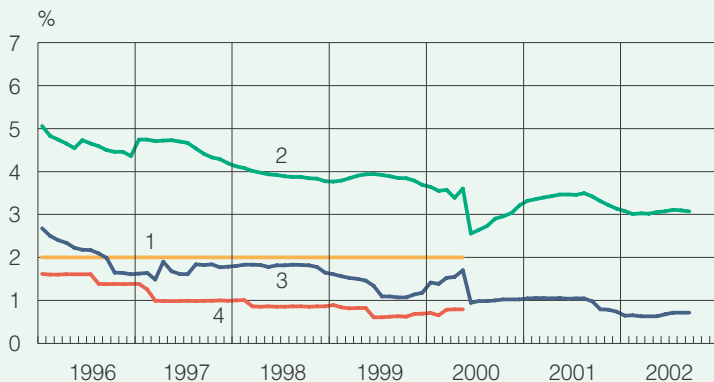
19. Suomalaisen pankkien viitekorkoja



1. Nordea-prime
2. Sampo-prime
3. Osuuspankkiryhmän prime

Lähde: Pankit.

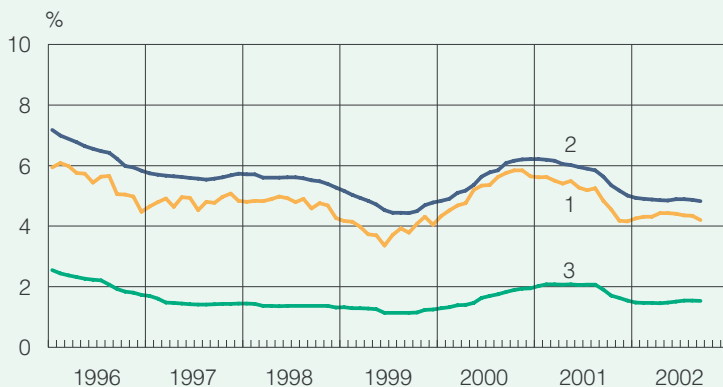
20. Suomalaisen pankkien talletuskorot



1. Verottoman käyttötilin korko (yläraja)
2. Lähdeverollisten määräaikaistilien keskiporko
3. Lähdeverollisten sekki- ja käyttötilien keskiporko
4. Verottomien sekki- ja käyttötilien keskiporko

Lähde: Suomen Pankki.

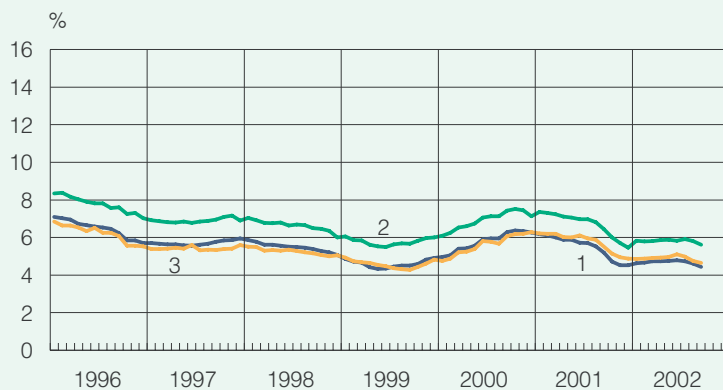
21. Suomalaisen pankkien anto- ja ottolainauskorot



1. Uusien luottojen korko
2. Antolainauksen keskiporko
3. Talletusten keskiporko

Lähde: Suomen Pankki.

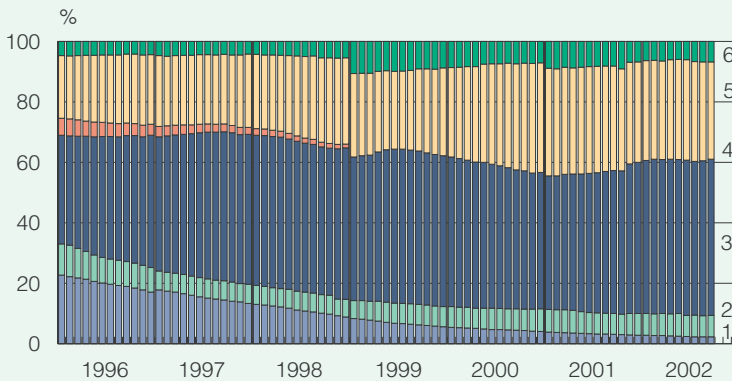
22. Suomalaisen pankkien uusien kotitalousluottojen korot



1. Uudet asuntoluotot
2. Uudet kulutusluotot
3. Uudet opintoluotot

Lähde: Suomen Pankki.

23. Suomalaisen pankkien luottokanta

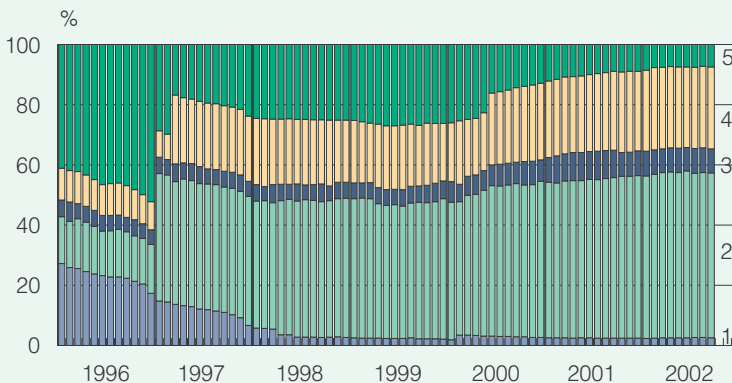


Korkosidonnaisuudet, prosenttiosuudet

1. Peruskorkosidonnaiset
2. Kiinteäkorkoiset
3. Euriborsidonnaiset (ennen vuotta 1999 heliborsidonnaiset)
4. 3 ja 5 vuoden viitekorkoon sidotut
5. Pankkikohtaisiin viitekorkoihin sidotut (prime- ja vastaavat pankkien omat viitekorot)
6. Muut

Lähde: Suomen Pankki.

24. Suomalaisen pankkien talletuskanta korkosidonnaisuuden mukaan

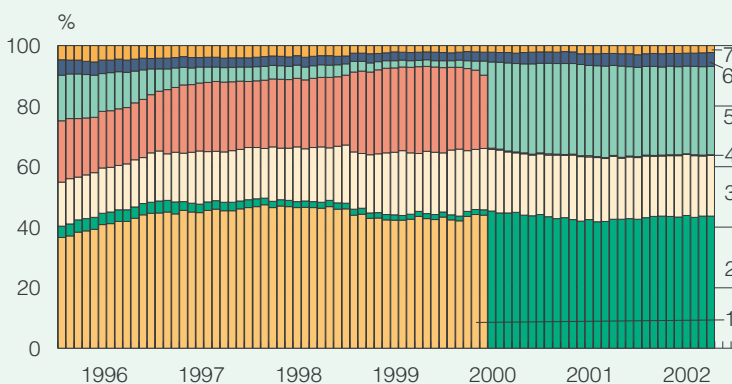


Korkosidonnaisuudet, prosenttiosuudet

1. Peruskorkosidonnaiset
2. Kiinteäkorkoiset
3. Euriborsidonnaiset (ennen vuotta 1999 heliborsidonnaiset)
4. Pankkikohtaisiin viitekorkoihin sidotut (prime- ja vastaavat pankkien omat viitekorot)
5. Muut

Lähde: Suomen Pankki.

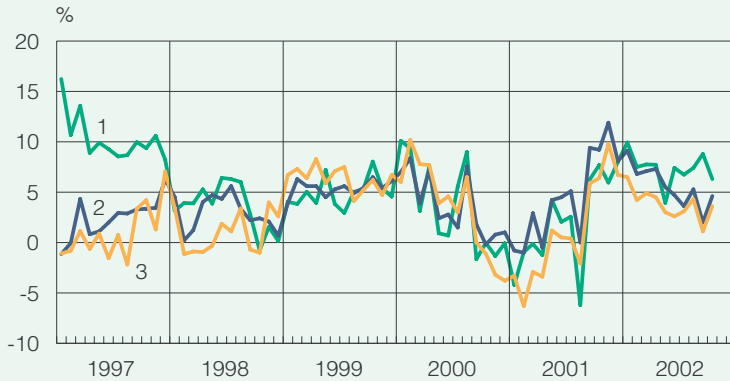
25. Suomalaisen pankkien talletuskanta verotuskohtelun mukaan



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

Lähde: Suomen Pankki.

26. Euroalueen rahamääriin sisältyvät suomalaisten rahalaitosten erät (pl. yleisön hallussa oleva raha)

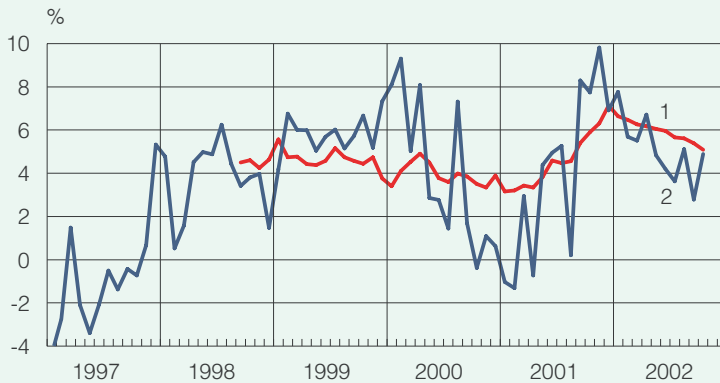


12 kk:n prosenttimuutos

1. M1
2. M2
3. M3

Lähde: Suomen Pankki.

27. Euroalueen ja suomalaisten rahalaitosten ottolainaus

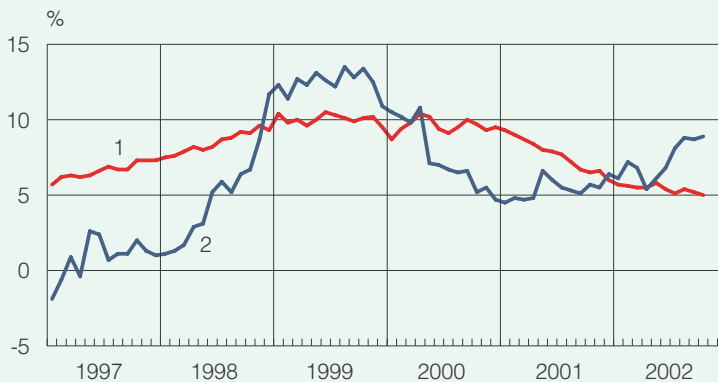


12 kk:n prosenttimuutos

1. Euroalueen rahalaitosten euroalueelta saamat talletukset
2. Suomalaisten rahalaitosten Suomesta saamat talletukset

Lähteet:
Euroopan keskuspankki
ja Suomen Pankki.

28. Euroalueen ja suomalaisten rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät lainat



12 kk:n prosenttimuutos

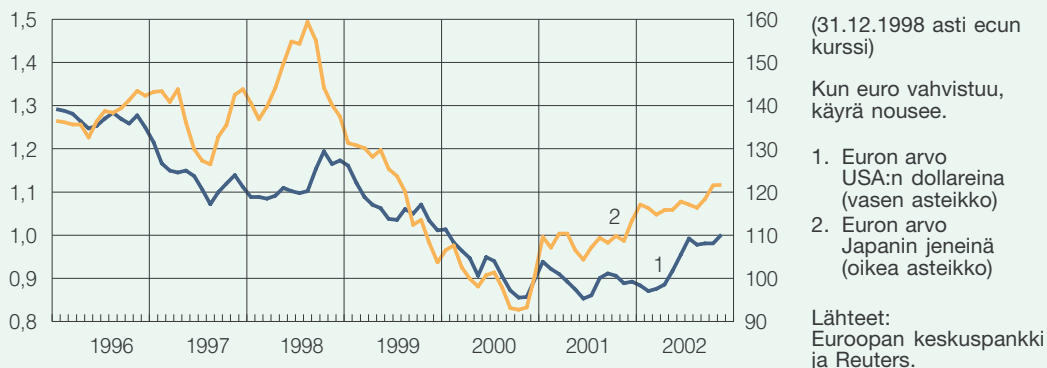
1. Euroalueen rahalaitosten euroalueelle myöntämät lainat
2. Suomalaisten rahalaitosten Suomeen myöntämät lainat

Lähteet:
Euroopan keskuspankki
ja Suomen Pankki.

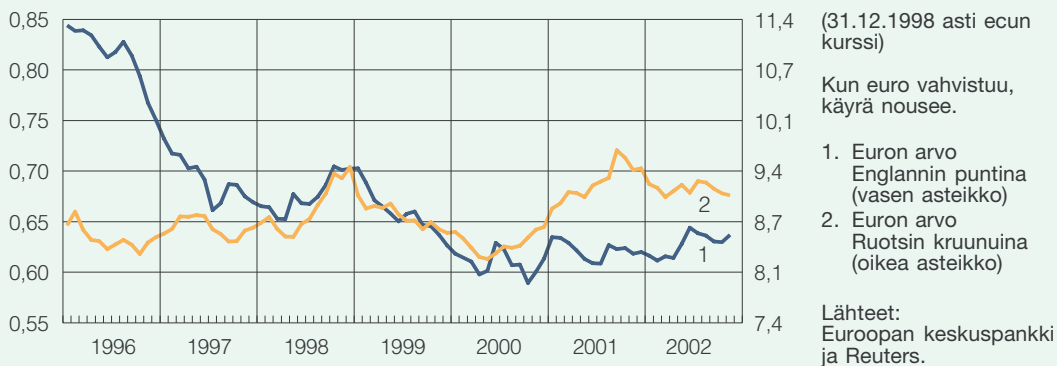
29. Euron dollari- ja jenikurssit päivittäin



30. Euron dollari- ja jenikurssit kuukausittain



31. Euron kurssi Englannin puntaan ja Ruotsin kruunuun nähden



32. Euron kurssi Pohjoismaiden kruunuihin nähden



Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

1. Euron arvo Ruotsin kruunuina
2. Euron arvo Norjan kruunuina
3. Euron arvo Tanskan kruunuina

Lähteet:
Euroopan keskuspankki ja Reuters.

33. Euron ulkoinen arvo ja Suomen kilpailukykyindikaattori



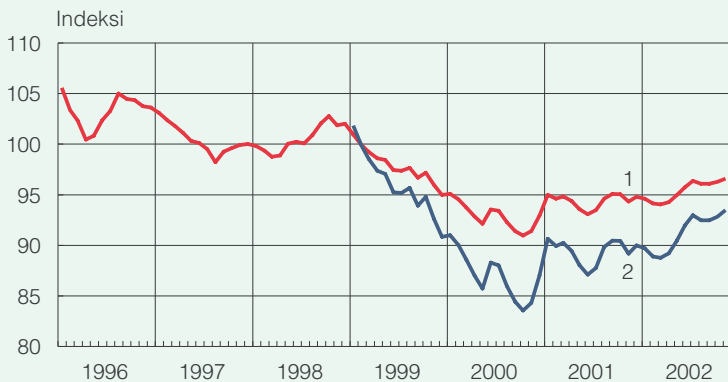
Tammi-maaliskuu 1999 = 100

Kun euro vahvistuu / Suomen hintakilpailukyky heikkenee, käyrä nousee.

1. Euron efektiivinen valuuttakurssi
2. Suomen suppea kilpailukyky-indikaattori

Lähteet:
Euroopan keskuspankki ja Suomen Pankki.

34. Suomen kilpailukykyindikaattoreita



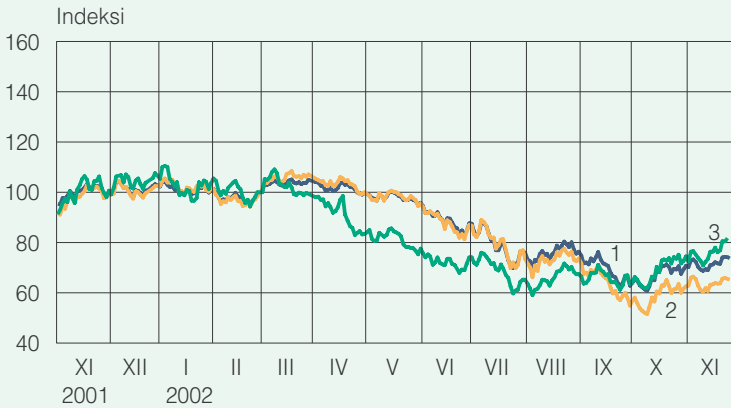
Tammi-maaliskuu 1999 = 100

Kun Suomen hintakilpailukyky heikkenee, käyrä nousee.

1. Suppea kilpailukyky-indikaattori euroalueen maat mukaan lukien
2. Suppea kilpailukyky-indikaattori

Lähde: Suomen Pankki.

35. Euroalueen osakeindeksejä päivittäin

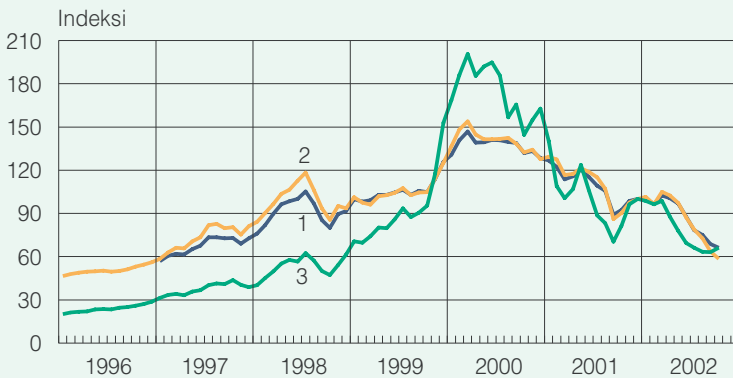


28.12.2001 = 100

1. Koko euroalueen DJ Euro Stoxx -osakeindeksi
2. Saksan DAX-indeksi
3. Suomen HEX-yleisindeksi

Lähteet: Bloomberg ja Helsingin Pörssi.

36. Euroalueen osakeindeksejä kuukausittain

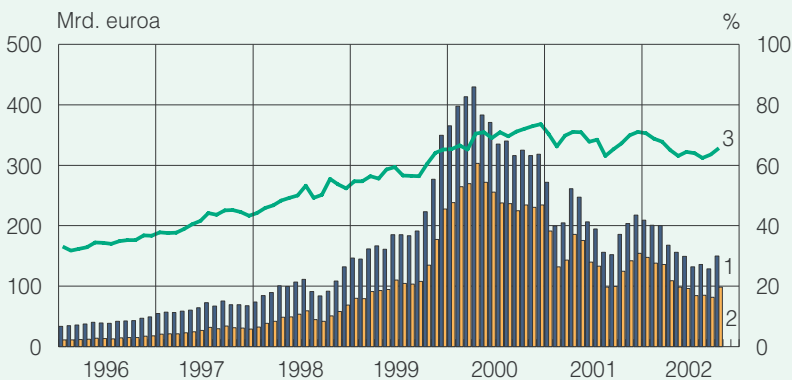


31.12.2001 = 100

1. Koko euroalueen DJ Euro Stoxx -osakeindeksi
2. Saksan DAX-indeksi
3. Suomen HEX-yleisindeksi

Lähteet: Bloomberg ja Helsingin Pörssi.

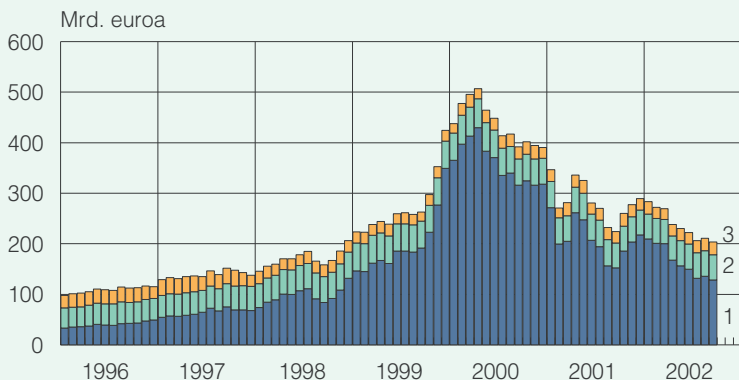
37. Pörssiosakkeiden markkina-arvo ja ulkomaalaisomistus



1. Kaikkien pörssissä listattujen osakkeiden markkina-arvo (vasen asteikko)
2. Ulkomaalaisten omistamien osakkeiden markkina-arvo (vasen asteikko)
3. Ulkomaalaisten omistus osakkeiden markkina-arvosta, % (oikea asteikko)

Lähteet: Helsingin Pörssi ja Suomen Arvopaperikeskus.

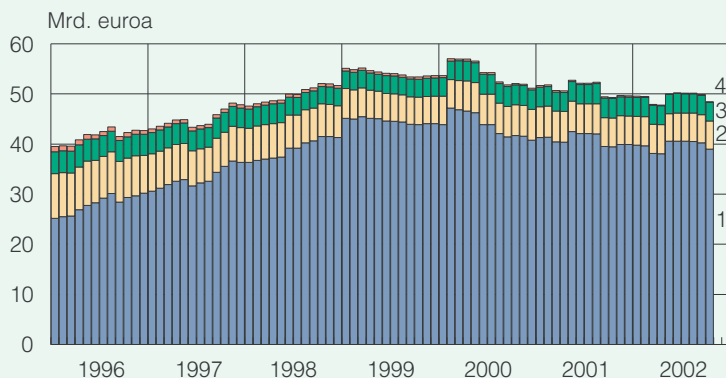
38. Suomessa liikkeeseen lasketut arvopaperit



1. Osakkeiden markkina-arvo
2. Joukkovelkakirjalainojen kannan nimellisarvo
3. Rahamarkkina-instrumenttien määrä

Lähteet: Helsingin Pörssi, Suomen Pankki, Tilastokeskus ja Valtiokonttori.

39. Suomessa liikkeeseen lasketut joukkovelkakirjalainat

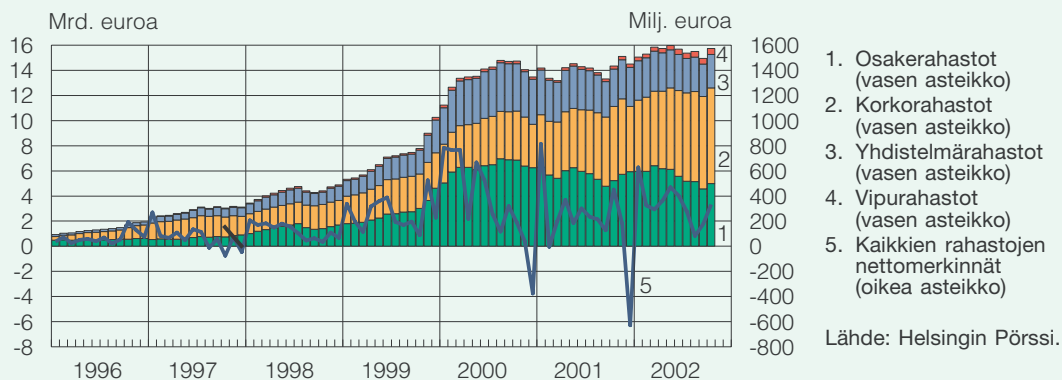


Kanta kuukauden lopussa

1. Valtio
2. Rahoituslaitokset
3. Yritykset
4. Muut

Lähde: Tilastokeskus.

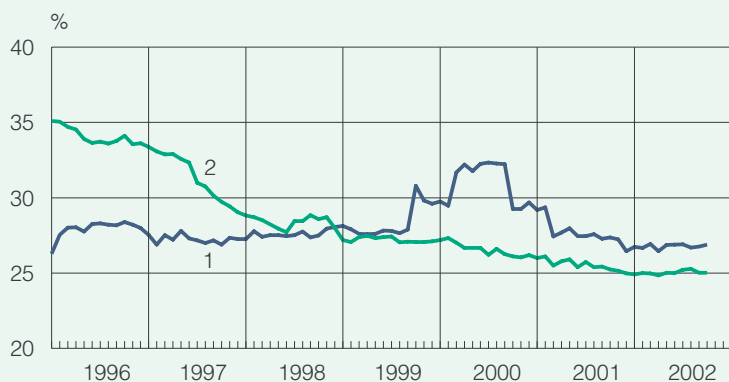
40. Suomessa rekisteröidyt sijoitusrahastot



1. Osakerahastot (vasen asteikko)
2. Korkorahastot (vasen asteikko)
3. Yhdistelmärahastot (vasen asteikko)
4. Vipurahastot (vasen asteikko)
5. Kaikkien rahastojen nettomerkinnot (oikea asteikko)

Lähde: Helsingin Pörssi.

41. Suomen valtiontalouden tulot ja menot



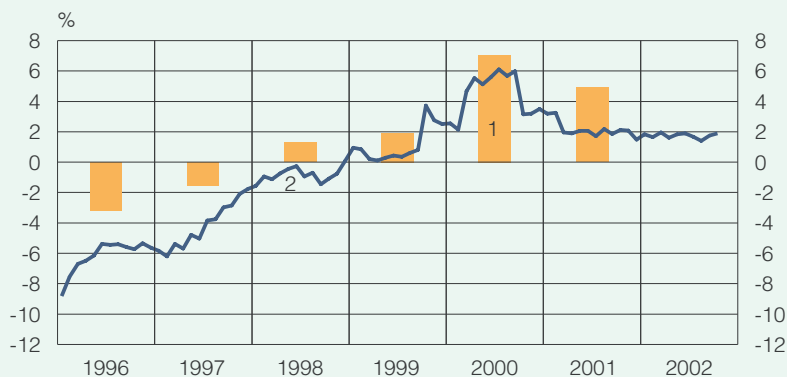
Lukuun ottamatta rahoitustoimia

12 kk:n liukuva summa, % BKT:stä

1. Tulot
2. Menot

Lähteet: Valtiokonttori, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

42. Suomen julkisen talouden tasapaino

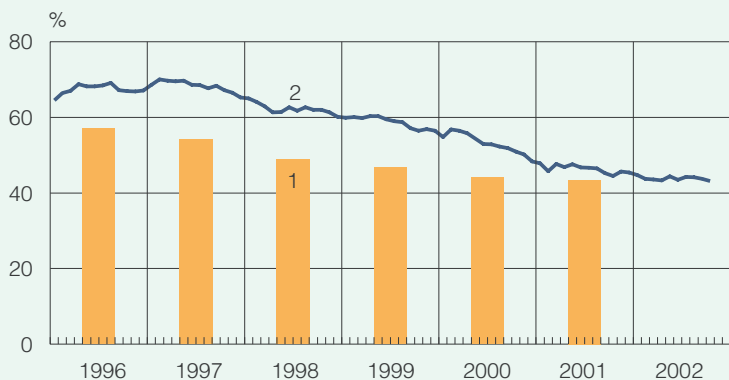


% BKT:stä

1. Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä
2. Valtion tulojäämä, 12 kk:n liukuva summa

Lähteet: Valtiokonttori, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

43. Suomen julkisen talouden velka

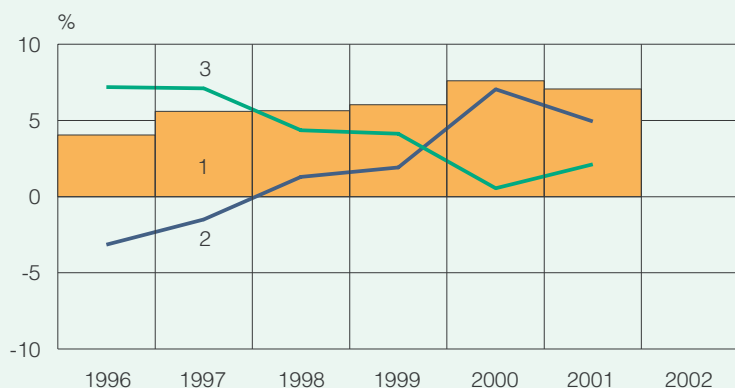


% BKT:stä

1. Julkisyhteisöjen velka
2. Valtionvelka

Lähteet: Tilastokeskus ja Valtiokonttori.

44. Nettoluotonanto sektoreittain

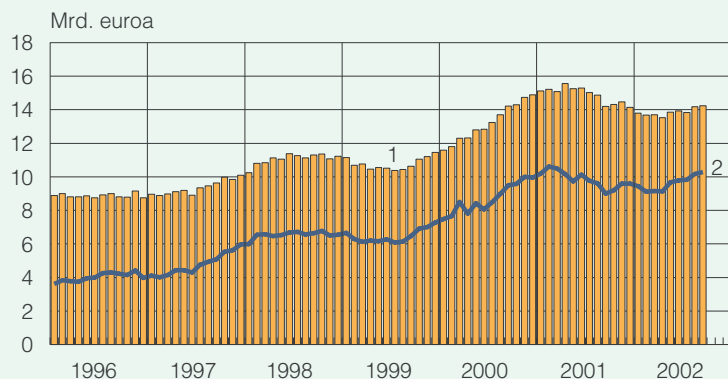


Suomen pääsektoreiden rahoitusylijäämät, % BKT:stä

1. Vaihtotase
2. Julkinen sektori
3. Yksityinen sektori

Lähteet:
Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

45. Suomen kauppataase ja vaihtotase

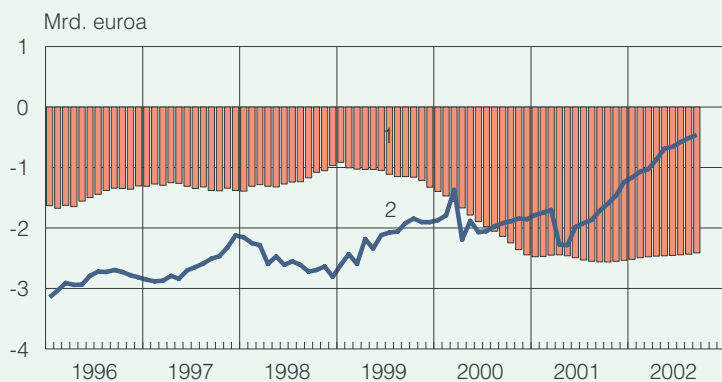


12 kk:n liukuva summa

1. Kauppataase, fob-arvo
2. Vaihtotase

Lähde: Suomen Pankki.

46. Suomen palvelutase ja tuotannontekijäkorvausten tase

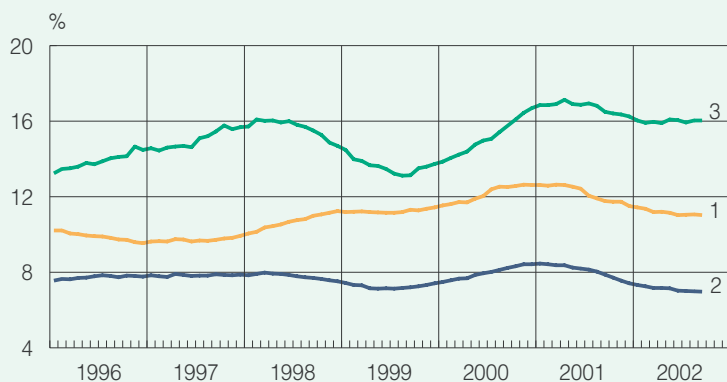


12 kk:n liukuva summa

1. Palvelutase (tavarakauppa fob-arvoinen)
2. Tuotannontekijäkorvausten tase

Lähde: Suomen Pankki.

47. Suomen viennin aluejakauma

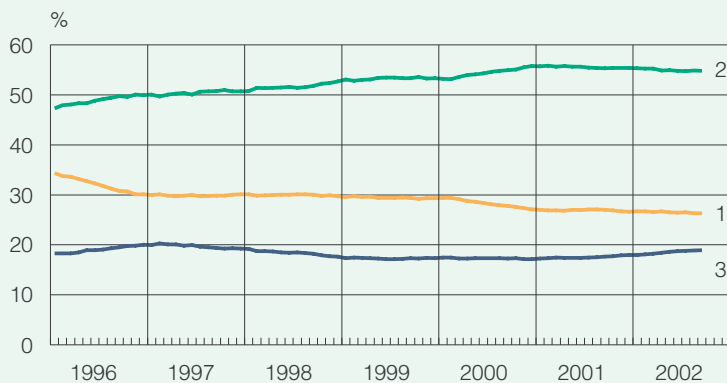


12 kk:n liukuva summa,
% BKT:stä

1. Euroalue
2. Muut EU-maat
3. Muu maailma

Lähteet:
Tullihallitus ja Tilastokeskus.

48. Suomen vienti toimialoittain

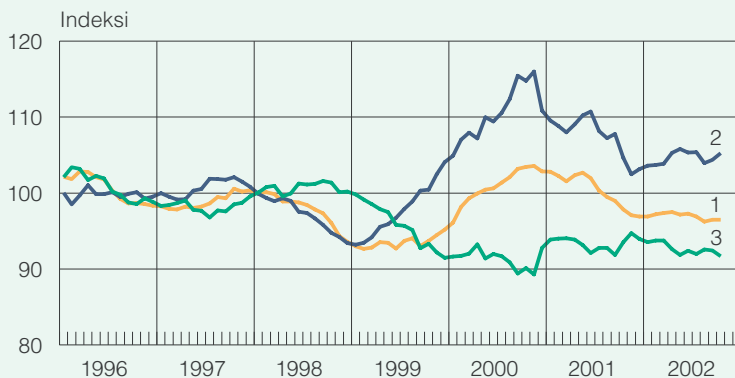


12 kk:n liukuva summa,
prosentiosuus koko viennistä

1. Metsäteollisuus
2. Metalliteollisuus (ml. elektroniikkateollisuus)
3. Muu teollisuus

Lähde: Tullihallitus.

49. Suomen ulkomaankauppahinnat

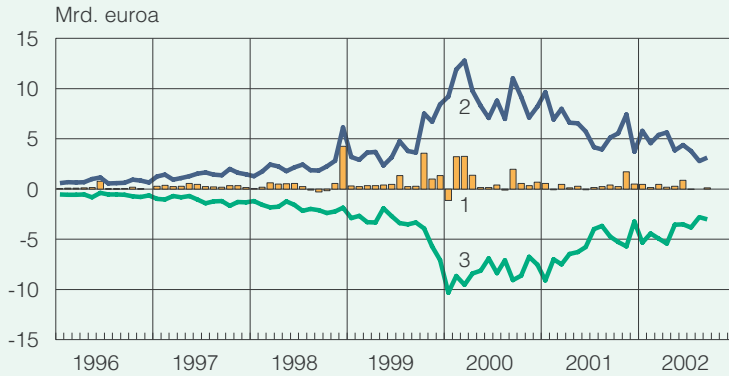


1995 = 100

1. Vientihinnat
2. Tuontihinnat
3. Vaihtosuhte

Lähde: Tilastokeskus.

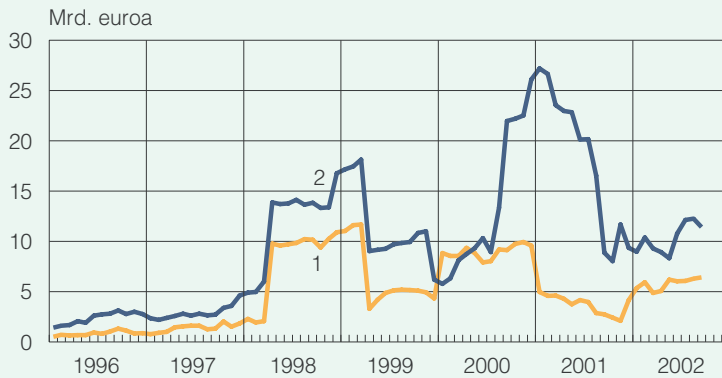
50. Ulkomaalaisten arvopaperisijoitukset suomalaisiin osakkeisiin



1. Nettomyynnit
2. Myynnit ulkomaille
3. Takaisinostot ulkomailta

Lähde: Suomen Pankki.

51. Suorat sijoitukset

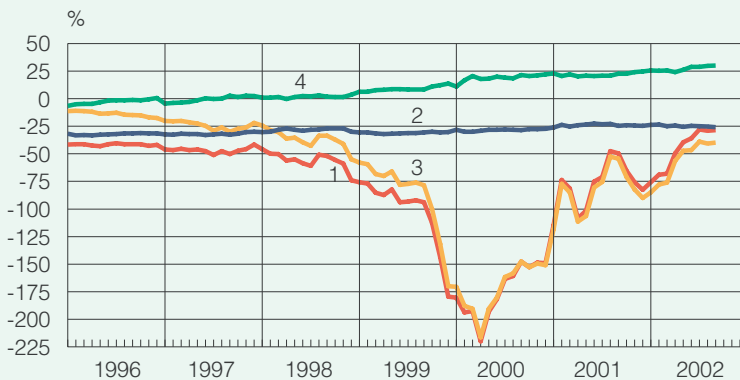


12 kk:n liukuva summa

1. Suomeen
2. Suomesta

Lähde: Suomen Pankki.

52. Suomen ulkomainen nettovarallisuus

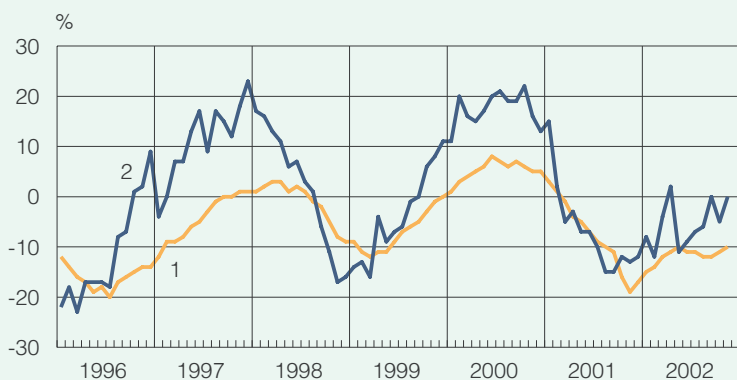


% BKT:stä

1. Nettovarallisuus
2. Valtion ulkomainen nettovarallisuus
3. Pörssiosakkeet
4. Muut erät (pl. valuuttavaranto)

Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

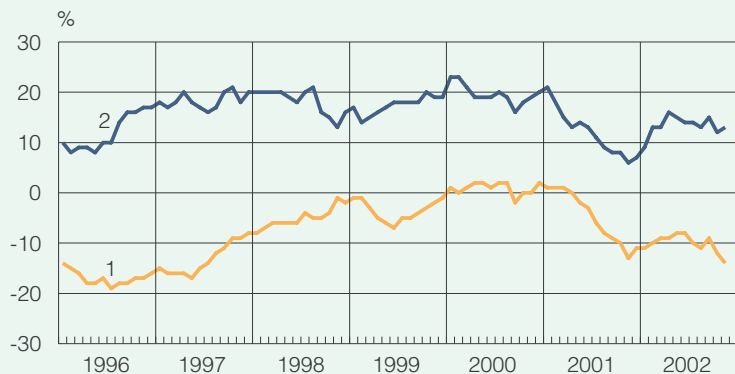
53. Teollisuuden luottamusindikaattori



1. Euroalue
2. Suomi

Lähde:
Euroopan komissio.

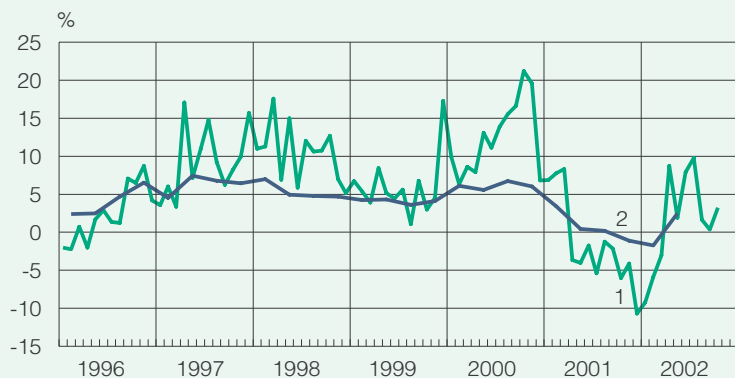
54. Kuluttajien luottamusindikaattori



1. Euroalue
2. Suomi

Lähde:
Euroopan komissio.

55. Suomen BKT ja teollisuustuotanto

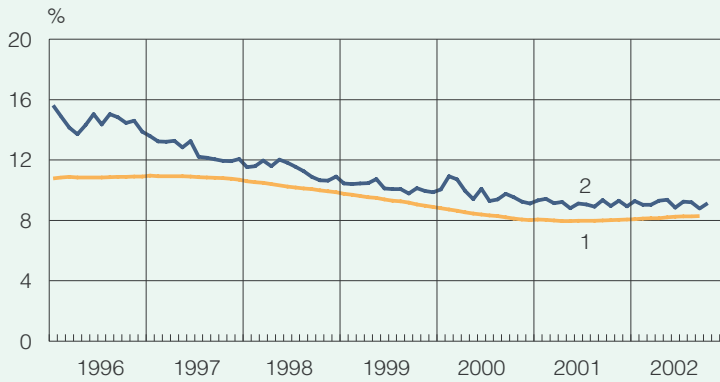


Prosenttimuutos
edellisvuotisesta

1. Teollisuustuotanto
2. Bruttokansantuote

Lähde: Tilastokeskus.

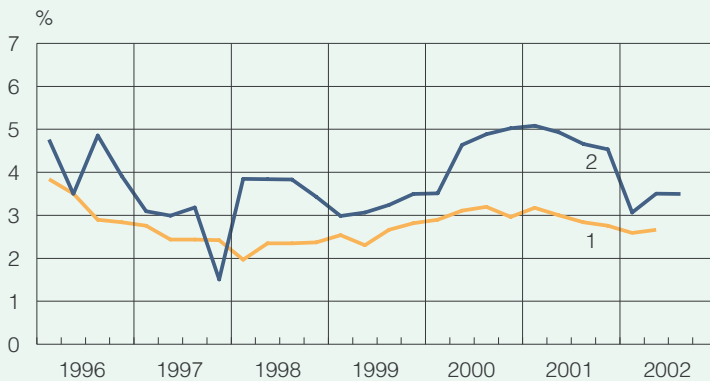
56. Työttömyysaste



- 1. Euroalue
- 2. Suomi

Lähteet:
Eurostat, Tilastokeskus
ja Suomen Pankki.

57. Teollisuuden ansiotaso

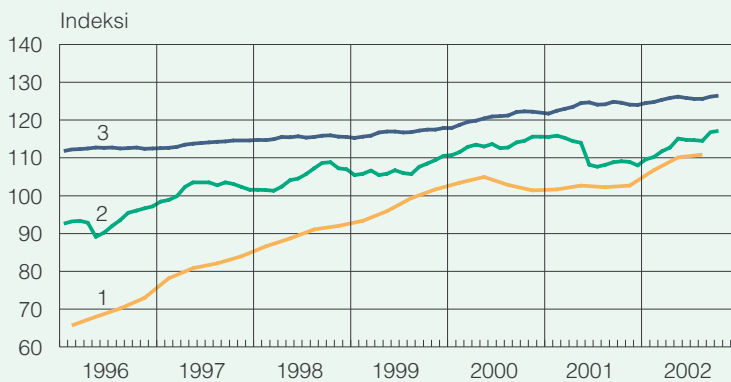


Prosenttimuutos
edellisvuotisesta

- 1. Euroalue
- 2. Suomi

Lähteet:
Eurostat ja Tilastokeskus.

58. Suomen varallisuushintoja



Tammikuu 1990 = 100

- 1. Vanhojen kaksioiden velaton neliöhinta
- 2. Kantohinnat
- 3. Kuluttajahinnat

Lähteet:
Metsäntutkimuslaitos,
Tilastokeskus ja
Tullihallitus.

Euro & talous -lehden artikkelit vuonna 2002

1 • 2002

Suomen Pankin kokonaistaloudellinen ennuste 2002–2004

Anne Brunila – Helvi Kinnunen

Menokehyykset ja finanssipolitiikan kurinalaisuus euromaissa

Paavo Peisa

Rahoitusmarkkinat EU-maiden talouspoliittisen yhteistyön keskipisteessä

Ahti Huomo

Kriisimaiden julkisten velkojen uudelleenjärjestelyt

David G. Mayes

Sosiaalinen syrjäytyminen – haaste talouspolitiikalle

2 • 2002

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Rahoitusjärjestelmän vakaus

Jouko Vilmunen

Rahapolitiikan vaikutuksia tutkitaan

Kari Korhonen

Euroopan osakepörssien kehitysnäkymät

3 • 2002

Suomen Pankin kokonaistaloudellinen ennuste 2002–2004

Helvi Kinnunen

Heikko työllisyyskehitys horjuttaa julkista taloutta

Ilmo Pyyhtiä

Työllisyyden kehitykseen vaikuttavista tekijöistä

Katja Taipalus

Arvopaperistaminen ja sen soveltaminen Suomessa

Kari Takala

Euron käyttöönotto Suomessa

4 • 2002

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Rahoitusjärjestelmän vakaus

Tapio Korhonen

Euroalueen rahoitustasapainon kehityspiirteitä

Karlo Kauko

Uusi lainsäädäntö monipuolistaa rahoituspalveluja

Suomen Pankin organisaatio

10.9.2002

Pankkivaltuusto

Ilkka Kanerva, puheenjohtaja, Virpa Puisto, varapuheenjohtaja,
Olavi Ala-Nissilä, Ben Zyskowitz, Antero Kekkonen, Anneli Jätteenmäki,
Martti Tiuri, Kari Uotila, Mauri Pekkarinen

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

Johtokunta

Matti Vanhala
johtokunnan
puheenjohtaja

Matti Louekoski
johtokunnan
varapuheenjohtaja

Sinikka Salo
johtokunnan jäsen

Pentti Hakkarainen
johtokunnan jäsen

Johtokunnan sihteeri Heikki T. Hämäläinen

Osastot ja yksiköt

Antti Suvanto
Kansantalous

Heikki Koskenkylä
Rahoitusmarkkinat
Harry Leinonen*

Juha Tarkka
Rahatalouden tutkimus
David Mayes*

Pentti Pikkarainen
Markkinaoperaatiot

Antti Juusela
Tiedotus

Urpo Levo
Rahahuolto

Martti Lehtonen
Tilastointi

Mauri Lehtinen
Maksuliike

Kjell Peter Söderlund
Kansainvälinen
sihteeristö
Olli-Pekka Lehmuksaari*

Aura Laento
Henkilöstö
Anton Mäkelä*

Terhi Kivilahti
Kehittäminen ja
budjetointi

Armi Westin
Tietojenkäsittely

Taina Kivelä
Sisäinen tarkastus

Arno Lindgren
Lakiasiat

Antero Arimo
Julkaisu- ja kielipalvelut

Esa Ojanen
Hallinto

Heikki T. Hämäläinen
Johdon sihteeristö

Veli-Matti Lumiala
Turvallisuus

Pekka Sutela
Siirtymätalouksien
tutkimuslaitos

*johtokunnan neuvonantaja

Haarakonttorit: Kuopio, Oulu, Tampere ja Turku.

Suomen Pankin yhteydessä toimii Rahoitustarkastus, jonka johtaja on **Kaarlo Jännäri**.

SUOMEN PANKKI
PL 160
00101 HELSINKI

Puhelin: (09) 1831
Faksi: (09) 174 872
Sähköposti: publications@bof.fi

Euro & talous -lehden tilaus tai jakelun muutosilmoitus

Vanhat yhteystiedot

Yritys

.....

Nimi

Osoite

.....

Uudet yhteystiedot

Yritys

.....

Nimi

Osoite

.....

Uusi tilaus

Peruutus

Kpl

