



TUTKIMUSTIEDOTE 1/2002

Suomen Pankki

20.6.2002

Sisällys

- Pääkirjoitus
- Ajankohtaista Sijoittajansuoja Suomessa Käteisen kysyntä ja maksukortit Tuottavuus kasvanut suomalaisissa pankeissa
- Siirtymätalouksien Tutkimuslaitos
- Tapahtumia
- Tuoreita tutkimusjulkaisuja
- Lähiaaikoina ilmestymässä

Julkisen talouden kestävyyskysymykset ovat nykyisin talouspoliittisen keskustelun ja tutkimuksen polttopisteessä. Tämä johtuu sekä väestön ikääntymisestä pitkällä aikavälillä, mikä aiheuttaa valtioille menopaineita, että eräiden Euroopan maiden viimeaikaisista vaikeuksista pysyä EU:ssa sovituissa alijäämärajoissa. Suomen Pankin tuoreissa ja pian ilmestyvissä tutkimuksissa on tarkasteltu mm. finanssipolitiikan kansainvälistä koordinointia, budjettien suhdannepoliittista roolia ja budjettitasapainon merkitystä rahapolitiikan kestävyden kannalta (Brunila; Brunila – Buti – Veld; Pohjola).

Finanssipolitiikan koordinointi EU:ssa perustuu yhteisiin sääntöihin, jotka rajoittavat budjettialijäämiä ja julkista velkaa. Tämän järjestelmän päätavoitteena on turvata rahataloudellisen vakauden säilyminen euroalueella. EU:n velka- ja alijäämäkriteerit ovat kiinteitä prosenttilukuja. Tarkempi analyysi osoittaa kuitenkin, että kansantalouden velansietokyky ei ole mikään yleispätevä vakio, vaan riippuu mm. julkisten menojen tasosta. Mitä suurempi on julkisten menojen osuus kansantulosta, sitä alempi on se valtionvelan taso, jonka talous kestää ilman että velasta on vaaraa rahapolitiikan vakaudelle. Syynä tähän on, että verojen kerääminen velan maksuun on sitä vaikeampaa, mitä enemmän veroja toisaalta tarvitaan julkisten menojen rahoittamiseen. Näin julkisten menojen kasvu ei ole yhdentekevää rahapolitiikan uskottavuuden kannalta – tai jos julkiset menot pitkällä aikavälillä kasvavat, olisi rahataloudellisen vakauden vuoksi velanottoon suhtauduttava vastaavasti yhä varovaisemmin.

Julkisen talouden tasapaino riippuu talouspolitiikan ohella myös suhdannevaihteluista. EU:n sopimusjärjestelmä on sillä tavalla epäsymmetrinen, että se kyllä pyrkii rajoittamaan budjettialijäämiä suhdannetaantumissa, mutta ei oikeastaan rajoita menojen kasvua noususuhdanteissa. Tämä epäsymmetria saattaa edistää menojen ja verojen nousutaipumusta suhdanteiden vaihdellussa. Yksi mahdollisuus tuoda pitkäjänteisyyttä valtioiden menopolitiikkaan olisi ottaa keskipitkän ajan menokehykset keskeiseksi osaksi EU:n laajuista finanssipolitiikan koordinaatiota.

Politiikka, joka antaa valtionalouden yli- ja alijäämien vaihdella suhdanteiden myötä, voi periaatteessa auttaa vakauttamaan kokonaiskysynnän vaihteluita. Ongelmana on kuitenkin, että osa suhdannevaihteluista ei ole peräisin hyödykkeiden kysynnästä, vaan pysyvistä muutoksista kansantalouksien tuottavuudessa ja kasvunäkymissä. Tällaiset tuotantopuolelta peräisin olevat, pysyvät vaihtelut eivät palaudu itsestään, vaan vaativat aktiivista sopeutumista, myös budjettipolitiikassa. Tämä muodostaa haasteen myös keskipitkän ajan menokehysten käytölle budjettipolitiikan perustana.

Ajankohtaista

Sijoittajansuoja Suomessa

Vastikään ilmestyi Suomen Pankin keskustelualoitteena *Ari Hyytisen, Iikka Kuosan ja Tuomas Takalon* tekemä tutkimus ”Sijoittajansuoja Suomessa: lainsäädäntö vai markkinat”. Siinä tarkastellaan sijoittajansuojaa koskevan lainsäädännön ja rahoitusmarkkinoiden rakenteen muutoksia Suomessa vuosina 1980–2000 sekä niiden vaikutuksia yritysrahoitusympäristöön. Aikaisempaan kirjallisuuteen nojautuen tutkijat rakentavat 18 kvantitatiivista mittaria kuvaamaan osakesijoittajien ja velkojien suojan muutoksia. Mittarit paljastavat, että osakesijoittajien suoja on vahvistunut, kun taas velkojien suoja on heikentynyt. Tutkimuksessa osoitetaan, että nämä muutokset vastaavat Suomen rahoitusjärjestelmän rakennemuutosta, jonka seurauksena perinteinen pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä on muuttunut aiempaa osakemarkkinapainotteisemmaksi.

Näyttää siltä, että osakesijoittajien suojan osalta päätöksentekijät ovat yrittäneet ennakoita markkinoiden kehitystä ja vaikuttaa siihen, kun taas velkojien suojan osalta päätöksentekijät ovat seuranneet markkinoilla lähinnä 1990-luvun laman seurauksena tapahtuneita muutoksia. Muutokset saattavat heijastella poliittisia preferenssejä erilaisten rahoitusjärjestelmien suhteen.

Lainsäädännön muutosten seurauksena Suomessa vallitsee kansainvälisessä vertailussa poikkeuksellinen rahoitusjärjestelmä, jossa osakkeenomistajia on suojattu paremmin kuin velkojia. Aiemman tutkimuksen perusteella sellainen järjestelmä on epätasapainoinen eikä tehokas. Tehokkaassa rahoitusjärjestelmässä, joka turvaa yritysten ulkoisen rahoituksen saatavuuden ja vakaan taloudellisen kasvun, sekä osakkeenomistajat että velkojat on suojattu hyvin. Tutkimuksessa todetaan, että velkarahoituksen käyttö suomalaisissa yrityksissä romahti 1990-luvulla ja kuvataan, kuinka velkarahoituksen käytön vähentyessä suomalaisen rahoitusjärjestelmän välittämän rahoituksen määrä ei ole juurikaan kasvanut 1980-luvun lopun jälkeen.

Käteisen kysyntä ja maksukortit

Käteisrahan kysyntätutkimuksessa yleinen tulos on, että vain osa liikkeessä olevasta kätei-

sestä pystytään selittämään normaaleilla vähittäiskaupan transaktioilla. Muu osa liikkeeseen lasketusta käteisrahasta olisi siten joko passiivisissa käteiskassoissa tai sitä käytettäisiin tilastoimatta jääviin, ehkä rikollisiin liiketoimiin. Eräiden ulkomaisten tutkimusten mukaan jopa kaksi kolmannesta liikkeessä olevasta käteisestä olisi sellaista, jota ei käytetä normaaleihin vähittäisostoksiin. *Heli Paunonen* ja *Hanna Jyrkönen* ovat tutkimuksessaan ”Käteisen käyttö Suomessa” selvittäneet tilannetta Suomen kannalta. Tällaisen selvityksen tekemiseen on juuri nyt poikkeuksellisen hyvä mahdollisuus, koska markkasetelien vaihto euroiksi tarjoaa poikkeuksellista lisäinformaatiota käteisrahan kysynnästä.

Tutkimuksen tulosten mukaan noin puolta käteiskassoista ei voida selittää tavanomaisella yksityisellä kulutuskysynnällä. Eurokonversion arvioidaan vähentäneen käteisrahan määrää noin 606 milj. eurolla.

Maksukorttien kasvava käyttö päivittäisessä maksuliikenteessä vaikuttaa käteisrahan kysyntään. *Helmut Stix*, joka työskentelee vierailijana Suomen Pankissa, tutkii käynnissä olevassa projektissaan, minkälaisia seurauksia maksukorttien lisääntyvästä käytöstä on rahataloudelle.

On monia syitä miksi keskuspankit ovat kiinnostuneita perinteisten maksuvälineiden korvautumisesta uusilla. Ensiksi, keskuspankit ja siten epäsuorasti hallitukset, menettävät ns. rahoitustuloa, jos käteisen kysyntä laskee. Toiseksi, vähenevä käteisen kysyntä saattaa vaikuttaa rahapolitiikkaan. Kolmanneksi, on mahdollista, että uudet maksuvälineet, kuten e-raha saattavat jossain vaiheessa korvata keskuspankkirahan kokonaan.

Maksuvälineiden kysynnän tutkimusta ja tulevaisuuden ennustamista on perinteisesti harjoitettu kokonaistaloudellisten tilastosarjojen avulla. Korttien lukumäärällä on tässä lähestymistavassa keskeinen rooli. Lähestymistavassa on kuitenkin joitakin puutteita. Käytettävissä olevat aikasarjat ovat yleensä lyhyitä, niissä saattaa olla trendejä, transaktiotietojen saatavuus on huono ja e-raham tulevan vaikutuksen arviointi on hankalaa, kun käyttäjiä on toistaiseksi vain vähän.

Näiden ongelmien välttämiseksi Stix hyödyntää tutkimuksessaan yksilötason kyselyaineistoa, joka on kerätty hänen kotimaansa Itävallan keskuspankissa. Aineisto mahdollistaa yksittäisten henkilöiden käteisen käytön

ja maksutapojen vertailun. Mikrotaloudellinen lähestymistapa antaa myös mahdollisuuden arvioida käteisen ja e-raham välistä korvattavuutta. Koska kyselyaineisto sisältää informaatiota myös vuodelta 2002, tutkimusprojektissa arvioidaan myös, millaisia muutoksia eurokäteisen käyttöönotto on aiheuttanut korttien suosiossa.

Tuottavuus kasvanut suomalaisissa pankeissa

Leena Mörttinen on tuoreessa Suomen Pankin keskustelualoitteessaan verrannut palvelutuotannon määrän ja työn tuottavuuden kehitystä 1980 – 1990-luvuilla suomalaisissa pankeissa viiden muun Euroopan maan pankkeihin. Tutkimuksessa laadittiin kullekin maalle pankkipalvelujen tuotannon määrän mittari, joka ottaa huomioon pankkien luotonannon ja talletukset, mutta myös maksuliikkeen ja muut pankkipalvelut. Tulosten mukaan Suomelle on ollut ominaista pankkipalvelujen tuotannon muita maita selvästi hitaampi määrällinen kasvu vuoden 1993 jälkeen. Toisaalta suomalaisissa pankeissa työn tuottavuus on samaan aikaan parantunut erittäin nopeasti, miltei 9 prosentin vuosivauhtia. Suomalaisissa pankeissa työn tuottavuuden nopea kasvu on jatkunut jo pitkään, mutta vertailun muissa maissa se näyttää kiihtyneen vasta vuoden 1993 jälkeen. Tuottavuuden kasvun kiihtymistä eurooppalaisissa pankeissa voidaan selittää teknologian kehityksellä, mutta myös Euroopan integraatio on saattanut vaikuttaa tuottavuuden paranemiseen.

Siirtymätalouksien tutkimus

Siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen tutkimustoiminta on keväällä 2002 keskittynyt pääosin EU-hakijamaihinkin liittyviin kysymyksiin. Huhtikuussa 2002 järjestetyssä workshopissa esiteltiin useita tutkimuksia, joissa käsiteltiin hakijamaiden valuuttakurssijärjestelmiä ja niiden rahoitusmarkkinoita.

Ali M. Kutan ja *Niina Pautola-Mol* tarkastelevat tutkimuksessaan ”Integration of the Baltic states into the EU and institutions of fiscal convergence” Baltian maiden finanssipolitiikkaa EU-jäsenyyden lähestyessä. Viro ja Latvia ovat onnistuneet pitämään julkisen talouden vajeensa pienempinä kuin Liettua, mutta yhdessäkin Baltian maassa julkinen

velka ei ole vielä kovin korkealla. Kun Baltian maat ovat EU:n jäseniä, kasvu- ja vakaussopimuksen mukaiset budjettivajeen rajoitukset eivät estä finanssipolitiikan käyttöä suhdannevaihteluiden tasaamiseen Virossa ja Latviassa, mutta Liettuassa tilanne saattaa olla erilainen.

Jouko Rautava arvioi raportissaan ”The role of oil prices and the real exchange rate in Russia’s economy” öljyn hinnan vaikutuksia Venäjän talouskasvuun ja julkisen talouden tasapainoon. Estimointitulosten mukaan öljyn hinta vaikuttaa edelleenkin voimakkaasti sekä talouskasvuun että budjettiin. Myös ruplan reaalisella valuuttakurssilla on selvä yhteys talouden kasvuun. Arvion mukaan 10 prosentin pysyvä nousu öljyn hinnassa nostaa bruttokansantuotteen tasoa 2,2 %. Toisaalta ruplan 10 prosentin reaalin vahvistuminen laskisi BKT:ta 2,4 %. Jos öljyn hinnannousu johtaa myös valuuttakurssin vahvistumiseen, nämä vaikutukset luonnollisesti kumoavat osin toisensa.

Marketta Järvinen tarkastelee tutkimuksessaan ”Exchange rate regimes and nominal convergence in the CEECs” valuuttakurssijärjestelmän valintakysymystä EU-hakijamaisissa. Kaikkien hakijamaiden odotetaan lopulta liittyvän rahaliittoon. Ennen tätä (ja edeltävää pakollista ERM-jäsenyyttä) niillä on kuitenkin varsin vapaat kädet valita oma valuuttakurssijärjestelmänsä. Tutkimus korostaa finanssipolitiikan kestävyuden merkitystä valuuttakurssijärjestelmien kannalta. Tutkimuksen mukaan sellaiset maat, joiden finanssipolitiikka on uskottavasti sopusoinnussa hintavakauden kanssa, voivat hyötyä kiinteän valuuttakurssin järjestelmästä. Heikko finanssipolitiikka puolestaan vaatii joustavaa valuuttakurssijärjestelmää.

Tapahtumia

Suomen Pankki isännöi yhdessä SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières) kanssa 5.9.2002 konferenssin aiheesta ”Geography, Banking and Financial Markets”.

Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

- Leena Mörntinen; Banking sector output and labour productivity in six European countries, BOF DP 12/2002
- Heiko Schmiedel; Total factor productivity growth in European stock exchanges: A non-parametric frontier approach, BOF DP 11/2002
- Heli Paunonen – Hanna Jyrkönen; Cash usage in Finland – How much can be explained?, BOF DP 10/2002
- Bill B. Francis – Iftekhar Hasan – Delroy M. Hunter; Return-volatility linkages in international equity and currency markets, BOF DP 9/2002
- Ari Hyytinen – Iikka Kuosa – Tuomas Takalo; Law of finance, BOF DP 8/2002
- Anne Brunila; Fiscal policy: Coordination, discipline and stabilisation, BOF DP 7/2002
- Anne Brunila – Marco Buti – Jan in't Veld; Cyclical stabilisation under the Stability and Growth Pact: How effective are automatic stabilisers? BOF DP 6/2002
- Vesa Kannianen – Mikko Leppämäki; Financial institutions and the allocation of talent, BOF DP 5/2002
- Iftekhar Hasan – Markku Malkamäki – Heiko Schmiedel; Technology, automation, and productivity of stock exchanges: International evidence, BOF DP 4/2002
- Seppo Honkapohja – Kaushik Mitra; Performance of monetary policy with internal central bank forecasting, BOF DP 3/2002
- Juha Junntila; Forecasting the macroeconomy with current financial market information: Europe and the United States, BOF DP 2/2002
- Tuomas Välimäki; Bidding in fixed rate tenders: theory and experience with the ECB tenders, BOF DP 1/2002
- Harri Lahdenperä; Payment and financial innovation, reserve demand and implementation of monetary policy, BOF DP 26/2001
- Kari Takala; Studies in time series analysis of consumption, asset prices and forecasting. E:22/2001.
- Axel Brüggemann; Are the Central and Eastern European transition countries still vulnerable to a financial crisis? Results from the signals approach, BOFIT DP5/2002
- Marketta Järvinen; Exchange rate regimes and nominal convergence in the CEECs, BOFIT DP 4/2002
- Jouko Rautava; The role of oil prices and the real exchange rate in Russia's economy, BOFIT DP 3/2002
- Juha-Pekka Niinimäki; Bank panics in transition economies, BOFIT DP 2/2002
- Ali M. Kutan – Niina Pautola-Mol; Integration of the Baltic states into the EU and institutions of fiscal convergence, BOFIT DP 1 /2002
- Pekka Sutela; Managing capital flows in Estonia and Latvia, BOFIT DP 17/2001
- Byung-Yeon Kim; Determinants of inflation in Poland: A structural cointegration approach, BOFIT DP 16/2001
- Byung-Yeon Kim – Jukka Pirttilä – Jouko Rautava; Money, barter and inflation in Russia, BOFIT DP 15/2001
- Jarko Fidrmuc – Iikka Korhonen; Similarity of supply and demand shocks between the Euro area and the CEECs, BOFIT DP 14/2001

Lähiainkoina ilmestymässä

Tapio Pohjola; Effects of fiscal policy on durability of low inflation regimes, BOF DP

Mikko Niskanen; Lender of last resort and the moral hazard problem, BOF DP

Julkaisija
Suomen Pankki
ISSN 1457-5809 (painettu julkaisu)
ISSN 1457-5817 (verkkojulkaisu)

Päätöimittaja
Juha Tarkka

PL 160, 00101 HELSINKI
email: research@bof.fi
www.bof.fi ja www.bof.fi/bofit