

## Sisällys

Inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne 3

**Anne Brunila ja Antti Suvanto**  
Omaisuuksien ja rahapolitiikka 9

**Heikki Koskenkylä**  
Suomen pankkisektorin nykytila ja lähivuosien kehitysnäkymät 15

**Paavo Peisa ja Maritta Vehmas**  
Laki Suomen Pankista EMU-kuntoon 20

**Pekka Sutela**  
Idäntalouksista siirtymätalouksiin 24

Valuuttojen muuntokurssien kiinnittäminen EMUn kolmanteen vaiheeseen siirryttäessä 30

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita koskevia toimenpiteitä 32

Rahapolitiikan välineet 33

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja 37

Kuviot K I

Suomen Pankin organisaatio

6. vuosikerta/6:e årgången

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

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

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

**Toimitusneuvosto  
Redaktionsråd**

Antti Suvanto,  
puheenjohtaja/ordförande  
Antti Juusela  
Heikki Koskenkylä  
Pentti Pikkarainen  
Kari Puumanen  
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:  
x.400: s=publications;  
a=mailnet;  
p=bofnet; c=fi  
Internet: [publications@bof.fi](mailto:publications@bof.fi)

**Painopaikka/Tryckeri**  
Oy Trio-Offset Ab, 1998

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

**ISSN 1236-4231**

EU-maiden hallitusten ja valtioiden päämiehet vahvistivat vappuna odotetusti, että Suomi ja kymmenen muuta EU-maata siirtyy talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen ensi vuoden alusta.

Kesäkuun alussa perustetun Euroopan keskuspankkijärjestelmän ensisijaiseksi tehtäväksi on säädetty hintavakauden edistäminen. Suomessa tämä tavoite on viime vuosien aikana toteutunut, joten siinä mielessä sopeutumisen euroon tulisi olla vaivatonta. Useita vuosia jatkuneen nopean kasvun seurauksena Suomen kansantalous on kuitenkin lähestymässä tuotantomahdollisuuksiensa rajoja. Aikaisemmin vastaavissa tilanteissa inflaatio on yleensä kiihtynyt. Tällainen riski on edelleen olemassa. Hintojen ja palkkojen nousun nopeutuminen näissä olosuhteissa merkitsisi huonoa alkua Suomen jäsenyydelle rahaliitossa.

Suomen korot ovat tulevien euromaiden alimpia. Rahapolitiikkaa voidaan pitää varsin kevyenä, varsinkin kun otetaan huomioon, että kansantalouden kasvu on EU-maiden nopeimpia. Rahaliittoon liittyvien maiden rahamarkkinakorot yhtenäistyvät vuoden loppuun mennessä. Vuoden lopun korkotasoin tulisi riippua koko euroalueen parin seuraavan vuoden inflaationäkymistä. Tällä hetkellä markkinat odottavat korkojen nousevan ydinmaissa ja laskevan niissä maissa, joissa ne nyt ovat keskimääräistä korkeammat. Suomi kuuluu maihin, joiden lyhytaikaisten korkojen odotetaan nousevan.

*Euroopan talouskehitystä leimaa optimismi. Taloudellinen kasvu on lievästi voimistumassa, ja inflaatio on hidastunut useissa talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen mukaan tulevissa maissa. Suomessa inflaation kiihtymisen vaara on kuitenkin edelleen olemassa talouden pitkään jatkuneen nopean kasvun vuoksi.*

*Rahapolitiikka säilyy kansallisena enää tämän vuoden loppuun saakka. Rahamarkkinakorot yhtenäistyvät rahaliittoon liittyvissä maissa tasolle, johon vaikuttavat koko euroalueen inflaationäkymät.*

Valtiontalouden rahoitusasema on nopean kasvun siivittämänä merkittävästi kohenunut. On tärkeätä, että sama suunta säilyy ensi vuoden budjetin jälkeinkin myös koko seuraavan hallituskauden ajan. Tärkeintä on estää julkisten menojen kasvu, jotta mahdollisimman pian päästäisiin kestävään tasapainoon ja jotta työvoiman verotusta voitaisiin asteittain keventää, mikä on työllisyyden kannalta erittäin suotavaa.

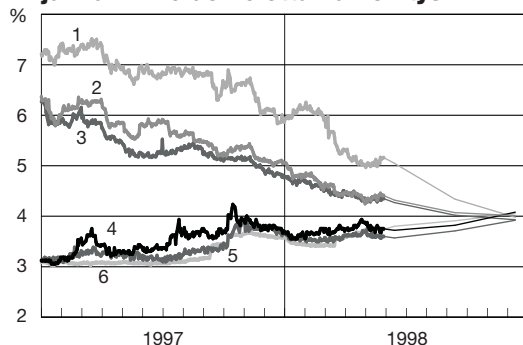
## **Kansallinen rahapolitiikka tulevissa euromaissa jatkuu vuoden loppuun saakka**

Ensi vuoden alussa yhteiseen rahaan siirtyvien maiden rahapolitiikka jatkuu kansallisena vuoden loppuun saakka. Tämä merkitsee, että ohjauksoroissa voi esiintyä eroja. Erot voivat näkyä myös markkinakurssien poikkeamina keskuskurseistaan.

Euron muuntokurssien määrittämisessä noudatetaan kahdenvälisiä keskuskurseja. Rahaliittoon kuuluvien jäsenvaltioiden keskuspankit tulevat varmistamaan, että vuoden lopussa markkinakurssit vastaavat ERM-keskuskurseja. Kurssit, joilla valuutat kiinnitetään euroon, sen sijaan selviävät vasta vuodenvaihteessa. Tämä johtuu siitä, että ecuun sisältyvät mm. Englannin punta ja Tanskan kruunu, jotka eivät tule ensi vaiheessa mukaan rahaliittoon. Vuodenvaihteessa euro asetetaan vastaamaan yhden suhteessa yhteen

**Kuvio 1.**

**Kolmen kuukauden korkojen toteutunut ja markkinoiden oletama kehitys**

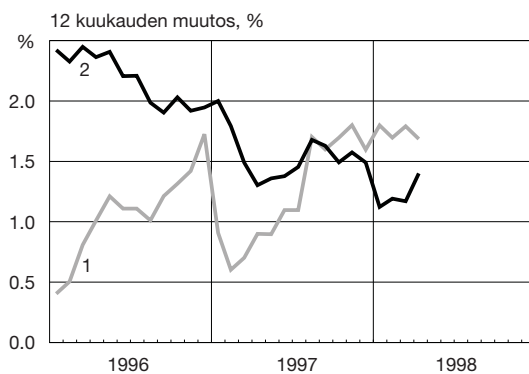


1. Italia
2. Portugali
3. Espanja
4. Belgia
5. Saksa
6. Suomi

Tilanne 1.6.1998. Markkinoiden oletama korkokehitys perustuu korkofutuuri- ja -termiinisolimuksiin.

**Kuvio 2.**

**Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi**



1. Suomi
2. Euromaat, painotettu BKT-osuuksilla

**Taulukko 1. Inflaatio Euroopassa huhtikuussa 1998 yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin mukaan**

Alankomaat	2.5	Saksa	1.0
Belgia	1.3	Suomi	1.7
Espanja	1.9	EU II	1.4
Irlanti	2.0	Iso-Britannia	2.0
Italia	2.2	Kreikka	5.1
Itävalta	1.2	Ruotsi	1.4
Luxemburg	1.1	Tanska	1.6
Portugali	2.2	EU I5	1.6
Ranska	1.0		

sitä virallisen ecun ulkoista arvoa, joka sillä on vuoden viimeisenä päivänä noteeratuista valuuttakursseista laskettuna.

Vappuviikonlopun ennakoilmoitus valuuttakurssien sitomisesta keskuskurssiin merkitsee, että ERM-keskuskurssia ei enää muuteta. Pieniä päivittäisiä poikkeamia kuitenkin esiintyy.

Vappuna tehdyt EMU-päätökset viitoittavat suurella määrällä tulevien euromaiden rahapolitiikan puitteet vuoden loppuun ulottuvan siirtymäkauden aikana. Euroopan keskuspankki perustettiin kesäkuun alussa. Sen neuvosto tulee olemaan keskeinen toimielin keskusteltaessa rahapolitiikan koordinoinnista välivaiheen aikana.

Markkinat odottavat EKP:n repokoron aloitustason olevan hieman alle 4 prosenttia. Ydinalueen korkojen nostotarve saattaa lisääntyä sitä mukaa kuin suhdannetilanne vahvistuu myös Saksassa ja Ranskassa. Nykyinen rahapolitiikan viritys on ollut ydinmaissa verrattain keveä ja kasvua tukeva jo pitkään (kuvio 1).

**Suomen ja euroalueen ytimen inflaatioero kasvamassa**

Suomi ottaa euron käyttöön oloissa, joissa inflaatio on kiihtynyt euron ydinmaiden inflaatiota nopeammaksi. Riskinä on, että tämä kuilu kasvaa. Kuluttajahintojen nousuvauhti Suomessa kiihtyi marraskuuhun asti, minkä jälkeen se vakiintui vajaaksi kahdeksi prosentiksi. Inflaation vakiintumiseen vaikutti Aasian kriisin aiheuttama tuontihintojen lasku. Tämä vaikutus on nyt jäämässä pois, jolloin taustalla oleva kotimainen kysyntäpaine voi uudelleen alkaa nopeuttaa inflaatiota. Samaan suuntaan vaikuttaa edelleen jatkunut varallisuushintojen nousu.

Toisin kuin Suomessa inflaatio on useissa muissa rahaliittoon mukaan tulevissa maissa viime kuukausien aikana hidastunut. Huhtikuussa euroalueen maiden inflaatio oli keskimäärin 1.4 %, ja Saksassa ja Ranskassa se oli prosentin (taulukko 1). Näihin maihin verrattuna Suomi on siten saavuttanut vajaan prosenttiyksikön etumatkan (kuvio 2). Näin ollen Suomen Pankin maaliskuussa tekemän huutokauppakoron noston taustalla olleet tekijät – talouden selvästi muiden rahaliiton maiden kasvua nopeampi kasvuvauhti ja syntynyt inflaatioero – ovat edelleen ajankohtaisia ja antavat aihetta seurata tilannetta tarkasti.

Euroalueen inflaation hidastuminen on ollut odotettua laajempaa. Kun vielä kaksi vuotta sitten inflaatioero vauhdikkaimman ja hitaimman euromaan välillä oli liki 5 prosenttiyksikköä, oli se tämän vuoden maaliskuussa enää yhden prosenttiyksikön (kuvio 3). Erilaisista suhdannetilanteista huolimatta inflaatioerojen väheneminen on ollut varsin nopeaa. Viime kuukausina EU-maiden inflaatio on edelleen lievästi hidastunut. Saksan tai Ranskan inflaation kiihtymisestä lähi-kuukausien aikana ei juuri ole merkkejä. Sen sijaan inflaation kiihtymisen riski on olemassa niissä maissa, joissa suhdannenousu on edennyt muita pitemmälle. Suomen lisäksi tähän ryhmään kuuluvat Espanja, Hollanti, Irlanti ja Portugali. Euroalueen ulkopuolelle jäävistä maista Tanska ja Iso-Britannia ovat samassa asemassa.

Toistaiseksi on epäselvää, miten suuria inflaatioeroja euroalueen maiden kesken voi syntyä. Suhdanneluonteisten poikkeamien tulisi olla tilapäisiä. Mikäli hintojen ja palkkojen asetanta johtaa johonkin muuhun tulokseen, se on merkki kilpailun puutteesta tai markkinoiden toimimattomuudesta. Pitkäaikaiset ja merkittävät inflaatioerot johtavat näin ollen varsin pian tuotannon ja työllisyyden menetyksiin. Pienet pitempiaikaiset inflaatioerot ovat mahdollisia, mikäli suljetun ja avoimen sektorin tuottavuuden kasvutrendeissä on merkittäviä eroja eri maiden välillä.

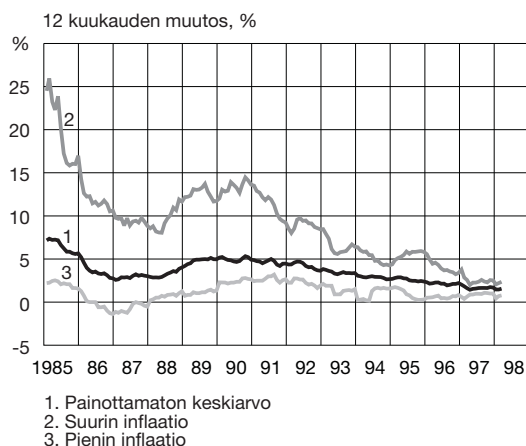
Mikäli ylihinnittelusta seuraavat asiakkaiden ja työpaikkojen menetykset tiedostetaan etukäteen, talous- ja rahaliiton tulisi vakauttaa hinta- ja palkkakehitystä. Edellytyksenä on, että inflaatio-odotukset ovat pysyvästi maltillisia.

### Raha-aggregaattien ja luottojen kasvu maltillista

Vahvasta talouskasvusta huolimatta raha-aggregaattien ja luottojen kasvu on ollut maltillista. Suppean rahan määrän M1:n kasvuvauhti on asteittain hidastunut sitä mukaa kuin pankkitalletusten suuret siirtymät tilimuodosta toiseen ovat ohitse. Kaikkiaan varoja siirtyi M1:een vuoden 1996 aikana noin 25 mrd. markkaa ja vuoden 1997 aikana vielä noin 15 miljardia. Kotitalouksien käyttelytilien ohella yritysten käteistalletukset ovat kasvaneet ja ovat nykyisellään noin 50 mrd. markkaa. Viime kuukausien aikana suppean rahan määrän kasvu näyttää kuitenkin tasaantuneen varsin maltilliseen 4–5 prosenttiin. Raha-aggregateista M2 on kehittynyt vakaim-

**Kuvio 3.**

### Euromaiden kuluttajahintaindeksi



**Taulukko 2. Raha- ja luottoagregaatit 1998**

Raha-agregaatit	Tammi	Helmi	Maalis
12 kkn muutos, %			
M1	4.1	4.8	4.1
M2	2.7	2.7	2.2
M3	6.9	8.2	7.7
Luottoagregaatit ja -korot			
12 kkn muutos, %			
Markkaluottokanta	4.0	3.9	3.8
Kokonaisluottokanta	2.7	2.7	3.1
Markkaluottokanta, mrd. mk	276.2	278.1	278.3
Valuuttaluotot, mrd. mk	16.3	17.4	17.5
Kokonaisluotot, mrd. mk	292.5	295.5	295.8
Uusien luottojen keskikorko, %	4.80	4.84	4.83
Pankkien korkomarginaali, %	4.27	4.28	4.24

min. Sen kasvu on jo vuoden verran ollut 2–3 %. Laajimman raha-aggregaatin M3:n kasvuvauhti on ollut muiden aggregaattien kasvua nopeampaa, viime kuukausien aikana 7–8 % (taulukko 2).

#### Kuvio 4.

#### Kokonaistuotanto



Myös harmonisoitu laaja raha-aggregaatti M3H on kasvanut varsin ripeästi, ja sen kasvu on ollut jonkin verran rahaliittoon osallistuvien maiden vastaavaa keskimääräistä kasvua nopeampaa. Tämän aggregaatin vaihtelut ovat Suomessa olleet verrattain suuria sen vuoksi, että siihen luetaan yleisön ja valtion hallussa olevat pankkien sijoitustodistukset. Näiden vaihtelut ovat puolestaan olleet huomattavan suuria muun muassa valtion kassaliikkeiden vuoksi. Viime aikoina erityisesti yritysten hallussa olevat pankkien sijoitustodistukset ovat lisääntyneet selvästi.

Raha-aggregaatteihin liittyvät rakennemuutokset eivät vielä ole välttämättä ohi. Rahasto-sijoittaminen on selvässä kasvussa, mikä merkitsee varojen siirtymistä pois joko käyttelytileiltä tai määräaikaistalletuksista. Talletusten valtion takauksen rajaaminen 150 000 markkaan saattaa myös aiheuttaa muutoksia tallettajien käyttäytymiseen. Myös erääntyvien valtion tuotto-obligaatioiden uudelleensijoittaminen saattaa vaikuttaa raha-aggregaattien kehitykseen tavalla, jota ei voi etukäteen ennustaa.

Vaikka kotitalouksien ja yritysten luottamus talouskehitykseen on vahva, luottojen kysyntä on pysynyt varsin maltillisena. Pankkien markkantalainauskanta on lisääntynyt 4 prosentin vuo-

sivauhtia jo usean kuukauden ajan. Kasvu on edelleen selvästi kotitalousvetoista ja peräisin ennen muuta asuntolainojen kysynnän vilkastumisesta. Yritysluottojen kanta on vuodentakaiseen verrattuna edelleen supistunut.

Vuodenvaihteen molemmin puolin ajoittunut hiljainen kausi asuntoluottomarkkinoilla näyttää päättyneen maaliskuussa. Uusia asuntoluottoja nostettiin noin 3 mrd. markan edestä, kun aiempina kuukausina kuukausivauhti oli noin 2 miljardia. Lainojen leimaveron poistaminen lisää todennäköisesti uusien luottojen määrää, kun asiakkaat vaihtavat vanhoja lainoja uusiin.

Luottokorot ovat pysyneet matalina. Useat pankit ovat alkuvuoden ajan laskeneet primekorjojaan. Suomen Pankin maaliskuinen huutokauppakoron nosto ei näytä ainakaan toistaiseksi siirtyneen luottokorkoihin. Pankkien välinen kova kilpailu luottoasiakkaista pitäneekin korot matalina. Lisäksi pankkien likviditeettitilanne on tällä hetkellä erittäin kevyt. Talletuksiin perustuva varainhankinta on erittäin edullista pankeille. Talletusten keskimääräinen korko on 1.4 %.

#### Euroalueen talous vahvistuu Aasian kriisistä huolimatta

Aasian talousvaikeuksista huolimatta tulevan euroalueen taloudellinen kasvu on tänä vuonna lievästi voimistumassa. Kotimaisen kysynnän elpyminen on nousemassa viennin ohella kasvua tukevaksi tekijäksi. Tähän viittaavat EU-maiden suhdanneodotusten vahvistuminen, teollisuuden tilauskantojen koheneminen sekä joissakin maissa edelleen alenevat korot. Euro maiden kokonaistuotannon kasvun arvioidaan kiihtyvän kuluvana vuonna lähes 3 prosenttiin, kun erityisesti tuotannolliset investoinnit kasvavat reippaasti lähiaikoina (kuvio 4). Euroopan talouskehitystä leimaa yleinen optimismi. Myös Yhdysvaltain talouskasvu ja työllisyyskehitys ovat alkuvuonna jatkuneet aiemmin odotettua parempana.

Julkisen talouden rahoitusasema on kohentunut useimmissa EU-maissa melko ripeästi, vaikka talouskasvu Manner-Euroopassa on tähän asti ollut suhteellisen hidasta ja työttömyys on pysynyt tuntuvana. Vuodeksi 1998 ennustetaan kuitenkin vain melko vaatimatonta tilanteen paraneamista. Vuoden 1999 budjetit eivät ole tiedossa, mutta EU:n komission ja muiden kansainvälisten järjestöjen ennusteiden mukaan julkisen talouden alijäämä supistuu joissakin maissa edelleen

varsin hitaasti, vaikka taloudellinen kasvu voimistuu.

Aasian kriisin vuoksi EU-maihin kohdistuu kaksi erisuuntaista riskiä. Mikäli Aasian tilanne edelleen vaikeutuu, ennusteita joudutaan korjaamaan alaspäin niin Euroopassa kuin muuallakin. Toinen riski muodostuu siitä, että Aasian kriisin raaka-ainehintoja alentavat vaikutukset jäävät lyhytaikaisiksi. Silloin vaarana on se, että Euroon siirrytään sellaisella raha- ja finanssipolitiikan yhdistelmällä, joka myöhemmin osoittautuu liian löysäksi.

### **Suomen kasvunäkymät hyvät**

Suomen kokonaistuotannon kasvu on pysynyt alkuvuonna edelleen vahvana, lähes 6 prosentin vauhdissa. Poikkeuksellisen pitkä kasvuvaihe selittyi sillä, että viennin kasvun vähitellen hidastuessa kotimainen kysyntä on vihdoinkin laajamittaisesti piristynyt. Kasvua tukevat reaalkorkojen lasku, yksityisen sektorin velkaantumisen väheneminen sekä suotuisat odotukset.

Teollisuustuotannon kasvussakaan ei ole vähenemisen merkkejä. Koko teollisuuden tuotanto kasvoi maaliskuussa 9.5 % verrattuna edellisen vuoden maaliskuun tuotantoon. Tuotannon kasvu on edelleen nopeinta vientialoilla, mutta viennin suuntana on ollut enemmän Eurooppa ja Venäjä kuin Aasia.

Teollisuuden luottamusindikaattori on laskenut alkuvuoden ajan joulukuisesta huippulukemastaan, mikä on seurausta Kaakkois-Aasian kriisistä. Suhdannenäkymien paranemista odottaa enää vain viidennes teollisuudesta ja rakennusala. Toimialoitain suhdannenäkymät ovat pysyneet parhaimpina kotimarkkinasektoriin suuntautuvilla yrityksillä. Tällaisia ovat rakennus- ja rakennusaineteollisuuden sekä graafisen alan yritykset. Sen sijaan vientikysyntä heikentyi edelleen maaliskuussa. Vientitilaukanta on kuitenkin vielä selvästi tavanomaista suurempi.

Kuluttajien luottamus maan talouden kehitykseen on lisääntynyt. Lisäksi joka neljäs kuluttaja katsoi oman taloutensa parantuneen ja yhtä moni uskoi sen edelleen paranevan. Yksityisen kulutuksen kasvuvauhti kiihtyi loppuvuodesta, ja koko vuoden kasvu oli 3 %. Luottamus vakaa-seen talouskehitykseen lisää kulutuskysyntää tänä vuonna. Vähittäiskauppa on kasvanut kohtuullisen hyvin alkuvuonna. Lisäksi palvelujen kulutus on ollut voimakkaassa kasvussa jo usean vuoden

ajan, minkä odotetaan jatkuvan kotitalouksien positiivisten talousnäkökymien seurauksena.

Yksityisten investointien kasvuvauhti lisääntyi loppuvuotta kohden, ja investointien kasvun odotetaan tänä vuonna jatkuvan melko voimakkaana sekä rakentamisessa että teollisuuden kone- ja laitehankinnoissa. Vuonna 1997 nopeimmin kasvoivat asuntoinvestoinnit, mutta tänä vuonna asuntotuotannon kasvu on kuitenkin hidastumassa, vaikka kysyntää olisi ainakin uusille vuokra-asunnoille. Sen sijaan tuotannolliset rakennusinvestoinnit tulevat lisääntymään, koska uusia rakennuslupia on tämän vuoden alussa myönnetty melkein kolmanneksen enemmän kuin vuosi aiemmin.

Työllisten määrä on viime kuukausina lisääntynyt selvästi. Työllisyyden paraneminen on kuitenkin edelleen painottunut osa- ja määräaikaisiin töihin, sillä pysyvien kokopäiväisten työpaikkojen kasvu ylsi vajaaseen puoleen uusien työpaikkojen määrän kasvusta. Lisäksi siirtymien työvoiman ulkopuolelle on jatkunut, sillä työnhaussa turhautuneiden ja muiden piilotyöttömien määrä on kasvanut.

Työttömyysaste kohosi lievästi huhtikuussa. Tähän vaikutti työvoiman tarjonnan lisääntyminen, mikä suurimaksi osaksi johtuu koulunsa lopettaneiden nuorten tulosta työmarkkinoille. Tilastokeskuksen työvoimatutkimuksen mukaan kausivaihtelusta puhdistamaton työttömyysaste oli tällöin 14.3 % mutta kausivaihtelusta puhdistettu työttömyysaste laski hieman. Työttömiä työnhakijoita oli 359 000 eli 65 000 vähemmän kuin vuosi sitten.

### **Valtionalous tasapainottuu**

Valtionalouden odotettua ripeämmän tasapainottumisen vuoksi julkisen talouden rahoitusasema paranee nopeammin kuin viime syksynä arvioitiin. Näin on siitä huolimatta, että kuntien talous muuttui alijäämäiseksi vuonna 1997 ja sosiaaliturvarahastojen ylijäämä supistui edellisvuotisesta. Julkinen sektori muuttuu lievästi ylijäämäiseksi jo tänä vuonna. Ripeänä jatkuvan talouskasvun ja suhteellisen tiukkojen menokehysten takia julkisen talouden rahoitustilanne vahvistuu edelleen vuonna 1999. Myös julkisen sektorin ns. EMU-velkasuhde pienenee vastedes taiseksi, vaikka työeläkelaitosten sijoitukset valtion obligaatioihin vähenevät.

Valtionalouden rahoitusasema säilyy kuitenkin edelleen suhteellisen haavoittuvana. Talous-

---

kasvu saattaa nimittäin pitkällä aikavälillä muodostua hitaammaksi kuin menneisyydessä lähinnä väestön ikärakenteen muutoksen seurauksena. Tämänhetkistä maltillisempi talouskasvu ja hie- man nykyistä korkeampi valtion velasta maksettava keskimääräinen korko johtaisivat yhdessä siihen, että valtiontalous pysyisi alijäämäisenä myös tulevaisuudessa ja valtion velkaantuneisuus vähenisi hitaasti, ellei finanssipolitiikassa tehtäisi vastaavasti menojen leikkauksia. Pitkällä aikavälillä väestön ikääntymisen aiheuttama eläkemenojen kasvu tulee niin ikään rasittamaan julkista taloutta.

Lisäksi verotus on Suomessa tuntuvasti kireämpää kuin muissa EMU-maissa keskimäärin, joten paine verotuksen keventämiseen tulee jo lähivuosina olemaan huomattava. Syvenevä kansainvälinen integraatio aiheuttaa painetta alentaa ainakin hyödykeveroja. Työn verotus on puolestaan työllisyyden kannalta aivan liian kireää.

Kansallisen rahapolitiikan pelivara on tänä vuonna vähitellen katoamassa, ja vastuu tasapainoisen talouskehityksen turvaamisesta siirtyy finanssipolitiikalle ja työmarkkinoille. On erittäin tärkeää, että vuoden 1999 budjetti pidetään maaliskuun alussa julkistetuissa menokehyksissä. Ilman lisäsäästöjä tuloverotusta ei pitäisi keventää ensi vuodeksi jo sovittua enempää, koska tämä lisäisi talouden ylikuumenemisen riskiä merkittävästi ja voisi myös olla vaaraksi hintavakauden säilymiselle. Seuraavan hallituskauden aikana julkisen talouden menojen kasvua olisi hillittävä, jotta palkkatulojen verotusta olisi mahdollista asteittain keventää. Se olisi pitkällä aikavälillä työllisyyskehityksen kannalta erittäin suotavaa. ■

- Asiasanat: inflaatio, taloudellinen kehitys, rahapolitiikka

# Omaisuuksuhinnat ja rahapolitiikka

**Anne Brunila**  
toimistopäällikkö

**Antti Suvanto**  
osastopäällikkö

kansantalouden osasto  
20.4.1998

**O**maisuuksuhintojen, kuten osakkeiden, kiinteistöjen ja asuntojen hintojen vaihteluilla on rahapolitiikan kannalta merkitystä kolmesta eri syystä. Ensimmäkin omaisuuksuhintojen nopea nousu voi olla merkki inflaation ja inflaatio-odotusten kiihtymisestä yleisestikin. Toiseksi omaisuuksuhinnat vaikuttavat yksityisen sektorin varallisuuden arvoon. Kun omaisuuksuhinnat nostavat kotitalouksien varallisuuden nimellisarvoa, kulutuskysyntä kasvaa, mikä voi välillisesti kysyntäpaineiden kautta nostaa myös tavaroiden ja palvelusten hintoja. Kolmanneksi omaisuuksuhintojen nousu voi perustua katteettomiin tuotto-odotuksiin tai odotuksiin kasvavista myyntivoitoista. Kun hinnat aikanaan väistämättä romahtavat, edessä voi olla vakava rahoituskriisi.

Koska omaisuuksuhintojen merkitys inflaatio-prosessin kannalta vaihtelee tilanteen mukaan, omaisuuksuhinnoista ei voi johtaa mitään suoraa rahapolitiikan sääntöä. Kaikissa olosuhteissa omaisuuksuhintojen seuraaminen ja muutosten huolellinen analyysi on keskuspankin kannalta kuitenkin tärkeää. Eri maiden kokemukset viittaavat siihen, että suurimmat ongelmat rahapolitiikan ja yleensä talouspolitiikan kannalta syntyvät silloin, kun omaisuuksuhintojen nousuun liittyy luotonannon nopea kasvu ja yksityisen sektorin voimakas velkaantuminen. Samoin kokemus osoittaa, että omaisuuksuhintojen vaihtelut ovat olleet pienempiä niissä maissa, joissa inflaatio on ollut matala ja vakaa kuin korkean ja vaihtelevan inflaation maissa.

*Omaisuuksuhintojen seuraaminen ja niiden muutosten huolellinen analyysi on tärkeää keskuspankin kannalta, koska omaisuuksuhintojen nousu voi olla merkki inflaation ja inflaatio-odotusten kiihtymisestä. Paras suoja omaisuuksuhintojen epävakautta vastaan on keskuspankin sitoutuminen vakaan hintatason ylläpitämiseen. Tämä tehtävä on nyt koko euroalueella siirtymässä Euroopan keskuspankille.*

## Omaisuuksuhintojen erityispiirteet

Tavanomaisista tavaroista ja palveluista poiketen osakkeita, kiinteistöjä, asuntoja ja muuta varallisuutta hankitaan ja pidetään hallussa sen vuoksi, että ne tuovat omistajalleen tuottoja tänään ja tulevaisuudessa, ts. niiden hinnat määräytyvät markkinoilla tavallisesti tulevien odotettujen tuottojen nykyarvona. Tuotot voivat olla rahamääräisiä kassavirtoja, kuten korko-, osinko- ja vuokratuloja, tai laskennallisia tuottoja, kuten omistus-asunnon laskennallinen vuokratulo. Omaisuuksuhintojen muutosten seurauksena positiivisia tai negatiivisia tuottoja voi lyhyellä aikavälillä syntyä myös myyntivoitoina ja -tappioina. Pitkällä aikavälillä omaisuuksuhintojen hintojen muutokset ovat viime kädessä seurausta tuotto- ja riskiodotusten muutoksista.

Osakkeiden hintojen muutokset ovat yleensä suhteessa muiden omaisuuksuhintojen hintojen muutoksiin. Tämä johtuu siitä, että yritysten kannattavuutta ja siten tulevia osinkoja koskevat odotukset ja riskiarviot reagoivat herkästi uuteen informaatioon. Samasta syystä liikekiinteistöjen hinnat tyypillisesti vaihtelevat enemmän kuin asuntojen hinnat. Omaisuuksuhintojen markkinahinnoissa ja niiden vaihteluissa näkyvät myös kaikki ne julkisen vallan toimenpiteet, joilla on vaikutusta varallisuuden tuottoon. Siten esimerkiksi pääomaverotuksen lieventämisellä on omaisuuksuhintoja nostava vaikutus, koska omaisuuksuhintojen veronjälkeinen tuotto kasvaa. Vas-



taavasti omistusasumisen tukeminen verohelpoituksin nostaa asuntojen hintoja.

### **Pitäisikö rahapolitiikan reagoida omaisuushintojen muutoksiin?**

Esitettyyn kysymykseen on useimmiten vastattava kielteisesti. Rahapolitiikan tavoitteena ei ole omaisuushintojen kehityksen ohjaaminen vaan vakaan hintatason turvaaminen. Omaisuushinnat voivat kuitenkin ennakoida tulevaa inflaatiota. Siten keskuspankin tulee reagoida omaisuushintojen nousuun ainoastaan, mikäli se uhkaa inflaatiotavoitetta. Poikkeuksellisissa tilanteissa, joissa omaisuushintojen nopean ja voimakkaan nousun jatkuminen uhkaa vaarantaa rahoitusmarkkinoiden vakauden, voi myös olla perusteltua, että keskuspankki kiristää rahapolitiikkaa, vaikka yleisen inflaation kiihtymisen uhkaa ei olisikaan näköpiirissä.

Omaisuushintojen vaikutus inflaatio-odotuksiin ja tulevaan inflaatioon riippuu yhtäältä näiden hintojen muutosten taustalla olevista tekijöistä ja toisaalta omaisuushintojen vaikutuksista yritysten ja kotitalouksien käyttäytymiseen. Kun osakkeiden hintojen nousun taustalla on yritysten kannattavuuden pysyväisluonteinen tai pitkäaikainen paraneminen, verotuksen lieveneminen tai taloudenpitäjien sijoituskäyttäytymisen muuttuminen, osakkeiden hintojen nousu ei ole merkki inflaatiopaineiden syntyemisestä. Jos vastaavasti asuntojen hinnat nousevat omistusasumiseen kohdistuvan uuden veroedun vuoksi, tämänkään ei tarvitse välttämättä olla merkki inflaation kiihtymisestä.

Inflaation kiihtymisen riski sitä vastoin syntyy, jos omaisuushintojen nousun aikaansaama varallisuuden arvon nousu alentaa yksityisen sektorin säästämisastetta tai lisää velkaantumisluokkuutta, koska tavaroiden ja palveluiden kysyntä kasvaa nopeammin kuin se ilman tätä varallisuusvaikutusta olisi kasvanut. Lisäksi omaisuushintojen nousu vaikuttaa yleiseen inflaatiokehitykseen, jos odotukset inflaation kiihtymisestä sen seurauksena lisääntyvät ja vaikuttavat palkanmuodostukseen ja yritysten hinnoittelukäyttäytymiseen.

Tilanteissa, joissa omaisuushintojen nousu on inflaation kiihtymistä ennakoiva indikaattori, rahapolitiikka on yleensä ollut liian kevyttä ja inflaatioprosessi on jo ehtinyt käynnistyä. Näin on käynyt silloin, kun rahamarkkinoiden liiallinen

keveys on luonut ylilikvidin tilanteen ja/tai johtanut luottoekspansioon voimistumiseen. Kun liiallista likviditeettiä kanavoidaan asunto- ja kiinteistösjoihtuksiin, osakkeisiin ja muiden varallisuusesineiden hankintaan, ennen pitkää myös tavaroiden ja palvelujen kysyntä kasvaa ja hintojen nousu leviää koko talouteen. Rahamarkkinoiden liiallinen keveys voi siten olla syy sekä omaisuushintojen jyrkkään nousuun että yleisen hintatason nousuun. Omaisuushinnoissa vaikutus vain näkyy aikaisemmin ja selvempänä.

### **Kokemuksia 1970- ja 1980-luvulta**

Omaisuushintojen jyrkkä nousu, joka koettiin 1980-luvun jälkipuoliskolla ei sinänsä ollut uusi ilmiö. Edellinen samankaltainen periodi koettiin 1970-luvun alkupuolella. Kumpanakin vuosikymmenenä omaisuushinnat nousivat samanaikaisesti useissa maissa, joten kysymyksessä oli kansainvälinen ilmiö. Merkille pantavaa on myös, että omaisuushintojen vaihtelut olivat 1980-luvulla suurimpia samoissa maissa, joissa suurimmat ylilyönnit olivat tapahtuneet 1970-luvullakin. 1980-luvulla omaisuushintojen nousu ulottui kuitenkin paljon pidemmälle ajanjaksolle ja oli paljon jyrkempi kuin 1970-luvulla.<sup>1</sup>

Tärkein ero 1970-luvun ja 1980-luvun välillä oli se, että 1970-luvulla omaisuushintojen nousua seurannut lasku ei johtanut vakavaan rahoituskriisiin kuten 1980-luvulla useissa maissa. Sopeutuminen osakkeiden ja asuntojen hintojen ylilyöntiin oli 1980-luvulla huomattavasti kivuliaampi, koska se tapahtui nimellisten hintojen romahduksen kautta, kun taas 1970-luvulla yleinen inflaation kiihtyminen alensi reaalisia omaisuushintoja.

Rahoitusmarkkinoiden vapautuminen 1980-luvulla on varmasti yksi keskeisimmistä tekijöistä, jotka selittävät eroja 1970- ja 1980-luvun kokemuksissa. 1970-luvulla omaisuushintojen nousuun vaikutti erityisesti reaalkorko, joka oli alhainen suhteessa eri omaisuusesineiden odotettuun tuottoon. 1980-luvulla puolestaan rahoitusmarkkinoiden vapautumisen myötä parantunut

<sup>1</sup> Kattava selvitys omaisuushintojen vaihtelusta eri maissa, ks. Borio, C. E. V. – Kennedy, N. – Prowse, S. D., *Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries*. BIS Economic Papers, No. 40, April 1994. Ks. myös Schinasi, G. J. – Hargraves, M., "Boom and Bust" in *Asset Markets in the 1980s: Causes and Consequences*. IMF Staff Studies for the World Economic Outlook, December 1993.

luotonsaanti johti voimakkaaseen luottoekspansoon, joka ruokki omaisuushintojen liiallista nousua siitä huolimatta, että reaalikorko oli merkittävästi korkeampi kuin 1970-luvulla. Eroon vaikutti myös se, että 1980-luvulla omaisuushintojen nousua oli edeltänyt pitkä tasaisen taloudellisen kasvun vaihe, joka ylläpiti erittäin positiivisia odotuksia talouden kehityksestä.

Luottokanavan merkitys oli erityisen suuri Pohjoismaissa (lukuun ottamatta Tanskaa), Isossa-Britanniassa, Japanissa ja Australiassa (kuvio). Näin jälkikäteen on helppo osoittaa, että voimakas luottoekspanso oli merkki siitä, että luoton reaalin kustannus kiinteistöjen ja osakkeiden hankkimiseksi oli näissä maissa liian pitkään liian alhainen. Erityisesti niissä maissa, joissa rahoitusmarkkinoiden liberalisointi toteutettiin, rahapolitiikka oli liian keveää. Omaisuushintojen nousun olisi siten pitänyt soittaa hälytyskelloja paljon aikaisemmin kuin tapahtui.

Mistä sitten johtuu, että rahapolitiikkaa ei kiristetty tarpeeksi ajoissa, jotta omaisuushintakupla olisi voitu välttää? Syitä on monia, mutta ehkä tärkein liittyy jälleen kerran rahoitusmarkkinoiden vapautumiseen. Rahoitusmarkkinoiden ja pääomanliikkeiden vapautuminen yhdessä rahoitustoiminnan kansainvälistymisen kanssa muutti niitä mekanismeja, joiden kautta rahapolitiikka vaikuttaa inflaatioon. Muuttuneissa olosuhteissa oli erittäin vaikeaa luotettavasti arvioida rahapolitiikan tosiasiallista kireyttä ja politiikan vaikutuksia. Lisäksi rahapolitiikan mahdollisuudet kontrolloida yleisön hallussa olevan rahan määrää ja pankkien luottokannan kasvua olivat sääntelyn purkamisen seurauksena vähentyneet. Erityisen selvää tämä oli Pohjoismaissa, joissa rahapolitiikka oli sidottu kiinteän valuuttakurssin sääntöön.

Monissa maissa omaisuushintojen nousua selitettiinkin pitkään rakenteellisilla tekijöillä, kuten verouudistuksilla, demografisilla muutoksilla ja kansainvälisten sijoitusvirtojen enemmän tai vähemmän pysyvillä muutoksilla. Tällaiset muutokset voivat nostaa omaisuusesineiden suhteellisia hintoja ilman, että kysymyksessä olisi rahamarkkinoiden liiallisen keveyden aikaansaama ilmiö.

Rahapolitiikan kiristäminen 1980-luvulla viivästyi useissa maissa myös siitä syystä, että tavanomaiset inflaatiomittarit ja -indikaattorit eivät hälyttäneet liian kevyen rahapolitiikan vaiku-

tuksista, jotka lopulta johtivat kestävämpään omaisuushintojen nousuun. Merkille pantavaa on, että omaisuushintojen noususta huolimatta yleinen hintataso nousuvauhti kiihtyi 1980-luvulla vain hyvin hitaasti.

Miksi rahamarkkinoiden liiallinen keveys ja omaisuushintojen nousu eivät johtaneet yleisen inflaation kiihtymiseen aikaisemmin ja voimakkaammin? Yksi vastaus tähän kysymykseen on se, että ylimääräinen likviditeetti kanavoitui suurelta osalta suurten institutionaalisten sijoittajien, suuryritysten ja hyvätuloisten kotitalouksien haltuun. Kun omaisuushintojen nousu pitkään jatkuneen hyvän talouskehityksen ansiosta oli jo alkanut ja kun rahapolitiikan kiristämistä ei odotettu, ei ole yllättävää, että näiden ryhmien likviditeetti purkautui sijoitusmarkkinoille. Vahvat tulo-odotukset, helpottunut luotonsaanti ja odotukset kasvavista pääomavoitoista toivat markkinoille lyhyessä ajassa uutta kysyntää, mikä näkyi erityisesti osakkeiden ja asuntojen hintojen jyrkänä nousuna.

Varsinkin Pohjoismaissa omaisuushinnat reagoivat yritysten voittojen kasvuun ja kannattavuuden paranemiseen 1980-luvun nousukauden yhteydessä.<sup>2</sup> Edellisenä vuosikymmenenä voittojen merkitys omaisuushintojen selittäjänä oli paljon pienempi. Lisäksi Suomessa ja monissa muissakin maissa asuntoluottojen korkojen vähennysoikeus pienensi luoton reaalista kustannusta ja lisäsi siten halukkuutta velalla rahoitettujen asuntosijoitusten tekemiseen. Monien käytäytymiseen lienee vaikuttanut myös edesmenneen säännöstellyn maailman kokemukseen perustunut odotus siitä, että yleinen inflaatio myöhemmin kiihtyy ja alentaa edelleen luoton reaalista kustannusta. Jälkikäteen, kun tapahtumien kulku tunnetaan, on helppo todeta, että rahapolitiikassa ei riittävästi osattu kiinnittää huomiota omaisuushintojen kehitykseen.

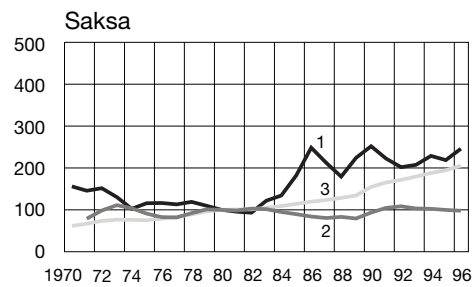
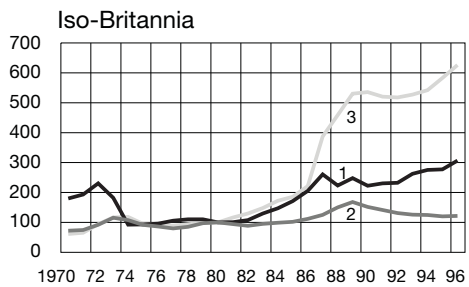
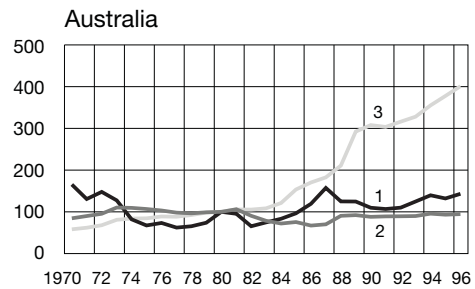
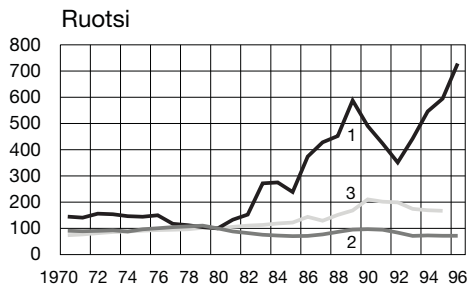
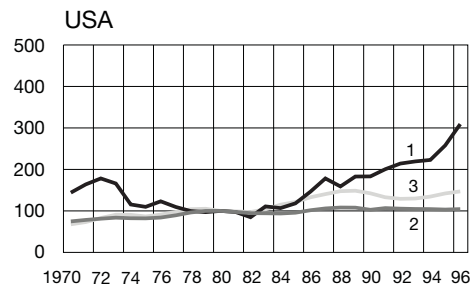
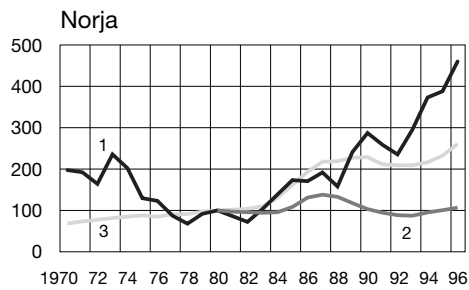
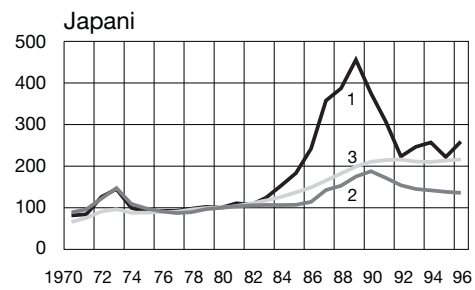
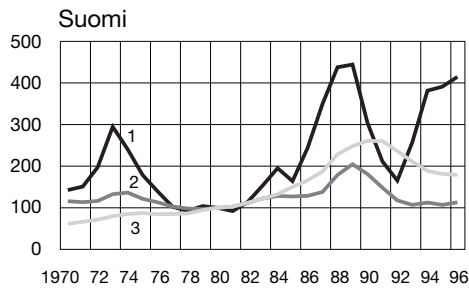
Myös tavara- ja palvelumarkkinoilla oli talouden kansainvälistymisen seurauksena tapahtunut merkittäviä rakenteellisia muutoksia ja kilpailu oli kiristynyt, mikä hidasti rahamarkkinoiden liiallisen keveyden siirtymistä nopeasti yleiseen hintatasoon. Samaan aikaan monissa Euroopan maissa kasvava työttömyys piti palkkojen kehityksen maltillisena. Kilpailukykyvaikutus-

<sup>2</sup> Borio, C. E. V. – Kennedy, N. – Prowse, S. D., Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries. BIS Economic Papers, No. 40, April 1994.

**Kuvio.**

**Osakekurssit, asuntojen hinnat ja yksityisen sektorin pankkiluotot reaalisina**

1980 = 100



- 1. Osakekurssit
- 2. Asuntojen hinnat
- 3. Yksityisen sektorin pankkiluotot

ten kautta tämä toi hintoja vakauttavan paineen myös muihin maihin.

Mikä näiden havaintojen perusteella jää rahapolitiikan rooliksi selitettäessä omaisuushintojen kehitystä? Kun rahapolitiikan keveydellä tarkoitetaan alhaisia reaalikorkoja, suuri osa 1970-luvun omaisuushintojen noususta voidaan selittää kevyellä rahapolitiikalla. 1980-luvun kehityksessä rahapolitiikan rooli oli vähäisempi, jos mittarina käytetään lyhyitä reaalikorkoja. Mitattaessa rahapolitiikan keveyttä yleisön likviditeetin ja pankkien luotonannon kehityksen perusteella korostuu rahapolitiikan rooli myös 1980-luvun kehityksessä: rahapolitiikka oli 1980-luvun jälkipuoliskolla kevyttä ainakin Pohjoismaissa, Japanissa ja Isossa-Britanniassa. Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa rahapolitiikan keveys oli suurelta osin seurausta siitä, että yritysten ja kotitalouksien luotonkysyntä oli säännöstelyn purkamisen seurauksena voimistunut. Kasvanut luotonkysyntä voitiin tyydyttää yksityisen sektorin innokkaan pääomantuonnin kautta, mikä lisäsi yleisön likviditeettiä, kun valuuttakurssi ei voinut vahvistua. Australiassa rahoitusmarkkinoiden vapautumisen vaikutukset luottoekspansioon ja omaisuushintoihin jäivät vähäisemmiksi kuin Pohjoismaissa, koska kelluvan kurssin oloissa rahapolitiikkaa voitiin kiristää.

Saksan kokemus antaa mielenkiintoisen vastaesimerkin. Omaisuushintojen vaihtelut jäivät siellä monien muiden maiden vaihteluihin verrattuna vähäisiksi niin 1970- kuin 1980-luvulla. Ilmeinen syy tähän on ollut yhtäältä rahapolitiikan kurinalaisuus ja yhteiskunnan laaja-alainen sitoutuminen matalan inflaation tavoitteeseen ja toisaalta Saksan rahamarkkinoiden kehittymättömyys.

### **Menneisyyden opetukset ja nykytilanne**

Menneestä kokemuksesta tiedämme, että omaisuushinnat ovat muita hintoja vaihtelevampia ja pysyvät sellaisina tulevaisuudessakin. Informaation käsittelyn ja välityksen nopeutuminen ja tehostuminen saavat aikaan sen, että hintamuutokset erityisesti osakemarkkinoilla tapahtuvat nopeasti. Näillä muutoksilla on tulevaisuudessa ennistä enemmän merkitystä, kun arvopaperistuminen ja pääomamarkkinoiden rooli rahoituksen välityksessä lisääntyvät.

Kokemuksesta tiedämme myös sen, että omaisuushinnat voivat nousta merkittävästi, il-

man että yleisen hintatason kehitystä kuvaavien hintaindeksien muutosvauhdissa ilmenisi suuria muutoksia. Suomen samoin kuin muiden OECD-maiden kehitys 1990-luvulla on toistaiseksi ollut tämänkaltaista. Omaisuushinnoista osakekurssit ja viime aikoina myös asuntojen hinnat ovat nousseet monissa maissa, mikä on nostanut esiin kysymyksen rahapolitiikan liiallisesta keveydestä, vaikka yleinen inflaatio on pysynyt matalana. Tätä keskustelua on käyty erityisesti Yhdysvalloissa.

Omaisuushintojen liiallinen nousu on ollut myös yksi Kaakkois-Aasian maiden kriisin taustatekijä. Kriisi muistuttaa monessa suhteessa vuosikymmenen alussa koettua tilannetta niin Suomessa, Ruotsissa kuin Norjassakin. Kaakkois-Aasiassa, kuten aiemmin Pohjoismaissa, omaisuushintojen nousua siivitti runsaan pääomantuonnin vauhdittama luottoekspansio. Rahamarkkinoiden liialliseen keveyteen perustunut omaisuushintakupla väistämättä kuitenkin särkyi, ja edessä on kivulias reaalin sopeutuminen.

Suomessa omaisuushinnat ovat jälleen olleet nopeassa nousussa jo usean vuoden ajan. Osaltaan nousu selittyy sillä, että osakekurssien ja asuntojen hintojen lähtötaso oli laman aikana pudonnut poikkeuksellisen alas. Osakekurssien samoin kuin asuntojen hintojenkin nousu voidaan pitkälti selittää talouden perustekijöillä, talouden hyvällä kehityksellä, vakauteen tähtäävällä talouspolitiikalla ja yritysten kannattavuuden paranemisella. Keskuspankissa omaisuushintojen nousu on kuitenkin herättänyt huolta, koska sen on arvioitu lisäävän varallisuusvaikutuksen kautta kysyntäpainetta ja lisäävän inflaatio-odotuksia muutenkin nopeasti kasvavassa taloudessa. Keskeinen ero viime vuosien ja 1980-luvun lopun kehityksessä on ollut se, että omaisuushintojen nousuun ei nyt ole liittynyt voimakasta luottoekspansion kiihtymistä.

### **Vakaa hintataso, paras suoja omaisuushintojen epävakautta vastaan**

Rahapolitiikan näkökulmasta omaisuushintoja on syytä seurata tarkasti, vaikka niiden nousu ei olisikaan suoraa seurausta rahamarkkinoiden liiallisesta keveydestä. On nimittäin aina syytä epäillä, että 1980-luvun tapaan likviditeetin keveneminen johtaa hyvin nopeasti omaisuushintojen nousuun ja vasta varsin hitaasti yleisen inflaation kiihtymiseen. Mikäli näin pääsee käy-

---

mään, rahapolitiikan reaktio on todennäköisesti myöhässä.

Eri omaisuuslajien hinnat vaihtelevat hyvin eritahtisesti. Nämä erot selittyvät useimmiten mikrotaloudellisilla tekijöillä, kuten eri kohteiden tuotto- ja riskiodotusten muutoksilla. Makrotaloudellisista ongelmista, kuten rahamarkkinoiden liiallisesta keveydestä, saattaa olla kysymys, mikäli useimpien omaisuuslajien hinnat kehittyvät samanaikaisesti samaan suuntaan. Makrotaloudellista seuranta varten on joissakin maissa konstruoitu aggregoituja omaisuushintaindeksijä, jotka ottavat huomioon yksittäisten omaisuushintaindeksien lisäksi yksityisen sektorin varallisuuden rakenteen. Kuvatessaan varallisuushintojen keskimääräistä kehitystä aggregoidut indeksit voivat antaa vakaamman kuvan omaisuushintojen kehitykseen liittyvistä inflaatiopaineista kuin yksittäiset omaisuushintaindeksit.

Kaikki omaisuushinnat eivät voi pysyvästi nousta yleistä hintatasoa nopeammin, mikäli hintamittareista on poistettu se komponentti, joka muodostuu omaisuusesineiden tuottovirrasta. Tämä merkitsee sitä, että liiallinen omaisuushintojen nousu korjautuu ennemmin tai myöhemmin. His-

toriallisesti katsottuna paras suoja omaisuushintojen epävakautta vastaan on ollut keskuspankin sitoutuminen vakaan hintatason ylläpitämiseen. Matalaan inflaatioon tähtäävä uskottava rahapolitiikka vakauttaa inflaatio-odotukset. Samalla se vaimentaa odotuksia pääomavoitoista, joiden hävittely on monasti saanut aikaan liiallista omaisuushintojen nousua.

Euroopan keskuspankin ensisijainen tehtävä on turvata vakaa hintataso euroalueella. Onnistuminen tässä tehtävässä vaimentaa myös omaisuushintojen vaihteluita ja sitä kautta vähentää rahoitusjärjestelmän epävakauden riskejä. Onnistunutkaan yleisen hintatason vakauden turvaaminen ei kuitenkaan poista omaisuushintojen vaihtelua. Hintojen vaihtelevuus kuuluu näiden markkinoiden luonteeseen, koska tuotto- ja riskiodotukset reagoivat nopeasti uuteen informaatioon ja ovat siten alttiita muutoksille. On kuitenkin odotettavissa, että omaisuushintojen vaihtelut ovat euron aikana enemmän omaisuuslaji- ja toimialakohtaisia kuin maakohtaisia. ■

- Asiasanat: omaisuushinnat, rahapolitiikka

# Suomen pankkisektorin nykytila ja lähivuosien kehitysnäkymät

**Heikki Koskenkylä**  
osastopäällikkö  
rahoitusmarkkinaosasto  
28.4.1998

**V**uosi 1997 oli Suomen pankeille toinen voitollinen vuosi 1990-luvun ensimmäisen puoliskon raskaan pankkikriisin jälkeen. Pankkien liikevoitto kasvoi selvästi ja oli 6.5 mrd. markkaa (taulukko 1). Keskimääräinen oman pääoman tuottoprosentti oli 17.7, mitä kansainvälisessä vertailussa voi pitää jo hyvänä. Hyvän talouskehityksen myötä koko luottokanta alkoi loppuvuodesta elpyä (kuvio 1). Korkomarginaalin kaventuminen pysähtyi, koska käyttelytilien korot laskevat selvästi ja luottojen korot pysyivät pitkälti ennallaan.

Pankkien BISin kriteerien mukainen vakavaraisuussuhde parani viime vuonna hieman positiivisen tuloskehityksen ansiosta (taulukko 1). On huomattava kuitenkin, että pankit lyhensivät vuonna 1992 luottolaman torjumiseksi myönnettyjä valtion pääomasijoituksia yhteensä noin 3.5 mrd. markalla. Vuodenvaihteessa pääomasijoituksia oli jäljellä 3.1 mrd. markkaa (Merita 1.7, OP-ryhmä 0.7, SKOP 0.6, säästöpankit 0.1 ja paikallisosuuspankit 0.006 mrd. markkaa). Jäljellä olevien pääomasijoitusten vaikutus pankkien vakavaraisuuteen on 0.9 prosenttiyksikköä. Talletuspankkien vakavaraisuus ensisijaisilla omilla varoilla laskien oli vuodenvaihteessa 7.6 % (ilman pääomatodistuksia 6.7 %).

*Pankkien kannattavuus parani edelleen vuonna 1997. Tämä oli seurausta luotto- ja takaustappioiden sekä kulujen pienenemisestä ja rahoituskatteen kasvusta. Markkaluottokanta kasvoi ensimmäisen kerran moneen vuoteen, ja korkomarginaalin pieneneminen pysähtyi. Jo toisena vuonna peräkkäin pankit realisoivat merkittävät myyntivoitot omistamistaan osakkeista. Vuotta 1997 sävyttivät useat merkittävät rakennemuutokset Suomen pankkisektorissa.*

## **Tulosten parantumisen syyt**

Liiketuloksen selvä parantuminen oli seurausta luotto- ja takaustappioiden sekä toimintakulujen vähenemisestä ja rahoituskatteen parantumisesta (taulukko 1). Muut tuotot pysyivät edellisvuotiseen tapaan suurina erityisesti osakkeiden myyntivoittojen vuoksi. Yleisön ja julkisyhteisöjen kokonaisluottokanta supistui vuositasolla vielä lievästi (-1.5 %), mutta markkaluottokanta kasvoi jonkin verran. Valuuttaluottojen kanta pieneni edelleen selvästi (noin 30 %).

Vuoden 1997 toisella puoliskolla markkaluottokannan kasvu elpyi jo noin 4 prosenttiin ja valuuttaluottokannan supistuminen näytti pysähtyneen. Luottokannan kasvua elvyttivät hyvä yleis-taloudellinen kehitys, matalat luottokorot sekä yleensä vakaa talouden ja rahoitusjärjestelmän kehitys, mikä loi tulevaisuudenoptimismia. Ennistä suurempi osa pankkiluotoista (yli 70 %) on sidottu lyhyisiin markkinakorkoihin joko suoraan tai välillisesti pankkien omien primekorkojen kautta.

Pankkien järjestämättömät saamiset vähenivät edelleen viime vuonna ja olivat vuodenvaihteessa 2.7 % saamisista yleisöltä ja julkisyhteisöltä. Luotto- ja takaustappiot pienenevät 0.8 prosenttiin näistä saamisista. Järjestämättömien saamisten ja luottotappioiden suhteelliset osuudet ovatkin jo kansainvälisesti hyvää tasoa. Pan-

**Taulukko 1. Talletuspankkien\* tulos- ja tasekehitys vuosina 1993–1997, mrd. markkaa**

	1993	1994	1995	1996	1997
Rahoituskate	13.0	13.7	12.4	11.0	11.7
Muut tuotot	9.7	8.6	8.2	10.2	10.2
Tuotot yhteensä	22.3	22.3	20.6	21.2	21.9
Toimintakulut	15.3	16.4	15.5	12.8	12.0
Eläkekassan ylikatteen palautus (+)				1.2	1.5
Poistot	1.9	1.5	1.7	2.1	2.5
Tulos ennen luottotappioita	5.5	4.4	3.4	7.5	8.9
Luotto- ja takaustappiot	14.7	11.2	6.2	3.7	2.4
Liiketulos	-9.2	-6.8	-2.8	3.8	6.5
Taseen loppusumma	726.8	667.8	616.6	578.2	608.4
Järjestämättömät saamiset, netto	35.9	25.4	19.6	12.3	8.3
- % saamisista yleisöltä ym.	8.7	7.2	6.3	4.0	2.7
Luottotappiot, % saamisista yleisöltä	3.6	3.2	2.0	1.2	0.8
Riskipainotetut saamiset ja vastuut	488.5	419.5	371.7	372.3	383.4
Vakavaraisuus, %	10.7	11.7	12.0	11.4	11.6
Oman pääoman tuotto, %	-25.9	-20.3	-9.6	11.8	17.7
Koko pääoman tuotto, %	-1.35	-1.01	-0.48	0.56	0.92

\* Vuosien 1996 ja 1997 luvut eivät ole täysin vertailukelpoisia aiempien vuosien lukuihin, koska vuosina 1996–1997 on käytetty osuuspankkien yhteenliittymän lukuja, aiempina vuosina OKOn ja osuuspankkien lukuja erikseen. Oman pääoman tuotto = liikevoitto / oma pääoma, koko pääoman tuotto = liikevoitto / tase.

Lähde: Rahoitustarkastus.

kit saivat viime vuonna kuten edelliselläkin huomattavia palautuksia aiemmin kirjatuista luottotappioista.

### **Pankkisektorin tehokkuus parantunut selvästi**

Toimintakulujen väheneminen jatkui jo neljättenä peräkkäisenä vuotena (taulukko 1). Kun tuotot samaan aikaan kasvoivat, pankkien tehokkuus parani selvästi (taulukko 2) ja lähestyi jo ruotsalaisten pankkien tasoa. Ruotsalaisten pankkien tehokkuus on ollut viime vuosina Euroopan kärkitasoa. Suomen pankkisektorin henkilöstön ja konttorien lukumäärät ovat supistuneet huomattavasti 1980-luvun loppupuolen huipusta: henkilöstön määrä lähes 50 % ja konttorit 45 % (kuvio 2). Missään muussa OECD-maassa ei ole tapahtunut näin suuria supistuksia. Vähentyminen on ollut tyyppillistä nimenomaan suurissa pankeissa, kun taas pienet pankit ovat lisänneet jonkin verran konttoreja ja henkilöstöä.

### **Rahoituskate kasvoi, ja korkomarginaalin kaventuminen pysähtyi**

Pankkien rahoituskate (korkotuotot miinus korkokulut) kasvoi vuonna 1997 jonkin verran (6.3 %). Luottokorot laskivat hieman, mutta käyttelytilien korot selvästi. Markkaluottokannan keskikorko aleni 5.86 prosentista 5.73 prosenttiin. Käyttelytilien keskikorko aleni 1.39 prosentista 0.99 prosenttiin. Kaikkien markkatalletusten keskikorko madaltui myös selvästi eli 1.73 prosentista 1.44 prosenttiin. Tämän korkokehityksen seurauksena pankkien korkomarginaali eli markkaluottojen ja -talletusten keskikorkojen erotus kasvoi 4.1:stä 4.3:een (kuviot 3 ja 4).

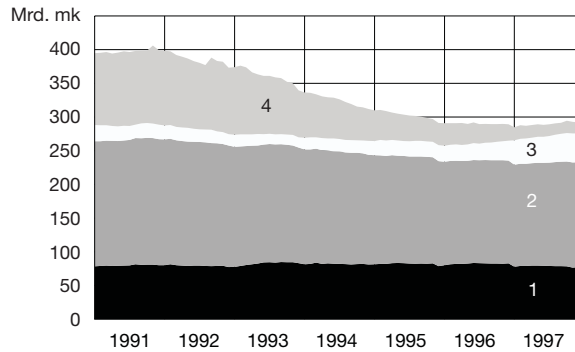
**Taulukko 2. Suomen ja Ruotsin pankkien tehokkuus\* vuosina 1993–1997**

	1993	1994	1995	1996	1997
Suomi	1.32	1.24	1.21	1.56	1.68
Ruotsi	2.09	2.06	2.10	1.93	1.74

\* Tehokkuus = (rahoituskate + muut tuotot) / toimintakulut (kulut + poistot).

**Kuvio 1.**

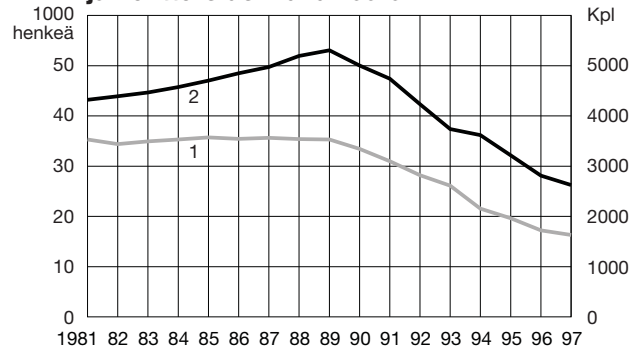
**Talletuspankkien luottokanta**



- 1. Yritysluotot
- 2. Kotitalousluotot
- 3. Muut markkaluotot
- 4. Valuuttaluotot

**Kuvio 2.**

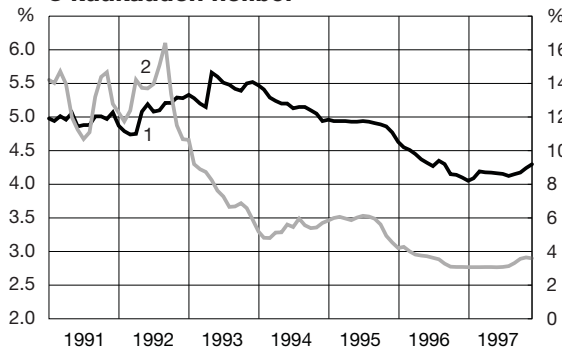
**Talletuspankkien (emopankit) henkilöstön ja konttoreiden lukumäärä**



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

**Kuvio 3.**

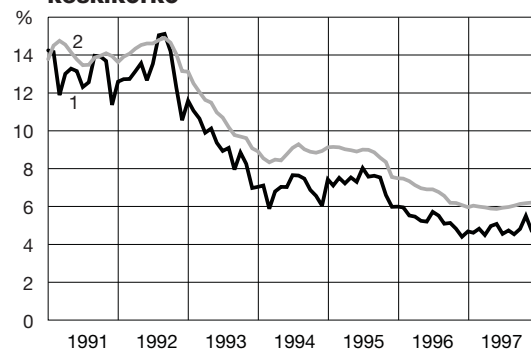
**Talletuspankkien korkomarginaali ja 3 kuukauden helibor**



- 1. Korkomarginaali (vasen asteikko)
- 2. Kolmen kuukauden helibor (oikea asteikko)

**Kuvio 4.**

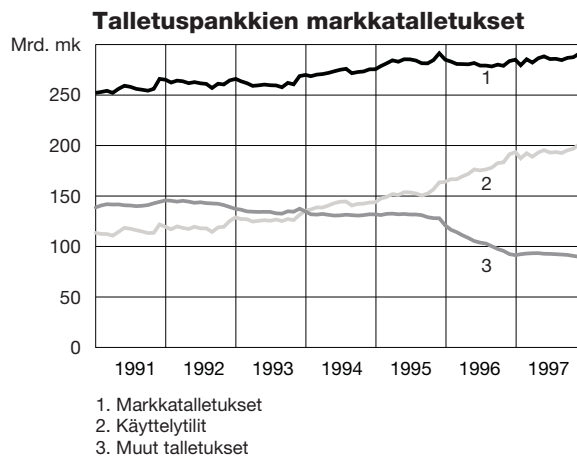
**Talletuspankkien uusien markkaluottojen keskikorko**



- 1. Yritykset
- 2. Kotitaloudet



**Kuvio 5.**



Rahoituskatetta paransivat myös markkaluottokannan elpyminen vuoden jälkipuoliskolla ja järjestämättömien saamisten supistuminen edelleen. Markkatalletukset kasvoivat lievästi (2,6 %), ja käyttelytilien viime vuosien voimakas kasvu näyttää pysähtyneen. Korkotasoltaan varsin alhaisilla käyttelytileillä on edelleen runsaasti talletuksia eli lähes 50 % kaikista talletuksista (kuvio 5). Yleisö ei ole Suomessa vielä siirtynyt suuressa määrin käyttämään muita sijoituskohteita (rahastot, eläkesäästäminen, osakkeet, JVK:t jne.) kuten useissa muissa maissa (mm. Ruotsi, Tanska, USA, yleensä EU-maat). Talletukset verottomille 2 prosentin tileille kasvoivat vuonna 1997 huomattavasti.

Pankkien muut tuotot (arvopaperikaupan kate, palkkiot ym.) kasvoivat huomattavasti jo vuonna 1996 ja pysyivät viime vuonna samalla tasolla (taulukko 1). Arvopaperikaupan kate vaihtelee vuosittain varsin paljon. Vuosina 1996 ja 1997 tämä kate on ollut poikkeuksellisen hyvä (2 mrd. markkaa vuonna 1997). Kate vaihtelee myös pankeittain varsin paljon. Pankkien osakekaupan voitot olivat huomattavan suuret, mutta obligaatiosalkkujen arvomuutoksien vuoksi voitot pienivät, koska pitkien korkojen lasku pysähtyi. Palkkiotuotot ovat muiden tuottojen vakain erä ja kehittyivät suotuisasti viime vuonna.

#### **Lähiajan näkymät suotuisat, jos myönteinen talouskehitys jatkuu**

Suomen talouden kasvunäkymät ovat edelleen hyvät ja vahvan talouskasvun ennustetaan jatkuvan tänä ja ensi vuonna. Tämä tukee pankkien

tuloskehitystä mm. luottokannan kasvun kautta. Markkinoilla odotetaan euron lyhytaikaisten korkojen alkavan tasolta, joka on hieman korkeampi kuin EMUn ydinmaiden ja Suomen tämänhetkinen korkotaso. Suomessa korkojen nousu parantaisi pankkien rahoituskatetta, koska luottokorot reagoivat korkotason muutoksiin yleensä herkemmin kuin talletuskorot. Korkomarginaali voi jopa kasvaa lievästi, vaikka toisaalta EMUn myötä kiristyvä kilpailu kaventaa marginaaleja.

Suotuisa talouskehitys merkitsee luottotapioiden vähenemistä edelleen ja luottoriskien pysymistä pieninä. Kiristyvä kilpailu pakottaa pankit kiinnittämään aiempaa enemmän huomiota riskien valvontaan ja hinnoitteluun.

Pankkien toimintakulut supistunevat edelleen, joskin viime vuosia hitaammin. EMUn kolmanteen vaiheeseen siirtyminen kasvattaa tilapäisesti kuluja<sup>1</sup>. Suomen pankkisektorin merkittävin rasite pankkikriisin ajoilta on edelleen suuren pysynyt kiinteistöomistuksen määrä (noin 7 % taseesta). Kiinteistöjen tuotto ei täysin vastaa markkinatuottoja, ja kiinteistöomaisuuden määrä on supistunut varsin hitaasti. Suotuisa talouden kehitys on välttämätöntä, jotta tämä omaisuusmassa pienenesi olennaisesti lähivuosina.

Kaiken kaikkiaan pankkien liikevoiton voidaan odottaa kasvavan vielä jonkin verran kahden seuraavan vuoden aikana, vaikka EMUn kolmannen vaiheen alkaminen 1.1.1999 merkitsee joidenkin tuottojen supistumista (mm. valuuttakaupan tuotot).

#### **Pankkisektorin rakennemuutokset merkittäviä, ja ulkomaisten pankkien asema vahvistuu**

Suomen pankkisektorissa päätettiin viime vuonna merkittävistä rakennemuutoksista. Rakennemuutoksia – yleensä fuusioita – onkin viime aikoina ollut huomattavan paljon Pohjoismaissa, Euroopassa ja Yhdysvalloissa. Pääosin ne ovat olleet pankkien välisiä fuusioita, mutta myös joidenkin pankkien ja vakuutusyritysten fuusioita on nähty (mm. Sveitsissä ja Ruotsissa).

Suurimmat Suomen pankkisektoria vuonna 1997 sävyttäneet rakennemuutokset olivat osuus-

<sup>1</sup> EMUn vaikutuksia Suomen pankkisektoriin on käsitelty laajemmin Markan & talouden numerossa 2/97.

**Taulukko 3. Ulkomaisten pankkien taseet Suomessa, mrd. markkaa**

	31.12.1996	31.12.1997
Tase yhteensä	41.0	48.6
Talletukset yhteensä	1.3	2.1
Luotot yleisölle, yhteensä	3.8	6.7

pankkien yhteenliittymän muodostaminen, MeritaNordbankenin perustaminen, Postipankin ja Suomen Vientiluoton yhdistyminen Leoniaksi sekä Mandatumin ja Interbankin fuusioituminen Mandatum Pankiksi.

Ulkomaiset pankit ovat viime vuosina lisänneet merkittävästi aktiivisuuttaan Suomessa. Vuodenvaihteessa niillä oli Suomessa jo 17 konttoria ja niiden yhteenlaskettu tase oli noin 8 % (49 mrd. markkaa) Suomen pankkisektorin taseesta.

Ulkomaisten pankkien taseet Suomessa koostuvat kuitenkin pääosin lyhytaikaisista eristä (rahamarkkina- ym. erät). Talletusten sekä yleisöluottojen määrät ovat vielä varsin pieniä (taulukko 3). Rahamarkkina- ja valuuttakaupassa ulkomaisten, lähinnä ruotsalaisten, pankkien markkinaosuus on ollut varsin suuri, arviolta 30–35 %.

Ulkomaisten pankkien kilpailu kohdistuu erityisesti raha- ja pääomamarkkinoihin sekä suuriin ja keskisuuriin yrityksiin. Suuret ja kansainväliset yritykset ovat kaikkein suurimman mielenkiinnon kohteena.

Ulkomaisten pankkien toiminta Suomessa voidaan ainakin toistaiseksi jakaa kahteen ryhmään niiden aktiivisuuden laajuuden perusteella. Toistaiseksi merkittävimmät suomalaisten pankkien kilpailijat ovat olleet ruotsalaiset Svenska Handelsbanken (SHB) ja Skandinaviska Enskilda Banken (SEB). Niiden osuus ulkomaisten pankkien taseista on noin 90 %. SHB on ainoa ulkomainen pankki, jonka toiminta kohdistuu myös vähittäispankkisektoriin eli kotitalouksiin ja PK-yrityksiin. Pankilla on jo 12 konttoria Suomessa, ja se on ilmoittanut perustavansa yhteensä yli 20 konttoria.

EMUn kolmannen vaiheen myötä Suomeen on odotettavissa uusia ulkomaisia pankkeja. Ne voivat tarjota rahoituspalveluja joko perustamalla konttoreita tai myymällä palveluja sijaintimaastaan ns. etäperiaatteella (remote access), johon jatkuvasti kehittyvä ja laajeneva Internetin käyttö antaa hyvät mahdollisuudet. Kilpailutilanne pankkimarkkinoilla muuttuu merkittävästi, koska yhteinen raha euro poistaa valuuttariskit EMU-maiden väliltä. Voidaankin odottaa, että ulkomaisten pankkien kilpailu Suomen rahoitusmarkkinoilla kasvaa lähivuosina olennaisesti. Tämä merkitsee rahoituspalvelujen tarjonnan monipuolistumista ja todennäköisesti myös niiden hintojen laskua. ■

- Asiasanat: pankkitoiminta, kannattavuus, tehokkuus, rakennemuutos

# Laki Suomen Pankista EMU-kuntoon

**Paavo Peisa**

ekonomisti

kansainvälinen sihteeristö

**Maritta Vehmas**

lakimies

lakiasiain yksikkö

17.4.1998

**S**uomen Pankkia koskevaa lainsäädäntöä on lyhyen ajan sisällä muutettu kahteen otteeseen. Tämän vuoden alussa voimaan tullut laki (719/1997) muutettiin 20.3.1998 eduskunnassa hyväksytyllä uudella lailla Suomen Pankista (214/1998). Samassa yhteydessä hyväksyttiin myös laki rahalain kumoamisesta (215/1998) ja metallirahalaki (216/1998). Uuden lain Suomen Pankin riippumattomuutta koskevat säännökset tulivat voimaan 1.5.1998, kun taas muut säännökset tulevat voimaan Suomen liittyessä euroalueeseen 1.1.1999. Lakien hyväksymisen jälkeen Suomen lainsäädäntö on sopusoinnussa Euroopan yhteisön perustamissopimuksen ja Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) perussäännön määräysten kanssa.

## **Osallistuminen talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen edellytti lainsäädännön muutoksia**

Euroopan yhteisön perustamissopimuksen 108 artiklan mukaan jokaisen jäsenvaltion on huolehdittava siitä, että sen kansallinen lainsäädäntö on sopusoinnussa perustamissopimuksen sekä Euroopan keskuspankkijärjestelmän perussäännön kanssa viimeistään sinä päivänä, jolloin EKPJ perustetaan. Perustamissopimus edellyttää, että kansallinen lainsäädäntö turvaa keskuspankin riippumattomuuden. Talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alkaessa toimivalta raha- ja va-

*Vuoden 1998 alussa voimaan tullut laki Suomen Pankista korvattiin maaliskuussa uudella lailla. Uudessa laissa määritellyt Suomen Pankin riippumattomuutta koskevat säännökset tulivat voimaan toukokuun alussa, ja muut säännökset astuvat voimaan Suomen liittyessä euroalueeseen ensi vuoden alussa. Suomen lainsäädäntö täyttää nyt kaikilta osin EMUn kolmannen vaiheen vaatimukset.*

luuttakurssipolitiikassa siirtyä yhteisen rahan käyttöön otta- vissa jäsenmaissa yhteisötasolle ja kansallisista keskuspankeista tulee osa Euroopan keskuspankkijärjestelmää. Toimivaltuuksien ja päätösvallan siirtyminen EKPJ:lle kuuluvien tehtävien osalta Euroopan keskuspankille (EKP) täytyy ottaa huomioon kansallisessa lainsäädännössä. Myös Suomen Pankin tavoitteita, tehtäviä ja toimivaltuuksia koskevien määräysten tulee siten olla sopusoinnussa vastaavien EKP:tä

ja EKPJ:tä koskevien määräysten kanssa. Lainsäädännön tulee varmistaa, että Suomen Pankki pystyy hoitamaan tehtävänsä EKPJ:n jäsenenä EKP:n päätösten mukaisesti.

Kaikki jäsenvaltiot ovat tätä kirjoitettaessa muuttaneet kansallisten keskuspankkiensa perussäännöt perustamissopimuksen ja EKPJ:n perussäännön mukaiseksi tai ainakin edenneet hyvin pitkälle niiden muuttamisessa. Tanskan lainsäädäntöä ei ole kuitenkaan muutettu, sillä siihen ei sisälly keskuspankin riippumattomuuteen liittyviä ristiriitaisuuksia, eivätkä muut lainsäädäntömuutokset ole tarpeen niin kauan kuin Tanska ei ota käyttöön yhteistä rahaa. Muista jäsenvaltioista poiketen Ison-Britannian ei tarvitse tehdä keskuspankkiaan itsenäiseksi, sillä se on ilmoittanut jäävänsä talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alkaessa sen ulkopuolelle. Iso-Britannia on siten perustamissopimuksen pöytäkirjan mukaisesti vapaa kaikista kolmatta vaihetta koske-

vista velvoitteista. Iso-Britannia valmisteleekin parhailaan uutta kansallisen keskuspankin perussääntöä, joka lisää keskuspankin toiminnallista itsenäisyyttä.

Tämän vuoden alussa voimaan tulleen Suomen Pankkia koskeneen lain valmistelussa painottuivat kansalliset lähtökohdat. Laki ei siten täyttänyt kaikkia kolmannen vaiheen vaatimuksia, joskin sen yhtenä tavoitteena oli lisätä Suomen Pankin riippumattomuutta perustamissopimuksen edellyttämällä tavalla.

Hallituksen eduskunnalle 27.2.1998 antamassa esityksessä uudeksi laiksi Suomen Pankista, rahalain kumoamisesta ja metallirahalaista (6/1998 vp) esitettiin lakiin tehtäväksi ne muutokset, jotka ovat tarpeen Suomen Pankin liittämiseksi osaksi EKPJ:tä Suomen osallistuessa euroalueeseen. Lakiesityksestä pyydettiin Euroopan rahapoliittisen instituutin (EMI) lausunto. Laki hyväksyttiin eduskunnassa ripeän käsittelyn jälkeen 20.3.1998. Se tuli voimaan Suomen Pankin riippumattomuutta koskevien säännösten osalta 1.5.1998. Säännökset, jotka koskevat Suomen Pankin siirtymistä osaksi EKPJ:tä sekä rahalainsäädäntöä, tulevat voimaan silloin, kun Suomi osallistuu euroalueeseen.

Suomen Pankkia koskevan uuden lainsäädännön yhteensopivuus perustamissopimuksen kanssa arvioitiin perustamissopimuksen 109 j artiklan mukaisesti EMIn ja komission 25.3.1998 antamissa lähentymisraporteissa. Kummassakin raportissa katsottiin, että Suomen lainsäädäntö on sopuinnussa perustamissopimuksen ja EKPJ:n perussäännön kanssa.

### **Mitä muutoksia tehtiin?**

Suurimmat muutokset aiheutuivat Suomen Pankin liittymisestä osaksi EKPJ:tä. EKPJ käsitteenä kuvaa perustamissopimuksen 106 artiklan mukaisesti EKP:n ja kansallisten keskuspankkien olemassaoloa yhtenäisenä kokonaisuutena, joka on sidottu sille asetettujen tavoitteiden noudattamiseen ja tehtävien suorittamiseen. EKPJ ei itse ole oikeushenkilö, vaan järjestelmä, joka koostuu kansallisen lainsäädäntönsä perusteella itsenäisistä keskuspankeista ja Euroopan keskuspankista. Kansalliset keskuspankit ovat näin ollen yhtäältä itsenäisiä kansallisia keskuspankkeja ja toisaalta osa keskuspankkijärjestelmää. Tämä heijastuu myös uudesta Suomen Pankki-laista. Sen mukaan Suomen Pankki on Suomen

keskuspankki ja itsenäinen julkisoikeudellinen laitos ja toimii osana Euroopan keskuspankkijärjestelmää perustamissopimuksessa määrättyllä tavalla. Hoitaessaan EKPJ:n tehtäviä Suomen Pankki toimii niiden Euroopan keskuspankin suuntaviivojen ja ohjeiden mukaan, jotka ovat kansallisia keskuspankkeja sitovia. Suomen Pankki tai sen toimielimen jäsen ei saa EKPJ:n tehtäviä hoitaessaan pyytää tai ottaa vastaan toimintaansa koskevia määräyksiä muulta kuin Euroopan keskuspankilta.

Suomen Pankin ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintavakautta. Pankin on kuitenkin ensisijaista tavoitettaan vaarantamatta tuettava perustamissopimuksen mukaisesti muidenkin talouspolitiikan tavoitteiden saavuttamista. Näin Suomen Pankin laissa säädetty tavoite on sopuinnussa perustamissopimuksessa EKPJ:lle säädetyn tavoitteen kanssa.

Päätösvalta euroalueeseen liittyvien maiden rahapolitiikasta siirtyy kolmannen vaiheen alkaessa EKP:n neuvostolle. Suomen Pankin tehtävänä on uuden lain mukaan toteuttaa osaltaan neuvoston määrittelemää rahapolitiikkaa. Pankki huolehtii myös rahahuollosta ja setelien liikkeen laskemisesta, valuuttavarannon hallussapidosta ja hoidosta sekä maksu- ja muun rahoitusjärjestelmän luotettavuudesta ja tehokkuudesta sekä osallistuu sen kehittämiseen. Lisäksi Suomen Pankin tehtävänä on huolehtia toimintansa kannalta tarpeellisten tilastojen laatimisesta ja julkaisemisesta.

Pankin toimivaltuuksia koskeva pykälä on nykyisessä muodossaan riittävän väljä, että sitä voidaan soveltaa myös talous- ja rahaliiton kolmannessa vaiheessa. Suomen Pankki ei voi kuitenkaan enää EKPJ:n jäsenenä osallistua kansallisen viitekorkojärjestelmän ylläpitoon. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että Suomen Pankki ei enää vuodenvaihteen jälkeen määrää peruskorkoa eikä laske ja julkaise heliborkorkoja. Suomen Pankin korkoja koskeva toimivaltuus on poistettu uudesta laista. Valtiovarainministeriö valmisteleekin parhailaan viitekorkoja koskevaa lainsäädännön muutosta, jonka nojalla peruskoron vahvistaminen siirtyisi valtiovarainministeriölle. Laista on myös poistettu säännös, jonka mukaan Suomen Pankki voi tilapäisesti olla vaatimatta luotolleen vakuuksia, jos tämä erityisen painavista syistä on perusteltua. Uuden lain mukaan Suomen Pankilla on oltava luotonannossa riittävät vakuudet.

Suomen Pankin toimielimet ovat pankkivaltuusto ja johtokunta. Pankkivaltuuston ja johtokunnan väliseen työjakoon ei uudessa laissa ole tehty muutoksia. Pankkivaltuuston tehtävät liittyvät pankin hallinnon ja toiminnan valvontaan, hallinnollisiin päätöksiin sekä laissa lueteltuihin muihin tehtäviin.

Rahapoliittisen päätösvallan siirtyessä yhteisötasolle hallituksen esityksessä ja valiokuntien lausunnoissa on pidetty tärkeänä avoimen kansallisen keskustelun käymistä Euroopan keskuspankin harjoittamasta rahapolitiikasta. Uudessa laissa painotetaan pankkivaltuuston, eduskunnan ja talousvaliokunnan mahdollisuutta saada tietoa toteutetusta rahapolitiikasta ja käydä sen perusteella rahapoliittista keskustelua. Perinteisen vuosittaisen kertomuksen lisäksi pankkivaltuusto voi tarvittaessa antaa eduskunnalle muulloinkin kertomuksia rahapolitiikan toteuttamisesta ja muusta pankin toiminnasta. Uuteen lakiin sisältyy pääjohtajan ja muiden johtokunnan jäsenten velvollisuus antaa pankkivaltuustolle säännöllisesti selvityksiä rahapolitiikan toteuttamisesta ja muusta pankin toiminnasta. Pääjohtaja ja muut johtokunnan jäsenet voidaan kutsua myös eduskunnan asianomaisen valiokunnan kuultavaksi. Säännökset antavat näin ollen sekä eduskunnalle että pankkivaltuustolle laajat mahdollisuudet arvioida toteutettua rahapolitiikkaa kansallisista lähtökohdista ja esittää näkemyksiään siitä.

Perustamissopimuksen 107 artiklan mukaan EKP tai kansallinen keskuspankki taikka EKP:n tai kansallisen keskuspankin päätöksentekuelimen jäsen ei saa tehtäviään hoitaessaan pyytää tai ottaa vastaan ohjeita miltei taholta. Tähän artiklaan perustuu kansallisten keskuspankkien pääjohtajien riippumaton asema myös suhteessa kansallisiin päätöksentekuelimiin heidän ollessaan EKP:n neuvoston jäseniä. EMI on lähentymisraportissaan katsonut, että kansallisessa lainsäädännössä ei saa olla määräyksiä, jotka voisivat rajoittaa pääjohtajan toimivaltaa EKP:n neuvoston jäsenenä. Uuteen lakiin on oikeustilan selkeyttämiseksi otettu säännös, jossa todetaan, että Suomen Pankin pääjohtajan riippumattomuudesta ja toimivallasta hänen suorittaessaan tehtäviään EKP:n neuvostossa määrätään perustamissopimuksessa. Lisäksi uudessa laissa on täsmennetty johtokunnan jäsenten irtisanomisperusteet vastaamaan perustamissopimuksen sa-

namuotoa. Laissa annetaan muulle johtokunnan jäsenelle kuin pääjohtajalle mahdollisuus valittaa irtisanomis päätöksestä korkeimpaan hallinto-oikeuteen. Pääjohtaja puolestaan voi valittaa irtisanomis päätöksestä EY:n tuomioistuimeen.

### **Rahoitustulo ja ylijäämän käyttö**

Suomen Pankin tullessa EKPJ:n jäseneksi sen tulokseen vaikuttavat tekijät muuttuvat eräiltä osin. Erityisesti rahapoliittisten tehtävien hoidon yhteydessä kertyvä rahoitustulo lasketaan ja jaetaan kansallisten keskuspankkien kesken EKPJ:ssä perussäännön määräysten ja EKP:n neuvoston päätösten mukaisesti.

Kunkin kansallisen keskuspankin rahoitustulo vastaa sitä vuotuista tuloa, joka sille kertyy liikkeeseen laskettuja seteleitä ja luottolaitosten talletuksia vastaavista saamisista.<sup>1</sup> Kansallisten keskuspankkien yhteenlaskettu rahoitustulo jaetaan keskuspankkien kesken pääasiassa suhteessa niiden maksamiin osuuksiin EKP:n pääomasta. Jos keskuspankkien tulonjako kuitenkin muuttuu merkittävästi rahoitustulon jakamisen vuoksi, EKP:n neuvosto voi päättää, että rahoitustulon jakamiseen siirrytään asteittain enintään viitenä tilikautena kolmannen vaiheen alkamisen jälkeen.

Suomen Pankin voitosta, johon EKPJ:ssä kertyvä rahoitustulo lasketaan mukaan, siirretään uuden lain mukaan puolet vararahastoon. Toinen puoli voitosta tuloutetaan valtiolle. Pankkivaltuusto voi päättää voiton käyttämisestä toisin, jos se on pankin taloudellisen aseman tai vararahaston suuruuden vuoksi perusteltua.

Keskuspankin riippumattomuus edellyttää, että keskuspankki voi päättää tehtäviensä suorittamiseen tarvittavien varojen käytöstä. Siksi EMI on katsonut, että varojen käyttöä rajoittaviin säännöksiin olisi sisällytettävä suojalauseke, jolla varmistetaan, että keskuspankki pystyy toteuttamaan EKPJ:n tehtävät asianmukaisesti. Vaikka uuteen lakiin ei varsinaisesti sisällykään tällaista suojalauseketta, lain perusteluissa todetaan, että pankkivaltuuston tulisi erityisesti ottaa huomioon pankin taseeseen sisältyvät riskit. Päätöksenteossa tulee lisäksi ottaa huomioon, että Suomen Pankin EKPJ:n tehtävien hoitaminen ei vaa-

<sup>1</sup> EKP:n neuvosto voi määränemmistöllä päättää, että rahoitustulo lasketaan enintään viiden vuoden ajan edellisestä poikkeavasti ns. epäsuoraa menetelmää käyttäen.

---

rannu. Maaliskuussa julkaistussa lähentymisraportissaan EMI toteaa, että uusi laki perusteluturvaa riittävästi keskuspankin taloudellisen itsenäisyyden.

### **Rahalain kumoaminen ja uusi metallirahalaki**

Euron käyttöön ottamisen yhteydessä rahaa koskeva toimivalta siirtyy yhteisötasolle ja yhteistä rahaa koskevat säännökset sisältyvät 1.1.1999 voimaan tulevaan euroasetukseen. Tämän vuoksi nykyinen rahalaki kumotaan, mutta euroasetuksen sallimissa rajoissa sovelletaan siirtymäsäännöksessä mainittuja rahalain säännöksiä vielä niin kauan kuin markkamääräiset setelit ja metallirahat säilyvät laillisina maksuvälineinä. Valtiolle on edelleen yksinoikeus lyöttää Suomessa metallirahaa. Uuteen metallirahalakiin sisältyvät

Euroopan yhteisön lainsäädäntöä täydentävät kansalliset säännökset metallirahasta.

Myös valuuttakurssipolitiikasta päättäminen siirtyy yhteisön toimivaltaan EMUn kolmannen vaiheen alusta lukien. Liittyessään euroalueeseen Suomi menettää kansallisen toimivaltansa valuuttakurssipäätöksissä, ja markan ulkoista arvoa koskevat rahalain säännökset kumoutuvat. Euron ulkoista arvoa koskevissa päätöksissä toimivalta on Euroopan unionin neuvostolla ja osittain EKP:llä. Euron ulkoista arvoa koskevien päätösten kansallisesta valmistelusta ei säädetä erikseen lailla, vaan päätösten valmistelussa noudatetaan Euroopan unionin asioiden käsittelystä annettuja yleisiä säännöksiä. ■

- Asiasanat: Suomen Pankki -laki, keskuspankki, EKPJ, EMU

# Idäntalouksista siirtymätalouksiin

**Pekka Sutela**

päällikkö

siirtymätalouksien tutkimuslaitos

30.4.1998

**S**uomen Pankin idäntalouksien yksikkö muuttui vuoden 1998 alussa siirtymätalouksien tutkimuslaitokseksi. Samalla laitoksen henkilöstön määrää lisättiin hieman. Se on nyt neljätoista. Tavoitteena on kehittää lähivuosina parhaan kansainvälisen tason tutkimuslaitos, joka keskittyy ennen muuta Venäjän ja Baltian maiden talouksien seurantaan ja tutkimukseen. Miksi keskuspankki ylläpitää laitosta, joka ei kuitenkaan välittömästi palvele pankin ydintoimintoja? Miksi laitosta päätettiin kehittää juuri nyt, kun eurooppalaisten keskuspankkien keskeinen mielenkiinto kohdistuu talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen?

## **Miksi idäntalouksien yksikkö?**

Osa vastauksesta löytyy historiasta. Suomi kävi entisen Neuvostoliiton ja eräiden muiden keskusjohtoisten maiden kanssa kahdenkeskiseen clearingiin perustuvaa kauppaa aina vuoteen 1990 saakka. Clearingtilien ylläpito, maksuliikenteen hoito sekä kauppaan liittyvät valvontaja rahoituskysymykset olivat keskeiseltä osin Suomen Pankin tehtäviä. Niitä varten oli erityinen idänkaupan osasto. Pankissa nähtiin varsinkin 1980-luvulla, että viranomaisena toimiminen edellytti paitsi juoksevan tilinpitotekniikan hallitsemista myös entistä parempaa kykyä analysoida ja ennakoida neuvostotalouden kehitystä. Neuvostoliitto oli viimeistään 1970-luvulla astunut hitaan kasvun aikaan, mitä epäjohdonmukaisiksi suunnitellut ja korkeintaan osittain toteute-

*Suomen Pankissa on tätä nykyä maan suurin siirtymätalouksien tutkimusta harjoittava yksikkö, siirtymätalouksien tutkimuslaitos. Keskuspankin ja tutkimuslaitoksen kiinteästä yhteydestä hyötyy sekä laitos että Suomen Pankki. Lähivuosien tavoitteena on kehittää tutkimuslaitosta siten, että se saavuttaa kaikilta osin alan korkeimman kansainvälisen tason.*

tut talousuudistukset eivät pystyneet korjaamaan. Ne kylläkin lisäsivät taloudellisen ja poliittisen kehityksen epävarmuutta. Kun Suomen viennistä enimmillään runsas neljännes meni Neuvostoliittoon, kyse oli huomattavasta kansantaloudellisesta riskistä. Keskuspankki joutui myös kantamaan kaupan rahoitukseen liittyneitä, suhteellisen suuria kustannuksia.

1980-luvun lopun ns. perestroika-uudistukset tuhosivat lopulta Neuvostoliiton. Jo ennen vuoden 1991 romahdusta oli käynyt selväksi, ettei naapurimaassa ollut sen enempää halua kuin kykyäkään jatkaa clearingkauppaa. Niin kuin Suomen Pankissa oli ennakoitu, clearingistä luovuttiin äkillisesti ilman siirtymäkautta, mikä pahensi kaupan supistumisen Suomen taloudelle aiheuttamaa iskuja. Kun Neuvostoliiton osuus viennistämme oli vielä 1990 selvästi yli 10 %, se pieneni seuraavana vuonna 4,9 prosenttiin. Idänviennin raju supistuminen vei arviolta kolmisen prosentin maamme bruttokansantuotteesta. Tämä oli tärkeä, vaikka ei keskeisin syy vuosien 1991–1993 taloudelliseen kriisiimme.

Clearingin poistaminen lopetti Suomen Pankin viranomaisaseman idänkaupassa, ja kaikkien entisten sosialististen maiden kanssa alettiin harjoittaa kauppaa normaalien markkinaperiaatteiden mukaisesti. Pankin oli päätettävä, lopetataanko idänkaupan osasto tarpeettomana. Näin ei tehty. Osaston tietovaranto ja analyysikyky oli vuosien mittaan karttunut (Korhonen 1990), ja

pankki päätti perustaa idänkaupan osaston sijalle idäntalouksien yksikön. Yksikölle ei jäänyt mitään operatiivisia keskuspankkitehtäviä. Sen tehtävänä oli seurata ja analysoida sekä entisen Neuvostoliiton maantieteellisen alueen että itäisen Keski-Euroopan taloudellista kehitystä ja talouspolitiikkaa. Alusta alkaen oli ilmeistä, että maamme kannalta keskeistä oli se, mitä tapahtui yhtäältä Venäjällä ja toisaalta itsenäisyytensä palauttaneissa Baltian maissa. Idäntalouksien yksikön harjoittama seuranta ja tutkimus onkin keskittynyt näihin maihin.

Päätös idäntalouksien yksikön perustamisesta tehtiin 1991, ja yksikkö aloitti toimintansa saman vuoden syksyllä. Vaikka yksikkö oli osa keskuspankkia, sen keskeinen asiakaskunta ovat olleet päätöksentekijät, joukkotiedotusvälineet, elinkeinoelämä ja suuri yleisö niin Suomessa kuin ulkomaillakin. Alusta alkaen oli selvää, että yksikön työn tulosten piti olla julkisesti saatavilla. Idäntalouksien yksikön julkaisuohjelma kehittyi lopulliseen muotoonsa parissa vuodessa. Siihen ovat ensinnäkin kuuluneet Suomen Pankin sarjassa julkaistut, lähinnä teemamukaisista artikkeleista koostuneet tutkimusjulkaisut. Ne ovat käsitelleet Venäjän taloutta yleensä (Sutela 1993), sen rahoitusjärjestelmää ja -markkinoita (Rautava 1996), Baltian taloudellista muutosta (Lainela – Sutela 1994) sekä Suomen ja Neuvostoliiton välisen kaupan järjestelmää (Laurila 1995). Tänä vuonna on ilmestymässä tämän sarjan uusin, Venäjän rahoitusjärjestelmää käsittelevä kirja (Korhonen).

Toinen julkaisu-toiminnan keskeinen osa on jo vuodesta 1992 ollut oma julkaisusarja, *Siirtymätalouksien katsauksia – Review of Economies in Transition*. Se ilmestyy viidestä kymmeneen kertaa vuodessa ja sisältää 2–6 artikkelia. Alkuvaiheessa pääosa artikkeleista oli suomenkielisiä, mutta myöhemmin lähes koko julkaisu on muutunut englanninkieliseksi. Lähinnä vain vuosittaiset kohdemaiden talouksien katsaukset julkaistaan nykyisin suomeksi.

Kolmas julkaisu-toiminnan osa on jo syksyllä 1991 aloitettu Venäjän ja Baltian maiden viikkokatsaus, *Idäntalouksien viikko*. Viikkokatsaus kokoaa kahteen sivuunsa tärkeimmät kohdemaiden talouksien ja talouspolitiikan tapahtumat lyhyessä ja ytimekkäässä muodossa. Viikkokatsaus on osoittautunut menestykseksi, koska se on nopealukuinen ja selkeä, mutta samalla analyyt-

tisesti tukevalla pohjalla. Se on vuodesta 1997 alkaen ollut saatavissa elektronisesti myös englanninkielisenä (*Russia and the Baltic Economies – The Week in Review*).

Luonnollisesti idäntalouksien yksikön tutkijat ovat julkaisseet myös ulkopuolisissa sarjoissa ja kirjoissa, pitäneet vuosittain suuren määrän esitelmiä, antaneet haastatteluja, osallistuneet koti- ja ulkomaisiin seminaareihin ja konferensseihin sekä harjoittaneet yhteistyötä eri viranomaisten kanssa. Yksikön vierailevien tutkijoiden ohjelma on osoittautunut korvaamattoman tärkeäksi. Yksikön asiantuntemus ja suhdeverkosto on kasvanut, kun on voitu kutsua 2–6 kuukauden ajaksi useimmiten nuoria tutkijoita. He ovat kirjoittaneet yksikön julkaisuihin ja lisänneet tietoa omasta maastaan myös muin tavoin. Vaikka vierailevien tutkijoiden ohjelma on vielä nuori, osa Suomen Pankissa työskennelleistä entisistä vierailijoista on edennyt jo ministeri- ja keskuspankin johtokuntien tasolle. Toiset ovat pysyneet tutkimuksen parissa, ja heidän kanssaan voidaan virittää hedelmällistä tutkimusyhteistyötä.

### **Onko keskuspankki oikea paikka siirtymätalouksien tutkimukselle?**

Suomen maantieteellisessä asemassa oleva maa, jolle ulkomaankauppa siirtymätalouksien kanssa on tärkeää, tarvitsee välttämättä näitä maita koskevaa tutkimusta. Noin 15 % viennistämme menee entisiin keskusjohtosiin talouksiin. Erityisen nopeasti on kasvanut kauppa Venäjän, Viron ja muiden Baltian maiden sekä Puolan kanssa. Tämä kauppa ei kuitenkaan merkitse samanlaista kansantaloudellista riskiä kuin 1980-luvun idänkauppa. Tähän on monta syytä. Vienti jakaantuu nyt useaan maahan, joiden ei voine odottaa kokevan kriisiä yhtä aikaa. Vienti jakaantuu myös suureen määrään ennen muuta pieniä ja keski-suuria yrityksiä, eikä nykyisen siirtymätalouksiin suuntautuvan viennin osuus minkään toimialan kokonaisviennistä ole erityisen merkittävä. Kun kauppa on edelleen valtaosin käteispohjalla, rahoitusriskit ovat vähäisiä. Ja se, että viennin kotimaisuusaste lienee selvästi alhaisempi kuin clearingin aikana – jolloin korkea kotimaisuusaste oli viranomaisten erityisessä valvonnassa – merkitsee myös, että riski on vähäisempi.

Silti tarve ennen muuta Venäjän ja Baltian tutkimukseen on selvä. Yhtäältä itärajamme elin-



tasokuilu on maailman jyrkimpiä, ja tämä saattaa aiheuttaa ajan myötä monenlaisia seurauksia. Valitettavasti ei näytä olevan perusteita odottaa elintasokuilun kaventumista. Siirtymätaloustutkimus on siksi tärkeää myös laveasti tulkitun turvallisuuspolitiikan perustana. Toisaalta varsinkin joitain vuosia sitten pantiin suurtakin taloudellista toivoa Suomen asemaan Venäjän ja maailmanmarkkinoiden välillä. Oleellinen osa maamme ja Venäjän välisestä kaupasta liittyykin kauttaliikenteeseen. Investoinnit Venäjälle ovat puolestaan kasvaneet paljon hitaammin kuin optimistit odottivat, eikä myöskään venäläinen taloudellinen toiminta Suomessa ole kovin vilkasta. Silti on syytä uskoa, että tilanne tulee muuttumaan molemmissa suhteissa. Tarve Venäjää koskevaan tietoon kasvaa tuolloin entisestään.

Valtiovalta, elinkeinoelämä ja julkinen mielipide ovat heränneet siirtymätaloustutkimuksen tarpeeseen hitaammin kuin keskuspankki. Opetusministeriö on kolmen viime vuoden aikana kuitenkin määrittänyt Venäjän-tutkimuksen edistämisen yhdeksi painopistealoistaan. Suomen Akatemia on toteuttamassa jo toista laajaa Venäjän-tutkimuksen ohjelmaa. Eri korkeakouluissa on lisätty alan opetusta ja tutkimusta ja Helsingin yliopistoon on perustettu Aleksanteri-instituutti valtakunnalliseksi koordinaatiokeskukseksi. Vaikka venäjän kieltä luetaan kouluissa edelleen vain vähän, venäjä on varsin suosittu aikuiskoulutuskieli. Erilaista jatko- ja täydennyskoulutusta on varsinkin käytännön yhteistyön ja kaupan kysymyksissä varsin paljon.

Siirtymätalouksien tutkimusta ja opetusta harjoitetaan eri korkeakouluissa. Tämä koskee varsinkin Turun ja Helsingin kauppakorkeakoulua sekä Lappeenrannan teknillistä korkeakoulua. Suomen Pankissa on kuitenkin alan selvästi suurin yksikkö. Miksi siirtymätalouksien tutkimus on Suomessa keskittynyt näin voimakkaasti nimenomaan keskuspankin yhteyteen? Esimerkiksi Ruotsissahan alan tärkein keskus on Tukholman kauppakorkeakoulussa ja eräissä muissa eurooppalaisissa maissa itsenäisissä tutkimuslaitoksissa.

Kuten edellä todettiin, asialla on oma historiallinen taustansa. On myös selvää, ettei muilla mahdollisilla rahoittajilla – lähinnä valtionhallinnolla ja korkeakouluilla – ole 1990-luvun kriisin vuosina ollut mahdollisuutta riittävän laajaan toiminnan ylläpitämiseen. Suomen Pankki on ha-

lunnut turvata siirtymätalouksien tutkimukseen karttuneen kokemuksen ja ammattitaidon kehittämisen, vaikka kysymys ei varsinaisesta keskuspankkitoiminnasta olisikaan. Mutta siirtymätalouksien tutkimus myös hyötyy suoraan keskuspankkiyhteydestä. Kansainvälisten rahoituslaitosten asema on ollut keskeinen siirtymätalouksien ensi vaiheen talouspolitiikassa. Nämä laitokset tekevät tai rahoittavat edelleen varsin suuren osan näihin maihin keskittyvästä taloudellisesta tutkimuksesta. Keskuspankin yhteydessä olevan tutkimuslaitoksen on helppo hankkia tietoa ja pitää yhteyttä näihin laitoksiin. Toisaalta, kun siirtymätalouksien tutkimus on enimmäkseen soveltavaa talouspoliittisesti suuntautunutta kansantaloudellista tutkimusta, toinen etu on mahdollisuudessa hyödyntää keskuspankin tämän alan perinteitä ja ammattitaitoa.

Keskuspankin kannalta siirtymätalouksien tutkimus on osa talouspoliittisen toimintaympäristön tutkimusta. Kun Euroopan keskuspankkijärjestelmä kehittyy, siirtymätalouksia eurooppalaisesta näkökulmasta katsovan rahapolitiikkaa palvelevan tiedon ja analyysin tarve kasvaa myös kansallisissa keskuspankeissa. Suomen Pankki on kehittämässä taloudellista tutkimustaan kokonaisuutena. Siirtymätalouksien tutkimus on osa tätä kehitystä. Euroopan keskuspankkijärjestelmän tulevista jäsenistä Itävallan keskuspankilla on perinteitä itäisen Keski-Euroopan analyysissa, Suomen Pankilla Venäjän ja Baltian maiden tutkimuksessa.

Päätös muuttaa idäntalouksien yksikkö Siirtymätalouksien tutkimuslaitokseksi heijastaa tätä taustaa. Laitos jatkaa jo perinteiseksi muodostunutta siirtymätalouksien seurantaan. Edellä mainittu Venäjän ja Baltian talouksien viikkokatsaus on saatavissa sekä englanniksi että suomeksi. Vuoden 1998 alusta alettiin lisäksi julkaista Venäjän talouden englanninkielistä kuukausikatsausta *Russian Economy – The Month in Review*. Se on nopeasti saanut arvostetun kansainvälisen aseman analyttisesti luotettavan ja riippumattoman tiedon tuottajana. Nämä julkaisut, samoin kuin myös edelleen ilmestyvä *Idäntalouksien katsauksia – Review of Economies in Transition*, ovat helpoimmin tilattavissa sähköpostitse (bofit@bof.fi).

Seurannan jatkuessa jokseenkin entiseen tapaan kehittämistyön painopiste on tutkimuksen tason kohottamisessa. Tavoite on yksinkertainen: siirtymätalouksien tutkimuslaitos nousee lähi-

vuosina alan korkeimmalle kansainväliselle hui-  
pulle. Siitä, kuinka tämä tavoite toteutetaan, on  
selkeät suuntaviivat. Kyse on laitoksen tutkijoi-  
den pätevyyden ja osaamisen kehittämisestä  
koulutuksen ja uuden rekrytoinnin kautta, laitok-  
sen eurooppalaistamisesta verkostoitumisen, yh-  
teistutkimuksen ja myös rekrytoinnin myötä, yh-  
teistoiminnan lisäämisestä koti- ja ulkomaisten  
korkeakoulujen kanssa sekä vierailevien tutkijoi-  
den ohjelman entistä tarkemmasta hyväksikäyt-  
tämisestä. Tutkimuslaitoksen tulevaisuus perus-  
tuu entistä parempaan verkottumiseen maantie-  
teellisten rajojen yli niin tutkijoiden, virkamies-  
ten kuin käytännön toimijoidenkin kanssa.

### **Millaista siirtymätalouksien tutkimusta?**

Siirtymätalouksien myrskyisin kehitysvaihe on  
itäisessä Keski-Euroopassa ja Baltiassa jo ohi.  
Siirtymä on siinä mielessä jo tapahtunut, että  
nämä maat ovat selvästi markkinatalouksia. Niiden  
yhteensopivuus kehittyneiden teollisuusmai-  
den kanssa on virallisesti tunnustettu kolmen  
itäisen Keski-Euroopan maan – Puola, Tšekki ja  
Unkari – OECD-jäsenyyden myötä sekä alka-  
massa olevilla viiden siirtymätalousmaan jäse-  
nyysneuvotteluilla Euroopan unionin kanssa.  
Silti näiden maiden – kuten kaikkien – markki-  
nataloudella on omat erityispiirteensä, jotka te-  
kevät eritoten vertailevan analyysin kiinnosta-  
vaksi. Vaikka tutkimuksen painopiste onkin  
muualla, siirtymätalouksien tutkimuslaitos ei lai-  
minlyö näidenkään maiden analyysia.

Erikseen on painotettava, että suomalaisella  
tutkimuksella on suhteellinen etunsa ja myös  
velvollisuutensa Baltian talouksien analyysissa.  
Nämä pienet taloudet nimittäin jäivät usein pois  
jopa eurooppalaisen tutkimuksen valokiilasta.  
Tämä pätee valitettavan usein myös budjettipai-  
neen alla työskenteleviin kansainvälisiin järjes-  
töihin. Maantieteellinen läheisyys, Suomen ja  
Viron tosiasiallinen taloudellinen yhdentyminen  
sekä Itämeren piirin tärkeys maallemme merkit-  
sevät, että suomalaisen siirtymätalouksien tutki-  
muksen on annettava Baltian maille niiden  
maantieteellisen koon mukaista osuutta suurem-  
pi paino. Tämä on myös tutkimuksellisesti perus-  
teltua: Viron, Latvian ja Liettuan tähänastisten  
polkujen erilaisuudet johtavat moniin kiintoisiin  
kysymyksenasetteluihin.

Tilanne entisen Neuvostoliiton alueella poik-  
keaa siitä, mitä itäisessä Keski-Euroopassa ja

Baltiassa nähdään. Vaikka täälläkin voidaan sa-  
noa siirtymän olevan ohi ainakin siinä mielessä,  
ettei perinteistä keskusjohtoisuutta ole enää ole-  
massa, edistyneimpienkin maiden, kuten Venä-  
jän, markkinatalous on kovin omalaatuisensa.  
Siirtymän yksinkertaisempi osuus – vanhan jär-  
jestelmän hylkääminen – on tapahtunut, mutta  
tärkeämpi ja kiinnostavampi osuus – uuden jär-  
jestelmän muotoutuminen – on vielä valinkau-  
hassa. Venäjän tapauksessa ainakin kolme omi-  
naispiirrettä ovat huomionarvoisia.

Ensimmäinen ominaispiirre on ehkä vähiten  
ymmärretty. Vaikka Venäjä on markkinatalous,  
se ei oikeastaan ole rahatalous. Taloudesta kor-  
keintaan kolmannes perustuu ruplien käyttöön.  
Suurimmassa osassa taloutta vallitsevat dollarit,  
vaihtokauppa ja erilaiset korvikerahat. Dollari-  
soituneita maita on useita muitakin, mutta vaiht-  
toikaupan ja korvikerahojen laajuus tekee Venä-  
jästä ainutlaatuisen ja hankalasti analysoitavan.  
Aikaisempien vertailukohtien puuttuminen tekee  
vaikeaksi ennustaa, miten tällainen maa reagoi  
vaikkapa ulkoihin sokkeihin. Ei ole myöskään it-  
sestään selvää, kuinka talouden uudelleen mone-  
tarisoitumista pitäisi edistää.

Toinen Venäjän erikoispiirre on sen omistus-  
oikeuksien rakenne. Toista teollisuusmaata, jossa  
pääosa tuotantolaitosten osakkeista on niiden sisä-  
piiriläisten – työntekijöiden ja johtajien –  
omistuksessa, ei liene. Paljon puhuttu pankkien  
omistus on toissijaista ja koskee lähinnä suppeaa  
vientijä ja infrastruktuuriyritysten piiriä, joka to-  
sin hallitsee myös pörssiä. Yritysten sisäpiiri-  
omistus voi olla haitta taloudellisen kasvun kan-  
nalta. Omistajilla ei yleensä ole pääomia, ja kun  
he vastustavat ulkopuolisten sijoittajien omistus-  
ta, toiminta keskittyy usein yhtäältä olemassa  
olevien työpaikkojen suojelemiseen ja toisaalta  
ulkopuolisen vaikutuksen estämiseen. Pankit  
ovat varsin pieniä, ja niiden kykyä kanavoida  
säästöjä investointeihin rajoittaa sekä ilmeisesti  
varsin alhainen tosiasiallinen kotimainen säästä-  
misaste että tuottavampien sijoituskohteiden saa-  
tavuus rahamarkkinoilla.

Kolmas Venäjän erikoispiirre on valtion ja ta-  
louden suhde. Siirtymisen keskusjohtoisuudesta  
markkinatalouteen piti merkitä valtion ja talou-  
den irrottamista toisistaan. Näin ei ole riittävässä  
määrin käynyt. Taloudellinen valta syntyy edel-  
leen politiikasta, eritoten aluetasolla, jossa kas-  
tava määrä päätöksistä tehdään. Valtio ei ole

kyennyt hoitamaan kaikkia perustehtäviään, kuten omistusoikeuksien suojelemista, ja raja laillisen ja laittoman välillä on sumea. Tämä on keskeinen syy kahteen venäläistä markkinataloutta leimaavaan ilmiöön: uutta yksityistä taloudellista toimeliaisuutta on vähän ja olemassa oleva yrityäjyys keskittyy pikemmin omaisuuden ja ylijäämän uudelleenjakoon kuin niiden synnyttämiseen.

Venäjän talouden tilastoilla mitattavissa oleva supistuminen on ohi. Monet markkinatalouden instituutiot ovat kehittyneet ja myös toimivat aiempaa paremmin. Useita edellytyksiä taloudelliselle kasvulle on olemassa. Suomen ja Euroopan kannalta keskeinen kysymys on, kuinka nopeaa tämä kasvu saattaisi parhaassa tapauksessa olla. Taloustieteilijä, jonka mielestä tärkeintä on luonnonvarojen määrä, on Venäjän suhteen optimisti. Sellainen tutkija joka taas painottaa instituutioiden ja politiikkojen merkitystä kehitykselle, on epävarmempi. Venäjän taloudellinen rakenne on harvinaislaatuinen, eikä ole selvää, kuinka se kehittyy. Siksi myös tulevaisuuden suhteen on oltava epäroivämpi.

Taloudellinen siirtymä voi jossain mielessä olla ohi. Mutta tämä on vasta kehityksen ensimmäinen edellytys. Vasta tulevana vuosina ratkaistaan, millaisia markkinatalouksia syntyy sosialistisen suunnittelun raunioille. Se puolestaan määrää sen, millainen tulee olemaan nykyisten siirtymätalouksien asema ja merkitys kansainvälisessä taloudessa ja millaisia naapureita ne ovat maallemme ja koko Euroopalle. Voi siis hyvin perustein väittää, että oleellimmat kysymykset ovat vielä vastaustaan vailla. Siirtymätalouksien tutkimuksessa on kiinnostavin vasta edessä. Suomen Pankki on varautunut omalta osaltaan tähän. ■

- Asiasanat: siirtymätaloudet, taloudellinen kehitys, talouden tutkimus, Venäjä, Baltia

Kirjallisuutta:

Korhonen, V. (toim.) (1990) Neuvostotalous murroksessa. Suomen Pankki A:75. Helsinki.

Korhonen, V. (ed.) (ilmestyy 1998): Russian Economic Policy and the Banking Sector in Transition. Bank of Finland Studies. Helsinki.

Lainela, S. – Sutela, P. (1994) The Baltic Economies in Transition. Bank of Finland A:91. Helsinki.

Laurila, J. (1995) Finnish-Soviet Clearing Trade and Payment System: History and Lessons. Bank of Finland Studies A:94. Helsinki.

Rautava, J. (ed.) (1996) Russia's Financial Markets and the Banking Sector in Transition. Bank of Finland Studies A:95. Helsinki.

Sutela, P. (ed.) (1993) The Russian Economy in Crisis and Transition. Bank of Finland A:86. Helsinki.

# Valuuttojen muuntokurssien kiinnittäminen EMUn kolmanteen vaiheeseen siirryttäessä

**Y**hteinen raha, euro, korvaa talous- ja rahanliiton kolmannen vaiheen alkaessa 1.1.1999 EU-maiden laskennallisen rahayksikön ecun ja euroalueeseen osallistuvien jäsenmaiden kansalliset valuutat. Virallinen ecu häviää kokonaan euron syntyessä. Kansalliset rahayksiköt pysyvät jonkin aikaa käytössä euron vaihtoehtoisina yksiköinä, mutta katoavat lyhyen, viimeistään 30.6.2002 päättyvän siirtymävaiheen jälkeen.

## **Muuntokurssit kiinnitetään kolmannen vaiheen alussa**

Euron arvo suhteessa kunkin euroalueeseen osallistuvan maan kansalliseen valuuttaan ilmaistaan kiinteällä luvulla, *muuntokurssilla*; tätä kutsutaan myös muuntokertoimeksi ja vaihtokurssiksi. Muuntokurssi ilmoittaa, montako yksikköä kansallista valuuttaa yksi euro vastaa. EU:n ministerineuvosto vahvistaa muuntokurssit komission esityksestä ja Euroopan keskuspankkia kuultuaan kolmannen vaiheen ensimmäisenä päivänä eli 1.1.1999. Päätöksen tekevät euroalueeseen osallistuvien jäsenmaiden ministerit yksimielisesti. Päätös on peruuttamaton, joten muuntokurssit ei voida muuttaa jälkikäteen.

Neuvosto ilmoittaa euron ja kansallisten valuuttojen väliset muuntokurssit kuuden merkitsevän numeron tarkkuudella. Ilmoitettavat muuntokurssit ovat tarkkoja lukuja, ja muunnokset kansallisesta valuutasta euroon tai toiseen kansalliseen valuuttaan on suoritettava pelkästään niitä käyttäen. Kansallisten valuuttojen epäviralliset kahdenväliset muuntokurssit voidaan kuitenkin laskea halutulla tarkkuudella virallisten muuntokurssien suhdelukuina.

## **Ecun arvo ei muutu**

Valuuttakurssien peruuttamaton kiinnittäminen ei saa perustamissopimuksen mukaan muuttaa ecun arvoa. Euron arvo kolmannen vaiheen alkaessa tulee siten olemaan sama kuin ecun arvo toisen vaiheen päättyessä.

Ecu on useimpien EU-maiden valuutoista koostuva valuuttakori. Viralliselle eculle lasetaan päivittäin noteeraukset suhteessa Yhdysval-

## **Kansainvälinen sihteeristö 4.5.1998**

tain dollariin ja EU-maiden valuuttoihin menettelyssä, johon kaikkien EU-maiden ja eräiden muidenkin maiden keskuspankit osallistuvat. Nämä noteeraukset määräytyvät ecuun kuuluvien valuuttojen markkinakurssien perusteella ja ovat siten myös itse perimmiltään markkinakurssit. Ne lasketaan kaikkina niinä päivinä, joina suurin osa EU-maiden keskuspankeista on auki, ja julkaistaan myöhemmin Euroopan yhteisön virallisessa lehdessä.

Suurin osa EU-maiden keskuspankeista on avoinna 31.12.1998, joten virallinen ecu noteerataan viimeisen kerran tuolloin. Euron 1.1.1999 kiinnitettävien muuntokurssien tulee olla samansuuruiset kuin vastaavat ecun noteeraukset 31.12.1998. Muutoin kolmanteen vaiheeseen siirryttäessä ecun arvo muuttuisi euroalueeseen osallistuvien maiden valuutoissa mitattuna. Neuvoston tulee siis 1.1.1999 vahvistaa euron muuntokurssiksi 31.12.1998 noteerattavat virallisen ecun kurssit.

## **Tiedonanto muuntokurssien määrittämisestä**

Epäselvä ja epäyhtenäinen näkemys siitä, miten muuntokurssit kiinnitetään, saattaisi synnyttää jännitteitä valuuttamarkkinoilla ennen kolmannen vaiheen alkamista. Pahimmassa tapauksessa euroalueen osanottajamaiden valuuttakurssit vuoden päättyessä määräytyisivät enemmän tai vähemmän mielivaltaisesti. Tässä tapauksessa joillekin markkinaosapuolille saattaisi syntyä mahdollisesti suuriakin tappioita. Taloudellisesti epä-tarkoituksenmukaiset muuntokurssit vaikeuttaisivat myös osanottajamaiden taloudellista kehitystä etenkin kolmannen vaiheen alkuvuosina. Jotta häiriötön siirtyminen kolmanteen vaiheeseen voitaisiin varmistaa, muuntokurssien kiinnittämisen tullen tulee olla hyvissä ajoin kaikkien osapuolten tiedossa.

Ohjatakseen markkinoita kolmatta vaihetta edeltävän kauden aikana osallistuvien jäsenmaiden valtiovarainministerit ja keskuspankkien pääjohtajat yhdessä komission ja EMIn kanssa ilmoittivat 3.5.1998, että peruuttamattomat muuntokurssit määritetään nykyisten ERM-keskuskurs-

sien pohjalta. Tiedonanto selvittää, millä menetelmällä muuntokurssit kiinnitetään kolmannen vaiheen alkaessa. Se sisältää myös sitoumuksen, että osallistuvien maiden valuuttojen keskuskursseja ei muuteta ennen kolmannen vaiheen alkamista.

Muuntokurssien määrittäminen keskuskurssien pohjalta tarkoittaa, että euroalueeseen osallistuvien maiden valuuttojen kahdenväliset muuntokurssit ovat yhtä suuria kuin valuuttojen nykyiset kahdenväliset ERM-keskuskurssit (ks. oheinen taulukko). Taulukosta nähdään esimerkiksi, että nykyisin keskuskurssein 100 Saksan markkaa vastaa 304,001:tä Suomen markkaa ja 10250,5:tä Portugalin escudoa. Kolmannen vaiheen virallisista muuntokursseista laskettavat kahdenväliset muuntokurssit tulevat olemaan samansuuruiset kuin taulukossa esitetyt kahdenväliset keskuskurssit, paitsi että viimeinen merkitsevä numero saattaa pyöristyksen vuoksi olla erilainen.

Ecun ja euroalueen osanottajamaiden valuuttojen valuuttakursseja 31.12.1998 ei voida ilmoittaa etukäteen, koska Iso-Britannia, Tanska ja Kreikka jäävät kolmannen vaiheen alkaessa euroalueen ulkopuolelle. Näiden maiden valuutat kuuluvat ecurooriin. Tällä hetkellä ei tiedetä niiden eikä vastaavasti myöskään ecun kurseja suhteessa euroalueen maiden valuuttoihin 31.12.1998. Varsinaisia muuntokursseja eli euron arvoa suhteessa osallistuvien maiden valuuttoihin ei siten voida vielä ilmoittaa.

Keskuskurssit on otettu muuntokurssien perustaksi siksi, että ne ovat sopusoinnussa jäsenmaiden talouksien kestävästä lähentymisestä kanssa. Päätös on myös valuuttamarkkinoiden näkemyksen mukainen. Euroalueeseen nyt liittyvien jäsenmaiden valuuttakurssit ovat pysyneet nimittäin viime aikoina lähellä keskuskurssejaan ilman merkittäviä valuuttamarkkinapaineita; interventiot ovat olleet vain vähäisiä tai niitä ei ole ollut

ollenkaan. Valuuttakurssien nykyiset pienet poikkeamat keskuskursseistaan häviävät todennäköisesti itsestään, siis markkinavoimien vaikutuksesta, vuoden loppuun mennessä.

Koska euroalueeseen osallistuvien jäsenmaiden keskuspankit harjoittavat vielä tämän vuoden ajan itsenäistä rahapolitiikkaa, lyhyet rahamarkkinakorot poikkeavat edelleen jossain määrin toisistaan eri osanottajamaissa. Korkeat näkyvät valuuttamarkkinoilla periaatteessa selkeästi. Jotta rahamarkkinasijoitusten tuotto samassa valuutassa mitattuna olisi yhtä suuri eri markkinoilla, korkeaan korkoon pitäisi liittyä keskuskurssiinsa nähden vahva mutta heikentymään pyrkivä valuutta ja vastaavasti alhaiseen korkoon keskuskurssiinsa nähden heikko mutta vahvistumaan pyrkivä valuutta. Kolmannen vaiheen alkua lähestyttäessä keskuskurssien ja valuuttakurssien väliset erot pienentyvät, ja viimeistään viimeisenä markkinapäivänä 31.12.1998 niiden tulisi hävitä kokonaan.

### Keskuspankkien markkinatoimet

Toukokuun 3. päivänä annetussa tiedonannossa keskuspankit sitoutuivat asianomaisin markkinatoimin varmistamaan, että 31.12.1998 noteerattavista ekukursseista laskettavat kahdenväliset valuuttakurssit ovat yhtä suuret kuin nykyiset kahdenväliset ERM-keskuskurssit.

Asianmukaisia markkinatoimia tarvitaan varmistamaan, että markkinakurssien viimeisetkin desimaalit ovat sopusoinnussa keskuskurssien kanssa. Tavanomainen tarkkuus markkinanoteerauksissa ei tähän riitä. Myös varsinaisia markkinaoperaatioita voidaan tarvita siinä sinänsä epätodennäköisessä tapauksessa, että osallistuvien maiden valuuttojen keskinäiset markkinakurssit eivät vuoden loppuun mennessä asettuisikaan itsestään keskuskurssien tasalle. ■

### Euron peruuttamattomien muuntokurssien määrittämiseen käytettävät kahdenväliset ERM-keskuskurssit

	DEM 100=	BEF/LUF 100=	ESP 100=	FRF 100=	IEP 1=	ITL 1000=	NLG 100=	ATS 100=	PTE 100=	FIM 100=
Saksa: DEM										
Belgia/Luxemburg: BEF/LUF	2062.55									
Espanja: ESP	8507.22	412.462								
Ranska: FRF	335.386	16.2608	3.94237							
Irlanti: IEP	40.2676	1.95232	0.473335	12.0063						
Italia: ITL	99000.2	4799.90	1163.72	29518.3	2458.56					
Alankomaat: NLG	112.674	5.46285	1.32445	33.5953	2.79812	1.13812				
Itävalta: ATS	703.552	34.1108	8.27006	209.774	17.4719	7.10657	624.415			
Portugali: PTE	10250.5	496.984	120.492	3056.34	254.560	103.541	9097.53	1456.97		
Suomi: FIM	304.001	14.7391	3.57345	90.6420	7.54951	3.07071	269.806	43.2094	2.96571	

---

# Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita koskevia toimenpiteitä

## Tammikuu

### Talletussuojajärjestelmä uudistettiin

Talletussuojajärjestelmä uudistettiin vuoden 1998 alusta lukien, kun muutokset ja lisäykset lakiin luottolaitostoiminnasta (1229/1997) tulivat voimaan. Uudistuksen jälkeen kaikkien talletuspankkien on kuuluttava yhteiseen talletussuojarahastoon. Korvauksen tallettaja- ja pankkikohmainen yläraja on 150 000 markkaa aiemman rajattoman suojan sijaan.

## Maaliskuu

### Huutokauppakorkoa nostettiin

Suomen Pankki nosti 19.3.1998 huutokauppakoron 3.25 prosentista 3.40 prosenttiin. Samalla pankkien Suomen Pankissa pitämille ylimääräisille talletuksille maksettava korko nostettiin 1.25 prosentista 1.40 prosenttiin.

Suomen Pankin rahapolitiikan tavoitteena on vakiinnuttaa inflaatio noin kahden prosentin tasolle. Se vastaa keskeisten ERM-maiden hintavakauden tavoitteita. Suomi liittyi Euroopan unionin valuuttakurssimekanismiin ERMiin 14.10.1996. Suomen eukeskuskurssi on tällä hetkellä 6.01125 markkaa, ja markan keskuskurssi suhteessa Saksan markkaan on 3.04 markkaa. Suomen Pankki on velvollinen huolehtimaan siitä, että markan kurssi suhteessa muihin järjestelmässä mukana oleviin valuuttoihin säilyy ERMin mukaisissa  $\pm 15$  prosentin vaihteluväleissä.

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

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

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

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

Niillä pankeilla, jotka haluavat osallistua Suomen Pankin rahamarkkinaoperaatioihin ja

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

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

## Markkinaoperaatiot

Suomen Pankki vaikuttaa korko- ja valuuttakurssikehitykseen markkinaoperaatioillaan eli käymällä valitsemiensa vastapuolten kanssa kauppaa arvopapereilla ja valuutoilla.

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

Määrähuutokaupassa Suomen Pankki ilmoittaa etukäteen huutokauppakoron ja pankit voivat jättää tarjouksen haluamistaan määristä. Korko- huutokaupassa pankit jättävät tarjouksen sekä koroista että rahamääristä ja Suomen Pankin huutokauppakorko määritetään hyväksytyjen tarjousten painotettuna keskiarvona. Suomen Pankki soveltaa huutokaupoissaan kahden viikon maturiteettia. Huutokappoihin liittyvien maksujen suoritusviive on yksi pankkipäivä, eli maksut suoritetaan kaupantekopäivää seuraavana pankkipäivänä. Lyhytaikaiset markkinakorot myötäilevät huutokauppakoron kehitystä. Huutokauppakorko on ollut 19.3.1998 lähtien 3.40 %.

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

sesti ja merkittävästi kauppaa rahamarkkinoilla. Suorien, kahdenvälisten kauppojen osapuolilta edellytetään lisäksi toimimista rahamarkkinainstrumenttien markkinatakaajana<sup>1</sup> sekä rahamarkkinoiden peli- ja käyttäytymissäntöjen noudattamista. Suomen Pankki voi harkintansa mukaan hyväksyä vastapuoliksi myös muita markkinaosapuolia kuin vähimmäisvarantovelvoitteen alaisia luottolaitoksia.

Rahamarkkinaoperaatioiden vastapuoliksi on hyväksytty seuraavat pankit:

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

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

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

Repokaupoissa arvopaperit aliarvostetaan liikkeeseenlaskijan ja maturiteetin mukaan seuraavasti:

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

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

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

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

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

### Maksuvalmiusjärjestelmä

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

Maksuvalmiusluotolle vaaditaan täysimääräinen vakuus ja maksuvalmiusluotosta perittävä korko on sidottu Suomen Pankin huutokauppakorkoon. Maksuvalmiusluoton korko on ollut 19.3.1998 lähtien 5.40 % eli ero huutokauppakorkoon on ollut 2 prosenttiyksikköä. Maksuvalmiusluoton maturiteetti voi olla 1 päivä tai 7, 14, 21 tai 28 päivää. Maturiteetista ja muista ehdoista päättää Suomen Pankki. Marraskuun 1997 alusta lukien maksuvalmiusluoton maturiteetti on ollut yksi päivä.

Jos pankin sekkitilin päivittäisten saldojen kuukausikeskiarvo ylittää pankin vähimmäisvarantovelvoitteen, pankilla on ns. ylimääräisiä talletuksia. Suomen Pankki voi maksaa näille talletuksille erikseen määräämänsä korkoa; maaliskuun 19. päivästä 1998 lähtien korko on ollut 1.40 %.

Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmässä ovat mukana seuraavat pankit:



Aktia Sparbank Ab  
Citibank International plc Finland Branch  
Crédit Agricole Indosuez Helsingin sivukonttori  
Den Danske Bank, Helsingin sivukonttori  
Interbank Osakepankki  
Merita Pankki Oy  
Osuuspankkien Keskuspankki Oy  
Postipankki Oy  
Skandinaviska Enskilda Banken,  
Helsingin sivukonttori  
Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori  
Unibank A.S., Helsingin sivukonttori  
Yrityspankki Skop Oy  
Ålandsbanken Ab

### **Vähimmäisvarantojärjestelmä**

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

Varantovelvollisuus on porrastettu pankkien varainhankinnan koostumuksen mukaan siten, että mitä likvidimpi jokin erä on, sitä suurempaa varantovelvollisuutta siihen sovelletaan. Varantovelvollisuus on 2 % vaadittaessa maksettaville eli likvideille talletuksille, 1.5 % muille talletuksille ja 1 % muille tase-erille. Huhtikuun 1998 lopussa vähimmäisvarantojen summa oli 6.9 mrd. markkaa ja painotettu keskimääräinen varantovelvollisuus 1.7 %.

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

Vähimmäisvarantovelvoite koskee seuraavia pankkeja:

Aktia Sparbank Ab  
Citibank International plc Finland Branch  
Crédit Agricole Indosuez Helsingin sivukonttori  
Den Danske Bank, Helsingin sivukonttori  
Gyllenberg Private Bank Oy  
Interbank Osakepankki  
Merita Pankki Oy  
Okopankki Oy  
OP-Kotipankki Oy  
Osuuspankkien Keskuspankki Oy  
Postipankki Oy  
Skandinaviska Enskilda Banken,  
Helsingin sivukonttori  
Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori  
Unibank A.S., Helsingin sivukonttori  
Yrityspankki Skop Oy  
Ålandsbanken Ab  
Muut osuuspankit ja säästöpankit

### **Sekkitilijärjestelmä**

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

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

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

---

Päivänsisäiseen luottoon oikeutetut luottolaitokset voivat muuttaa sekkitiliensä päivänsisäistä luottolimiittiä ilmoittamalla haluamansa limiitin Suomen Pankille ja toimittamalla limiitin edellyttämät Suomen Pankin hyväksymät vakuudet.

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

Sekkitilioikeus on seuraavilla:

Aktia Sparbank Ab  
Citibank International plc Finland Branch  
Crédit Agricole Indosuez Helsingin sivukonttori  
Den Danske Bank, Helsingin sivukonttori  
Gyllenberg Private Bank Oy  
HEX Oy, Helsingin Arvopaperi- ja  
johdannaispörssi, selvitysyhtiö  
Interbank Osakepankki  
Merita Pankki Oy

Omaisuudenhoitoyhtiö Arsenal Oy  
Osuuspankkien Keskuspankki Oy  
Postipankki Oy  
Skandinaviska Enskilda Banken,  
Helsingin sivukonttori  
Suomen Arvopaperikeskus Oy  
Suomen Vientiluotto Oy  
Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori  
Unibank A.S., Helsingin sivukonttori  
Yrittäjäpankki Skop Oy  
Valtiokonttori  
Ålandsbanken Ab

### **Peruskorko**

Suomen Pankin peruskorosta päättää eduskunnan pankkivaltuusto Suomen Pankin johtokunnan tekemän esityksen perusteella. Peruskorko on yksi markkinoiden käyttämä viitekorko; noin 5.5 % talletus- ja noin 12.5 % luottokannan koroista, mutta vain 0.6 % uusien luottojen koroista on sidottu peruskorkoon (maaliskuu 1998). Syyskuun 16. päivästä 1996 alkaen peruskorko on ollut 4.0 %.

---

# Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja

---

Suomen Pankin julkaisuista on saatavissa täydellinen luettelo osoitteesta Suomen Pankki, Asiakirjapalvelut/osoiterekisteri, PL 160, 00101 Helsinki, puh. (09) 1831.

## Sarjajulkaisuja

### Sarja A ISSN 1238-1683

A:100

Harry Leinonen – Veikko Saarinen **Suomalaiset maksujärjestelmäriskit ja niiden sääntely- ja valvontatarpeet.** 1998. 89 s. ISBN 951-686-565-8.

### Sarja E ISSN 1238-1691

E:9

Sinimaaria Ranki **Exchange Rates in European Monetary Integration.** 1998. 221 s. ISBN 951-686-564-X.

E:10

Kimmo Virolainen **Tax Incentives and Corporate Borrowing: Evidence from Finnish Company Panel Data.** 1998. 151 s. ISBN 951-686-573-9.

## Keskustelualoitteita

### ISSN 0785-3572

1/98

Sinimaaria Ranki **Monetary Policy in a Bipolar International Monetary System.** 1998. 46 s. ISBN 951-686-566-6.

2/98

David G. Mayes **Evolving Voluntary Rules for the Operation of the European Central Bank.** 1998. 32 s. ISBN 951-686-567-4.

3/98

Helvi Kinnunen **The Sources of Output Shocks in Finland and other EU Countries.** 1998. 21 s. ISBN 951-686-568-2.

4/98

Jukka Pirttilä **Earmarking of Environmental Taxes: Efficient, After All.** 1998. 32 s. ISBN 951-686-569-0.

5/98

Juhana Hukkinen – Matti Virén **How to Evaluate the Forecasting Performance of a Macroeconomic Model.** 1998. 25 s. ISBN 951-686-570-4.

6/98

Chris-Marie Rasi – Jan-Markus Viikari **The Time-Varying NAIRU and Potential Output in Finland.** 1998. 27 s. ISBN 951-686-571-2.

7/98

Tuomas Välimäki **The Overnight Rate of Interest under Average Reserve Requirements. Some Theoretical Aspects and the Finnish Experience.** 1998. 37 s. ISBN 951-686-572-0.

## Idäntalouksien katsauksia

### ISSN 1235-7405

1/98

Iikka Korhonen **The Sustainability of Russian Fiscal Policy.** 8 s.; Tatiana Popova – Merja Tekoniemi **Challenges to Reforming Russia's Tax System.** 18 s.; Niina Pautola **Optimal Currency Areas, EMU and the Outlook for Eastern Europe.** 25 s.

2/98

Peter Westin **Comparative Advantage and Characteristics of Russia's Trade with the European Union.** 26 s.; Urszula Kosterna **On the Road to the European Union – Some Remarks on Budgetary Performance in Transition Economies.** 31 s.

Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys vuonna 1997**. 11 s., Merja Tekoniemi **Keskuksen ja alueiden välisten suhteiden kehitys Venäjällä 1992–1997**. 10 s., Niina Pautola **Baltian talouskatsaus 1997**. 11 s., Merja Tekoniemi **Katsaus Suomen kauppaan IVY-maiden ja Baltian maiden kanssa 1990–1997**. 11 s., Tom Nordman **Kiinan talouden tila ja ongelmat**. 11 s., Merja Tekoniemi **Ukrainan talouskatsaus 1997**. 10 s., Iikka Korhonen **Keski- ja Itä-Euroopan talouskehitys 1997**. 12 s.

## Julkaisujen tiivistelmiä

### Sarjajulkaisuja

#### **Suomalaiset maksujärjestelmäriskit ja niiden sääntely- ja valvontatarpeet**

Harry Leinonen – Veikko Saarinen  
A:100

Julkaisu, joka on kirjoitettu Suomen Pankissa vuosina 1996 ja 1997 toimineen työryhmän työn pohjalta, sisältää kuvauksen maksujärjestelmien kansainvälisestä kehityksestä sekä näiden järjestelmien valvonnan ja sääntelyn yleisistä periaatteista ja haasteista. Maksujärjestelmäriskit, niiden luokittelu, arviointi ja hallintakeinot sekä maksujärjestelmien yleisen riskikehikon laatiminen muodostavat selvityksen keskeisen osan. Maksujärjestelmien valvonnan organisoinnissa käsitellään eri viranomaisten kuten Suomen Pankin ja Rahoitustarkastuksen välistä valvontayhteistyötä ja siinä noudatettavaa työnjakoa. Lopuksi esitetään maksujärjestelmien valvonnan ja sääntelyn painopistealueita, kehittämistarpeita ja kansainvälisen yhteistyön näkymiä.

Julkaisussa on erityisesti korostettu maksuja selvitysjärjestelmien kehityksen ja valvonnan uusia piirteitä, jotka johtuvat mm. Euroopan yhdentymisestä sekä maailmanlaajuisen maksujärjestelmäyhteistyön lisääntymisestä. Ne asettavat haasteita sekä keskuspankeille että pankki-valvontaviranomaisille ja edellyttävät näiltä uuden-

laista yhteistyötä valvonnan kehittämiseksi sekä systeemiriskin uhan ja erilaisten häiriöiden torjumiseksi. ■

- Asiasanat: maksujärjestelmät, maksuliike, sääntely, valvonta, riskit

#### **Exchange Rates in European Monetary Integration**

Sinimaaria Ranki  
E:9

Tutkimuksessa tarkastellaan valuuttakurssiteoriaa empiirisesti sekä analysoidaan häiriöiden välittymistä kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä. Ensimmäisessä esseessä käsitellään Euroopan valuuttajärjestelmän (EMS) vakaata viisivuotiskautta 1987–1992. Devalvaatio-odotukset johdetaan käyttäen hyväksi tavoitevyöhykemallia. Tulosten mukaan valuuttakurssien uskottavuus kasvoi tarkastelujakson loppua kohden. Saksan yhdentymisellä oli positiivisia vaikutuksia myös naapurimaihin, mutta vaikutusten hävittyä Saksan korkean korkotason seuraukset kävivät pian kestäättömiksi.

Toisessa esseessä tarkastellaan valuuttakurssimekanismin osuutta rahapolitiikassa. Tarkastelut perustuvat rahapolitiikan sääntöön, jossa painottuvat korkovaihtelun haitat ja onnistuneesta kysynnän säätelystä sekä valuuttakurssin vakaudesta saatavat hyödyt. Mallin avulla tulkitaan vektoriautoregressiivisen (VAR) mallin estimointituloksia. Tulokset osoittavat, että kotimaisten muuttujien merkitys on säilynyt suhteellisen vakaina, ulkomaisten muuttujien painoarvo on vähentynyt ja kotimaisen korkohistorian merkitys kasvanut rahapoliittisessa päätöksenteossa.

Kolmannessa esseessä pohditaan mahdollisia vaikeuksia, joihin kansainvälisen avainvaluutan keskuspankki voi joutua tasapainoillessaan inflaatiotavoitteen ja valuutan vakauden tavoitteen välillä. Valuuttakurssin merkitystä rahapolitiikassa analysoidaan kahden suuren avotalouden mallilla. Teorian avulla tulkitaan VAR-mallin estimointituloksia kahden suuren avotalouden, Yhdysvaltojen ja Saksan, havaintoaineistossa. Tulokset viittaavat siihen, että pääasiallisesti kotimaiset tarjontahäiriöt aiheuttavat muutoksia inflaatioon. Jos häiriön alkuperäinen lähde on tarjontahäiriö Yhdysvalloissa, Eurooppa voi vakauttaa valuut-

takurssin vain uhraamalla kotimaisen hintavakauden. Vaihtoehtoisesti Euroopan täytyy hyväksyä valuuttakurssin epävakaus, mutta säilyttää kotimainen hintavakaus. ■

- Asiasanat: ERM, valuuttakurssit, devalvaatio-odotukset, reaktioyhtälö, rahapolitiikka, kansainväliset riippuvuudet

### **Tax Incentives and Corporate Borrowing: Evidence from Finnish Company Panel Data**

Kimmo Virolainen  
E:10

Tutkimuksessa tarkastellaan verotuksen ja yritysten velkaantumisen välistä riippuvuutta teoreettisesti ja empiirisesti. Teoreettinen tarkastelu suoritetaan dynaamisella stokastisella mallilla, jossa otetaan huomioon yrityksen investointi- ja rahoituspäätösten välinen yhteys. Tutkimuksessa osoitetaan, että yritys voi ilman institutionaalisia rajoitteita päätyä velkaantumiseen sisäpisteoptimiin otettaessa huomioon mahdollisuus, että kaikkia kulukirjausmahdollisuuksia ei kyetä käyttämään hyväksi. Vastakkaisten tulo- ja substitutiovaikutuksien vuoksi mallin eksogeenisten muuttujien vaikutukset yrityksen optimaaliseen velkaantumiseen jäävät suurimmaksi osaksi epäselviksi. Työssä kyetään kuitenkin analyttisesti osoittamaan, että keskeisen verokiihokemuuttujan, yrityksen käytettävissä olevien korkomenojen verovähennykskorvikkeiden vaikutus velkaantumiseen vaihtelee yrityksen kannattavuuden mukaan. Tulos vahvistetaan myös simulointianaalyyssillä.

Tutkimuksen empiirisessä osassa tarkastellaan suomalaisten yritysten rahoituskäyttäytymistä vuosina 1978–1991. Kuvailevassa analyysissä luodaan katsaus suomalaisyritysten rahoitus- ja investointikäyttäytymiseen sekä verotukselliseen asemaan keskittyen rahoitusvarantojen sijasta rahoitusvirtoihin. Ekonometrisessä analyysissä hyödynnetään yritystason paneelidatua, joka kattaa 548 suomalaista teollisuusyritystä. Estimoinnissa käytetään kaksivaiheista yleistettyä momenttimenetelmää, GMM-menetelmää, havaitsemattomien yrityskohtaisten tekijöiden vaikutusten eliminoimiseksi. Ekonometriset tulokset tukevat työn teoreettisen mallin implika-

atioita ja väitettä verokiihokevaikutusten olemassaolosta. Keskeiset tulokset pätevät estimointien mukaan koko tarkasteluajanjakson ajan, vaikka verokiihokevaikutukset heikkenevät tarkasteluajanjakson jälkimmäisellä puoliskolla yritysten aloitettua sopeutumisen kohti uutta verojärjestelmää.

Kaiken kaikkiaan tutkimuksessa esitetyt tulokset tukevat väitettä, että verotekijöillä on merkittävä vaikutus yritysten rahoituspäätöksiin. Tulosten perusteella voidaan myös päätellä, että verojärjestelmän muutokset voivat huomattavasti muuttaa yritysten rahoituskäyttäytymistä. ■

- Asiasanat: verotus, yritysrahoitus, pääomarakenne

## **Keskustelualoitteita**

### **Monetary Policy in a Bipolar International Monetary System**

Sinimaaria Ranki  
1/98

Tutkimuksessa käsitellään taloudellisten häiriöiden välittymistä maasta toiseen, niiden vaikutuksia valuuttakursseihin ja valuuttakurssipolitiikan yhteensovittamista rahapolitiikan kanssa. Teoreettinen osa koostuu valtatyyppiä edustavasta kahden suuren, toisistaan riippuvaisen talouden mallista, jossa on erityisesti tarkasteltu erityyppisten häiriöiden vaikutusta inflaatiovauhteihin ja valuuttakurssiin. Empiirisessä sovelluksessa valotetaan Yhdysvaltojen ja Saksan aineiston avulla eurooppalaisten ja amerikkalaisten raho poliittisten päättäjien vaihtoehtojen vaikutuksia valuuttakursseihin. Tulosten mukaan inflaatiovauhdit riippuvat lähinnä kotimaisista tarjontahäiriöistä molemmissa tutkituissa maissa. Kun tällainen häiriö kiihdyttää kotimaista inflaatiota, se myös heikentää valuutan kurssia. Tämä merkitsee, että yksittäisen maan näkökulmasta hintojen vakauttamiseen pyrkivä rahapolitiikka voi olla yhteensopivaa valuuttakurssin vakauttamisen kanssa. Toisen maan näkökulmasta syntyy tällöin kuitenkin ristiriita valuuttakurssin ja hintojen vakauden välillä. Tämä ero aiheuttaa rahapolitiikan kansainvälisen koordinaatio-ongelman. Valuuttakurssinäkökohtien huomioon ottamista

rahopolitiikassa vaikeuttaa myös havainto, että valuuttakurssien vaihtelu näyttää olevan enimmäkseen riippumatonta tässä tutkimuksessa käsitellyistä taloudellisista perustekijöistä. ■

- Asiasanat: euro, rahapolitiikka, valuuttakurssi, häiriöiden välittyminen

### **Evolving Voluntary Rules for the Operation of the European Central Bank**

David G. Mayes

2/98

Tässä raportissa perustellaan väitettä, että huolimatta Maastrichtin sopimuksen tuottamasta merkittävästä itsenäisyydestä Euroopan keskuspankijärjestelmä (EKPJ) pyrkii rahapolitiikassaan sitoutumaan vapaaehtoisiin sääntöihin. Tämä sitoutuminen lähtee politiikan omista vaatimuksista. EKPJ:llä ei itsessään ole historiallista näyttöä menestyksellisestä hintavakauseräpolitiikasta, joskin se voi ”lainata” tähän liittyvää mainetta joistakin olemassa olevista kansallisista keskuspankeista. EKPJ:n täytyy siksi sitoutua vahvasti ja jälkikäteen todennettavasti rahapolitiikkansa periaatteisiin, jotta se olisi hyvin uskottava kaikkien niiden näkökulmasta, jotka vaikuttavat hinnanmuodostukseen. Raportissa luodaan katsaus muissa keskuspankeissa käytettyihin sääntöihin ja sääntöjärjestelmiin ja tehdään EKPJ:tä silmällä pitäen johtopäätöksiä, jotka vaativat sen poliitikalta avoimuutta, selkeyttä ja monimutkaisuuden välttämistä. Avoimuus ei pelkästään auta poistamaan pelkoa, että EKPJ voitaisiin peiteltysti saada tavoittelemaan muita päämääriä kuin hintavakautta, vaan samalla osaltaan poistaa ”demokratiavajetta” joka näin riippumattomaan laitokseen liittyy. EKPJ:n on vakuutettava suuri yleisö, hallitukset, Euroopan parlamentti ja erityisesti rahoitusmarkkinat siitä, että se tavoittelee hintavakautta tehokkaasti ja vähimmin mahdollisin kustannuksin. Vaikka ulkoiset sanktiot lienevät merkitykseltään rajalliset, EKPJ todennäköisesti haluaa tästä syystä tehdä itsestään rahapoliittisesti korostetusti ”tilivelvollisen” ja näin poistaa suurimman osan demokratiavajeesta. Raportissa päädytään siihen, että toimenpiteitä tarvitaan jo nyt EKPJ:n sitoutumiseksi tähän lähestymistapaan. ■

- Asiasanat: Euroopan keskuspankki, rahapolitiikka, uskottavuus, tilivelvollisuus, vapaaehtoiset säännöt

### **The Sources of Output Shocks in Finland and other EU Countries**

Helvi Kinnunen

3/98

Tässä selvityksessä tarkastellaan Suomen ja muiden EU-maiden tuotannon vaihtelun lähteitä. Aineistona on tuotannon muutos kansantalouden päätoimialoilla yhdeksässä EU-maassa vuosina 1978–1993. Tuotannon vaihtelun lähteinä tarkastellaan maakohtaisia ja toimialatekijöitä sekä aikatekijää, joka on yhteinen kaikille maille ja toimialoille. Vaihtelun ositus tehdään kolmiulotteisen varianssianalyysin avulla.

Suomen tuotannon kasvun häiriöt ovat muiden EU-maiden häiriöihin verrattuna selvästi enemmän lähtöisin kotimaasta. Erillinen tarkastelu aikaperiodilta ennen 1990-lukua osoittaa, että tulos ei johdu 1990-luvun alun poikkeuksellisesta lamasta. Maakohtaisen tekijän muiden EU-maiden vastaavaa tekijää keskeisempi merkitys Suomessa selittyy sillä, että 1980-luvun loppuun saakka tuotannon keskimääräinen kasvu oli Suomessa nopeampaa kuin muissa EU-maissa. Myös toimialojen väliset kasvuvauhdin erot olivat suurempia kuin muissa maissa. Lamavuosien yli ulottuvassa tarkastelussa maakohtainen suhdannevaihtelu osoittautuu Suomessa selvästi suuremmaksi häiriölähteeksi kuin muissa maissa. Lamavuosien yli ulottuvassa tarkastelussa korostuu myös Suomen suljetun sektorin tuotannon suuri heilahtelevuus. ■

- Asiasanat: tuotanto toimialoittain, häiriö, varianssijajotelma, EU-maat

### **Earmarking of Environmental Taxes: Efficient, After All**

Jukka Pirttilä

4/98

Tutkimuksessa tarkastellaan teoreettisesti ympäristöverojen korvamerkitsemisen mahdollisia etuja tilanteissa, joissa valtiovallan ja veronmaksajien välinen informaatio on epäsymmetristä.

Veronmaksajilla oletetaan olevan erilaisia mielipyyksiä ympäristöä saastuttavan kulutuksen suhteen. Valtiovallan, joka ei voi havaita näitä mielipyyseroja, oletetaan pyrkivän Pareto-tehokkaaseen veropolitiikkaan, mikä mahdollisesti sisältää tukipalkkioita veropolitiikasta kärsiville veronmaksajille. Tutkimuksessa osoitetaan, että näissä olosuhteissa ympäristöverojen korvamerkitseminen sellaisten toimenpiteiden rahoitukseen, jotka ovat hyödyllisiä ympäristöpolitiikasta kärsiville, saattaa lieventää epäsymmetriseen informaatioon liittyviä ongelmia ja tehostaa ympäristöpolitiikkaa. ■

- Asiasanat: ympäristöverotus, korvamerkitetyt verot, Pareto-tehokas verotus, second-best -analyysi

### **How to Evaluate the Forecasting Performance of a Macroeconomic Model**

Juhana Hukkinen – Matti Virén

5/98

Tutkimus käsittelee kysymystä, miten makromallin ennustekykyä voidaan kohentaa vastaamaan paremmin talouden kehitystä ja miten ennusteisiin liittyvää epävarmuutta voidaan arvioida. Pääasiallinen apuväline analyyseissa on stokastinen simulointi. Tutkimusraportissa esitetyt stokastiset simuloinnit koskevat sekä endogeenisiä että eksogeenisiä muuttujia. Simuloinnit mahdollistavat myös mallin oletetun lineaarisuuden arvioinnin. Vaihtoehtoiset dynaamiset simuloinnit antavat puolestaan kuvan mallin stabiiliudesta. Ennusteita voidaan parantaa myös vertailemalla mallin simulointituloksia ennakoivien indikaattoreiden mallilla saatuihin arvoihin. Tällainen tarkastelu on erityisen hyödyllinen, kun arvioidaan talouden lyhyen aikavälin kehitystä, jonka suhteen makromallien ennustekyky on usein verraten huono. ■

- Asiasanat: ennustaminen, makromallit, simulointi

### **The Time-Varying NAIRU and Potential Output in Finland**

Chris-Marie Rasi – Jan-Markus Viikari

6/98

Tässä tutkimuksessa arvioidaan tilastollisten menetelmien avulla vakaan inflaation työttömyysastetta, NAIRUa, ja potentiaalista tuotantoa Suomessa. Arviot perustuvat rakenteellisten aikasarjamallien / havaitsemattomien komponenttien menetelmän soveltamiseen kuluttaja-hintaindeksistä, työttömyysasteesta ja kokonaistuotannosta sekä muutamasta lisämuuttujasta koostuvaan neljännesvuosiaineistoon ajanjaksona 1982/1–1996/4. Näiden menetelmien perusajatuksen mukaan sinänsä havaitsemattomat vakaan inflaation työttömyysaste ja potentiaalinen tuotanto kytketään havaintoihin inflaatiosta, työttömyysasteesta ja tuotannosta ns. mittaus- tai havaintoyhtälöiden avulla, tässä tapauksessa Okunin lain ja Phillips-relaation avulla. Havaitsemattomien komponenttien ajallisen dynamiikan kiinnittämiseksi tutkimuksessa oletetaan, että komponentit ovat stokastisesti kehittyviä eli niiden kasvuvauhdit ovat stokastisesti vaihtelevia. Tutkimusmenetelmän keskeinen piirre on se, että vakaan inflaation työttömyysastetta ja potentiaalista tuotantoa vastaavat aikasarjat estimoidaan samanaikaisesti mallin muiden parametrien kanssa. Tulosten mukaan NAIRU ja potentiaalinen tuotanto varioivat pitkällä aikavälillä vähemmän kuin työttömyysaste ja toteutunut tuotanto. Vuoden 1991 loppupuolelle asti NAIRU on ollut toteutuneen työttömyysasteen yläpuolella. Tämän jälkeen NAIRU on jäänyt selvästi toteutunutta työttömyyttä pienemmäksi, vaikka se on trendimäisesti noussut 8–9.5 prosenttiin 1990-luvulla. ■

- Asiasanat: NAIRU, potentiaalinen tuotanto, Phillips-relaatio, rakenteelliset aikasarjamallit, havaitsemattomien komponenttien menetelmä

## **The Overnight Rate of Interest under Averaged Reserve Requirements. Some Theoretical Aspects and the Finnish Experience**

Tuomas Välimäki  
7/98

Vähimmäisvarantovelvoitteiden keskiarvoistamista pidetään usein tehokkaana keinona vaimentaa rahamarkkinoiden tuottokäyrän heilahteluja lyhyimmissä maturiteeteissa. Suomen Pankki aloitti pankkien vähimmäisvarantovelvoitteiden keskiarvoistamisen lokakuussa 1995. Rahamarkkinoiden yön yli -koron vaihtelut ovat kuitenkin voimistuneet keskiarvoistamisen aikana. Tässä keskustelualoitteessa rakennetaan yksinkertainen malli kuvaamaan pankkienvälisen yön yli -koron määräytymistä. Mallin avulla punnitaan vaikutuksia, joita mahdollisesti aiheutuu vähimmäisvarantovelvoitteen keskiarvoistamisesta ja keskuspankin reaktioista rahamarkkinahuutokau-poissa saamiinsa tarjouksiin. Keskustelualoitteen lopuksi arvioidaan lyhyesti Suomen keskiarvoistamisesta keräämiä kokemuksia järjestelmän kahden ensimmäisen käyttöönoton jälkeisen vuoden ajalta. ■

- Asiasanat: rahamarkkinahuutokaupat, vähimmäisvarantojärjestelmä, likviditeetti, keskiarvoistaminen, konveksisuus, korkojen vaihtelevuus

## **Idäntalouksien katsauksia**

### **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys vuonna 1997**

Jouko Rautava  
3/98

Venäjän talouspolitiikan ja -kehityksen kannalta vuosi 1997 oli suhteellisen värittön verrattuna edellisiin vuosiin – ensimmäisen kerran tällä vuosikymmenellä poliittista keskustelua ja arviointia eivät hallinneet tärkeät vaalit tai Tšetšenian sodan kaltaiset dramaattiset tapahtumat. Vuoden lopulla Aasian talouskriisin vaikutusten leviäminen Venäjälle toi kuitenkin esiin Venäjän finanssi- ja rahapolitiikan haavoittuvuuden ja korosti järjes-

telmäuudistusten jatkamisen tärkeyttä. Vaikka inflaatio hidastui 11 prosenttiin, valtiontalouden tila ei osoittanut paranemisen merkkejä ja budjet-tivaje oli edelleen noin 8 % suhteessa bruttokan-santuotteeseen. Tuotannossa saavutettiin kuitenkin käänne parempaan, vaikka kokonaistuotan-non kasvu jäikin vaatimattomaan 0.4 prosenttiin. Kun aikaisempina vuosina Venäjän talouspolitiikassa on keskitytty pääasiassa makrotalouden vakauttamiseen, kiinnittivät hallitus ja viranomaiset vuonna 1997 aikaisempaa enemmän huomio-ta myös yritystason kysymyksiin eli monopolien purkamiseen ja kilpailun lisäämiseen. Myös yksityistäminen sai uutta vauhtia valtion alkaessa myydä osuuksiaan suuryrityksistä. ■

- Asiasanat: Venäjä, talousuudistus, talous-politiikka, rakennemuutokset

### **Keskuksen ja alueiden välisten suhteiden kehitys Venäjällä 1992–1997**

Merja Tekoniemi  
3/98

Neuvostoliiton hajottua keskuksen ja alueiden vä-liset suhteet alkoivat etsiä uusia muotoja alueil-ta lähteneiden aloitteiden pohjalta. Huolimatta näiden suhteiden laillisesta perustasta (federaatio-sopimus, perustuslaki), vallan- ja vastuunjakoky-symyksiä ei kuitenkaan käytännössä pystytty sel-keästi ratkaisemaan. Tämä on johtanut alueet kil-pailuun keskushallinnon myöntämistä etuuksista. Alueet ovat itsenäisesti pyrkineet sopimaan kes-kuksen kanssa itselleen mahdollisimman suotui-sista järjestelyistä. Joissakin tapauksissa alue on toiminut haluamallaan tavalla ilman sopimuksia. Alueiden keskinäinen yhteistyö on maantieteelli-sesti suhteellisen laajaa, mutta käytännössä teho-tonta. Federaatiosopimuksen ja perustuslain tul-kinnanvaraiset pykälät ovat ajoittain kiristäneet suhteita sekä alueiden välillä että suhteessa kes-kushallintoon. Keskushallinto on luonut aluesuh-teita lähinnä uudistusmielisten kuvernöörien ja presidentin alue-edustajien kautta. Nykyisessä tilanteessa olisi tärkeää täsmentää keskuksen ja alueiden välistä vastuun- ja vallanjakoa, tasoittaa alueiden välisiä suuria elintasoeroja ja edistää maan säilymistä yhtenäisenä kokonaisuutena. ■

- Asiasanat: Venäjä, alueet, fiskaalifederalismi



## **Baltian talouskatsaus 1997**

Niina Pautola

3/98

Kokonaistuotanto kasvoi vuonna 1997 nopeasti kaikissa Baltian maissa. Virossa tuotannon kasvu oli niin nopeaa, että useat tarkkailijat huolestuivat maan talouden ylikuumenemisesta. Inflaatio hidastui edelleen kaikissa maissa edellisvuotisesta, mutta Virossa kuluttajahintojen nousu kiihtyi vuoden loppua kohden. Ulkomaankauppa oli edelleen selvästi alijäämäistä kaikissa Baltian maissa. Tämä on merkinnyt myös suuria vaihtotaseiden alijäämiä. Kaikissa Baltian maissa pankkien luotonanto kasvoi viime vuonna selvästi, mutta nopeinta kasvu oli Virossa, jossa keskuspankki kiristi pankkeja koskevia määräyksiä loppuvuodesta hillitkseen lainanantoa. Viime vuonna yksityistämisen päähuomio keskittyi suuriin yrityksiin. ■

- Asiasanat: Viro, Latvia, Liettua, talouskehitys, inflaatio, ulkomaankauppa

## **Katsaus Suomen kauppaan IVY-maiden ja Baltian maiden kanssa 1990–1997**

Merja Tekoniemi

3/98

1990-luvun alkuvuosiin ajoittuneiden clearing-järjestelmän lakkauttamisen ja Neuvostoliiton hajoamisen seurauksena Suomen ulkomaankauppa IVY-maiden ja Baltian kanssa supistui merkittävästi. Viime vuosina ja erityisesti vuonna 1997 kauppa kasvoi kuitenkin voimakkaasti. 1990-luvulla myös kaupan rakenne on muuttunut. Vaikka Venäjän osuus Suomen kaupasta IVY-maiden ja Baltian kanssa on huomattava, Baltian ja erityisesti Viron merkitys kauppakumppanina on jatkuvasti kasvanut. ■

- Asiasanat: ulkomaankauppa, Suomi, IVY, Venäjä, Baltia

## **Kiinan talouden tila ja ongelmat**

Tom Nordman

3/98

Kiinan talouden kasvu jatkui voimakkaana vuonna 1997, mutta Aasian kriisi lisäsi epävarmuutta ja riskejä. Kiinan talouden kasvu jatkui voimakkaana 1997, samalla kun talouden tasapaino vahvistui. Inflaatio laantui, vaihtotase säilyi selvästi ylijäämäisenä tuntuvan kotimaisen säästämisen ansiosta ja keskuspankin valuuttavaranto vahvistui merkittävästi. Talouspolitiikan painopiste siirtyi vuoden aikana inflaation taltuttamisesta kotimaisen kysynnän elvyttämiseen. Syyskuun kansalliskongressissa talouden reformipolitiikka sai entistä voimakkaamman painotuksen. Talouden kehittyessä myös ongelmat ovat käyneet vaikeammiksi. Keskeisiksi tavoitteiksi nostettiin nyt koko valtavan valtionyrityssektorin modernisointi ja tehostaminen. Tähän ongelmaan ja tehtävään liittyy kiinteästi myös valtion neljän liikepankin tervehdyttäminen. Useita Aasian maita ravisteleva talouskriisi ei ole ainakaan vielä levinnyt Kiinaan, ja Kiinalla on hyvät edellytykset välttää ajautumasta samanlaisiin ongelmiin. Ratkaisevaa on, riittääkö talouden kasvu luomaan työpaikkoja niille miljoonille työntekijöille, jotka joutuvat työttömiksi valtionyritysten tervehdyttämisen yhteydessä. ■

- Asiasanat: Kiina, kansalliskongressi, valtionyritykset, valtionpankit, kasvu, devalvaatio, työllisyys

## **Ukrainan talouskatsaus 1997**

Merja Tekoniemi

3/98

Ukrainan talouden kehitys vuonna 1997 oli olennaisesti heikompaa kuin vuonna 1996. Aasian finanssimarkkinakriisi pahensi maan omia ongelmia, ja seurauksena oli korkojen nousu, valtiontalouden vajeen syveneminen ja grivnan ajautuminen ulos valuuttaputkestaan. Valtion palkka-, eläke- ja sosiaalimaksurästejä ei saatu maksettua. Rakenneuudistukset eivät edenneet toivotulla tavalla. Ulkomaankauppa kärsi Venäjän Ukrainalle asettamasta arvonnlisäverosta. Ukrainan ulkomaisten investointien määrä kasvoi vuonna 1997 selvästi, mutta on edelleen vaatimaton. Po-

---

sitiivisiä kehityssuuntia olivat inflaation ja BKT:n pienenemisen hidastuminen vuodesta 1996. ■

- Asiasanat: Ukraina, talouskehitys, talouspolitiikka

**Keski- ja Itä-Euroopan talouskehitys  
1997**  
likka Korhonen  
3/98

Taluskasvu oli vuonna 1997 varsin epäyhte- näistä Keski- ja Itä-Euroopan siirtymätalouksis- sa. Romania ja Bulgaria kokivat pahan talous- kriisin, ja niiden kokonaistuotannon muutos oli jopa negatiivinen. Puolassa ja etenkin Slovaki- assa kotimainen kysyntä kasvoi niin voimakkaasti, että maiden ulkoisen tasapainon kestävyyttä epäiltiin. Kasvun odotetaan kiihtyvän jonkin ver- ran vuonna 1998, koska vienti kasvaneen Länsi- Euroopan talouksien elpyessä.

Myös maiden inflaatiot erosivat toisistaan hyvin paljon. Bulgaria koki alkuvuonna hyperin-

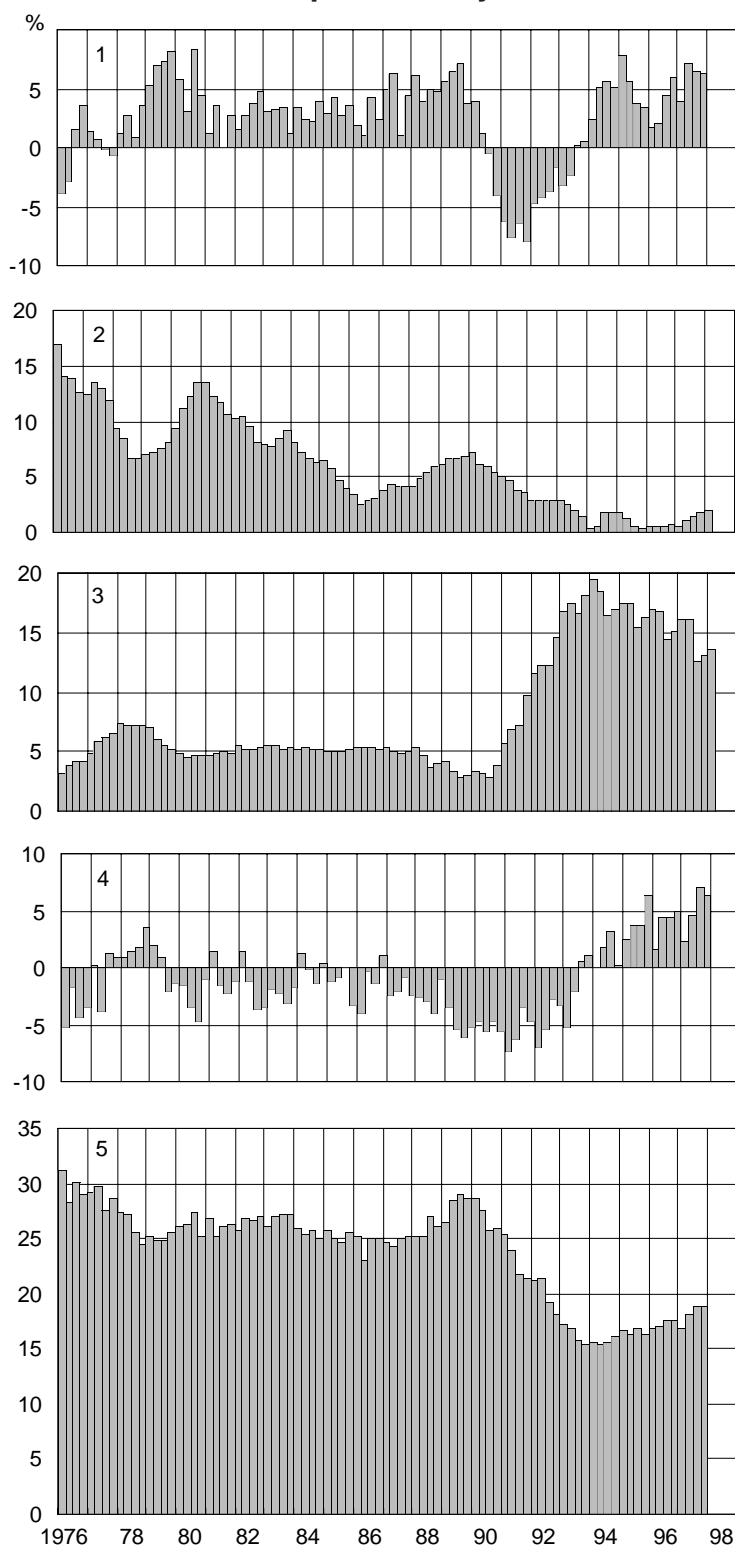
flaation, kun taas joissakin maissa vuosi-inflaa- tio on jo alle 10 %. Tšekki joutui päästämään va- luuttansa kellumaan toukokuussa spekulatiivisen hyökkäyksen jälkeen, ja tämän takia sen inflaatio kiihtyi jonkin verran viime vuonna. Tänä vuonna inflaatio hidastunee suurimmissa osassa Keski- ja Itä-Eurooppaa.

Suurimmalla osalla Keski- ja Itä-Euroopan talouksista oli vuonna 1997 sekä vaihtotaseen että julkisen sektorin vaje. Puolassa vaihtotaseen vaje kasvoi, mutta muissa maissa se pääosin pie- neni. Tšekissä vajeen supistuminen johtui osaksi valuutan heikkenemisestä. Useimmissa maissa myös julkisen sektorin alijäämä supistui viime vuonna. Joissakin maissa tämä oli suotuisan ta- louskehityksen seurausta, mutta esimerkiksi Bul- gariassa vajeen supistamiseen pakotti se, että käyttöön otettiin valuuttakomiteajärjestelmä, jo- ka estää vajeen keskuspankkirahoituksen. ■

- Asiasanat: Keski- ja Itä-Eurooppa, siirtymätaloudet, talouskehitys, työttömyys, vakauttaminen, ulkomaankauppa

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

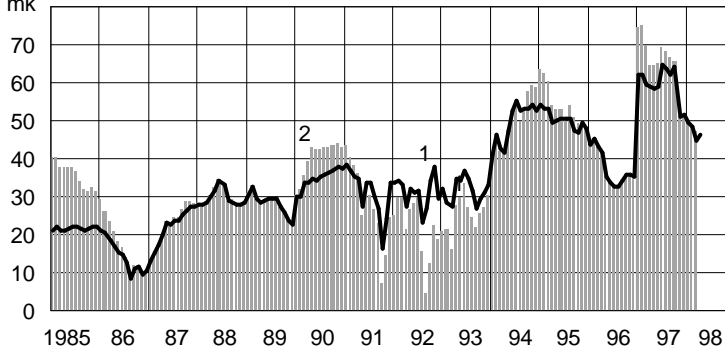
## 1. Keskeiset tasapainomuuttujat



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

## 2. Suomen Pankin valuuttavaranto

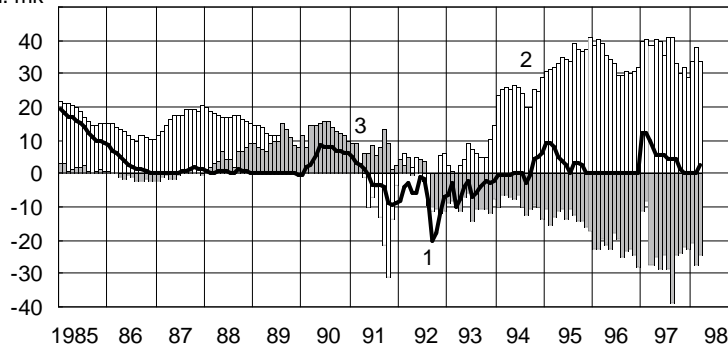
Mrd. mk



1. Vaihdeettava valuuttavaranto
2. Vaihdeettava valuuttavaranto + termiinasema

## 3. Valuuttatermiinisopimukset

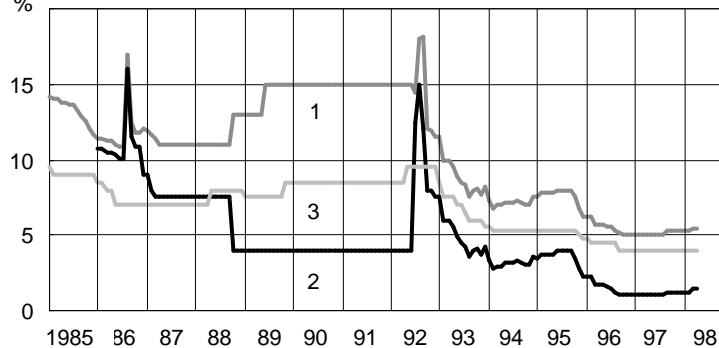
Mrd. mk



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

## 4. Suomen Pankin korkoja

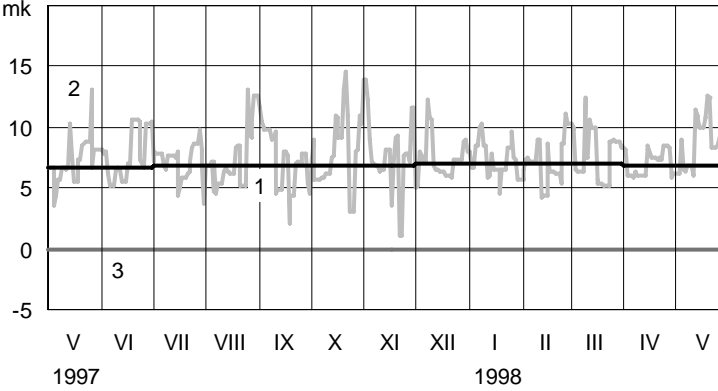
%



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

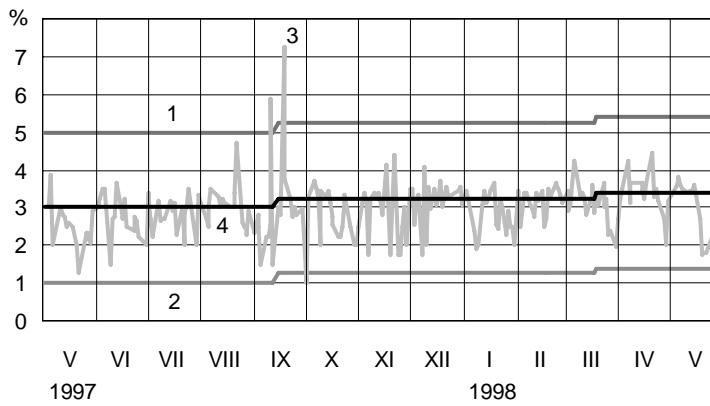
## 5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa

Mrd. mk



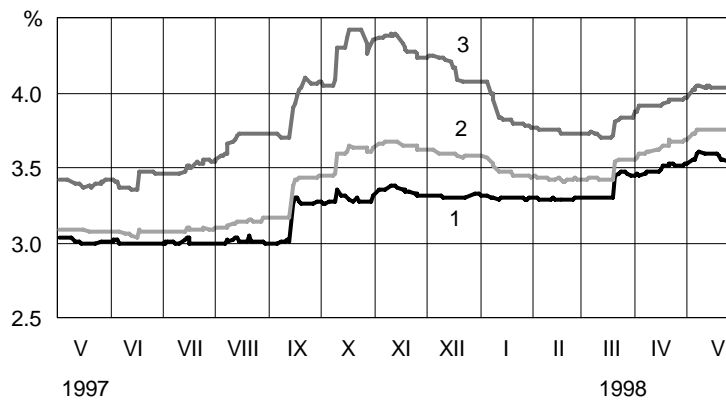
1. Vähimmäisvarantovelvoite
2. Vähimmäisvarantalletukset
3. Maksuvalmiusluotot (-)

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



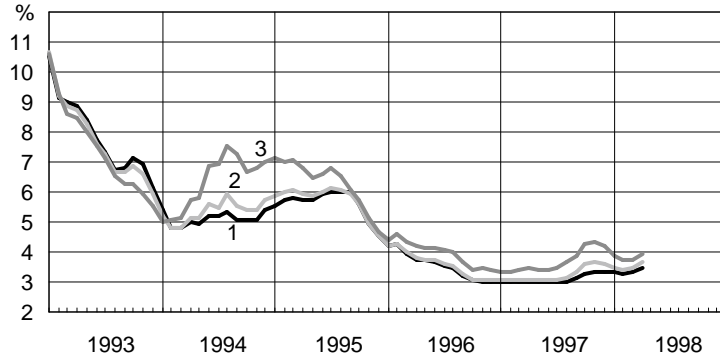
1. Maksuvalmiusluoton korko
2. Ylimääräisten talletusten korko
3. Pankkien välinen yön yli -korke
4. Huutokauppakorko

## 7. Päivittäisiä heliborkorkoja



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

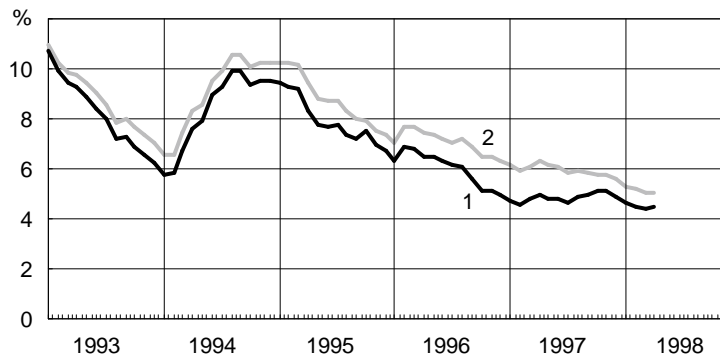
## 8. Kuukausittaisia heliborkorkoja



Kuukausikeskiarvoja

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

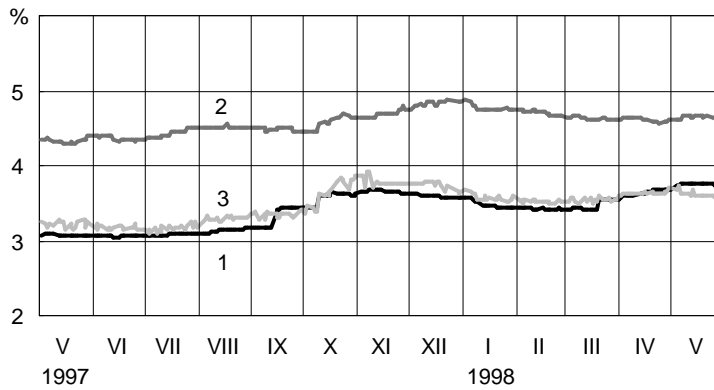
## 9. Obligaatiokorkoja



Kuukausikeskiarvoja

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

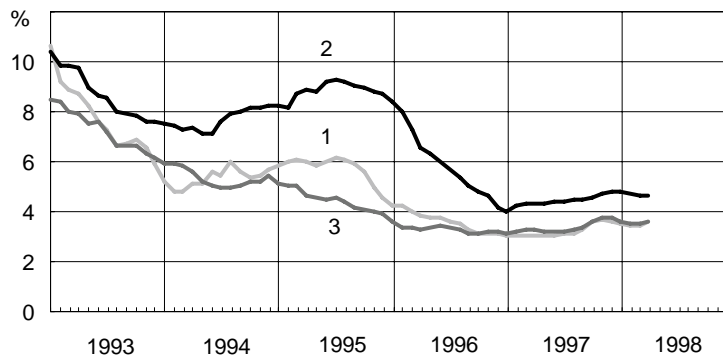
## 10. Koti- ja ulkomaisia korkoja, päivittäin



3 kuukauden korkoja

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

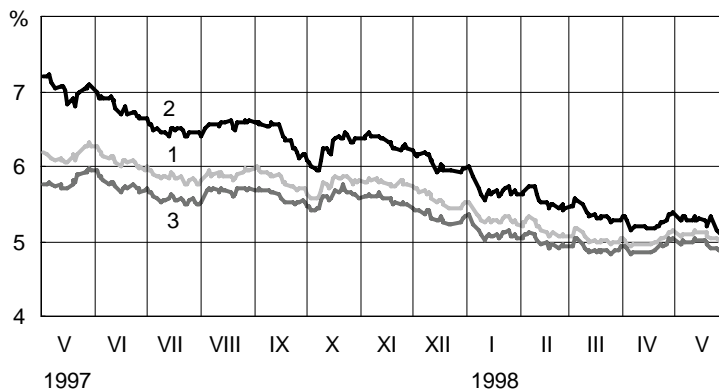
### 11. Koti- ja ulkomaisia korkoja, kuukausittain



3 kuukauden korkoja

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

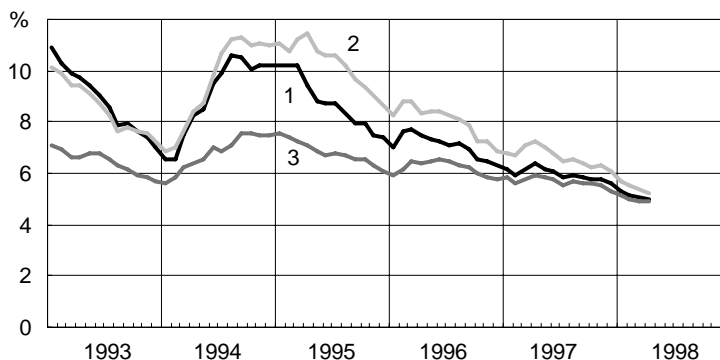
### 12. Koti- ja ulkomaisia korkoja, päivittäin



10 vuoden  
obligaatiokorkoja

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

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



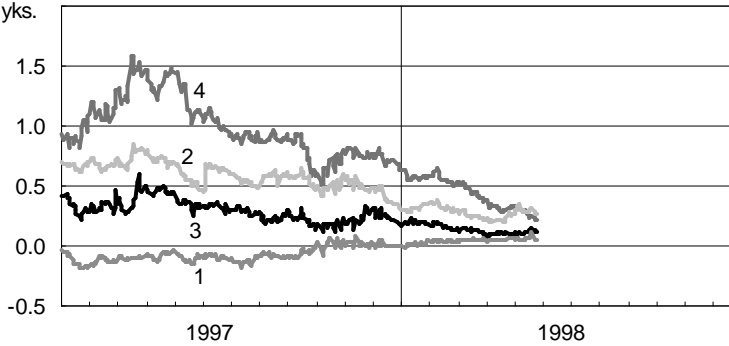
10 vuoden  
obligaatiokorkoja

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



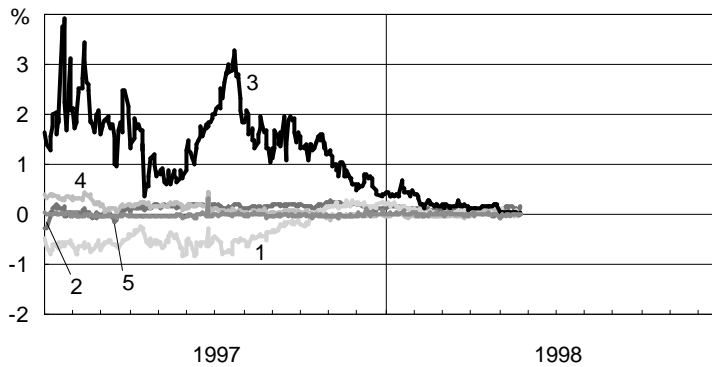
### 14. 10 vuoden korkojen ero Saksaan nähden

pros.yks.



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

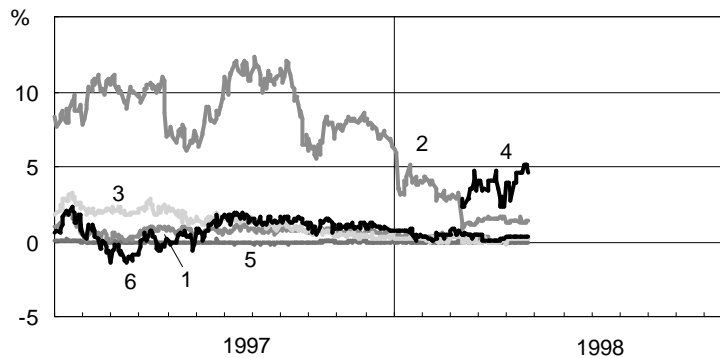
### 15. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan



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

Käyrä nousee, valuutta vahvistuu suhteessa D-markkaan

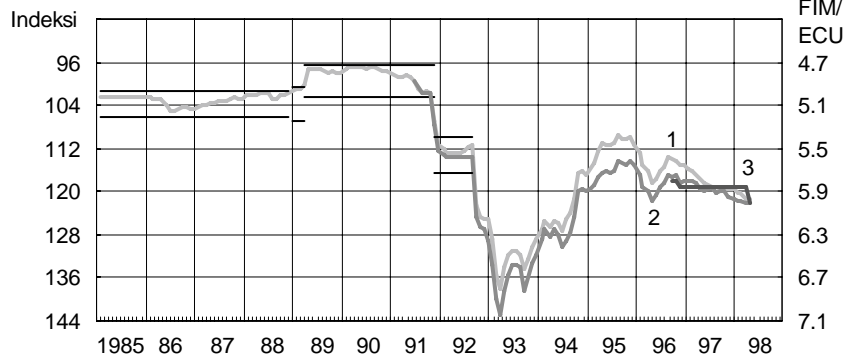
### 16. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan



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

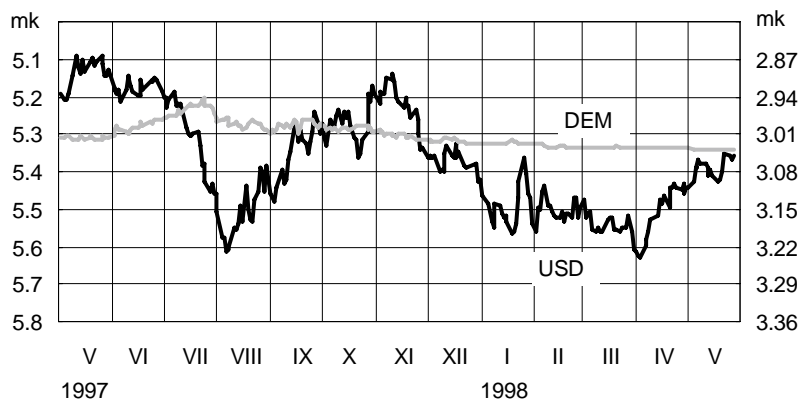
Käyrä nousee, valuutta vahvistuu suhteessa D-markkaan

### 17. Markan ulkoinen arvo



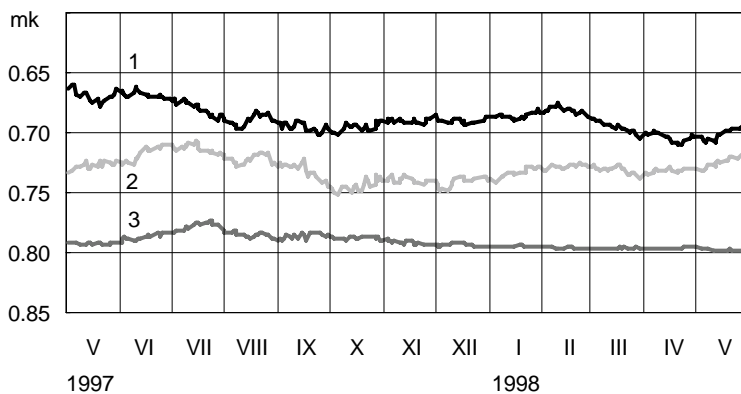
- FIM/  
ECU Kuukausikeskiarvoja
- 4.7 1. Suomen Pankin valuuttaindeksi (vasen asteikko)
  - 5.1
  - 5.5 2. Ecun markkakurssi 7.6.1991 alkaen (oikea asteikko)
  - 5.9
  - 6.3 3. Ecun keskuskurssi 14.10.1996 alkaen (oikea asteikko)
  - 6.7
  - 7.1

### 18. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkakurssit



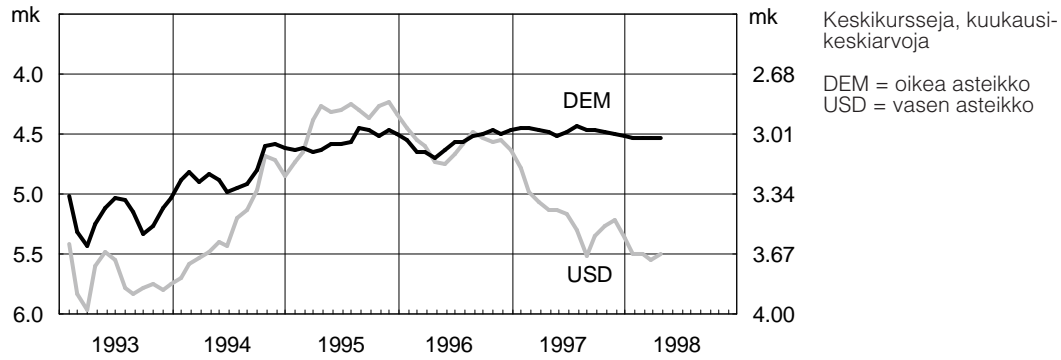
- mk Keskikursseja
- 2.87 DEM = oikea asteikko
  - 2.94 USD = vasen asteikko
  - 3.01
  - 3.08
  - 3.15
  - 3.22
  - 3.29
  - 3.36

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

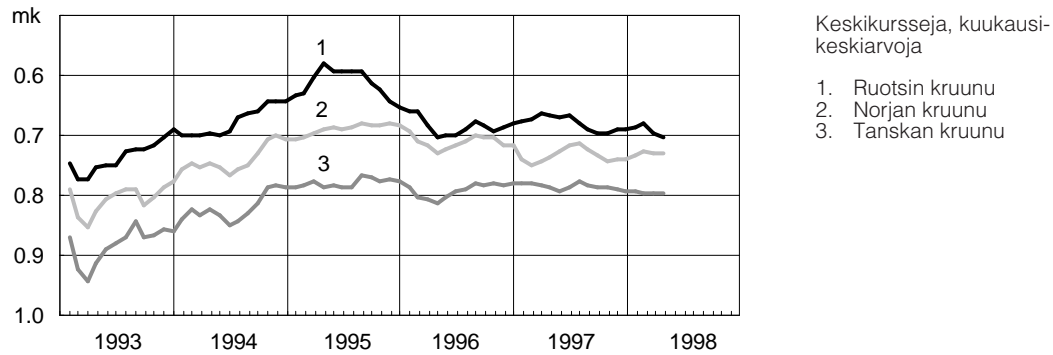


- Keskikursseja
- 1. Ruotsin kruunu
  - 2. Norjan kruunu
  - 3. Tanskan kruunu

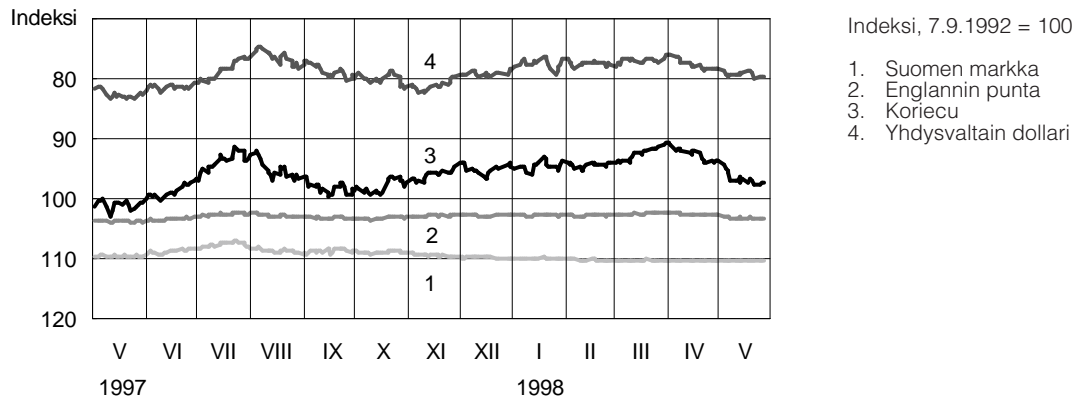
## 20. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkaurssit



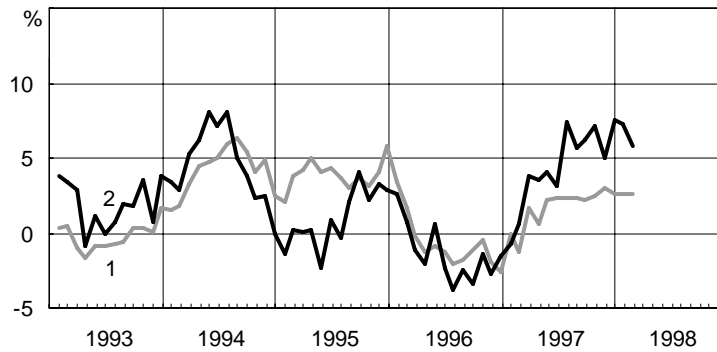
## 21. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkaurssit



## 22. Eräiden valuuttojen kurssit suhteessa Saksan markkaan



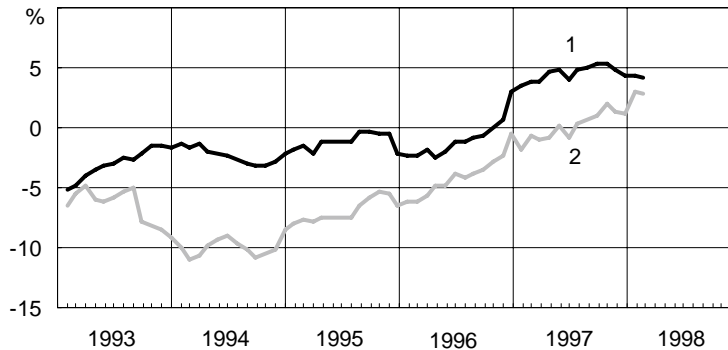
### 23. Pankkien ottolainaus yleisöltä



1. Markkatalletukset
2. Koko ottolainaus

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

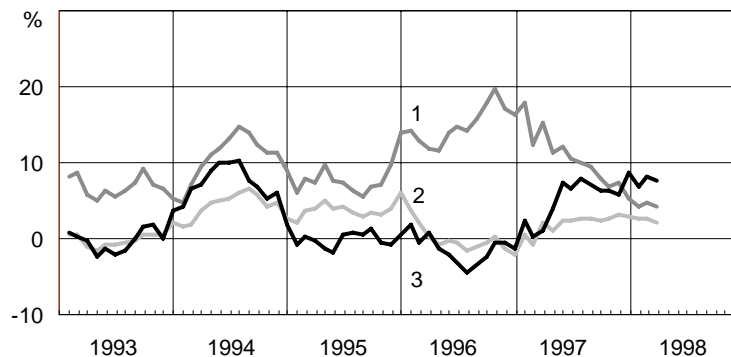
### 24. Pankkien luotot yleisölle



1. Markka-antolainaus
2. Markka- ja valuuttaluotot

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

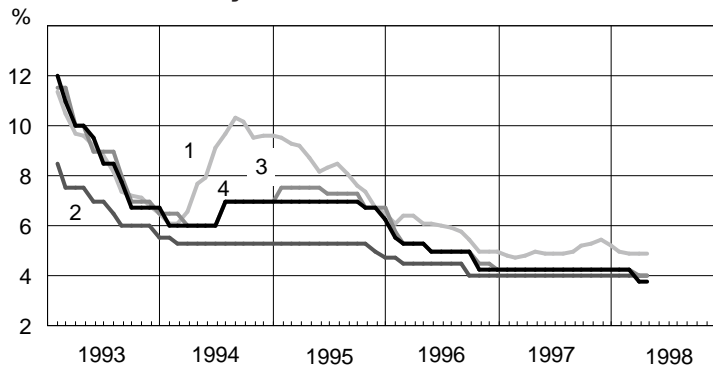
### 25. Raha-aggregaatit



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

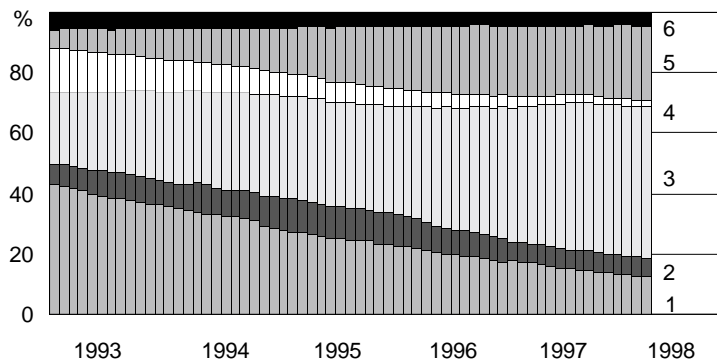
Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

## 26. Viitekorkoja



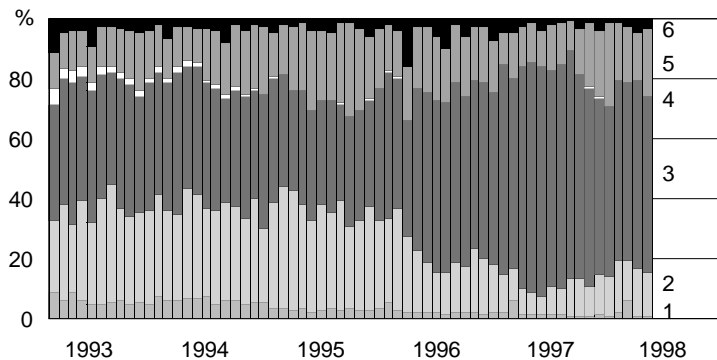
1. Suomen Pankin kolmen vuoden viitekorko
2. Peruskorko
3. Postipankki Oy:n primekorko
4. Osuuspankkiryhmän primekorko

## 27. Pankkien markkaluottokannan korkosidonnaisuudet



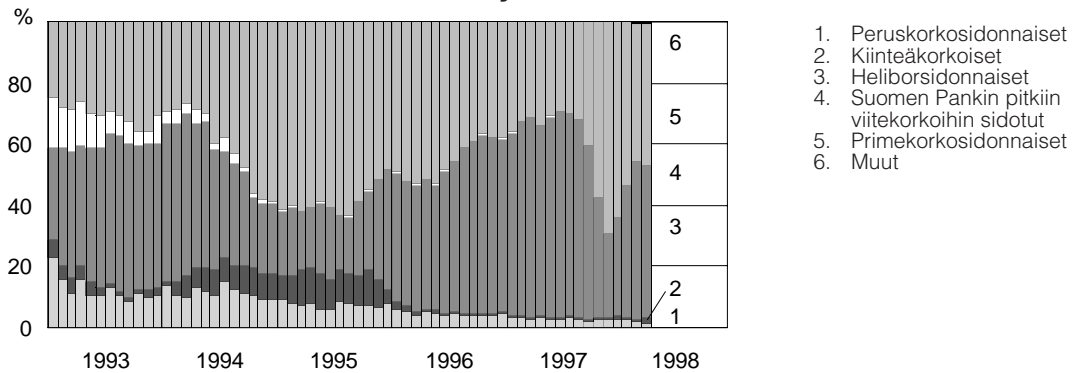
1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Primekorkosidonnaiset
6. Muut

## 28. Pankkien uusien markkaluottojen korkosidonnaisuudet

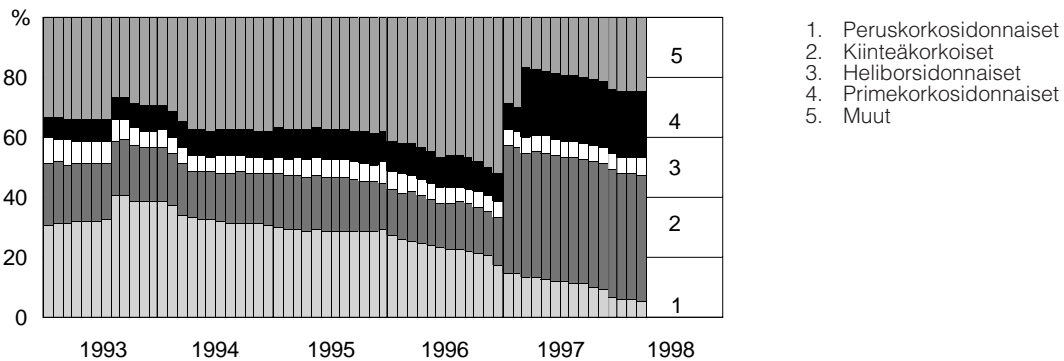


1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Primekorkosidonnaiset
6. Muut

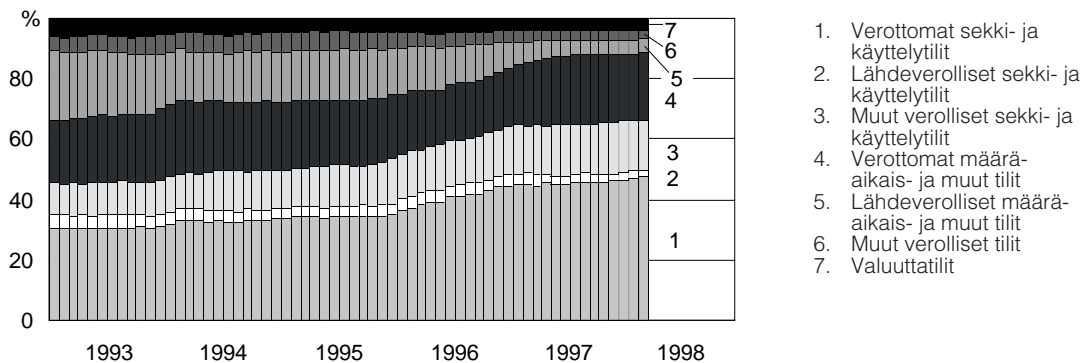
### 29. Pankkien uusien asuntoluottojen korkosidonnaisuudet



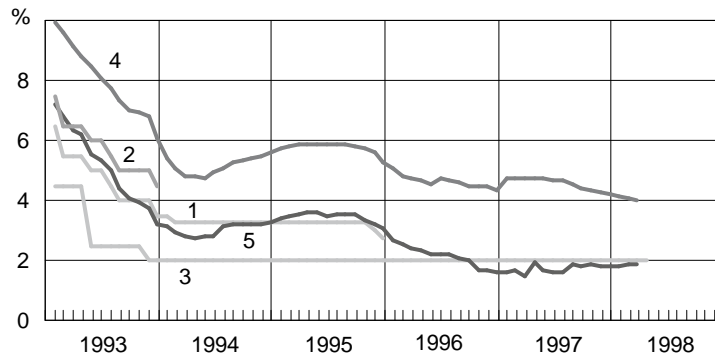
### 30. Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet



### 31. Pankkien talletuskannan rakenne

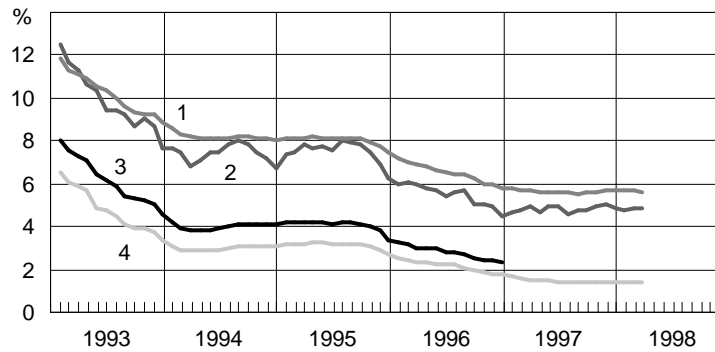


### 32. Pankkien talletuskorot



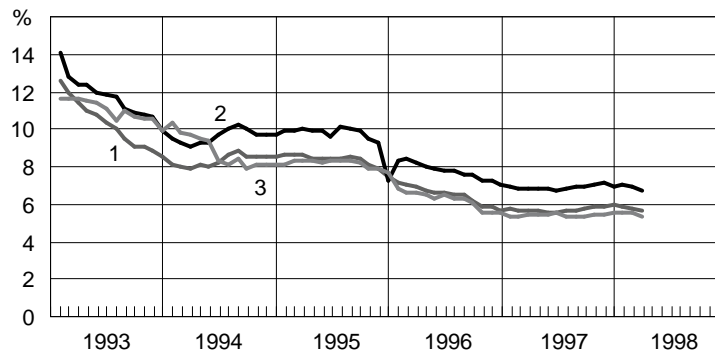
1. 24 kuukauden verottoman talletustilin korko
2. 36 kuukauden verottoman talletustilin korko
3. Verottoman käyttelytilin enimmäiskorko
4. Lähdeverollisten määräaikaistilien keskimarko
5. Lähdeverollisten käyttelytilien (ml. sekkitilit) keskimarko

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



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

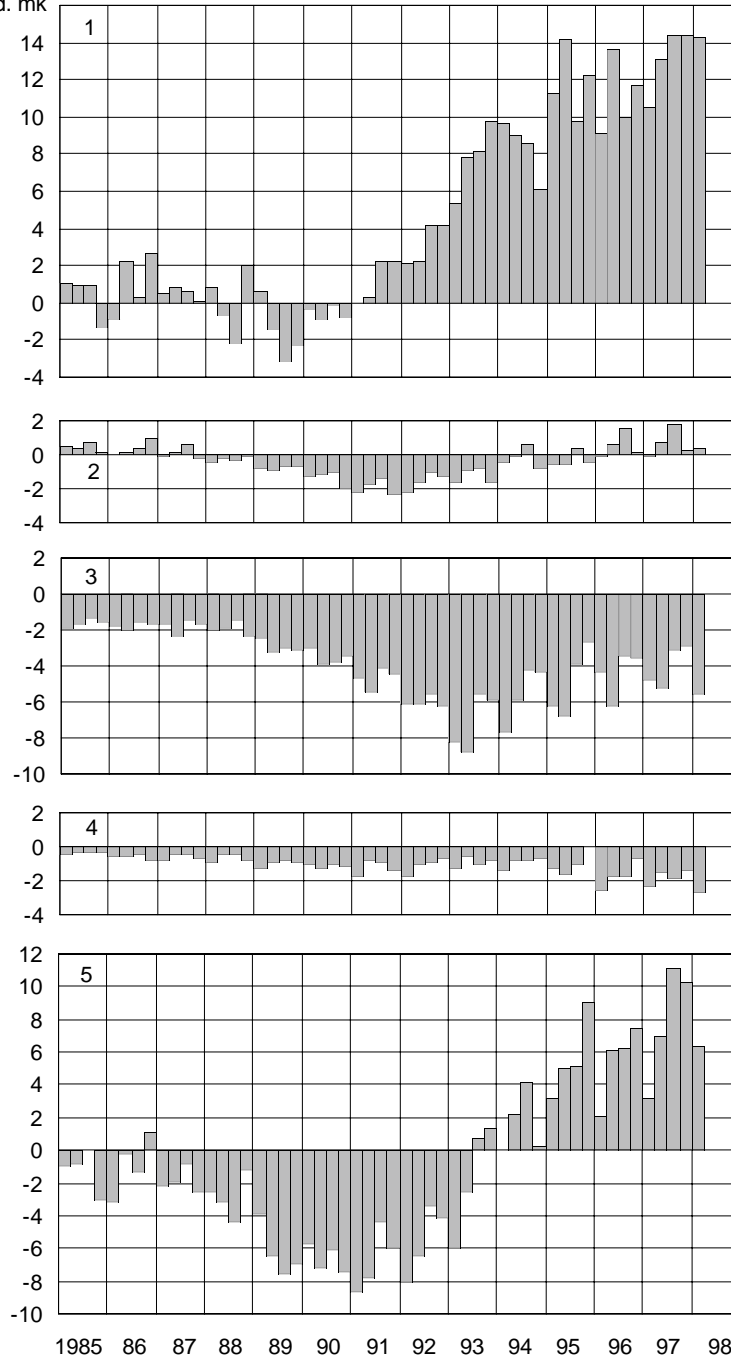
### 34. Pankkien uusien kotitalousluottojen keskimarkoja



1. Asuntoluotot
2. Kulutusluotot
3. Opintoluotot

### 35. Vaihtotase

Mrd. mk

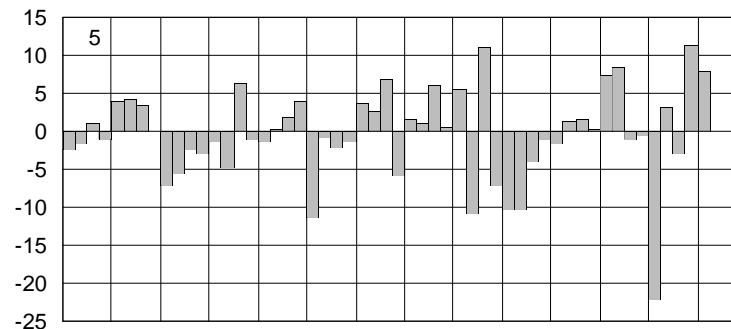
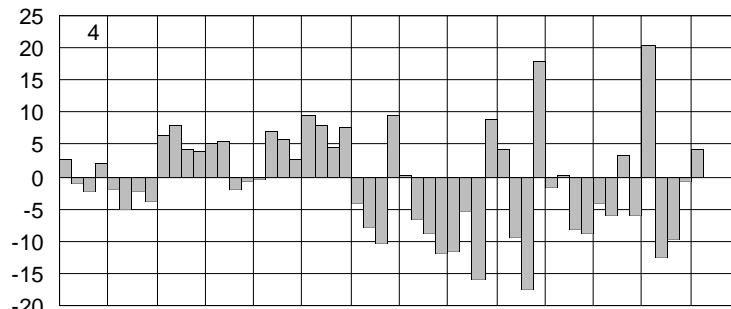
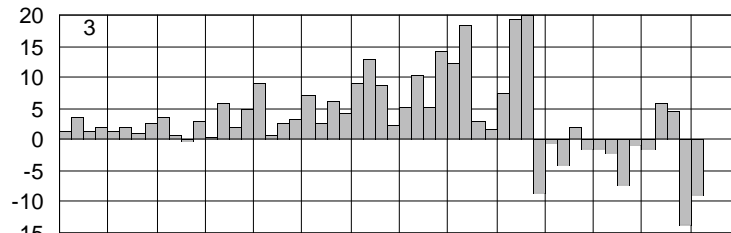
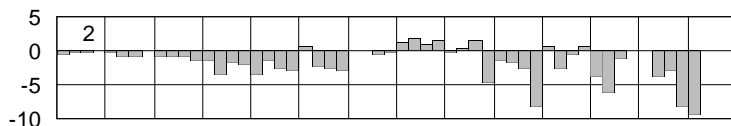
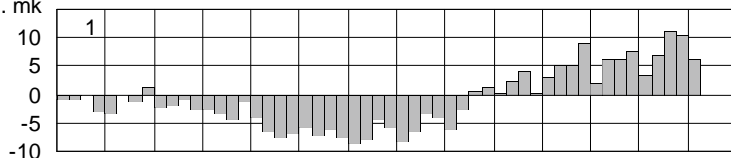


1. Kauppatase
2. Palvelutase
3. Pääomankorvaukset
4. Tulonsiirrot ja muut
5. Vaihtotase



### 36. Maksutase

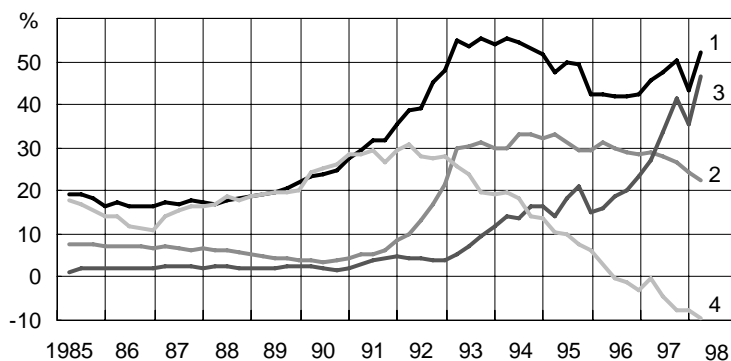
Mrd. mk



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

1985 86 87 88 89 90 91 92 93 94 95 96 97 98

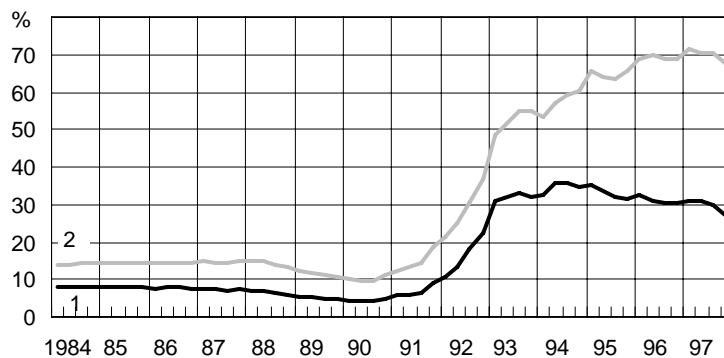
### 37. Suomen ulkomainen nettovelka



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

% BKT:sta

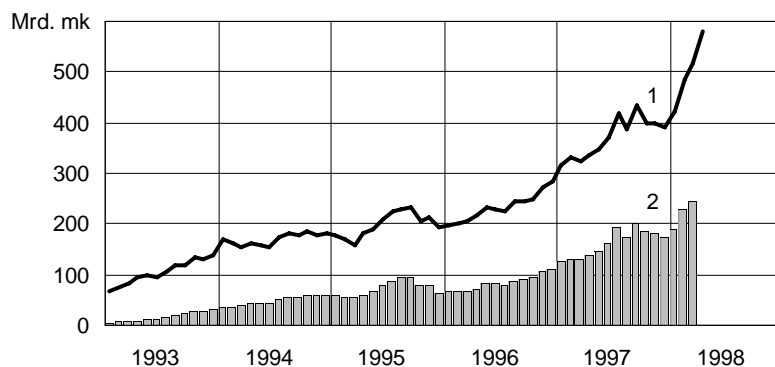
### 38. Valtion velka



1. Valuuttamääräinen
2. Yhteensä

% BKT:sta

### 39. Osakemarkkinat



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

---

# Suomen Pankki 5.6.1998

---

## Eduskunnan pankkivaltuusto

Ilkka Kanerva, puheenjohtaja  
Johannes Koskinen, varapuheenjohtaja  
Olavi Ala-Nissilä

Kimmo Sasi  
Tuulikki Hämäläinen  
Mauri Pekkarinen

Virpa Puisto  
Martti Korhonen  
Anneli Jätteenmäki

Anton Mäkelä, pankkivaltuuston sihteeri

---

## Johtokunta

Matti Vanhala, johtokunnan puheenjohtaja  
Esko Ollila  
Matti Louekoski  
Matti Korhonen

Heikki T. Hämäläinen, johtokunnan sihteeri

---

## Johtaja

Pentti Koivikko

---

## Osastot ja yksiköt

### Hallinto-osasto

Urpo Levo

### Henkilöstöosasto

Aura Laento

#### Johtokunnan neuvonantaja

Anton Mäkelä

### Johdon sihteeristö

Heikki T. Hämäläinen

### Julkaisu- ja kielipalvelut

Antero Arimo

### Kansainvälinen sihteeristö

Kjell Peter Söderlund

### Kansantalouden osasto

Antti Suvanto

### Kehitysyksikkö

Esa Ojanen

### Lakiasiat

Arno Lindgren

### Laskentaosasto

Esa Ojanen oto.

### Maksuliikeosasto

Raimo Hyvärinen

### Maksuvälineosasto

Antti Heinonen

### Markkinaoperaatioiden os.

Markus Fogelholm

### Rahapolitiikan osasto

Pentti Pikkarainen

#### Johtokunnan neuvonantaja

Kari Puumanen

### Rahoitusmarkkinaosasto

Heikki Koskenkylä

#### Johtokunnan neuvonantaja

Ralf Pauli

### Tarkastusyksikkö

Taina Kivelä

### Tiedotus

Antti Juusela

### Tietojenkäsittelyosasto

Pertti Simola

### Tietopalveluosasto

Martti Lehtonen

### Turvallisuus

Jyrki Ahvonen

### Tutkimusosasto

Juha Tarkka

#### Johtokunnan neuvonantaja

David Mayes

### Siirtymätalouksien laitos

Pekka Sutela

---

## Haarakonttorit

Kuopio, Oulu, Tampere, Turku

---

## Rahoitustarkastus

Kaarlo Jännäri, johtaja

---