

EURO&TALLOUS

4 • 2005



Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Jatkuuko Venäjän kasvu?

Uudet ERM II -maat ja talous- ja rahaliitto

Pankkilainat käyttöön vakuutena Suomessa

TARGET 2 -maksujärjestelmä Suomessa toimivien
asiakkaiden näkökulmasta

Sisälllys

Rahapolitiikka ja
taloudellinen tilanne..... 1

Pekka Sutela
Jatkuuko Venäjän kasvu? 14

*Harri Lahdenperä ja
Ilmo Pyyhtiä*
Uudet ERM II -maat ja
talous- ja rahaliitto..... 23

*Kaarina Huumo ja
Marianne Palva*
Pankkilainat käyttöön
vakuutena Suomessa 35

Anna-Maija Tikkanen
TARGET 2 -maksujärjestelmä
Suomessa toimivien
asiakkaiden näkökulmasta 43

Julkaisujen tiivistelmiä..... 48

Kuviot..... K1

Euro & talous 4 • 2005

13. vuosikerta
(aiemmin Markka & talous)
Lehti ilmestyy neljä kertaa vuodessa.

Päätoimittaja
Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto
Antti Juusela, puheenjohtaja
Heikki Koskenkylä
Pentti Pikkarainen
Antti Suvanto
Jouko Vilmunen
Marja Hirvensalo-Niini, sihteeri

Toimitus
Suomen Pankin julkaisu- ja kielipalvelut

Tilaukset
Puhelin: 010 831 2566
Sähköposti: publications@bof.fi

Painopaikka
Edita Prima Oy, Helsinki 2005

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata,
mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-4718 (painettu julkaisu)
ISSN 1456-5862 (verkkojulkaisu)

Suomen Pankki
PL 160
00101 HELSINKI
Puhelin: 010 8311
Faksi: (09) 174 872
www.suomenpankki.fi

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

1.12.2005

Maailmantalouden kasvu on jatkunut ripeänä, mutta eri maiden kasvuvauhdeissa on edelleen suuria eroja. Yhdysvaltojen kasvu pysyi vahvana vuoden 2005 kolmannella neljänneksellä, ja hirmumyrskyjen vaikutukset talouteen ovat jäämässä vähäisiksi. Euroalueen kasvu on vähitellen elpymässä. Inflaation kiihtymisestä on merkkejä kaikilla päätalousalueilla. Yksityisen kulutuksen vahvuus on tukenut Suomen taloutta.

Maailmantalouden kasvu on jatkunut melko vauhdikkaana syksyllä 2005 (kuvio 1). Tätä on heijastanut myös teollisuuden luottamuksen yleinen elpyminen keväällä nähdyn svantovaiheen jälkeen (kuvio 2). Kasvussa on edelleen ollut varsin paljon epäyhtenäisyyttä eri talousalueiden välillä. Yhdysvalloissa kasvu jatkui kolmannella neljänneksellä ripeänä, ja näillä näkymin Meksikonlahdella elo-syyskuussa raivonneiden hirmumyrskyjen vaikutukset talouskasvuun ovat jäämässä vähäisiksi ja väliaikaisiksi. Aasiassa Kiinan talouskasvu ei ole osoittanut hidastumisen merkkejä ja Japaninkin talousnäkyvät ovat melko hyvät. Sen sijaan euroalueen kasvun toipuminen on ollut verkkaista, ja Ison-Britannian kasvu on vaimentunut.

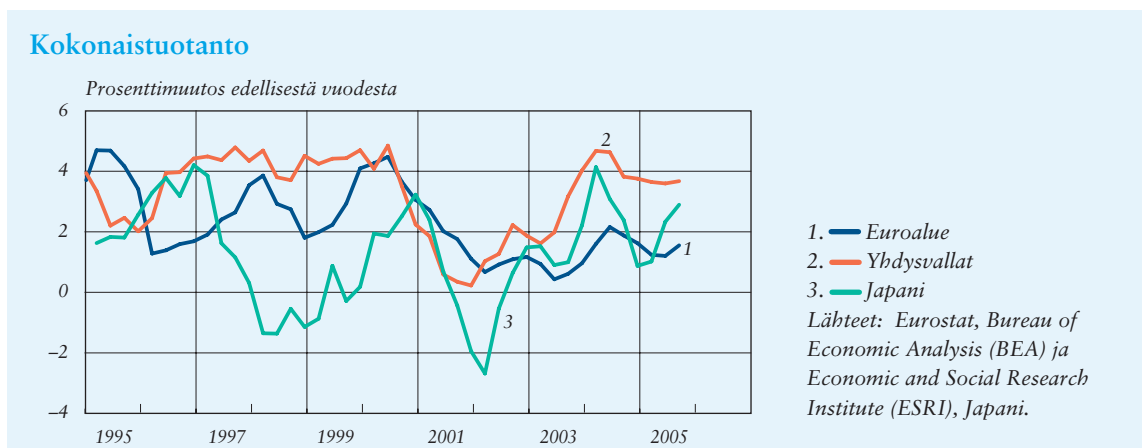
Inflaation kiihtymisestä päätalousalueilla on saatu joitakin merkkejä (kuvio 3). Osin tämä on liittynyt Yhdysvaltain hirmumyrskyjen aiheuttamaan polttonesteiden hintojen

rajuun kallistumiseen. Öljyn korkean hinnan välilliset vaikutukset muiden tuotteiden hintoihin ovat toistaiseksi pysyneet suhteellisen vähäisinä. Inflaation kiihtymisen riskit ovat kuitenkin lisääntymässä. Yhdysvaltain keskuspankki onkin jatkanut rahapolitiikkansa kiristämistä, ja myös EKP nosti joulukuun alussa ohjauskorkoaan. Edellisen kerran korkoa muutettiin kesäkuussa 2003. EKP:n ohjauskorko on nyt 2,25 %.

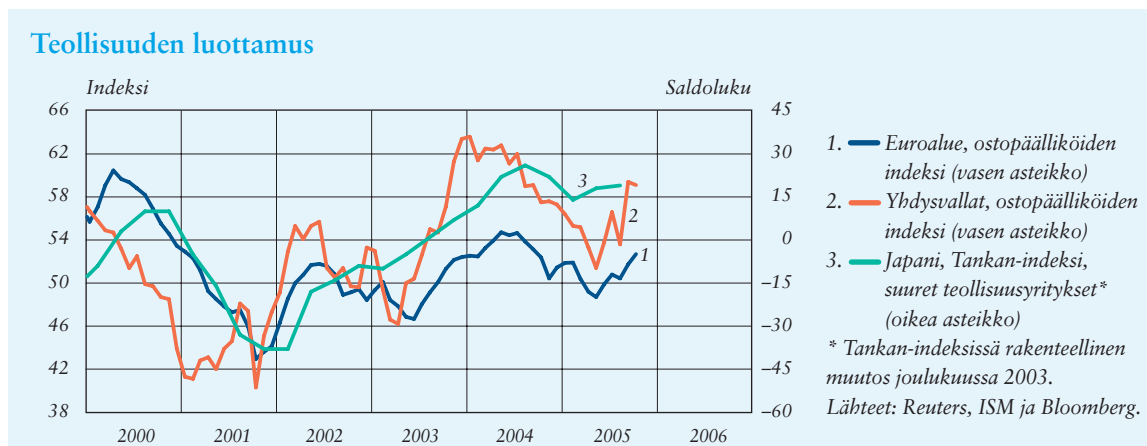
Huolimatta maailmantalouden vahvasta kasvusta talousnäkyymiin liittyvät riskit eivät ole kaikonneet. Uusissa kansainvälisten järjestöjen ennusteissa on kiinnitetty erityisesti huomiota suuriin vaihtotaseiden epätasapainoihin. Yhdysvaltain mittava vaihtotaseen alijäämä onkin edelleen yksi maailmantalouden suurimpia riskejä. Myös öljyn hintaan liittyvä epävarmuus varjostaa yhä maailmantalouden kasvunäkymiä.

Euroalueen kasvu on vähitellen elpymässä, mutta yksityisen kulutuksen vauhdittumisesta ei edelleenkään ole kovin paljoa merkkejä. Kasvu on ollut pitkälti vientikysynnän varassa. Euroalueen kasvun rakenteessa on kuitenkin yhä suuria maakohtaisia eroja. Suurimman maan eli Saksan kotimaisen kysynnän kasvu on hidasta, kun taas monessa pienemmässä maassa – kuten Suomessa – kotimainen kysyntä on vahvaa. Maakohtaisia eroja on myös vaihtotaseen kehityksessä, sillä koko euroalueen lähellä tasapainoa oleva vaihtotase kätkee taakseen mittavia yli- ja alijäämiä eri maissa.

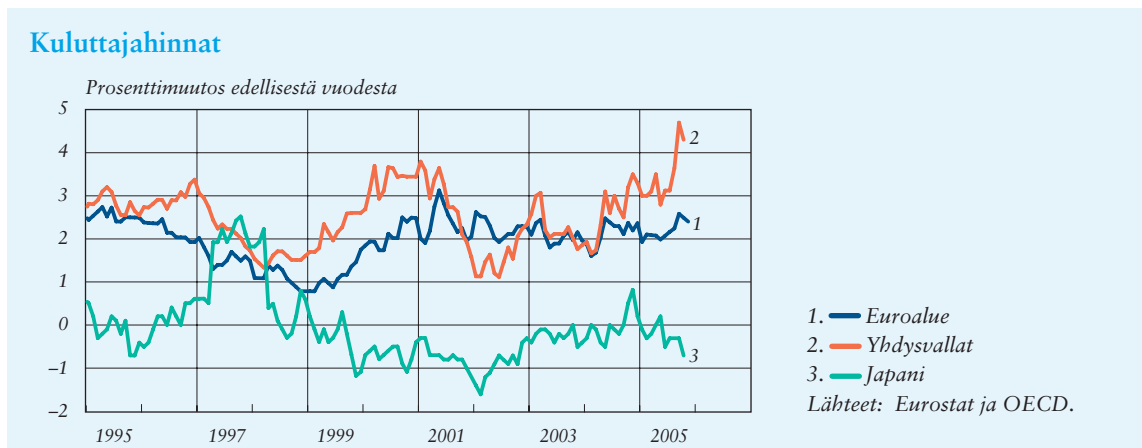
Kuvio 1.



Kuvio 2.



Kuvio 3.



Suomen talouskasvu jatkui vuoden 2005 kolmannen neljänneksen aikana melko verkkaisena huolimatta siitä, että metsäteollisuuden tuotanto toipui loppukevään ja alkukesän työkiistan aiheuttamasta notkahduksesta. Yksityisen kulutuksen kasvu on kuitenkin jatkunut vahvana. Suomen inflaatiovauhti on edelleen euroalueen vauhtiin verrattuna hidasku, mikä kuvastaa mm. globaalistumisen ja yhä jatkuvan kilpailun lisääntymisen vaikutusta kotimaiseen hinnanmuodostukseen monissa tuoteryhmissä.

Öljyn hinta pysyttelee korkeana

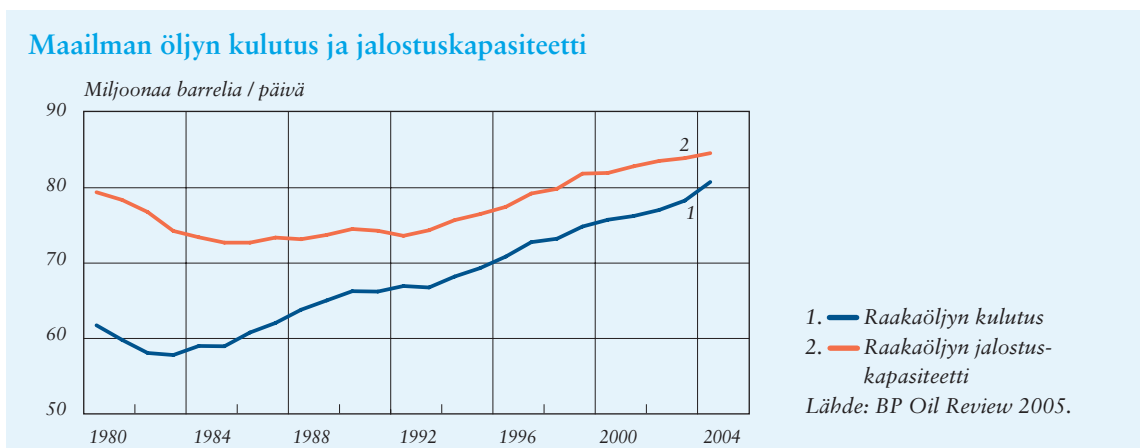
Raakaöljyn hinta nousi selvästi Yhdysvaltojen hirmumyrskyjen seurauksena loppukesällä ja alkusyksyllä. Raakaöljystä valmistettujen liikenne- ja lämmityspolttonesteiden hinnat kohosivat kuitenkin suhteessa vielä enemmän, koska myrskyt vähensivät väliaikaisesti Yhdysvaltain öljynjalostuskapasiteettiä. Sitten raakaöljyn ja polttonesteiden hinnat ovat palautuneet

myrskyjä edeltäneille tasoille. Öljyn hinta samoin kuin öljyn futuurihinnat ovat kuitenkin pysyneet korkeina. Futuurihinnat heijastavat markkinaosapuolten näkemystä, jonka mukaan öljyn hinta tulee pysymään kalliina myös tulevaisuudessa. Tätä näkemystä on ruokkinut huoli öljyn tuotanto- ja jalostamokapasiteetin riittävydestä tilanteessa, jossa öljyn kulutus jatkaa kasvuaan. Öljynjalostuskapasiteetti onkin jo pitkään lisääntynyt selvästi hitaammin kuin maailman öljynkulutus (kuvio 4).

Öljyn hinnan jo pari vuotta jatkuneen nousun taustalla on paljolti ollut vahva talouskasvu, joka on lisännyt öljyn kysyntää erityisesti Aasian kehittyvissä talouksissa ja mm. Yhdysvalloissa. Tämä selittää osaltaan, minkä vuoksi hinnan nousun vaikutukset maailman talouskehitykseen ovat jääneet pelättyä vähäisemmiksi. Lisäksi erityisesti teollisuusmaissa energian käyttö on tehostunut selvästi 1970- ja 1980-

Vahva talouskasvu on nostanut öljyn hintaa.

Kuvio 4.



Yksityinen kulutus on piristännyt talouskasvua Yhdysvalloissa.

luvun öljykriisien ajoista. Öljyntuotajamaiden tulojen lisääntyminen on myös näkynyt niiden tuonnin kasvuna, mikä on hyödyttänyt erityisesti euroalueen vientiä.

Öljyn hinnan kallistumisen vähäisiä vaikutuksia kasvuun selittää myös se, että öljyn hinnan nousun välilliset vaikutukset muiden tuotteiden hintoihin ja palkkoihin ovat jääneet toistaiseksi pieniksi. Tätä on edesauttanut rahapolitiikan hyvä uskottavuus, joka on pitänyt taloudenpitäjien inflaatio-odotukset maltillisina. Inflaatio-odotusten maltillisuus on vuorostaan tukenut pitkien korkojen pysymistä alhaisina.

Yhdysvaltojen kasvu jatkonut ripeänä

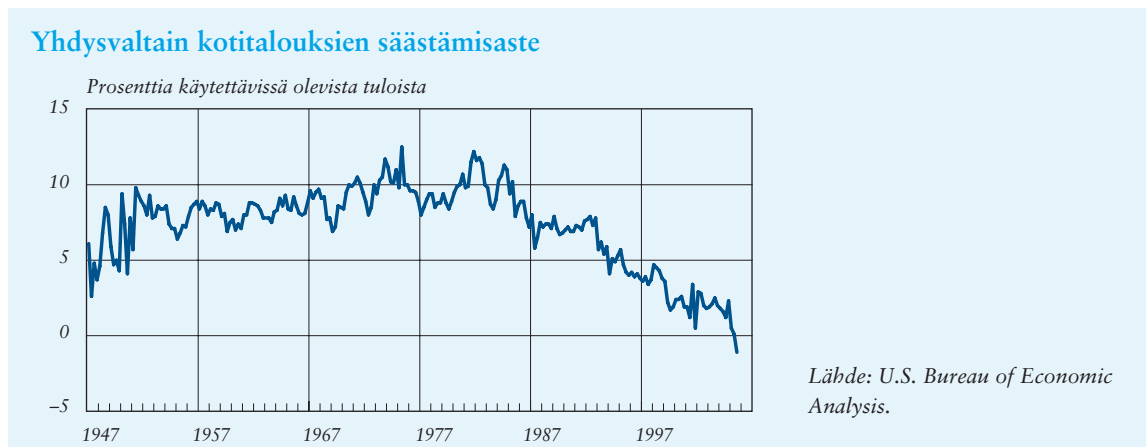
Yhdysvaltojen talouskasvu jatkui vahvana vuoden 2005 kolmannella neljänneksellä. Kasvu oli edellisestä neljänneksestä yli 4 % vuositasolle korotettuna, joten elo-syyskuun hirmumyrskyjen vaikutukset talouteen näyttävät jääneen vähäisiksi.

Yhdysvaltain kasvu on tukenut etenkin vahva yksityinen kulutus. Näin oli erityisen selkeästi kolmannella neljänneksellä, jolloin kasvu oli suurelta osin yksityisen kulutuksen varassa. Myös investoinnit ovat lisääntyneet yritysten myönteisen tuloskehityksen tukemina suhteellisen ripeästi. Nettoviennin negatiivinen vaikutus kasvuun on vähentynyt aiempaan verrattuna, kun tuonnin kasvu on hidastunut.

Yksityistä kulutusta on vuoden 2005 aikana tukenut erityisesti kotitalouksien palkkatulojen kasvu. Sen sijaan muutaman vuoden takaisten verohelpotusten merkitys on vähentynyt. Palkkatulot ovat kasvaneet samanaikaisesti työmarkkinatilanteen kohenemisen kanssa. Työllisten määrän kasvu tosin pysähtyi syys-lokakuussa, mutta tämä lienee hirmumyrskyjen aikaansaama väliaikainen notkahdus.

Yksityistä kulutusta on ruokkinut myös kotitalouksien velkaantumisen. Tämä on vuoden 2005 aikana näkynyt mm. siinä, että yksityisen

Kuvio 5.



kulutuksen kasvu on ollut käytettävissä olevien tulojen kasvua ripeämpää. Kotitaloudet ovat siten säästäneet yhä pienemmän osan tuloistaan, ja tämän vuoden kolmannella neljänneksellä Yhdysvaltain kotitalouksien säästämisaste muuttui ensimmäistä kertaa toisen maailmansodan jälkeen negatiiviseksi (kuvio 5). Tämä tarkoittaa sitä, että kotitaloudet kuluttivat velkaantumisen avulla kyseisenä ajanjaksona enemmän kuin ne saivat tuloja. Tällainen tilanne ei ole pitkällä aikavälillä kestävä. Se kasvattaa myös riskiä yksityisen kulutuksen vauhdin äkkinäisestä hidastumisesta, kun kotitaloudet lisäävät säästämistään. Tämänkaltaisen kehitys voisi liittyä esimerkiksi asuntojen hintojen viimeaikaisen nopean nousun taantumiseen. Asuntovarallisuuden arvontuntuva nousu on ollut yksi kotitalouksien velkaantumishaluja viime vuosina pönkittäneistä tekijöistä.

Inflaatiovauhti kiihtyi Yhdysvalloissa hirmumyrskyjen seurauksena selvästi. Kiihtyminen lienee kuitenkin jäämässä väliaikaiseksi, sillä öljyn hinnan nousun välilliset vaikutukset muiden tuotteiden hintoihin näyttävät toistaiseksi jääneen vähäisiksi. Palkkojen nousuvauhdin kohoamisesta on saatu joitakin merkkejä työmarkkinatilanteen parantumisen myötä, mutta Yhdysvaltain keskuspankin ohjauskoron nostot ovat pitäneet taloudenpitäjien inflaatio-odotukset melko maltillisina.

Yhdysvaltain talouskasvun arvioidaan lähitulevaisuudessa vähitellen

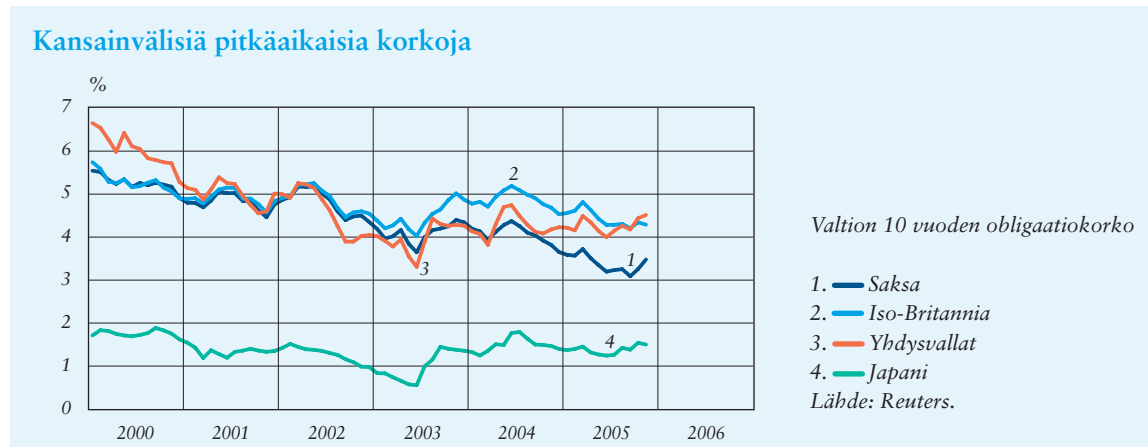
hidastuvan, kun yksityisen kulutuksen kasvu vaimentuu kotitalouksien lisäessä säästämistään. Kehitys voi kuitenkin muodostua oletettua heikommaksikin, sillä maan taloutta vaivaaviin epätasapainoihin liittyvät riskit eivät ole kaikonneet. Vaihtotaseen suuri alijäämä ei ole alkanut supistua. Myöskään julkisen talouden tilassa ei ole odotettavissa nopeaa parantumista, sillä hirmumyrskyjen tuhojen korjaamiseen liittyvät menot ovat uusi lisärasite liittovaltion taloudelle.

Pitkät korot nousseet ja dollari vahvistunut

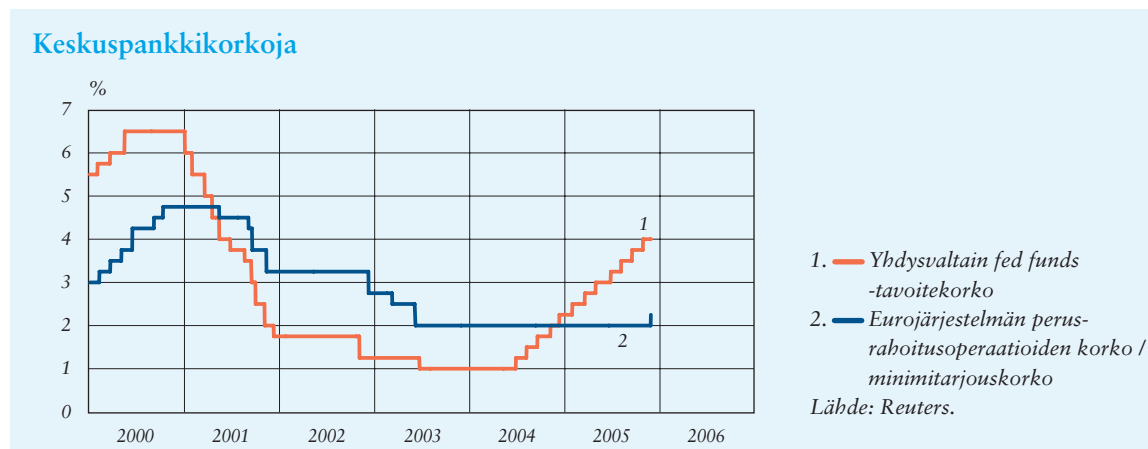
Pitkät korot ovat syksyn aikana kääntyneet nousuun kaikilla päätalousalueilla (kuvio 6). Lyhyet korot ovat nousseet erityisesti Yhdysvalloissa, kun maan keskuspankki on jatkanut ohjauskoron nostamista (kuvio 7). Myös euroalueella lyhyet korot nousivat syksyn aikana, kun odotukset EKP:n koronnostosta lisääntyivät. Sekä pitkät että lyhyet korot ovat kuitenkin edelleen historiaansa verrattuna suhteellisen alhaisella tasolla. Rahoitusmarkkinoilta saatavan informaation perusteella viimeaikainen pitkien korkojen nousu Yhdysvalloissa ja euroalueella ei ole johtunut niinkään inflaatio-odotusten vaan pikemminkin reaalikorko-odotusten voimistumisesta. Näin ollen markkinaosapuolten luottamus talouskasvun jatkumiseen näyttää vahvistuneen. Tästä kertoo myös se, että yritysten joukkolainojen tuottoerot suhteessa valtionlainoihin ovat pysytelleet pieninä ja

Pitkät ja lyhyet korot ovat historiallisesti katsottuna edelleenkin matalia.

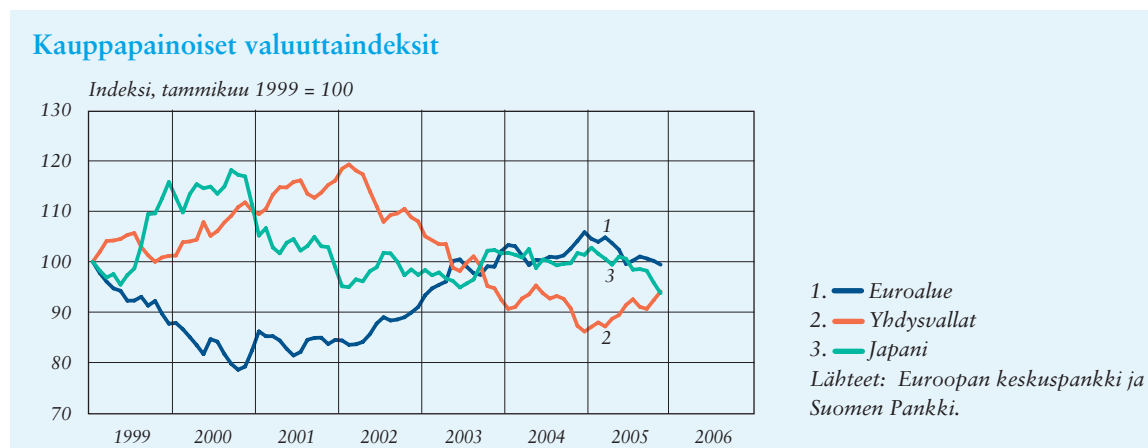
Kuio 6.



Kuio 7.



Kuio 8.



yri­tysten rahoitusolot siten suotuisina (ks. kehikko sivulla 12).

Valuuttamarkkinoilla Yhdysvaltain dollari on jatkanut vahvistumistaan suhteessa muihin päävaluuttoihin (kuvio 8). Dollari on ilmeisimmin hyötynyt Yhdysvaltain keskuspankin ohjauksen nostojen jatkumisesta sekä markkinoiden luottamuksesta maan talouskasvuun. Euro on heikentynyt lähes yksinomaan dollariin nähden, eikä euroalueen kauppapainoinen valuuttaindeksi ole merkittävästi muuttunut kesän jälkeen.

Osakemarkkinoiden kehitys on ollut vuoden 2005 aikana suhteellisen myönteistä, mikä on heijastanut mm. yritysten hyvää tuloskehitystä ja matalaa korkotasoa. Yhdysvalloissa kurssit ovat tosin polkeneet paikallaan, kun taas euroalueen yritykset näyttävät hyötynneen suotuisasta vientitilanteesta. Japanin talouden elpyminen on puolestaan näkynyt maan pörssikurssien selvänä nousuna. Yritysten tuleviin tulostuksiin sekä markkinoiden inflaatiopelkojen lisääntymiseen liittynyt epävarmuus aiheutti kuitenkin lokakuussa notkahduksen erityisesti euroalueen ja Yhdysvaltain osakekurseissa. Tämä notkahdus näyttää jääneen väliaikaiseksi, ja kurssit ovat sittemmin jatkaneet nousuaan.

Kiinan kasvu vahvaa, Japanissa hidastumista

Japanin talouskasvu on vuonna 2005 ollut suhteellisen ripeää. Kasvu tosin hidastui hieman kolmannella neljän-

neksellä, mutta oli edelleen lähes 2 % edellisestä neljänneksestä vuositasolle korotettuna. Vuodentakaisesta kasvua kertyi 3 %. Talous on hyötynyt kotitalouksien kulutuksen ja investointien elpymisestä. Samalla myös yritysten luottamusilmapiiri on parantunut. Tulevaisuudessa Japanin vienti hyötynee jenin tähänastisesta heikentymisestä sekä Kiinan talouden ripeän kasvuvauhdin jatkumisesta. Japania jo vuosia vaivanneen deflaation päättymisestä on joitakin merkkejä, ja maan keskuspankki odottaa, että kuluttajahinnat alkavat vähitellen kohota.

Kiinan talouskasvu ei ole osoittanut hidastumisen merkkejä. Vuoden 2005 kolmannella neljänneksellä kasvu oli edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta yli 9 % ja siten edelleen hyvin ripeää. Kasvu on pysytellyt yli 9 prosentissa jo parin vuoden ajan, ja sitä on tukenut erityisesti viennin ja investointien vahvuus. Nopeasta kasvusta ja raakaöljyn hinnan noususta huolimatta Kiinan inflaatiouauhti on syksyn mittaan hidastunut. Taustalla on mm. se, että polttonesteiden hintasäännöstely on rajoittanut öljyn hinnan nousun välittymistä kuluttajahintoihin.

Euroalueen kasvu elpymässä

Euroalueen kasvu oli vuoden 2005 alkupuoliskolla tahmeaa. Kotimaisen kysynnän kasvu oli vaatimatonta, ja nettovienti kärsi vielä jossain määrin euron aiemmasta vahvistumisesta, vaikka viennin veto olikin suhteellisen vahvaa. Loppukesän ja syksyn

Euroalueen talouskasvu on ollut hidasta, mutta merkkejä elpymisestä on havaittavissa.

Euroalueen maiden vaihtotaseet poikkeavat toisistaan merkittävästi.

aikana euroalueen taloutta kuvaavat indikaattorit alkoivat kuitenkin kohentua. Tämä koski erityisesti liike-elämää, jonka näkymät piristyivät osin selvätkin. Teollisuuden luottamuksen elpyminen selittynee euroalueen viennin vahvalla vedolla sekä alkuvuonna tapahtuneen varastojen sopeutuksen päättymisellä. Euroalueen vienti on hyötynyt euron heikentymisestä vuoden alkupuoliskolla sekä maailmantalouden vahvasta kasvusta.

Merkit euroalueen kotimaisen kysynnän, erityisesti yksityisen kulutuksen, elpymisestä ovat olleet harvassa. Kotitalouksien luottamus on edelleen pysytellyt suhteellisen heikkona, eivätkä muutkaan indikaattorit viittaa yksityisen kulutuksen nopeaan piristymiseen. Myös euroalueen työmarkkinatilanteen parantuminen on ollut hidasta. Euroalueen kotimaista kysyntää on vaimentanut erityisesti Saksan vaatimaton kehitys kuluvana vuonna. Maan työmarkkinoihin ja poliittiseen tilanteeseen liittyvä epävarmuus on ilmeisesti edelleen jarruttanut kotimaisen kysynnän kasvua ja pitänyt yllä varovaisuussäästämistä.

Alustavien tietojen mukaan euroalueen kasvu kiihtyi vuoden 2005 kolmannella neljänneksellä ja oli noin 2,5 % edellisestä neljänneksestä vuositasolle korotettuna. Kasvua tuki viennin suotuisa kehitys, joskin maakohtaisissa kasvun rakenteissa oli edelleen suuria eroja. Euroalueen kasvun odotetaan jatkuvan lähiaikoina ripeämpänä kuin vuoden alkupuoliskolla, kun myös kotimai-

nen kysyntä alkaa vahvistua. Kotimaista kysyntää tukevat mm. suotuisina pysyneet rahoitusolot. Vuoden 2005 kasvu on kuitenkin kokonaisuudessaan jäämässä selvästi alle 2 prosentin.

Euroopan komission syksyn 2005 ennusteen perusteella koko euroalueen julkisyhteisöjen alijäämä pysyy vuonna 2005 edellisvuotiseen tapaan lähellä kolmea prosenttia suhteessa BKT:hen ja julkisyhteisöjen velka kasvaa lähes 72 prosenttiin BKT:stä. Selvää parannusta ei ole maiden tekemien budjettiluonnosten ja komission ennusteen perusteella luvassa myöskään vuonna 2006. Liiallisen alijäämän menettelyn piiriin kuuluu tällä hetkellä viisi euroalueen maata: Saksa, Ranska, Italia, Kreikka ja Portugali. Saksan ja Ranskan tulisi EU:n neuvoston joulukuussa 2004 antaman suosituksen mukaan supistaa alijäämänsä alle 3 prosentin viitearvon jo kuluvana vuonna. Komission ennusteen mukaan näin ei ole käymässä. Erityisesti Saksa on jäämässä kauas suosituksen toteutumisesta. Maan uuden hallituksen keskeisenä tavoitteena on supistaa alijäämä alle 3 prosentin vuoteen 2007 mennessä. Julkistalouden rahoitusasemaa on tarkoitus kohentaa mm. nostamalla arvonlisäveroa vuoden 2007 alussa.

Euroalueen maiden välillä eroja vaihtotaseen kehityksessä

Euroalueen investointien vaimea kasvu on ollut yksi alueen heikon talouskasvun pääsyytä viime vuosien aika-

na. Investointien arvo on kuitenkin vastannut suurin piirtein euroalueen oman säästämisen arvoa, eli alue on ollut lähellä rahoitustasapainoa. Tältä osin euroalueen tilanne on poikennut huomattavasti muista päätalousalueista, sillä Yhdysvaltain vaihtotase on selvästi alijäämäinen ja Japanin selvästi ylijäämäinen.

Vaihtotaseen tasapainosta huolimatta euroalueen eri sektoreiden rahoitustilanteessa on ollut eroja. Kotitaloudet ovat säästäneet enemmän kuin investoineet, eli ne ovat olleet rahoitusylijämäisiä. Sen sijaan yritykset ja julkinen sektori ovat olleet rahoitusalijämäisiä.

Vaihtotaseiden maakohtaisessa kehityksessä on suuria eroja euroalueella (kuvio 9). Saksassa, jossa viennin vahvuus on paikannut kotimaisen kysynnän heikkoutta, vaihtotase on selvästi ylijäämäinen. Sen sijaan esimerkiksi Espanjassa, jossa kotimaisen kysynnän kasvu on ollut ripeää, vaihtotase on merkittävästi

alijäämäinen. Rahoitusrakenteen kannalta heikoin tilanne on Kreikassa ja erityisesti Portugalissa. Näissä maissa vaihtotaseen suuri alijäämä heijastaa sitä, että niin julkinen kuin yksityinen sektori on rahoitusalijämäinen.

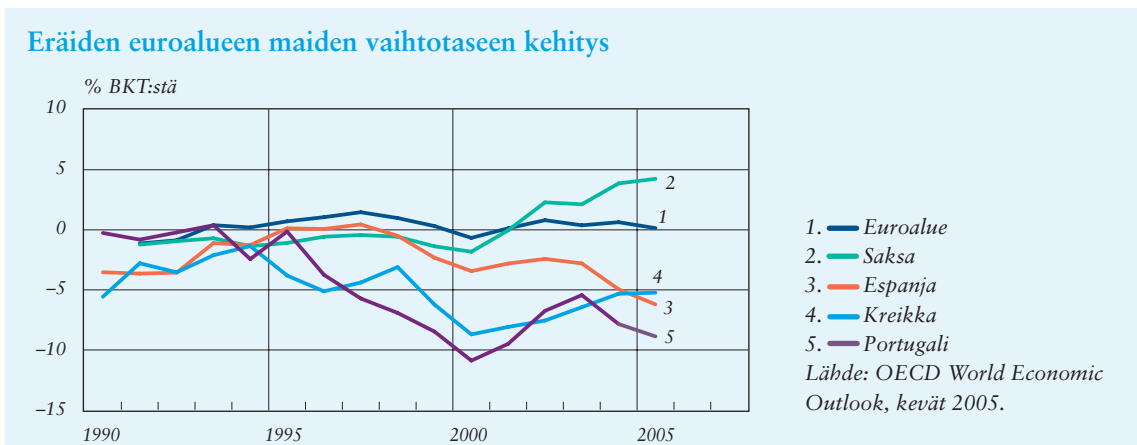
Euroalueen inflaatio nopeutunut

Euroalueen inflaatiovauhti (yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä mitattuna) on syksyllä kiihtynyt 2,5 prosentin tuntumaan. Inflaatiota on euroalueella – kuten Yhdysvalloissakin – kiihdyttänyt erityisesti energian hintojen nousu. Vaikutus oli erityisen suuri syyskuussa, jolloin energiatuotteiden inflaatio hypähti Yhdysvaltojen hirmumyrskyjen seurauksena. Hirmumyrskyt tuhosivat jo muutoinkin niukaksi käynnyttä öljynjalostuskapasiteettia, minkä seurauksena polttonesteiden hinnat nousivat merkittävästi myös euroalueella.

Energian hinnan nousun välilliset vaikutukset muiden hyödykkeiden

Inflaatiovauhti on kiihtynyt euroalueella.

Kuvio 9.



hintoihin näyttävät toistaiseksi jääneen suhteellisen vähäisiksi. Myös palkkojen nousuvauhti on pysynyt euroalueella maltillisena. Riskit inflaation kiihtymisestä ovat kuitenkin voimistuneet. Näillä näkymin euroalueen inflaatio ei ole hidastumassa alle 2 prosentin lähikuukausien aikana.

Euroalueen rahamäärän kasvuvauhti on edelleen kiihtynyt vuoden 2005 aikana, ja taloudessa on runsaasti likviditeettiä. Samanaikaisesti luottojen määrän kasvu on ollut nopeaa – erityisesti tämä koskee kotitalouksien asuntoluottoja. Myös yritysluottojen määrän kasvuvauhti on kiihtynyt, mikä saattaa ennakoida yritysten investointien vähittäistä elpymistä.

Hintavakautta uhkaavien riskien lisääntymisen vuoksi EKP:n neuvosto nosti ohjaukorkoaan 0,25 prosenttiyksiköllä 2,25 prosenttiin joulukuun alun kokouksessaan. Tätä ennen korko oli ennallaan 2½ vuotta.

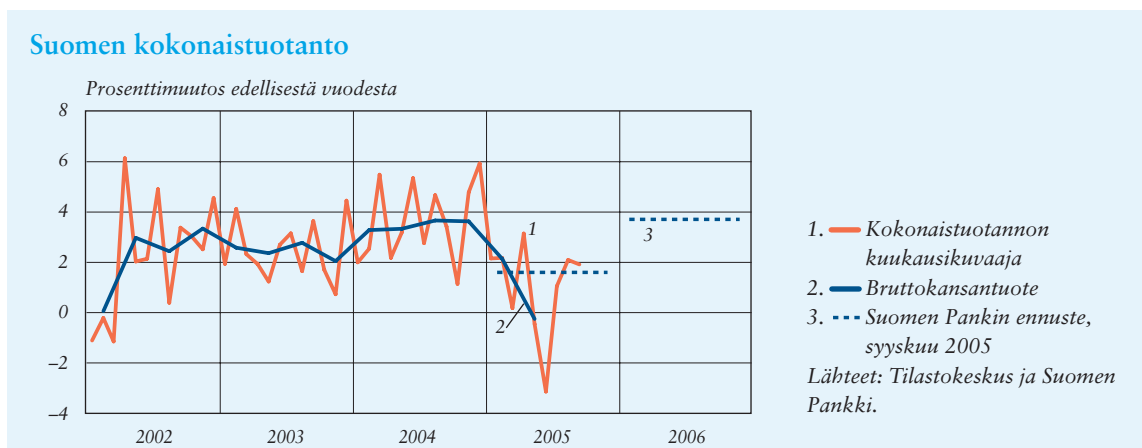
EKP:n neuvoston päätös edistää euroalueen inflaatio-odotusten pitämistä hintavakauden mukaisina.

Yksityinen kulutus edelleen Suomen talouden moottorina

Alustavien tietojen mukaan Suomen BKT kasvoi vuoden 2005 kolmanneksella neljänneksellä melko verkkaisesti vuodentakaiseen verrattuna. Erityisesti teollisuustuotannon kehitys oli vaisua huolimatta siitä, että metsäteollisuus kasvatti tuotantoaan kesän työkiistan jälkeen (kuvio 10). Kasvu onkin ollut edelleen paljolti yksityisen kulutuksen varassa. Kulutuskysyntää ovat ylläpitäneet kotitalouksien reaaliansioiden myönteinen kehitys, hyvänä säilynyt luottamus sekä työllisyyden kohentuminen. Erityisesti vähittäiskaupan kasvu on ollut ripeää.

Maamme talouskehityksen arvioidaan jatkuvan lähiaikoina suhteellisen suotuisana. Yksityinen kulutus

Kuvio 10.



pysynee vilkkaana, ja myös teollisuustuotannon odotetaan elpyvän. Elinkeinoelämän keskusliiton EK:n suhdannebarometrin mukaan teollisuuden suhdannenäkymät ovat myönteiset ja tilauskannat ovat paremmat kuin viime vuosina.

Suomen viennin määrän kasvu on ollut syksyllä ripeää, kun taas tuonnin määrän kasvu on hidastunut. Kun vienti- ja tuontihintojen suhteen eli vaihtosuhteen heikkeneminen on samalla pysähtynyt, kauppataseen ylijäämä on kasvanut. Vaihtosuhteen parantuminen on todennäköisimmin johtunut pitkälti öljypohjaisten vientituotteiden hintojen noususta. Parannus jäänee kuitenkin väliaikaiseksi, ja vaihtosuhteen odotetaan jatkavan heikentymistään lähivuosina.

Suomen inflaatio edelleen hidasta

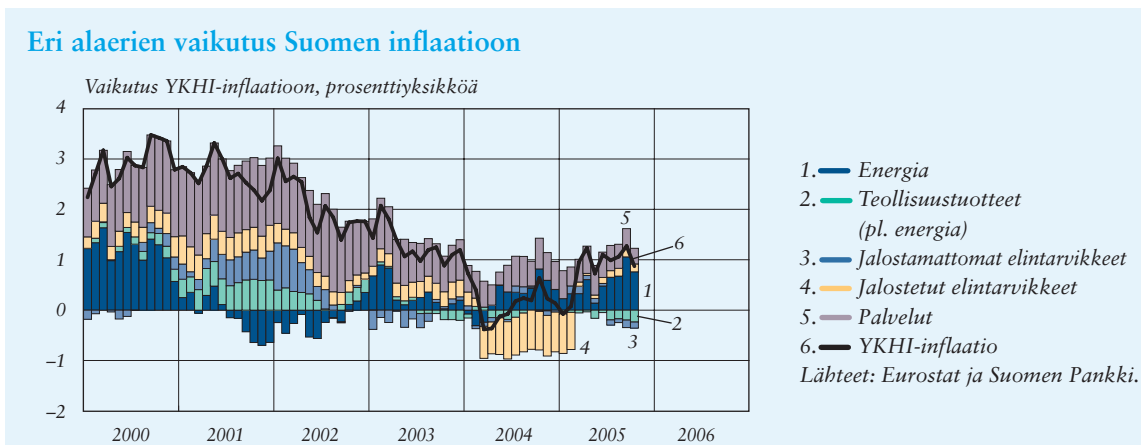
Suomen inflaatiovauhti on pysynyt suhteellisen hitaana, yhden prosentin tuntumassa (yhdenmukaistetulla

kuluttajahintaindeksillä eli YKHillä mitattuna). Yhdysvaltain hirmumyrskyjen aiheuttaman poltto- nesteiden hinnannousun vaikutus Suomen inflaatioon jäi pienemmäksi kuin euroalueella keskimäärin. Tämä johtui mm. siitä, että poltto- nesteiden verotus vaimentaa öljyn hinnan heilahtelun välittymistä inflaatioon.

Suomen inflaatiovauhdin pysyminen hitaana on suurelta osin seurausta monien teollisuustuotteiden hintojen laskusta ja maltillisesta palveluiden hintojen inflaatiosta (kuvio 11). Taustalla on mm. kilpailun edelleen jatkuva lisääntyminen niin kotimaassa kuin globaalisti. Erityisesti palveluiden hintojen inflaatio on hidastunut, ja sen vaikutus maamme inflaatiovauhtiin on ollut selvästi vähäisempi kuin vielä muutama vuosi sitten.

Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne

Kuvio 11.



Joukkovelkakirjalainojen tuottoerot

Viime vuosina joukkovelkakirjamarkkinoille on ollut ominaista melko laaja-alainen tuottoerojen eli ns. spreadien kaventuminen. Sekä kehittyvien maiden että yritysten liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjalainojen tuottojen ero teollisuusmaiden valtionlainoihin on pienentynyt (kuviot A ja B). Nykytilannetta ei kuitenkaan voida pitää historiallisesti erityisen poikkeuksellisenä. Viime vuosikymmenellä tuottoerot olivat ajoittain samaa suu-

ruusluokkaa kuin nykyään tai jopa pienempiä.

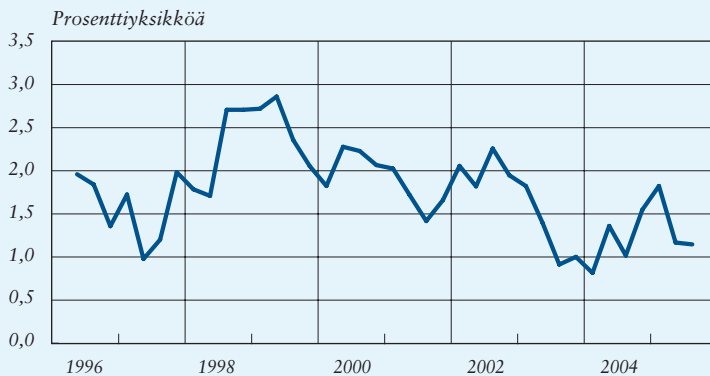
Tuottoerojen tulkinta

Tuottoeroja ja niiden kehitystä tarkastellaan yleensä riskinäkö-kulmasta. Yritysten liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjalainojen tuottoeroja arvioidaan esimerkiksi yritysten vakavaraisuuden ja toimialaan liittyvien riskien perusteella. Mitä todennäköisempi on riski lainan takaisinmaksun häiriintymisestä tai suo-

ranaisesta maksamatta jättämisestä, sitä suurempi on yrityksen lainan tuottoero suhteessa riskittömämpinä pidettyihin sijoituskohteisiin. Valtioiden liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjalainojen tuottoerojen voidaan katsoa vastaavalla tavalla heijastavan riskiä lainojen takaisinmaksun mahdollisesta uudelleenjärjestelystä. Sijoittajien näkökulmasta eri valuutoissa noteerattavien lainojen tuottojen eroihin vaikuttaa lisäksi valuuttakurssiriski.

Kuvio A.

Valtionlainojen tuottoero

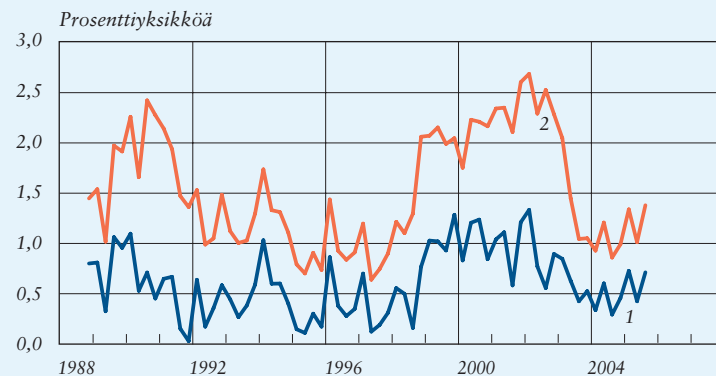


BBB-luokiteltujen valtioiden dollarimääräisten joukkovelkakirjalainojen tuottoero vastaavaan Yhdysvaltain valtion lainaan nähden (maturiteetti 7–10 vuotta)

Lähteet: Merrill Lynch ja Bloomberg.

Kuvio B.

Yrityslainojen tuottoerot Yhdysvalloissa



Luottoluokitukseltaan erilaisten yrityslainojen tuottoerot valtion joukkovelkakirjalainoihin verrattuna Yhdysvalloissa (maturiteetti 7–10 vuotta)

- 1. — AAA
- 2. — BBB

Lähteet: Merrill Lynch ja Bloomberg.

Vaikka riskinäkökulma on tärkeä, se ei kuitenkaan ole ainoa tuottoerojen selittäjä. Käytännössä tuottoeroihin vaikuttaa myös markkinoiden epä-täydellisyys. Pienet valtiot, kunnat tai yritykset joutuvat maksamaan ns. likviditeettilisää, koska markkinat tuntevien aktiivisten osallistujien määrä on vähäinen ja markkinat ovat epälikvidit. Lisäksi eri markkinalohkoilla toimivien instituutioiden toimintatavat eroavat toisistaan, mikä myös vaikuttaa tuottoeroihin. Näihin kuuluvat mm. erot sijoitusten aikahorisonteissa.

Viimeaikaisen kehityksen arviointia

Tuottoerojen viime vuosina nähdyn kapenemisen taustalta voidaan löytää useita tekijöitä.¹ Yksi näistä on joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskun kasvun hidastuminen samaan aikaan, kun sijoittajien määrä on lisääntynyt. Joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskun kasvua on hidastanut mm. yritysten investointiaktiivisuuden taantuminen monissa maissa. Samoin sitä on hidastanut yritysten rahoitusaseman kohentuminen, joka on vähentänyt ulkopuolisen rahoituksen tarvetta. Myös valtioiden budjettialijäämien pieneeminen etenkin eräissä Aasian

maissa 1990-luvun loppupuolen talouskriisin seurauksena on vaikuttanut kehitykseen. Samaan aikaan joukkovelkakirjalainojen kysyntää on lisännyt pitkään jatkuneen keveän rahapolitiikan myötä syntynyt runsas likviditeetti. Myös se, että suuret sijoittajat, esimerkiksi eläkerahastot, ovat pyrkineet suuntaamaan sijoituksiaan entistä enemmän hyvin pitkäaikaisiin joukkovelkakirjalainoihin, on kasvattanut joukkovelkakirjalainojen kysyntää. Eläkerahastojen politiikan muutos johtuu mm. vakavaraisuus- ja kirjanpitosäännösten uudistuksista. Myös yritysten taseiden kohentuminen samoin kuin monien kehittyvien talouksien talouspolitiikan laadun paraneminen ja talouksien yleinen vakautuminen ovat lisänneet näiden liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjalainojen kysyntää.

Ensi vaiheessa joukkovelkakirjalainojen kysynnän kasvu näkyi teollisuusmaiden valtiolainojen markkinoilla, joilla velkapapereiden hinnat nousivat ja siten tuotot supistuivat. Tuototason heikkenemisen myötä kysyntä alkoi suuntautua myös yritysten ja kehittyvien maiden joukkovelkakirjalainoihin, mikä näkyi tuottoerojen kaventumisena.

Tuottoerojen kapenemista voidaan periaatteessa pitää tervetulleena kehityksenä, joka parantaa kehittyvien maiden ja

teollisuusmaiden yritysten kasvuedellytyksiä. Teollisuusmaiden sijoitusvirtojen suuntautuminen aiempaa voimakkaammin kehittyviin maihin auttaa väestöltään ikääntyviä teollisuusmaita saamaan sijoituksilleen riittävän tuoton. Edellytyksenä kuitenkin on, että tuottoerot heijastavat riittävässä määrin eri sijoituksiin liittyviä riskejä.

Tältä osin tilanteen arviointi on hankalaa. Toisaalta nykyiset tuottoerot eivät ole historiallisessa tarkastelussa poikkeuksellisen pieniä. Lisäksi monet tekijät, kuten kehittyvien talouksien taloudenpidon laadun ja avoimuuden paraneminen, puoltavat tuottoerojen pientymistä aiempaan verrattuna.

Toisaalta vaarana on, että riskien arviointi ei kaikkien sijoituskohteiden tapauksessa ole ollut täysin realistisella pohjalla. Tämä voi johtaa sijoittajien kannalta odotettua suurempiin pääomatappioihin tai jopa luottotappioihin, mikäli talouskehitys heikentyy olennaisesti tai yleinen korkotasoa nousee merkittävästi ja riskilisät kasvavat. Lainojen matalat korot voivat jopa lisätä ongelmien syntymisen riskiä, sillä samalla, kun ne pienentävät velanhoidosta esimerkiksi valtiontalouksille aiheutuvaa kustannusrasitusta, ne myös vähentävät kannustimia vakauttaa taloudenpitoa ja supistaa velan määrää.

¹ Asiaa on selvitetty mm. Kansainvälisen valuuttarahaston uusimmassa vakausjulkaisussa (Global Stability Report, syyskuu 2005).

Jatkuuko Venäjän kasvu?

1.11.2005



*Pekka Sutela
tutkimuspäällikkö
Siirtymätalouksien
tutkimuslaitos*

Venäjän viime vuosien kasvun arvellaan perustuneen puoliksi öljyn hinnan kalleuteen ja tuotannon lisäämiseen. Toinen puoli kasvusta selittyy vastuullisella talouspolitiikalla, ruplan hintakilpailukyvyllä, institutionaalisilla muutoksilla ja toipumisella menneiden vuosien kriiseistä.

Kasvun äkillistä supistumista ei ole näkyvässä, mutta riskejäkin kasvuun liittyy.

Venäjän talous supistui voimakkaasti, tilaston mukaan noin 40 %, 1990-luvulla. Talous näytti viimein olevan kääntymässä kasvuun vuonna 1997, mutta syöksyi sen sijaan ensisijaisesti lyhytaikaisen julkisen velan paisumisen aiheuttamaan kriisiin elokuussa 1998. Vastoin monia ennusteita kriisi jäi lyhytaikaiseksi. Tämä johtui eritoten siitä, että viranomaiset pystyivät jatkamaan vastuunalaista, talouden tasapainottamiseen tähtäävää finanssi- ja rahapolitiikkaa. Kasvu alkoi jo vuonna 1999 ja on sen jälkeen ollut vuosittain lähes 7 %. Kuluvana vuonna kasvun odotetaan yltävän noin 6 prosenttiin, eikä sen äkillistä loppumista tai jyrkkää supistumista ole lähivuosina näkyvässä. On kuitenkin edelleen epätodennäköistä, että vuonna 2002 asetettu poliittinen tavoite kokonaistuotannon kaksinkertaistamisesta kymmenessä vuodessa saavutettaisiin.

Suuret vientitulot ja vaihtotaseen ylijäämä

Venäjällä on ollut viime vuosina onnea. Maan keskeisen vientituotteen, öljyn, maailmanmarkkinahinta on yli viisinkertaistunut keväästä 1998, ja sen uskotaan edelleen pysyvän korkeana. Suomen Pankin ennusteissa oletetaan, että öljyn Brent-hinta olisi vuoden 2007 lopulla selvästi yli 50 dollaria. Näin Venäjän vientitulot pysyvät suurina.

Venäjän vaihtotase on ollut erittäin vahva ja ylijäämä on vaihdellut 10–15 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Vuonna 2005 ylijäämä tulee olemaan 14 %. Nämä ovat kansainvälisesti aivan poikkeuksellisen isoja lukuja. Toisin kuin varsinkin 1990-luvun alkupuolella, Venäjän viime vuosien talouspolitiikka ansaitsee erinomaisen arvosanan. Houkutus käyttää vientitulot elintason välittömään kohentamiseen tai suuriin julkisiin investointeihin on ollut ilmeinen, mutta tällainen politiikka olisi helposti johtanut inflaatiokierteeseen ja tehottomuuksiin. Tasapainoiseen talouspolitiikkaan tähtäävä poliittinen yhteisymmärrys onkin kestänyt säröttä, ja yhdessä vaihtosuhteen roiman paranemisen kanssa tämä on ollut kasvun tukipilareita. Tässä suhteessa Venäjä poikkeaa jyrkästi esimerkiksi monista Latinalaisen Amerikan maista.

Vaihtotaseen suuri ylijäämä haastaa rahapolitiikan, varsinkin kun Venäjän pienet rahoitusmarkkinat

eivät juuri anna mahdollisuutta maahan tulevan valuuttavirran sterilointiin. Rahapolitiikka joutuu valitsemaan kahden vaihtoehdoisen tavoitteen välillä: voidaan tavoitella joko inflaation hillitsemistä tai ruplan vakaata nimelliskurssia. Käytännössä Venäjän keskuspankki on pitänyt ruplan nimellisen arvon varsin vakaina suhteessa dollarista ja eurosta koostuvaan koriin (kuvio 1). Euron painoa korissa on lisätty vähitellen aina 35 prosenttiin saakka. Jokseenkin vakaa nimellinen valuuttakurssi merkitsee ruplan nopeaa reaalista vahvistumista. Se tulee olemaan, kauppasuoksilla painotettuna, kulu- van vuoden aikana selvästi yli 10 %. Viimeaikaisten lausumien mukaan rahapolitiikan painopistettä siirrettäisiin inflaation hidastamisen suuntaan.

Finanssipolitiikalla on tuettu tasapainoa ylläpitämällä huomattavia ylijäämiä ja rahastoimalla suuria tuloja.

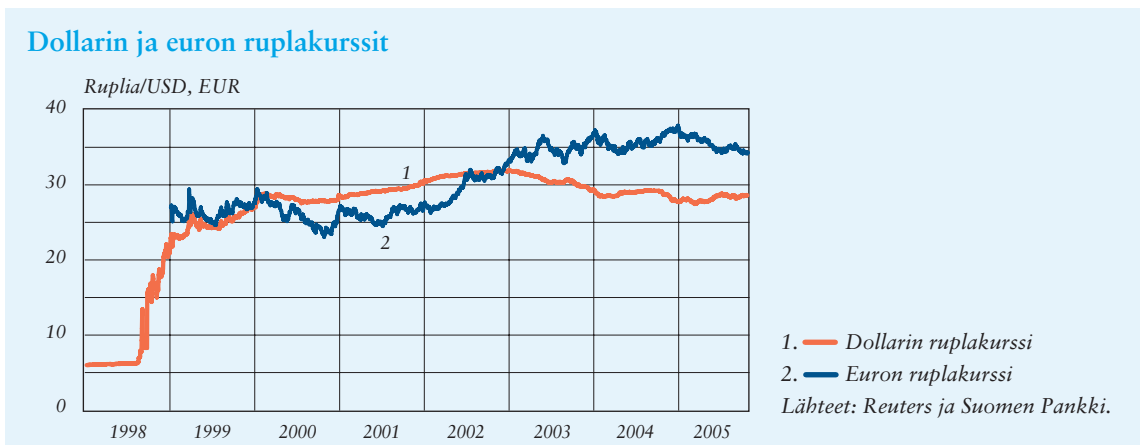
Talouspolitiikka on saavuttanut monta tavoitetta. Vaikka inflaatio on

edelleen nopeahko, ilmeisesti 10–11 % tänä vuonna, se ei näytä estävän rahoitusmarkkinoiden kehittymistä. Hintatason nousu on ennakoitua, ja pankkitoiminnan käynnissä oleva uudistaminen yhdessä vahvasti nousevien pörssikurssien kanssa tukee niin pankkisäästämisen kuin luottokannan kasvua. Valvontaviranomaisen kannalta luottokanta saattaa kasvaa turhankin nopeasti. Luotonottajilla ei juuri ole luottohistoriaa, ja rahalaitosten kyky arvioida riskejä on väistämättä vajavainen. Ongelma- luottojen syntymisen mahdollisuus on olemassa, mutta toisaalta on muistettava, että luottokannan paisuminen on alkanut erittäin alhaiselta tasolta. Venäjän pankkilaitos on edelleen varsin pieni. Pankkitalletusten määrä on vain 12 % bruttokansantuotteesta. Pitkäaikaisten talletusten osuus on kuitenkin kasvanut.

Talouden rahamäärä (M2) on kaikkiaan kasvanut nopeasti, useita kymmeniä prosentteja vuodessa.

Venäjän keskuspankki on pitänyt ruplan nimellisen arvon varsin vakana.

Kuvio 1.



Venäjä ei elä pelkästään energian ja raaka-aineiden viennillä.

Samalla dollarin taannoinen heikkeneminen on johtanut siihen, että säästöjä on siirretty rupliin. Kuluvan vuoden ensimmäisellä neljänneksellä kaikki pankkitalletukset kasvoivat 30 %, mutta ulkomaanvaluutan määräiset vain 20 %. Tämä on ollut erittäin tervetullut ilmiö. Pitkälti dollari-soituneessa maassa taloudenpitäjät reagoivat valuuttakurssien muutoksiin nopeasti. Kun ruplan, samoin kuin muidenkin kehittyvien talouksien valuuttojen, voi odottaa edelleen vahvistuvan, siirtyminen ruplavarantoihin jatkuu. Samalla myös euron asema lujittuu, kun taloudenpitäjät hajauttavat varantojaan.

Ei hollannintautia

Ruplan nopean reaalisen vahvistumisen voisi odottaa vaarantavan muun kuin energian ja raaka-aineiden tuotannon ja johtavan perinteiseen hollannintautiin. Siinähan tyypillisesti vasta löydetystä tai arvoltaan nopeasti nousseista luonnonvaroista aiheutuva vahva vaihtotaseen ylijäämä ajaa kotimaisen valuutan arvon kestävämmän vahvaksi, niin että muun avoimen sektorin kannattavuus romahtaa ja talouden rakenne yksipuolistuu. Tämä johtaa suuriin suhdannevaihteluihin, leveneviin elintasokuiluihin ja työpaikkojen protektionistiseen ylläpitämiseen.

Niin paljon kuin hollannintaudista onkin Venäjällä keskusteltu, se ei ole tosiasiallinen ongelma. Rupla on edelleen aliarvostettu. Tämä on kehittyville talouksille yleinen piirre,

ja Venäjänkin tapauksessa ero käypien valuuttakurssien ja arvioidun ostovoimapariteetin välillä on suuri, noin kolminkertainen. Venäjän viennin rakenne on kyllä yksipuolistunut, mutta kysymyksessä näyttäisi olevan Neuvostoliitolta peritty reaalisesti kilpailukyvyttömyyden ongelma, ei yliarvostettu valuutta. Reaalinen valuuttakurssi on noussut vuoden 1998 kriisiä edeltäneelle, monien liian vahvana pitämälle tasolle, mutta samalla avoimen sektorin tuottavuutta on kohennettu niin, että useimmilla toimialoilla yksikkötyökustannukset eivät ole kohonneet kriisin jälkeen. Tuottavuuden paraneminen on suurelta osin perustunut olemassa olevan tuotantokapasiteetin käyttöasteen nousuun, mutta monet venäläiset yritykset ovat – vakiintuneesta käsituksesta poiketen – tehostaneet tuotantoaan muillakin tavoin ja ottaneet käyttöön erilaisia innovaatioita. Kun peritty tehokkuus on heikko, sen voi odottaa kohentuvan jatkossakin ilman kohtuuttoman suuria kustannuksia. Näin tasapainottuu vahvistuvan reaalisesti valuuttakurssin hintakilpailukykyä rapauttava vaikutus.

Poliittisella ja asiantuntijatasolla ymmärretään täysin välttämätön tarve monipuolistaa tuotantorakennetta. Venäjä ei voi koskaan elää pelkästään energiaa ja raaka-aineita viemällä. Nytkin energiasektori, joka tuottaa neljänneksen bruttokansantuotteesta, työllistää vain prosentin työvoimasta.

Kehikko.

Kuinka suuri on Venäjän energiasektori?

Yllättävää kyllä, Venäjän energiasektorin tosiasiallinen koko on kiistanalainen. Tämä luo epävarmuutta myös hollannintaudista käytävään keskusteluun.

Virallisen tilaston mukaan koko energiasektori tuottaa vajaat 10 % maan kokonaistuotannosta. Toisaalta Maailmanpankki ja eräät koti- ja ulkomaiset tutkijat arvioivat, että osuus olisi 20–25 %. Ero selittyisi ennen muuta sillä, että varsinkin öljy-yritykset ovat minimoineet verojaan siirtohinnoittelulla. Suuri osa energiasektorin tuottamasta arvonnalisästä olisi tilastoitu kauppaan, jota verotetaan kevyemmin kuin energiantuotantoa. Näin syntyisi poikkeuksellisen suuri tilastoharha.

Se, että energiasektori olisi tilastoitua suurempi, ei välttämättä merkitse, että sen osuus kokonaistuotannosta – toisin kuin nettoviennistä – olisi kasvanut. Vaikka öljyn tuotanto on viime vuosina lisääntynyt nopeasti, se on edelleen pienempi kuin huipuissaan vuosina 1987–1988. Maakaasun ja sähkön tuotanto on puolestaan kasvanut hitaasti. Esimerkiksi konepajateollisuudessa on huomattavasti suurempia kasvulukuja.

Monisektorinen talous

Venäjän talouden voi ajatella koostuvan kolmesta sektorista. Yhtäällä on energian ja raaka-aineiden tuotanto, jonka tuotteilla lienee kalliit vientihinnat myös tulevaisuudessa. Kysymys on, kuinka tästä sektorista saadaan irti entistä suurempi arvonnalisä. Eteneminen raaka-aineiden viennistä jalostettujen tuotteiden suuntaan on väistämättä hidasta ja vaatii suuria investointeja. Viimeaikainen poliittinen epävarmuus tällä sektorilla ei palvele suuremman jalostusarvon tavoitetta.

Toisaalla on Neuvostoliitolta peritty teollisuus, jossa auto- ja lentokonetuotannolla on avainasema. Sen tuleva kilpailukyky ja mahdollinen liittyminen kansainvälisiin tuotantoketjuihin ovat suuri kysymys myös

Venäjän useiden noin miljoonan asukkaan teollisuuskaupunkien tulevaisuuden kannalta.

Kolmas sektori koostuu uudesta tuotannosta. Vaikka asia unohdetaan joskus, Venäjä on jo kokenut suuren rakennemuutoksen, kun varsinkin palveluissa mutta osin myös teollisuudessa on syntynyt toimialoja, jotka olivat jokseenkin tai tyystin tuntemattomia Neuvostoliitossa. Esimerkit ulottuvat rahoitussektorista matkatoimistojen kautta oluenpanoon. Ainakin toistaiseksi uusi tuotanto on valtaosin kotimarkkinatoimintaa. Uusia, korkean jalostusasteen teollisia tai palveluihin perustuvia vientituotteita ei ole ilmaantunut merkittävässä määrin. On kuitenkin rohkaisevaa, että kyselytutkimusten mukaan venäläiset pienyritykset katsovat toimin-

Julkisen sektorin budjettilyijäämä on kansainvälisen mittapuun mukaan suuri.

taympäristönsä parantuneen lähes kaikilta ulottuvuuksiltaan ainakin vuoden 2003 lopulle saakka. Pienyrietykset valittavat kireästä verotuksesta ja rahoituksen hankalasta saatavuudesta, siis pohjimmiltaan samoista ongelmista kuin muidenkin maiden yrittäjät. Ne eivät pidä korruptiota tai järjestäytyntä rikollisuutta merkittävänä ongelmina, mutta kokevat sen sijaan viranomaisten mielivaltaisen toiminnan pahaksi pulmaksi. Nähtäväksi jää, onko tähänastisissa tutkimuksissa havaittu myönteinen kehitys jatkunut vai onko Jukos-prosessin kaltainen poliittinen puuttuminen taloudenpitoon levinnyt myös alueille ja pienen mittakaavan tuotantoon.

Paradoksaalista kyllä, viime vuosien kehitys on hyötynyt siitä monessa suhteessa heikosta perinnöstä, jonka 1990-luku jätti jälkeensä. Vaihtotaseen ylijäämän aikaansaama rahan tarjonnan paisuminen on ollut helpompia sulattaa, kun lähtökohtana oli dollarisoitunut, velkaantunut ja vain vähän rahaa käyttävä talous. Nyt ruplien kysyntä on kasvanut, kun varoja on siirretty pois dollareista, maksurästit on enimmäkseen selvitetty ja vaihtokaupasta on siirrytty rahatalouteen. Vaihtokaupan osuus teollisuuden liikevaihdosta oli enimmillään syksyllä 1998 noin 60 % ja on nyt kymmenesosa tästä. Rahoitusjärjestelmän laajetessa ja syventyessä ruplien kysyntä vahvistuu edelleen.

Finanssipolitiikassa on koettu mullistus. Kun budjetin alijäämä vaihteli 1990-luvulla 5–10 prosenttiin

bruttokansantuotteesta, 2000-luvulla on totuttu suuriin ylijäämiin. Tämänvuotinen julkisen sektorin budjettilyijäämä näyttäisi kasvavan 7 prosenttiin bruttokansantuotteesta, mikä on kansainvälisesti tavattoman suuri luku. Venäjä oli jo 1990-luvulla kireän verotuksen maa, mutta sopeutui kriisin jälkeen ensisijaisesti leikkamalla julkisia menoja, jopa kymmenisen prosenttia bruttokansantuotteesta. Tämäkin on kansainvälisesti verrattuna tavattoman raju muutos, varsinkin yhteiskunnassa, jolle on ominaista laaja köyhyys, suuret tuloerot ja monesti rahoitusta vailla olevat julkiset sitoumukset. Budjettisektorin palkkojen ja monien sosiaalisten menojen kasvattaminen vuoden 2006 budjetissa on tätä taustaa vasten vähintäänkin ymmärrettävää eikä näyttäisi vaarantavan kokonaistaloudellista tasapainoa.

”Maa, joka maksaa velkansa”

Ehkä vähimmälle huomiolle jäänyt myönteinen muutos Venäjän taloudessa on velanhoito. Venäjä peri Neuvostoliitolta velan, joka oli pahimmillaan maan valuuttamääräisen bruttokansantuotteen kokoinen. Sen hoito neuvoteltiin kahteen kertaan uudelleen, kun taas itse ottamansa velat Venäjä hoiti aina säntillisesti. Maa, joka oli aikoinaan Kansainvälisen valuuttarahaston suurin velallinen, maksoi jäljellä olleet velkansa tämän vuoden alussa – etuaikaan. Samalla tavalla etuaikaan maksettiin heinäkuussa 2005 Neuvostoliitolta perittyä

ns. Pariisin klubin eli valtiollisten takuulaitosten vastuulla olevaa velkaa. Aikomus on, että Pariisin klubin velan maksamista jatkettaisiin vuonna 2006, kauan ennen sovittua aikamäärää. Jos näin käy, Venäjistä tulee uusi ”maa, joka maksoi velkansa”.

Samalla maan valuuttavaranto on kasvanut maailman viidenneksi suurimmaksi eli 160 miljardiin dollariin oltuaan vielä vuonna 1998 mitätön. Lisäksi ns. vakautusrahastossa lienee vuoden 2005 lopulla noin 50 miljardia dollaria. Valtion rahoitusasema on siis erittäin vahva. Toisaalta on syytä kiinnittää huomiota siihen, että venäläiset pankit ja yritykset ovat kasvattaneet nopeasti kansainvälistä luotonottoaan.

Arvioiden mukaan öljyn hinnan kalleus ja tuotannon lisäys selittäisivät noin puolet Venäjän viime vuosien kasvusta. Toinen puoli selittyisi muilla tekijöillä: vastuullisella talouspolitiikalla, vuoden 1998 ruplan kriisin tuottamalla hintakilpailukyvyllä, 1990-luvun institutionaalisten muutosten kypsymisellä ja toipumisella menneiden vuosien kriiseistä. Viimeksi mainitun tekijän vuoksi lienee väistämätöntä, että tulevien vuosien kasvu jää nyt koettua hitaammaksi. Kun kapasiteetin käyttöönottoon ei enää voi ensisijaisesti nojata, investoinneilla ja uuden tuotannon kehittämisellä täytyy olla etusija. Vaikka investointiaste onkin edelleen kehittyvälle taloudelle alhainen eli suunnilleen sama kuin Suomen investointiaste, se on vakaassa nousussa.

Venäjällä on edessään siirtyminen kapasiteetin käyttöasteen kohottamiseen perustuvasta kasvusta investointiperusteiseen kasvuun. Investointitarpeet ovat kiistatta erittäin suuret, ja laskelmien mukaan investointiasteella on suuri vaikutus kasvunopeuteen. Tuotantokapasiteetti, jonka Venäjä peri, vanheni vaarallisesti jo Neuvostoliiton viimeisinä vuosikymmeninä, ja sama kehitys on jatkunut useimmilla aloilla. Noin puolet teollisista investoinneista on keskittynyt energiasektoriin. Asuminen ja vähittäiskauppa ovat kokeneet vahvan investointien kohe-
nemisen, varsinkin suurimmissa kaupungeissa. Vähälle jääneiden toimialojen joukossa on muun muassa metsätalous, jossa omistusoikeudet on edelleen määritelty huonosti. Myös suuri osa taloudellisesta perusrakenteesta, ehkä erityisesti kunnallistekniikka, on rapautunut. Tilanne on huolestuttava myös monissa osissa inhimillistä pääomaa, kuten kansanterveydessä ja opetuksessa.

Suomen Pankin ja muiden ennusteentekijöiden perusnäkemys on, että Venäjän talous kasvaa seuraavina vuosina 4–5 prosentin vauhtia (kuvio 2). Tämä olisi hitaampaa kasvua kuin Kiinassa ja Intiassa, mutta edelleen selvästi nopeampaa kuin maailmantaloudessa keskimäärin, puhumattakaan suurille Euroopan maille yleisesti ennustetusta kasvusta.

Kun Venäjää pidetään Suomen vientimarkkinana, on laskettava yhteen neljä tekijää. Talouden kasvu on niistä yksi. Samalla venäläisten

*Venäjän talouden
ennustetaan
kasvavan
5 prosentin
vuosivauhtia.*

Perusnäkemys Venäjän talouden kehityksestä on myönteinen, mutta kehitykseen liittyä riskejä.

ulkomaisiin tuotteisiin kohdistuva ostovoima kasvaa ruplan reaalian vahvistumisen myötä, ja halu ostaa ulkomaisia tuotteita todennäköisesti voimistuu keskiluokkaistumisen ja tuotannon nykyaikaistamisen myötä. Oma merkityksensä on silläkin, että meille maantieteellisesti läheiset ja perinteisesti tutut Pietarin ja Moskovan markkinat ympäristöineen kasvavat jatkossakin koko maan keskimäärää nopeammin. Yhdessä nämä tekijät merkitsevät, että suomalaisittain nähty Venäjän markkina kasvaa edelleen jopa runsaat 20 % vuodessa. Tähän asti vientimme on seurannut Venäjän euromääräisen bruttokansantuotteen kasvua (kuvio 3). Tämä voidaan tulkitella niin, että kaksi muuta markkinan kokoon vaikuttavaa tekijää – tuonti-alttiuden lisääntyminen ja Suomea lähellä olevien väestökeskusten keskimäärää nopeampi kasvu – ovat jääneet hyödyntämättä. Myös suomalaisten investoinnit Venäjällä tulevat kasvamaan, kuitenkin lähinnä Venäjän

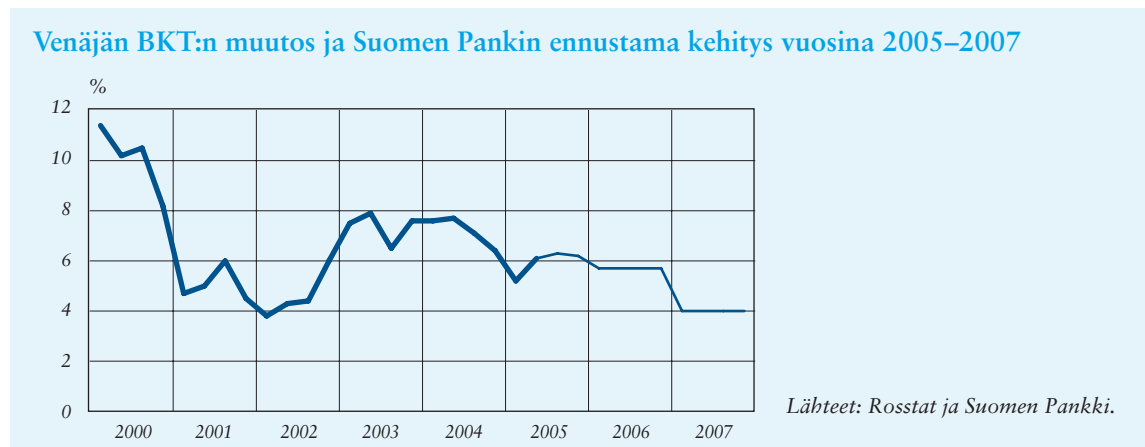
omia markkinoita varten. Elintason nousu – keskimäärin kymmenkunta prosenttia vuodessa – ja ruplan reaalian vahvistuminen merkitsevät, ettei Venäjä kauan ole halpatuotannon maa, vaikka tuottavuuden kohentamiseen onkin suuria mahdollisuuksia.

Tulevaisuuden riskejä

Perusnäkemysten Venäjän taloudesta on siis oltava myönteinen. Talous ei toimi sillä tavoin hyvin, että kansalaisten korkea elintaso olisi turvattu. Se kuitenkin ilmeisesti toimii vuosi vuodelta paremmin niin että kasvu on turvattu, ainakin lähivuosiksi. Kehitykseen liittyy myös riskinsä, joita ei saa unohtaa.

Ellei energian hinta nouse jatkuvasti, kulutuksen ja investointien kasvu merkinnee, että vaihtotaseen ylijäämä sulaa ehkä jo kuluvalla vuosikymmenellä. Tämä asettaa talouspolitiikan, mutta myös keskeiset taloudelliset toimijat, uusien haasteiden eteen.

Kuvio 2.



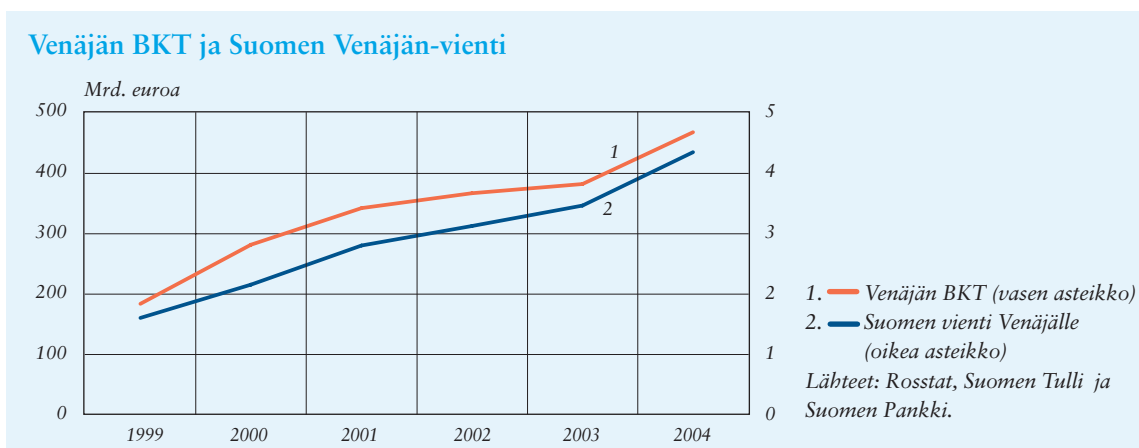
Energian tuotannolla on avainasema lähivuosina. Kun viime vuosi on totuttu öljyn tuotannon noin kymmenen prosentin kasvuun, vuoden 2005 kasvun odotetaan olevan vain pari prosenttia. Tämä voi olla tilapäinen ongelma, joka johtuu Jukos-prosessin luomasta poliittisesta epävarmuudesta tai alalla kohtuuttomaksi kiristyneen verotuksen vaikutuksista. Mutta kyse voi olla myös pitempivaikutteisesta tekijästä. Uusia merkittäviä kenttiä ei ole avattu pariin vuosikymmeneen, ja voi olla, että ainakin ilman erittäin suuria investointeja maa on saavuttamassa tuotantokattonsa. Jos näin olisi, vaikutukset olisivat laajoja. Viime vuosi Venäjä on tuottanut lähes puolet maailman öljyntuotannon lisäyksestä, ja Euroopan unionin energiastrategia perustuu kantaan, että Venäjällä on vahva kyky lisätä niin öljyn kuin kaasunkin vientiään. Samaa uskovat esimerkiksi Kiina ja Japani.

Myös historian perintö on muistettava. Neuvostoliitto jätti Venäjälle sellaisen tuotannon, infrastruktuurin ja sosiaalisten sitoumusten perinnön, jota tämä ei ole pystynyt ylläpitämään. Yhteiskunnassa on suuri joukko hitaita, pitkävaikutteisia ja hankalasti takaisin käännettäviä rappeutumisprosesseja, jotka saattavat aiheuttaa nopeitakin katkoksia toimintaan. Yksi esimerkki on se, ettei venäläismiesten odotettavissa oleva elinikä ole pidentynyt keskimääräisen elintason kohentumisesta huolimatta. Tämä voi kuvata kasvun hedelmien epätasaista jakaumaa, mutta myös joitain syviä kulttuurisia piirteitä.

On myös muistettava, että Venäjä on väestömäärältään supistuva maa. Huolimatta venäjänkielisen väestön palaamisesta maan väkiluku on supistunut lähes miljoonalla hengellä vuodessa. Äärialueiden väkiluku on supistunut, joissain tapauksissa jopa alle puoleen Neuvostoliiton

Energian tuotanto on Venäjän talouskehityksen kannalta avainasemassa lähivuosina.

Kuvio 3.



aikaisesta. Viidentoista vuoden kuluttua 18-vuotiaiden ikäluokkien koko on alle puolet viimeaikaisesta. Muutaman vuosikymmenen aikana väestön määrä voi supistua jopa kymmenillä prosenteilla. Tällaista ei ole koskaan nähty kehittyneissä yhteiskunnissa, emmekä siksi tiedä, kuinka sopeutuminen kävisi. Tilannetta ei tee helpommaksi se, että Venäjän lisäksi monet muut Euroopan valtiot kohtaavat saman ongelman, vaikkakin vaihtelevassa määrin.

Asiasanat: Venäjän taloudellinen kehitys ja talouspolitiikka, suomalais-venäläiset taloussuhteet, energiapolitiikka

Uudet ERM II -maat ja talous- ja rahaliitto

Valuuttakurssimekanismi ERM II tarjoaa euroalueeseen kuuluville EU:n jäsenmaille mahdollisuuden kytkeä rahansa euroon.

ERM II -jäsenyys on osa lähentymistä, jonka lopullisena päämääränä on liittyminen talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen ja kansallisen rahan korvaaminen yhteisellä rahalla, eurolla.

Tšekki, Viro, Kypros, Latvia, Liettua, Unkari, Malta, Puola, Slovenia ja Slovakia liittyivät Euroopan unioniin (EU) toukokuun 2004 alussa. Näistä maista seitsemän on liittynyt valuuttakurssimekanismi ERM II:een. Viro, Liettua ja Slovenia liittyivät valuuttakurssimekanismiin jo parin kuukauden kuluttua EU-jäsenyyden alkamisesta. Latvia, Malta ja Kypros taas liittyivät valuuttakurssimekanismiin toukokuun 2005 alussa. Slovakia puolestaan liittyi valuuttakurssimekanismiin marraskuun 2005 lopussa.¹ Vanhoista jäsenmaista valuuttakurssimekanismiin kuuluu ainoastaan Tanska.

Uusien ERM II -maiden eli Kyproksen, Latvian, Liettuan, Maltan, Viron ja Slovenian talouskehitys on ollut viime aikoina varsin suotuisaa. Kokonaistuotannon kasvu on ollut erittäin nopeata, ja sitä on tukenut työn tuottavuuden voimakas kasvu. Siirtymäajan alun nopeasta

¹ Slovakian liittyessä valuuttakurssimekanismi ERM II:een tämä artikkeli oli jo painovaiheessa. Tästä syystä artikkelissa tarkastellaan vain kuuden valuuttakurssimekanismiin jo aiemmin liittyneen maan, eli Viron, Liettuan, Slovenian, Latvian, Maltan ja Kyproksen taloutta ja rahapolitiikkaa.

hintojen noususta päästiin eroon melko nopeasti, ja viime vuosien inflaatio on ollut useimmissa maissa varsin maltillista. Viime aikoina inflaatio on tosin nopeutunut osin energian hinnan voimakkaan nousun seurauksena. Julkisen sektorin alijäämä on useimmissa uusissa ERM II -maissa kohtuullinen. Myös julkisen sektorin velkatilanne on selvästi parempi kuin useimmissa euromaissa lukuun ottamatta Maltaa ja Kyprosta.

Uusista ERM II -maista Viro ja Malta ovat ilmoittaneet haluavansa liittyä euroalueeseen niin pian kuin mahdollista eli heti, kun liittymisedellytykset täyttyvät. Kypros ja Slovenia ovat ilmaisseet halunsa ottaa euro käyttöön vuonna 2007 ja Latvia vuonna 2008. Liettua ei ole ilmoittanut mitään tavoitteellista ajankohtaa euron käyttöönotolle. Edellytyksenä rahaliittoon liittymiselle on ns. Maastrichtin lähentymiskriteerien täyttäminen. Nämä kriteerit liittyvät inflaatiiovauhtiin, julkisen talouden rahoitusjäämään ja velkaantumiseen, valuutan ulkoiseen arvoon sekä korkotasoon. Inflaatorajoite on EU:n kolmen inflaatioltaan hitaimman maan hintojen nousuvauhdin keskiarvo lisättyä 1,5 prosenttiyksiköllä. Julkisen sektorin budjettialijäämärajoite on 3 % kokonaistuotannosta. Lisäksi julkisen sektorin bruttovelka ei saa ylittää 60:tä prosenttia kokonaistuotannosta, tai sen on lähestyttävä tätä rajaa riittävän nopeasti. Pitkän koron ehto on EU:n kolmen inflaatioltaan hitaimman maan pit-



*Harri Lahdenperä
toimistopäällikkö
pankkitoimintaosasto*



*Ilmo Pyyhtiä
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*

Nopean kasvun ansiosta työttömyysaste on hitaasti alenemassa kaikissa ERM II -maissa.

kän koron keskiarvo lisättyä 2 prosenttiyksiköllä. Valuutan ulkoista arvoa koskeva kriteeri on vähintään kahden vuoden menestyksekkäs osallistuminen valuuttakurssimekanismissa ERM II:een. ”Menestyksekkäs” tarkoittaa, että maan valuuttakurssi suhteessa euroon on pysynyt vaihteluvälissä $\pm 15\%$ ilman merkittäviä paineita.

Tällä hetkellä yksikään uusista ERM II -maista ei täytä rahaliittoon pääsyn ehtoja, sillä mikään niistä ei ole vielä ollut kahta vuotta valuuttakurssimekanismin jäsenenä. Liettua ja Slovenia täyttävät muut rahaliittoon liittymisen ehdot eli inflaatioehdon, budjettialijäämärajoitteen, julkisen velan määrän rajoitteen ja korkoehdon. Virolla ja Latviassa on liian nopea vuodentakainen inflaatio. Maltaan ja Kyproksen julkisen sektorin budjettialijäämä ja velka ovat komission uusimman ennusteen mukaan tänä vuonna liian suuret.

Reaalitaloudellinen kehitys

Kasvu, työllisyys, tuottavuus

Kokonaistuotanto on jo pitkään kasvanut nopeasti kaikissa muissa uusissa ERM II -maissa paitsi Maltassa ja Kyproksessa. Näiden maiden ei ole tarvinnut kokea siirtymistä suunnitelmataloudesta markkinatalouteen, ja ne ovat olleet selvästi vauraampia kuin uudet EU-maat keskimäärin. Entisissä sosialistisissa maissa sen sijaan tuotannon nopea kasvu on perustunut uusien investointien aikaansaamaan tuottavuuden kohe-

nemiseen. Investoinnit ovat pitkälti olleet seurausta näihin maihin tehdyistä mittavista suorista sijoituksista. Kehitys on myös merkinnyt huomattavaa tuotantorakenteen muutosta lähemmäksi euroalueen rakennetta.² Tuotantorakenteen lähentymisestä huolimatta useimpiin uusiin jäsenmaihin voi kuitenkin kohdistua vielä epäsymmetrisiä häiriöitä suuremmassa määrin kuin nykyisiin euromaihin.³

Työttömyysaste on suurimmassa osassa uusista ERM II -maista alhaisempi kuin euromaissa lukuun ottamatta Latviaa ja Liettuaa, joissa työttömyysaste on samalla tasolla kuin suurissa euromaissa. Nopean kasvun ansiosta työttömyysaste on hitaasti alenemassa kaikissa ERM II -maissa. Työmarkkinat ovat kaikissa ERM II -maissa muuttuneet voimakkaasti keskitetystä järjestelmästä on siirrytty markkinaehtoisempaan suuntaan. Voidaankin sanoa, että näiden maiden työmarkkinat ovat jo tällä hetkellä joustavammat kuin euromaiden.⁴ Tätä osoittaa myös se, että palkat sovitaan näissä maissa yleensä yrityskohtaisesti ja että palkkojen nousu korreloi paikallisesti tuottavuuden kanssa.⁵

Inflaatio, yksikkötyökustannukset, kilpailukyky

Inflaatiovauhti hidastui selkeästi kaikissa ERM II -maissa 2000-luvun alkuvuosina. EU:hun liittymisen edel-

² Von Hagen, J. – Traistaru, J. (2005).

³ Angeloni, I. – Flad, M. – Mongelli, F. P. (2005).

⁴ Angeloni, I. – Flad, M. – Mongelli, F. P. (2005).

⁵ Von Hagen, J. – Traistaru, J. (2005).

lyttämät säännöstelyn poistamistoimet ovat kuitenkin kiihdyttäneet inflaatiota joissakin ERM II -maissa, kun säännöstellyt hinnat ovat muuttuneet markkinaehtoisiksi. Myös öljyn hinnan nousu on aiheuttanut inflaatiopaineita. Inflaation kiihtymisen arvioidaan kuitenkin olevan tilapäistä ja johtuvan siirtymävaiheesta. Hintojen nousu on nopeutunut etenkin Virossa, Latviassa ja Maltassa. Viron inflaatiouahti on viime aikoina ollut liki 5 %, ja Latviassa kuluttajahintojen vuotuinen nousuvahti on viime kuukausina ollut vieläkin nopeampaa.

Myös työvoimakustannusten nousu on ollut nopeata Baltian maissa viime vuosina. Tuottavuuden erittäin ripeä paraneminen on kuitenkin kompensoinut työvoimakustannusten kohoamista, ja yksikkötyökustannukset ovat nousseet jopa hitaammin kuin kilpailijamaissa. Kaikki ERM II -maat ovat edelleen hyvin kilpailukykyisiä vientimarkkinoilla. Tämä on itse asiassa hintojen ja palkkojen sopeutumisen ja ns. Balassan – Samuelsonin ilmiön mukaista. Suljetun sektorin hinnat voivat kohota nopeasti, kun palkkakehitys seuraa avoimen sektorin muita sektoreita nopeampaa palkkojen nousua. Tämän seurauksena yleinen hintakehitys nopeutuu ja reaalin valuuttakurssi vahvistuu. Tämä antaa kuitenkin virheellisen kuvan kilpailukyvyn kehityksestä, koska avoimen sektorin hintataso ei ole kohonnut tuottavuuden nopean nousun vuoksi.

Ulkomaankauppa

Ulkomaankaupan kasvu on ollut erittäin voimakasta sen jälkeen, kun kauppa vapautui EU:n ja uusien jäsenmaiden välillä 1990-luvulla. Sekä vienti että tuonti ovat kasvaneet voimakkaasti. Ulkomaankaupan suunta on muuttunut entisistä sosialistisista maista EU-maiden suuntaan. ERM II -maat ovatkin nyt melko hyvin integroituneita EU-maihin, ja EU-maiden osuus niiden viennistä on samaa luokkaa kuin vanhoissakin jäsenmaissa. Esimerkiksi Viron viennistä yli 60 % menee muihin EU-maihin.

Lähes kaikille uusille ERM II -maille on tyypillistä suuri kauppa- ja vaihtotaseen alijäämä. Tavarakaupan vajetta ovat ylläpitäneet rajojen avautumisen nostamat tuontipaineet – erityisesti voimakkaan investointiaallon ylläpitämä investointitavaroiden tuonti. Vaihtotaseen vaje on viime vuosiin saakka rahoitettu pääosin suorilla sijoituksilla.

Budjettivajeet ja julkinen velka

Julkisen sektorin budjettialijäämät ovat suhteellisen pieniä, alle 3 % kokonaistuotannosta, kaikissa muissa ERM II -maissa paitsi Maltassa ja Kyproksessa. Baltian maissa budjettialijäämät ovat suhteellisen vähäiset, mutta Kyproksen ja Maltaan alijäämät ovat viime vuosina olleet verraten suuret. Kypros ja Malta ovat kuitenkin pystyneet lievästi tasapainottamaan budjettejaan viime aikoina. Vain Maltaan budjettialijäämä näyttää kuitenkin tänä vuonna edelleen ylittä-

Suuri kauppa- ja vaihtotaseen alijäämä on tyypillistä lähes kaikille uusille ERM II -maille.

Taulukko 1.

Uusien ERM II -maiden makrotaloudellisia tunnuslukuja

	BKT, prosenttimuutos	Työn tuotavuus, prosenttimuutos	Työttömyys- aste, %	Inflaatio*, %	Julkisen sektorin rahoitusjäämä, % BKT:stä	Julkisen sektorin bruttovelka, % BKT:stä	Vaibtotase, % BKT:stä
Kypros							
2000	5,1	2,6	5,2	4,9	-2,4	61,6	5,3
2001	4,1	1,9	4,4	2,0	-2,3	61,9	-3,3
2002	2,1	1,0	3,9	2,8	-4,5	65,2	-4,5
2003	1,9	0,9	4,5	4,0	-6,3	69,8	-3,0
2004	3,8	2,2	5,2	1,9	-4,1	72,0	-5,7
2005	3,9	2,3	4,9	2,3	-2,8	70,4	-5,8
Latvia							
2000	6,9	10,1	13,7	2,6	-2,8	12,9	-4,6
2001	8,0	5,7	12,9	2,5	-2,1	15,0	-7,6
2002	6,4	4,8	12,6	2,0	-2,3	14,2	-6,7
2003	7,2	5,4	10,4	2,9	-1,2	14,6	-8,2
2004	8,3	7,1	9,8	6,2	-0,9	14,7	-12,6
2005	9,1	8,1	9,7	6,8	-1,2	12,8	-11,1
Liettua							
2000	4,7	8,3	16,3	0,9	-2,5	23,8	-5,9
2001	7,2	10,8	16,4	1,3	-2,0	22,9	-4,9
2002	6,8	2,6	13,5	0,4	-1,4	22,4	-5,3
2003	10,5	8,0	12,7	-1,1	-1,2	21,4	-6,9
2004	7,0	7,1	10,9	1,1	-1,4	19,6	-8,0
2005	7,0	5,3	9,0	2,6	-2,0	20,7	-7,4
Malta							
2000	10,1	4,0	6,7	3,0	-6,2	56,4	-12,6
2001	0,2	-1,8	7,6	2,5	-6,6	63,5	-4,3
2002	0,8	1,4	7,7	2,6	-5,8	63,2	0,3
2003	-1,9	-1,2	8,0	1,9	-10,4	72,8	-5,8
2004	0,4	-1,0	7,6	2,7	-5,1	75,9	-10,5
2005	0,8	0,2	7,2	3,1	-4,2	77,2	-6,7
Slovenia							
2000	3,9	0,7	6,6	8,9	-3,5	27,4	-2,8
2001	2,7	2,2	5,8	8,6	-3,9	28,4	0,2
2002	3,5	1,9	6,1	7,5	-2,7	29,8	1,5
2003	2,7	2,9	6,5	5,7	-2,7	29,4	-0,3
2004	4,2	3,7	6,0	3,6	-2,1	29,8	-2,0
2005	3,8	3,5	5,8	2,6	-1,7	29,3	-1,6
Viro							
2000	7,9	11,0	12,4	3,9	-0,6	4,7	-5,5
2001	6,5	5,6	11,8	5,6	0,3	4,7	-5,6
2002	7,2	5,6	9,5	3,6	1,5	5,8	-10,2
2003	6,7	5,8	10,2	1,4	2,6	6,0	-12,0
2004	7,8	7,7	9,2	3,0	1,7	5,5	-12,7
2005	8,4	7,9	7,2	4,1	1,1	5,1	-9,9

* Yhdenmukaistettujen kuluttajahintojen vuosimuutos.
Taulukossa vuoden 2005 luvut ovat Euroopan komission syksyn ennusteen mukaisia.
Lähteet: Suomen Pankki ja Euroopan komissio.

vän 3 prosentin alijäämärajan. Myös julkinen bruttovelka on pieni muissa ERM II -maissa paitsi Maltassa ja Kyproksessa, joiden bruttovelka on tänä vuonna yli 70 % kokonaistuotannosta.

Yleisesti ottaen EU:hun liittymisen lyhyen aikavälin budjettivaikutukset ovat negatiivisia, arvioiden mukaan 1–5 % yhden vuoden kokonaistuotannosta. Keskipitkällä aikavälillä vaikutusten arvioidaan olevan positiivisia.⁶ Vaikka uudet jäsenmaat saavatkin EU:lta tulonsiirtoja erilaisiin hankkeisiin, niiden täytyy toisaalta myös rahoittaa EU:n projekteja, ja EU:n säännösten toteuttaminen lisää alkuvaiheessa valtion menoja.

EU:n uudet jäsenmaat saavat huomattavia tulonsiirtoja EU:n budjetista. Vuoden 2006 loppuun mennessä ne saavat 40 mrd. euroa rakennetukena, maataloustukena ja hallinnon uudistustukena. Tuet jaetaan käänteisessä suhteessa kokonaistuotannon suuruuteen nähden. Arvonlisäveron yhdenmukaistuksesta tulee lisätuloa hallituksille noin 0,5 % kokonaistuotannosta. Toisaalta hallitukset menettävät saman verran tullimaksujen alennuksessa. Lisätuloja tulee myös tuloverotuksesta, kun kokonaistuotannon kasvuvauhti kiihtyy EU-jäsenyyden ansiosta. Riskitekijöitä uusien maiden budjetin tasapainottamisessa ovat eläkejärjestelmän uudistustarpeet ja tulonsiirtojärjestelmän uudistaminen. Varsinkin

työttömyys- ja sosiaaliturvajärjestelmän kehittäminen tulee luomaan menopaineita valtiontalouteen.⁷

Uudet ERM II -maat ovat uudistaneet eläkejärjestelmänsä samoista syistä kuin euromaatkin eli lähinnä väestön ikääntymisen ja vanhan järjestelmän kalleuden takia. Useimmat maat ovat muuttaneet eläkejärjestelmänsä parametrejä siinä tarkoituksessa, että maksettavat eläkkeet kytkettäisiin aiempaa paremmin eläkemaksuihin. Toimenpiteet merkitsevät eläkkeiden leikkauksia, eläkeiän nostoa ja eläkemaksujen korotuksia. Järjestelmät ovat yleensä kolmipilarisia. Ensimmäinen pilari koostuu jakojärjestelmästä, toinen muodostuu pakollisesta täysin rahastoidusta maksuprusteisesta osasta ja kolmas vapaaehtoisesta osasta, jonka maksuista saa verohelpotuksia. Eläkemaksut ovat näissä maissa yleensä suhteellisesti suurempia ja eläkkeet pienempiä kuin euromaissa. Syynä tähän on monien maiden alhainen työllisyysaste, kun naisten työhön osallistumisaste on alhainen.

Valuuttakurssipolitiikka

Valuuttakurssimekanismi ERM II, joka tarjoaa euroalueeseen kuulumatomille EU-maille mahdollisuuden kytkeä valuuttansa euroon, otettiin käyttöön rahaliiton alkaessa 1.1.1999. Se korvasi talous- ja rahaliiton aiemmissa vaiheissa käytössä olleen Euroopan valuuttajärjestelmän

EU:n uudet jäsenmaat saavat huomattavia tulonsiirtoja EU:n budjetista.

⁶ Wagner, H. (2004).

⁷ Wagner, H. (2005).

Päämääränä on liittyä euroalueeseen ja ottaa käyttöön yhteinen raha, euro.

(EMS) ja siihen sisältyneen valuuttakurssimekanismin. Valuuttakurssimekanismiin liitytään hakemuksesta. Jäsenyydestä päättävät Euroopan keskuspankki, euroalueeseen ja ERM II -järjestelmään jo kuuluvien maiden sekä hakijamaan hallitukset yhteisesti. ERM II:een osallistuvan jäsenmaan valuutalle sovitaan keskuskurssi suhteessa euroon. Keskuskurssi on kiinteä, mutta sitä voidaan muuttaa yhteisesti sopien. Valuuttakurssi voi vaihdella vaihteluvälin mukaisesti keskuskurssin molemmin puolin. Järjestelmän normaali vaihteluväli on $\pm 15\%$, mutta tapauskohtaisesti voidaan sopia kapeammastakin vaihteluvälistä. Tällainen yhteisesti sovittu kapeampi vaihteluväli, $\pm 2,25\%$, on tällä hetkellä vain Tanskan kruunulla. Vaihteluvälin rajoilla EKP, euroalueen kansalliset keskuspankit ja järjestelmään osallistuvan maan kansallinen keskuspankki tukevat valuuttakurssia interventioilla automaattisesti ja rajoittamattomasti. EKP:n neuvosto voi kuitenkin keskeyttää interventiot eurojärjestelmän⁸ osalta, jos ne ovat ristiriidassa EKP:n päätavoitteen eli hintavakauden kanssa.

Uusien maiden ERM II -jäsenyys on osa lähentymistä, jonka lopullisena päämääränä on liittyä euroalueeseen ja ottaa kansallisen valuutan sijasta käyttöön yhteinen raha, euro. Tästä näkökulmasta ei olekaan yllättävää, että ERM II:een jo liittyneiden

uusien EU-jäsenvaltioiden viralliseksi politiikkatavoitteeksi on muodostunut suhteellisen lyhyt, reilun kahden vuoden mukanaolo valuuttakurssimekanismissa ennen euroalueeseen liittymistä. Sopimuksen mukaan kaikki uudet ERM II -maat ovat mukana valuuttakurssimekanismissa normaalilla $\pm 15\%$ prosenttien vaihteluvälillä. Käytännössä ne ovat kuitenkin omaksuneet politiikan, jossa valuutta pidetään paljon tiiviimmin euroon kytkettynä kuin ERM II -jäsenyys sinänsä velvoittaisi (kuvio 1). Tämä on pitkälti jatkumoa jo ennen ERM II -jäsenyyttä harjoitetusta valuuttakurssipolitiikasta, sillä uusista EU-jäsenmaista valuuttakurssimekanismiin ovat ensimmäisinä liittyneet ne maat, joiden valuuttakurssit ovat jo pitkään olleet kaikkein vakaimpia suhteessa euroon.

Viro on varsin menestyksekkäästi soveltanut ns. valuuttakatejärjestelmää vuodesta 1992 alkaen. Siinä Viron kruunu on sidottu ilman vaihteluväliä euroon (ennen euroaikaa Saksan markkaan), ja maan keskuspankin liikkeeseen laskema perusraha, eli setelistön ja pankkien keskuspankkitalletusten yhteismäärä, on aina täysimääräisesti katettu keskuspankin varannossaan pitämällä ulkomaisella valuutalla eli käytännössä euromääräisillä saamisilla. Liettua taas siirtyi kiinteän eurokurssin politiikkaan helmikuussa 2002, jolloin liti kiinnitettiin Yhdysvaltain dollarin sijasta euroon. Tätä kytkentää vahvistettiin entisestään alkuvuonna 2004, jolloin myös Liettua siirtyi

⁸ Eurojärjestelmän muodostavat Euroopan keskuspankki ja niiden Euroopan unionin jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, jotka ovat ottaneet yhteisen rahan käyttöön Euroopan yhteisön perustamis-sopimuksen mukaisesti.

valuuttakatejärjestelmään. Valuuttakatejärjestelmässä sekä Viron että Liettuan keskuspankki ylläpitää ns. valuuttavaihtoikkunaa, jossa pankit voivat ostaa ja myydä euroja rajoittamattomasti maan omaa valuuttaa vastaan. Slovenia, jonka raha tolar heikentyi trendinomaisesti ennen ERM II -järjestelmään liittymistä, ei ole virallisesti sitoutunut ERM II:n +/-15:tä prosenttia kapeampaan vaihteluväliin. Tosiasiallisesti myös Slovenian keskuspankki on kuitenkin pitänyt tolarin kurssin lähellä keskuskurssia toukokuusta 2004 alkaen.

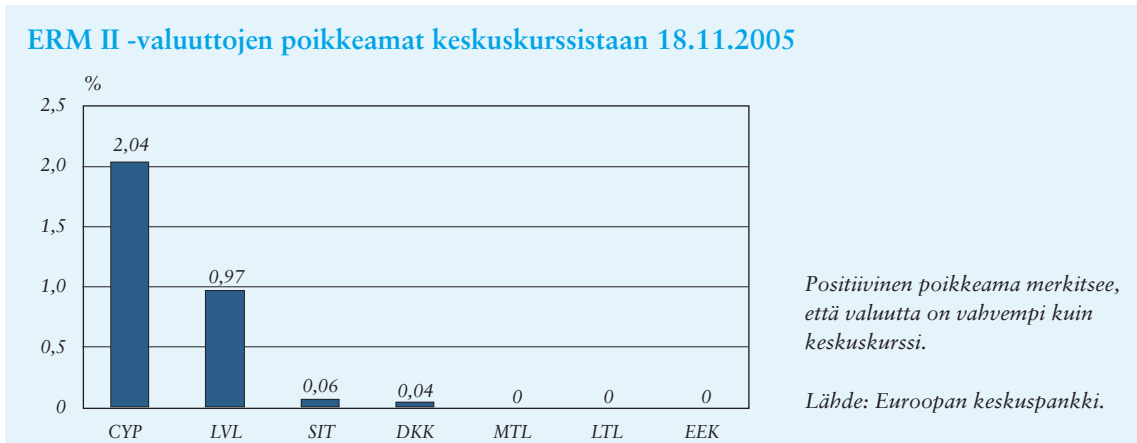
Muista ERM II:een liittyneistä maista Malta on omaksunut valuuttapolitiikan, joka monilta osin muistuttaa valuuttakatejärjestelmää. Ennen ERM II -kytkentää Maltalla oli käytössä valuuttakorijärjestelmä, jossa euron osuus asteittain kasvatettiin 70 prosenttiin korista. Kun Malta liittyi valuuttakurssimekanismiin maan viranomaiset julkistivat yksipuolisen sitoumuksen pitää Maltan liira kes-

kuskurssissaan suhteessa euroon.

Lisäksi määräysten mukaan Maltan keskuspankin valuuttavarannon täytyy olla vähintään 60 % keskuspankin liikkeeseen laskemasta perusrahasta.

Latvian lati sidottiin tammikuun 1. päivänä 2005 euroon aiemman SDR:n asemasta +/-1 prosentin vaihteluvälillä. Kun Latvia sitten liittyi valuuttakurssimekanismiin neljä kuukautta myöhemmin, Latvian viranomaiset ilmoittivat jatkavansa yksipuolisesti sitoumustaan tähän kapeaan +/-1 prosentin vaihteluväliin keskuskurssiin nähden. Tähän asti lati on pysynyt hyvin lähellä tämän vaihtelualueen alarajaa, eli se on ollut vajaan prosenttiyksikön ERM II -keskuskurssia vahvempi. Kyproksen punnalle puolestaan on määritelty keskuskurssi suhteessa euroon (ecuun ennen euron syntyä) jo vuodesta 1992 lähtien. Virallinen vaihteluväli on vuodesta 2001 lähtien ollut laaja (+/-15 %), mutta käytännössä kes-

Kuvio 1.



Valuuttakurssin vakaus suhteessa euroon on ensisijainen tavoite.

keskuspankki on pitänyt valuuttakurssin vaihtelut kapeammassa putkessa ($\pm 2 \frac{1}{4} \%$). ERM II -jäsenyyden aikana keskuspankki on selvästi jatkanut aiempaa politiikkaa ja rajoittanut punnan liikkeet kapeamman vaihtelualan sisälle.

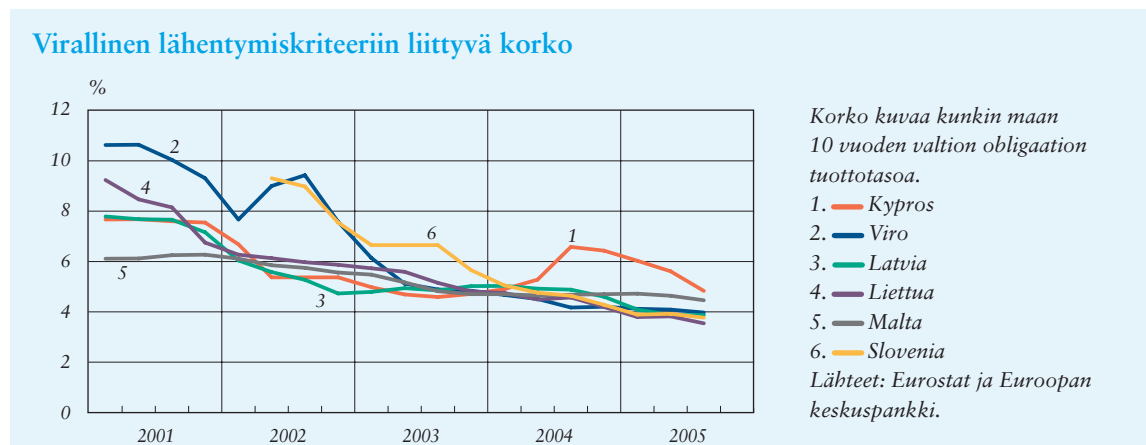
Korkopolitiikka ja pitkien korkojen lähentyminen

Kaikissa uusissa ERM II -maissa valuuttakurssin vakaus suhteessa euroon on asetettu ensisijaiseksi rahoituksen ohjenuoraksi. Vapaiden pääomanliikkeiden oloissa tämä merkitsee sitä, että lyhyiden ja aivan erityisesti pitkien korkojen taso määräytyy vastaavien eurokorkojen pohjalta lisätyn riskipreemiolla, joka heijastelee sijoittajien luottamusta maassa harjoitettuun talouspolitiikkaan, sekä markkinoiden uskoa siihen, että maa liittyy lähivuosina euroalueeseen ERM II -keskuskurssilla. Lisäksi erityisesti pitkien korkojen korkoeroa kasvattaa likviditeettipremio, sillä

uusien ERM II -maiden joukkovelkakirjamarkkinat ovat viime vuosien nopeasta kehityksestä huolimatta epälikvidimpiä kuin laajat eurokorkomarkkinat. Tämä johtuu sekä maiden pienuudesta että julkisen velan vähäisyydestä: liikkeessä ei ole suuria lainaeriä, joille muodostuisi hyvin likvidit jälkimarkkinat. Esimerkiksi Virossa ei ole valtionvelkaa juuri lainkaan, mistä syystä siellä ei ole valtion-obligaatioitakaan.

Viime vuosien korkokehityksen yleispiirre uusissa ERM II -maissa onkin ollut korkojen huomattava lasku ja lähentyminen kohti euroalueen korkotasoa (kuvio 2). Tämä kehitys oli erityisen voimakasta vuosina 2001 ja 2002, jolloin nykyisten ERM II -maiden lyhyet ja pitkät korot putosivat jopa prosenttiyksiköjä lähemmäksi euroalueen korkotasoa. Tämä kehitys johtui lähinnä inflaatiopaineiden vähäisyydestä, EU:hun ja euroalueeseen osallistumista koskevista markkinoiden odotuksista sekä raha-

Kuvio 2.



politiikan uskottavuuden paranemisesta. Vaikka lähentyminen on yleisesti ottaen jatkunut myös tämän jälkeen, kehitys on vuodesta 2003 alkaen ollut selvästi epäyhtenäisempää, ja joidenkin maiden korot ovat ajoittain myös hieman loitonneet euroalueen korkotasosta.

Lähimpänä euroalueen korkotasoa ovat valuuttakatemaat Viro ja Liettua. Niiden rahamarkkinakorot ovat vain pari prosenttiyksikön kymmenystä eurokorkojen yläpuolella, eivätkä niiden pitkätkään korot merkittävästi poikkea eurokorkojen tasosta.⁹ Valuuttakatejärjestelmän takia näillä mailla ei ole lainkaan omaa korkopolitiikkaa, vaan niiden rahamarkkinakorot seuraavat tiiviisti eurokorkojen liikkeitä. Latviassa korkojen lasku pysähtyi väliaikaisesti vuonna 2004, jolloin Latvian keskuspankki nosti ohjauskorkoaan kahteen otteeseen 3,00 prosentista 4,00 prosenttiin hillitäkseen kiihtyvää inflaatiota ja luotonannon kasvua. Tämän vuoden keväällä, kun latin kytkentä euroon tiivistyi, korot lähtivät uudelleen voimakkaaseen laskuun ja lähenevät merkittävästi eurokorkoja. Kolmen kuukauden korkojen ero eurotasoon on kaventunut jo runsaaseen ½ prosenttiyksikköön, vaikka keskuspankki on pitänyt ohjauskorkonsa 4,00 prosentissa. Kun korkopolitiikan liikkumavara on tiiviin valuuttakurssiyhteyden johdosta entisestään

⁹ Virossa ei ole toimivia pitkien joukkolainojen markkinoita, joten tämä arvio on tehty muiden pitkäaikaisten rahoitussitoumusten korkojen perusteella.

kaventunut, keskuspankki nosti elokuussa 2005 pankkien vähimmäisvarantovelvoitteen 4 prosentista 6 prosenttiin. Tällä toimenpiteellä keskuspankki pyrkii hillitsemään pankkien luotonannon kasvua, joka on ruokkinut mm. kiinteistöjen hintojen voimakasta nousua ja edesauttanut inflaation kiihtymistä.

Sloveniassa keskuspankki on inflaatiopaineiden ja pankkien luotonannon hillitsemiseksi pitänyt lyhyitä korkoja merkittävästi eurotasoa korkeammalla. Keskuspankin liikkeeseen laskemien 60 päivän velkasitoumusten korko on pidetty 4 prosentissa kesäkuusta 2004 lähtien. Korkeus pienenee kuitenkin sitä mukaa, mitä pitempiin lainoihin mennään. Valtion 10 vuoden lainoissa ero eurokorkoihin on enää muutaman kymmenyksen luokkaa. Kypros ja Malta taas eroavat muista ERM II -maista siinä mielessä, että niissä lyhyiden korkojen lisäksi myös pitkät korot ovat merkittävästi euroalueen korkoja korkeammalla. Molemmissa maissa keskuspankkikorko on tällä hetkellä 3,25 prosentissa, ja 10 vuoden valtionlainojen korko yli 4 prosentin. Kyproksen ja Maltaan pitkiä korkoja nostaa näiden maiden julkisen talouden heikompi tila ja valtionvelan suuruus.

Pääomanliikkeet ja rahataloudellinen tasapaino

Kuten jo todettiin, Baltian maat, Kypros ja Malta ovat kärsineet jatkuvista, suurista vaihtotaseen vajeista.

Viime vuosien korkokehitys on ollut epäyhtenäisempää kuin aiemmin.

Kaikilla ERM II -mailla on suhteellisesti varsin suuret valuuttavarannot.

Erityisen suuria vaihtotaseen alijäämät ovat olleet Virossa ja Latviassa. Näissä maissa alijäämät kasvoivat lähelle 10:tä prosenttia BKT:stä keskimäärin vuosina 2000–2004 (taulukko 2), eikä selviä merkkejä alijäämän merkittävästä supistumisesta ole vielä nähtävissä. Talouden nopean kasvun ansiosta näinkään suuret vaihtotasealijäämät eivät kuitenkaan ole kumuloineet kovin mittaavaa ulkomaista velkaantuneisuutta suhteessa BKT:hen tai vientituloihin. Vientituloihin suhteutettuna vain Latvian ulkomainen velkarasitus on kansainvälisesti verrattuna suurehko. Ulkoisen rahoitusaseman kestävyyttä arvioitaessa on myös syytä ottaa huomioon, että kaikilla ERM II -mailla on suhteellisesti varsin suuret valuuttavarannot. Esimerkiksi Baltian maille valuuttavarannot ovat nykyisellään 12–15 % BKT:stä, kun esimerkiksi Suomen Pankin valuuttavaranto oli noin 7 % BKT:stä Suomen liittyessä euroalueeseen vuoden 1999 alussa.

Vaihtotaseen suurten alijäämien rahoittamiseen ei ole toistaiseksi liit-

tynyt ongelmia, vaan pääoman tuonti on päinvastoin jatkuvasti ylittänyt vaihtotaseen alijäämän. Kehitystä on edesauttanut integroituminen Euroopan unioniin. Se on avannut uusille jäsenmaille pääsyn laajoille ja erittäin likvideille pääomamarkkinoille. Samalla ulkomaisten sijoittajien vaatima riskipremio on pienentynyt ja ulkomaisen rahoituksen saatavuus on parantunut. Jatkuvat suuret vaihtotasealijäämät nostavat kuitenkin esiin kysymyksen rahoitusaseman kestävydestä. Siihen vaikuttaa muun muassa se, minkätyyppisellä pääomalla alijäämiä rahoitetaan, sillä portfoliosijoituksia pidetään yleisesti herkempiliikkeisinä kuin suoria sijoituksia. Suorat sijoitukset kattavat merkittävän osan uusien ERM II -maiden pääoman tuonnista (taulukko 2). Yleisesti ottaen portfoliosijoitusten osuus on melko vähäinen, mikä johtuu osittain näiden maiden pienistä ja vielä suhteellisen kehittymättömistä pääomamarkkinoista. Merkittävämpi osa pääoman tuontia on yrityksille, yhteisöille ja kotitalouk-

Taulukko 2.

Uusien ERM II -maiden vaihtotase ja ulkomainen rahoitusasema vuosina 2000–2004

(% BKT:stä)

	Vaihtotase keskimäärin		Pääoman tuonti keskimäärin		Suorat investoinnit keskimäärin		Portfolioinvestoinnit keskimäärin		Ulkomainen nettovelka 2004	Valuuttavaranto 2004
	2000–2003	2004	2000–2003	2004	2000–2003	2004	2000–2003	2004		
Kypros	-4,2	-5,9	6,4	7,3	1,5	7,4	-1,2	7,1	-5,1 *	22,6
Viro	-8,8	-12,7	9,9	15,1	5,4	9,3	1,4	6,5	27,3	14,5
Latvia	-8,4	-12,2	9,6	14,4	3,8	4,7	-1,9	1,9	37,2	12,8
Liettua	-5,6	-7,1	7,9	4,6	3,2	3,5	1,5	0,9	27,0	14,3
Malta	-6,2	-10,3	9,1	0,6	5,2	7,9	-19,7	-31,2	-36,2 *	45,0
Slovenia	-0,4	-0,8	7,9	1,2	4,3	1,6	0,1	-2,3	18,0 **	24,3

* Tieto vuodelta 2003.

** Tieto vuodelta 2002.

Lähde: IMF, International Financial Statistics.

sille pankkien kautta välitetyllä ulkomaisella rahoituksella. Varsinkin Baltian maissa pankkisektori on suurimaksi osaksi ulkomaisten pankkien omistuksessa. Useissa maissa valtaosa pankkien yrityksille välittämistä luottoista on valuuttamääräisiä, ja myös kotitaloudet ovat enenevässä määrin ryhtyneet nostamaan euromääräisiä luottoja, koska valuuttakurssiriskiä euroon nähden pidetään olemattomana ja koska euromääräisten luottojen korko on matalampi mm. pienemmän likviditeettipreemion johdosta.

Runsas ulkomaisen pääoman tuonti on välttämätöntä korkean investointiasteen ylläpitämiseksi ja sitä kautta tuottavuuden ja elintason kohottamiseksi lähemmäksi euromaiden tasoa. Pitkällä aikavälillä liian runsaaseen pääoman tuontiin liittyy kuitenkin myös riskejä. Yhtenä vaarana on, että EU- ja ERM II -jäsenyyden tuoma nopea maa- ja valuuttariskin pieneneminen kiihdyttää lyhytaikaista pääoman tuontia, jolla rahoitetaan ulkomaiselta kilpailulta suojatun kotimaisen sektorin tuotteiden kysyntää. Kun tällaisten tuotteiden tarjonta on rajallinen, seurauksena voi olla talouden ylikuumeneminen ja inflaatiopaineiden voimistuminen suljetulla sektorilla. Kun nimellinen valuuttakurssi on kiinnitetty, seurauksena on reaalisen valuuttakurssin vahvistuminen ja kilpailukyvyyn heikkeneminen. Tällöin jo ennestäänkin suurten vaihtotasealijäämien kääntäminen supistuvalla uralle on entistä vaikeampaa.

Jos lisäksi valuuttakurssikytkennän pysyvyyteen luotetaan valuuttamarkkinoilla, nimellinen korkotaso seuraa inflaation kiihtymisestä huolimatta matalaa ulkomaista korkotasoa, mikä alentaa reaalkorkoja ja entisestään voimistaa kotimaisia kysyntä- ja hintapaineita. Matala reaalkorko ja hyvä ulkomaisen pääoman saatavuus johtavat helposti myös velkarahoitteiseen kiinteistöjen ja varallisuushintojen nousuun.

Kuvatun ylikuumenemisen riskiä voidaan arvioida tarkastelemalla pääomanliikkeiden lisäksi laajan rahamäärän ja pankkien luotonannon kehitystä.¹⁰ Virossa, Latviassa, Liettuassa ja Sloveniassa sekä rahamäärän että pankkien luotonannon kasvu ovat nopeutuneet selvästi vuosina 2004–2005. Kaikissa näissä maissa laajan rahamäärän kasvu on voimistunut noin 20 prosenttiin vuositasolla mitattuna, ja Baltian maissa pankkien luotonannon kasvu on kiihtynyt tätäkin nopeammaksi ja yltää jopa 30–40 prosenttiin vuodessa. Samalla kiinteistöjen ja maan hinnat ovat alkaneet kohota nopeasti ja inflaatio on voimistunut erityisesti Virossa ja Latviassa. ERM II -jäsenyyden myötä näiden maiden kotimaiset luotonottajat kokevat valuuttakurssiriskin poistuneen ja ovat valmiita nostamaan yhä enemmän euromääräisiä luottoja mm. kiinteistökauppojen rahoittamiseksi. Luotonoton kiihtymiseen on vaikuttanut myös se, että euroalueen

*Ulkomaista
pääomaa tarvitaan
korkean
investointiasteen
ylläpitämiseksi.*

¹⁰ Van Hagen, J. – Traistaru, J. (2005).

korkotaso on viime vuosina pysytellyt poikkeuksellisen matalalla tasolla.

Mielenkiintoista on, että kaikista uusista EU:n jäsenmaista nämä kehityspiirteet ovat voimakkaimpia juuri Baltian maissa ja Sloveniassa, joiden valuuttakurssikytkös euroon on tiu-

kin ja korkojen lähentyminen eurokorkoihin pisimmällä.

*Asiasanat: valuuttakurssimekanismi
ERM II, talous- ja rahaliitto,
Maastrichtin kriteerit, lähentyminen*

Lähteitä

Angeloni, I. – Flad, M. – Mongelli, F. P. (2005) ”Economic and monetary integration of the new member states”. Occasional paper series, N:o 36. Syyskuu 2005.

Wagner, H. (2004) ”Pension Reform in the New EU Member States – Will a 3-Pillar Pension System Work?”. Discussion Paper No. 372. (Forthcoming in Eastern European Economics, vol. 43, 2005.)

Wagner, H. (2005) ”Fiscal Issues in the New EU-Member Countries – Prospects and Challenges”. Discussion Paper No. 379. Fern Universität in Hagen.

Von Hagen, J. – Traistaru, J. (2005) ”Macroeconomic adjustment in the new EU Member States”. Teoksessa Carsten, D. – Caspar, V. – Noblet, G. ”The new EU member states convergence and stability”. Third ECB central banking conference 21–22 October 2004.

Pankkilainat käyttöön vakuutena Suomessa

28.10.2005

Eurojärjestelmä siirtyy uudistetun vakuuskäytäntöön koko euroalueella vuoteen 2012 mennessä. Suomen kannalta suurin muutos on pankkilainojen hyväksyminen keskuspankkiluoton vakuudeksi.

Vakuuspolitiikan pääperiaatteet ja vakuuskäytäntö

Eurojärjestelmän eli euroalueen keskuspankkien ja Euroopan keskuspankin (EKP:n) yhteistä vakuuspolitiikkaa on harjoitettu yhtä kauan kuin yhteistä rahapolitiikkaakin eli vuoden 1999 alusta asti. Vakuuspolitiikan pääperiaatteet on johdettu Euroopan yhteisön perustamissopimuksesta. Keskuspankkien tehtävät, luotonanto mukaan lukien, on kirjattu Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussääntöön. Perussääntöön mukaan ”luottoa annettaessa vakuuksien on oltava riittävät”. Laisa Suomen Pankista säädetään niin ikään, että Suomen Pankilla on oltava luotonannossaan riittävät vakuudet. Vakuusvaatimuksilla ja vakuuksiin sovellettavilla tiukoilla riskienhallintamenetelmillä turvataan eurojärjestelmää saamisiin liittyvältä luottoriskiltä.

Euroalueen keskuspankit myöntävät luottolaitoksille lainaa rahapolitiikan operaatioiden kautta sekä päivänvälisinä luottoina lisätäkseen TARGET-järjestelmän¹ maksuliikkeen

¹ TARGET-järjestelmä on EU15-maiden keskuspankkien reaaliaikainen euromääräisten maksujen bruttomaksujärjestelmä, johon myös uudet EU-maat voivat liittyä.

sujuvuutta. Sama vakuusmateriaali kelpaa kaikkentyyppiin luottoihin.

Eurojärjestelmän vakuuspolitiikassa noudatetaan vapaan kilpailun ja voimavarojen tehokkaan kohdentamisen periaatetta. Tämä tarkoittaa, että kaikille vastapuolipankeille ja vakuusmateriaalin liikkeeseenlaskijoille turvataan yhtäläiset toimintaedellytykset ja tasapuolinen kohtelu. Käytännössä siis kaikilla eurojärjestelmän vastapuolina toimivilla luottolaitoksilla olisi oltava mahdollisuus käyttää samoja euroalueella olevia vakuuspapereita ja kaikki vakuuskelpoiseksi määritellyt omaisuuserät olisi hyväksyttävä vakuusmateriaaliksi kaikista euroalueen maista.

Kun eurojärjestelmän vakuuskäytäntöä alun perin suunniteltiin, korostettiin toiminnan tehokkuutta ja jatkuvuutta. Rahapolitiikan toteuttamisen ja maksujärjestelmien sujuvan toiminnan kannalta vakuusmateriaalin riittävyys on keskeistä. Jotta vakuusmateriaalista ei olisi tullut puutetta ja jotta keskuspankeille ja vastapuolipankeille ei olisi aiheutunut yhtäkkiä suuria kustannuksia, euroalueen keskuspankkien vakuuskäytäntöihin ei haluttu rahaliiton alkuvaiheissa tehdä kouriintuntuvia muutoksia. Yksi seuraus tästä oli, että vakuusmateriaali jaettiin kahteen luokkaan: ykkös- ja kakkoslistan vakuuspapereihin. Ykköslistan vakuuspapereihin sovelletaan koko euroalueella yhteisiä vakuuskelpoisuusehtoja ja kakkoslistan papereihin osin kansallisia vakuuskelpoisuusehtoja.



*Kaarina Huomo
rahoitusekonomisti
pankkitoimintaosasto*



*Marianne Palva
neuvonantaja
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto*

*Uudistuksella
varmistetaan
euroalueen
toimijoille
yhtäläiset
edellytykset.*

Yhteen vakuuslistaan siirtyminen

Yhteisen rahapolitiikan alkaessa käyttöön otettuun vakuusmateriaaliin sisällytettiin kansallisilla kakkoslistoilla sellaista materiaalia, jolla oli erityistä merkitystä kansallisten rahoitusmarkkinoiden ja pankkijärjestelmien kannalta. Näin haluttiin varmistaa vakuuksien riittävyys uudessa ympäristössä. Pidemmän aikavälin tavoitteena oli kuitenkin jo tuolloin siirtyä yhtenäiseen vakuuskäytäntöön koko euroalueella. Yhtenäisen vakuuskäytännön katsotaan parantavan euroalueen toimijoiden yhtäläisiä toimintaedellytyksiä ja edistävän vastapuolten ja liikkeeseenlaskijoiden tasavertaista kohtelua sekä lisäävän vakuuskäytännön yleistä avoimuutta.

Selvitettyään perusteellisesti vakuuskäytännön kehittämistä eurojärjestelmä julkaisi kesällä 2003 kannanottopyyynnön, jossa se pyysi markkinaosapuolilta kommentteja hahmoteltuun uuteen vakuuskäytäntöön. Uudessa käytännössä oli perusajatukseen asteittainen siirtyminen kahdesta listasta yhteen listaan. Kannanottopyyntöissä hahmoteltiin paitsi silloisilla vakuuslistoilla olevien instrumenttien mahdollista sisällyttämistä yhteislistalle myös uuden erän, nimittäin Euroopan talousalueen ulkopuolisten G10-maiden liikkeeseenlaskijoiden euromääräisten velkainstrumenttien sisällyttämistä yhteislistalle. Euroopan talousalueen ulkopuolisia G10-maita ovat Yhdysvallat, Kanada, Japani ja Sveitsi.

Eurojärjestelmä sai markkinaosapuolilta runsaasti tukea yhteislistaan siirtymiselle ja jatkoi valmistelujaan tämän pohjalta. Yhteislistan käyttöönoton ensimmäistä vaihetta koskevista muutoksista tiedotettiin toukokuussa 2004. Muutoksiin sisältyi Euroopan talousalueen ulkopuolisten G10-maiden yhteisöjen euromääräisten velkapapereiden hyväksyminen yhteislistalle. Lisäksi niihin sisältyi eräiden jälkimarkkinakelpoisten velkainstrumenttien vakuuskelpoisuusvaatimusten muutoksia, joiden seurauksena osa kakkoslistoilla olevasta materiaalista menettää vakuuskelpoisuutensa pitkäähkön siirtymäkauden jälkeen.

Suomalaisten osapuolten näkökulmasta keskeinen yhteislistan papereille asetettu vaatimus koski luottolaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden listausta säännellyillä markkinoilla. Näin ollen huhtikuun 2007 jälkeen ei ole mahdollista käyttää vakuutena pankkien sijoitustodistuksia, jotka ovat tällä hetkellä Suomen Pankin kakkoslistalla, ellei niitä tuolloin listata Helsingin pörssissä tai muilla Euroopan talousalueella sijaitsevilla säännellyillä markkinapaikoilla. Sijoitustodistusten siirtämistä yhteislistalle helpottaa osaltaan toukokuussa 2005 voimaan tullut muutos, jonka mukaan pankkien velkainstrumenteilta ei enää vaadita emissio- tai ohjelmakohtaista luottoriskiluokitusta vaan liikkeeseenlaskijakohtainen hyväksyttävä luottoluokitus riittää.

Elokuussa 2004 EKP tiedotti yhteiseen vakuuslistaan siirtymisen toisesta vaiheesta. Tällöin todettiin, että yhteislistalle tullaan hyväksymään pankkilainat kaikista euroalueen maista sekä ei-jälkimarkkinakelpoiset kiinteistövakuudelliset velkainstrumentit. Samassa yhteydessä ilmoitettiin, että yhteislistalle ei tulla hyväksymään osakkeita, joita joidenkin maiden kakkoslistoilla on ollut.

Helmikuussa 2005 EKP julkisti aikataulun, jonka mukaisesti pankkilainat hyväksytään yhteislistalle. Sen mukaan pankkilainojen otto yhteislistalle ajoittuu vuoden 2007 alkuun. Samalla otetaan käyttöön eurojärjestelmän yhteinen luottoriskin arviointikäytäntö. Pankkivastapuolet voivat valita, mitä neljästä mahdollisesta arviointilähteestä ne haluavat käyttää pankkilainavelallistensa luottoriskin arvioinnissa. Vuoden 2012 alusta pankkilainoihin sovelletaan täysin yhdenmukaistettua käytäntöä, jossa vakuudeksi hyväksyttävän lainan vähimmäiskoko on 500 000 euroa. Siirtymäkauden aikana (2007–2011) kukin keskuspankki päättää itsenäisesti, mikä on sen vakuudeksi hyväksymän pankkilainan vähimmäiskoko.

Viimeisimmät yhteislistaa koskevat päätöksensä EKP teki heinäkuussa 2005. Tällöin se myös julkisti laajan tiedotteen pankkilainojen ottamisesta yhteislistalle. Tiedotteessa luetaan pankkilainojen vakuuskelpoisuusvaatimuksia, kuvataan eurojärjestelmän vaihtoehtoja arvioida pankkilainavelallisten luottoriskiä ja tuo-

daan esiin pankkilainojen käsittelyyn vaikuttavia seikkoja. Lisäksi todetaan, että kukin keskuspankki päättää itse, periikö se siirtymäkauden aikana pankkilainojen käytöstä maksua. Tässä yhteydessä ilmoitettiin myös, että julkista luottoluokitusta vailla oleviin jälkimarkkinakelpoisiin arvopapereihin tullaan soveltamaan samaa luottoriskin arviointikäytäntöä kuin pankkilainoihin on tarkoitus soveltaa.

Pankkilainojen käyttöönottoon ja yhteislistaan siirtymiseen liittyy edelleen joitain eurojärjestelmän viimeistelyä vaativia kysymyksiä. Varsinaisen valmistelun pääpaino on kuitenkin siirtynyt kansallisiin keskuspankkeihin, joilla tulee olla valmiudet hyväksyä pankkilainat vakuudeksi vuoden 2007 alussa.

Pankkilainojen vakuuskelpoisuus ja käyttö vakuutena

Vakuudeksi kelpaavat pankkilainat ovat luottolaitosten yrityksille ja julkisyhteisöille myöntämiä lainoja. Lainojen vakuuskelpoisuusvaatimukset ovat soveltuvien osin samat kuin jälkimarkkinakelpoisille velkainstrumenteille asetetut vaatimukset, mutta instrumenttien erilaisuuden vuoksi molemmille on myös omia kelpoisuusvaatimuksia. Lainan saaneen velallisen luottokelpoisuuden arviointia varten hyväksytään useita eri vaihtoehtoisia luottoriskin arviointilähteitä.

Vakuuskelpoisten pankkilainojen on oltava euromääräisiä, ja niihin on sovellettava euroalueen maan lakia. Kuten jälkimarkkinakelpoisten

Pankkilainat hyväksytään vakuuksiksi vuoden 2007 alussa.

velkainstrumenttien tapauksessa, etuoikeusasemaltaan muita pankkilainoja tai velkainstrumentteja huomppia lainoja ei hyväksytä vakuusmateriaaliksi.

Pankkilainan saaneen velallisen on oltava euroalueella sijaitseva yritys tai julkisyhteisö. Velallisen luottokelpoisuuden on oltava yhtä hyvä kuin jälkimarkkinakelpoisten vakuuspapereiden liikkeeseenlaskijoilla, eli sen on vastattava vähintään luottoluokitus-tasoa A-/A3. Luottokelpoisuuden arviointia varten eurojärjestelmässä on hyväksytty neljä eri luottoriskin arviointilähdettä, joista pankit voivat valita itselleen sopivimman. Nämä neljä lähdettä ovat julkiset luottoluokituslaitokset, pankkien omat sisäiset luottoluokitusjärjestelmät, hyväksytyt luottoluokitusvälinepalvelut (rating tools)² sekä neljän kansallisen keskuspankin arviointijärjestelmät. Luottoluokituksia tekevät Ranskan, Saksan, Itävallan ja Espanjan keskuspankit. Niissä maissa, joissa keskuspankki ei tee luottoluokituksia, vastapuolet voivat valita sopivimman kolmen muun vaihtoehdon joukosta.

Suomessa pankit, jotka ottavat käyttöönsä Rahoitustarkastuksen hyväksymän sisäisten luottoluokituksen menetelmän, voivat soveltaa sitä pankkilainojen arvioinnissa. Ne pankit taas, joilla ei ole omaa luottoriskinarviointijärjestelmää, voivat hyö-

dyntää julkisten luottoluokituslaitosten arvioita, joskin Suomessa on ollut ongelmana luottoluokitusten puuttuminen monilta yrityksiltä. Kolmas vaihtoehto eli luottoluokitusvälineellä tuotetun arvion ostaminen saattaa olla ratkaisu tähän. Eurojärjestelmä tiedottaa saatavilla olevista luottoluokitusvälineistä myöhemmin.

Pankkilainamuotoisten vakuuksien käsittely eroaa merkittävästi jälkimarkkinakelpoisten vakuuksien käsittelystä, jossa hyödynnetään arvopaperikeskuksien tarjoamia palveluja. Pankkilainojen käsittelyä varten on luotava infrastruktuuri, jossa luottolaitokset toimittavat keskuspankeille tiedot vakuutena käytettävistä pankkilainoista. Eurojärjestelmän päätöksen mukaisesti pankkilainojen käsittely järjestetään hajauteusti ja kukin keskuspankki ottaa huomioon kansallisen lainsäädännön ja toimintaympäristön. Keskuspankien järjestelmille on kuitenkin yhteisesti määritelty vähimmäisvaatimukset, joilla vastapuolipankeille taataan tietty palvelun taso.

Vakuuksien käytön kehitys

Vakuuskäytännön muutosten vaikutuksia suomalaisten pankkien käyttämän vakuusmassan koostumukseen on tässä vaiheessa vaikea arvioida. Tähän saakka toisissa euroalueen maissa sijaitsevien vakuuksien käyttö niin Suomessa kuin muissakin euroalueen maissa on rahaliiton aikana lisääntynyt huomattavasti. Ulkomaisten vakuuksien määrän kas-

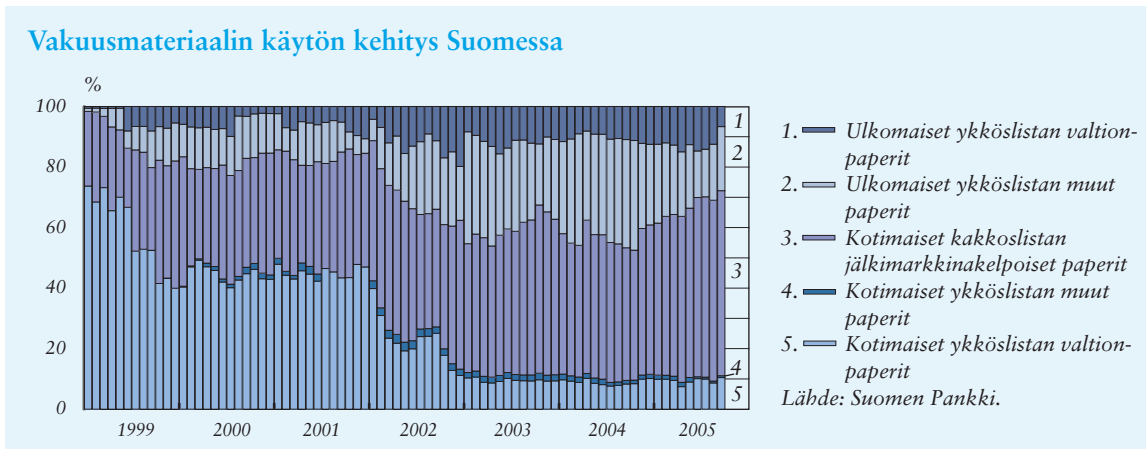
² Luottoluokitusvälineiden avulla arvioidaan yritysten luottokelpoisuutta lähinnä kvantitatiivisin menetelmin yritysten tilinpäätöstietojen perusteella. Luottoluokitusvälineitä ovat tuoneet markkinoille mm. julkiset luottoluokituslaitokset.

vu on osoitus euroalueen rahoitusmarkkinoiden lisääntyneestä integroitumisesta.

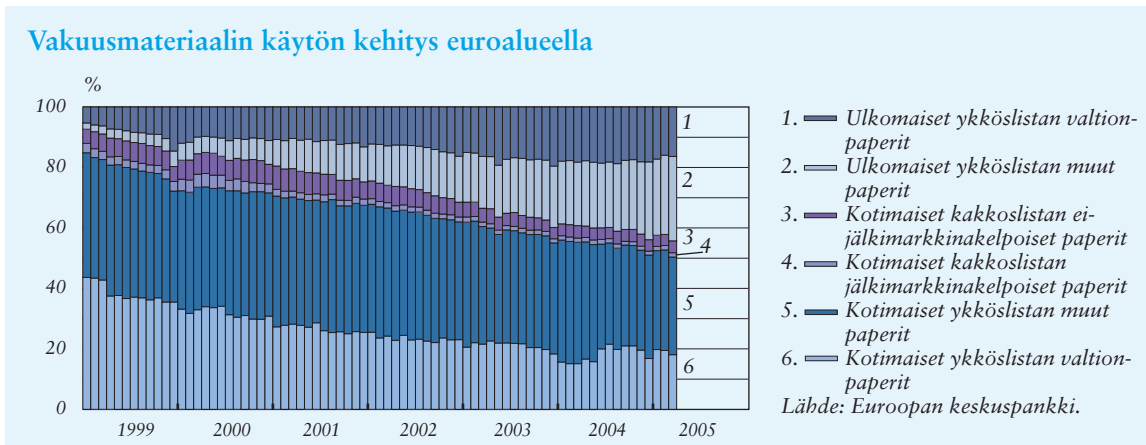
Suomalaisten pankkien keskuspankkiluoton vakuudeksi toimittamien vakuuksien kokonaismäärä on pysynyt vakaasti 8 miljardin euron tuntumassa koko rahaliiton ajan. Koko eurojärjestelmän tasolla käytettyjen vakuuksien yhteismäärä on kasvanut noin 600 miljardista noin 800 miljardiin euroon. Sekä Suomessa

että koko eurojärjestelmän tasolla suurin muutos on muissa euromaissa sijaitsevien vakuuksien käytön huomattava kasvu (kuviot 1 ja 2). Rahaliiton alkaessa näiden ulkomaisten vakuuksien osuus oli vain muutamia prosentteja. Vuoden 2004 lopussa ulkomaisten vakuuksien käytön osuus oli yli 40 % sekä koko eurojärjestelmän tasolla että Suomessa. Ulkomaisten vakuuksien suhteellinen osuus on Suomessa vähentynyt tänä

Kuvio 1.



Kuvio 2.



Ulkomaisia vakuuksia käytetään yhä enemmän niin Suomessa kuin muuallakin euroalueella.

vuonna, mutta eurojärjestelmän tasolla se on edelleen kasvanut.

Suomessa vakuudeksi toimitettavan kotimaisen materiaalin koostumus on myös muuttunut huomattavasti. Pankkien sijoitustodistuksia, jotka ovat ainoita instrumentteja Suomen Pankin kakkoslistalla, on käytetty runsaasti koko rahaliiton ajan. Viime vuosina niiden osuus on ollut kasvussa ja on nyt jo noin 50 % kaikista suomalaispankkien käyttämistä vakuuksista. Alkuvuosina pankit käyttivät runsaasti Suomen valtion velkakirjoja, jotka muodostavat valtaosan ykköslistan suomalaisesta vakuusmateriaalista. Vuoden 2002 aikana Suomen valtion velkakirjojen osuus supistui huomattavasti ja on sen jälkeen pysytellyt noin 10 prosentissa. Vähentäessään Suomen valtion papereiden käyttöä Suomessa toimivat pankit alkoivat käyttää yhä enemmän ulkomaisia vakuuksia. Etenkin muiden kuin valtioiden jälkimarkkinakelpoisten papereiden suhteellinen osuus lisääntyi. Viimeisten 12 kuukauden aikana näiden papereiden osuus on supistunut ja ulkomaisten valtionpapereiden ja kotimaisten sijoitustodistusten käyttö lisääntynyt. Valtaosa ulkomaisista vakuuksista on toimitettu Suomen Pankille käyttäen toista eurojärjestelmän keskuspankkia vakuuksien säilyttäjänä eli hyödyntämällä ns. kirjeenvaihtajakeskuspankkimallia (Correspondent Central Banking Model, CCBM). Vuoden 1999 viimeisellä neljänneksellä ja vuonna 2000 pieni määrä ulkomaisia arvopa-

pereita toimitettiin Suomen Pankille vakuudeksi Suomen Arvopaperikeskukseen (APK) hyödyntäen APK:n ja euroalueen muiden arvopaperikeskusten välisiä linkkejä.

Kotimaisten valtionpapereiden käytön väheneminen ja ulkomaisten vakuuksien määrän lisääntyminen ovat yhteydessä pankkien sijoituspolitiikkaan. Koko tarkasteluperiodin aikana pankkien sijoitukset ulkomaisiin muiden kuin valtioiden liikkeeseen laskemiin jälkimarkkinakelpoiisiin velkapapereihin on lisääntynyt, mikä selittyy niiden paremmalla tuotolla. Tarkasteluperiodin alkuaikana pankkien salkuissa olevien Suomen valtionlainojen määrä supistui huomattavasti. Vuodesta 2003 se on pysynyt suhteellisen vakaana. Pankkien hallussa olevien valtionlainojen määrän supistumiseen on osaltaan vaikuttanut myös se, että kaupankäynti Suomen valtionlainoilla käynnistettiin Belgiassa toimivassa MTS Finlandissa keväällä 2002. Tässä yhteydessä valtionlainojen päämarkkinatakaajina toimivien ulkomaisten pankkien lukumäärä kasvoi, mistä syystä suomalaisten pankkien rooli pieneni ja niiden tarve pitää valtionlainoja salkuissaan väheni. Ulkomaisien vakuuksien käytön kasvuun on osaltaan varmasti ollut vaikutusta myös sillä, että kirjeenvaihtajakeskuspankkijärjestelmää on kehitetty ja että pankit ovat oppineet hyödyntämään sitä paremmin.

Koko eurojärjestelmän tasolla on selkeästi havaittavissa ulkomaisten

vakuuksien käytön tasainen lisääntyminen ja kotimaisen ykköslistalla olevan vakuusmateriaalin käytön vähentyminen. Kotimaisten valtion velkapapereiden käyttö koko eurojärjestelmän tasolla on supistunut jonkin verran ja ulkomaisten valtionpapereiden käyttö on kasvanut. Kaiken kaikkiaan valtionpapereiden osuus kaikista käytetyistä ykköslistan vakuuksista oli vuonna 2004 lähes 40 %. Muiden kuin valtion jälkimarkkinakelpoisten ulkomaisten vakuuksien käytön kasvu koko järjestelmän tasolla on ollut tasaisempaa ja vähäisempää kuin Suomessa. Kotimaisten kakkoslistan vakuuksien käyttö on koko eurojärjestelmän tasolla huomattavasti vähäisempää kuin Suomessa, ja myös niiden suhteellinen merkitys on pienentynyt rahaliiton aikana. Kakkoslistan vakuuksia ei Suomessa eikä eurojärjestelmän tasolla ole muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta käytetty yli maiden rajojen. Pankkilainojen suhteellinen osuus kasvaneen yhteislistan käyttöönoton myötä, kun kaikki keskuspankit hyväksyvät pankkilainat vakuudeksi. Tällä hetkellä niitä on vain Ranskan, Saksan, Espanjan ja Itävallan keskuspankin kakkoslistoilla.

Suomessa yhteislistan käyttöönotto tuo muutoksia vakuuksien käyttöön sekä pankkilainojen vakuuskelpoisuuden että pankkien sijoitustodistusten pörssilistausvaatimuksen takia. Pankkilainoista aiheutuu aluksi infrastruktuuri-investointeja, mutta ajan oloon pankkilainojen käyttö keskus-

pankkiluoton vakuutena saattaa vapauttaa jälkimarkkinakelpoisia vakuuksia muuhun käyttöön. Mikäli pankit vastakin haluavat käyttää sijoitustodistuksia vakuutena, ne joutuvat listaamaan sijoitustodistukset pörssissä, mistä aiheutuu pankeille kustannuksia. Erillistä emissio- tai ohjelmakohtaista luottoriskiluokitusta ei kuitenkaan enää tarvita, kuten edellä todettiin. Kaiken kaikkiaan pankkien käyttämän vakuusmateriaalin koostumukseen vaikuttavat tulevaisuudessakin eri vakuuslajien vaihtoehtokustannukset.

Vakuuskäytännön muutoksen vaikutukset Suomessa

Suomen kannalta suurin yhteislistan käyttöönottoon liittyvä muutos on pankkilainojen hyväksyminen vakuutena. Pankkilainojen hyväksyminen yhteiselle listalle vuoden 2007 alusta merkitsee kokonaan uudentyypin vakuusinstrumentin käyttöönottoa Suomessa. Muutoksen valmistelut aloitettiin Suomen Pankissa heti EKP:n neuvoston pankkilainoja koskevan periaatepäätöksen jälkeen. Suomen Pankki on myös järjestänyt pankeille tiedotus- ja keskustelutilaisuuksia, joissa on käyty läpi pankkilainojen vakuuskäyttöön liittyviä kysymyksiä. EKP päätti keväällä 2004, että pankkilainoihin sovelletaan vuoden 2012 alusta täysin yhdenmukaistettua käytäntöä, jossa vakuudeksi hyväksyttävän lainan vähimmäiskoko on 500 000 euroa. Suomen Pankki päätti puoles-

Pankkilainat ovat Suomessa täysin uudentyypinen vakuusinstrumentti.

taan, että se soveltaa tätä vähimmäiskokoa jo alusta lähtien.

Yhteistyö suomalaisten pankkivastapuolten kanssa tiivistyy, kun valmistelut etenevät. Pankkilainojen käyttö vakuutena tulee vaatimaan erilaisia prosesseja kuin tähänastisten kotimaisten vakuuksien käyttö, joka on perustunut APK:n tarjoamiin hyvin pitkälle automatisoituihin prosesseihin. Moniin käytännön kysymyksiin joudutaan löytämään vastaukset nopeassa aikataulussa. Valmiudet käyttää pankkilainoja vakuutena tarvitaan, kun nämä lainat tulevat yhteislistalle vuoden 2007 alussa.

Asiasanat: eurojärjestelmän vakuuspolitiikka, yhteislista, ykköslista, kakkoslista, pankkilainat vakuutena, vakuuksien käyttö

TARGET 2 -maksujärjestelmä Suomessa toimivien asiakkaiden näkökulmasta

2.11.2005

TARGET-maksujärjestelmä luotiin liittämällä yhteen 15 EU-maan keskuspankkien reaaliaikaiset bruttomaksujärjestelmät sekä Euroopan keskuspankin maksumekanismi kytkentäverkostoa (Interlinking) käyttäen. Nykyinen, vuonna 1999 käyttöön otettu TARGET-järjestelmä ei enää täytä kaikkien käyttäjien asettamia vaatimuksia. TARGET 2:n tavoitteena on varmistaa, että järjestelmä on tehokas ja palvelukykyinen myös tulevaisuudessa.

Rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurin yhdentymisen jatkuu Euroopassa. Tehokkuutta etsitään mm. keskittämisen, skaalaetujen ja synergian sekä uudenlaisen tekniikan ja uusien toimintatapojen avulla. Nykyinen TARGET¹-maksujärjestelmä, joka on hajautettu ja vain osin yhdenmukaistettu järjestelmä, ei myöskään enää täytä kaikkien käyttäjien TARGETille asettamia vaatimuksia. Liitännäisjärjestelmissä² selvitettäviin tapahtumiin liittyvät rahansiirrot ovat aikakriittisiä, likviditeetin hallinnan vaatimukset ovat kasvaneet ja monet asiakkaat

¹ TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) on EU-alueen euromääräisen maksuliikenteen automatisoitu reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä. Se otettiin käyttöön vuonna 1999. TARGET muodostuu kansallisista keskuspankkien reaaliaikaisista bruttomaksujärjestelmistä (Real-Time Gross Settlement System, RTGS), Euroopan keskuspankin EKP:n maksumekanismista ja nämä toisiinsa kytkävästä Interlinking-järjestelmästä.

² Mm. vähittäismaksujärjestelmät, suurten maksujen järjestelmät (LVPS), CLS, arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät.

haluavat yhdenmukaistettuja palveluja sekä nykyistä joustavampia ja tehokkaampia toimintatapoja. Myös eurojärjestelmä pyrkii taloudellisiin, tehokkaisiin, toimintavarmoihin ja turvallisiin ratkaisuihin.

Eurojärjestelmän TARGET 2 -hanke

EKP:n neuvosto linjasi lokakuussa 2002 TARGET 2 -strategian, jonka tarkoitus oli varmistaa, että TARGET on palvelukykyinen järjestelmä myös tulevaisuudessa. Tavoitteena on kehittää maksujärjestelmä, joka vastaa käyttäjien tarpeita, on kustannustehokas ja jossa palvelut ja tariffit on yhdenmukaistettu. Lisäksi järjestelmän tulee mukautua tuleviin muutoksiin, etenkin EU:n laajentumiseen.

EKP:n neuvosto hyväksyi joulukuussa 2004 Italian, Ranskan ja Saksan keskuspankkien yhteistarjouksen rakentaa yhteinen jaettu TARGET 2 -järjestelmäalusta (Single Shared Platform, SSP) sekä tarjota sen palvelut EU:n kaikkien keskuspankkien käyttöön. Kansalliset keskuspankit puolestaan tarjoavat tulevaisuudessakin TARGET 2 -maksujärjestelmäpalvelut asiakkailleen. Järjestelmä on tarkoitus ottaa tuotantokäyttöön 19.11.2007.

Eurojärjestelmän TARGET 2 -hankkeeseen kuuluu ennen kaikkea kolmen kansallisen keskuspankin projekti yhteisen alustan rakentamiseksi, mutta myös useita kaikkien keskuspankkien yhteistyönä valmisteltavia tehtäväkokonaisuuksia. Euro-



*Anna-Maija Tikkanen
toimistopäällikkö
pankkitoimintaosasto*

*TARGET 2
-maksujärjestelmän
tavoitteena on
toteuttaa 95 %
maksuista enintään
viidessä minuutissa
ja loput enintään
15 minuutissa.*

järjestelmä on mm. tehnyt tiiviissä yhteistyössä muiden EU-keskuspankkien ja käyttäjien kanssa järjestelmän määritykset, jotka valmistuivat marraskuussa 2005. Eurojärjestelmän yhteistyönä valmistellaan lisäksi mm. yhtenäinen hinnoittelu kotimaisille ja maasta toiseen suoritettaville maksuille sekä TARGET 2 -säännöt ja -sopimukset.

Kansallisten keskuspankkien tehtävänä on tuoda asiantuntemustaan ja osaamistaan yhteisen järjestelmän kehittämiseen. Toisaalta tehtävänä on huolehtia siitä, että kansalliset käyttäjät saavat riittävän vaikutusmahdollisuuden sekä tarvitsemansa tiedot hankkeen etenemisestä ja siitä, mitä järjestelmän käyttäjäksi siirtyminen edellyttää.

TARGET 2:n rakenne

Arviolta 1 000 pankkia, 50 liitännäisjärjestelmää ja 22 EKPJ-keskuspankkia³ tulee mukaan TARGET 2:een, osa neljän vuoden siirtymäajan kuluessa. Tällä hetkellä Suomen Pankin RTGS-järjestelmässä on 16 tilinhaltijaa ja sen palveluja käyttää kolme liitännäisjärjestelmää.

TARGET 2:n tapahtumavolyymien arvioidaan olevan noin 81 milj. tapahtumaa vuodessa. Tavoitteena on, että 95 % maksuista toteutuisi enintään viidessä minuutissa ja loput enintään 15 minuutissa. Järjestelmän käytettävyydestä tavoite on 99,7 %.

TARGET 2 -maksujen koolle ei tule-

³ Ruotsin keskuspankki ei osallistu TARGET 2 -järjestelmään.

vaisuudessakaan ole määritelty alarajaa. Suomen Pankki välitti 456 000 asiakkaidensa TARGET-maksua vuonna 2004. Näiden maksujen arvo oli 4 747 miljardia euroa.

Keskuspankit hallinnoivat TARGET 2 -järjestelmää ja sen palveluja yhdessä sekä kehittävät niitä toimintaympäristön vaatimusten mukaisiksi tiiviissä yhteistyössä käyttäjien kanssa. Osapuolet solmivat tilisuhteet tulevaisuudessakin kansallisten keskuspankkien kanssa, jotka voivat myöntää tileille päivänsisäistä luottoa vakuuksia vastaan.

Peruspalvelujen lisäksi käyttäjille on tarjolla myös valinnaisia palveluja. Käyttäjille tulee monipuoliset työkalut, jotka tukevat likviditeetin optimaalista käyttöä. Lisäksi yhteinen järjestelmälusta tarjoaa vain keskuspankeille suunnattuja palveluja. Jos keskuspankki niin valitsee, mm. vähimmäisvarannot, maksuvalmiusluotto ja yön yli -talletukset voidaan hoitaa yhteistä järjestelmälustaa käyttäen. Käyttäjät pääsevät yhden, yhtenäisen käyttöliittymän avulla kaikkiin yhteisen järjestelmälustan palveluihin ja tileihinsä. Käyttäjät voivat järjestellä maksujonoja, käyttää likviditeetin hallinnan työkaluja, muuttaa erilaisia perustietoja sekä lukea järjestelmän käyttäjille suunnattuja informaatio-osanomioita.

Uudet palvelut

Osapuolet voivat tulevaisuudessakin hoitaa TARGET 2:n välityksellä pankkien välisiä katteensiertoja ja

asiakasmaksuja. Uusia maksutyyppiä TARGET 2:ssa ovat suoraveloitukset ja ns. mandaattimaksu.

TARGET 2 -järjestelmä tarjoaa samaan juridiseen kokonaisuuteen kuuluville osapuolille mahdollisuuden yhdistää euroalueen luottolaitosten euroalueella sijaitsevien RTGS-tilien päivänsäisen likviditeetin ns. virtuaalituliksi, jota voidaan päivän aikana hallinnoida ja käyttää ikään kuin yhtä tiliä. Toinen, kevyempi vaihtoehto on ainoastaan yhdistää näitä tilejä koskeva informaatio yhdeksi kokonaisuudeksi. Jälkimmäisessä vaihtoehdossa voivat olla mukana myös euroalueen ulkopuolisissa keskuspankeissa olevat RTGS-tilit.

Yhteisen järjestelmäalustan kautta on mahdollista järjestää tilinhaltijalle näkymä sekä omaan lähtevään maksujonoon että muilta osapuolilta saapuviin, mutta vielä jonoissa oleviin maksuihin. Tämä on merkittävä uudistus nykyiseen, hajautettuun järjestelmään. Erilaiset optimointimekanismit käyvät jatkuvasti läpi eri jonoissa olevia tapahtumia ja huolehtivat maksujen sujuvasta toteuttamisesta kokonaislikviditeettiä⁴ hyödyntäen. Likviditeetin hallinta helpottuu, kun järjestelmässä on mahdollisuus määritellä tapahtumien kiireellisyysluokka, järjestää maksujonoissa olevia tapahtumia, varata kiireellisille ja erittäin kiireellisille maksuille sekä liitännäisjärjestelmien tarpeisiin erikseen likviditeettiä,

⁴ Kokonaislikviditeetti = tilin limiitti +/- saldo + jonoissa olevat saapuvat maksut – jonoissa olevat lähtevät maksut.

asettaa kahden- ja monenkeskisiä limiittejä sekä ajastaa maksuja.

Liitännäisjärjestelmien tarpeisiin TARGET 2 tarjoaa näillä näkymin kuusi erilaista standardoitua liityntävaihtoehtoa katteensierroja varten. Vaihtoehtoisesti liitännäisjärjestelmän on mahdollista hoitaa katteensierrot normaaleina TARGET-maksuina. TARGET 2 -järjestelmässä osapuoli voi halutessaan hoitaa kaikkiin liitännäisjärjestelmiin liittyvät katesiirtonsa yhden tilin kautta.

Lokakuussa 2005 EKP:n neuvosto päätti, että TARGET 2 on auki liitännäisjärjestelmien katesiirtoja varten myös öisin. Ns. yöikkuna uutata arvopäivää varten avataan TARGET-päivän päättymisen jälkeen jo illalla. Tällöin osapuolet voivat varata erityistileille likviditeettiä liitännäisjärjestelmien yön aikana suoritettavia katteensierroja varten. Yöikkunassa ei voida suorittaa muita tilinhaltijoiden välisiä maksuja.

TARGET 2:ssa on panostettu järjestelmän käytettävyyteen, koska TARGET-maksut ovat enimmäkseen hyvin aikakriittisiä. Toiminnan jatkuvuus tullaan varmistamaan korkeatasoisin varajärjestelyin. Tuotantoympäristö on kahdennettu siten, että vakavan häiriön sattuessa toiminta on koska tahansa mahdollista siirtää Saksasta Italiaan tai päinvastoin. Kummassakin maassa on lisäksi kahdennetut järjestelmät. Tarkoitus on, että normaalitilanteessakin tuotantovastuu vaihtuu säännöllisin väliajoin Saksan ja Italian välillä.

TARGET 2 on auki liitännäisjärjestelmien katesiirtoja varten myös öisin.

Suomen Pankki ja sen tilinhaltijat siirtyvät TARGET 2:n käyttäjiksi helmikuussa 2008.

Yhdenmukainen TARGET 2 -palvelujen hinnoittelupolitiikka on eurojärjestelmässä työn alla. EKP:n neuvosto päätti lokakuussa 2005 esittää käyttäjäyhteisön kommentoitavaksi hinnoittelumallin, jossa käyttäjä voi valita kahdesta vaihtoehdosta edullisemman. Ensimmäisessä vaihtoehdossa on 80 sentin transaktiohintaa ja 100 euron kuukausimaksu. Toisessa vaihtoehdossa transaktiohintaa olisi tapahtumamäärän mukaan 0,20–0,60 euroa ja kiinteä kuukausimaksu 1 250 euroa. Jälkimmäinen vaihtoehto on edullisempi osapuolille, joiden tapahtumamäärät ovat yli 5 750 tapahtumaa kuukaudessa. Lopulliset päätökset TARGET 2:n hinnoista tehdään myöhemmin, ja hinnat tulevat voimaan vasta, kun kaikki ovat siirtyneet yhteisen järjestelmälustan käyttäjiksi.

Suomen Pankin asiakkaiden siirtyminen TARGET 2:n käyttäjiksi

TARGET 2:n käyttäjät siirtyvät käyttämään järjestelmää vaiheittain kolmessa maaryhmässä. Lisäksi mahdol-

lisia ongelmatilanteita varten on varattu yksi ylimääräinen ryhmä. Suomen Pankki ja sen tilinhaltijat siirtyvät TARGET 2:n käyttäjiksi toisessa ryhmässä 18.2.2008, jolloin Suomen Pankki luopuu omasta RTGS-järjestelmästä (BoF-RTGS).

Suomen Pankin tilinhaltijat tulevat näillä näkymin saamaan TARGET 2:ssa kaikki nykyisenkaltaiset palvelut, mutta eivät välttämättä toiminnallisesti täysin samalla tavalla. Suomen Pankin nykyinen ratkaisu on ns. yhden tilin malli. Siinä tilinhaltijan yhdellä RTGS-tilillä hoidetaan maksupalvelut, vähimmäisvarantojen pito, maksuvalmiusluotot ja yön yli-talletukset. Suomen Pankin tilinhaltijat saavat nämä palvelut vastakin yhtenäisen TARGET 2 -käyttöliittymän kautta, vaikka palvelut ovat yhteisellä järjestelmälustalla erillisissä moduuleissa. TARGET 2 -järjestelmän likviditeetin hallinnan työkalut saattavat korvata joitakin käyttäjien omia vastaavia sovelluksia.

Suomessa pankkien välisen maksujärjestelmän, PMJ:n, katteita kirjaataan sekä TARGETin aukioloaikana että yöllä. Tämä tulee tulevaisuudessakin olemaan mahdollista. Ns. POPS-järjestelmän⁵ katteet hoituvat TARGET 2:n aikana pitkälti samaan tapaan kuin nytkin.

Suomen Pankki huolehtii siitä, että sen asiakkaat saavat riittävät ja ajantasaiset tiedot siirtyäkseen TARGET 2:n käyttäjiksi. Tätä varten

Taulukko.

TARGET 2:n käyttöönotto			
<i>Migraatioikkunat</i>			
<i>Ryhmä 1</i> 19.11.2007	<i>Ryhmä 2</i> 18.2.2008	<i>Ryhmä 3</i> 19.5.2008	<i>Ryhmä 4</i> 15.9.2008
<i>Itävalta</i>	<i>Belgia</i>	<i>Tanska</i>	
<i>Kypros</i>	<i>Suomi</i>	<i>Viro</i>	
<i>Saksa</i>	<i>Ranska</i>	<i>EKP</i>	
<i>Latvia</i>	<i>Irlanti</i>	<i>Kreikka</i>	<i>Varalla</i>
<i>Liettua</i>	<i>Alankomaat</i>	<i>Italia</i>	
<i>Luxemburg</i>	<i>Portugali</i>	<i>Puola</i>	
<i>Malta</i>	<i>Espanja</i>	<i>Iso-Britannia</i>	
<i>Slovenia</i>			

Lähde: EKP (2005) Second Progress Report on TARGET2.

⁵ POPS = Pankkien on line -pikasiirrot ja sekrit.

perustettiin huhtikuussa 2004 maksujärjestelmien TARGET 2 -yhteistyöryhmä, jossa on mukana Suomen Pankin tilinhaltijat. Suomen Pankki palvelee ja neuvoo myös TARGET 2:n aikana asiakkaitaan TARGETin normaalina aukioloaikana klo 8:00–19:00. Pankin asiakaspalvelupisteen tehtävät tulevat aiempaa enemmän painottumaan monipuolisen ja osin monimutkaisemman järjestelmän käytön neuvontaan ja käyttäjien kysymyksiin vastaamiseen.

Asiasanat: TARGET 2, RTGS, yhteinen järjestelmäalusta

Julkaisujen tiivistelmiä

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

Paperiversiota voi tilata osoitteesta Suomen Pankki, Osoiterekisteri, PL 160, 00101 Helsinki, puh. 010 8311.

Keskustelualoitteita

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

The mixed oligopoly of cross-border payment systems

Karlo Kauko

11/2005

ISBN 952-462-212-2, painettu julkaisu

ISBN 952-462-213-0, verkkojulkaisu

Avainsanat: maksujärjestelmät, verkostotaloustiede, sekaoligopolit

Tutkimuksessa esitetään malli, joka kuvaa maidenvälisiä maksujärjestelmiä sekaoligopolina. Yksityinen voittoa maksimoiva nettoselvitykseen perustuva järjestelmä kilpailee keskuspankkien hyvinvointia maksimoivan bruttoselvitysjärjestelmän kanssa. Keskuspankkijärjestelmän voi olla optimaalista lisätä yksityisen järjestelmän käyttöä perimällä rajakustannuksia korkeampia hintoja. Keskuspankkijärjestelmä on paitsi kilpailija myös tärkeä palveluntuottaja, sillä keskuspankkirahaa tarvitaan maksujen nettoselvitykseen yksityisessä järjestelmässä. Perimällä kalliita maksuja keskuspankkirahan käytöstä selvitystarkoituksiin keskuspankkijärjestelmä voi joissain tapauksissa paradoksaalisesti saada yksityisen järjestelmän alentamaan hintojaan.

Decomposing the co-movement of the business cycle: a time-frequency analysis of growth cycles in the euro area

Patrick M Crowley – Jim Lee

12/2005

ISBN 952-462-214-9, painettu julkaisu

ISBN 952-462-215-7, verkkojulkaisu

Avainsanat: suhdannevaihtelut, kasvusykli, Euroopan yhteisö, multiresoluutioanalyysi, aallokkeet (väreet), rimmakkaiskorrelointi, dynaaminen korrelaatio

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan BKT:n muutoksia käyttäen Euroopan suhdannevaihteluiden taajuussisällön mahdollisia muutoksia. Usean maan kattavasta havaintoaineistosta lasketaan ns. aallokkeisiin (väreisiin) perustuvat staattiset varianssit ja korrelaatiot. Lisäksi kasvun ja suhdanteiden vaiheistusta euroalueella tarkastellaan mittakaavoittain eli pitkistä ja lyhyistä kasvusykleistä laskettujen euroalueen ja yksittäisten jäsenmaiden välisten korrelaatioiden avulla. Arviot euroalueen ja sen yksittäisten jäsenmaiden välisten dynaamisten korrelaatioiden voimakkuudesta perustuvat estimoituihin ehdollisten korrelaatioiden aikasarjalleihin. Näiden mittakaavoittain laskettujen dynaamisten korrelaatioiden avulla pyritään selvittämään, onko kasvusyklarit synkronoituneisuus mahdollisesti ajan kuluessa muuttunut. Tulosten perusteella euroalueen jäsenmaat voidaan jakaa kolmeen ryhmään: 1) kaikilla taajuuksilla suuren staattisen ja dynaamisen korrelaation maat (mm. Ranska, Belgia ja Saksa), 2) kaikilla taajuuksilla vähäisten staattisten ja dynaamisten korrelaatioiden maat, joiden kasvuissa ei voida selkeästi havaita konvergoitumista (mm. Kreikka), ja 3) vähäisten staattisten, mutta konvergoituvien dynaamisten korrelaatioiden maat (mm. Suomi ja Irlanti).

Banking fragility and distress: An econometric study of macroeconomic determinants

Jarmo Pesola

13/2005

ISBN 952-462-216-5, painettu julkaisu

ISBN 952-462-217-3, verkkojulkaisu

Avainsanat: rahoitusjärjestelmän haavoittuvuus, sokki, luottotappio, pankkikriisi

Tutkimuksessa on analysoitu ekonometrisen mallin avulla pankkisektorin ahdinkoon vaikuttavia makrotaloudellisia tekijöitä. Malli on estimoitu paneeliaineistolla, joka kattaa Pohjoismaat, Belgian, Saksan, Kreikan, Espanjan ja Yhdistyneen kuningaskunnan ja ajanjakson osittain aina

1980-luvun alkuvuosista vuoteen 2002. Selitettävänä tekijänä on pankkien luottotappioiden suhde luottokantaan. Selittävinä muuttujina on viivästetyn selitettävän muuttujan lisäksi käytetty kahta ristitermiä. Niistä toinen on muodostettu yhdistämällä tuloyllätykset ja toinen yhdistämällä korkoyllätykset viivästettyyn aggregaattitason velkaantuneisuusmuuttujaan. Tutkimuksessa esitetyn makrotaloudellisen hypoteesikehikon mukaan luottotappiot aiheutuvat voimakkaista epäedullisista makrotaloudellisista sokeista pankkien ollessa vaikeasti altistuneita tällaisten sokkien vaikutuksille. Analyysin perustana olevat tulo- ja reaalkorkoinnovaatiot on muodostettu näistä muuttujista julkaistujen ennusteiden avulla.

Tutkimustulosten mukaan asiakkaiden raskas velkaantuneisuus yhdistettynä tulo- ja reaalkorkomuuttujaan kohdistuvaan yllättävään makrotaloudelliseen sokkiin lisäsi pankkisektorin ahdingkoa. Luottotappiot käyttäytyvät selkeän autoregressiivisesti, mikä mahdollisesti johtuu luottotappioiden takaisinkytkentävaikutuksesta makrotasolle syvissä taantumavaiheissa. Tutkimustuloksia voidaan käyttää pankkisektorin makrostressitestaukseen.

The demand for money market mutual funds

Karlo Kauko

14/2005

ISBN 952-462-218-1, painettu julkaisu

ISBN 952-462-219-X, verkkojulkaisu

Avainsanat: rahamarkkinarahastot, rahan kysyntä

Tässä keskustelualoitteessa esitetään rahamarkkinarahastojen kysyntää kuvaava malli. Nämä rahastot ovat muuten erittäin läheinen käyttelytilitalletusten substituutti, mutta rahamarkkinarahastoja ei voida käyttää maksuvälineinä. Rahamarkkinarahastojen kysyntä voimistuu, jos aiottu transaktioiden määrä on vähäinen. Korkea korkotaso lisää käyttelytilitalletusten hallussapidon kustannuksia. Voimakas korkovolatiliteetti paradoksaalisesti lisää käyttelytilitalletusten riskiä

enemmän kuin rahamarkkinarahastojen riskiä. Tulokset ovat suurelta osin sopusoinnussa suomalaisen aineiston kanssa.

Fiscal policy in the 1920s and 1930s. How much different it is from the post war period's policies?

Matti Virén

15/2005

ISBN 952-462-220-3, painettu julkaisu

ISBN 952-462-221-1, verkkojulkaisu

Avainsanat: finanssipolitiikka, alijäämä, epäsymmetrinen käyttäytyminen

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan 1920- ja 1930-luvun finanssipolitiikkaa. Tarkoitus on selvittää, missä määrin valtioiden toiminta oli samanlaista kuin toisen maailmansodan jälkeisenä aikana. Erityisen mielenkiinnon kohteena on mahdollinen finanssipolitiikan epäsymmetrisyys eli kysymys siitä, reagoivatko ali- ja ylijäämät eri tavalla tulojen kasvuun laman aikana ja korkeasuhdanteissa. Analyysit tehdään käyttäen lähinnä Kansainliiton tilastoja. Aikasarja-aineistoa on 32 maasta, ja se kattaa ajanjakson 1925–1938. Estimointitulokset viittaavat siihen, että toista maailmansotaa edeltävänä ajanjaksona alijäämät olivat vähemmän sensitiivisiä tuotannon suhteen, eivätkä yhtä voimakkaasti epäsymmetrisiä kuin sotien jälkeisenä ajanjaksona. Muutoin tuloksiin pätevät samat lainalaisuudet, ja tämä koskee erityisesti velkaantuneisuuden rajoittavaa vaikutusta alijäämiin.

BOFIT Discussion Papers

ISSN 1456-4564, painetut julkaisut

ISSN 1456-5889, verkkojulkaisut

Bank supervision Russian style: Rules versus enforcement and tacit objectives

Sophie Claeys – Gleb Lanine – Koen Schoors
10/2005

ISBN 952-462-786-8, painettu julkaisu

ISBN 952-462-787-6, verkkojulkaisu

Asiasanat: pankkivalvonta, pankkikriisit, Venäjä

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan keskuspankin kahden keskeisen tavoitteen – yksittäisen pankin vakauden ja koko rahoitusjärjestelmän vakauden – potentiaalista konfliktia. Tutkittavana on, miten Venäjän keskuspankki on peruuttanut pankkien lisenssejä vuosina 1999–2002. Näyttää siltä, että lisenssin peruuttaminen on epätodennäköisempää, kun on kyse niistä pankeista, jotka toimivat aktiivisesti interbank-markkinoilla. Lisäksi jotkin pankit ovat ilmeisesti liian suuria, jotta niiden pankkilisenssi voitaisiin helposti peruuttaa. Myös pankit, jotka toimivat seuduilla, joilla on vähän pankkeja, näyttävät olevan paremmin turvassa lisenssin peruuttamiselta. Venäjän keskuspankki on myös haluton peruuttamaan pankkiluvan sellaisilta pankeilta, joilla on enemmän talletuksia suhteessa omiin pääomiin kuin on luvallista. Näyttää siis siltä, että keskuspankki välittää koko rahoitusjärjestelmän vakaudesta ja tallettajien luottamuksen säilyttämisestä.

On the speed of economic reform: Tale of the tortoise and the hare

Bruno Merlevede – Koen Schoors

11/2005

ISBN 952-462-788-4, painettu julkaisu

ISBN 952-462-789-2, verkkojulkaisu

Asiasanat: uudistukset, gradualismi, big bang, suorat sijoitukset, talouskasvu

Tässä työssä tarkastellaan, kuinka talousuudistusten vauhti ja talouskasvu vaikuttavat toisiinsa. Estimoitavana on kolmen yhtälön systeemi, jossa talouskasvu, uudistusten vauhti sekä suorat sijoitukset määräytyvät yhtäaikaisesti. Uudistukset vaikuttavat kasvuun negatiivisesti, kun ne tehdään, mutta myöhemmin niiden vaikutus muuttuu positiiviseksi. Lisäksi uudistukset houkuttelevat ulkomaisia suoria sijoituksia. Jos maa peruuttaa uudistuksiaan, talouskasvu hidastuu. Työssä käytetään estimoitua mallia nopeiden ja hitaampien uudistusten vaikutusten simulointiin. Tällainen simulaatio on mahdollinen ainoastaan, jos etukäteen on epävarmaa, kumpi uudistustahti valitaan. Tulokset osoittavat, että suhteellisen pienikin todennäköisyys uudistusten peruuttamiselle tekee hitaasta uudistustahdista hyvinvoinnin kannalta paremman. Tämä tulos on vielä voimakkaampi, jos uudistuksista päättävät poliitikot välittävät enemmän lyhyen aikavälin tapahtumista kuin pitkän aikavälin kehityksestä. Jos äänestäjät toisaalta ovat samalla tavalla likinäköisiä, nopea uudistustahti on todennäköisempi.

Russian equity market linkages before and after the 1998 crisis: Evidence from time-varying and stochastic cointegration tests

Brian M. Lucey – Svitlana Voronkova
12/2005

ISBN 952-462-790-6, painettu julkaisu
ISBN 952-462-791-4, verkkojulkaisu

Asiasanat: osakemarkkinoiden integraatio, Keski- ja Itä-Euroopan osakemarkkinat, Venäjän, osakemarkkinat, yhteisintegroituvuus

Tässä tutkimuksessa selvitetään, miten kehittyneiden talouksien osakemarkkinoiden kehitys vaikuttaa Venäjän sekä muiden Keski- ja Itä-Euroopan maiden osakemarkkinoihin. Tutkimuksen aineisto on vuosilta 1995–2004. Työssä käytetään perinteisen Johansenin – Juseliuksen yhteisintegroituvuustestin lisäksi uudempia testejä, esimerkiksi Gregoryn – Hansenin testiä. Tämä yhteisintegroituvuustesti sallii muutoksia muuttujien välisissä pitkän aikavälin riippuvuussuhteissa. Lisäksi työssä käytetään Harrisin, McCaben ja Leybournen kehittämää uutta stokastista yhteisintegroituvuustestiä ja Breitungin ei-parametrin testiä. Nämä kaksi testiä osoittavat, että Venäjän osakemarkkinoiden kehitys on vuoden 1998 kriisin jälkeen riippunut enemmän kehittyneiden maiden markkinoista, mutta ei Keski- ja Itä-Euroopan maiden markkinoista. Tämä tulos saa tukea myös työssä laskeutuista dynaamisista ehdollisista korrelaatioista. Tuloksien mukaan eri markkinoiden välisten riippuvuussuhteiden muuttuminen ajan myötä pitää ottaa huomioon markkinoiden kehitystä mallinnettaessa. Lisäksi tuloksista pystyy päättämään, että korrelaation lisääntyminen Venäjän markkinoiden ja muiden markkinoiden kesken vähentää sitä sijoitusten hajauttamisesta syntyvää kansainvälisten sijoittajien hyötyä, jota Venäjälle tehtävistä sijoituksista on aiemmin saatu.

Growth expectations and banking system fragility in developing economies

Eugenio Proto
13/2005

ISBN 952-462-792-2, painettu julkaisu
ISBN 952-462-793-0, verkkojulkaisu

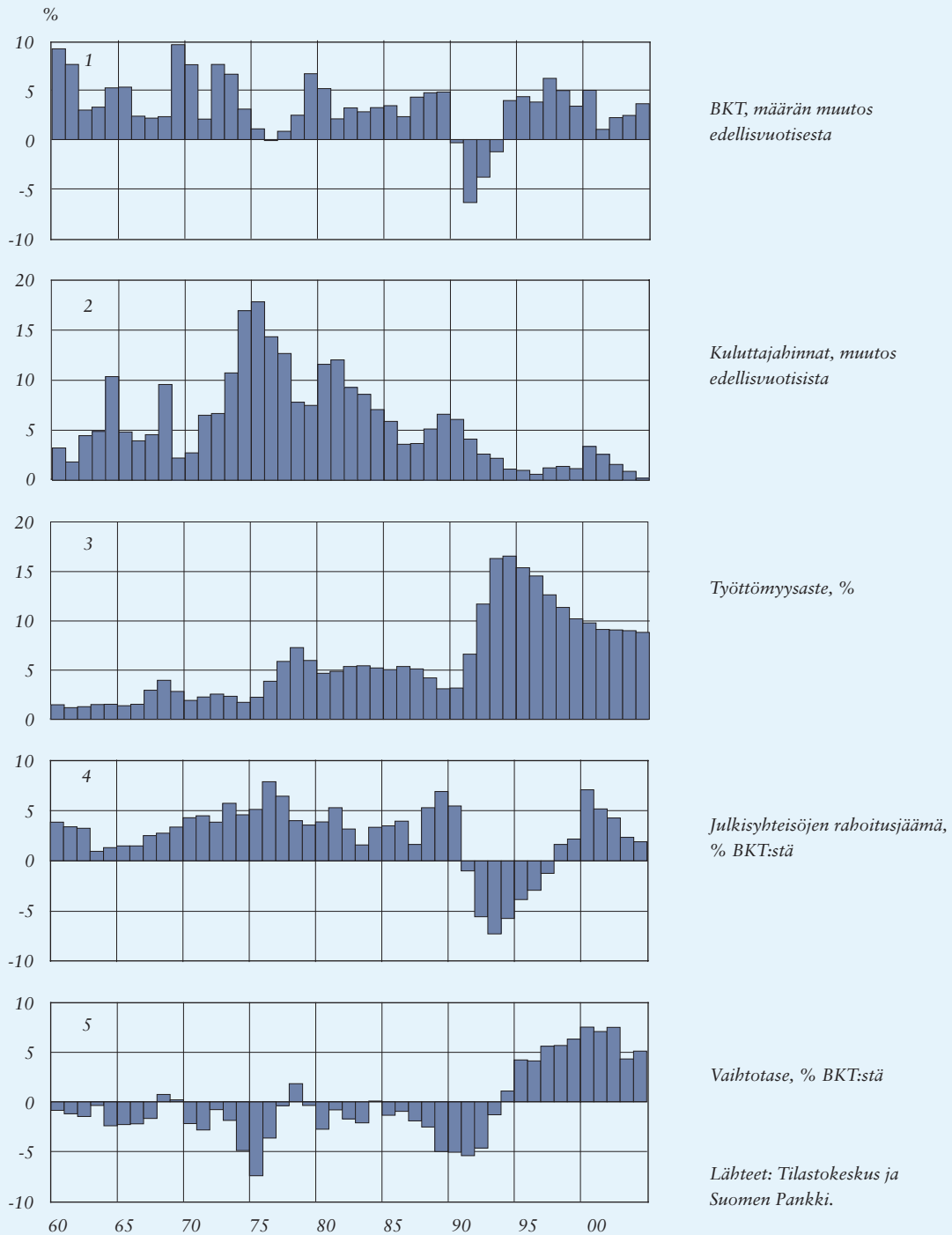
Asiasanat: pankkikriisit, kehittyvät taloudet, talletussuoja

Tässä tutkimuksessa haetaan selitystä havaintoon, jonka mukaan pankkikriisien todennäköisyys näyttää olevan suurempi nopean talouskasvun maissa. Tutkimuksen teoreettinen malli perustuu Diamondin ja Dybvigin tunnettuun malliin, jossa pankit tarjoavat kuluttajille vakuutuksen kulutuksen vaihteluita vastaan. Mallin tuloksien mukaan nopea odotettu kasvu nostaa optimaalisen likviditeettivakuutuksen tasoa, vaikka tämä lisäksikin talletuspaon mahdollisuutta. Empiiriset tulokset tukevat tätä hypoteesia. Talletuskorkojen vaikutus pankkikriisin todennäköisyyteen on suurempi pitkän nousukauden jälkeen. Julkisen vallan toimet – kuten pankkien pelastaminen tai talletusvakuutus – ovat mallissa tehokkaita, vaikka ne lisäävätkin pankkisektorin haavoittuvuutta.

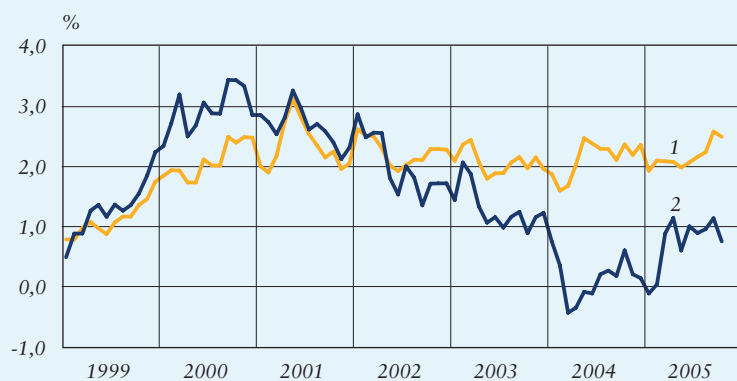
Kuviot

1. Keskeiset tasapainomuuttujat
2. Hintavakaus euroalueella ja Suomessa
3. Rahamäärän kehitys euroalueella
4. Keskuspankkikorkoja
5. Euriborkorot
6. Kansainvälisiä 3 kuukauden korkoja
7. Pohjoismaiden 3 kuukauden korkoja
8. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja
9. Suomalaisten pankkien viitekorkoja ja 12 kuukauden euribor
10. Lainojen ja talletusten keskikorot
11. Uusien kotitalousluottosopimusten keskikorot
12. Pankkien luottokanta korkosidonnaisuuksittain
13. Rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät lainat
14. Euron kurssi dollariin ja jeniin nähden
15. Euron kurssi Englannin puntaan ja Ruotsin kruunuun nähden
16. Suomen kilpailukykyindikaattoreita
17. Euroalueen osakeindeksejä
18. Suomen julkisen talouden tasapaino
19. Suomen julkisen talouden velka
20. Suomen kauppataase ja vaihtotase
21. Suomen viennin aluejakauma
22. Suomen vienti toimialoittain
23. Suomen ulkomaankauppahinnat
24. Suomen ulkomaisen nettovarallisuuden eriä
25. Suomen BKT ja teollisuustuotanto
26. Työttömyysaste
27. Suomen varallisuushintoja

1. Keskeiset tasapainomuuttujat



2. Hintavakaus euroalueella ja Suomessa



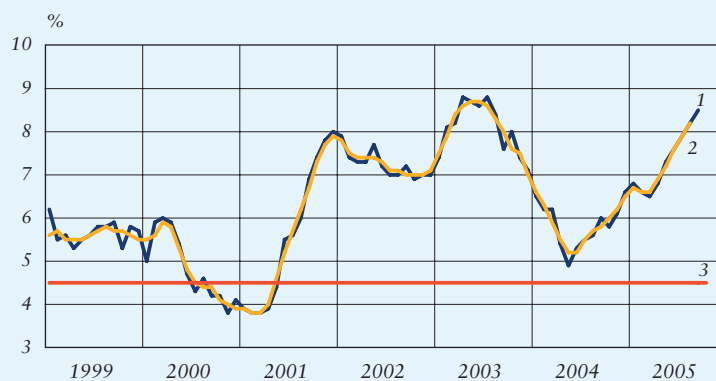
Yhdenmukaistettu kuluttajahinta-
indeksi, 12 kk:n prosenttimuutos

1. Euroalue

2. Suomi

Lähteet: Eurostat ja Tilastokeskus.

3. Rahamäärän kehitys euroalueella



1. Rahamäärä M3:

12 kk:n prosenttimuutos

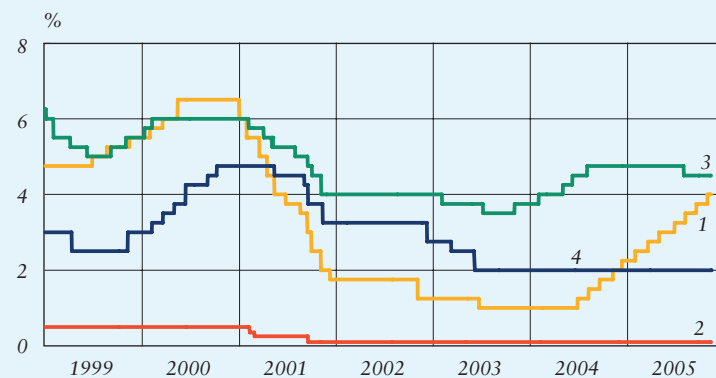
2. M3: 12 kk:n prosenttimuutoksen

3 kk:n liukuva keskiarvo

3. M3:n viitearvo

Lähde: Euroopan keskuspankki.

4. Keskuspankkikorkoja



1. Yhdysvaltain fed funds
-tavoitekorko

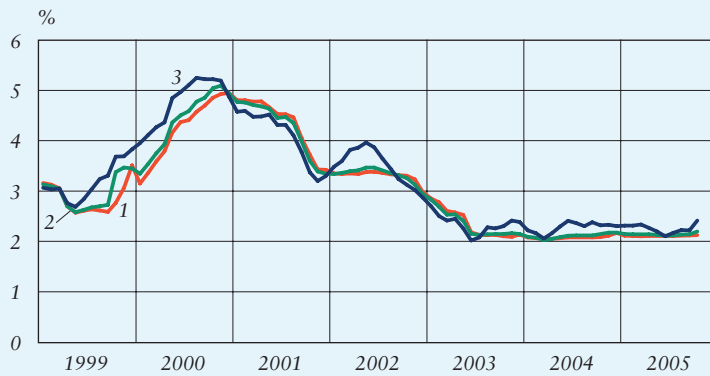
2. Japanin diskonttokorko

3. Ison-Britannian repokorko

4. Eurojärjestelmän perus-
rahoitusoperaatioiden korko /
minimitarjouskorko

Lähde: Bloomberg.

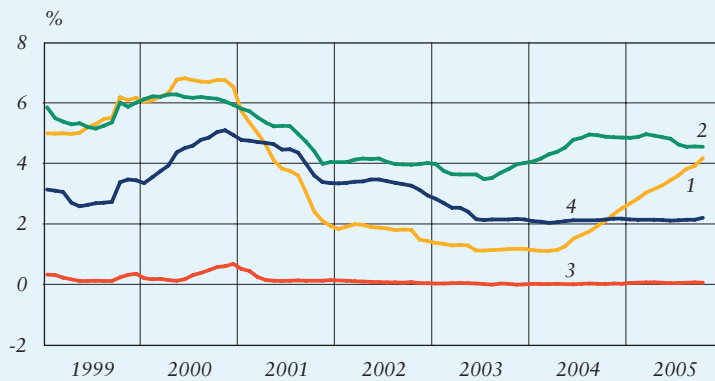
5. Euriborkorot



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

Lähde: Reuters.

6. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja

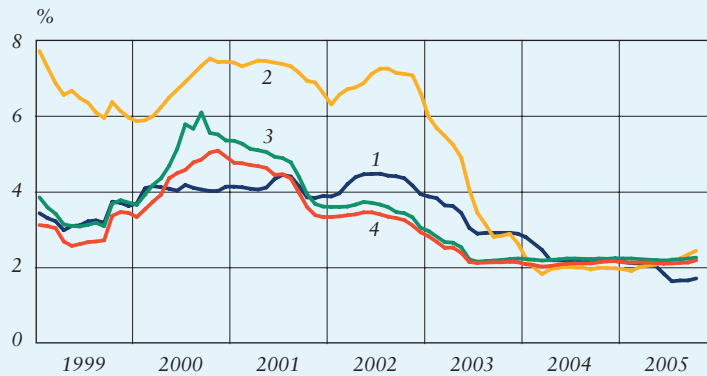


Pankkien välisiä korkoja

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

Lähde: Reuters.

7. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja

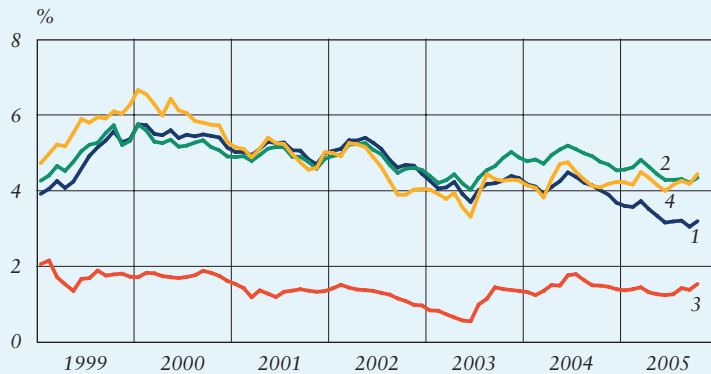


Pankkien välisiä korkoja

- 1. Ruotsi
- 2. Norja
- 3. Tanska
- 4. Suomi

Lähde: Reuters.

8. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja

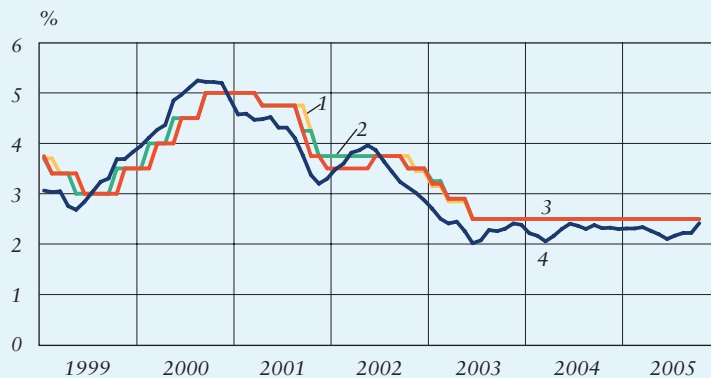


Valtion 10 vuoden obligaatiokorkoja

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

Lähde: Reuters.

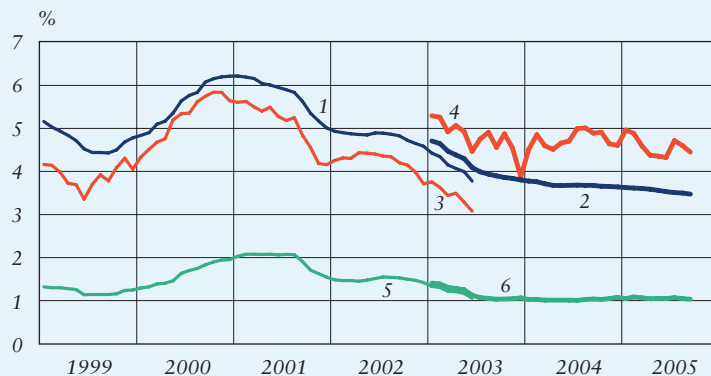
9. Suomalaisen pankkien viitekorkoja ja 12 kuukauden euribor



1. Nordea-prime kuukauden lopussa
2. Sampo-prime kuukauden lopussa
3. Osuuspankkiryhmän prime kuukauden lopussa
4. 12 kk:n euribor

Lähteet: Pankit ja EKP.

10. Lainojen ja talletusten keskikorot

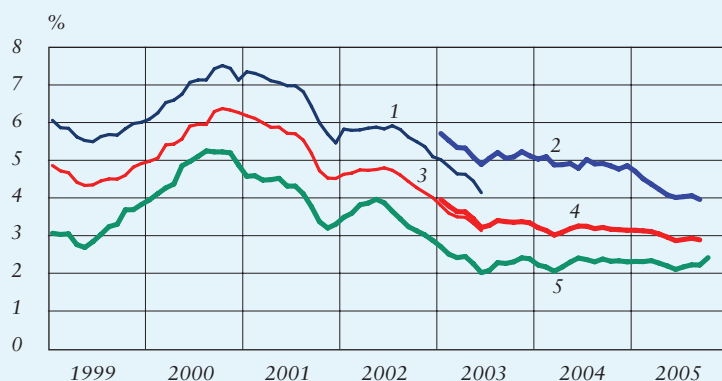


1. Pankkien lainakanta
2. Rahalaitosten lainakanta
3. Pankkien uudet lainat
4. Rahalaitosten uudet lainasopimukset
5. Pankkien talletuskanta
6. Rahalaitosten talletuskanta

Lähde: Suomen Pankki.

Tiedonkeruu muuttui 1.1.2003. Uudessa tiedonkeruussa rahalaitokset sisältävät talletuspankkien lisäksi myös muut luottolaitokset.

11. Uusien kotitalousluottosopimusten keskikorot



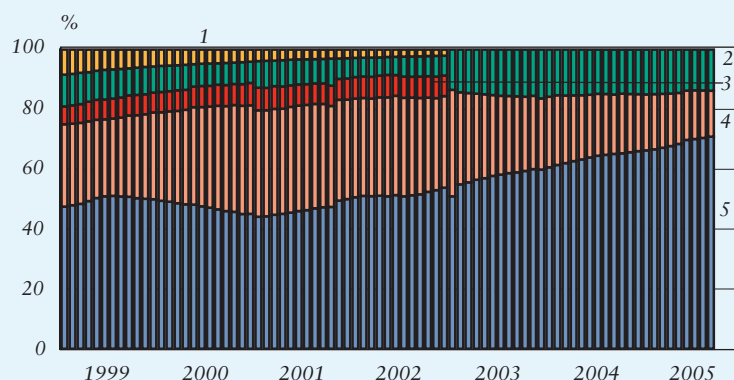
1. Pankkien uudet kulutusluotot
2. Rahalaitosten uudet kulutusluottosopimukset*
3. Pankkien uudet asuntolainat
4. Rahalaitosten uudet asuntolainasopimukset
5. 12 kk:n euribor

*Luokitusmuutos: Uusista kulutusluottosopimuksista on siirretty korttiluotot yhteen tililuottojen kanssa.

Lähde: Suomen Pankki.

Tiedonkeruu muuttui 1.1.2003. Uudessa tiedonkeruussa rahalaitokset sisältävät talletuspankkien lisäksi myös muut luottolaitokset.

12. Pankkien luottokanta korkosidonnaisuuksittain

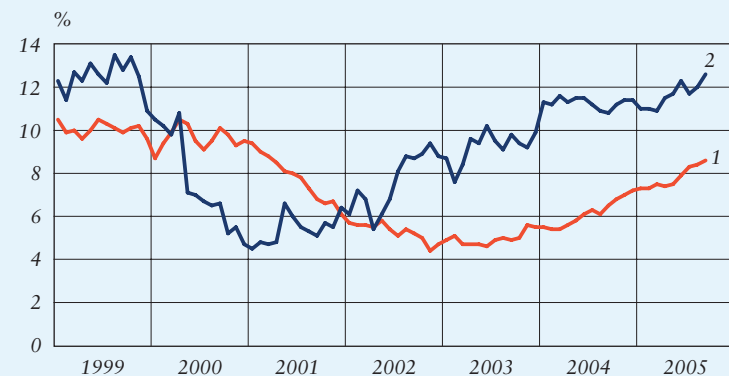


1. Peruskorkosidonnaiset
2. Muihin korkoihin sidotut (sisältää vuodesta 2003 alkaen myös peruskorkoon ja kiinteään korkoon sidotut)
3. Kiinteäkorkoiset
4. Pankkikohtaisiin viitekorkoihin sidotut (primekorot ja vastaavat pankkien omat viitekorot)
5. Euriborsidonnaiset

Lähde: Suomen Pankki.

Tiedonkeruu muuttui 1.1.2003 alkaen.

13. Rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät lainat

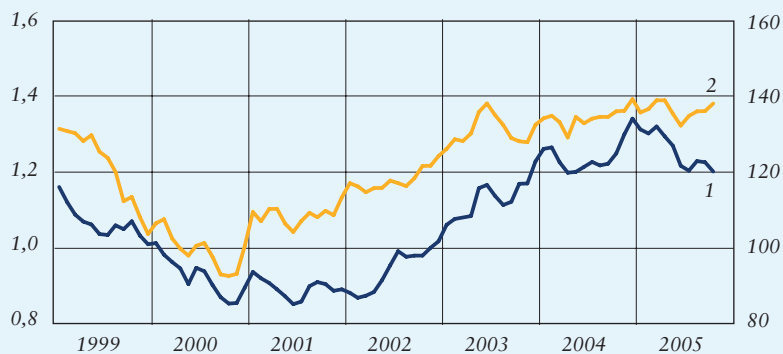


12 kk:n prosenttimuutos

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

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Suomen Pankki.

14. Euron kurssi dollariin ja jeniin nähden

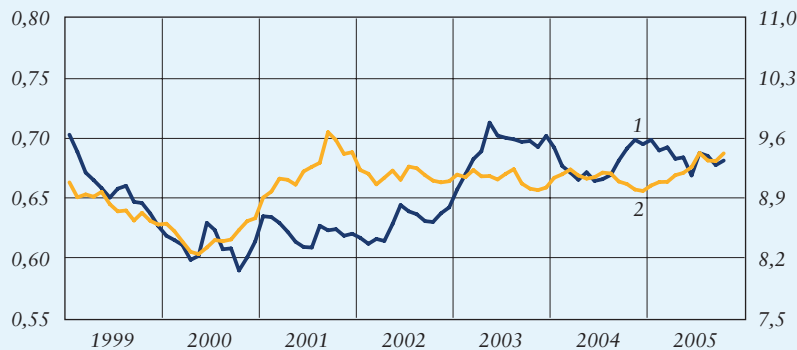


Kun euro vahvistuu,
käyrä nousee.

1. Euron arvo Yhdysvaltain dollareina (vasen asteikko)
2. Euron arvo Japanin jeneinä (oikea asteikko)

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Reuters.

15. Euron kurssi Englannin puntaan ja Ruotsin kruunuun nähden

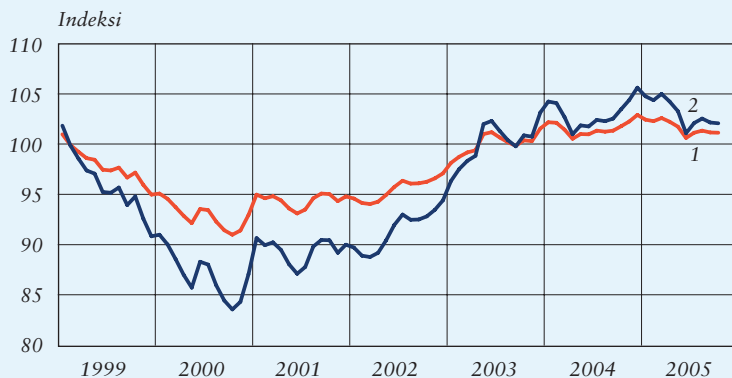


Kun euro vahvistuu,
käyrä nousee.

1. Euron arvo Englannin puntina (vasen asteikko)
2. Euron arvo Ruotsin kruunuina (oikea asteikko)

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Reuters.

16. Suomen kilpailukykyindikaattoreita

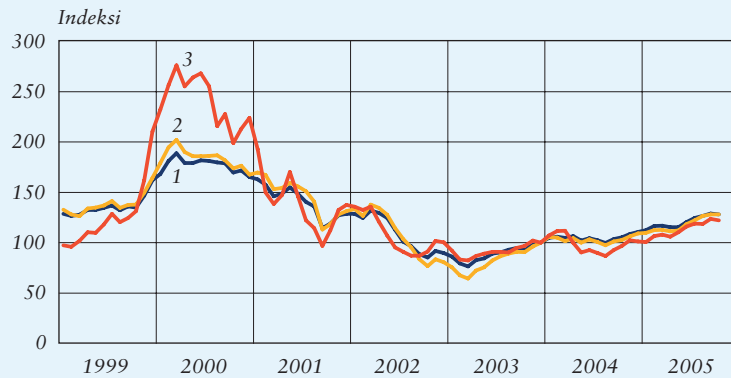


Tammi-maaliskuu 1999 = 100
Perustuvat ulkomaankauppapainoisiin valuuttakursseihin.
Kun Suomen hintakilpailukyky heikkenee, käyrä nousee.

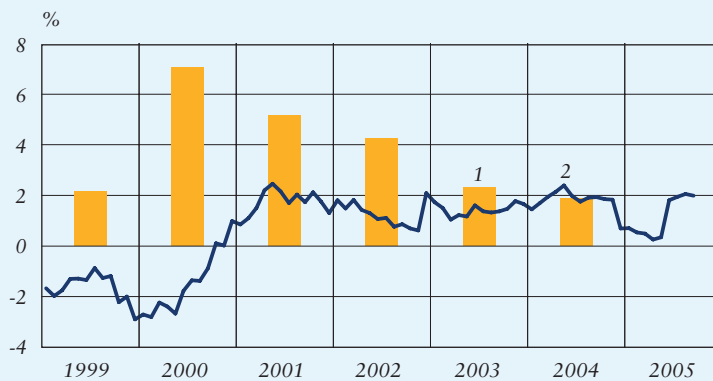
1. Suppea kilpailukykyindikaattori euroalueen maat mukaan lukien
2. Suppea kilpailukykyindikaattori

Lähde: Suomen Pankki.

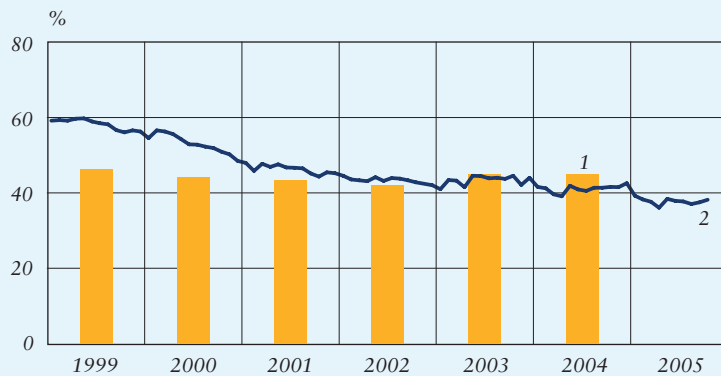
17. Euroalueen osakeindeksejä



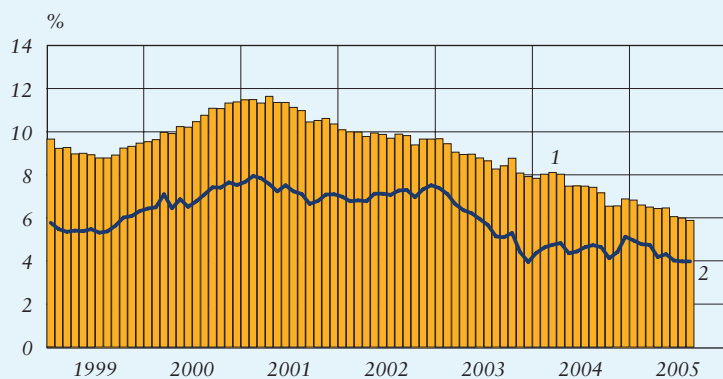
18. Suomen julkisen talouden tasapaino



19. Suomen julkisen talouden velka



20. Suomen kauppataase ja vaihtotase



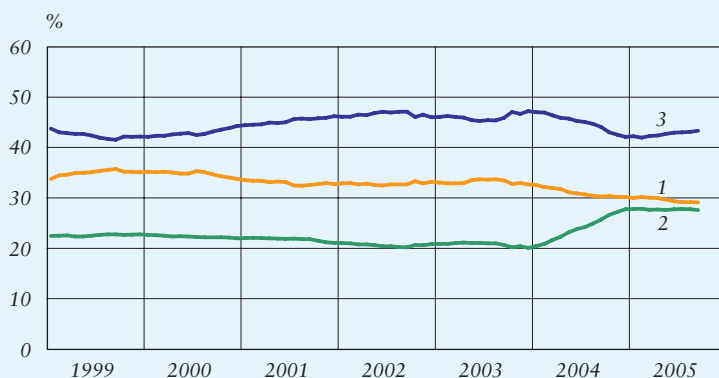
12 kk:n liukuva summa, % BKT:stä

1. Kauppataase, fob-arvo

2. Vaihtotase

Lähde: Suomen Pankki.

21. Suomen viennin aluejakauma



12 kk:n liukuva summa,

% koko viennistä

1. Euroalue

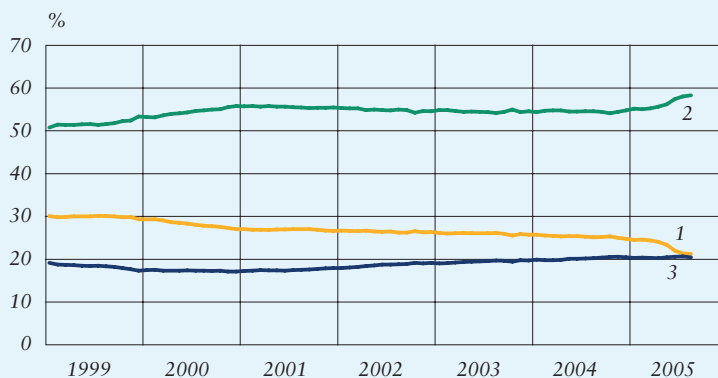
2. Muut EU-maat

3. Muu maailma

Lähteet: Tullihallitus ja

Tilastokeskus.

22. Suomen vienti toimialoittain



12 kk:n liukuva summa,
prosenttiosuus koko viennistä

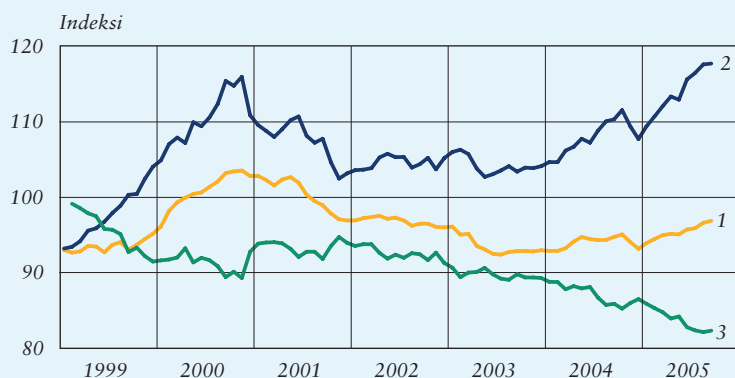
1. Metsäteollisuus

2. Metalliteollisuus (ml.
elektroniikkateollisuus)

3. Muu teollisuus

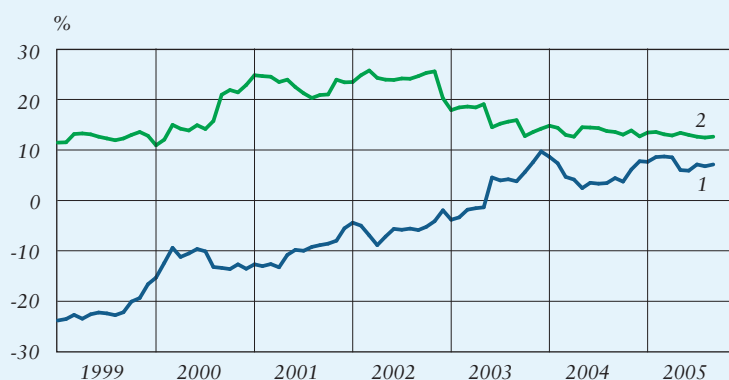
Lähde: Tullihallitus.

23. Suomen ulkomaankauppahinnat



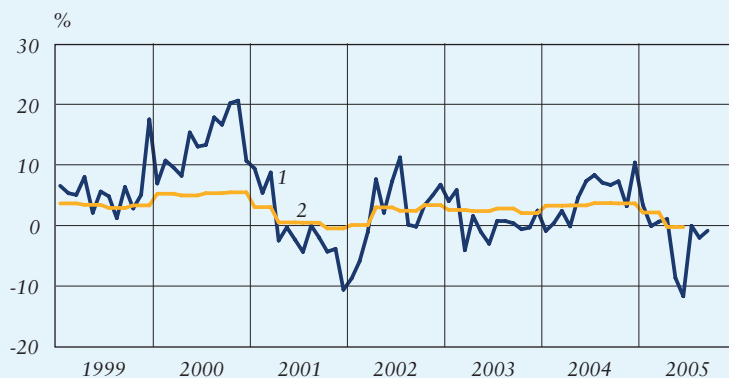
1995 = 100
 1. Vientihinnat
 2. Tuontihinnat
 3. Vaihtosuhte
 Lähde: Tilastokeskus.

24. Suomen ulkomaisen nettovarallisuuden eriä



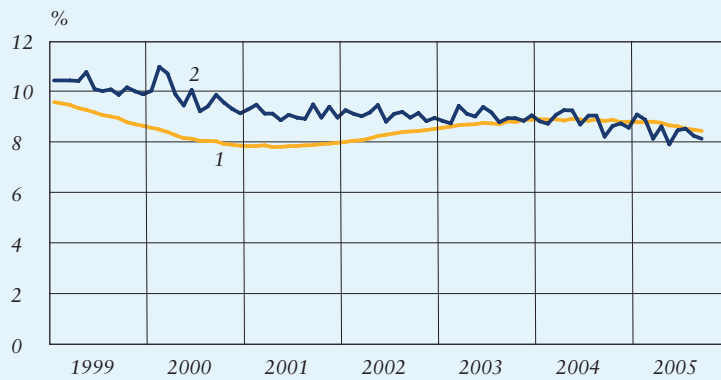
% BKT:stä
 1. Suomen ulkomainen nettovarallisuus ilman oman pääoman eriä
 2. Suorat sijoitukset Suomesta ulkomaille, netto
 Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

25. Suomen BKT ja teollisuustuotanto



Prosenttimuutos edellisvuotisesta
 1. Teollisuustuotanto
 2. Bruttokansantuote
 Lähde: Tilastokeskus.

26. Työttömyysaste

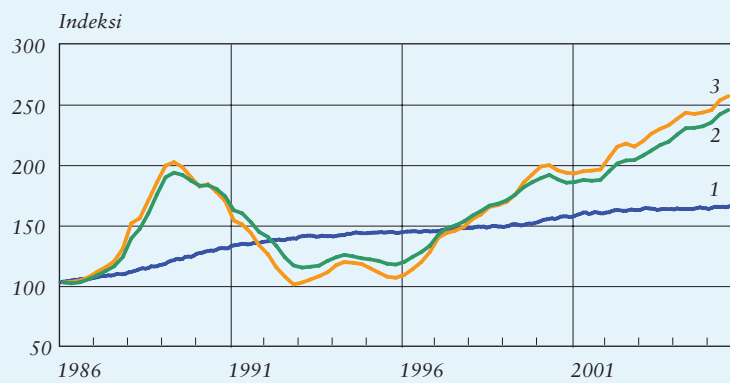


1. Euroalue

2. Suomi

Lähteet: Eurostat, Tilastokeskus
ja Suomen Pankki.

27. Suomen varallisuushintoja



Tammikuu 1985 = 100

1. Kuluttajainnät

2. Asuntojen hinnat

3. Vanhojen kaksioiden velaton
neliöhinta

Lähde: Tilastokeskus.

Euro & talous -lehden artikkelit vuonna 2005

1 • 2005

Talouden näkymät

Liiteartikkelit

Juha Kilponen – Antti Ripatti Kilpailun lisääntyminen hyödyke- ja työmarkkinoilla

Helvi Kinnunen Peruspalvelujen tuottavuus, työmarkkinat ja julkinen talous Suomessa

Mikko Spolander – Juha Tarkka Verotus ja työllisyys – kansainvälistä vertailua

Jouko Vilmunen Hintojen muutosten tiheys mikroaineiston valossa

2 • 2005

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Rahoitusjärjestelmän vakaus

Risto Herrala Asuntomarkkinat ja kotitalouksien velkaantuminen

Helvi Kinnunen EU:n heikko innovatiivisuus kilpailukyyn este

Laura Vajanne Vähittäiskorot euromaissa

3 • 2005

Talouden näkymät

Liiteartikkelit

Heli Pyykkö – Markus Bunders Suomen ulkomaankaupan rakenne

Juha Kilponen – Helvi Kinnunen Väestön ikääntyminen ja talouden yleinen tasapaino

Samu Kurri Kuluttajahintojen muutokset

4 • 2005

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Pekka Sutela Jatkuuko Venäjän kasvu?

Harri Lahdenperä – Ilmo Pyyhtiä Uudet ERM II -maat ja talous- ja rahaliitto

Kaarina Huumo – Marianne Palva Pankkilainat käyttöön vakuutena Suomessa

Anna-Maija Tikkanen TARGET 2 -maksujärjestelmä Suomessa toimivien asiakkaiden näkökulmasta

Euro & talous • Erikoisnumero

Rahoitusjärjestelmän vakaus

Suomen Pankin organisaatio

28.9.2005

PANKKIVALTUUSTO

Puheenjohtaja **Olavi Ala-Nissilä**, varapuheenjohtaja **Jouni Backman, Ilkka Kanerva, Arja Alho, Janina Andersson, Sirkka-Liisa Anttila, Timo Kalli, Jyrki Katainen, Martti Korhonen**

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

JOHTOKUNTA

Erkki Liikanen
johtokunnan
puheenjohtaja

Matti Louekoski
johtokunnan
varapuheenjohtaja

Sinikka Salo
johtokunnan jäsen

Pentti Hakkarainen
johtokunnan jäsen

Johtokunnan sihteeri Heikki T. Hämäläinen

Yleisvastuu EKJP-asioista	Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto <i>Heikki Koskenkylä</i> <ul style="list-style-type: none">• Vakaustoimisto• Yleisvalvontatoimisto Tilastoyksikkö <ul style="list-style-type: none">• Maksutasetoimisto• Rahoitustilasto-toimisto• Tilastojärjestelmä-toimisto	Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto <i>Antti Suvanto</i> <ul style="list-style-type: none">• Ennustetoimisto• Kirjasto ja tietopalvelut -toimisto• Seurantatoimisto Siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT) Tutkimusyksikkö	Pankkitoimintaosasto <i>Pentti Pikkarainen</i> <ul style="list-style-type: none">• Markkinaoperaatioiden toimisto• Riskienhallinta-toimisto• Sijoitustoimisto Maksuliikkeyksikkö <ul style="list-style-type: none">• Selvitys- ja maksu-toimisto• TARGET-toimisto
Johdon sihteeristö <i>Kjell Peter Söderlund</i> Johtokunnan sihteeripalvelut Kansainvälinen yksikkö Lakiasiain yksikkö Viestintäyksikkö Strategia- ja organisaatioryhmä			Hallinto-osasto <i>Esa Ojanen</i> <ul style="list-style-type: none">• Hallintopalvelu-toimisto• Kielipalvelutoimisto• Kiinteistötoimisto• Taloushallinto-toimisto Henkilöstöyksikkö IT-yksikkö Turvallisuusyksikkö
Sisäinen tarkastus <i>Erkki Kurikka</i>	Maksuvälineosasto <i>Urpo Levo</i> <ul style="list-style-type: none">• Aluekonttorit Kuopio, Oulu, Tampere, Turku, Vantaa		

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

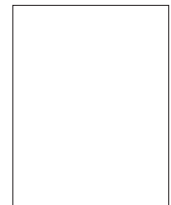
Suomen Pankki

PL 160, 00101 HELSINKI

Puhelin: 010 8311, faksi: (09) 174 872, sähköposti: publications@bof.fi

Euro & talous -lehden tilaus tai jakelun muutosilmoitus

Vanhat yhteystiedot
Yritys
Nimi
Osoite
Uudet yhteystiedot
Yritys
Nimi
Osoite
Uusi tilaus <input type="radio"/> Peruutus <input type="radio"/> Kpl



SUOMEN PANKKI

PL 160
00101 HELSINKI