

Markka & talous 4/98

Markka & talous ilmestyy vuoden 1999 alusta lähtien Euro & talous -nimisenä.

Sisällys

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne 3

Suomen rahoitusjärjestelmän vakaus 10

Matti Vanhala
Rahapolitiikka 1999 16

Matti Vanhala
Euron på världsmarknaden och i Europa 23

Jarmo Kontulainen ja Maritta Nieminen
Viitekorkojärjestelmän muutokset talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen siirryttäessä 28

Timo Tyrväinen
Onko talous- ja rahaliitossa tilaa inflaatioeroille? 33

Helvi Kinnunen
Kotimaiset tekijät syventäneet tuotannon vaihtelua Suomessa 38

Euroopan keskuspankkitoimintojen testaus 44

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita koskevia toimenpiteitä 46

Rahapolitiikan välineet 47

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja 51

Kuviot K1

Suomen Pankin organisaatio

MARKKA&TALOUS

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

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

Kaakkois-Aasiasta runsas vuosi sitten alkaneen talous- ja rahoituskriisin leviäminen Venäjälle, Etelä-Amerikkaan ja moniin kehittyviin talouksiin on heikentänyt maailmantalouden näkymiä syksyn kuluessa. Kriisi on tuonut epävarmuutta ja voimakkaita heilahteluita maailman finanssi- ja valuuttamarkkinoille, kun sijoittajat ovat etsineet turvaa riskeiltä. Kriisin vuoksi raaka-aineiden hinnat ja öljyn maailmanmarkkinahinnat ovat laskeneet selvästi, mikä on vähentänyt inflaatiopaineita teollisuusmaissa yleisesti. Useat keskuspankit ovat reagoineet inflaatiopaineiden vähenemiseen laskemalla keskeisiä ohjauskorkojaan. Euroalueen keskuspankit tekivät samoin joulukuun alussa. Päätöstä perusteltiin maltillisten hintanäkymien lisäksi kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden epävarmuudella.

Taloudellisten ongelmien syveneminen ja leviäminen maailmalla on heittänyt varjonsa myös euromaiden kasvunäkymien ylle. Talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alkaminen on kuitenkin tuntuvasti vähentänyt kriisin raha- ja valuuttakurssivaikutuksia euroalueella. Vaikutukset ovat lähinnä nähtävissä odotusten, mielialojen ja ennusteiden synkkenemisenä. Kriisin reaalityaloudellisten vaikutusten arvioidaan jäävän suhteellisen vähäiseksi ja euroalueen kasvunäkymiä pidetään edelleen kohtuullisen hyvinä. Ennusteet arvioivat euromaiden kansantuotteen kasvun ensi vuonna olevan 2 ½ prosentin tuntu-
massa. Kasvun hidastuminen vuonna 1999 joh-
tuu pitkälti viennin supistumisesta. Inflaation hi-

Lähiaikojen inflaatiopaineet ovat euroalueella pienet, mikä on mahdollistanut korkotason pysymisen historiallisen alhaalla. Myös Suomessa inflaatio ja inflaatio-odotukset ovat nopeasta kasvusta huolimatta pysyneet vähäisinä. Suomen taloudellinen tilanne onkin otollinen yhteisen rahapolitiikan aloitukselle.

dastuminen, työllisyyden paraneminen, korkojen lasku ja vaihtosuhteen paraneminen puolestaan tukevat euromaiden kotimaista kysyntää.

Suomen talouden tilanne on otollinen yhteisen rahapolitiikan aloitukselle. Inflaatio ja inflaatio-odotukset ovat nopeasta kasvusta huolimatta pysyneet vähäisinä. Yritysten ra-

hoitusrakenne, kannattavuus ja kilpailukyky ovat kohentuneet viime vuosien hyvien tulosten ansiosta, kotitalouksien velkaantuneisuus on vähentynyt 1980-luvun alun tasolle ja julkisen talouden rahoitusasema on kääntynyt ylijäämäiseksi. Talouteen on saatu siten rakennetuksi puskureita lyhytaikaisen taantumun varalle. Toisaalta julkinen velka on vielä varsin suuri ja työttömyys huomattava.

Euroalueen muodostavien maiden talouksien lähentyminen on kokonaisuudessaan toteutunut viime vuosina yllättävän hyvin. Taustalla on ollut poliittisten päätöksentekijöiden ja työmarkkinajärjestöjen vahva sitoutuminen rahaliittoon. Inflaationäkymien pysyminen maltillisina on mahdollistanut historiallisen alhaisen korkotason koko euroalueella. Kuluneen syksyn aikana korkoja ovat alentaneet ne euromaiden keskuspankit, joiden korot ovat olleet ydinmaidan korkoja korkeammat. Tämän vuoksi euroalueen keskimääräinen korkotasolaski syksyn kuluessa yli puoli prosenttiyksikköä¹. Joulukuun alun koron-

¹ Euroalueen rahapolitiikan vuoden 1999 haasteista ja Suomen talouden näkymistä tarkemmin pääjohtaja Matti Vanhalan artikkelissa tässä lehdessä.

alennusten jälkeen kaikkien euroalueen keskuspankkien ohjauskorot Italiaa lukuunottamatta olivat 3.0 %. Tämä tarkoittaa, että EKP:n aloituskorkeus vuodenvaihteessa on tällä tasolla. Suomen Pankki laski samassa yhteydessä peruskorkoa 4.0 prosentista 3.5 prosenttiin.

Julkisen talouden rahoitusjäämät supistuivat vuoteen 1997 saakka lupaavasti. Ennusteiden mukaan julkisen talouden rahoitusaseman tervehdyttäminen etenee kuitenkin tänä ja ensi vuonna hitaasti, vaikka useat maat ovat vielä kaukana vakaus- ja kasvusopimuksen tavoitteesta. Euroopan komission ennusteen mukaan euroalueen maiden julkisen talouden rakenteellinen alijäämä ei tänä vuonna supistu juuri lainkaan.

Monilla tahoilla on vaadittu euroalueen korkojen laskua. Keskimääräinen korkotaso onkin alentunut loppuvuodesta, kun ylimmät korot ovat lähestyneet alimpia. Varsinkaan toteutetun koronalennuksen jälkeen rahapolitiikka ei rajoita kotimaisen kysynnän eikä euroalueen sisäisen ulkomaankaupan kasvua. Korot ovat USA:n korkoja alemmat, ja euroalueen vaihtotase pysyy ennusteiden mukaan selvästi ylijäämäisenä. Ennusteiden mukaan hintavakaus ei ole uhattuna. Tämän edellytyksenä on, että finanssipolitiikkaa ei kevennetä tavalla, joka synnyttäisi epäilyksiä, että vakaus- ja kasvusopimuksen tavoitteista ollaan tinkimässä.

Joulukuun alussa Euroopan keskuspankin neuvosto päätti rahan määrän viitearvosta. Viitearvo määritellään laajan rahan määrän kasvuvauhdille. Laajaan rahan käsitteeseen luetaan käteisrahan ja pankkitalletusten lisäksi yleisön hallussa olevat rahamarkkinarahasto-osuudet ja lyhytaikaiset velkapaperit. Rahan määrän kasvun viitearvo on 4½ %. Viitearvoa arvioidaan uudelleen ensi vuoden joulukuussa. Viitearvo on yhteensopiva hintavakauden, tuotannon potentiaalisen kasvun sekä rahan kiertonopeuden trendin kanssa.

Yhdysvalloissa kevennetty rahapolitiikkaa

Yhdysvaltojen keskuspankki on keventänyt rahapolitiikkaansa syksyn mittaan kolmeen otteeseen. Koron alentamisilla on ollut rahoitusmarkkinoita rauhoittava vaikutus. Dollari on vahvistunut päävaluuttoihin nähden, osakkeiden kurssit ovat kääntyneet nousuun ja luottolaman riski on vähentynyt. Huolimatta suurista heilahteluista osakekurssit ovat Yhdysvalloissa edelleen en-

nätyksellisen korkealla; verrattuna 90-luvun alkuun taso on kaksinkertaistunut. Positiivista näkökymää viestittivät myös uutiset Yhdysvaltain talouden kasvun jatkumisesta odotettua ripeämpänä kolmannella neljänneksellä. Tulevaan talouskehitykseen liittyvät riskit ovat kuitenkin kasvaneet, mikä näkyy muun muassa riskipitoisen yritysrahoituksen kalleutena verrattuna turvallisenä pidettyihin valtionobligatioihin. Markkinatilanteen rauhoittumisesta huolimatta on edelleen todennäköistä, että rahoitusmarkkinoiden vaihtelut jatkuvat suurina ja että likviditeettiongelmat eivät ole vielä poissa päiväjärjestyksestä.

Japanin talous on syvissä vaikeuksissa. Laman syveneminen on seurausta kuluttajien ja yrittäjien heikosta luottamuksesta, mutta Japanin talouden sisäsyntyisten ongelmien lisäksi myös Aasian kriisi on heikentänyt yhä taloudellista tilannetta. Maan taloutta on elvytetty mittavilla elvytyspaketeilla ja pankkien luotonantokykyä on pyritty palauttamaan huomattavin tukitoimin. Tuotanto supistuu kuitenkin edelleen, mikä on ehkä suurin este Aasian ja muun maailman elpymiselle. Japanin bruttokansantuote on supistunut tämän vuoden kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana noin 3 % edellisvuotisesta. Vientiteollisuus, joka on ollut lähes ainoa kasvua tukeva talouden sektori, on kärsinyt lähialueiden maiden valuuttakurssien heikkenemisestä ja syksyn kuluessa myös jenin vahvistumisesta suhteessa dollariin.

Maaikantatalouden rahoituskriisin syvenemisen uhka on viime aikoina pienentynyt. Tähän ovat vaikuttaneet mm. Japanin hallituksen merkittävät toimet pankkikriisin hoitamiseksi ja Yhdysvaltain rahapolitiikan linjan kääntäminen kevenevään suuntaan sekä Brasilian tukipaketti. Myös eräät Kaakkois-Aasian kriisitaloudet osoittavat yhä selkeämpiä elpymisen merkkejä, kun osakemarkkinat ovat vahvistuneet, korot laskeneet ja valuuttakurssit toipuneet.

Euromaissa korot historiallisen alhaiset

Euromaiden oma suhdannedynamiikka, toteutettu julkisen talouden tervehdyttäminen ja euron syntyyn liittyvä optimismi yhdessä alhaisten korkojen ja Aasian kriisin myötä vähentyneiden inflaationäkymien kanssa pitävät yllä kotimaista kysyntää euromaissa. Tämä merkitsee myös mahdollisuutta euroalueen sisäisen ulkomaankaupan kasvun jatkumiseen.

Euromaiden edelleen vahvana pysyvä kokonaistuotannon kasvu viittaa siihen, ettei kuluttajien luottamus ole maailmantalouden ongelmista huolimatta juuri heikentynyt. Euromaista näyttääkin tulevan maailmantalouden veturi lähivuosiksi, kun euron kurssi on suhteellisen vahva ja vaihtosuhte on parantunut ja kasvattanut euro maiden ostovoimaa. Euroopan komission ennusteen mukaan euromaiden kasvu hidastuu tämän vuoden 3 prosentista vain vähän, 2,7 prosenttiin, vuonna 1999.

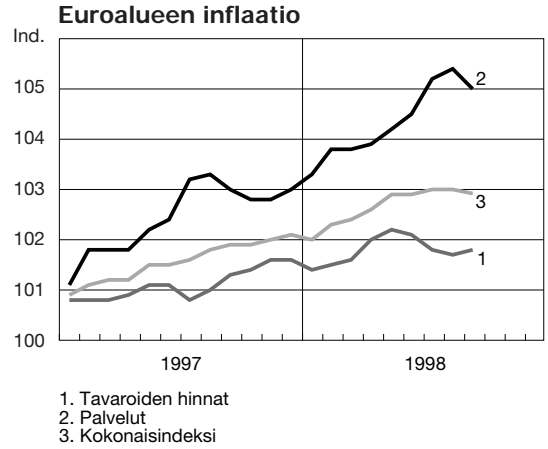
Aasian kriisi ja syksyn kuluessa vahvistunut euro ovat hidastaneet kuitenkin voimakkaasti euromaiden viennin kasvua. Teollisuuden luottamus ja teollisuustuotannon kasvu ovat selvästi heikentyneet paitsi USA:ssa ja Japanissa myös euromaissa.

Euromaiden inflaationäkymät eivät ole sanotavasti muuttuneet viime aikoina. Lähiaikojen inflatiopaineet nähdään vähäisiksi varsinkin, kun kokonaistuotannon kasvu on lievästi hidastumassa. Keskimääräinen inflatiiovauhti on yhdenmukaisella kuluttajahintaindeksillä mitattuna runsaan yhden prosentin tuntumassa. Inflatiiovauhti euromaiden välillä vaihtelee Ranskan 0,5 prosentista Irlannin 2,6 prosenttiin. Myöskään alustavat arviot euroalueen rahan määrän kehityksestä eivät viittaa inflatiopaineiden lisääntymiseen. Alkuvuonna laaja rahan määrä on kasvanut noin 5 prosentin vuosivauhtia.

Deflaatiota ei euroalueella kuitenkaan ole näkyvissä. Inflatiopaineiden vähäisyys on nimittäin pitkälle sidoksissa euromaiden alhaisiin tuontihintoihin. Kotimaisia hintapaineita osoittaa palveluiden hintojen yleinen noin 2 prosentin nousu (kuvio 1).

Suurimmassa euromaassa Saksassa kotimaisen kysynnän kasvu oli vuoden alkupuoliskolla entistä selkeämmin talouden kasvun taustalla. Komissio ennustaa Saksan kasvun hidastuvan tämän vuoden 2,8 prosentista 2,2 prosenttiin vuonna 1999. Ranskassa kokonaistuotanto on kasvanut runsaan 3 prosentin vauhtia jo kolmen neljänneksen aikana alkaen viime vuoden viimeisestä neljänneksestä. Kysyntää tukee kuluttajien optimismi; kuluttajien luottamusindeksi nousikin syyskuussa kaikkien aikojen korkeimpaan lukemaan. Myös Ranskan kasvun odotetaan vaimenevan tämän vuoden loppupuolella ja ensi vuoden alussa runsaaseen 2 prosenttiin.

Kuvio 1.



Suomessa kasvu pysyy vakaana

Suomessa talouden kasvun arvioidaan hidastuvan kuten muissakin euromaissa, mutta pysyvän silti muiden euromaiden kasvua ripeämpänä. Vielä kesällä nähty talouden ylikuumenemisen riski on hälventynyt, mutta myöskään tuotannon suurta romahdusvaaraa ei ole näköpiirissä, vaikka uhkakuvia maailmantalouden kehityksestä on syksyn kuluessa esiintynyt. Kasvun painopiste on siirtymässä selvästi kotimaisen kysynnän varaan, kuten muissakin euromaissa.

Vienti kasvoi vielä alkuvuodesta voimakkaasti vanhan tilauskannan turvin sekä metsäettä metalliteollisuudessa. Aasian kriisin syveneminen ja laajeneminen alkoi kuitenkin heijastua viennin kasvuun kesäkuukausien aikana niin, että viennin kuukausikasvu pysähtyi. Vienti Aasian maihin on supistunut lähes puoleen aiemmasta. Myös Venäjän-vienti on vähentynyt selvästi.

Lokakuun suhdannebarometrin mukaan teollisuuden suhdannenäkymät heikkenivät voimakkaasti kaikilla toimialoilla. Jopa perinteiset kotimarkkinasektorin toimialat, kuten elintarviketeollisuus, graafinen teollisuus ja rakennusteollisuus, odottavat suhdanteiden heikkenevän Venäjän kriisin vuoksi. Teollisuusyritykset odottavat tuotannon määrän kasvun jatkuvan mutta hidastuvana. Kasvu on viime kuukausina kuitenkin jäänyt lähinnä elektroniikkateollisuuden varaan. Teollisuuden investointien kasvu on jäänyt vaatimattomaksi kaikilla toimialoilla. Toisaalta inves-

Tuontihintojen halpeneminen hillitsee inflaatiota

Euroalueen inflaatiövauhti on viime kuukausina pysynyt edelleen hitaana. Merkkejä inflaation merkittävästä kiihtymisestä lähitulevaisuudessa euroalueen ydinmaissa ei ole juuri havaittavissa. Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin mukaan euroalueen inflaatiövauhti oli lokakuussa keskimäärin 1.0 %. Myös jatkossa se tulee olemaan maltillinen tuontihintojen halpenemisen vuoksi.

Inflaatiopaineita euroalueella on vähentänyt tuontihintojen halpeneminen. Tämä on suurelta osin seurausta Aasian kriisin ja öljyn yllätarjonnan vuoksi alentuneista raaka-aineiden maailmanmarkkinahinnoista. Euroalueen kuluttajahintaindeksin mukaan energiatuotteet maksoivat kuluttajille syyskuussa liki 4 % vähemmän kuin vuotta aiemmin. Tämä hillitsi euroalueen inflaatiota 0.3 prosenttiyksikköä syyskuussa.

Tuontitavaroiden ja erityisesti energiatuotteiden halpeneminen on hidastanut kaikkien tavaroiden hintojen nousuvauhtia viime kuukausien aikana. Euroalueen kuluttajalle tavarat maksoivat syyskuussa vain 0.7 % enemmän kuin vuotta aiemmin. Maittaiset erot ovat viime kuukausina säilyneet suhteellisen vakaina; Saksassa, Ranskassa ja Belgiassa tavaroiden hinnat eivät juuri ole nousseet viime vuoden syyskuusta, mutta Irlannissa, Espanjassa ja Italiassa ne olivat liki 2 % kalliimpia kuin vuotta aiemmin.

Palvelut ovat sen sijaan kallistuneet koko alkuvuoden euroalueella noin 2 prosentin vuosivauhtia. Lisäksi maittaiset erot kasvuvauhteissa ovat jonkin verran kasvaneet viime kuukausien aikana. Saksassa ja Ranskassa ei

ole havaittavissa palvelujen hintojen nousuvauhdin kiihtymistä. Sen sijaan niissä euroalueen reunamaissa, joissa tämänhetkinen noususuhdanne on edennyt muita pitemmälle eli Irlannissa, Portugalissa ja Espanjassa, palveluiden hintojen nousuvauhtikin on viime kuukausien aikana kiihtynyt noin 4 prosenttiin. Tuotantokapasiteetin vajaakäyttöisyyden väheneminen ja työmarkkinatilanteen kiristymisen saattavat edelleen kiihdyttää näiden maiden inflaatiota euroalueen keskimääräistä vauhtia nopeammaksi.

Suomessa kuluttajahintojen nousu, joka oli vuoden 1998 alussa nopeampaa kuin euromaiden keskimääräisen tason. Syyskuussa hintojen nousuvauhti tilapäisesti kuitenkin hieman kiihtyi eräiden palveluiden, erityisesti puheluiden ja matkojen, kallistumisen seurauksena. Lokakuussa inflaatiövauhti hidastui ja yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi nousi 1.1 % viime vuoden syyskuusta. Inflaatiota hillitsivät eniten lokakuussa lainojen leimaverojen poistuminen sekä kevyen polttoöljyn, bensiinin ja kahvin halpeneminen.

Inflaatio Euroopassa lokakuussa 1998 (YKHI)

Luxemburg	0.5	Portugali	2.5
Ranska	0.5	Irlanti	2.6
Saksa	0.6	<i>Euromaat</i>	<i>1.0</i>
Belgia	0.7		
Itävalta	0.7	Ruotsi	0.1
Suomi	1.1	Tanska	1.1
Alankomaat	1.5	Iso-Britannia	1.3
Espanja	1.6	Kreikka	4.5
Italia	1.9	<i>EU15</i>	<i>1.2</i>

toinnit kotimaahan ovat olleet aiempaa tehokkaampia, kun suhteellisen pienillä investoinneilla on saatu paljon tuotantoa aikaan.

Kuluttajien luottamusindikaattori on viime kuukausina heikentynyt jonkin verran. Indikaattorin pisteluku on parin viime vuoden aikana pysytellyt korkeana saldoluvun 15 tuntumassa, mutta on nyt laskenut vuosien 1994 ja 1995 lukuun eli tasolle 10, mikä on edelleen Irlannin

ja Alankomaiden jälkeen EU-maiden korkein. Luottamus oman talouden myönteiseen kehitykseen on pysynyt vakaana, mutta odotukset yleisestä taloudellisesta kehityksestä ovat heikentyneet selvästi. Työllisyyden koheneminen ja reaalitulojen kasvu ovat pitäneet yllä kuluttajien luottamusta. Asuntojen hintojen nousu on vielä jatkunut, mikä pörssin alamäestä huolimatta pitää yllä uskoa kotimarkkinoihin. Yksityisen ku-

lutuksen kasvu onkin ollut alkuvuodesta vahvaa, kun erityisesti auto- ja tukkukaupan myynti kasvoi. Kulutuksen näkymät ovat verrattain hyvät, mikäli maailmantalouden epävakaus tasaantuu eikä vaikuta merkittävästi kotitalouksien odotuksiin.

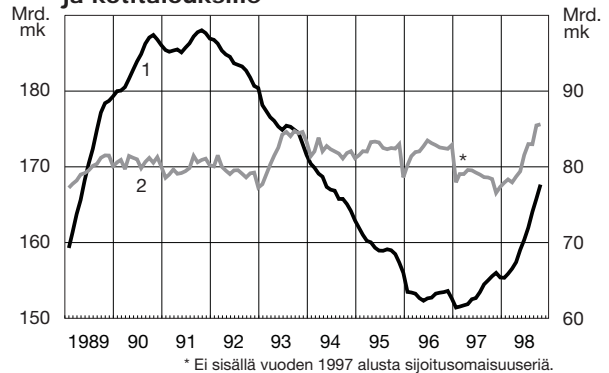
Kuluttajabarometrin mukaan kotitalouksien lainanotto- ja asunnonostoaiheet ovat pysyneet vahvoina. Pankkiluottojen, erityisesti asuntoluottojen, kysyntä onkin lisääntynyt kuluvan vuoden keväästä lähtien erittäin nopeasti, kun kotitaloudet ovat alhaisen koron ja optimististen odotusten kannustamana entistä valmiimpia hankkimaan asunnon velkarahoituksen turvin. Kotitalouksien luotonkysynnän kasvua on tukenut myös muuttoliike kasvukeskuksiin. Kotitalouksien asuntoluottojen kokonaismäärä on lisääntynyt jo yli viime vuosikymmenen vaihteen edellisen ennätyksen. Toukokuun alussa toteutettu luottojen leimaveron poisto nopeutti tilapäisesti luotonottoa ja aiheutti sen, että vanhoja lainoja muunnettiin halpakorkoisemmiksi. Asuntoluottojen kysyntää on piristänyt myös pankkien korkokilpailu, joka on laskenut uusien asuntoluottojen korkoja. Elo-syyskuussa asuntoluottojen nostot nousivat jo uudelle ennätystasolle (kuvio 2).

Asuntojen hinnat ovat jatkaneet reipasta nousuaan, ja ennen pitkää ollaan jo lähestymässä viime vuosikymmenen vaihteen huipun nimellistä hintatasoa. Reaalinen hintataso on kuitenkin vielä kolmanneksen tuolloista alempi. Asuntomarkkinoiden ylikuumenemisen riski on edelleen olemassa varsinkin kasvukeskuksissa, missä on voimakkaan muuttoliikkeen vuoksi syntynyt pulaa vuokra- ja omistusasunnoista. Myös liike- ja toimistorakentamisen keskittyminen synnyttää paineita tuotantoresursseihin ja pyrkii nostamaan rakennuskustannuksia. Tarjoushinnat ovat nousseet edelleen. Rakennuskustannukset ovat myös kasvaneet yleistä inflaatiovauhtia nopeammin, mutta parina viime kuukautena hintojen nousu on jo pysähtynyt.

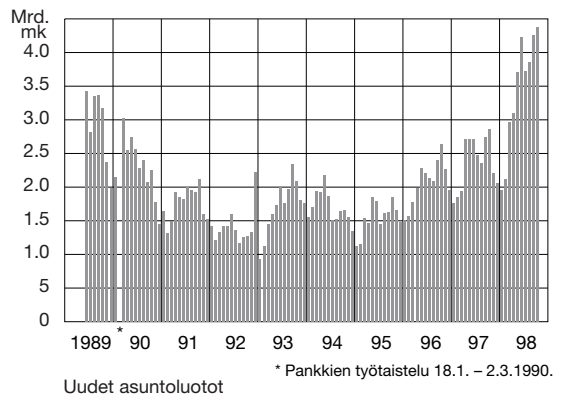
Rakentamisen tuotannon kasvu on myös hidastunut alkuvuoden voimakkaan kasvuvaiheen jälkeen. Rakentamisen luottamusindikaattori, joka lasketaan yritysten tilauskannan ja niiden odottaman työvoimakehityksen perusteella, kääntyi vuoden kolmannella neljänneksellä osoittamaan selvää laskua. Asuntorakentamisen nopeimman kasvun vaihe on jo taittumassa, ja myös rakennuslupien määrä on vähentynyt. Rakennusalalla

Kuvio 2.

Pankkien markkaluotonanto yrityksille ja kotitalouksille



- 1. Kotitalousluottojen kanta (vasen asteikko)
- 2. Yritysluottojen kanta (oikea asteikko)



myyntihintaodotukset ovat hivenen pienentyneet, mikä tekee uusien kohteiden aloittamisen epävarmimmaksi, vaikka kannattavuus on vielä hyvä.

Kokonaistuotannon kasvu jatkuu verraten voimakkaana yksityisen kulutuksen kasvun ja rakentamisen ansiosta. Kasvuvauhdin ennustetaan kuitenkin selvästi hidastuvan. Teollisuustuotannon määrän kasvu on itse asiassa jo pysähtynyt, kun sähköteknistä teollisuutta ei oteta huomioon. Työllisyyden kasvu jatkuu palvelutuotannon aloilla; sen sijaan teollisuuden ja rakennustoiminnan työllisyyden kasvu on hidastunut. Työttömyys vähenee melko hitaasti, sillä työvoiman tarjonta on lisääntynyt viime aikoina lähes työvoiman kysyntää vastaavasti. Työvoiman tarjonnan ja kysynnän sekä alueellinen että ammatill-

Pankkien markkaluottojen kysyntä vilkastunut

Pankkien myöntämien markkamääräisten luottojen määrä on tänä vuonna alkanut selkeästi kasvaa, kun se talouslaman jälkeiset vuodet pysyi lähes muuttumattomana. Tällä hetkellä markkaluottokanta on jo suurempi kuin vuoden 1990 lopun kanta. Lokakuussa markkaluottokannan 12 kuukauden kasvu lisääntyi noin 9 prosenttiin ja elo-lokakuun kasvu vuositasolle muutettuna noin 15 prosenttiin. Tammi-lokakuussa markkaluottojen määrä lisääntyi 25 mrd. markkaa ja oli lokakuun lopussa yli 300 mrd. markkaa.

Tämän vuosikymmenen alun kokonaisluotonannon määrää ei tosin vielä ole läheskään saavutettu, koska valuuttamääräisten luottojen määrä on tällä hetkellä vähäinen. Pankit välittivät ulkomailta 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alussa valuuttamääräisiä luottoja yli 100 mrd. markan edestä, kun tällä hetkellä valuuttamääräisten luottojen määrä on vain runsas 10 mrd. markkaa.

Luottojen kysynnän vilkastuminen ei ole juuri näkynyt rahamäärien kehityksessä. Rahan määrien kasvuvauhdit ovat jo pitkän aikaa pysytelleet maltillisina.

Luottokannan kasvun taustalla on kotitalousluottojen kysynnän lisääntyminen. Kotitalousluottojen määrä alkoi lievästi kasvaa jo vuoden 1997 aikana, mutta vasta tänä vuonna kasvuvauhti on selkeästi nopeutunut. Uusia asuntoluottoja on nostettu tänä vuonna enimmillään yli 4 mrd. markkaa kuukaudessa, kun keskimääräiset kuukausinostot parin edellisen vuoden aikana olivat noin 2 mrd. markkaa. Osittain ennätysmäisen suuria nos-

tolukuja kasvattaa leimaveron poisto keväällä, minkä jälkeen pankit ovat voineet kilpailla aiempaa aggressiivisemmin toisten pankkien asiakkaita. Asuntoluottojen kanta on kasvanut vuoden aikana noin 10 %. Tähän on osaltaan vaikuttanut myös korkotason aleneminen.

Markkaluottokannan ja markkatalletusten välinen korkomarginaali on kaventunut tänä vuonna luottokorkojen laskun vuoksi. Pankkien välisen kilpailun kiristyminen on johtanut viitekorkoihin lisättävän korkomarginaalin supistumiseen. Primekorkoihin lisätyt marginaalit ovat tänä vuonna useiden pankkien tapauksessa kaventuneet, joskaan niissä ei ole havaittavissa mitään erityisen dramaattista supistumista. Myös heliborsidonnaisten luottojen marginaalit ovat tänä vuonna pienentyneet. Luonnollisesti eri asiakkaiden korkomarginaalit vaihtelevat huomattavasti, mutta ilmeisesti pankkien hyvät asiakkaat ovat hyötyneet pankkikilpailusta alentuneiden korkojen kautta. Uusissa asuntoluotoissa korkomarginaalien kaventuminen on näkynyt selvästi. Eniten korkomarginaalit ovat supistuneet maturiteetiltaan pisimmissä heliborsidonnaisissa asuntoluotoissa. Tammi-lokakuussa uusien asuntolainojen keskikorko aleni noin 0.5 prosenttiyksikköä 5.3 prosenttiin.

Asuntolainamarkkinoita ovat hallinneet primekorkosidonnaiset lainat, sillä lähes kaksi kolmasosaa viime kuukausina nostetuista asuntoluotoista on ollut primekorkosidonnaisia. Heliborsidonnaisia asuntolainoja on nostettu vajaa kolmannes, ja vain vähäinen osa luotoista on sidottu kiinteään pitkäaikaiseen korkoon.

nen vastaavuus osuu entistä harvemmin kohdalleen. Työttömyysaste on kuitenkin Suomessa alentunut EU-maiden keskimääräistä tasoa pienemmäksi.

Suomen kuluttajahintojen nousu on kevään ja kesän aikana hidastunut niin, että se heinäkuussa alitti euromaiden keskimääräisen tason. Inflaation selvä hidastuminen on ollut seurausta tuontihintojen laskusta, kun taas asumiskustannusten

kasvu on pyrkinyt nostamaan kotimaisia kuluttajahintoja. Inflaation arvioidaan pysyvän hitaana. Vakaata inflaatiota tukee palkkapaineiden vähäisyys, kilpailun kiristyminen myös suljetussa sektorissa sekä kansainvälisten raaka-ainehintojen alhaisuus lähitulevaisuudessa. Avoimen sektorin tuotannon kasvun hidastuminen on pienentänyt alkuvuonna ilmoitettuja tuotantokapeikkoja ja vähentää inflaatiopaineiden syntymisen riskiä.

Julkinen sektori muuttuu tänä vuonna selvästi ylijäämäiseksi, ja rahoitusaseman paranemisen arvioidaan jatkuvan suhteellisen ripeänä myös seuraavina vuosina. Näin on siitä huolimatta, että talouden kasvuvauhti hidastuu. Valtiontalouden alijäämä pysyy tänä vuonna edelleen verraten suurena. Vuoden toinen lisäbudjetti käsiteltiin eduskunnassa marras-joulukuun vaihteessa. Siinä valtion tuloja lisättiin vero- ja osinkotulojen kasvun sekä valtion osakkeiden myyntitulojen ansiosta kaikkiaan 10 mrd. markkaa menoja enemmän, mistä syystä valtiontalouden nettolainanotto supistui 5 mrd. markkaan. Ensi vuo-

den finanssipolitiikka arvioidaan lievästi kiristäväksi, vaikka vuoden alussa toteutetaan tulo-veron kevennykset, joiden vaikutus vuositasolla on noin 3 mrd. markkaa. Suomen hallituksen va-kausohjelman mukaan valtiontalouden alijäämä säilyisi lähivuosina noin 1 prosentin tasolla suhteessa bruttokansantuotteeseen. Tämä alijäämä on lähes kokonaan rakenteellista. ■

- Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Mielialat maailman rahoitusmarkkinoilla ovat alkusyksyn levottomuuden jälkeen kohentuneet. Pörssikurssit ovat alkaneet taas nousta ja leveiksi venähäneet joukkovelkakirjojen luottopreemiot supistua. Luottamus on lisääntynyt erityisesti Yhdysvaltojen keskuspankin laskettua syksyn aikana kolmesti ohjauskorkojaan. Sijoittajien käyttäytymistä ohjaa kuitenkin edelleen poikkeuksellinen varovaisuus, ja ajoittaiset epävakausjaksot ovat myös vastedes mahdollisia.

Runsas vuosi sitten Kaakkois-Aasiasta liikeeseen lähtenyt ja Venäjän ja Brasilian talousvaikeuksista lisäpontta saanut epävarmuus oli alkusyksystä maailmanlaajuista ja heikensi kursisodotusten lisäksi myös reaalityaloudellisia odotuksia lähes kaikkialla maailmassa. Osakekursien hintavaihtelut olivat erittäin jyrkkiä, ja korkeat yrityslainojen ja turvallisempien, valtioiden joukkolainojen välillä kasvoivat poikkeuksellisen suuriksi. Rajuinta pörssikurssien lasku oli elo-syyskuussa. Eniten kärsivät sellaiset toimialat, joihin kehittyvien talouksien kriisin uskottiin vaikuttavan selvimmin. Varsinkin pankkien ja muun rahoitustoiminnan osakekurssit laskivat huomattavasti (kuvio 1).

Kuvaava esimerkki vallinneen levottomuuden aiheuttamasta uhasta maailman rahoitusjärjestelmän vakaudelle oli amerikkalaisen Long Term Capital Management -rahaston (LTCM) tapaus. LTCM oli uhka pankkijärjestelmän vakaudelle, koska se oli onnistunut moninkertaistamaan ris-

Euroopan keskuspankkijärjestelmän jäsenenä Suomen Pankilla on velvollisuus edistää maksujärjestelmien moitteetonta toimintaa sekä myötävaikuttaa rahoitusjärjestelmän vakauteen. Osana näitä velvoitteita Markassa & taloudessa alkaa nyt ilmestyä säännöllisesti kahdesti vuodessa artikkeli, jossa arvioidaan rahoitusjärjestelmän tilaa.

kinottonsa pankkien avokäitesti myöntämällä velkarahalla. LTCM:lle luottoa myöntäneiden maailman suurimpien pankkien ongelmat olisivat rahaston vararikon myötä voineet heijastua muualle pankkijärjestelmään. Jos rahasto olisi joutunut selvitystilaan, myös sen jättimäisen sijoitussalkun realisointi olisi aiheuttanut merkittäviä häiriöitä markkinoille. Il-

meisen systeimiriskin takia Yhdysvaltojen keskuspankki oli taustavaikuttaja operaatiossa, jolla yksityiset velkojapankit ottivat syyskuussa LTCM:n haltuunsa.

Toinen maailmanlaajuista epävarmuutta ruokkinut tekijä ovat olleet Japanin talouden ongelmat sekä pankkisektorin heikko tila. Vaikka Japanin pankkisektorin vähäinen läpinäkyvyys haittaakin maan pankkikriisin todellisen laajuuden selvittämistä, japanilaisten pankkien ongelmaluottojen määrän arvioidaan olevan vähintään 20 prosenttia maan vuotuisesta bruttokansantuotteesta.¹ On siis odotettavissa, että Japanin pankkikriisi heijastuu myös vastaisuudessa kansainvälisiin pääomavirtoihin sekä pankkitoiminnan kilpailuasetelmiin, kun monet japanilaispankit vähentävät kansainvälistä toimintaansa.

¹ Vertailun vuoksi mainittakoon, että Suomen pankkisektorin järjestämättömät luotot suhteessa bruttokansantuotteeseen olivat runsaat kymmenen prosenttia pankkikriisin syvimmissä vaiheissa vuonna 1993. Tosin järjestämättömien luottojen laskentatavat ovat poikenneet maittain hieman toisistaan.

Viimeaikaisen levottomuuden seurauksena myös useat muut länsimaiden suuret pankit ovat tehneet huomattavia luottotappiovarauksia ja niiden tulokset ovat heikentyneet selvästi. Uusia tappioita saattaa vielä syntyä. Kuitenkin pankkien vakavaraisuus on länsimaissa juuri nyt keskimäärin varsin hyvä. Niiden kykyyn selviytyä tappioistaan voi siten toistaiseksi suhtautua varsin luottavaisesti.

Ongelmien leviäminen paljasti puutteita kansainvälisessä rahoitusjärjestelmässä

Aasian kriisi ja sen leviäminen Venäjälle, Latinalaiseen Amerikkaan ja muihin kehittyviin talouksiin on paljastanut puutteita kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden toimintatavoissa. Ennen kaikkea kansainväliset luotonantajat olivat voineet laskea liiaksi sen varaan, että kaikissa olosuhteissa joko kriisiin joutuneet maat tai viime kädessä kansainvälinen yhteisö turvaisivat niiden saatavat kehittyvistä talouksista.

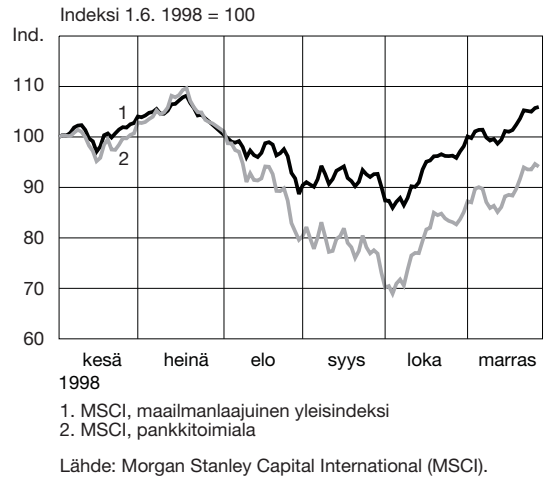
Toisaalta esimerkiksi Venäjän elokuinen päätös keskeyttää väliaikaisesti ulkomaiset velanhoidot oli yhdessä Venäjän valtion maksukyvyttömyyden kanssa muistutus siitä, että luotonantajat eivät voi aina luottaa tulevana pelastetuiksi. Havahtuminen johtavien länsimaiden haluttomuuteen käyttää verovaroja sijoittajien pelastamiseen onkin ollut yksi syy siihen, että sijoittajien vetäytyminen yhdestä maasta on laukaissut vastaavia reaktioita yhtä aikaa myös muissa maissa, vaikka maiden välillä ei ole ollut nähtävissä erityisiä suoria kytköksiä.

Marraskuussa Kansainvälinen valuuttarahasto julkisti kriisin leviämisen ehkäisemiseksi Brasilielle rahoitusjärjestelypaketin. Siihen osana kuuluvan nk. NAB-järjestelyn (New Arrangements to Borrow) puitteissa Suomi osallistui suoranaisesti Brasilian tukemiseen. Lisäksi Suomi on mukana Kansainvälisen järjestelypankin kautta teollisuusmaiden Brasilielle myöntämän luoton vakuusjärjestelyissä.

Kaiken kaikkiaan Aasian kriisi ja sen seurauksena vaikutukset ovat herättäneet kansainvälisen yhteisön ajantasaistamaan monia rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn ja valvontaan, omistajan suojaan sekä rahoitusjärjestelmän perusrakenteisiin liittyviä toimintatapoja. Vielä alkuvaiheessa oleva kansainvälisen rahoitusarkkitehtuurin kehittäminen on tältä osin nähtävä vakautta vastaisuudessa edistävänä askeleena.

Kuvio 1.

Maailmanlaajuisen pankkien toimialaindeksin kehitys suhteessa osakkeiden yleisindeksiin



Euron tulo ja kilpailunäkymät Euroopan rahoitusmarkkinoilla

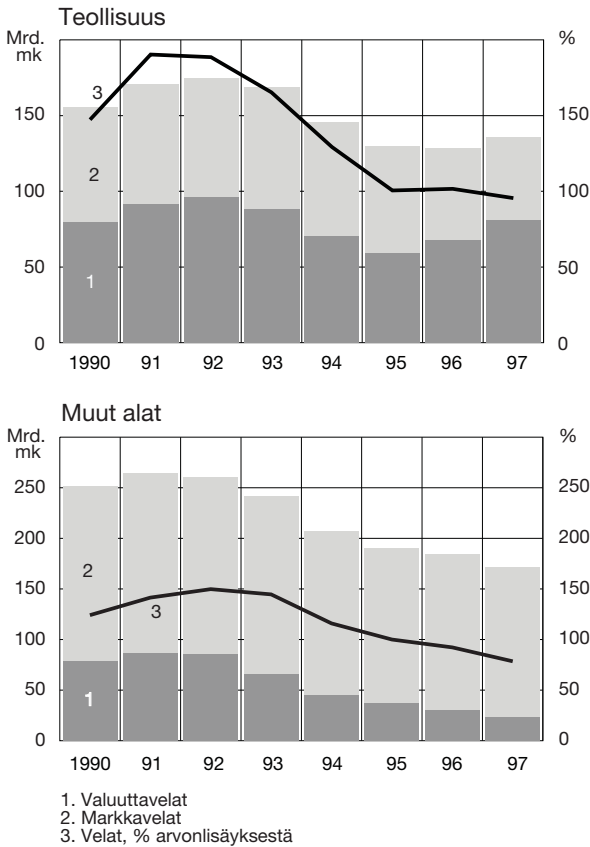
Vuoden 1999 alussa voimaan tuleva EMUn kolmas vaihe merkitsee huomattavia ja syvälle käyviä muutoksia Euroopan rahoitusmarkkinoille. Yhdentoista EU-maan yhteinen raha euro ja yhteinen rahapolitiikka synnyttävät Eurooppaan erittäin laajat, kansallisia markkinoita vakaammat mutta kilpailullisemmat rahoitusmarkkinat. Rahoituksen tukkumarkkinoilla kilpailun kiristyminen on jo näkynyt, ja kilpailun odotetaan kiristyvän pian myös rahoituspalveluiden vähittäistarjonnassa.

Euroopan pankit ovat viime vuosien hyvien tulosten ansiosta juuri nyt keskimäärin varsin vakavaraisia, ja niiden kyky sietää tappioita on suhteellisen hyvä. Vaikka eräät suurimmista euroopalaisista pankeista ovatkin vastikään kärsineet huomattavia tappioita kehittyviin talouksiin suuntautuvassa luotonannossaan, saattaa kilpailun kiristyminen euron myötä pakottaa pankit myös vastedes ottamaan aikaisempaa enemmän riskejä.

Pitkällä aikavälillä EU:n pankkisektorilla on suuri tarve parantaa tehokkuuttaan ja kilpailukykyään. Varsinkin monissa Keski- ja Etelä-Euroopan maissa on pankkikilpailu pankkien suuresta lukumäärästä huolimatta edelleen melko vähäistä, pankkien kustannustehokkuus heikko ja pankkisektorilla ylikapasiteettia. Euron myötä

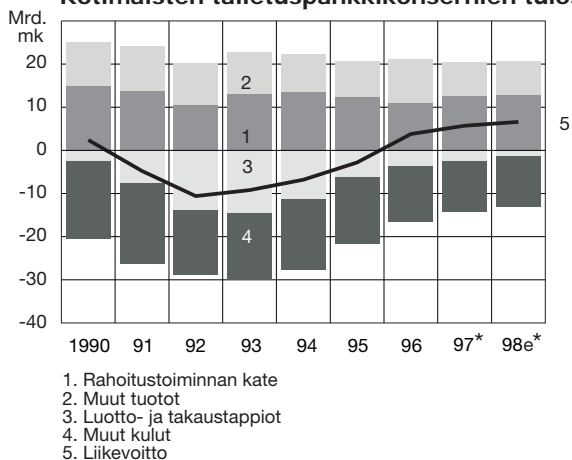
Kuvio 2.

Yritysten velat markkoina ja osuutena arvonlisäyksestä



Kuvio 3.

Kotimaisten talletuspankkikonsernien tulos



* Luvut ovat uuden tilastokäytännön mukaisia.
e = ennuste

on siten odotettavissa huomattavaa kustannusten karsimista sekä lisää fuusioita rahoitustoimialalla. Pohjoismaissa kehitys on jo johtanut pankkien lukumäärän huomattavaan supistumiseen sekä myös maiden välisiin pankkifuusioihin tai vastaaviin muihin yhteistyöjärjestelyihin. Näiden vuoksi pankkitoimialan keskittyminen on lisääntynyt Pohjoismaissa kilpailun kuitenkin suu-remmin kärsimättä.

EMUn kolmas vaihe haaste myös Suomen pankeille

Levottomuus kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ei ole mainittavassa määrin heijastunut kotimaisiin rahoitusnäkyelmiin. Suomalaisten yritysten ja kotitalouksien kriisinsietokyky on nyt selvästi parempi kuin 1990-luvun alussa. Esimerkiksi teollisuusyritysten velkaantuneisuus on pienentynyt noin puoleen aikaisemmista huippuarvoista (kuvio 2). Suomalaisten yritysten keskimääräinen velkaantuneisuus onkin kohtuullista yleiseurooppalaista tasoa. Muita kotimaan rahoitusmarkkinoiden vakautta ylläpitäviä tekijöitä ovat mm. vaihtotaseen ylijäämä, julkisen talouden kohentunut rahoitustasapaino, yritysten hyvät tulokset ja hyvä kilpailukyky sekä rahoituksen hyvä saatavuus.

Suomalaisten pankkien tila näyttää siis yleisesti ottaen suotuisalta. Pankkien tulokset ovat olleet hyviä, vakavaraisuus on lisääntynyt ja sijoitukset kansainvälisen pankkitoiminnan suuririskisille alueille ovat pysyneet kohtuullisina. Suomalaiset pankit ovat sen lisäksi kasvattaneet pankkikriisin jälkeen nopeasti tehokkuuttaan ja tulostuntoaan (kuvio 3). Toisaalta pankeilla on edelleen rasitteenaan suuri määrä huonotuottoisia kiinteistöomistuksia, joista on ilmeisen vaikea päästä nopeasti eroon.

Aasian ja Venäjän kriisien vaikutukset voivat heijastua suomalaisiin pankeihin lähinnä välillisesti, esimerkiksi kotimaisten asiakasyritysten vaikeuksien sekä pankkien kansainvälisen keskinäisen varainhankinnan kautta. Suomalaisten pankkien suorat riskit varsinaisilla kriisialueilla ovat olleet verrattain vähäisiä (kuvio 4).

Kuluvan vuoden aikana on ollut merkkejä pankkien välisen luottokilpailun voimistumisesta. Uusia luottoja on myönnetty nopeammin kuin esimerkiksi pelkkä investointien kasvu edellyttäisi. Rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta tilanne ei kuitenkaan vielä ole hälyttävä. Korko-

marginaalit ovat pysyneet keskimäärin melko leveinä ja vakaina, eikä kilpailun lisääntyminen ole vielä johtanut pankkien korkokatteiden supistumiseen (kuvio 5). Marginaalit ovat kaventuneet enimmäkseen kotitalousluotoissa, joissa marginaalit ovat yleensä olleet suuria ja luottotappiot pieniä.

Suomessa on lähinnä verotussyistä sijoitettu suhteellisen paljon säästövaroja matalakorkoisiin pankkitalletuksiin, mikä on tähän saakka tukenut huomattavasti kotimaan pankkisektorin hyvää kannattavuutta. Tämä erityispiirre häviää vähitellen. Viime vuosien aikana rahoitussäästäminen on suuntautunut yhä enemmän muihin sijoituskohteisiin kuin pankkitalletuksiin. Pankkien kannattavuuden kannalta on tällöin ratkaisevaa, miten hyvin ne onnistuvat korvaamaan menettämänsä korkokatetta muilla tuotoilla, kuten esimerkiksi vaihtoehtoisten sijoituskohteiden välityksestä saatavilla palkkioilla.

EMUn kolmannen vaiheen myötä valuutta-kaupankäynti pienenee merkittävästi rahoituksen tukumarkkinoilla ja huomattava osa kotimaisten korkoinstrumenttien kaupankäynnistä siirtyy ulkomaisissa rahoituskeskuksissa vaihdettaviin euromääräisiin instrumentteihin. Yhdessä lisääntyvän vähittäispuolen kilpailun kanssa euron käyttöönotto merkitsee pankeille suurta strategista haastetta, johon liittyy luonnollisesti paljon riskejä. Operatiivisesti kotimaisilla pankeilla näyttää olevan hyvät valmiudet euron tuloon.

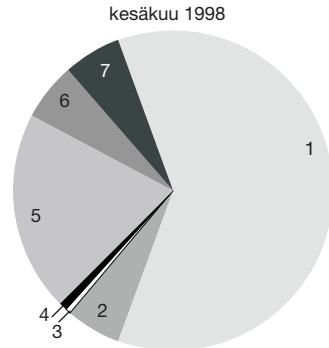
Vuosituhanen vaihe vaatii erityistoimenpiteitä kaikilta yrityksiltä, jotka hyödyntävät automaattisia tietojärjestelmiä suoraan tai epäsuorasti. Pankkijärjestelmissä on huomattava määrä ohjelmistoja, joissa on varmistettava, että vuosiluvun ilmaiseminen lyhyesti kahdella numerolla ei aiheuta ongelmia vuoden "00" käynnistyessä. Kaikki viittaa siihen, että pankeilla on hyvät edellytykset saavuttaa riittävät vuosi 2000 -valmiudet ennen vuosituhanen vaihdetta. Viranomaiset seuraavat valmistautumista tiiviisti. Pankkien kannalta on tärkeää, että myös niiden asiakkaat ovat valmistautuneet kohtaamaan tämän ongelman.

Myös rahoitusjärjestelmän infrastruktuurissa kilpailu kiristyy

Euron käyttöönoton lähestyessä kilpailu eurooppalaisten maksujärjestelmien välillä on koventunut ja maksuliikennepalveluiden hintoja on tar-

Kuvio 4.

Kotimaisten pankkikonsernien ulkomaiset saamiset, brutto

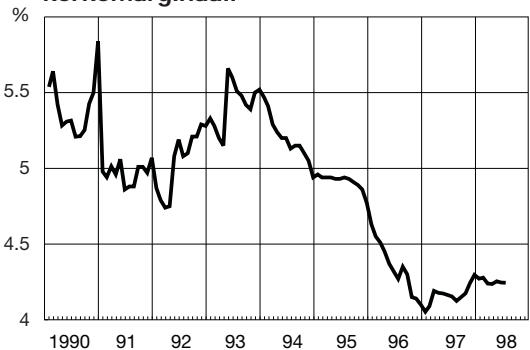


Saamiset yhteensä 154 mrd. mk.

1. EU (61,0 %)
2. Muu Eurooppa (5,6 %)
3. Venäjä (0,6 %)
4. Baltian maat (0,8 %)
5. Yhdysvallat (20,5 %)
6. Japani ja Kaakkois-Aasia (5,8 %)
7. Muut (5,8 %)

Kuvio 5.

Antolainauksen ja markkatalletusten korkomarginaali



kistettu alaspäin. Kilpailun odotetaan lisääntyvän erityisesti maitten rajat ylittävissä maksuliikkeessä. Tähän saakka ulkomainen maksuliike on ollut varsin hidasta, kallista ja virheeltistä.

Keskuspankkien rakentama nk. TARGET-järjestelmä² on uusi, erittäin nopea ja turvallinen

² TARGET = Trans-European Automated Real-time Gross-settlement Express Transfer.

koko EU-alueen kattava euromääräinen maksujärjestelmä. Pankkien omien maksujen lisäksi sitä voi myös käyttää asiakasmaksuihin. TARGET tulee olemaan merkittävä vertailukohde yksityisille maksujärjestelmille.

Suomen Arvopaperikeskus Oy:llä (APK) on keskeinen rooli maamme arvopaperimarkkinoiden toiminnassa. APK toimii Suomessa liikkeeseen laskettujen arvo-osuusmuotoisten arvopapereiden rekisterikeskuksena sekä sille raportoitujen arvopaperikauppojen selvitysyhteisönä.

APK:n tukkumarkkinoita palveleva velkainstrumenttien selvitysjärjestelmä (RM-järjestelmä) on toiminut teknisesti hyvin. Sen sijaan osakekauppojen selvitysjärjestelmässä (OM-järjestelmä) on ollut ajoittain häiriöitä, joiden takia kauppojen toteutuksia on jouduttu siirtämään sovitusta päivästä eteenpäin. OM-järjestelmän selvitystoiminta on laadultaan selvästi Euroopan keskitasoa heikompi. Viranomaiset, APK, Helsingin Pörssi (HEX) sekä selvitysosapuolet ovat ryhtyneet useisiin toimenpiteisiin osakeselvityksen luotettavuuden parantamiseksi. Keskeinen osakeselvityksen tehokkuutta ja luotettavuutta parantava hanke keskipitkällä aikavälillä on oman pääoman ehtoisten instrumenttien rekisterinpidon keskittäminen APK:hon.

Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) luotoilta edellytetään täysimääräistä vakuudellisuutta. Tämä kytkee arvopapereiden selvitysjärjestelmät tiiviisti yhteisen rahapolitiikan toteuttamiseen sekä TARGET-maksujärjestelmään. EKP ja EU:n kansalliset keskuspankit ovat sen takia osana talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen valmistelutyötä määrittäneet EKPJ:n luottooperaatioissa käytettäville selvitysjärjestelmille vähimmäisvaatimukset sekä arvioineet EU:n alueella toimivia arvopapereiden selvitysjärjestelmiä näiden vaatimusten perusteella. APK:n RM-järjestelmä täyttää kaikki EKPJ:n kriteerit ryhtyessään noudattamaan TARGETin aukioloaikoja vuoden 1999 alusta. APK:n OM-järjestelmässä ei toistaiseksi ole EKPJ:n vakuusmateriaaliksi kelpaavia instrumentteja.

HEXin uusi elektroninen osakkeiden kaupan-
käyntijärjestelmä otettiin teknisten viivästymis-

ten jälkeen vihdoin käyttöön syyskuussa 1998. ATK-järjestelmien häiriöttömyys ja tehokkuus sekä järjestelmien tarjoamat kansainväliset yhteydet ovat tärkeitä perusedellytyksiä kansallisen pörssitoiminnan ja arvopaperikaupan tukipalvelujen menestymiselle EMUn myötä aukeavassa uudessa kilpailutilanteessa. Helsingin Pörssin tuore yhteistyöhanke keskieurooppalaisten Deutsche Börsen ja johdannaispörssi Eurexin kanssa parantaakin HEXin kilpailukykyä tässä suhteessa. Suomen rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta on myös tärkeää, että HEXin ja APK:n euro- ja vuosi 2000 -valmiudet ovat ajan tasalla.

Rahoitusmarkkinoiden vakaus hyvä – varauduttava yllätyksiin ja kilpailun kiristymiseen

Suomen nykyinen kriisinsietokyky yhdistettynä euroalueen vakaisiin näkyymiin oikeuttaa arvioidaan Suomen rahoitusmarkkinoiden näkymät vakaiksi. Hyvä vakaus kestää normaalin suhdanneluonteisen kasvun hidastumisen. Sen sijaan rahoitusmarkkinoiden yleismaailmallisen tilan ja kasvunäkymien selvä uudelleenheikentyminen lisäisi meilläkin epävarmuutta. Samankaltainen vaikutus olisi jonkin suuren eurooppalaisen pankin joutumisella yllättäviin vaikeuksiin. Kansainvälinen kehitys onkin vastedes avainasemassa kotimaan rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta.

Suomen rahoitusmarkkinoilla toimivien pankkien ja muiden rahoituspalveluyritysten toimintaympäristössä kilpailu lisääntyy koko ajan. Kilpailusta seuraava keskimääräisten rahoituskustannusten lasku sekä parempi palveluvalikoima hyödyttävät kansantaloutta merkittävästi. Kilpailullisessa ympäristössä on toisaalta myös asiakkaiden kiinnitettävä aikaisempaa enemmän huomiota rahoituslaitosten ottamiin riskeihin. Kustannustehokas ja kilpailukykyinen kotimainen rahoitussektori on silti rahoitusjärjestelmän vakauden paras tae. ■

- Asiasanat: rahoitusjärjestelmä, vakaus, pankit, rahoitusmarkkinat, maksu- ja selvitysjärjestelmät

Suomen Pankki ja rahoitusjärjestelmän vakaus

Rahapolitiikan päätösten toimeenpanon ohella Suomen Pankin eräs lakisääteistä tehtävistä on huolehtia osaltaan maksu- ja muun rahoitusjärjestelmän vakaudesta ja tehokkuudesta sekä osallistua sen kehittämiseen. Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) jäsenenä Suomen Pankilla on velvollisuus edistää maksujärjestelmien moitteetonta toimintaa sekä myötävaikuttaa rahoitusjärjestelmän vakauteen.

Vakaa ja luotettava rahoitusjärjestelmä on tärkeä perusedellytys hintavakaudelle ja menestykselliselle rahapolitiikalle. Vakaa rahoitusjärjestelmä tukee muutenkin harjoitettavaa talouspolitiikkaa ja yhteiskunnan toimintaa. Rahoitusjärjestelmän toimintaa vaarantavia suurimpia riskejä on siksi pyrittävä ehkäisemään etukäteen.

Suomen Pankin tavoite on pitää yllä luottamusta rahoitusjärjestelmään ilman, että sen toimintaan jouduttaisiin puuttumaan. Epävakauden uhatessa pankki voi kuitenkin joutua ottamaan normaalia aktiivisemmän roolin rahoitusjärjestelmän toimintakyvyn säilyttämiseksi. Viime kädessä vain keskuspankki voi turvata rahoitusjärjestelmän maksuvalmiuden.

Suomen Pankin toiminta rahoitusjärjestelmää koskevissa kysymyksissä on suurelta osin vaikuttamista muihin viranomaisiin, markkinaosapuoliin ja suureen yleisöön. Maksujärjestelmien toimintaperiaatteista pankkien kesken sovittaessa Suomen Pankilla on kuitenkin keskuspankin ominaisuudessa johtava asema. Muutoin keskuspankki vaikuttaa tutkimus- ja selvitystoiminnan, julkaisujen, lausuntojen sekä yhteistyöhön osallistumisen keinoin. Nyt aloittava säännöllinen arviointi rahoitusjärjestelmän tilasta kuvastaa tavoitetta lisätä vaikuttamisen avoimuutta.

Pääasiallinen toimivalta rahoitusjärjestelmää koskevan sääntelyn valmistelussa ja lainsäädäntöhankkeiden toteuttamisessa on valtiovarainministeriöllä. Suomen Pankin yhteydessä toimii itsenäisenä viranomaisena Rahoitustarkastus, jonka tehtävä on valvoa mm. luottolaitosten, sijoituspalveluyritysten, pörssin sekä selvitysyhteisöjen riskejä ja toiminnan laillisuutta. Valvonnan sisältö ja laajuus määräytyvät rahoitusmarkkinoita koskevan aineellisen lainsäädännön, kuten luottolaitos- ja arvopaperimarkkinalainsäädännön mukaan.

Euroopan keskuspankkijärjestelmä on saamassa merkittävän tehtävän euroalueen rahoitusjärjestelmän vakauden edistäjänä. Varsinkin euroalueen maksujärjestelmät ja arvopaperien selvitysjärjestelmät kiinnostavat EKPJ:tä aivan erityisesti. Sen lisäksi EU:n keskuspankit osallistuvat keskinäiseen valvontayhteistyöhön Euroopan keskuspankin yhteydessä toimivan pankkivalvontakomitean välityksellä.

Euron käyttöönoton kannalta on tärkeää, että maksuliikenteen katteensirrot ja arvopaperien toimitukset tapahtuvat euroalueella kitkattomasti. Tämän edistämiseksi EU:n keskuspankit ottavat yhteisesti käyttöön rakentamansa reaaliaikaisen TARGET-maksujärjestelmän. Lisäksi EKPJ osallistuu maksu- ja selvitysjärjestelmien yleisvalvontaan (engl. oversight). Yleisvalvonnan kohteita ovat itse järjestelmät, pikemminkin kuin niissä palveluita tarjoavat yritykset. Yleisvalvonnan tueksi Euroopan keskuspankilla on oikeus antaa maksujärjestelmiä koskevia asetuksia ja asettaa tarvittaessa sanktioita. Asetukset ovat kaikilta osiltaan sitovia, ja niitä sovelletaan sellaisenaan jäsenvaltioissa. Suomen Pankki osallistuu yleisvalvontaan yhteistyössä Rahoitustarkastuksen kanssa. EKPJ:n puitteissa luodaan yleislinjat tälle valvonnalle.

Yleistä rahoitusjärjestelmän vakauden seuranta on alettu keskuspankeissa kutsua makrovalvonnaksi (engl. macroprudential supervision). Makrovalvonnan lisääntyminen on osoitus rahoitusmarkkinoiden kasvaneesta merkityksestä taloudessa. Makrovalvonnan kohteena on rahoitusjärjestelmä ja rahoituksenvälitys kokonaisuutena. Seurannan tavoite on ehkäistä rahoitusjärjestelmän haavoittuvuutta ja systeemiriskien toteutumista sekä paikallisesti että kansainvälisellä tasolla. Viime kädessä makrovalvonta tarjoaa lisäperusteita keskuspankkien ja muiden talouspolitiikasta vastaavien viranomaisten päätöksenteolle.

Kansallisten lainsäädäntöjen vähimmäisharmonisointi, rahoitusvalvonnassa noudatettava kotivaltioperiaate sekä kansallisten lakien ja säädösten vastavuoroinen tunnustaminen ovat EU:n rahoitusmarkkinasääntelyn peruspilareita. EMUn kolmannessa vaiheessa euroalueelle muodostuu kuitenkin aikaisempaa selvästi yhtenäisempi rahoitusjärjestelmä. Rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta se aiheuttaa tarpeen tiivistää yhteistyötä EKPJ:n ja jäsenmaiden kansallisten viranomaisten välillä.

Ensi vuoden alusta Euroopan taloudellisessa yhdentymisessä alkaa uusi ajanjakso: 11 EU-maata siirtyy yhteiseen rahapolitiikkaan ja ottaa käyttöön uuden yhteisen rahan, euron. Yhteistä rahapolitiikkaa alkaa hallinnoida keväällä perustettu Euroopan keskuspankki (EKP) osana Euroopan keskuspankkijärjestelmää (EKPJ).

Historiallista on myös se, että Pohjoismaista mukana on vain Suomi. Tällaiseen tilanteeseen on monia syitä. Oma rahataloudellinen historiamme sekä kansainvälisen rahatalouden yhdentymisen ovat vaikuttaneet siihen, että on etsitty kansalliselle rahataloudelle vakaampaa kehikkoa kuin pieni erillinen valuutta voi tarjota.

Suomen tuleva asema Euroopan talous- ja rahapolitiikan päätöksenteon ytimessä on pohjoismaisesta näkökulmasta uusi ja mielenkiintoinen.

Euroopan rahapolitiikan luomisen monet haasteet ja periaatteelliset kysymykset

Kun Euroopan keskuspankkijärjestelmä aloittaa yhteisen rahapolitiikan, voidaan olettaa, että mitä selkeämmin EKPJ pystyy ilmaisemaan tavoitteensa sekä perustelemaan päätöksensä, sitä uskottavamman ja hyväksyttävämmän vastaanoton se saa. Yhteisen rahapolitiikan luomiseen liittyy siten monta haastetta niin strategian, välineiden kuin kommunikoinninkin suhteen. Yhteisen rahapolitiikan periaatteista on päätetty Euroopan keskuspankin neuvostossa kesän ja syksyn aikana.

”EKPJ:n lähiajan haaste on rahapolitiikan virittäminen sellaiseksi, että se turvaa hintavakauden koko euroalueella”, sanoi pääjohtaja Matti Vanhala puhuessaan lokakuussa Rahoitus -99 -seminaarissa Helsingissä. Kun kansallista rahapolitiikkaa ei enää harjoiteta, finanssipolitiikan rooli ja vastuu korostuvat. ”Jos kansallisessa finanssipolitiikassa epäonnistutaan, se saattaa aiheuttaa paineita koko yhteistä rahapolitiikkaa tai työmarkkinoita kohtaan”, totesi Vanhala.

Äskettäin EKP:n neuvosto päätti viimeisistä suurista avoinna olleista ”vakauteen tähtäävän rahapolitiikan strategian” keskeisistä elementeistä.

Sitoutuminen hintavakauteen EKPJ:n perimmäinen tavoite

Yhteisen rahapolitiikan ensisijainen tavoite on hintavakaus. Tämä tavoite on määriteltä Maastrichtin sopimuksessa: ”EKPJ:n ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta.” Hintavakaus-tavoite menee EKPJ:ssä mui-

den talouspolitiikan tavoitteiden edelle. EKPJ kuitenkin tukee muutakin talouspolitiikkaa, mutta sillä ehdolla, että hintavakauden tavoite ei EKP:n käsityksen mukaan vaarannu. EKPJ:n tavoitemäärittely on siten yksiselitteinen ja vaukseton.

Hintavakauden määritelmä on keskeinen asia EKPJ:n toiminnassa. EKP:n neuvosto määritteli hintavakauden ”euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin alle 2 prosentin vuotuiseksi nousuksi”. Näin määriteltä hintavakaus on tavoite, johon pyritään vähintäänkin keskipitkällä aikavälillä. Euroalueen tämänhetkinen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin perusteella mitattu inflaatio on tämän tavoitteen mukainen. Alle 2 prosentin nousu on sopusoinnussa useimpien euroalueen kansallisten keskuspankkien nykyään linjaamien tavoitteiden kanssa. Se ei oleellisesti poikkea Suomen Pankin jo usean vuoden

ajan soveltamasta inflaatiotavoitteesta, joskin se on ilmaisultaan tiukempi. Toteutunut inflaatiokehityksemme on jo useamman vuoden ajan täytynyt tuon EKP:n hintavakauden määritelmän.

On syytä korostaa EKP:n hintavakauserittelyä seuraavia ominaisuuksia:

Määritellesään hintavakauden ”euroalueen” yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä käyttäen EKP:n neuvosto korostaa, että se perustaa päätöksensä koko euroalueen kattavaan tarkasteluun. EKP tulee vaalimaan *koko euroalueen hintatason vakautta* ja mitoittamaan rahapolitiikkansa koko euroalueen raha- ja reaalityökalouden sekä rahoitusmarkkinoiden kehityksen mukaan; se ei reagoi tiettyyn alueelliseen tai kansalliseen kehitykseen. Yhteinen rahapolitiikka ei ole aluepolitiikkaa tai pelaamista suurten ehdoilla, vaan euroalueen kokonaisuuden ehdoilla. Tietysti suurilla mailla on suuri paino kokonaisuuden muotoutumisessa. Henkilö ja ääni -päättökenttä EKP:n neuvostossa, jossa kunkin 11 euromaan kansallisen keskuspankin pääjohtaja on mukana, on tärkeää euroalueen kokonaisuuden ehdoilla toimimisen kannalta.

Toteamus ”hintavakauteen pyritään keskipitkällä aikavälillä” kuvastaa sitä, että rahapolitiikka viritetään tulevaisuuteen suuntautuvasti keskipitkän aikavälin kehitystä silmällä pitäen. Siinä otetaan myös huomioon se tosiseikka, että hintojen lyhyen aikavälin epävakautta ei voida tyydyttävästi kontrolloida rahapolitiikan avulla.

Rahapolitiikan strategiassa kaksi keskeistä osatekijää

Hintavakauden ylläpitämiseen EKP:n neuvosto pyrkii strategialla, jossa on kaksi keskeistä tekijää:

Ensinnäkin rahan määrälle annetaan näkyvä asema siten, että laajan raha-aggregaatin kasvulle asetetaan kvantitatiivinen viitearvo (reference value). EKP:n neuvosto ilmoittaa joulukuussa viiteaggregaatin tarkan määritelmän ja sen kasvun viitearvon. Tuo viitearvo johdetaan tavalla, joka on sopusoinnussa hintavakauden kanssa ja auttaa sen saavuttamista.

Viitearvo ei ole sama asia kuin tavoite. Rahan määrän toteutuneen kasvun poikkeamat viitearvosta ovat normaalioloissa merkinä hintavakauteen kohdistuvista riskeistä. Kun rahan määrälle on annettu viitearvon käsite, se ei merkitse sitoutumista poikkeamien korjaamiseen mekanisti-

sesti lyhyellä aikavälillä. EKP:n neuvosto analysoi säännöllisesti ja perinpohjaisesti rahan määrän toteutuneen kasvun ja ennalta ilmoitetun viitearvon välistä suhdetta.

Toiseksi tulevan hintakehityksen ja euroalueen hintavakauteen kohdistuvien riskien laajalajaisella arvioinnilla on keskeinen asema EKP:n strategiassa. Tässä analyysissä tarkastellaan perinteiseen tapaan suurta joukkoa talouskehitystä ja rahoitusmarkkinoiden tilaa kuvaavia muuttujia, jotka toimivat tulevan hintakehityksen indikaattoreina.

Voidaan sanoa, että kokonaisuudessaan EKP:n rahapolitiikan strategia siten yhdistää epäsuoralle rahan määrän tavoitteelle ja suoralle inflaatiotavoitteelle perustuvien strategioiden elementtejä. Se korostaa EKP:n neuvoston vahvaa sitoutumista ensisijaiseen tavoitteeseensa, ja sillä pyritään edistämään EKP:n ylivoimaisesti tärkeimmän päämäärän saavuttamista.

Mikään strategia ei ole kaikissa oloissa paras mahdollinen. EKP:n valitsema strategia väistää kaikki mekanistiset poliittikkasäännöt, mikä mielestäni on erityisen tärkeitä. Laaja-alainen, keskipitkän aikavälin huomioon ottamisen salliva strategia on paikallaan myös sijoitus- ja varallisuusmarkkinakytkentöjen takia – kuten globaalin kehitys osoittaa.

Strategian soveltamisessa epävarmuutta

Päätöksensä monien selvitysten pohjalta ja pitkäaikaisen harkinnan jälkeen rahapolitiikan strategiasta EKP:n neuvosto on ollut tietoinen rahaliiton alkuun liittyvistä monista epävarmuuksista, jotka ovat osaltaan heijastuneet strategian sisältöön. Euroalueen rahapolitiikan harjoittaminen edellyttää periaatteessa koko *euroalueen rahapolitiikan välittymismekanismien* tuntemista eli sitä, miten EKP:n ohjauksen muutos vaikuttaa inflaatioon ja taloudelliseen toimeliaisuuteen euroalueella. Pankki- ja rahoitusjärjestelmän eroista ja talouden muista rakenteellisista eroista johtuen nämä välittymismekanismit ovat olleet erilaisia eri maissa, mikä vaikeuttaa yhteisen rahapolitiikan määrittelemistä talous- ja rahaliiton alkuvuosina.

Yleensä rahan määrän strategian – tai sellaisen strategian, jossa rahan määrällä on tärkeä rooli – valinnan onnistumisen edellytyksenä on, että rahan määrällä on vakaa (ja ennustettava) suhde hintatasoon niin, että keskuspankki voi

johtaa sellaisen rahan määrän kasvuvauhdin, joka on sopusoinnussa hintavakauden kanssa. Edellytyksenä on, että rahan määrää voidaan kontrolloida keskuspankin käytössä olevilla välineillä ja että rahan määrä sisältää informaatiota, joka auttaa ennustamaan hintatason tulevaa kehitystä. Rahan kysynnän vakaudella ja ennustettavuudella on siten näiden kriteerien täyttämisesä olennainen merkitys. Vaikka mainituista seikoista on yksittäisten maiden osalta historiallista tietoa, ei niiden käyttäytymisestä euromaaailmassa ole tietenkään varmuutta.

Yhteiseen rahapolitiikkaan siirtyminen on huomattava regiimin muutos, mikä todennäköisesti muuttaa yksityisten taloudenpitäjien tapaa muodostaa tulevaisuutta koskevia odotuksia. Taloudellinen käyttäytyminen ja sen myötä rahapolitiikan välittymismekanismi voivat muuttua. Rahoitusjärjestelmän institutionaalisen rakenteen muutokset, joita EKPJ:n välineet ja operatiivinen toteutuskäytäntö ynnä euron käyttöönnotosta seuraava lisääntynyt kilpailu edistävä, voivat johtaa portfoliosiiirtymiin rahan ja muiden rahoitusväiteiden välillä. Juuri rahaliiton syntymisen aiheuttamat käyttäytymismuutokset ja niiden vaikutus euroalueen rahan määrään ovat keskeinen epävarmuustekijä.

Tämä rahan määrän kehitykseen liittyvä epävarmuus on pyritty ottamaan huomioon siten, että rahan määrän kehityksen seurannan lisäksi arvioidaan laajasti euroalueen hintakehitystä ja hintavakauriskejä. Toisin sanoen arvioidaan euroalueen hintakehitysnusteita ja analysoidaan perinpohjaisesti talous- ja rahamarkkinaindikaattoreita.

Valittu strategia on siten eräänlainen rahan määrän tavoitteen ja suoran inflaatiotavoitteen yhdistelmä. Raha-aggregaattien seuranta ja niihin pohjautuva argumentointi tulevat kuitenkin saamaan EKPJ:n rahapolitiikassa suuremman painon kuin monissa pienissä maissa on totuttu. Euro maiden väliset erot rahapolitiikan harkinnoissa ja päätöksenteossa ovat kuitenkin tänä päivänä varsin pienet, jos emme ota huomioon tiukan valuuttakurssitavoitteen maita.

Valuuttakurssipolitiikalle jää vähäinen rooli EKPJ:n politiikassa

Euroalueen muodostaminen merkitsee sitä, että euromaiden keskeinen kauppa tulee muistuttamaan kotimarkkinakauppaa. Ulkomaankaupaksi,

johon liittyy valuuttakurssiriski, jää vain euro maiden kauppa muiden maiden kanssa. Samalla siirrytään avoimesta taloudesta suhteellisesti suljetumpaan talouteen, sillä ulkomaankaupan osuus on vain noin kymmenesosa euroalueen bruttokansantuotteesta.

EKPJ tuskin tulee harrastamaan määrätietoista valuuttakurssipolitiikkaa, mutta valuuttakurssilla on toki tärkeä merkitys euroalueen hintavakauden kannalta. Tämä merkitys on kuitenkin vähäisempi kuin avoimen talouden olosuhteissa ennen rahaliittoa on ollut. Euron ulkoisen arvon kehitystä on tarkasteltava siitä näkökulmasta, miten valuuttakurssikehitys vaikuttaa hintavaikauteen.

Eurosta tulee kelluva suhteessa ulkopuolisiin valuuttoihin. Päävaluuttojen (EUR, USD, JPY) välinen kurssivaihtelu säilyy, mutta on vaikea sanoa, vaihteleeko euron kurssi enemmän vai vähemmän kuin yksittäisten valuuttojen kurssi on vaihdellut suhteessa dollariin ja jeniin.

Kun viime aikoina Manner-Euroopassa on esiintynyt äänekkästä huolestumista kansainvälisestä valuuttakurssikehityksestä ja on esitetty ajatuksia valuuttakurssikehityksen ohjailusta, haluan tässä tuoda esille seuraavat kaksi näkökohtaa:

Ensiksikin Maastrichtin sopimuksen mukaisesti valuuttakurssipolitiikka on euroalueella mahdollinen rahapolitiikan väline, mutta se on korkepolitiikan tavoin alisteinen vakaan hintakehityksen ensisijaisuudelle. Tosiasia on, edelleen, että kunnianhimoinen valuuttakurssipolitiikka ei ole helposti yhteensovittavissa vakaan rahan arvon tavoitteeseen.

Toiseksi maailman päävaluuttojen välisten kurssisuhteiden ”poliittinen” ohjailu – millaista se sitten lieneekin – tai niiden ohjailu keskuspankien valuuttamarkkina-interventioin on epäonnistumaan tuomittu hanke, jos sellaiseen ikinä ryhdyttäisiin. En voi olla lisäämättä, että kilpailukyymotiivein harjoitettu valuuttakurssipolitiikka on yksi klassinen inflaatiopolitiikan väylä.

Aihe on noussut esiin Manner-Euroopan keskustelussa euroblokin viimeaikaisen vahvistumisen seurauksena. Kuvioissa 1a ja 1b näkyy, mitä markkinoilla on lyhyellä ja pitkällä aikavälillä tapahtunut päävaluuttojen keskinäisille valuuttakurssille. Kuviossa 2 on esitetty Saksan ja Yhdysvaltain reaalin efektiivinen valuuttakurssi vuosilta 1980–1998.

Julkisen talouden tervehdyttämistarve jatkuu

Euroalueen vakaus ja menestys eivät riipu yksin EKPJ:n rahapolitiikasta, vaan myös siitä, minkälaiseksi euromaiden yhteisen rahapolitiikan ja kansallisesti hajautetun finanssipolitiikan kokonaisuus muodostuu. Jos yhteinen rahapolitiikka ei riitä esimerkiksi kansallisten tilapäisten inflaatio-ongelmien hoitamiseen, vastuu niistä jää kansalliselle finanssipolitiikalle ja työmarkkinoille. Niin Maastrichtin kuin vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisesti euromaiden tulee lisäksi huolehtia julkisen talouden tasapainosta.

Eräät maat täyttivät varsin niukasti ja osittain tilapäistoimiin turvautuen EMUn kolmanteen vaiheeseen siirtymisen ehtona olleet julkisen talouden lähentymiskriteerit. Julkisen talouden ns. rakenteellinen alijäämä ei näytä supistuvan näissä maissa tänä vuonna. Näin ollen on otettava huomioon riski, että jotkin maat eivät saavuta lähivuosiin vakausta ja kasvusopimuksen keskipitkän ajan tavoitetta eli ”budjettiaseman saatamista lähelle tasapainoa tai ylijäämäiseksi”. Tämän vaatimuksen tarkoituksena on sallia normaalit suhdannevaihtelut siten, että julkisen talouden vaje pysyy alle 3 prosenttina bruttokansantuotteesta. Näin ollen on selvää, että julkista taloutta on tarpeen edelleen tasapainottaa. Tavoitteena tulee olla selvä budjettilyijäämä silloin, kun ollaan suhdannenousun huipulla.

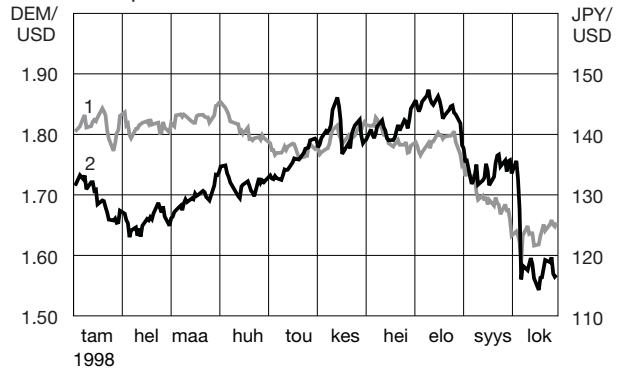
Suomessa budjetin suhdanneherkkyys edellyttää tiukempaa budjettitavoitetta kuin muissa maissa. Julkisen talouden ”perustasapainon” yli suhdannekierron tulisikin olla selvästi positiivinen luku. Hallituksen asettamaa tavoitetta pyrkiä selvään julkisen sektorin ylijäämään on siten pidettävä tärkeänä linjauksena.

Raha-, finanssi- ja rakennepolitiikan päätöksenteon eriyttäminen euroalueen instituutioiden ja hallitusten välillä on toisaalta realismia, toisaalta se vaikeuttaa hyvän politiikkayhdistelmän löytymistä euroalueelle kokonaisuutena. Euroalueen talouspoliittisen rakennelman yksi kulmakivi on itsenäinen keskuspankki, jolle laissa ja sopimuksissa on säädetty tavoite – tavoite, jota se ei voi peukaloida, yhtä vähän kuin hallitukset voivat. Toinen, yhtä keskeinen ja yhtä tietoisesti valittu lähtökohta on muun talouspolitiikan säilyttäminen kansallisena. Käsitykseni mukaan euroalueella ei itse asiassa ole linjattu, missä määrin finanssipolitiikkaa tai ns. yleistä talouspoli-

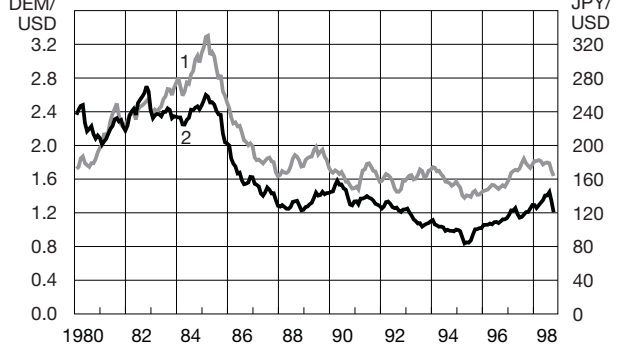
Kuvio 1.

Saksan markan ja Japanin jenin kurssit suhteessa Yhdysvaltain dollariin

1998 päivittäin



1980–1998 kuukausittain



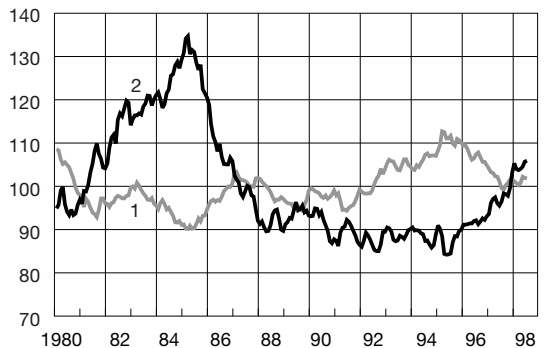
1. DEM/USD (vasen asteikko)
2. JPY/USD (oikea asteikko)

Kun dollari vahvistuu, käyrä nousee.

Kuvio 2.

Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi

Keskiarvo 1980–1998 = 100



1. Saksa
2. Yhdysvallat

Lähde: Kansainvälinen valuuttarahasto.

tiikkaa ylipäätänsä pitäisi sanan varsinaisessa mielessä ”koordinoida” yli sen, mitä Maastrichtin sopimuksen ja kasvu- ja vakaussopimuksen normit edellyttävät valtiontalouden tasapainon suhteen.

Sen sijaan on kyllä kansallisella tasolla sitäkin selvempää, että kansallisen finanssipolitiikan rooli ja vastuu korostuvat, kun kansallisen rahapolitiikan mahdollisuuksia ei voi enää käyttää. Jos finanssipolitiikassa epäonnistutaan, on uhkana, että paineita syntyy joko yhteistä rahapolitiikkaa tai työmarkkinoita kohtaan.

EKPJ:n rahapolitiikan virittäminen – rahapolitiikan käytännön haaste

EKPJ:n lähiajan haaste on rahapolitiikan virittäminen ensi vuoden alusta sellaiseksi, että se on sopusoinnussa koko euroalueen hintavakauden turvaamisen kanssa. Yhteen rahapolitiikan ohjaukseen siirrytään silloin, kun suhdanteen tilanne euroalueella maittain suuresti vaihtelee ja kun eräiden keskuspankkien ohjaukset edelleen ovat ydinmaidan ohjaukset huomattavasti korkeampia. Koko euroaluetta koskevien rahan määrän, hintakehityksen ja muun indikaattoritiedon perusteella on selvää, että EKPJ:n aloituskorkotaso asettuu lähelle alueen korkohaitarin alapäätä. Yhteiseen korkotasoon siirtyminen merkitsee siten lyhyiden korkojen tuntuva laskua joissakin maissa, jolloin yhteinen rahapolitiikka voi niissä olla liian keveätä, varsinkin jos finanssipolitiikan puolella ei synny kompensoivia päätöksiä.

Yhteiseen rahapolitiikan ohjaukseen siirtyminen, vuodenvaihteeseen mennessä tapahtu ns. korkokonvergenssi, tarkoittaa joka tapauksessa, että alueen painotettu rahapolitiikan korko tulee syys-joulukuun aikana laskeneeksi lähes ½ prosenttiyksikköä.

Kansainvälisen talouden kuva on muuttunut voimakkaasti vuoden aikana Aasian kriisin syvenemisen ja leviämisen vuoksi. Kansainväliset korot ovat laskeneet tuntuvasti talousnäkymien heikentymisen ja inflatio-odotusten vaimenemisen myötä. Samoin on muuttunut markkinoiden odotus EKPJ:n aloituskorosta. Tässä tilanteessa on liian aikaista arvailla, millaiseen tilanteeseen EKP:n neuvosto vuoden vaihteessa päätyy. Kun ensimmäinen päätös yhteisestä korkotasosta tehdään, EKP:n neuvosto joutuu luoviamaan tilanteessa, jossa euroalueen joissakin osis-

sa on jopa ylikuumenemisen uhka, kansainvälistä keskustelua dominoi deflaatiopeikko ja yhteisen rahapolitiikan vaikutuksiin liittyy merkittävää epävarmuutta.

Kansainvälisen finanssikriisin maailmantalouden päälle langettama varjo tarkoittaa, että euromaissakin on talouspolitiikassa varauduttava kapenevaan liikkumatilaan ja vaikeampiin priorisointeihin kuin nopeutuvan talouskasvun aikana. Tämä osaltaan, joskin vain ”osaltaan”, selittää viime viikkoina Manner-Euroopassa eräiden hallitusten piirissä virinneen, korostuneen julkisen kiinnostuksen Euroopan keskuspankin tulevaa korkopolitiikkaa kohtaan. Olen sitä mieltä, että olisi perin outoa, ellei valtiovarainministereillä tai pääministereillä olisi mielipiteitä korosta ja oikeutta sanoa mielipiteensä. Mielipiteet ja niiden ilmaus eivät kuitenkaan rajoita EKP:n itsenäisyyttä; EKP tulee harkitsemaan ja toteuttamaan rahapoliittiset päätöksensä itsenäisesti ja poliittisesta tai muusta painostuksesta riippumatta.

Vuoropuhelu on eri asia kuin painostus. Selvää on, että EKP:tä kohtaan harjoitettu painostus, jos sitä tulevaisuudessakin ilmenee, näkyy – ei EKP:n itsenäisyyden kapenemisena – vaan markkinakoroissa, ja nimenomaan sen mukaisesti, miten vakavasti markkinat suhtautuvat hallitusten tai muiden tahojen painostukseen. Toisin sanoen, nyt Keski-Euroopassa ilmenevän kaltainen painostus saattaa markkinoiden silmissä näkertää EKP:n uskottavuutta ja sitä kautta EKP:n korkopoliittista pelivaraa ja johtaa turhan korkeaan korkotasoon.

Suomen ja maailmantalouden tilanne ja näkymät

Taloudellinen kriisi Aasiassa ja Venäjällä, rahoitusmarkkinoiden heilahtelut sekä sijoitus- ja pankkitalojen ongelmat ovat viime aikoina vaikuttaneet odotuksiin, mielialoihin ja ennusteisiin yleisesti. Kun meilläkin vielä äskettäin puhuttiin ylikuumenemisestä, puhutaan nyt taantuman ja jopa laman riskistä.

Suomen Pankin asiantuntijat ovat äskettäin päättäneet syksyn ennustekierroksen. Heidän ennustekuvansa ensi vuoden talouskehityksestä Suomessa on heikompi kuin valtiovarainministeriön tai useimpien muiden julkisten ennustajien. Perusennusteessa taloudellinen kasvu jää hieman alle kolmen prosentin. Kotimainen kysyntä, eri-

Suomen Pankin perusennuste

	1999	2000	2001
Kokonaistuotanto	2.8	2.8	2.2
Yksityinen kulutus	3.4	2.5	1.9
Yksityiset investoinnit	7.5	7.2	7.9
Vienti	4.2	4.9	4.6
Kuluttajahintaindeksi	1.4	2.0	2.7
Työttömyysaste, %	11.1	10.3	10.1
Julkinen rahoitusjäämä / BKT, %	2.0	2.5	3.2
Valtion rahoitusjäämä / BKT, %	-1.3	-0.9	-0.3
Julkinen velka / BKT, %	48.1	46.1	44.2
Valtion velka / BKT, %	61.5	59.0	56.0

Riskiskenaarion oletukset

1. Valuuttakurssisokki
Valuutta vahvistuu 10 % suhteessa dollariin
5 % suhteessa Suomen valuuttaindeksin koriin
2. Vientikysyntäsokki
Vientimarkkinoiden kasvu 1 % + 1 % hitaampi
3. Pörssikurssisokki
Pörssikurssit laskevat 20 %
Pääomakustannukset kasvavat 0.5 %
Säästämisaste nousee 0.5 prosenttiyksikköä + 1 prosenttiyksikköä

Herkkyyksanalyysin tulokset poikkeamina kasvuissa, prosenttiyksikköä

Sokin vaikutus	BKT:n kasvuun			inflaatioon		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Valuuttakurssi	-0.46	-0.02	-0.25	-0.97	-0.35	-0.30
Vientimarkkinat	-0.16	-0.19	-0.02	-0.10	-0.10	0.00
Pörssi + luottamus	-1.32	-0.28	0.26	-0.65	-0.36	0.29
Yhteensä	-1.94	-0.49	0.01	-1.92	-0.81	0.01

Ennuste ja riskiskenaario

	Ennuste			Riskiskenaario (1+2+3)		
	1999	2000	2001*	1999	2000	2001*
Kokonaistuotanto	2.8	2.8	2.2	0.9	2.3	2.2
Yksityinen kulutus	3.4	2.5	1.9	2.7	2.6	2.1
Yksityiset investoinnit	7.5	7.2	7.9	-0.8	5.1	9.2
Vienti	4.2	4.9	4.6	2.6	3.7	3.9
Kuluttajahintaindeksi	1.4	2.0	2.7	-0.5	1.2	2.7
Työttömyysaste, %	11.1	10.3	10.1	12.1	12.3	12.0
Julkinen rahoitusjäämä / BKT, %	2.0	2.5	3.2	1.0	1.1	1.8
Valtion rahoitusjäämä / BKT, %	-1.3	-0.9	-0.3	-2.1	-1.8	-1.3
Julkinen velka / BKT, %	48.1	46.1	44.2	50.4	49.7	48.8
Valtion velka / BKT, %	61.5	59.0	56.0	63.3	62.4	60.2

* Huom. Vuoden 2001 ennusteluvut ovat viitteellisiä, joten kannattaa kiinnittää huomiota ainoastaan riskiskenaarion ja ennusteen mahdollisiin eroihin.

tyisesti yksityinen kulutus, kasvaa nopeasti hyvän tulokehityksen ja matalien korkojen tukemana. Vähäinen hintojen nousu ja parantunut ulkomaankaupan vaihtosuhte ovat kasvattaneet käytävissä olevia tuloja.

Tämä ennustelaskelma on realistinen ja todennäköisimpänä pidettävä kehityskuva. Se on suhteellisen myönteinen, vaikka se onkin valtiovarainministeriön budjettiennustetta pessimistisempi. SP:n ennuste ei merkitse sitä, että talous olisi ajautumassa taantumaan tai että budjetilta olisi pohja pois. Hitaampi kasvu ei myöskään merkitse sitä, että finanssipolitiikan linjaa pitäisi muuttaa. Tarvitsemme edelleen puskureiden rakentamista valtiontalouteen selvästi ennustettua huonomman kehityksen varalle.

Perusennusteen lisäksi Suomen Pankin asiantuntijoilla on tapana tehdä erilaisia vaihtoehtolaskemia tai riskiskenaarioita. Tällä kertaa on tarkasteltu muun muassa skenaariota, johon on sisällytetty joukko kasvuun negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä, joiden syyt juontuvat euroalueen ulkopuolisen maailman rahoituskriisien mahdollisesta syvenemisestä. Tässä riskiskenaariossa euron oletetaan edelleen vahvistuvan, vientimarkkinoiden kasvun hidastuvan, varallisuusarvojen laskevan ja pääomakustannusten nousevan, vaikka rahapoliittinen ohjauskorko oletetaan muuttumattomaksi. Kullakin näistä häiriöistä on taloudellista kasvua ja inflaatiota hidastavia vaikutuksia.

Kun lähtökohtana on perusennuste ja kunkin häiriön vaikutus on lisätty vuorollaan edellisen häiriön vaikutuksen päälle, mallin tuottamat suuruusluokat ja yhteisvaikutus näkyvät taulukosta. Jos nämä sokit ovat oletetun suuruisia ja jos lisäksi kotitalouksien säästämisaste vielä varovaisuussyistä nousee, taloudellinen kasvu voi hidastua vuosina 1999 ja 2000 perusennusteeseen nähden tuntuvasti. Tällöin työttömyysaste kääntyisi uudelleen nousuun ja myös valtion talouden alijäämän laskutrendi väliaikaisesti pysähtyisi. Kotitalouksien reaalitulokehitys olisi tällöinkin

lyhyellä aikavälillä vielä melko hyvä, koska skenaariossa hintojen nousu tilapäisesti pysähtyisi, samalla kun tulosopimuksessa ja budjetissa kiinnitetyt palkat ja tulonsiirrot kasvaisivat entistä vauhtia.

Tällainen skenaario ei käsityksemme mukaan ole todennäköisin tulevaisuuden kuva, mutta se on mahdollinen riskiskenaario, jos kaikki menee negatiiviseen suuntaan. Huomattakoon, että tässäkin laskelmassa koko julkisen talouden tasapaino säilyy suhteellisen hyvänä eivätkä vakausta ja kasvusopimuksen velvoitteet ole uhattuina. Finanssipoliittiset puskurit riittävät tässäkin tapauksessa.

Todettakoon vielä, että nämä skenaariot ovat laskelmia maailmantaloudesta johtuvien riskien suuruusluokkien kartoittamiseksi. Perusennustemme on kuitenkin todennäköisin kehityskuva.

On syytä korostaa, että olemme nyt huomattavan hyvin varautuneet taloudellisiin taantumiin. Yritysten rahoitusrakenne on vahva, peruskannattavuus ja kilpailukyky ovat hyvät, kotitalouksien velkaantuneisuus on vähentynyt 1980-luvun alun lukuihin ja julkisen talouden rahoitusasema on kääntynyt ylijäämäiseksi. Toisaalta julkinen velka on vielä varsin suuri ja työttömyysaste korkea. Meillä on siis jonkin verran puskureita, joita voidaan käyttää, mikäli taloudellisen kasvun hidastuminen jää lyhytaikaiseksi. Ongelmana on edelleen se, että koskaan emme etukäteen tiedä, kuinka pitkäaikainen kansainvälinen taantuma on, jos sellainen on tullakseen. Pitkäaikaisen heikon kehityksen varalle ei ole puskureita. Valtiontalouden velkaantumisen tielle ei voida palata. Rakenteiltaan vahva ja muuntumiskykyinen kansantalous pärjää huonoissakin oloissa suhteellisesti paremmin kuin velkaantunut ja rakenteiltaan jäykkä kansantalous. ■

- Asiasanat: rahapolitiikka, rahapolitiikan strategia, ennuste, skenaariot

Euron på världsmarknaden och i Europa

Matti Vanhala
direktionens ordförande
23.10.1998

Eurons tillkomst vid början av nästa år har i euroområdet väckt en mängd positiva förväntningar. Att så många länder inför en gemensam valuta är emellertid också ett steg ut i det okända. Det gäller därför att noga analysera de utmaningar och risker som man möter. Riskerna har man försökt minimera genom ett omfattande gemensamt förberedelsearbete, inte minst när det gäller normer för penning- och finanspolitik. Det nya euroområdet har i så stor utsträckning som möjligt byggts på den samlade penningpolitiska erfarenheten i euroländerna. Detta gäller såväl den penningpolitiska strategin för Europeiska centralbankssystemet som de penningpolitiska instrumenten. Ändå återstår många öppna frågor med betydelse för eurons framtid.

Då man bedömer eurons internationella roll bör man hålla i minnet att euroområdet i fråga om utrikeshandel är ett relativt slutet område. Områdets export och import utgör vardera bara 10–15 procent av totalproduktionen i området. Penningpolitiken i euroområdet kommer främst att dimensioneras på basis av den interna utvecklingen i området. Målet för penningpolitiken – prisstabilitet – slogs fast redan i Maastrichtfördraget. I den gemensamma penningpolitiken bör eurons externa värde beaktas endast i den mån växelkursen påverkar områdets prisstabilitet.

Euroområdets ekonomi är något mindre än Förenta staternas. Mätt med köpkraftskorrigerad

Chefdirektör Matti Vanhala höll i oktober ett föredrag i Oslo vid konferensen "Samfunn og økonomi 1998", där han behandlade eurons roll i det globala valuta-systemet och i Europa. "Klart är att euron kommer att dominera valutamarknaderna i Europa och delvis också i närområdena. Men dollarn kommer med största sannolikhet att bevara sin ställning som världens ledande valuta och viktig reservvaluta långt in i framtiden", sade han.

BNP är skillnaden omkring 20 procent. Med rådande valutakurser är skillnaden nästan densamma men minskar om euron stärks mot dollarn. Världens tredje största ekonomi, Japan, är drygt hälften så stor som euroområdet.

Dollarn och euron kommer de närmaste åren att ha en dominerande ställning på världens valutamarknader. Men Förenta staternas andel av totalproduktionen i världen är bara omkring en femtedel, och den har, liksom de kommande eurolän-

dernas andel, under de senaste decennierna hela tiden minskat. Krisen i tillväxtekonomierna och Japan kommer visserligen att orsaka ett avbrott i den nedåtgående trenden under de närmaste åren men knappast ändra dess riktning. Dollarn och euron kommer således inte att sakna konkurrens på marknaden. Yenen är redan en konkurrent, och det skall bli intressant att se när särskilt den kinesiska renminbin (yuan) börjar göra sig gällande på valutamarknaden.

Klart är att euron kommer att dominera valutamarknaderna i Europa och delvis också i närområdena. Men dollarn kommer med största sannolikhet att bevara sin ställning som världens ledande valuta och viktig reservvaluta långt in i framtiden.

Jag kommer först att ge min syn på vilken roll euron kommer att få i det globala valutasystemet och sedan redogöra för dess roll i Europa.

Euron i det globala valutasystemet

Särskilt intressant blir det att se hur dollarns och eurons inbördes ställning kommer att utvecklas. Då euroområdet blir nästan lika stort som Förenata staternas ekonomi, har man allmänt utgått från att euron kommer att ta över en del av den centrala roll som dollarn har haft i världsekonomin alltsedan 1930-talet.

Det har livligt debatterats om euron kommer att bli en stark och stabil valuta. Nu står det klart att euron vid sin tillkomst är en mycket stabil valuta. Den stöds av yttre faktorer, men dessutom har tvivlen om Europeiska centralbankens trovärdighet skingrats. Med eurons stabilitet menar jag här uttryckligen eurons interna värde. Inflationen i euroområdet är omkring en procent, och ECB kommer utan tvivel att inrikta sin penningpolitik på att hålla inflationen inom sin definition på prisstabilitet, dvs. under två procent. Prisstabilitet ger euron en stadig grund för att utvecklas till en viktig internationell valuta.

En helt annan sak är sedan eurons externa värde, dvs. hur stabil och stark valutakursen blir. Även om euroområdet kommer att vara en relativt stor och rätt sluten ekonomi, har växelkursen självfallet sin betydelse. Den är t. o. m. av större betydelse för områdets randstater, exempelvis för Finland, och likaså har den naturligtvis stor betydelse för mindre länder utanför euroområdet, som till exempel Norge. Av Finlands utrikeshandel sker drygt en tredjedel med euroområdet och nästan två tredjedelar med länder utanför euroområdet. Av Norges utrikeshandel är euroområdets andel rentav något större.

Problem blir det om eurons kurs fluktuerar kraftigt, eller om euron temporärt eller under längre perioder visar sig bli kraftigt under- eller övervärderad.

Det är som bekant en mycket vanskelig uppgift att bedöma, när en valuta är under- eller övervärderad. Olika indikatorer ger ofta resultat som avviker från varandra med till och med tiotals procentenheter. Definitionen av en jämviktskurs är inte heller entydig utan beror på balansen i de olika delarna av ekonomin. Även om flera indikatorer skulle visa att växelkursen är i balans, men landet har stor arbetslöshet, kan man med fog påstå att någon jämviktskurs inte råder. Med sådana reservationer i minnet kan man säga att valutorna i de länder som nu går med i EMU antagligen inte nämnvärt avviker från sitt långsiktiga

genomsnittsvärde mot dollarn. Euron är – möjligtvis – något undervärderad, men någon väsentlig avvikelse är det i så fall inte fråga om.

Under de senaste månaderna har valutorna i euroområdet stärkts i förhållande till dollarn. Trots det har dollarn inte i ett längre perspektiv försvagats mätt med sitt eget handelsvägda index, eftersom valutorna i Förenata staternas grannländer har deprecierat. Växelkursen i euroområdet har åter förstärkts i alla riktningar. Valutorna i alla västländer har dessutom alltsedan fjolåret förstärkts klart mera än vad de normalt använda handelsvägda valutaindexen visar, eftersom indexen sällan innehåller tillväxtekonomiernas deprecierade valutor. Hittills har eurons förstärkning inte varit problematisk, utan kanske rentav önskvärd, eftersom euron, som jag redan nämnt, fortfarande är snarare undervärderad. Men om de senaste månadernas trend fortsätter, kommer de stora valutornas kursrelationer sannolikt att bli föremål för en ”bekymrad” debatt i euroområdet redan vid EMU-starten.

Flera faktorer tenderar att under de närmaste åren stärka eurons externa värde. Dollarn har de senaste åren hållits uppe av den ekonomiska politiken i Förenata staterna, som varit stramare än i euroområdet. De penningpolitiska räntorna har legat ett par procentenheter högre än i euroområdets kärnländer, och statsfinanserna har visat överskott. Penningpolitiken i Förenata staterna synes nu bli lättare, och förväntningarna om fortsatta lättnader i Förenata staterna har försvagat dollarn.

Bytesbalansen, dvs. balansen mellan sparande och investeringar, håller på att bli ett problem i Förenata staterna. Förenata staterna har redan länge varit en ekonomi med ökande skuldsättning, och särskilt hushållen skuldsätter sig kraftigt. I euroområdet är situationen den motsatta. Bytesbalansöverskottet i området är nästan lika stort som Förenata staternas underskott, dvs. omkring 2 procent av totalproduktionen. Nedgången i börskurserna världen över kan dämpa skuldsättningsbenägenheten och efterfrågan särskilt i Förenata staterna där aktiesparandet har mycket stor betydelse. Då minskar den inhemska efterfrågan i Förenata staterna och bytesbalansen förbättras. Men, detta kan ske endast om dollarn samtidigt försvagas.

Euroområdets starka utländska finansiella position är i princip en faktor som stöder euron,

men krisen i tillväxtekonomierna är på väg att delvis ge negativa effekter i stället. De finansiella instituten i euroområdet har kanaliserat – eller rentav tvingats kanalisera – sparandeöverskottet till relativt svaga ekonomier, eftersom det varit knappt om solida låntagare i världen. Dessa institut löper nu risken att få vidkännas större förluster än sina amerikanska konkurrenter.

Man har också diskuterat hurdana och hur stora portföljanpassningar i fråga om långfristiga investeringar euron kommer att medföra. Omfattande omfördelningar av investeringarna är säkert att vänta, delvis därför att marknaderna överhuvud utvecklas i snabb takt. Å andra sidan går investeringarna i båda riktningarna. Om euron exempelvis upplevs som en stabil och tillförlitlig valuta drar den nog till sig investeringar, men samtidigt blir den också en viktig internationell lånevaluta, och då kommer utländska låntagare in på marknaden och säljer euro. På det sättet tar investerings- och lånetransaktionerna till stor del ut varandra, och något större tryck på valutakursen behöver inte uppstå. En dämpande effekt på portföljanpassningen har också det faktum att euron införs – och delvis redan har införts – under en flera år lång övergångsperiod.

Euron väntas med tiden vid sidan av dollarn bli en central reservvaluta i världen. Beträffande dollarn har man spekulerat, om det faktum att dollarn varit reservvaluta bidragit till dess övervärdering och till Förenta staternas skuldsättning. För ett reservvalutaland är det lätt att skuldsätta sig när investerarna, särskilt de som placerar valutareserven, mer eller mindre automatiskt köper reservvalutalands statspapper, och gäldenären inte är exponerad för valutarisk. Landet behöver inte heller ha någon stor valutareserv, eftersom det kan låta "sedeltryckeriet" sköta även sina internationella åtaganden.

Eurons roll som reservvaluta väcker frågor. För det första: Kommer också euron att bli benägen att övervärderas i genomsnitt? Kommer också eurons kurs att tendera att förstärkas på lång sikt så att euroområdets bytesbalansöverskott raderas ut? För det andra: Kommer det faktum att placerarna av valutareserver får en ny valuta vid sidan av dollarn att leda till en instabilare kurs mellan euron och dollarn? För det tredje: Kommer eurons roll som reservvaluta att utöver fördelar – som åtminstone uppstår i seigniorage-inkomster och en viss ekonomisk-politisk

frihet och ett visst inflytande – också att medföra belastningar? Svaret på de här frågorna får vi vänta på tills vi en längre tid hunnit skaffa oss erfarenheter av eurovärlden.

Man har lagt fram olika teorier om dollarns och eurons fluktuation kommer att vara större eller mindre än D-markens och dollarns. Teorin att fluktuationen ökar har motiverats bland annat med att utrikeshandelns andel i bägge områdena är så liten att valutakursen också i euroområdet förlorar i betydelse. Också konkurrensen mellan euron och dollarn som reservvalutor och även i övrigt på de internationella finansmarknaderna kan leda till att man allt oftare övergår från den ena valutan till den andra, vilket kan framkalla kännbara fluktuationer i valutakurserna. Något klart och tydligt svar på de här frågorna står inte att få i förväg.

Enligt erfarenheterna av stora valutor kan deras växelkurser inte permanent stabiliseras med valutainterventioner. Interventionerna har endast temporär effekt. Oron för att valutakursrörelserna skall förstärkas har emellertid i debatten lyft fram frågan om internationellt valutakurspolitiskt samarbete; också risken för handelskrig framför allt mellan euroområdet och Förenta staterna har tangerats i offentligheten. Jag tror att ingetdera är särskilt sannolikt i praktiken. Att med direkta ingrepp stabilisera stora valutors kurser är i praktiken omöjligt, och försök i den riktningen får ofta motsatt verkan. En stabil kurs mellan euron och dollarn kan i praktiken främjas endast genom att man på bägge sidor om Atlanten strävar mot likartade ekonomisk-politiska mål och samtidigt tillämpar en stabil allmän ekonomisk politik. Ju längre den ekonomiska integrationen fortskrider, desto viktigare är det att man lyckas inom alla sektorer av den ekonomiska politiken. I denna mening är global samstämmighet i den ekonomiska politiken önskvärd och viktig.

Euron kommer inte på länge att kunna hota dollarns ställning som världens viktigaste prissättningsvaluta. Dollarn kommer förmodligen att behålla sin etablerade ställning som vehikelvaluta på valutamarknaden och som prissättningsvaluta för råvaror. I det avseendet får dollarn stöd av den effektiva amerikanska marknaden, och i fråga om råvaror också av det faktum att Förenta staterna – i motsats till euroområdet – självt är en viktig råvaruproducent. En stabil euro kommer

dock med tiden att stärka sin relativa ställning i prissättningen på världsmarknaden.

Förutom rent ekonomiska faktorer är det många andra omständigheter som inverkar på valutakurserna. Bland de viktigaste är politiska överväganden. Typiskt är att dollarn tenderar att stärkas när oväntade politiska eller militära störningar inträffar. Förklaringen till detta ligger sannolikt i Förenta staternas stabila politiska system, landets ekonomiska och militära maktposition och förtroendet för landets marknadsbaserade ekonomiska politik.

Euroområdet är i ekonomiskt hänseende nästan lika stort som Förenta staterna, men det förfogar inte över alla dess starka sidor. Euroområdets ekonomisk-politiska beslutssystem är splitttrat och utsatt för förändringstryck, dessutom saknar området en gemensam säkerhetspolitik. Det återstår att se hur euroområdets beslutssystem och euroområdets omfattning kommer att inverka på eurons kurs. Självfallet skulle en dålig samordning av politiken försvaga euron. Ett euroområde som skulle omfatta hela EU skulle stärka eurons ställning, om en hög grad av ekonomisk konvergens råder. Att England och Sverige stannar utanför EMU innebär nackdelar för Irland och Finland. Å andra sidan, ifall ett mindre omfattande euroområde effektivare och trovärdigare lyckas samordna politiken, skulle detta stärka eurons värde.

Eurons ställning i Europa

Vilken ställning kommer då euron att ha i Europa? Vilka blir förändringarna i euroländerna, och vilka förändringar är att vänta i de länder som stannar utanför EMU? Frågorna är inte lätta att besvara. Svaren får vi först efter många år, eller kanske rentav decennier.

De 11 länder som vid början av nästa år går med i valutaunionen står för tre fjärdedelar av de europeiska OECD-ländernas totalproduktion. Av transitionsekonomierna hör Polen, Tjeckien och Ungern till OECD. Beroende på vilka andra transitionsekonomier tas med i beräkningarna minskar euroområdets andel något. I Europa kommer euron i fortsättningen att ha konkurrens bara från det engelska pundet och kanske delvis från schweizerfrancen. Englands ekonomi täcker nästan hälften av den europeiska ekonomin utanför euroområdet men utgör endast en knapp femtedel av euroområdets ekonomi. Pundets roll

förstärks å andra sidan av det faktum att London under en överskådlig framtid kommer att behålla ställningen som Europas klart viktigaste finanscentrum. Vid sidan av pundet kommer den svenska kronan tills vidare att vara den andra flytande EU-valutan utanför euroområdet. Schweizerfrancen följer också i fortsättningen sin egen väg men kommer sannolikt att flyta rätt nära euron.

Eurons faktiska valutaområde kommer att sträcka sig långt utanför det egentliga euroområdet, då flera europeiska länder utanför EMU binder sin valuta till euron. Graden av bindning kommer att variera. En stark koppling har den danska kronan, som går in i ERM 2 med ett smalt fluktuationsband på ± 2.25 procent. Grekland är med i systemet med ett brett band på 15 procent. Den norska kronan vågar jag självfallet inte uttala mig om i Norge.

De flesta transitionsekonomier har för närvarande ett valutakursmål, och i många fall är valutan knuten helt eller delvis till D-marken. Med "delvis" menar jag kopplingar av typen crawling peg, dvs. en flexibel bindning. DEM-kopplingarna kommer sannolikt att föras över på euron och i vissa fall – främst i de länder som inleder förhandlingar om medlemskap i EU i nästa utvidgningsfas – kommer eurons andel i valutakorgarna antagligen att öka. Så har till exempel Estland deklarerat att landet kommer att fortsätta sin strikta currency board-regim, så att D-marken ersätts av euron. Också utanför Europa, i några afrikanska länder, binds valutan till euron som ett arv efter den franska francen.

De transitionsekonomier som kopplar sin valuta till euron är i förhållande till euroområdet mycket små. Deras eurokoppling tillför inte euroområdet något mervärde; inte heller ökar däri-genom eurons globala roll. I princip har dessa kopplingar dock en stor betydelse för stabiliseringen av transitionsekonomierna själva och för integreringen av dessa länders ekonomier i den europeiska arbetsfördelningen. För att kopplingarna skall hålla krävs dock att den ekonomiska utvecklingen i dessa länder är i samklang med utvecklingen i euroområdet. Ländernas ekonomiska politik måste vara välskött och de finansiella instituten solida. Misslyckade kopplingar gagnar ingen. De resulterar ofta i mycket stora svängningar i den reala valutakursen med åtföljande snedvridningar av handeln.

En annan fråga av betydelse är i vilken mån euron kommer att användas utanför euroområdet som prissättnings- och faktureringsvaluta inom utrikeshandeln och som placerings- och lånevaluta etc. Man talar mycket om förändringar, men hur omfattande de blir återstår att se. En övergång till euron på bred front skulle i viss mån underlätta euroekonomiernas utländska operationer men också försvåra penningpolitiken i länderna utanför euroområdet. Även om sådana förändringar sker, bör varken deras nytta för euroområdet eller skada för utanförstående överdrivas. Man kan exempelvis inte utgå ifrån att ett företag i euroområdet automatiskt och utan kostnader kan överföra valutakursrisker till motparten. Liksom före euron kommer detta också under euron framför allt att vara en förhandlingsfråga mellan företagen.

Där euron kommer att användas utanför euroområdet kommer de nationella centralbankernas räntepolitik att få minskad effekt på ekonomin. Men euron kommer knappast att i någon avgörande grad ändra på redan nu rådande förhållanden. Stora multinationella företag opererar ändå delvis oberoende av nationell valuta och nationell penningpolitik. Men största delen av en-

skilda länders näringsliv är trots allt fortfarande beroende av den inhemska finans- och penningpolitiken. Även om euron i utanförstående länder delvis skulle börja användas i företagets prissättning, anges och betalas skatter, löner och priser på detaljhandelsvaror också i fortsättningen i nationella valutor.

Problemen i de utanförstående länderna kan jämföras med problemen i euroländerna. De ekonomiska problemen försvinner självfallet inte i och med införandet av euron. Måhända problemens summa i stort sett är densamma i alla regimer, problemen bara tar sig olika uttryck och uppstår med olika eftersläpning. För euroområdet medför euron flera tydliga, erkända fördelar, exempelvis minskade valutaväxlingskostnader och klarare prissättning. Valutakursstörningarna i enskilda länder försvinner och räntetopparna dämpas väsentligt. Däremot kommer valutakursfluktuationerna utanför euroområdet att förbli stora, eventuellt rentav större än förut, och de, i likhet med ECB:s räntebeslut, är i det närmaste oberoende av det ekonomiska läget i ett enskilt land. ■

- Nyckelord: euro, dollar, valutakurs

Viitekorkojärjestelmän muutokset talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen siirryttäessä

Jarmo Kontulainen
toimistopäällikkö, rahapolitiikan osasto
Maritta Nieminen
lakimies, lakiasiain yksikkö
3.12.1998

Siirtyminen talous- ja rahaliiton (EMU) kolmanteen vaiheeseen (jäljempänä rahaliitto) ja euron käyttöönotto aiheuttavat muutoksia kansallisiin rahamarkkinoihin ja viitekorkoihin. Pankkien otto- ja antolainauksessa käyttämät kansalliset viitekorot poistuvat suurelta osin. Kun rahamarkkinat muuttuvat koko euroalueen kattaviksi, kansalliselta pohjalta laskettavat viitekorot eivät enää

tydyttävästi heijasta koronmuodostusta markkinoilla, ja tilalle tulevat koko euroaluetta edustavat korot. Osana Euroopan keskuspankkijärjestelmää Suomen Pankki ei voi enää osallistua kansallisen viitekorkojärjestelmän ylläpitoon. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että Suomen Pankki ei enää voi määrätä peruskorkoa eikä laskea ja julkaista heliborkorkoja.

Viitekorkojärjestelmän muuttumisen johdosta hallitus on antanut eduskunnalle esityksen laiksi eräistä viitekoroista ja korkolain muuttamisesta (HE 176/1998). Siinä säädetään Suomen Pankin peruskoron ja keskuspankin määrittelemien lyhyiden viitekorkojen korvaamisesta uusilla viitekoroilla. Viitekorkolailla pyritään erityisesti poistamaan ne oikeudelliset epävarmuustekijät, jotka liittyvät sopimusten jatkuvuuteen viitekoron muuttuessa. Tulkintaongelmia saattaa syntyä sellaisista sopimuksista, joissa ei ole sopimuslauseketta viitekoron tai sen laskentaperusteen muuttumisen varalta.

Valmistautumisessa rahaliiton kolmanteen vaiheeseen on yhteisötasolla pidetty tärkeänä

Euroopan unionin talous- ja rahaliitto EMU tuo mukanaan muutoksia kaikkien jäsenvaltioiden korkojärjestelmiin. Euroalueen laajuiset viitekorot korvaavat ensi vuoden alussa suurelta osin kansalliset viitekorot, mihin pankkien ja asiakkaiden tulee uusia sopimuksia tehdessään varautua. Tulevaisuudessa Suomen Pankki ei siis enää määrää peruskorkoa eikä laske mitakaan viitekorkoja.

pyrkii poistamaan oikeudelliset epävarmuustekijät sopimusten jatkuvuuden suhteen. Niinpä EU:n neuvosto onkin antanut asetuksen tietyistä euron käyttöön ottamiseen liittyvistä säännöksistä (EY 1103/97). Asetuksessa todetaan, että euron käyttöönotto ei muuta sopimusten tai muiden asiakirjojen ehtoja, ei vapauta niiden mukaisesta suoritusvelvollisuudesta eikä anna osapuolille oi-

keutta sopimuksen yksipuoliseen muuttamiseen tai irtisanomiseen.

Asetuksessa ei ole kuitenkaan otettu huomioon kansallisten viitekorkojärjestelmien muuttumista rahaliiton alkaessa ja sen aiheuttamia mahdollisia epävarmuustekijöitä sopimusten jatkuvuuden suhteen. Asetus ei säätele lainkaan tilannetta, jossa sopimusehtona olevaa viitekorkoa lakataan noteeraamasta tai sen laskentaperuste olennaisesti muuttuu niin, että kyse ei enää ole samasta korosta. Koska viitekorkojen muuttuminen voi aiheuttaa epävarmuutta sopimusten jatkuvuudesta, on tarpeen poistaa kansallisella lainsäädännöllä sopimuksiin liittyvien viitekorkoehojen tulkintaan mahdollisesti liittyvät ongelmat. Suomessa peruskorkoa on käytetty sekä suoraan sovellettavana korkona että viitekorkona lainsäädännössä ja sopimuksissa. Peruskoron osalta lainsäädäntöä tarvitaan jo pelkästään sen vuoksi, että Suomen Pankki osana Euroopan keskuspankkijärjestelmää ei voi enää määrätä peruskorkoa ja lainsäädännössä yleisesti puhutaan Suomen Pankin peruskorosta.

Suomen Pankin rooli viitekorkojen määrittämisessä

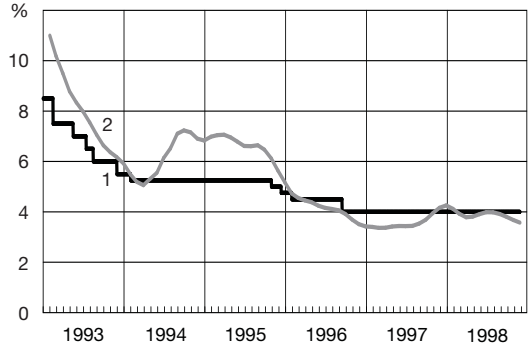
Kansainväliseen käytäntöön verrattuna Suomen Pankki on osallistunut varsin voimakkaasti viitekorkojen määrittämiseen. Suomen Pankki määrää peruskoron, määrittelee ja laskee heliborkorot sekä Suomen Pankin pitkäaikaiset viitekorot ja korkolain (633/1982) perusteella vahvistettavan viitekoron. Voimassa olevan Suomen Pankista annetun lain (719/1997) 6 §:n 2 momentin mukaan Suomen Pankki määrää peruskoron ja muut Suomen Pankin soveltamat korot sekä voi tarvittaessa määritellä ja julkaista muitakin viitekorkoina käytettäviä korkoja. Peruskoron määrää Suomen Pankin johtokunta. Peruskorko on hallinnollisesti määrätty korko, jota käsitteenä ei ole lain tasolla määritelty. Laista käy ilmi ainoastaan sitä koskeva päätöksentekojärjestys. Heliborkorkojen ja pitkäaikaisen viitekorkojen laskeminen ja julkaiseminen taas perustuvat Suomen Pankin johtokunnan päätökseen.

Suomen Pankin asema osana Euroopan keskuspankkijärjestelmää on aiheuttanut muutoksia voimassa olevaan Suomen Pankkia koskevaan lakiin ja myös viitekorkoja koskevaan toimivaltuuteen. Eduskunnan maaliskuussa 1998 hyväksymään uuteen Suomen Pankista annettuun lakiin (214/1998), joka tulee voimaan 1.1.1999, ei säännöstä peruskoron ja muiden viitekorkojen määrittämisestä enää ole otettu.

Lainsäädännön muutokset

Hallitus ehdottaa esityksessään säädettäväksi lain eräistä viitekoroista, ja se tulisi voimaan 1.1.1999. Laki sisältäisi säännökset Suomen Pankin peruskoron ja heliborkorkojen korvaamisesta ehdotetun lain mukaisilla koroilla. Esityksessä ehdotetaan, että aiemmin Suomen Pankin määräämän peruskoron vahvistaisi valtiovarainministeriö vuosittain kesäkuussa ja joulukuussa seuraavaksi puoleksi kalenterivuodeksi. Peruskorko olisi sen vahvistamista edeltävien kolmen kuukauden aikana julkaistun 12 kuukauden markkinakoron keskiarvo. Peruskorko vahvistettaisiin nykyisen käytännön mukaisesti prosenttiyksikön neljänneksen tarkkuudella. Laki ehdotuksen tarkoituksena on muuttaa yleissäännöksellä useissa eri säädöksissä ja sopimuksissa olevat Suomen Pankin peruskorkoa koskevat viittaukset koskemaan valtiovarainministeriön vahvistamaa peruskorkoa.

Kuvio.



1. Peruskorko
2. 12 kuukauden heliborkorko (3 kuukauden liukuva keskiarvo)

Lain voimaan tullessa peruskoron tasoon ei vielä tule muutoksia, vaan Suomen Pankin peruskoron korvaava peruskorko olisi suuruudeltaan sama kuin Suomen Pankin viimeksi määräämä peruskorko. Peruskoroksi vahvistettaisiin 12 kuukauden markkinakorko ensimmäistä kertaa kesäkuussa 1999 (vrt. kuvio). Peruskorko julkaistaan Suomen säädöskokoelmassa ja se tulee vastaisuudessa voimaan julkaisemista seuraavan kalenterikuukauden 1. päivästä lukien. Joulukuun alussa Suomen Pankki alensi peruskoron 3.0 prosenttiin. Uusi peruskorko tulee voimaan 15. päivänä joulukuuta 1998.

Valtiovarainministeriö päättäisi, mitkä korot korvaavat Suomen Pankin lain voimaantuloon saakka laskemat ja julkaisemat heliborkorot. Ministeriön tulisi päätöstä tehdessään selvittää, mitkä markkinakorot tulisivat todennäköisesti olemaan euroalueella yleisesti käytössä ja parhaiten vastaisivat Suomen Pankin määrittelemiä heliborkorkoja siinä vaiheessa, kun päätöstä tehdään. Hallituksen esityksessä lähdetään siitä, että valtaosa euroalueen valtioiden kansallisista viitekoroista korvautuu euriborilla, joten tarkoituksena on, että valtiovarainministeriö päättäisi, että euriborkorot korvaisivat heliborkorot heti vuoden 1999 alusta. Hallituksen esityksessä otetaan huomioon myös se, että euriborkorkoja ei olisi käytettävissä vielä vuoden vaihteessa. Tällöin ministeriö tekisi päätöksen heliborkorkojen korvaamisesta euriborkoroilla myöhemmin, ja väliaikai-

sesti voitaisiin soveltaa Suomen Pankin heliborkorkoja vastaavia Pankkiyhdistyksen laskemia heliborkorkoja.

Valtiovarainministeriön olisi ennen päätöksen tekemistä pyydettävä Suomen Pankin ja Rahoitustarkastuksen lausunto. Ministeriön päätöksen mukaista uutta viitekorkoa sovellettaisiin päätöksen voimaantulon jälkeen seuraavan sopimuksen mukaisen koronmääritysjakson alusta. Valtiovarainministeriön päätökset heliborkorot korvaavista koroista julkaistaisiin Suomen säädöskokoelmassa viimeistään 14 päivää ennen koron voimaantuloa. Lailla ei puututtaisi sopimusvapauteen ja sitä sovellettaisiin vain silloin, kun säädöksessä, sopimuksessa tai muussa asiakirjassa ei ole määräyksiä viitekoron poistamisen ja muuttamisen varalta.

Hallituksen esitykseen sisältyy myös ehdotus korkolain muuttamisesta. Korkolain muuttaminen on tarpeen sen vuoksi, että Suomen Pankki ei enää vahvista mitään markkinakorkoja eikä siten myöskään korkolain mukaisten korkojen perustana olevaa kolmen kuukauden markkinakorkoa. Suomen Pankille kuuluva toimivalta siirtyisi tältä osin valtiovarainministeriölle.

Korkosäännöstelyn purku ja markkinaehtoisten viitekorkojen synty

Suomen Pankki antoi marraskuussa 1986 pankeille luottojen markkinaehtoisia viitekorkoja koskevia ohjeita korkosäännöstelyn asteittaiseksi lieventämiseksi. Suomen Pankin ohjeissa todettiin tuolloin, että vastedes solmittavissa lyhyissä ja keskipitkissä luottosopimuksissa luottokorko voidaan sitoa viitekorkoon, joka heijastaa markkinaehtoisen rahoituksen kustannusta. Siihen saakka vuotta pidemmissä vaihtuvakorkoisissa luottosopimuksissa oli voitu käyttää viitekorkona vain peruskorkoa tai siitä suoraan määräytyvää korkoa. Kaikissa asuntoluotoissa ja pitkäaikaisissa, yli viiden vuoden luotoissa, edellytettiin peruskorkosidonnaisuutta tai kiinteäkorkoisuutta.

Heliborkorot otettiin käyttöön kuitenkin vasta toukokuun alusta 1987 Suomen Pankin lieventäessä edelleen korkosäännöstelyä. Kaikissa muissa paitsi asuntoluotoissa, siis myös yli viiden vuoden luotoissa, voitiin käyttää rahamarkkinakorkoja viitekorkoina. Heliborkorkojärjestelmään siirtymisellä pyrittiin helpottamaan yleisön informaation saantia vallitsevista markkina-

koroista ja yhdenmukaistamaan varsin kirjavaa viitekorkokäytäntöä. Suomen Pankki suositteli heliborkorkojen käyttöä markkinasidonnaisissa luotoissa. Samaan aikaan Suomen Pankki siirtyi käyttämään rahapolitiikassaan pääasiassa sijoitustodistuskauppoja. Heliborkorot olivat tuolloin viiden suurimman pankin kyseisen pituisille (1, 2, 3, 6, 9 ja 12 kuukautta) sijoitustodistuksille kunakin päivänä klo 13 antamien ostonoteerausten keskiarvoja.

Seuraavan vuoden alussa Suomen Pankki ilmoitti ryhtyvänsä julkaisemaan jaksoittain kiinteäkorkoisissa luotoissa sovellettavia pitkäaikaisia viitekorkoja. Näitä markkinakorkoja voitiin käyttää ensimmäisen kerran myös uusien pitkien asuntoluottojen viitekorkoina Suomen Pankin peruskoron ohella. Uudet kolmen ja viiden vuoden viitekorot laskettiin kuukausittain viiden suurimman pankin ostonoteerauksista kolmen ja viiden vuoden joukkovelkakirjoille päivittäisten noteerausten keskiarvona. Viitekorot perustuivat verollisten, pankkien takaamien, kiinteäkorkoisten, kertakuoletteisten ja korkokupongilla varustettujen joukkovelkakirjojen noteerauksiin. Suomen Pankki totesi, että pitkäaikaisten rahoitusvaateiden markkinat ovat ohuet, ja katsoi aiheelliseksi vaatia pankeilta tietoja niiden joukkovelkakirjojen kaupoista, joihin pitkien viitekorkojen noteeraukset perustuvat.

Viitekorkojärjestelmää täydennettiin vielä joulukuussa 1989, kun Suomen Pankin viitekorkosuositukseen lisättiin mahdollisuus käyttää vuoden 1990 alusta kunkin pankin omaa viitekorkoa, primekorkoa, kaikessa anto- ja ottolainauksessa. Primekorot ovat muodostuneet pankkikohtaisiksi viitekoroiksi, jotka eivät edusta esim. parhaiden asiakkaiden luottokorkoja.

Viitekorkojärjestelmän markkinaehtoistuminen 1990-luvulla

Viitekorkoihin puututtiin seuraavan kerran vasta vuonna 1995, kun Suomen Pankki ilmoitti muutoksesta heliborkorkojen laskentatapaan. Syynä muutokseen olivat mm. pankkikriisistä johtuneet uudelleenjärjestelyt Suomen pankkijärjestelmässä. Heliborkorkojen määrittelyssä siirryttiin kesäkuusta 1995 lähtien toistaiseksi sellaiseen käytäntöön, että omille sijoitustodistuksille annetut ostonoteeraukset otettiin huomioon kaikilta niiltä pankeilta, jotka Suomen Pankki hyväksyy rahamarkkinaoperaatioiden markkinaosapuoliksi ja jotka

Suomen Pankin käsityksen mukaan antavat säännöllisesti sijoitustodistuksia koskevat noteeraukset. Lisäksi kussakin maturiteetissa ylin ja alin noteeraus jätetään huomioon ottamatta.

Suomen Pankki suositteli vuonna 1995, ettei pitkäaikaisia viitekorkoja enää käytettäisi uusissa ja uusittavissa sopimuksissa viitekorkoina. Niiden julkaisemista kuitenkin jatkettiin toistaiseksi entisen laskentatavan mukaisesti. Syynä Suomen Pankin suositukseen olivat muutokset pankkien joukkovelkakirjojen markkinoilla. Viitekorot olivat menettäneet luotettavan laskentapohjansa pankkikriisin ja valtion lainojen markkinoiden laajenemisen vuoksi.

Säännöstelyaikakauden muodollisena loppuna voidaan pitää Suomen Pankin päätöstä elokuussa 1996 kumota kaikki korkosuosituksia koskeneet Suomen Pankin kiertokirjeet ja niihin liittyvät toimintaohjeet. Kaikki rahapolitiikkaa koskevat ohjeet koottiin samalla yhteen kansioon ”Suomen Pankin ohjeita luottolaitoksille”. Viitekorkojen käyttöä koskevassa ohjeessa todettiin, että Suomen Pankki pitää viitekoron valintaa ja käyttöä luottolaitoksen ja asiakkaan välisenä sopimusasiana. Pankki katsoi, että Rahoitustarkastuksen ja kuluttajaviranomaisten tehtävänä on valvoa oman toimivaltansa puitteissa luottolaitosten soveltamien viitekorkojen sisältöä ja käyttöä. Rahoitustarkastus onkin antanut ohjeita luotoissa ja talletussopimuksissa sovellettavista ehdoista.

Heliborista euriboriin

Suomen Pankki teki jo joulukuussa 1997 periaatepäätöksen lopettaa heliborviitekorkojen sekä kolmen ja viiden vuoden viitekorkojen noteeraaminen. Tuohon mennessä myös Suomen Pankkiyhdistys oli aloittanut oman viitekoron laskemisen täysin Suomen Pankin käytäntöä vastaavalla tavalla. Keskuspankin laskemien viitekorkojen lopettamisajankohta jätettiin myöhemmin päätettäväksi, mutta ajankohta kytkettiin lopulliseen päätökseen Suomen osallistumisesta rahaliittoon. Euroopan rahapolitiittisessa instituutissa oli jo tuolloin syntynyt näkemys, että rahaliittoon osallistuvat kansalliset keskuspankit eivät julkista omia viitekorkojaan. Lisäksi oli jo nähtävissä, että euroalueen laajuiset viitekorot tulevat korvaamaan kansalliset järjestelmät, mihin pankkien ja asiakkaiden on uusia sopimuksia tehdessään varauduttava. Toukokuussa 1998 Suomen Pankki päätti kuitenkin jatkaa helibor-

korkojen noteeraamista vuoden 1998 loppuun, jotta viitekorkokäytäntö ja markkinoiden toiminta jatkuisivat häiriöttä.

Tarkoitus on, että vuoden 1999 alusta heliborokorot korvattaisiin euroalueen laajuisilla euriborokoroilla (European Interbank Offered Rate). Olettavaa on, että euriboriin siirrytään laajemmin kuin vain niissä sopimuksissa, joissa ei ole ehtoa viitekoron muuttumisen varalta ja joissa euriboriin siirrytään viitekorkolain nojalla. Esimerkiksi uusissa luotoissa euribor korvannee heliborit. Tuntuu myös tarkoituksenmukaiselta, että euriborokorot korvaisivat heliborit myös niissä vuoden 1994 jälkeen solmituissa sopimuksissa, joissa on maininta noudatettavasta menettelystä, kun viitekoron noteeraus lakkaa.

Euriborokorot julkaisee Bridge Telerate -niminen markkinatietoyritys kello 11.00 Brysselin aikaa. Sitä ylläpitävät EU-alueen pankkeja ja rahoitusmarkkinoita laajasti edustavat yhteisöt European Banking Federation, FBE ja Financial Markets Association, ACI. Pankit, jotka otetaan mukaan euriborin määrittelyyn, edustavat euro-määräisiä rahamarkkinoita laajasti ja ovat EU-alueen parhaita pankkeja. Euribor noteerataan jokaiselle 12 maturiteetille yhdestä 12 kuukauden kaikkina päivinä, jolloin Euroopan keskuspankin maksujärjestelmä (TARGET) on auki. Noteeraukset perustuvat pankkien välisten markkinoiden euromääräisten määräaikaisten talletusten hintaan arvopäivälle euroalueella siten, että arvopäivä on noteerauspäivää seuraava toinen pankkipäivä. Noteeraukset annetaan noudattaen korkokaavaa todelliset päivät jaettuna 360:llä. Euriborkorko on pankkien saman päivän, viimeistään klo 10.45 jättämien noteerausten keskiarvo. Keskiarvoa laskettaessa jätetään kussakin maturiteetissa 15 % sekä ylimmistä että alimmista noteerauksista huomioon ottamatta.

Euriborkorkoja noteeraava pankkiryhmä on myös euroalueen rahamarkkinoilta laskettavan yön yli -koron takana. Tätä Eoniakorkoa (European Overnight Index Average), joka on todellisilla kaupoilla painotettu yön yli -korko, lasketaan yhdessä Euroopan keskuspankin kanssa.

Markkaluottojen ja talletusten korkosidonnaisuudet rahaliittoon siirryttäessä¹

Pankkien antolainauksessa viitekorkojärjestelmän muutokset koskevat huomattavaa osaa voimassa olevista lainasopimuksista. Peruskorko- ja heliborsidonnaisten ja pitkäaikaisiin viitekorkoihin sidottujen luottojen kanta oli syyskuussa 1998 yhteensä noin 178 mrd. markkaa eli noin 61 % koko markka-antolainauksen kannasta. Peruskorkosidonnaisia uusia luottoja myönnetään kuukausittain ainoastaan muutaman kymmenen miljoonan markan edestä ja pitkiin viitekorkoihin sidottuja luottoja ei käytännössä lainkaan. Heliborsidonnaisia luottoja myönnetään sen si-

¹ Pankkien anto- ja ottolainauksen korkoehdot ovat vuosien varrella jatkuvasti muuttuneet. Ks. Tapio Korhonen, "Pankkien anto- ja ottolainauksen korkoehdot", Markka & talous 3/96 ja tämän julkaisun kuviot 26–30.

jaan 6 – 9 mrd. markan edestä, mikä on noin puolet kuukausittain myönnettävistä uusista luotoista. Näiden aggregaattilukujen takana on suuri määrä yksittäisiä pankkien ja asiakkaiden välisiä sopimuksia.

Rahaliiton tuomat muutokset viitekorkojärjestelmässä eivät juurikaan koske pankkien ottolainauksista. Peruskorkosidonnaiset talletukset ovat kadonneet markkinoilta lähes kokonaan. Peruskorkosidonnaisilla tileillä oli varoja syyskuussa noin 8 mrd. markkaa, mikä on noin 3 % yleisön markkatalletuksista. Heliborsidonnaisia talletuksiakin on vain noin 17 mrd. markkaa (noin 6 % markkatalletuksista). On kuitenkin todettava, että pankkien ottolainauksen viitekoroissa sovellettavat käytännöt ovat verrattain epäyhtenäisiä, nopeasti muuttuvia ja siten vaikeasti tilastoitavia. ■

- Asiasanat: peruskorko, heliborkorko, viitekorkojärjestelmä, euribor

Onko talous- ja rahaliitossa tilaa inflaatioeroille?

Timo Tyrväinen
ekonomisti
kansantalouden osasto
14.9.1998

Maastrichtin sopimuksen mukaan Euroopan keskuspankin (EKP) tulee määrittää rahapolitiikkansa siten, että euroalueella saavutetaan hintavaaka. Jos inflaatiovauhti on kovin erilainen eri maissa, asetelma voi osoittautua ongelmalliseksi.

EKP:n näkökulmasta suuret maittaiset inflaatioerot merkitsevät sitä, että parhaan mahdollisen rahapolitiikan valitseminen on vaikeaa, koska inflaatiokuva voi olla epäselvä ja mahdollisesti myös ristiitainen. Maittaiset inflaatioerot vaikeuttavat koko talousalueeseen kohdistuvien inflaatiopaineiden arvioimista. Jäsenmaalle puolestaan voi olla ongelmallista, jos suhteelliset hinnat muuttuvat tavalla, joka vastaa ”reaalisen valuuttakursin” vahvistumista. Jos nopean inflaation maassa toimivien yritysten kilpailukyky alkaa rapautua, pitkän aikavälin työllisyysnäköymät saattavat vaarantua.

Balassan–Samuelsonin malli

Balassa ja Samuelson esittivät vuonna 1964 analyysikehikon, jota sittemmin on käytetty laajasti maittaisten inflaatioerojen selittämiseen. EMU-keskustelun kannalta mielenkiintoista on se, että *Balassan–Samuelsonin* mallin kohteena ovat reaalisisistä tekijöistä aiheutuvat inflaatioerot, kun taas monetaarisista syistä johtuvat tendenssit jäävät taka-alalle. Alueella, jossa rahapolitiikka on yhteinen, tämä näkökulma on keskeinen.

Euroalueella tullaan todennäköisesti näkemään merkittäviä ja pitkäaikaisia inflaatioeroja, vaikka rahapolitiikka on yhteinen kaikissa euroalueen maissa, toteaa Timo Tyrväinen artikkelissaan. Tämä tulee lyömään leimansa EKP:n rahapoliittisista linjauksista käytävään keskusteluun.

Balassa ja Samuelson haivalsivat, että inflaatio eli hintojen nousuvauhti on yleensä nopeampi maissa, joissa tulotaso per capita on matalampi. Toisaalta hintojen taso on korkeampi vauraammassa maissa. Nopeampi inflaatio näytti siis olevan osa yleisen tuottavuustason konvergenssia, catch up

-prosessia.

Balassan ja Samuelsonin lähestymistavan mukainen selitys lähtee siitä, että taloudessa on kaksi erilaista sektoria. Toiseen kohdistuu kansainvälinen kilpailu, kun taas toiseen ei. Kilpailun kohteena olevan sektorin (traded goods sector) nopeampi tekninen kehitys ja tuottavuuden kasvu määrittävät koko talouden palkkakehityksen puitteet, sillä kotimarkkinasektorin (non-traded goods sector) palkat seuraavat kilpaillun sektorin palkkoja. Kotimarkkinasektorilla, jossa tuottavuus kasvaa vähemmän, yritykset säilyttävät kannattavuutensa ainoastaan nostamalla hintojaan ja siirtämällä palkankorotukset kuluttajan maksettaviksi. Tässä prosessissa kotimarkkinatuotteiden – lähinnä palveluiden – suhteellisella hinnalla on taipumus nousta jatkuvasti.

Palkka-palkkakytkösten seurauksena sektorien väliset tuottavuuserot siirtyvät suoraan sektorien inflaatioeroiksi, duaali-inflaatioksi. Mitä suurempi on kilpaillun ja kotimarkkinasektorin tuottavuusero, sitä suurempi on sektorien välinen inflaatioero, ja sitä korkeampi on siis duaali-inflaation aste. Duaali-inflaatio, josta puhuttiin paljon 1980-luvun lopun ylikuumenneessa Suomessa, on ilmiönä tuttu lähes kaikissa maissa.

¹Artikkeli perustuu tutkimukseen Alberola–Tyrväinen (1998).

Jos duaali-inflaation aste on erilainen eri maissa, maittaiset inflaatiovauhdit ovat erilaiset. Siksi tämä malli ennustaa, että rahaliitossa mailla, joissa kilpailevan sektorin tuottavuuskasvu on poikkeuksellisen nopeaa ja/tai kotimarkkinasektorin tuottavuuskasvu poikkeuksellisen hidasta, on taipumus kärsiä muita nopeammasta inflaatiosta.

On yleisessä tiedossa, että EMU-maiden välillä on merkittäviä eroja tuottavuuden ja *per capita* -tulon tasossa (Tyrväinen 1998). Tutkimuksessa (Alberola–Tyrväinen 1998), johon tämä artikkeli perustuu, pyrittiin arvioimaan, voisiko tällä olla vaikutuksia euroalueen maittaisiin inflaatioeroihin.

Toteutunut tuottavuus ja inflaatio

Taulukossa 1 näkyy vuoden 1985 jälkeen toteutunut tuottavuus- ja inflaatiokehitys. Tuottavuuden keskimääräiset sektoreittaiset vuosimuutokset ovat sarakkeissa (C) ja (D). Niiden erotus on sarakkeessa (B). Sarake (A) raportoi sektoreittaisten inflaatiovauhtien keskimääräisen eron eli sen, kuinka paljon nopeammin kotimarkkinasektorin hinnat ovat vuosittain nousseet.

Taulukossa esitetään vain uusimmat havainnot. Näin kaikki maat on saatu mukaan suurinpiirtein yhteismitallisina. Toisaalta tuorein kehitys antanee parhaan osviitan lähitulevaisuuden trendien arvioinnille.

Taulukosta voi tehdä useita kiinnostavia huomioita. Ensiksikin sektoreittaisten inflaatioero-

jen haarukka on hämmästyttävän iso. Portugalissa kahden sektorin inflaatiovauhtien ero on 4.8 prosenttiyksikköä, Espanjassa 3.3, mutta Hollannissa lähellä nollaa. Toiseksi tuottavuus- ja inflaatioerojen välinen yhteys näyttää merkittävästi löyhemmältä kuin *Balassan–Samuelsonin* malli antaisi odottaa, sillä A- ja B-sarakkeiden lukujen erot ovat melko suuret. Kolmanneksi Espanjassa sekä kilpaillun että kotimarkkinasektorin tuottavuus on kasvanut suhteellisen hitaasti, vaikka kyseessä on yksi potentiaalisista *catch up* -maista. Tämä asettaa kyseenalaiseksi *Balassan–Samuelsonin* mallin yleistyksen, jonka mukaan tuottavuus kasvaa nopeammin matalamman *per capita* -tulon maassa. Neljänneksi (Hollannin ohella) heikoin kotimarkkinasektorin tuottavuuden kasvu rekisteröitiin Espanjassa ja Portugalissa. Tämä kyseenalaistaa sen hypoteesin, että tällä hetkellä palvelualat ovat tuottavuuskonvergenssia kantava voima, kuten esimerkiksi Bernard ja Jones (1996) väittävät.

Kaikki tämä viittaa siihen, että *Balassan–Samuelsonin* teoreettinen malli ei ehkä olekaan kovin täsmällinen kuvaus EMU-maiden tuottavuustrendeistä ja niistä aiheutuvista inflaatiopaineista. Siksi tämän artikkelin taustana olevassa tutkimuksessa päätettiin laajentaa mallia, sillä empiiriseen työhön haluttiin kehikko, joka kuvaisi paremmin ja realistisemmin EMU-maissa vallitsevia mekanismeja.

Taulukko 1. Työn tuottavuuden vuotuiset muutokset sekä sektorittaisten tuottavuuden muutosten ja hintamuutosten keskimääräiset erot

Havainto jakso	Sektoreittaisten inflaatiovauhtien erotus, prosenttiyksikköä (A)	Sektoreittaisten tuottavuuden muutosten erotus, prosenttiyksikköä (B) = (C) – (D)	Tuottavuuden muutos kilpaillussa sektorissa, % (C)	Tuottavuuden muutos kotimarkkinasektorissa, % (D)
Saksa 1985–93	0.8	-0.2	1.2	1.4
Ranska 1985–95	1.2	1.9	3.3	1.4
Italia 1985–95	2.6	2.7	3.9	1.2
Espanja 1985–93	3.3	2.1	2.3	0.2
Hollanti 1985–95	0.1	2.4	2.6	0.2
Belgia 1985–94	0.9	2.2	3.0	0.8
Itävalta 1985–95	1.4	2.9	3.6	0.8
Suomi 1985–95	2.5	3.5	5.8	2.3
Portugali 1987–93	4.8	4.6	4.5	-0.2

Tulevaisuuden hahmotusta menneisyyden perusteella

Tutkimuksen empiirisessä osassa oli mukana kahdeksan EMU-maata. Kilpailtuun sektoriin luettiin teollisuus ja liikenne. Kotimarkkinasektorin puolestaan muodostavat muut yksityiset elinkeinot (lukuun ottamatta maataloutta). Joistakin maista tietoja on saatavissa 1960-luvun alusta lähtien, kun taas joidenkin muiden aikasarjat alkavat vasta 1970-luvun puolivälistä.

Estimointitulokset² vahvistavat sen, että sektoreittaisten tuottavuus- ja inflaatioerojen välillä on selvä pitkän aikavälin yhteys. Useimmissa tapauksissa järkevä relaatio voidaan kuitenkin määrittellä vasta, kun suhteellisten palkkojen trendinomaiset muutokset otetaan mukaan malliin. Tämä johtuu siitä, että teoreettisen mallin oletus sektoreittaisten palkkojen yhdenmukaisesta kehityksestä ei saa tukea kuin harvan maan aineistossa. Monissa tapauksissa palkka-palkka-kytkökset ovat sittenkin olleet heikommat kuin

² Estimoinneissa käytettiin *Johansenin* menetelmää, joka on kehittynein käytettävissä oleva väline pitkän aikavälin vaikutusrelaatioiden selvittämiseen.

edellä esitelty teoria olettaa. Siksi tutkimuksesamme sovellettiin laajennettua mallia, jossa tämä tosiseikka otetaan huomioon. Käyttämämme malli saa tukea kaikkien maiden aineistoissa.

Estimointituloksia käyttäen rakennettiin simulointikehikko, jonka avulla arvioitiin, kuinka inflaatioerot kehittyisivät, jos taloudellinen käyttäytyminen jatkuisi muuttumattomana EMUn toteutumisen jälkeen. Lisäksi oletettiin Euroopan keskuspankin säätävän rahapolitiikkansa siten, että euroalueen keskimääräinen inflaatio tulee olemaan 2 %. Kolmannen oletuksen mukaan kilpaillun sektorin tuotteiden hintakehitys on yhtenäinen euroalueella.

Taulukossa 2 esitetään simulointien tulokset. Ensimmäisessä tulossarakkeessa on kustakin maasta käytetty tuottavuuden ja suhteellisten palkkojen kehityksestä pisintä mahdollista aineistoa. Tämän vertailun ongelmana on, että käytössä olevien havaintojen aikajänne on hyvin erilainen eri maissa. Keskimmaisessä tulossarakkeessa aineisto alkaa vuodesta 1975. Oikea sarake perustuu vuoden 1985 jälkeen vallinneisiin inflaatio- ja tuottavuustrendeihin.

Kuten jo aiemminkin todettiin, viime vuosien aineisto lienee parasta lähivuosien ennakkointiin.

Taulukko 2. Simuloitu vuotuinen inflaatiovauhti EMU-maissa*, %

	Koti- markkina- hyödykkeiden osuus	Kaikki havainnot		Havainnot vuodesta 1975 lähtien		Havainnot vuodesta 1985 lähtien	
	δ	$\Delta\rho$	$\Delta\rho_N$	$\Delta\rho$	$\Delta\rho_N$	$\Delta\rho$	$\Delta\rho_N$
Saksa	0.62	1.7	2.5	1.3	1.7	1.3	1.8
Ranska	0.69	1.5	2.1	1.7	2.3	1.6	2.1
Italia	0.68	2.0	2.8	2.4	3.2	2.4	3.3
Espanja	0.68	3.6	5.1	3.1	4.3	3.5	4.8
Hollanti	0.72	2.1	2.7	2.3	2.9	2.1	2.8
Belgia	0.69	3.1	4.4	3.1	4.3	2.7	3.6
Itävalta	0.69	1.5	2.0	1.8	2.4	1.5	2.0
Suomi	0.62	1.1	1.6	2.4	3.6	1.5	2.1
EMU		2.0	2.8	2.0	2.7	2.0	2.7
		$\Delta\rho_\tau = 0.4$		$\Delta\rho_\tau = 0.5$		$\Delta\rho_\tau = 0.5$	

* Kaikissa vertailuissa nopein ja hitain maakohtainen kokonaisinflaatio on lihavoitu. Kunkin maan kokonaisinflaatio on $\Delta\rho = (1-\delta) \Delta\rho_\tau + \delta\Delta\rho_N$, missä $\Delta\rho_\tau$ on kilpaillun sektorin inflaatio, $\Delta\rho_N$ kotimarkkinasektorin inflaatio ja δ kotimarkkinahyödykkeiden paino-osuus kansallisessa kuluttajahintaindeksissä. Simuloinnissa on oletettu, että kilpaillun sektorin inflaatio $\Delta\rho_\tau$ on sama kaikissa maissa ja että EMU-alueen keskimääräinen kokonaisinflaatio on 2 % vuodessa.

Tutkimuksen päätulos on, että euroalueella tultaneen näkemään merkittäviä ja pitkäaikaisia inflaatioeroja, vaikka rahapolitiikka on yhteinen kaikissa maissa. Joissakin maissa vuosi-inflaatio saattaisi olla yli 3 %, kun taas joissakin se jäisi noin 1 prosenttiin. Italia ja Espanja, joissa inflaatio on ollut nopeaa menneisyydessä, asettuisivat keskiarvon yläpuolelle vastedeskin. Hieman yllättäen myös Belgia kuuluu tähän ryhmään. Saksa, Ranska, Itävalta ja Suomi näyttävät keskiarvoa hitaamman inflaation maina.

Kuten havaitaan, kilpailujen hyödykkeiden hintakehitys on simuloineissa euroalueella yhtenäinen, sillä kilpaillun sektorin inflaatio on sama kaikissa maissa. Inflaatioerot siis heijastavat nimenomaan kotimarkkinasektorin hintakehityksen eroja. Duaali-inflaatio ei kokonaan katoa EMU-oloissaan.

Onko Suomi rakenteellisesti inflaatioherkkä maa?

Tässä tutkimuksessa käytetyssä mallissa inflaatiokehitystä selitetään reaalisilla tekijöillä eikä rahataloudellisia muuttujia oteta lainkaan huomioon. Voidaan kuitenkin päätellä, että monissa maissa jälkimmäisten rooli näyttää olleen inflaation kannalta keskeinen menneisyydessä. Tästä todistavat esimerkiksi Belgian ja Suomen tulokset. Reaalitekijöiden valossa Belgia olisi inflaatioaltis maa, mutta Suomi ei. Tämä sotii useimpia ennakkokäsityksiä vastaan.

Molemmissa tapauksissa selitys lienee se, että rahatalouden vaikutus on historiassa ollut erityisen tärkeä. Belgiassa rahapolitiikkaa on jo pitkään pidetty – valuuttakurssitavoitteiden vuoksi – niin saksalaistyyllisen kireänä, että se on kompensoinut reaalisista tekijöistä syntyvät inflaatiopaineet. Rahapolitiikka on siis tavallaan neutraloinut rakenteellisen inflaation.

Suomen tapauksessa johtopäätös on vastakkainen. Inflaatio on laukannut, vaikka rakenteelliset tekijät eivät sitä ole lietsoneet. Raha- ja valuuttakurssipolitiikka on ollut keskeinen inflaatiota ylläpitänyt voima.

Menneitten vuosikymmenten inflaatioalttius näyttää Suomessa olleen perusteiltaan rahataloudellisten tekijöiden aikaansaama. Tämä päätelmä ei tue sitä EMU-keskustelussakin esitettyä väitettä, että nimenomaan reaalityaloudelliset piirteet tekisivät Suomesta erityisen inflaatioherkän. Ne, jotka väitteeseen uskoivat, pelkäsivät tämän

tekevän talous- ja rahaliittoon sopeutumisen erityisen hankalaksi.

Simulointitulosten (taulukko 2) vertaaminen tuo tähän keskusteluun lisänäkökohdan. Vuodesta 1975 alkavien havaintojen perusteella Suomi näyttää suuren inflaatioalttiuden maana. Tämän voi tulkita siten, että 1970-luvun jälkipuoliskon ja 1980-luvun alun solidaarinen palkkopolitiikka, jonka periaatteiden mukaan palkkojen tulee nousta yhtä paljon nopean ja hitaan tuottavuuskasvun aloilla, oli siirtämässä Suomea rakenteellisten inflaatiotalouksien joukkoon. Kaikki havainnot käsittävässä sarakkeessa Suomen aineisto alkaa vuodesta 1960. Kun solidaarisen palkkopolitiikan vuodet saavat siinä pienemmän painon, erityistä inflaatioherkkyyttä ei näy. Sitä ei näy myöskään vuodesta 1985 alkavissa havainnoissa eli solidaarisen palkkalinjan jo jäätyä takalalle.

On tärkeää muistaa simulointien perustuvan oletukseen, että menneisyyden trendit jatkuvat EMU-oloissa. Näin tuskin käy. Lisääntyvän kilpailun voi odottaa muuttavan taloudenpitäjien ja markkinoiden toimintaa. Nämä muutokset luultavimmin kaventavat inflaatioeroja rahataloudellisen yhdentymisen edetessä. Siksi edellä esitetty inflaatiohajonta lienee todennäköisen hajonnan yläraja.

On mielenkiintoista verrata tuloksiamme niihin, joita Cecchetti ym. (1998) raportoivat tutkimuksessa, jossa verrataan hintojen konvergenssia viidessätoista Yhdysvaltain kaupungissa vuosina 1918-95. Kuuden toisiaan seuraavan kymmenvuotissakson aikana kaupunkikohtaisten vuotuisten inflaatiovauhtien keskimääräinen haarukka oli pienimmillään 1 prosenttiyksikkö ja suurimmillaan 1.6 prosenttiyksikköä vuodessa. Alberola ja Marqués (1998) puolestaan osoittavat, että Espanjan maakunnissa vuotuiset inflaatioerot ovat vielä suuremmat. Ne ovat vaihdelleet 1.5 prosentin ja 2 prosentin välillä. Inflaatioerot ovat pysyneet jokseenkin muuttumattomina sekä nopean että hitaan inflaation kausina.

Näiden tulosten valossa omien arvioidemme suuruusluokka näyttää järkevältä.

Kolme politiikkapäätelmää

Maastrichtin sopimuksen mukaan Euroopan keskuspankin tehtävänä on turvata vakaa hintataso euroalueella. Nytemmin EKP on täsmentänyt, että hintavakaus tulee määritellä yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin alle 2 prosentin vuo-

tuisseksi nousuksi. Hintavakauden tavoitteeseen pyritään keskipitkällä aikavälillä.

Edellä esitetyt laskelmat osoittavat, että maittain tarkasteltuna se inflaatiokuva, jonka perusteella EKP keskipitkän aikavälin inflaatiopaineita arvioi, tulee olemaan moniulotteinen ja voi sisältää myös ristiriitaisia elementtejä. Tämä tulee lyömään leimansa paitsi itse päätöksentekoprosessiin myös EKP:n rahapoliittisista linjauksista käytävään keskusteluun.

EMU-maiden talous- ja rakennepoliitikalle voidaan osoittaa kaksi viestiä. Ensinnäkin inflaatioeroista koituvia ongelmia voidaan vähentää vahvistamalla kotimarkkinasektorin tuottavuuskasvun edellytyksiä. Toiseksi sellainen rakennepoliittikka, joka heikentää tiukkoja palkkakäytäntöjä, on omiaan vähentämään niitä inflaatiopaineita, joita erityisesti kotimarkkinasektorin ylimitoitettut palkkavaatimukset muuten aiheuttaisivat.■

- Asiasanat: sektoreittainen tuottavuus, inflaatioerot, EMU, Balassan–Samuelsonin malli

Kirjallisuutta

Alberola, E. – Marqués, J. M. (1998) Inflation differentials in a Monetary Union: the case of Spain. Julkaisematton käsikirjoitus.

Alberola, E. – Tyrväinen, T. (1998) Is There Scope for Inflation Differentials in EMU? An Empirical Evaluation of the Balassa–Samuelson Model in EMU Countries. Suomen Pankin keskustelualoitteita 15/98.

Balassa, B. (1964) The purchasing power parity doctrine: A reappraisal. *The Journal of Political Economy*, 72.

Bernard, A. B. – Jones, C. I. (1996) Comparing Apples to Oranges: Productivity Convergence and Measurement Across Industries and Countries. *AER*, Vol. 86 No.5.

Cecchetti, S. G. – Mark, N. C. – Sonora, R. (1998) Price Level Convergence Among United States Cities: Lessons for the European Central Bank. Tutkimusraportti esitelty CEPRin workshopissa *Real Exchange Rates: Recent Theories and Evidence*. Wien, 3.–4. huhtikuuta 1998.

Samuelson, P. A. (1964) Theoretical notes on trade problems. *Review of Economics and Statistics*, 46.

Tyrväinen, T. (1998) What Do We Know about Productivity Gaps and Convergence in EMU-Economies? (ilmestyy Suomen Pankin keskustelualoitteena).

Kotimaiset tekijät syventäneet tuotannon vaihtelua Suomessa

Helvi Kinnunen
ekonomisti
kansantalouden osasto
9.9.1998

Suomen EMU-jäsenyyden yhtenä keskeisenä ongelmana on pidetty Suomen ja muiden euromaiden toisistaan poikkeavia tuotantorakenteita ja tästä johtuvaa suhdannekehityksen eriaikaisuutta ja alttiutta maakohtaisille häiriöille. Erytisesti metsäteollisuuden suuren vientiosuuden ja kansainvälisen suhdanneherkkyyden on pelätty altistavan Suomen talouden epäsymmetrisille häiriöille ja johtavan siten voimakkaisiin sopeutumispaineisiin talouden muilla lohkoilla, kun omaehtoisesta raha- ja valuuttaturssipolitiikasta on luovuttu.

Yksittäisen maan talouskasvun vaihtelun taustalla voivat yleisesti ottaen olla yleiset kansainvälisen talouden häiriöt, kotimaiset tekijät tai tiettyyn toimialaan liittyvät tekijät. Kun maan talous reagoi kansainvälisiin häiriöihin – kuten suuriin raaka-aineiden ja öljyn hintojen vaihteluihin – kutakuinkin samalla tavalla kuin muut häiriöille altistuneet maat, puhutaan symmetrisistä häiriöistä. Epäsymmetriset häiriöt puolestaan koskettavat vain yksittäistä maata. Tällaisten häiriöiden taustalla ovat pääasiassa kotimaiset tekijät, kuten maakohtaiset suhdannevaihtelut, muut maakohtaiset tekijät sekä maittaiset erot toimialojen kasvussa. Maakohtaiset, suhdannevaihtelusta ja toimialasta riippumattomat tekijät johtuvat rakenteellisten tekijöiden ohella kansallisen talouspolitiikan eroista. Toimialakohtaisten häiriöiden

Tuotannon kasvun häiriöt ovat Suomessa selvästi enemmän kuin muissa EU-maissa olleet lähtöisin kotimaasta. Kasvun vaihtelut ovat poikenneet EU-maiden vaihtelusta erityisesti suljetulla sektorilla, mikä viittaa siihen, että talouspolitiikalla on Suomessa kärjistetty suhdanteita enemmän kuin vakautettu taloutta. Jäsenyys rahaliitossa tulee vähentämään näitä kotoperäisiä häiriöitä. Näin toteaa Helvi Kinnunen artikkelissaan, joka perustuu hänen tutkimukseensa vuodelta 1997. Tutkimuksessa oli mukana yhdeksän EU-maata vuosina 1978–1993.

taustalla ovat tavallisesti tekniikan ja tuotantomenetelmien muutokset, jotka vaikuttavat alan kehitykseen samalla tavalla maasta riippumatta. Jos maan tuotantorakenne on kovin yksipuolinen, voi toimialakohtainen häiriö johtaa myös epäsymmetriseen häiriöön. Suomessa tyypillinen toimialakohtainen häiriö voisi syntyä metsäteollisuudessa sellun hinnan voimakkaan laskun tai nousun seurauksena.

Kotimaisilla häiriölähteillä on keskeinen merkitys Suomessa

Tuotannon keskimääräisellä kasvuvauhdilla mitattuna Suomen talouskasvu vuosina 1978–1993 ei ole juuri poikennut muiden EU-maiden kasvusta (taulukko 1a). Keskimääräinen kasvuvauhti on Suomessa poikennut merkittävästi vain verrattuna Ruotsiin, jossa talous on kasvanut selvästi hitaammin kuin Suomessa. Saksaan ja Ranskaan verrattuna kasvuo on ollut sen sijaan vain vähäinen. Toimialoittainen tarkastelu kuitenkin osoittaa, että teollisuustuotanto on Suomessa kasvanut vuosina 1978–1993 selvästi nopeammin kuin muissa EU-maissa keskimäärin (kuvio). Ranskaan, Saksaan, Ruotsiin ja Englantiin verrattuna kasvuo on merkittävä. Suljetun sektorin toimialoilla ei ole havaittavissa yhtä suuria keskimääräisen kasvuvauhdin eroja lukuun ottamatta 1990-lukua, jolloin tuotannon supistuminen suljetulla sekto-

Taulukko 1a. Tuotannon keskimääräinen kasvu vuosina 1978–1993 toimialoittain ja maittain, %

	Maa									
	AT	DK	FI	FR	DE	GR	IT	SE	UK	Yht.
Toimiala										
PRM	1.0	2.5	0.6	2.1	1.7	0.9	1.3	1.0	2.3	1.5
MIN	0.1	3.0	4.0	0.5	-2.1	2.6	2.2	-2.1	2.2	1.2
MANU	2.0	1.3	3.0	0.4	0.8	0.4	2.6	1.0	1.0	1.4
ELEC	2.6	4.3	3.5	4.8	2.2	4.9	1.1	4.0	4.4	3.5
CONST	1.1	-1.6	-0.6	0.3	0.2	-0.4	0.2	0.5	1.1	0.1
SALE	2.3	1.6	1.1	1.4	2.1	1.7	2.1	1.5	2.1	1.8
TRANS	4.0	3.3	3.6	4.4	3.7	4.1	4.4	3.3	2.6	3.7
FIN	3.4	1.8	3.7	3.0	3.5	3.7	3.3	2.3	2.9	3.1
SERV	3.6	0.8	1.7	4.3	5.6	2.3	3.3	1.1	5.2	3.1
GOV	1.9	2.0	2.1	2.2	1.6	1.5	2.3	1.4	0.4	1.7
Yht.	2.2	1.9	2.3	2.3	1.9	2.2	2.3	1.4	2.4	2.1

Taulukko 1b. Tuotannon kasvun vaihtelu vuosina 1978–1993 toimialoittain ja maittain, %

	Maa									
	AT	DK	FI	FR	DE	GR	IT	SE	UK	Yht.
Toimiala										
PRM	0.25	0.57	0.37	0.36	0.78	0.69	0.15	0.26	0.51	0.42
MIN	1.92	0.29	0.30	0.58	0.47	0.25	0.03	1.67	0.69	0.69
MANU	0.08	0.09	0.22	0.07	0.14	0.10	0.11	0.13	0.13	0.12
ELEC	0.26	0.91	0.08	0.12	0.08	0.10	0.13	0.40	0.67	0.30
CONST	0.12	0.72	0.68	0.12	0.09	0.41	0.07	0.18	0.36	0.29
SALE	0.06	0.11	0.41	0.03	0.12	0.07	0.03	0.08	0.14	0.11
TRANS	0.04	0.25	0.13	0.05	0.06	0.07	0.08	0.23	0.07	0.10
FIN	0.01	0.17	0.11	0.06	0.01	0.02	0.02	0.03	0.05	0.05
SERV	0.03	0.05	0.08	0.02	0.04	0.04	0.02	0.03	0.65	0.13
GOV	0.01	0.05	0.06	0.01	0.01	0.11	0.03	0.04	0.01	0.04
Yht.	0.28	0.33	0.25	0.16	0.21	0.20	0.08	0.31	0.33	0.24

PRM = Maa- ja metsätalous

MIN = Kaivostoiminta

MANU = Teollisuus

ELEC = Sähkö-, kaasua- ja vesihuolto

CONST = Rakentaminen

SALE = Tukku- ja vähittäiskauppa, majoitus- ja ravitsemustoiminta

TRANS = Liikenne

FIN = Rahoitus-, vakuutus- ja kiinteistötoiminta sekä liike-elämää palveleva toiminta

SERV = Muut yksityiset palvelut

GOV = Julkisten palvelujen tuotanto

AT = Itävalta

DK = Tanska

FI = Suomi

FR = Ranska

DE = Saksa

GR = Kreikka

IT = Italia

SE = Ruotsi

UK = Iso-Britannia

rilla ja erityisesti kaupan alalla ja rakennustoiminnassa oli poikkeuksellisen voimakas.

Teollisuustuotannon kasvun vaihtelu on Suomessa ollut myös jonkin verran suurempaa kuin muissa maissa (taulukko 1b). Ero ei ole kuitenkaan merkittävä. Sen sijaan suljetun sektorin toimialoilla tuotannon kasvun vaihtelu on ollut selvästi suurempaa kuin muissa EU-maissa keskimäärin. Suurin ero on tukku- ja vähittäiskaupan toimialalla. Myös rakennustoiminnan vaihtelu on Suomessa ollut voimakkaampaa kuin muissa maissa. Keskeisiin euroalueen maihin eli Ranskaan, Saksaan ja Italiaan verrattuna tuotannon

kasvun vaihtelu poikkeaa Suomessa merkittävästi sekä kaupan alalla että rakennustoiminnassa.

Suomen suuremmat tuotannon kasvun vaihtelut korostuvat edelleen, kun tarkastellaan, mikä osuus vaihtelusta on lähtöisin kotimaisista tekijöistä (taulukko 2). Suomessa kotoperäisen vaihtelun osuus kasvaa aivan eri lukemiin kuin muissa EU-maissa. Kotimaiset tekijät selittävät yli kolmanneksen Suomen tuotannon vaihtelusta, kun vastaava osuus on Itävallassa, Ruotsissa, Isossa-Britanniassa, Kreikassa ja Tanskassa ollut 12–14 %. Italiassa osuus on yli viidennes, mutta Ranskassa alle 10 %. Maakohtaiset suhdannevaihtelut ovat

Taulukko 2. Kotimaisten tekijöiden osuus maittaisesta tuotannon vaihtelusta 1978–1993, %

	Vaihtelun lähde			Yhteensä
	Maakohtaiset tekijät	Maakohtaiset toimialatekijät	Maakohtaiset suhdannevaihtelut	
Itävalta	0.0	1.6	12.8	14.3
Tanska	0.1	4.6	8.8	13.5
Suomi	0.1	5.8	29.3	35.2
Ranska	0.3	3.2	5.3	8.9
Saksa	0.2	9.1	10.3	19.6
Kreikka	0.0	3.2	10.7	13.9
Italia	0.5	12.3	11.1	23.9
Ruotsi	1.6	3.5	8.4	13.5
Iso-Britannia	0.3	3.1	8.5	12.0

olleet Suomessa tärkein kotimainen häiriölähde. Maakohtaisten, suhdannevaihtelusta ja toimialasta riippumattomien tekijöiden merkitys sen sijaan osoittautui lähes olemattomaksi.

Suomen kasvuhäiriöiden kotoperäisyys on tullut esille myös aikaisemmissa tutkimuksissa¹. Suljetun sektorin olennainen merkitys kasvuhäiriöiden lähteenä on niissä kuitenkin jäänyt vähäisemmälle huomiolle. Suljetun sektorin osuuden korostuminen Suomen tuotantohäiriöissä ei johdu yksistään 1990-luvun poikkeuksellisista olosuhteista, jolloin syvä lama koetteli nimenomaan Suomen suljettua sektoria. Lamavuosien poistaminen tarkastelusta ei vähentänyt kotoperäisten häiriöiden merkitystä, vaan vastoin odotuksia lisäsi sitä (taulukko 3). Kotimaisten häiriölähteiden keskinäinen painotus kuitenkin muuttui, kun lamavuodet jätettiin pois. Yleisen maakohtaisen suhdannevaihtelun merkitys väheni, kun taas muut maakohtaiset tekijät tuotannon vaihteluiden lähteenä korostuivat. Myös maakohtaisten toimialavaihteluiden merkitys osoittautui suuremmaksi, kun lamavuodet eivät olleet mukana tarkastelussa. Ennen 1990-lukua kotoperäisten häiriöiden lähteenä korostuvat siis Suomen ra-

¹ Tarkka ja Åkerholm (1993) päätyivät tulokseen, että yhteisvaihtelu muiden EU-maiden kanssa oli suhteellisen vähäistä ja että maakohtaisilla häiriöillä oli keskeinen merkitys kokonaistuotannon määrän vaihtelussa. Starck (1990) on puolestaan arvioinut, että puolet Suomen kokonaistuotannon lyhyen aikavälin vaihtelusta oli vuosina 1960–1988 kotimaisista tekijöistä peräisin. Toisaalta Ahonen ja Pyyhtiä (1996) päätyivät siihen, että teollisuustuotantoon kohdistuvat häiriöt välittyivät vuosina 1973–1994 Suomeen, Ruotsiin ja Saksaan samanaikaisesti.

Taulukko 3. Kotimaisten tekijöiden osuus maittaisesta tuotannon vaihtelusta 1978–1989, %

	Vaihtelun lähde			Yhteensä
	Maakohtaiset tekijät	Maakohtaiset toimialatekijät	Maakohtaiset suhdannevaihtelut	
Itävalta	1.4	10.4	2.2	14.0
Tanska	0.3	9.9	5.5	15.7
Suomi	13.1	12.8	19.0	44.9
Ranska	0.1	5.2	8.8	14.0
Saksa	3.2	3.4	9.2	15.8
Kreikka	0.2	10.8	7.5	18.5
Italia	0.1	12.0	19.7	31.7
Ruotsi	0.7	7.6	5.9	14.1
Iso-Britannia	0.4	6.9	3.6	10.9

kenteelliset tekijät ja kotimainen talouspolitiikka, joiden vuoksi sekä tuotannon keskimääräinen kasvu että toimialojen väliset erot keskimääräisessä kasvussa ovat Suomessa poikenneet muiden EU-maiden kehityksestä. Lamavuosien poistaminen aineistosta pienensi kuitenkin suljetun sektorin toimialojen kasvun vaihtelun vähäisemmäksi kuin EU-maissa keskimäärin.

Jäsenyys rahaliitossa vähentää kotoperäisiä häiriöitä

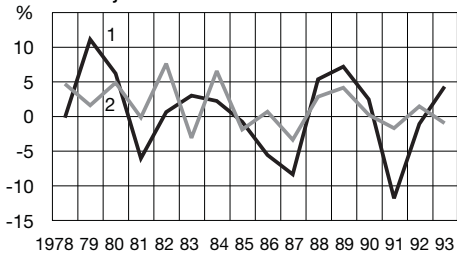
Tuotannon kasvun häiriöt ovat olleet 1980-luvulla ja 1990-luvun alussa Suomessa EU-maiden häiriöihin verrattuna selvästi enemmän kotimaasta lähtöisin. Tämä on saattanut johtua Suomen talouspolitiikasta tai siitä, että Suomi on reagoinut eri tavoin kuin muut maat kansainvälisen talouden häiriöihin. Se, että vaihtelut ovat poikenneet EU-maiden vaihtelusta erityisesti suljetulla sektorilla, viittaa siihen, että noudatettu talouspolitiikka on Suomessa kärjistänyt suhdanteita enemmän kuin vakauttanut taloutta². Vastoin yleistä käsitystä talouskasvun suuren vaihtelun taustalla eivät ainakaan välittömästi olisikaan siis metsäteollisuuden suuret suhdannevaihtelut. Suomen keskimääräistä nopeampi kasvu 1980-luvulla on ainakin osittain johtunut keveästä finanssipolitiikasta ja samanaikaisesta pääomanliikkeiden vapauttamisesta sekä siitä johtuneesta tehottomasta rahapolitiikasta. Nämä

² Esimerkiksi Peisa ja Haaparanta (1997) päätyivät samaan tulokseen käymällä yksityiskohtaisesti läpi Suomen talouden häiriöt ja niihin liittyvät talouspoliittiset päätökset.

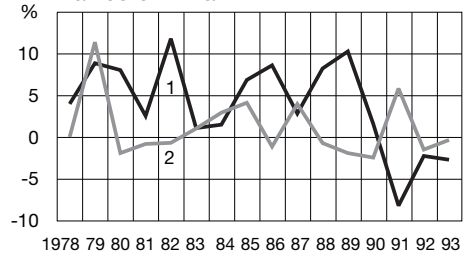
Kuvio.

Tuotannon muutos Suomessa ja yhdeksässä EU-maassa keskimäärin

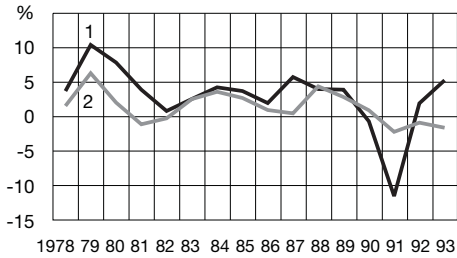
Maa- ja metsätalous



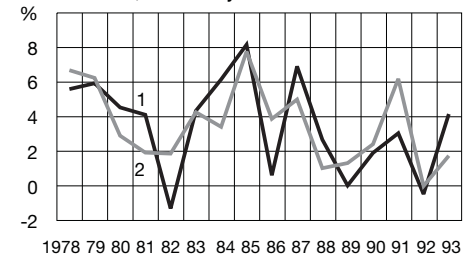
Kaivostoiminta



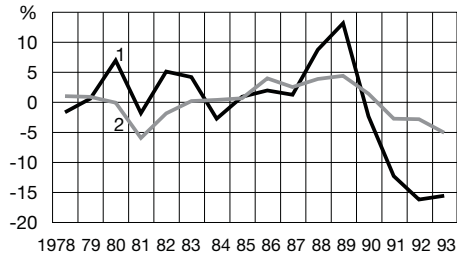
Teollisuus



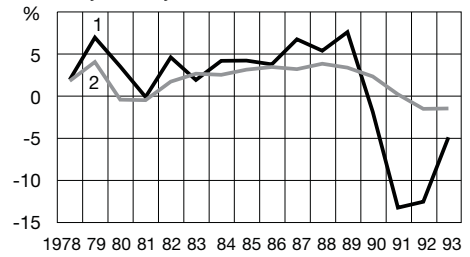
Sähkö-, kaasu- ja vesihuolto



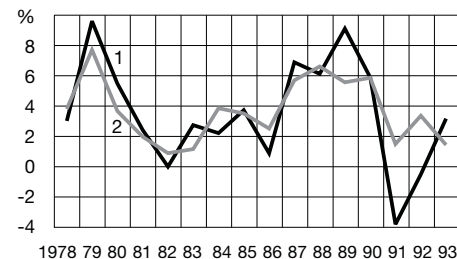
Rakentaminen



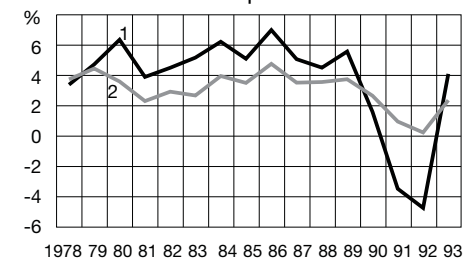
Tukku- ja vähittäiskauppa, majoitus- ja ravitsemistoiminta



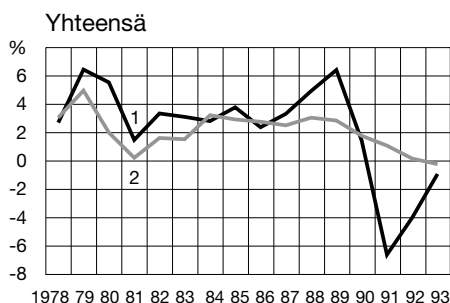
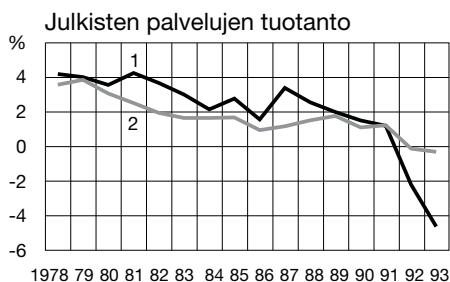
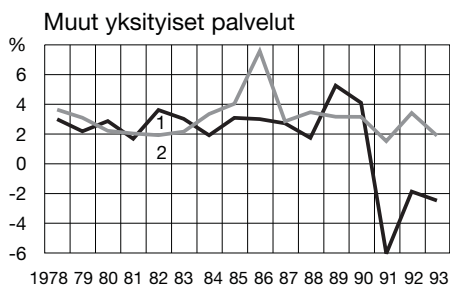
Liikenne



Rahoitus-, vakuutus- ja kiinteistötoiminta sekä liike-elämää palveleva toiminta



1. Suomi
2. EU-maat



1. Suomi
2. EU-maat

sekä 1990-luvun alun kireän talouspolitiikan mukanaan tuoma rakennemuutos ovat kärjistäneet tuotannon vaihteluita erityisesti kotimarkkinoilla.

Mikäli vaihtelujen taustalla on ollut kotimaassa noudatettu talouspolitiikka, menneisyyden maakohtaiset häiriöt eivät ole ongelmallisia rahaliiton jäsenyyden kannalta. Rahaliiton jäsenyys saattaakin olla omiaan vakauttamaan sekä yritysten että kotitalouksien toimintaympäristöä ja siten vähentämään tuotannon häiriöitä siitä, mitä menneisyydessä on koettu.

Suljetun sektorin kannalta keskeinen muutos on se, että korkoheilahtelut ja devalvaatioista aiheutuvat valuuttakurssimuutokset tulevat olennaisesti vähenemään, mikä yhdessä valuuttakurssiriskien poistumisen kanssa parantaa pitkän aikavälin kasvuedellytyksiä. Samanaikaisesti inflaation vaimuus ja maltilliset inflaatio-odotukset sekä verotuksen neutralisoituminen siten, että liiallisen velkaantumisen kannustimet ovat poistuneet, tehostavat investointeja ja parantavat tuotannollisen pääoman allokointia. Myöskään kansainväliset häiriöt eivät enää johda ylilyönteihin kotimaisilla rahamarkkinoilla eivätkä välity siten

kotimaiseen kysyntään, kuten ennen rahaliiton jäsenyyttä. ■

- Asiasanat: tuotanto toimialoitain, epäsymmetrinen häiriö, EU-maat

Lähteet

Ahonen, J. – Pyyhtiä, I. (1996) Suomen teollisuuden rakenne ja häiriöalttius suhteessa muihin EU-maihin. Suomen Pankin keskustelualoitteita 5/96.

Haaparanta, P. – Peisa, P. (1997) Talouden rakenne ja häiriöt. Valtioneuvoston kanslian julkaisusarja 1997/21.

Kinnunen, H. (1998) The Sources of Output Shocks in Finland and Other EU Countries. Bank of Finland Discussion Papers 3/98.

Starck, C. (1990) Foreign and Domestic Shocks and Fluctuations in the Finnish Economy 1960–1988. Suomen Pankki B:44. Helsinki.

Tarkka, J. – Åkerholm, J. (1993) Fiscal Federalism and European Monetary Integration. Teoksessa Honkapohja, S. – Ingberg, M. (eds). Macroeconomic Modelling and Policy Implications. Amsterdam.

Euroopan keskuspankkitoimintojen testaus

Kansainvälinen sihteeristö
12.11.1998

Euroopan keskuspankkijärjestelmä (EKPJ) tulee 1.1.1999 alkaen toimimaan ensisijaisesti siten, että EKP tekee rahapolitiikkaa koskevat päätökset ja myös johtaa käytännön operaatioita. Itse operaatiot toteutetaan puolestaan hajautetusti kansallisissa keskuspankeissa. Asetelmaa voi verrata orkesterin johtamiseen. Se poikkeaa siitä kuitenkin kahdessa suhteessa. Ensinnäkin tässä tapauksessa orkesterin kaikilla soittajilla on sama soitin, ja soittimet ovat täsmälleen samassa viireessä. Toiseksi hätätilanteessa itse orkesterinjohtajakin voi ottaa instrumentin käteensä ja soittaa joko sooloa tai yhtyä johtamansa orkesterin soittoon.

Kaikilla talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen mukaan lähtevien maiden kansallisilla keskuspankeilla on pitkät perinteensä ja vakiintuneet toimintatapansa. Talous- ja rahaliitto ei ole historiallisesti ainutkertainen hanke vain siksi, että rahapoliittinen päätöksenteko poistuu kansalliselta tasolta, vaan myös siksi, että siinä yhdistetään kansallisten keskuspankkien operatiiviset toiminnot tavalla, johon ei ole olemassa ennakkomallia. Tämä haaste on ollut selvä heti alusta alkaen, ja EKPJ:n toiminnallisten valmiuksien varmistamiseen onkin paneuduttu erityisen huolellisesti.

Valmistelut on nyt saatettu päätökseen ja niiden lopuksi EKPJ:ssä pantiin toimeen kaikkien keskuspankkitoimintojen testaus eli ns. kokonaistestaus.

Työnkulut ja menettelytavat testattiin

Kokonaistestauksessa ei niinkään testattu uusia tietoteknisiä sovelluksia, vaan painopiste oli pikemminkin eri toimintojen ja niihin liittyvien työnkulkujen ja menettelytapojen toimivuuden varmistamisessa.

EKPJ:n toimintojen rakentaminen on edellyttänyt eräitä uusia tietoteknisiä sovelluksia EKP:n ja kansallisten keskuspankkien väliseen yhteydenpitoon. Nämä oli toteutettu omina projekteina ja niiden tekninen toimivuus oli testattu

jo aikaisemmin. Kokonaistestauksessa kaikkien uusien sovellusten oletettiin jo olevan käytössä, ja tässä yhteydessä testattiinkin erityisesti sitä, miten varsinaiset loppukäyttäjät onnistuivat työskentelemään näiden uusien järjestelmien kanssa.

Testauksen kohteena olivat myös EKPJ:ssä luodut varajärjestelmät ja niiden käytön edellyttämät menettelyt.

Pääasiassa testaus kattoi EKP:n ja kansallisten keskuspankkien välisen kommunikoinnin, mutta myös kansallisten keskuspankkien välisiä yhteyksiä kokeiltiin esimerkiksi toisessa maassa olevien vakuuksien käytön yhteydessä. Uusi maksujärjestelmä TARGET ei sinänsä kuulunut kokonaistestauksen testikohteisiin, mutta oleellisena osana EKPJ:n tulevaa järjestelmäperustaa TARGET kytkettiin mukaan aina kun se oli mahdollista.

Testaukset toiminnoittain eli sykleittäin

Kokonaistestausta varten EKPJ:n tehtävät ryhmiteltiin viiteen tehtäväalueeseen. Nämä olivat

1. rahapolitiikan operaatiot
2. valuuttainterventiot ja valuuttavarannon hallinta
3. maksu- ja selvitysjärjestelmät
4. tilastojen tuotanto
5. kirjanpito.

Kullakin tehtäväalueella identifioitiin tarkemmin EKPJ:n tulevat perustoiminnot, jotka nimettiin sykleiksi. Näin korostettiin näiden toimintojen ja niiden testaamisen dynaamista luonnetta. Syklit jaettiin edelleen askeleiksi, joihin tukeutuen laadittiin kullekin syklille oma työnkulkukaavio. Työnkulkukaavioiden perusteella täsmennettiin toimintavastuut EKP:n ja kansallisten keskuspankkien välillä. Kaavioista kävivät myös ilmi liityntäpinnat ulkopuolisten tahojen eli esimerkiksi pankkien, tiedotusvälineiden jne. kanssa.

Kokonaistestaus suoritettiin kolmivaiheisesti. Ensimmäisessä vaiheessa testattiin yksittäisiä syklejä toisistaan riippumattomasti. Toinen vaihe

keskittyi varajärjestelyjen ja -menettelyjen testaukseen. Kolmannessa ja raskaimmassa testijaksoissa syklejä yhdistettiin niin kutsutuiksi prosesseiksi pyrkien näin pääsemään lähelle todellista työskentelytilannetta.

Testejä tehtiin heinäkuun alusta aina marraskuun loppuun asti. Syklejä oli mukana yhteensä 43, ja niitä testattiin lukuisia kertoja koko testi-periodin aikana. Testauksen toimeenpanoa valvoi kansallisten keskuspankkien ja EKP:n edustajista koottu valvontaryhmä.

Esimerkkinä testattavasta syklistä voidaan tarkastella EKPJ:n säännönmukaista rahapoliittista huutokauppaa, jonka testaus oli yksi raskaimmista. Siinä EKP tiedotti ensin kansallisille keskuspankeille – yleensä maanantaisin – millaisen huutokaupan se aikoo seuraavana päivänä panna toimeen. Samalla harjoiteltiin myös huutokaupasta vastapuolille tiedottamista. Seuraavana päivänä kansalliset keskuspankit lähettivät luotolaitosten kuvitteelliset tarjoukset EKP:lle tarkan aikataulun ja valvottujen työkulkujen mukaisesti. EKP puolestaan ilmoitti vastaavasti täsmällisten sääntöjen mukaisesti kansallisille keskuspankeille huutokaupan tulokset, minkä jälkeen kansallisissa keskuspankeissa voitiin alkaa valmistautua hyväksytyjen kauppojen toimeenpanoon. Koska kaupat tehdään seuraavan päivän arvolla, varsinainen maksatus ja vakuuksien käsittely tapahtuivat keskiviikkona. Tarkan likviditeettitilanteen hallitsemiseksi kukin kansallinen keskuspankki lähetti EKP:lle testien aikana joka päivä täsmälliset likviditeettitiedot ja sen lisäksi vielä normaalit tasetiedot.

Lisätestejä kansallisella tasolla

Koska kansallisiin keskuspankkeihin on ajan myötä syntynyt erilaisia käytäntöjä ja traditioita, osoittautui, että EKPJ:n kokonaistestauksen yhteydessä oli otollinen ajankohta testata myös kansallisella tasolla järjestelmiin ja työkulkuihin tehtyjä muutoksia.

Esimerkiksi niissä maissa, joissa keskuspankin rahapoliittisissa operaatioissa on perinteisesti ollut paljon vastapuolia, joudutaan tekemään suurehkoja muutoksia totuttuihin toimintoihin. On myös maita, joissa mm. vaihtuvakorkoinen huutokauppajärjestely on vastapuolille vieras. Näissä maissa vastapuolet kytkettiin tarpeen mukaan testeihin.

Suomen Pankissa käynnistettiin kokonaistestauksen yhteydessä sisäisiä testejä, joiden tarkoituksena oli löytää Suomen Pankin oman henkilöstön ja laitteiston mahdollisia pullonkauloja tai järjestelmien heikkouksia. Testauksen kolmannessa vaiheessa myös vastapuolet osallistuivat testaukseen, vaikka Suomessa muutokset käytännön operaatioissa eivät vastapuolten näkökulmasta ole kovin suuria.

Testitulokset odotettuja: tekniset järjestelyt toimivat

EKPJ:n kokonaistestaus osoittautui vaivansa arvoiseksi hankkeeksi, koska testiseulan tarkkuus oli onnistuttu virittämään oikein. Seula ei ollut niin väljä, että kaikki ongelmat olisivat sen vaivatta läpäisseet. Testin ajoitus oli myös oikea. Siihen ryhdyttiin niin varhain, että havaittujen ongelmien korjaamiseen jäi vielä riittävästi aikaa niin EKP:ssä kuin kansallisissa keskuspankeissakin.

Erittäin positiivinen havainto oli se, että rakennetut varajärjestelmät ja -menettelyt toimivat hyvin ja että niiden käyttö sujui kaikkialla kitkatta. Näin tiedetään, että EKPJ toimii hyvän turvaverkon varassa, jos ongelmia todellisuudessa vielä esiintyy. Ensi vuoden alku tulee olemaan EKPJ:n henkilöstölle erittäin mielenkiintoinen ja haastava.

Kokonaistestaus osoitti selvästi, että mikään tekninen tai työkulkuun liittyvä tekijä ei ole esteenä sille, että EKPJ kykenisi huolehtimaan kaikista rahapoliittisista ja muista oleellisista keskuspankin tehtävistä, kun talous- ja rahaliiton kolmas vaihe vuoden 1999 alussa käynnistyy. ■

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 rajoittoman 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.

Huhtikuu

Luotonantoon kohdistuva leimavero poistettiin

Eduskunta on kumonnut luotonantoon kohdistuneen leimaveron ja kiinnitysleimaveron. Vero poistettiin takautuvasti 29.4.1998 ja sen jälkeen solmituista lainasopimuksista.

Joulukuu

Huutokauppakorkoa ja peruskorkoa alennettiin

Suomen Pankki alensi 3.12.1998 huutokauppakoron 3.4 prosentista 3.0 prosenttiin. Huutokauppakoron laskun yhteydessä Suomen Pankki laski ylimääräisten talletusten koron 1.4 prosentista 1.0 prosenttiin. Samalla päätettiin peruskoron alentamisesta 4.0 prosentista 3.5 prosenttiin. Uusi peruskorko tulee voimaan 15.12.1998.

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 ecukeskuskurssi 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 ± 15 prosentin vaihteluväleissä.

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

Markkinaoperaatioilla Suomen Pankki voi vaikuttaa välittömästi omasta aloitteestaan pankkien maksuvalmiuteen, lyhytaikaisiin rahamarkkinakorkoihin ja valuuttakurssiin. Rahamarkkinaoperaatiot tehdään yleensä huutokauppoina, ja 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 luotonantomahtollisuuksiin. 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 kaupaa arvopapereilla ja valuutoilla.

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

Määrähuutokaupassa Suomen Pankki ilmoittaa etukäteen huutokauppakoron ja pankit voivat jättää tarjouksen haluamistaan määristä. Korko- huutokaupassa pankit jättävät tarjouksen sekä koroista että rahamääristä ja Suomen Pankin huutokauppakorko määritetään hyväksytyjen tarjousten painotettuna keskiarvona. Suomen Pankki soveltaa huutokaupoissaan kahden viikon maturiteettia. Huutokauppoihin liittyvien maksujen suoritusviive on yksi pankkipäivä, eli maksut suoritetaan kaupantekopäivää seuraavana pankkipäivänä. Lyhytaikaiset markkinakorot myötäilevät huutokauppakoron kehitystä. Huutokauppakorko on ollut 3.12.1998 lähtien 3.0 %.

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 markkinatakaajana¹ 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
Den Danske Bank, Helsingin sivukonttori
Leonia Pankki Oyj
Merita Pankki Oyj
Osuuspankkien Keskuspankki Oyj
S E B, Helsingin sivukonttori
Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori
Unibank A.S., Helsingin sivukonttori
Ålandsbanken Abp

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 %	

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

Suomen Pankki tekee valuuttakauppoja pankkien kanssa ensisijaisesti silloin, kun se haluaa vaikuttaa valuuttakurssiin. Suomen Pankki pyrkii tasaamaan suuret kurssivaihtelut, ja ollessaan ERMissä Suomen Pankki on velvollinen huolehtimaan siitä, että markan arvo suhteessa muihin järjestelmässä mukana oleviin valuuttoihin pysyy sallituissa ± 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:

Leonia Pankki Oyj
Merita Pankki Oyj
Osuuspankkien Keskuspankki Oyj
S E B, 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 3.12.1998 lähtien 5.0 % eli ero huutokauppakorkoon on 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; joulukuun 3. päivästä 1998 lähtien korko on ollut 1.0 %.

Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmässä ovat mukana seuraavat pankit:

Aktia Sparbank Ab
Citibank International plc Finland Branch

Crédit Agricole Indosuez Helsingin sivukonttori
Den Danske Bank, Helsingin sivukonttori
Leonia Pankki Oyj
Mandatum Pankki Oyj
Merita Pankki Oyj
Osuuspankkien Keskuspankki Oyj
S E B, Helsingin sivukonttori
Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori
Unibank A.S., Helsingin sivukonttori
Yrityspankki Skop Oyj
Ålandsbanken Abp

Vähimmäisvarantojärjestelmä

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

Varantovelvollisuus on porrastettu pankkien varainhankinnan koostumuksen mukaan siten, että mitä 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. Syyskuun 1998 lopussa vähimmäisvarantojen summa oli 7.1 mrd. markkaa ja painotettu keskimääräinen varantovelvollisuus 1.6 %.

Pankit, joilla on sekkitili Suomen Pankissa, voivat täyttää velvoitteen siten, että pankin sekkitilin päivittäisten saldojen kuukausikeskiarvo on vähintään vähimmäisvarantovelvoitteen suuruisen. Näin pankit voivat käyttää sekkitileillään olevia varoja maksujen suorittamiseen, kunhan vain varojen kuukausikeskiarvo toteuttaa varantovelvoitteen kuukauden viimeisenä 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
Leonia Pankki Oyj
Mandatum Pankki Oyj
Merita Pankki Oyj
Okopankki Oy
OP-Kotipankki Oy
Osuuspankkien Keskuspankki Oyj
S E B, Helsingin sivukonttori
Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori
Unibank A.S., Helsingin sivukonttori
Yrityspankki Skop Oyj
Ålandsbanken Abp
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 luottolimiitin määrälle.

Sekkitilinhaltijoilla on käytössään työasemasovellus, joka tietoliikenneverkon kautta on reaaliaikaisessa yhteydessä Suomen Pankin sekkitilitietokantaan. Työasemien välityksellä tilinhalti-

jat 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

Leonia Pankki Oyj

Mandatum Pankki Oyj

Merita Pankki Oyj

OmaisuuDENHOIToyhtiö Arsenal Oy

Osuuspankkien Keskuspankki Oyj

S E B, Helsingin sivukonttori

Suomen Arvopaperikeskus Oy

Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori

Unibank A.S., Helsingin sivukonttori

Yrittäjäpankki Skop Oyj

Valtiokonttori

Ålandsbanken Abp

Peruskorko

Suomen Pankin peruskorosta päättää Suomen Pankin johtokunta. Peruskorko on yksi markkinoiden käyttämä viitekorko; noin 2.7 % talletus- ja noin 10.1 % luottokannan koroista, mutta vain 0.5 % uusien luottojen koroista on sidottu peruskorkoon (syyskuu 1998). Joulukuun 15. päivästä 1998 alkaen peruskorko on 3.5 %.

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.

A:101

Harry Leinonen – Veikko Saarinen **Payment system risks in Finland and the need for regulation and supervision.** 1998. 89 s. ISBN 951-686-577-1.

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.

E:11

Monica Ahlstedt **Analysis of Financial Risks in a GARCH Framework.** 1998. 181 s. ISBN 951-686-575-5.

E:12

Olli Castrén **Fiscal-Monetary Policy Coordination and Central Bank Independence.** 1998. 153 s. ISBN 951-686-580-1.

E:13

Antti Ripatti **Demand for Money in Inflation-Targeting Monetary Policy.** 1998. 136 s. ISBN 951-686-581-X.

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.

8/98

Jukka Vesala **Technological Transformation and Nonbank Competition in a Model of Retail Banking Oligopoly**. 1998. 57 s. ISBN 951-686-574-7.

9/98

Harry Leinonen **Maksuliikkeen katteensiirtöjärjestelmät: likviditeettitarpeet, vastapuoliriskit ja vakuuskäytännöt**. 1998. 39 s. ISBN 951-686-576-3.

10/98

Alpo Willman – Mika Kortelainen – Hanna-Leena Männistö – Mika Tujula **The BOF5 Macroeconomic Model of Finland, Structure and Equations**. 1998. 167 s. ISBN 951-686-578-X.

11/98

Juha Kasanen **Pörssiyhtiöiden sisäpiirin osakauppa ja -omistus Suomessa**. 1998. 39 s. ISBN 951-686-579-8.

12/98

Bharat Barot – Kari Takala **House Prices and Inflation: A Cointegration Analysis for Finland and Sweden**. 1998. 40 s. ISBN 951-686-582-8.

13/98

Jouko Vilmunen **Macroeconomic Effects of Looming Policy Shifts: Non-falsified Expectations and Peso Problems**. 1998. 45 s. ISBN 951-686-583-6.

14/98

Olli Castrén **Monetary Policy Delegation, Labour Market Structure and Fiscal-Monetary Policy Coordination**. 1998. 30 s. ISBN 951-686-584-4.

15/98

Enrique Alberola – Timo Tyrväinen **Is There Scope for Inflation Differentials in EMU? An Empirical Evaluation of the Balassa-Samuelson Model in EMU Countries**. 1998. 44 s. ISBN 951-686-585-2.

16/98

Harry Leinonen **Interbank funds transfer systems: liquidity needs, counterparty risks and collateral**. 1998. 38 s. ISBN 951-686-586-0.

17/98

Atso Andersen **Japanin rahoitusmarkkinoiden rakenne ja pankkikriisi**. 1998. 33 s. ISBN 951-686-587-9.

18/98

Jukka Vesala **Delivery Networks and Pricing Behaviour in Banking: An Empirical Investigation Using Finnish Data**. 1998. 47 s. ISBN 951-686-588-7.

19/98

Vappu Ikonen **Suomen Pankin tase vuosina 1868–1992. Kuukausisarjat**. 1998. 65+154 s. ISBN 951-686-589-5.

20/98

David Mayes – Jukka Vesala **On the Problems of Home Country Control**. 1998. 28 s. ISBN 951-686-590-9.

21/98

Oz Shy – Juha Tarkka **The Market for Electronic Cash Cards**. 1998. 31 s. ISBN 951-686-591-7.

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.

3/98

Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys vuonna 1997**. 11 s., Merja Tekoniemi **Keskuksen ja alueiden välisten suhteiden**

den 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.

4/98

Kustaa Äimä **Central Bank Independence in the Baltic Countries**. 30 s.; Iikka Korhonen – Hanna Pesonen **The Short and Variable Lags of Russian Monetary Policy**. 11 s.; Hanna Pesonen **Assessing Causal Linkages between the Emerging Stock Markets of Asia and Russia**. 10 s.

5/98

Laura Solanko **Issues in Intergovernmental Fiscal Relations Possible Lessons for Economies in Transition**. 19 s.; Iikka Korhonen **Preliminary Tests on Price Formation and Weak-form Efficiency in Baltic Stock Exchanges**. 7 s.; Iikka Korhonen **A Vector Error Correction Model for Prices, Money, Output, and Interest Rate in Russia**. 12 s.; Tom Nordman **Will China Catch the Asian Flu?** 14 s.

Julkaisujen tiivistelmiä

Sarjajulkaisuja

Demand for Money in Inflation-Targeting Monetary Policy

Antti Ripatti

E:13

Tutkimuksessa selvitetään rahan roolia, kun rahapolitiikalla on suora inflaatiotavoite. Lisäksi vertaillaan rahan määrää ja korkoja rahapolitiikan ohjausvälineinä ja tarkastellaan eri tilastollisin menetelmin rahan kysynnän vakautta Suomes-

sa. Talusteoreettisena tarkastelukehikkona on dynaamisen raha hyötyfunktiossa -mallin muunnelma, jota on täydennetty yrityssektorin epätäydelliseen kilpailuun perustuvilla hintajäykkyysillä. Teknisen kehityksen ja rahan tuottamien likviditeettipalvelusten vaihtelun oletetaan olevan talouden dynamiikan taustalla. Tutkimuksessa osoitetaan, että sekä inflaatio että inflaatio-odotukset voidaan vakauttaa ehdollistamalla korkopäätökset odotetulle teknisen kehityksen kasvuvauhdille. Lisäksi siinä osoitetaan, että rahan määrän sopeutumiskustannusten vuoksi inflaatio voidaan vakauttaa myös rahan määrää hallinnoimalla ja vielä ilman tietoa talouden nykyhetken häiriöistä. Kannattaako rahapolitiikan ohjausvälineenä käyttää rahan määrää vai korkoja, riippuu keskeisesti siitä, osataanko tuleva tekninen kehitys arvioida riittävän tarkasti ja tunnetaanko rahan kysyntään liittyvät mallin parametrit.

Tutkimuksen empiirisessä osassa tarkastellaan rahan kysynnän vakautta. Rahan määrän mittareiksi on valittu suppea raha (M1) ja yhdenmukaistettu laeva raha (M3H). Tarkasteluajanjaksona on tammikuu 1980 – joulukuu 1995. Empiirisissä tarkasteluissa käy ilmi, että suppean rahan kysyntä on melko vakaa koko tarkastelu-periodin ajan, kun taas lavean rahan kysyntä on epävaka. Rahapolitiikan kannalta suppea raha onkin siten ongelmatomampi rahan määrän mittari kuin laeva raha. Pienotosongelmien vuoksi tutkimuksessa vertaillaan lisäksi eri menetelmin estimoidun suppean rahan kysynnän parametriestimaatteja. Vertailtavat menetelmät ovat yleistetty momenttimenetelmä (GMM) ja täyden informaation suurimman uskottavuuden menetelmä (FIML), jota täydennetään oletuksella, että taloudenpitäjien odotuksia voidaan arvioida vektoriautoregressiivisen mallin avulla. Tutkimus osoittaa, että eri menetelmin saadut rahan kysynnän parametriestimaatit ovat hämmästyttävän lähellä toisiaan ja että odotuksia ei onnistuta arvioimaan kovinkaan tarkasti. ■

- Asiasanat: rahan kysyntä, rahapolitiikan välittyminen, raha hyötyfunktiossa, hintajäykkyudet, tekninen kehitys, GMM, FIML

Keskustelualoitteita

Delivery Networks and Pricing Behaviour in Banking: An Empirical Investigation Using Finnish Data

Jukka Vesala
18/98

Tutkimuksessa kehitetään tapa mitata pankkien differentiaatiota jakeluverkostojen avulla ja käytetään näin saatuja mittareita selittävinä tekijöinä yritys- ja kotitalousluottojen sekä talletusten hinnoittelumalleissa. Kysyntä- ja hinnotteluyltälöistä koostuvat systeemimallit estimoidaan myös, jotta voidaan erottaa toisistaan differentiaatio ja kolluusiokäyttäytyminen pankkien markkinavoiman selittäjinä. Tulosten mukaan jakeluverkostojen differentiaatio vaikuttaa eniten kotitalouksille suunnatussa luotonannossa, mutta differentiaation hyödyt pienenevät trendinomaisesti kaikessa luotonannossa ja talletustoiminnassa. Tämä on teorian mukainen tulos suhteessa teknisen kehityksen vaikutuksiin pankkitoiminnassa. Differentiaatio on tulosten valossa pääasiallinen syy pankkien markkinavoimaan luotonannossa, kun taas kolluusio talletustoiminnassa. Euroopan sisämarkkinaohjelmalla olisi siten suurimmat mahdollisuudet lisätä kilpailua talletusmarkkinoilla. Teknisen kehityksen myötä markkinakorkojen muutosten heijastuminen luotto- ja talletuskorkoihin voimistuu. ■

- Asiasanat: pankkitoiminta, jakeluverkostot, differentiaatio, kolluusio

Suomen Pankin tase vuosina 1868–1992.

Kuukausisarjat
Vappu Ikonen
19/98

Tässä raportissa esitetään arkistotietoja käyttäen laaditut, yhtenäiset kuukausittaiset aikasarjat Suomen Pankin taseesta vuosilta 1868–1992. Tutkimuksessa on korjattu eräitä aiemmin käytettävissä olleiden tasetietojen puutteita, jotka ovat häirinneet aikasarjojen käyttöä tutkimuksissa. Korjaukset koskevat mm. kullaan, valuutta- ja

obligaatiosaamisten arvostuksia. Lisäksi taseerät on tässä tutkimuksessa luokiteltu sektoreittain kuten nykyisessä taseessa. Tällaisia tietoja ei ole aiemmin ollut yhtenäisinä saatavissa vuotta 1974 edeltävältä ajalta. Tutkimusraportissa esitetään myös katsaus Suomen Pankin toimintamuotoihin ja tärkeimpiin tase-eriin tarkasteltavana ajanjaksona. Kotimaisen luotonannon aluerät on esitetty kirjoittajan aiemmassa raportissa Suomen Pankin kotimainen luotonanto 1868–1992 (Vappu Ikonen, SP:n keskustelualoitteita 26/95). ■

- Asiasanat: Suomen Pankki, valuuttavaranto, tase

On the Problems of Home Country Control

David Mayes – Jukka Vesala
20/98

Euroopan talousalueella kotivaltion valvontaviranomainen vastaa pankkivalvonnasta, sikäli kuin kyseessä on toiminta sivukonttoreiden kautta tai etäpalvelujen tarjonta. Kohdevaltion viranomaisilla on kuitenkin vastuu oman rahoitusjärjestelmän toimivuudesta ja vakaudesta sekä mahdollisten pankkiongelmien seurausvaikutuksista. Tässä työssä tarkastellaan näiden tehtävien koordinointiin liittyviä ongelmia.

Ensiksikin on mahdollista, että yhteisvaluttan myötä pankkitoiminta kansainvälistyy Euroopassa huomattavasti. Erityisesti pienissä maissa pankkitoiminnasta voivat vastata enenevässä määrin ulkomaalaisomisteiset pankit, joiden valvonnasta vastaavat niiden kotivaltion viranomaiset. Tämä vaikeuttaisi pankkimarkkinoiden valvontaa ja seurantaa sekä uhkaavien epävakaustekijöiden havaitsemista ennalta. Kotivaltion viranomaisten valvontataakka kasvaisi luonnollisesti huomattavasti. Tietojenvaihdon ja viranomaisyhteistyön lisääminen yli maiden rajojen helpottaisi ongelmaa, mutta pankkien riskejä ja riskienhallintaa kuvaavien tietojen julkistamisen lisääminen tukisi markkinoiden kautta tapahtuvaa valvontaa viranomaisvalvonnan lisäksi ja johtaisi parempaan lopputulokseen. Toiseksi pankkiongelmien ja -kriisien hallinnassa tulnaisiin tarvittamaan pitkälle menevää koordinaatiota viranomaisten välillä. Ongelmallista olisi erityisesti se, että eri maiden viranomaisten intressit voivat

olla erilaiset. Koordinaatio Euroopan tasolla pienentäisi tätä huolta. ■

- Asiasanat: pankkivalvonta, markkinainformaatio, kriisinhallinta

Elektronisen korttirahan markkinat

Oz Shy – Juha Tarkka
21/98

Tutkimuksessa kehitetään elektronisen rahan hinnoittelua ja käyttöalaa selittävä teoreettinen malli. Sen avulla esitetään rahakorttien ja perinteisten maksukorttien hinnoittelurakenne sekä kilpailullisessa että monopolina toimivan korttiyhtiön tapauksessa. Hinnoittelua koskevien tulosten perusteella osoitetaan, että rahakorttien käyttöala muodostuu samaksi riippumatta kortti-toimialan kilpailullisuuden asteesta. Taloudellisen tehokkuuden näkökulmasta selvitetään, tuottaako markkinoiden toiminta käteisrahan liiallisen vai riittämättömän korvautumisen korttirahalla. Tutkimuksen lopussa arvioidaan, kuinka suuret yleiset tai maksupistekohtaiset investoinnit rahakorttijärjestelmä voi vaatia ilman, että nämä kustannukset estäisivät järjestelmän synty-
misen kaupalliselta pohjalta. ■

- Asiasanat: elektroninen raha, rahakortti, käteisen syrjäytyminen

Idäntalouksien katsauksia

Issues in Intergovernmental Fiscal Relations Possible Lessons for Economies in Transition

Laura Solanko
5/98

Artikkelissa luodaan katsaus fiskaalisen federalismin kirjallisuuteen pitäen mielessä siirtymätalouksien, erityisesti Venäjän federaation, erityispiirteet. Kirjoituksessa tuodaan esille, että siirtymätalouksien tapauksessa eräät klassisen teorian lopputulemat eivät välttämättä päde. Esimerkiksi yleensä haitallisena pidetty alueiden

väläinen kilpailu saattaa edesauttaa julkisen sektorin uudelleenjärjestelyä ja tätä kautta edistää transitioprosessia. ■

- Asiasanat: fiskaalinen federalismi, siirtymätaloukset, Venäjä

Preliminary Tests on Price Formation and Weak-form Efficiency in Baltic Stock Exchanges

Ilkka Korhonen
5/98

Tutkimuksessa selvitetään Baltian osakemarkkinoiden tehokkuutta. Markkinat eivät ole edes heikosti tehokkaat, eli menneillä hinnanmuutoksilla pystytään ennustamaan tulevia muutoksia. Baltian maiden ulkopuolisista pörseistä Yhdysvaltain osakemarkkinat vaikuttavat selvästi Baltian maiden osakehintojen vaihteluun. ■

- Asiasanat: Baltia, osakemarkkinat, tehokkuus

A Vector Error Correction Model for Prices, Money, Output, and Interest Rate in Russia

Ilkka Korhonen
5/98

Artikkelissa tutkitaan, kuinka rahan määrän muutokset ovat vaikuttaneet Venäjän inflaatioon talousuudistusten alun jälkeen. Vaikutusta tutkitaan virheenkorjausmallin avulla, ja mallin virheenkorjaustermi saadaan estimoidusta pitkän aikavälin rahankysyntäyhtälöstä. Estimoidun mallin mukaan rahan määrän muutokset näkyvät inflaatiossa varsin nopeasti eli jo kolmen kuukauden kuluttua. Virheenkorjaustermin kerroin on tilastollisesti merkitsevä ainoastaan rahan määrän yhtälössä. ■

- Asiasanat: inflaatio, mallit, Venäjä

Will China Catch the Asian Flu?

Tom Nordman
5/98

Katsauksessa pohditaan Aasian kriisin vaikutusta Kiinaan ja Kiinan mahdollisuuksia välttää joutuminen mukaan kriisiin. Kasvu jatkuu Kiinassa

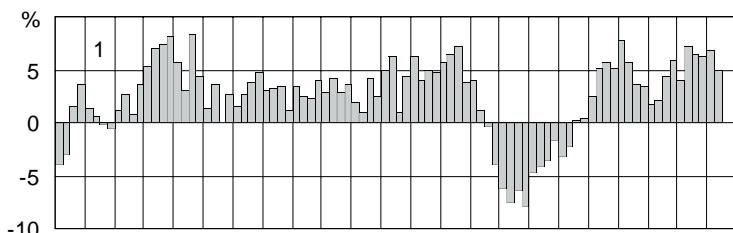
edelleen voimakkaana, kauppataaseen ylijäämä kasvaa ja valuuttavaranto on pysynyt suurena. Vienti Aasian maihin on romahtanut, mutta vienti USA:han ja Eurooppaan kasvaa edelleen voimakkaasti. Valuutan osittainen säännöstely estää pääomapaon, minkä lisäksi pääomaa on tuotu suurimmaksi osaksi suorina sijoituksina. Viennin tuontipanos on noin 50 %, joten devalvaation täytyisi olla massiivinen, jotta se vaikuttaisi. Nykytilanteessa renminbin suuri devalvaatio saattaisi

kuitenkin laukaista uuden devalvaatioiden kierteen muissa Aasian maissa, mikä edistäisi kriisin leviämistä USA:han ja Eurooppaan. Lopputulos olisi Kiinan kannalta huonompi kuin nykytilanne. Asian kriisi hidastanee kuitenkin Kiinan talousreformien toimeenpanoa. ■

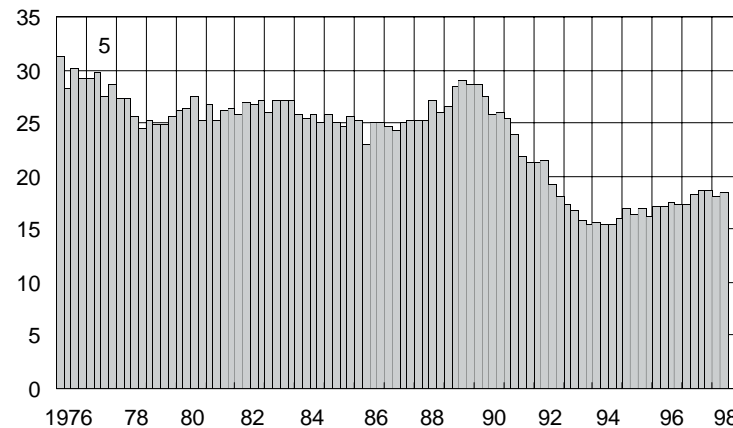
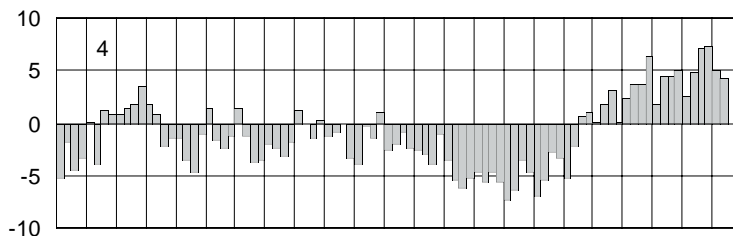
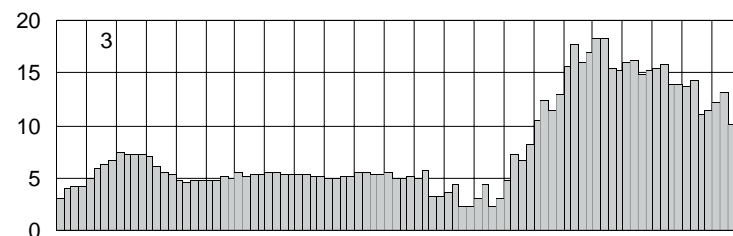
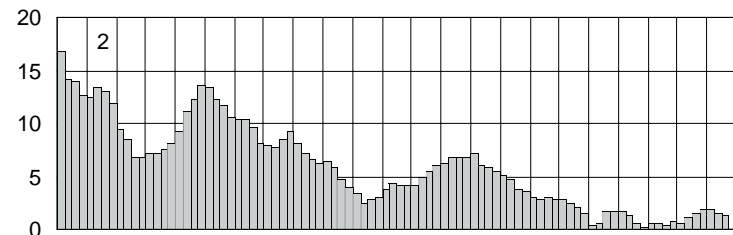
- Asiasanat: Kiina, Aasia, kriisi, devalvaatio, vienti, kauppataase, valuuttavaranto, renminbi, uudistukset

1. Keskeiset tasapainomuuttajat
2. Suomen Pankin valuuttavaranto
3. Valuuttatermiinisopimukset
4. Suomen Pankin korkoja
5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa
6. Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmän korot ja pankkien välinen yön yli -korko
7. Päivittäisiä heliborkorkoja
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja
9. Obligaatiokorkoja
10. Koti- ja ulkomaisia korkoja, päivittäin
11. Koti- ja ulkomaisia korkoja, kuukausittain
12. Koti- ja ulkomaisia korkoja, päivittäin
13. Koti- ja ulkomaisia korkoja, kuukausittain
14. 10 vuoden korkojen ero Saksaan nähden
15. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan
16. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan
17. Markan ulkoinen arvo
18. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkakurssit
19. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkakurssit
20. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkakurssit
21. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkakurssit
22. Eräiden valuuttojen 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

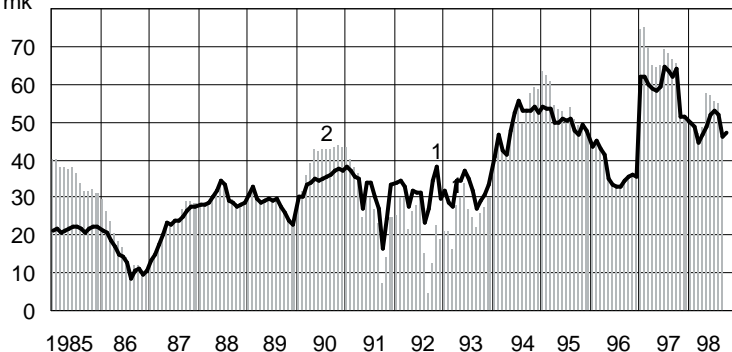


- 1. BKT, määrän muutos edellisen vuoden vastavasta neljänneksestä, %
- 2. Kuluttajahinnat, muutos edellisen vuoden vastavasta neljänneksestä, %
- 3. Työttömyysaste, %
- 4. Vaihtotaseen yli- tai alijäämä, % BKT:sta
- 5. Kiinteät investoinnit, % BKT:sta



2. Suomen Pankin valuuttavaranto

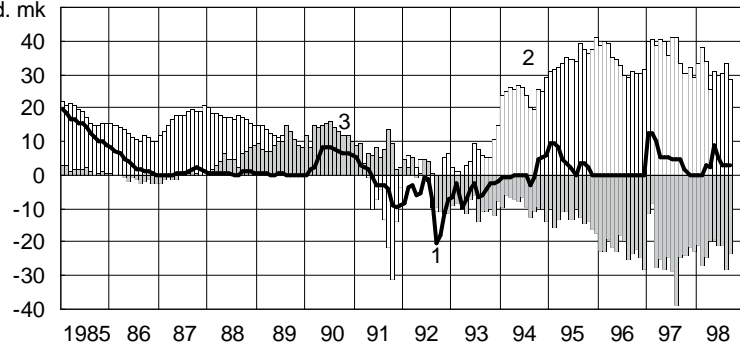
Mrd. mk



1. Vaihdeettava valuuttavaranto
2. Vaihdeettava valuuttavaranto + termiinasema

3. Valuuttatermiinisopimukset

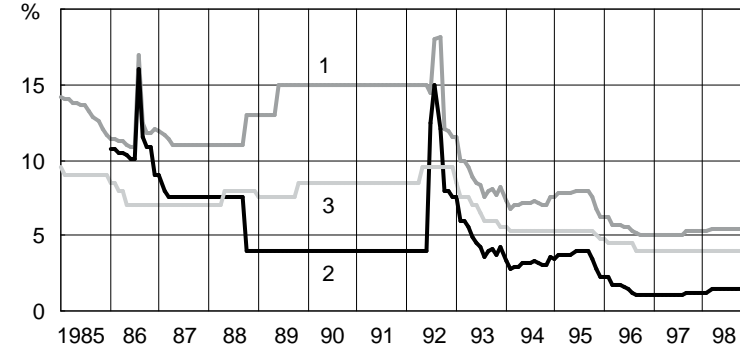
Mrd. mk



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

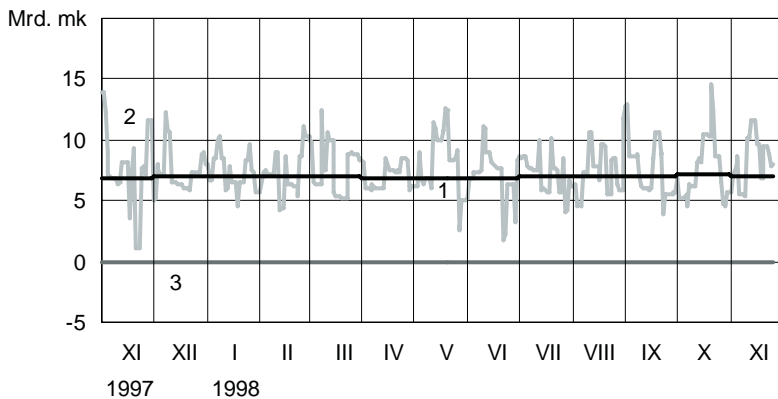
4. Suomen Pankin korkoja

%



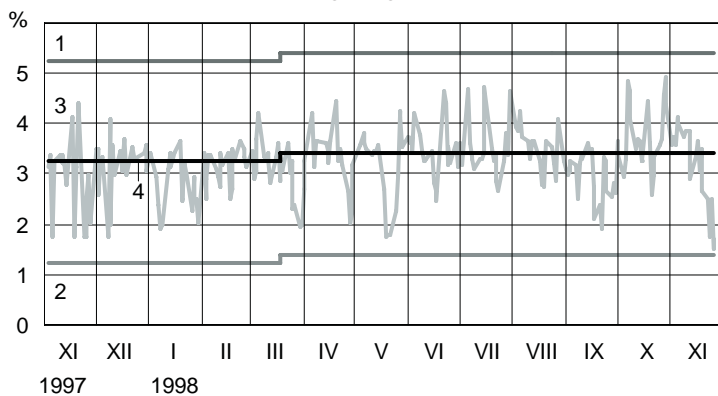
1. Maksuvalmiusluoton korko (ennen 3.7.1992 päiväläluottokorko)
2. Ylimääräisten talletusten korko (ennen 2.10.1995 päivätalletuskorko)
3. Peruskorko

5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa



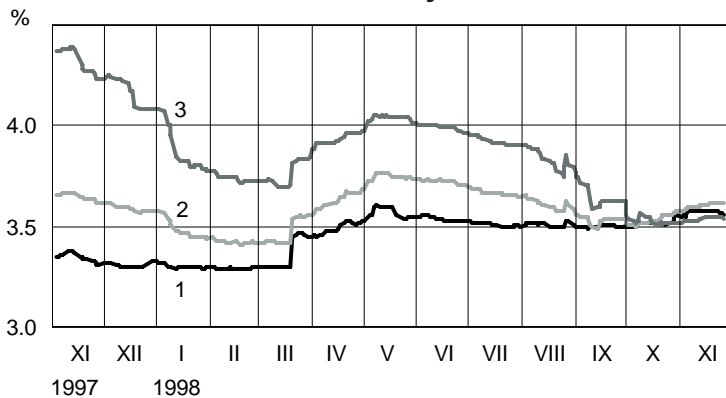
1. Vähimmäisvarantovelvoite
2. Vähimmäisvarantalletukset
3. Maksuvalmiusluotot (-)

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



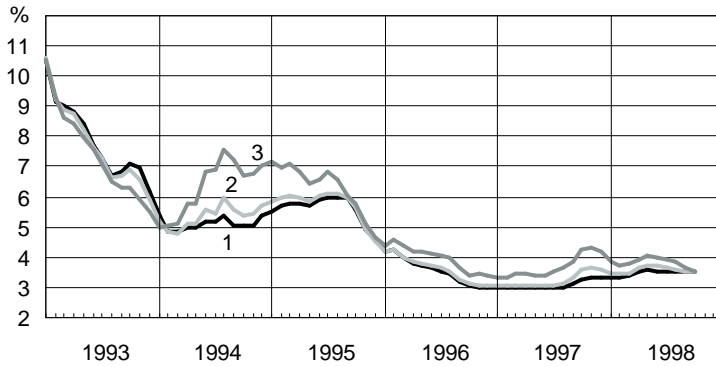
1. Maksuvalmiusluoton korko
2. Ylimääräisten talletusten korko
3. Pankkien välinen yön yli -korko
4. Huutokauppakorko

7. Päivittäisiä heliborkorkoja



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

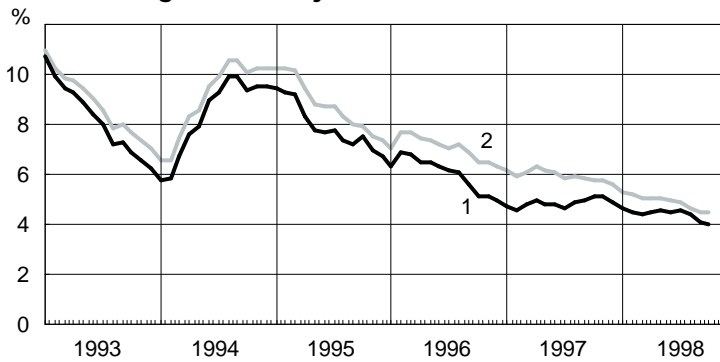
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja



Kuukausikeskiarvoja

1. 1 kuukauden heliborkkorko
2. 3 kuukauden heliborkkorko
3. 12 kuukauden heliborkkorko

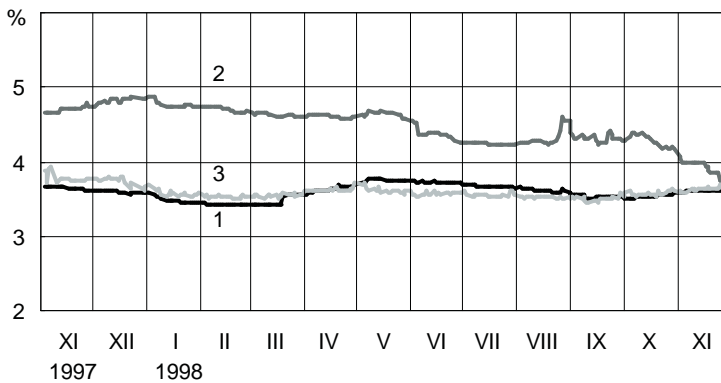
9. Obligaatiokorkoja



Kuukausikeskiarvoja

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

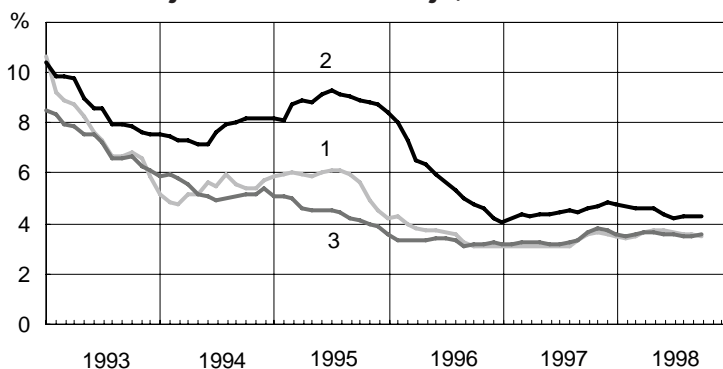
10. Koti- ja ulkomaisia korkoja, päivittäin



3 kuukauden korkoja

1. Heliborkkorko
2. Ruotsin stiborkkorko
3. Saksan markan eurokorko

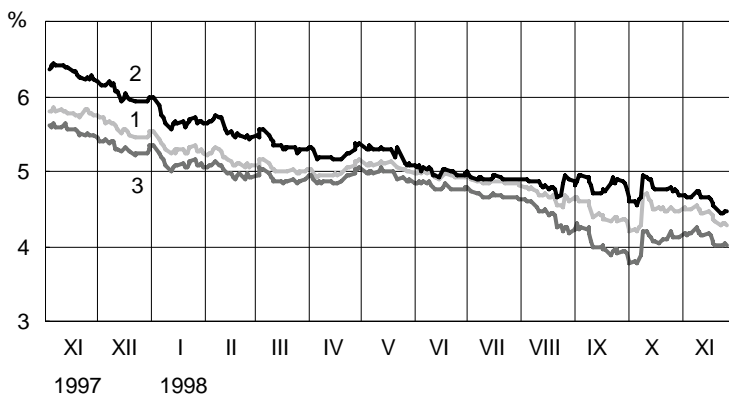
11. Koti- ja ulkomaisia korkoja, kuukausittain



3 kuukauden korkoja

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

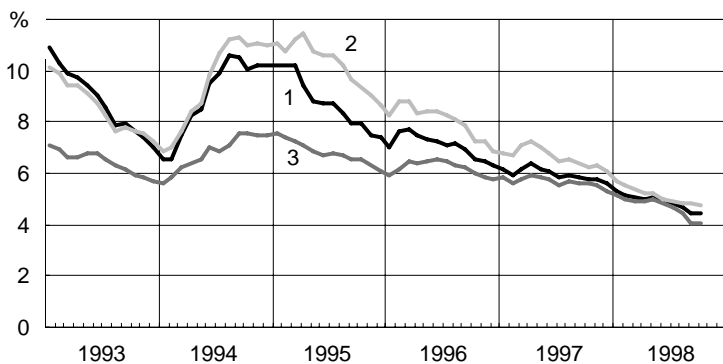
12. Koti- ja ulkomaisia korkoja, päivittäin



10 vuoden
obligatiokorkoja

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

13. Koti- ja ulkomaisia korkoja, kuukausittain

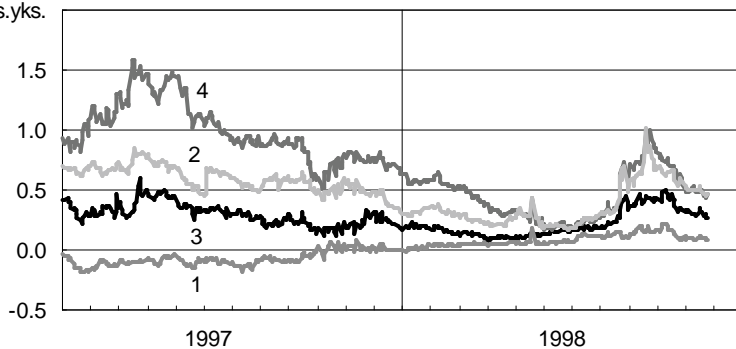


10 vuoden
obligatiokorkoja

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

14. 10 vuoden korkojen ero Saksaan nähden

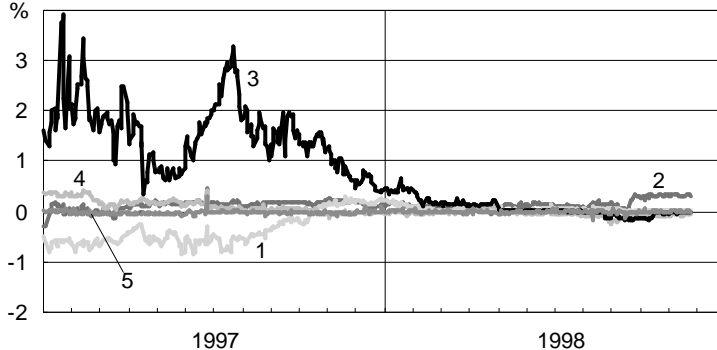
pros.yks.



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

15. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan

%

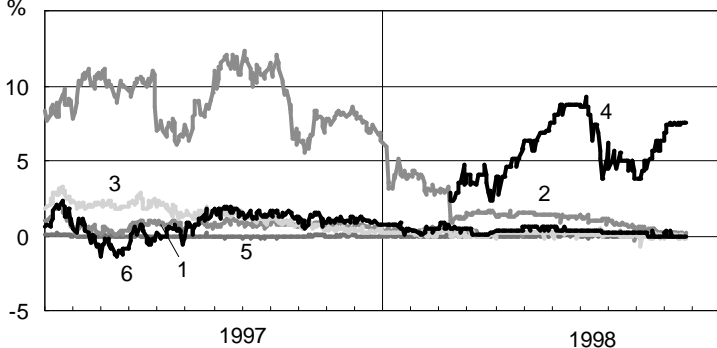


1. FRF
2. DKK
3. FIM
4. NLG
5. ATS

Käyrä nousee, valuutta vahvistuu suhteessa D-markkaan

16. ERM-valuuttojen poikkeama DEM-keskuskurssistaan

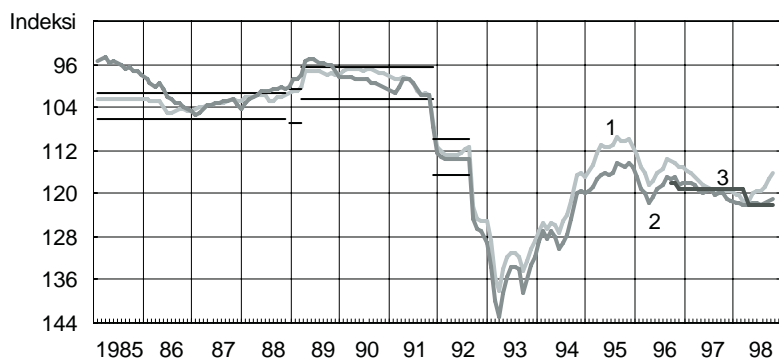
%



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

Käyrä nousee, valuutta vahvistuu suhteessa D-markkaan

17. Markan ulkoinen arvo

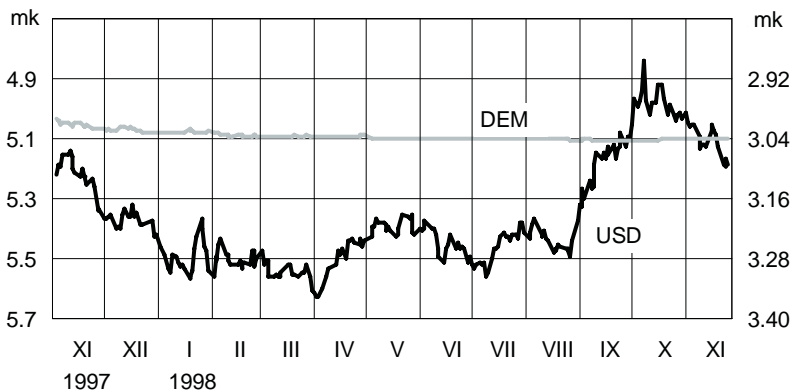


FIM/
ECU

Kuukausikeskiarvoja

- 4.7 1. Suomen Pankin valuuttaindeksi (vasen asteikko)
- 5.1
- 5.5 2. Ecut markkaurssi 7.6.1991 alkaen (oikea asteikko)
- 5.9
- 6.3 3. Ecut keskuksurssi 14.10.1996 alkaen (oikea asteikko)
- 6.7
- 7.1

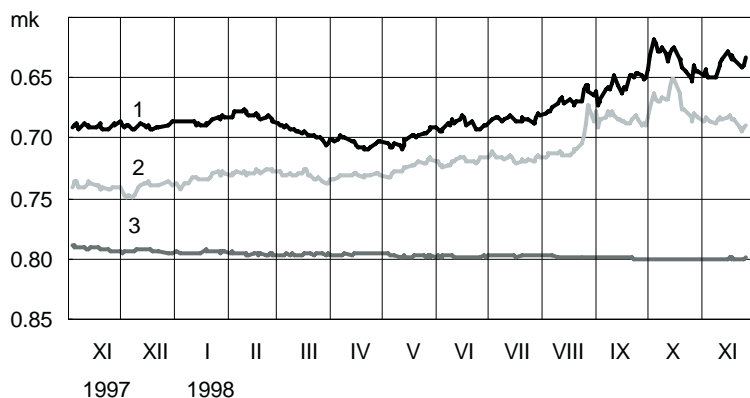
18. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkaurssit



Keskikursseja

DEM = oikea asteikko
USD = vasen asteikko

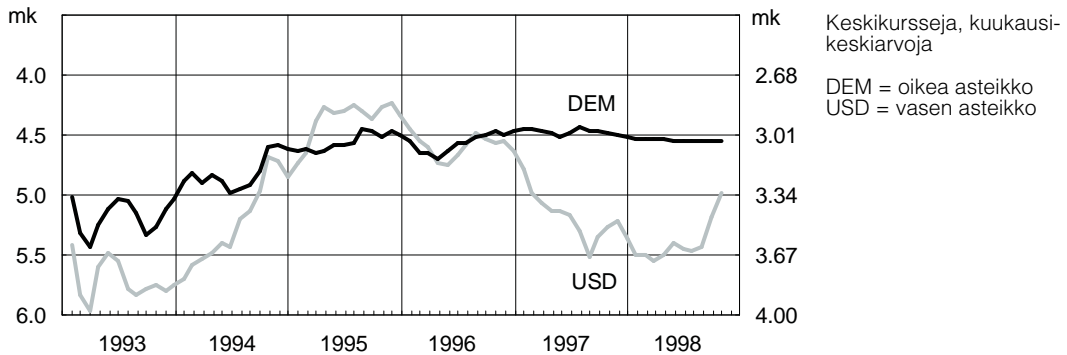
19. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkaurssit



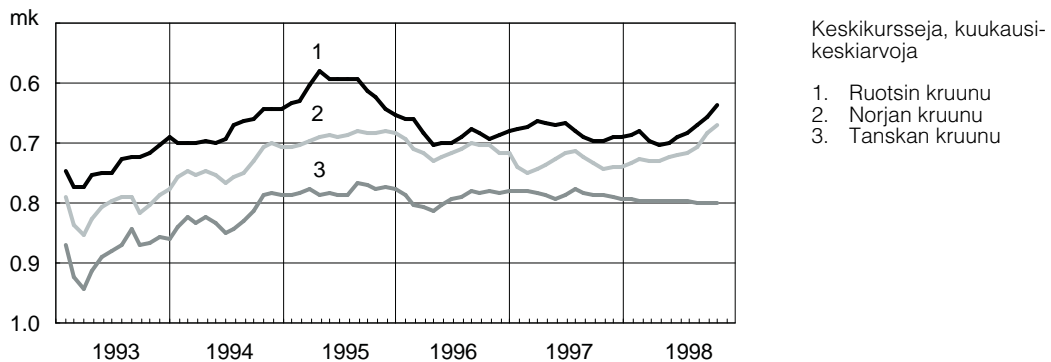
Keskikursseja

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

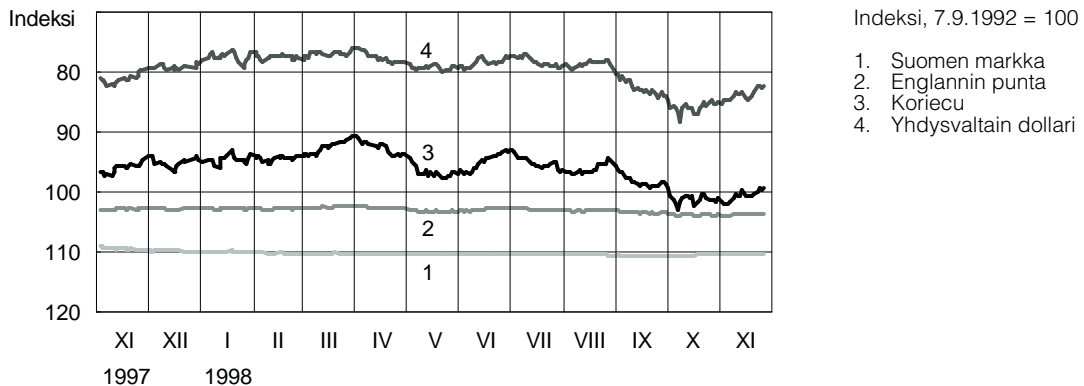
20. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkaurssit



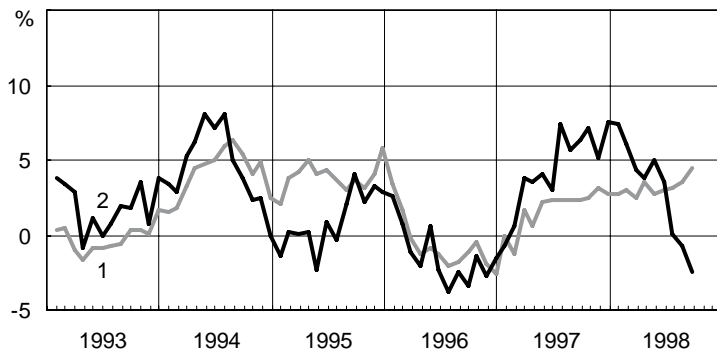
21. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkaurssit



22. Eräiden valuttojen kurssit suhteessa Saksan markkaan



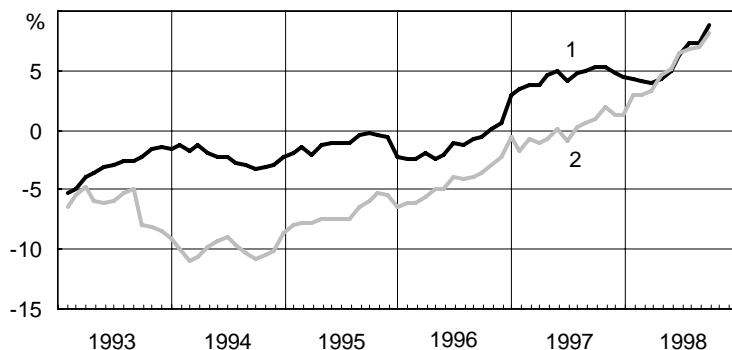
23. Pankkien ottolainaus yleisöltä



- 1. Markkatalletukset
- 2. Koko ottolainaus

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

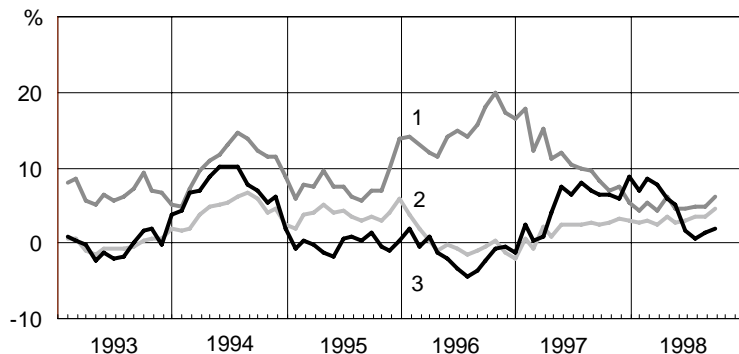
24. Pankkien luotot yleisölle



- 1. Markka-antolainaus
- 2. Markka- ja valuuttaluotot

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

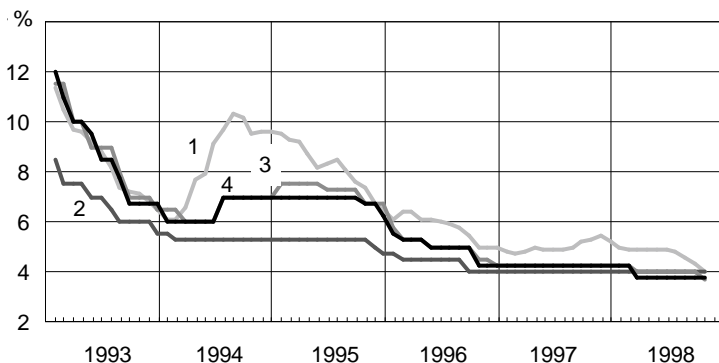
25. Raha-aggregaatit



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

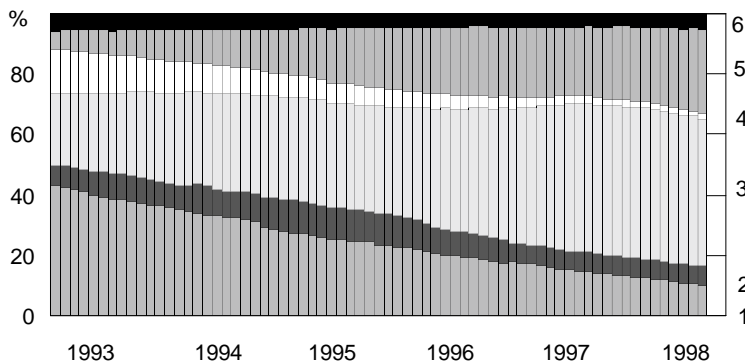
Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

26. Viitekorkoja



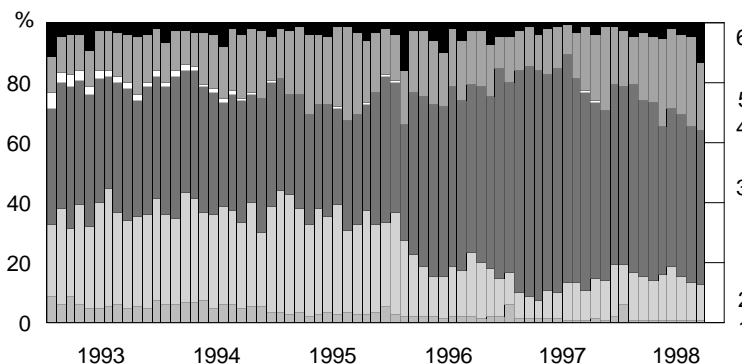
1. Suomen Pankin kolmen vuoden viitekorko
2. Peruskorko
3. Postipankki Oy:n primekorko
4. Osuuspankkiryhmän primekorko

27. Pankkien markkaluottokannan korkosidonnaisuudet



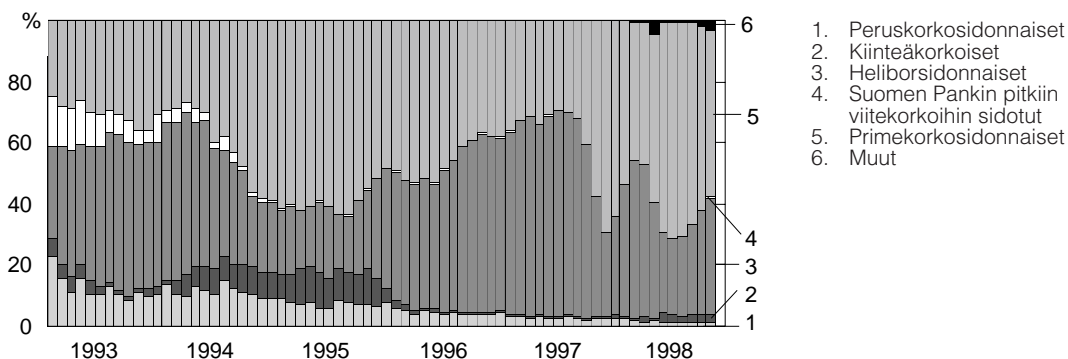
1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Primekorkosidonnaiset
6. Muut

28. Pankkien uusien markkaluottojen korkosidonnaisuudet

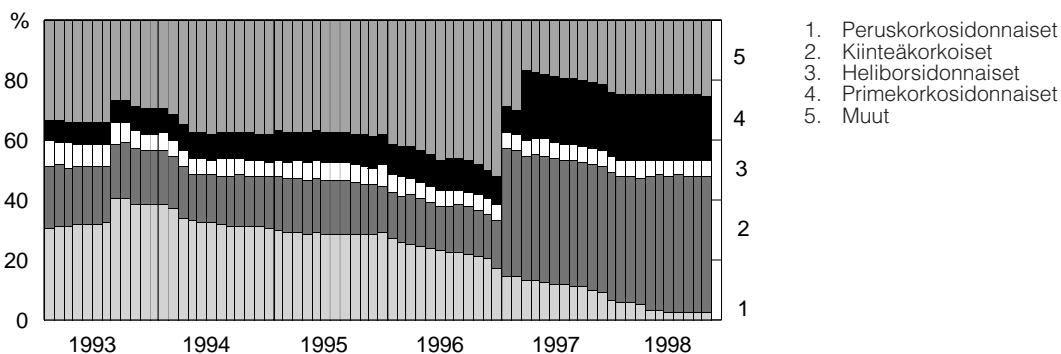


1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Primekorkosidonnaiset
6. Muut

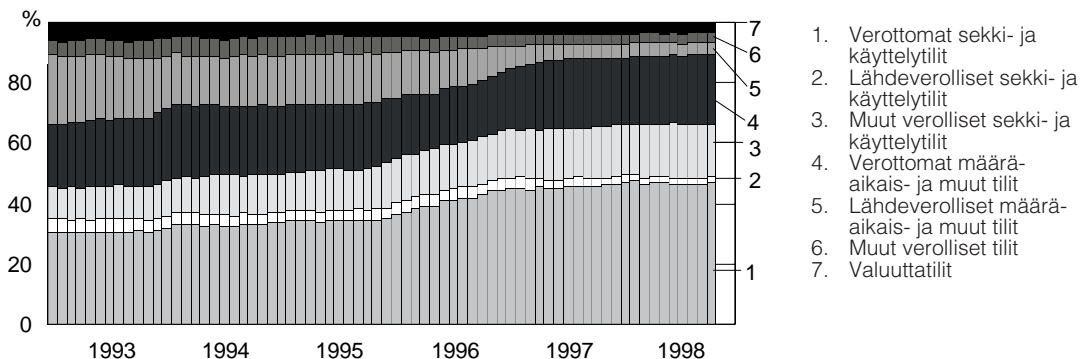
29. Pankkien uusien asuntoluottojen korkosidonnaisuudet



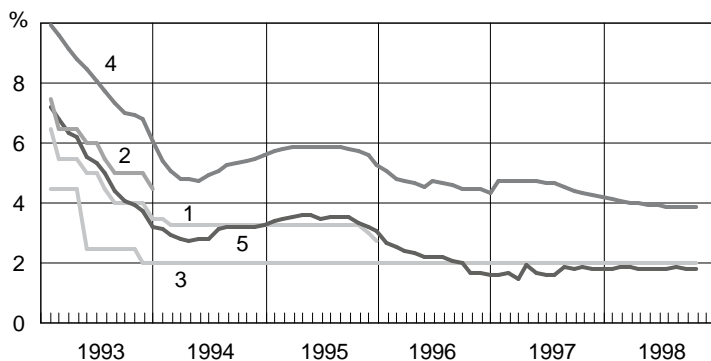
30. Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet



31. Pankkien talletuskannan rakenne

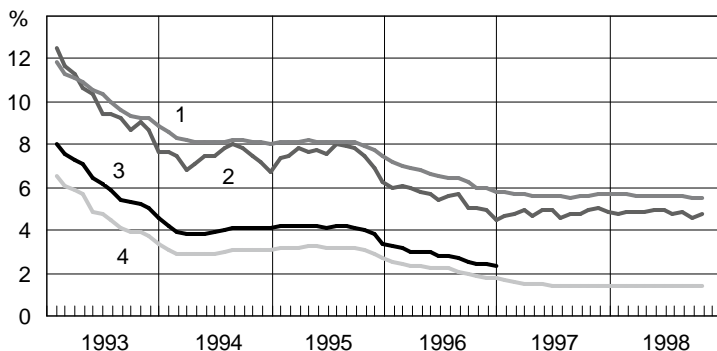


32. Pankkien talletuskorot



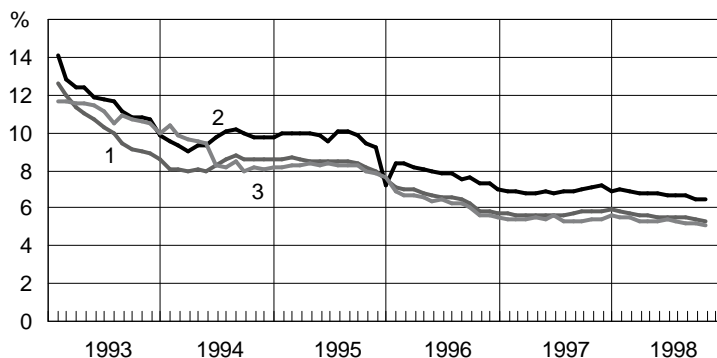
1. 24 kuukauden verottoman talletustilin korko
2. 36 kuukauden verottoman talletustilin korko
3. Verottoman käyttelytilin enimmäiskorko
4. Lähdeverollisten määräaikaistilien keskikorko
5. Lähdeverollisten käyttelytilien (ml. sekkitilit) keskikorko

33. Pankkien markkamääräisen anto- ja ottolainauksen keskikorkoja



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

34. Pankkien uusien kotitalousluottojen keskikorkoja

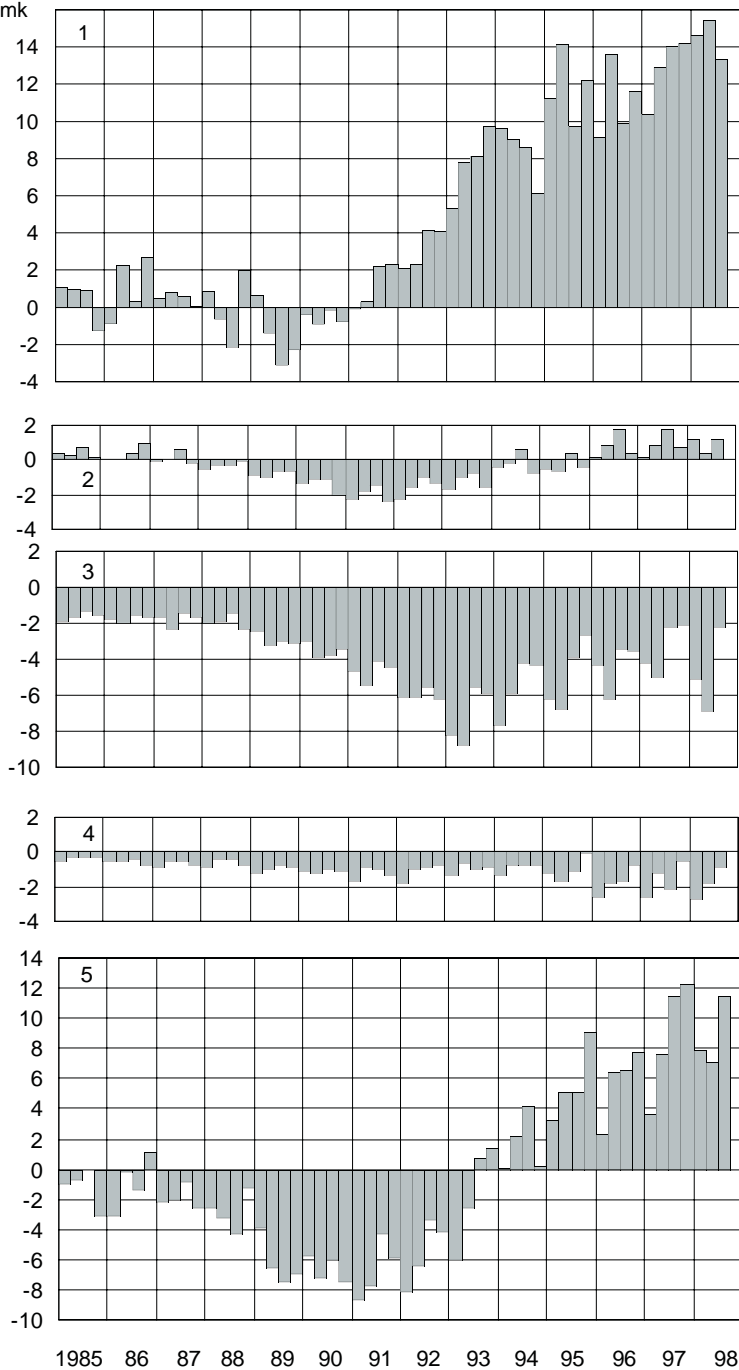


1. Asuntoluotot
2. Kulutusluotot
3. Opintoluotot

35. Vaihrotase

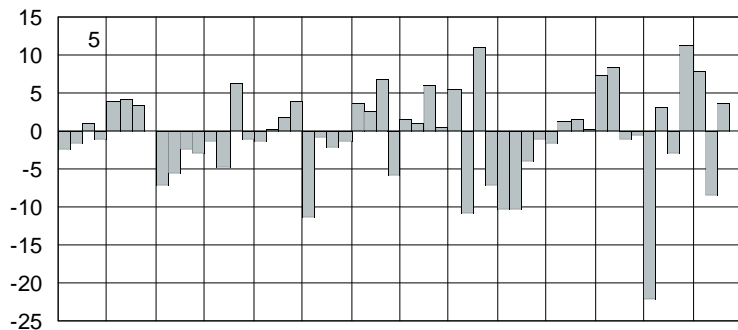
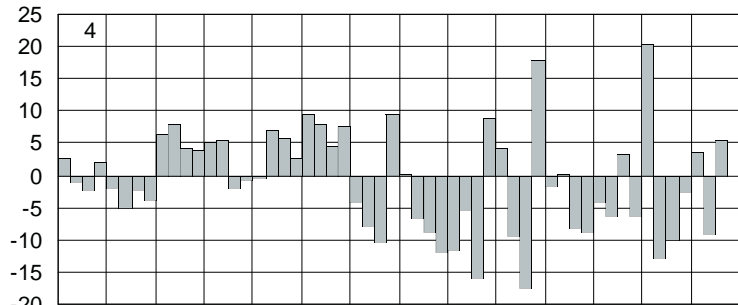
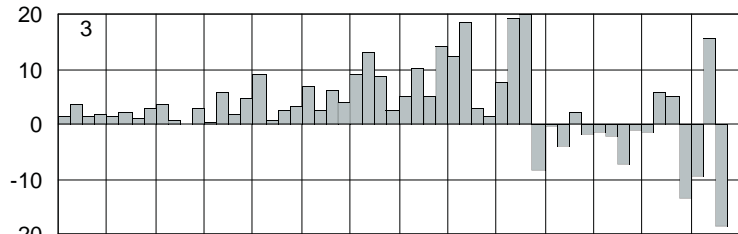
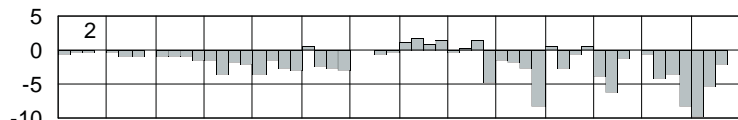
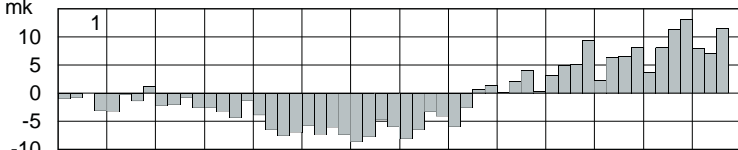
Mrd. mk

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



36. Maksutase

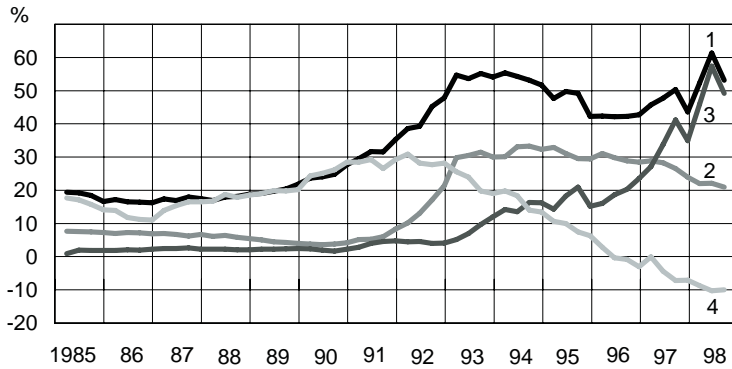
Mrd. mk



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

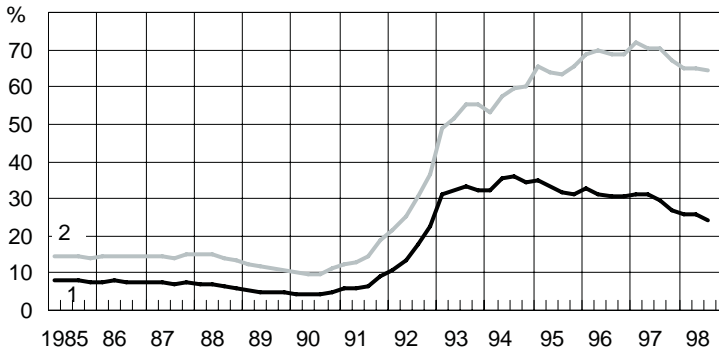
1985 86 87 88 89 90 91 92 93 94 95 96 97 98

37. Suomen ulkomainen nettovelka



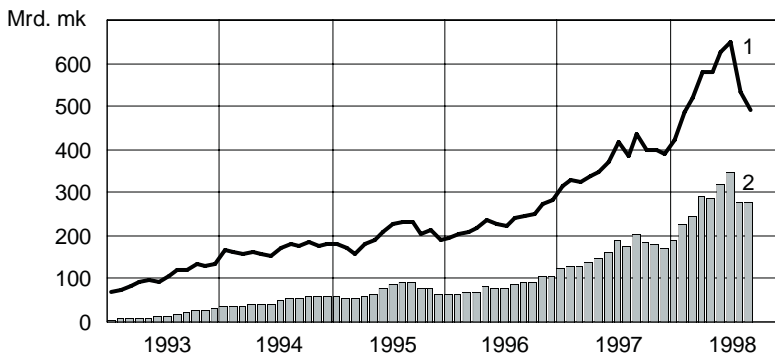
1. Koko nettovelka
 2. Valtio (valuuttamääräinen)
 3. Markkamääräiset arvopaperit
 4. Muu velka, netto (pl. Suomen Pankin valuuttavaranto)
- % BKT:sta

38. Valtion velka



1. Valuuttamääräinen
 2. Yhteensä
- % BKT:sta

39. Osakemarkkinat



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

Markka & talous -lehden artikkelit vuonna 1998

1 • 1998

Inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Esko Ollila
EMUn kolmas vaihe ja rahoitusmarkkinat

Martti Lehtonen ja Helka Jokinen
EMUn kolmannen vaiheen vaikutus taloustilastoihin

Veli-Pekka Valori ja Jukka Vesala
Talletussuoja uudistettu Suomessa

Esko Aurikko ja Jorma Hietalahti
Suomen ulkomainen velkaantuminen

2 • 1998

Inflaatio, rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Anne Brunila ja Antti Suvanto
Omaisuishinnat ja rahapolitiikka

Heikki Koskenkylä
Suomen pankkisektorin nykytila ja lähivuosien kehitysnäkymät

Paavo Peisa ja Maritta Vehmas
Laki Suomen Pankista EMU-kuntoon

Pekka Sutela
Idäntalouksista siirtymätalouksiin

3 • 1998

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Antti Suvanto ja Jarmo Kontulainen
Suomen Pankki
Euroopan keskuspankkijärjestelmässä

Jyrki Haajanen
Toimialaliikumukset rahoitusmarkkinoilla

Risto Herrala ja Risto Nieminen
Valuuttakauppojen selvitysrisi ja sen supistaminen

Jouko Rautava
Suomen kauppa Venäjän ja Baltian maiden kanssa

4 • 1998

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Suomen rahoitusjärjestelmän vakaus

Matti Vanhala
Rahapolitiikka 1999

Matti Vanhala
Euron på världsmarknaden och i Europa

Jarmo Kontulainen ja Maritta Nieminen
Viitekorkojärjestelmän muutokset talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen siirryttäessä

Timo Tyrväinen
Onko talous- ja rahaliitossa tilaa inflaatioeroille?

Helvi Kinnunen
Kotimaiset tekijät syventäneet tuotannon vaihtelua Suomessa

Suomen Pankki 24.9.1998

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, johtokunnan varapuheenjohtaja
Matti Louekoski
Matti Korhonen

Heikki T. Hämäläinen, johtokunnan sihteeri

Johtaja

Pentti Koivikko

Osastot ja yksiköt

Hallinto-osasto

Esa Ojanen

Henkilöstöosasto

Aura Laento

Johtokunnan neuvonantaja

Anton Mäkelä

Johdon sihteeri

Heikki T. Hämäläinen

Julkaisu- ja kielipalvelut

Antero Arimo

Kansainvälinen sihteeri

Kjell Peter Söderlund

Kansantalouden osasto

Antti Suvanto

Kehitysyksikkö

Esa Ojanen oto.

Lakiasiat

Arno Lindgren

Laskentaosasto

Esa Ojanen oto.

Maksuliikeosasto

Raimo Hyvärinen

Maksuvälineosasto

Urpo Levo

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 tutkimuslaitos

Pekka Sutela

Haarakonttorit

Kuopio, Oulu, Tampere, Turku

Rahoitustarkastus

Kaarlo Jännäri, johtaja
