



---

# Euro & talous

---

4 • 2001

---



- Suomen Pankin kokonaistaloudellinen ennuste 2001–2003
  - Suomen rahoitusjärjestelmän vakaus
  - Julkinen talous ja finanssipolitiikan valinnat
  - Vakaa hintataso ja muuttuvat hinnat
-

## Sisälllys

Suomen Pankin kokonaistaloudellinen ennuste  
2001–2003 I

Suomen rahoitusjärjestelmän vakaus 16

**Helvi Kinnunen**  
Julkinen talous ja finanssipolitiikan valinnat 26

**Juhana Hukkinen – Antti Suvanto**  
Vakaa hintataso ja muuttuvat hinnat 30

Eurojärjestelmän rahapolitiikan välineet 39

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja 41

Suomen Pankin kuukausitase 48

Kuviot KI

Suomen Pankin organisaatio

## Euro & talous

Markka & talous -lehden  
9. vuosikerta / 9:e årgången av  
Markka & talous

Euro & talous -lehden  
3. vuosikerta / 3:e årgången av  
Euro & talous

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

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

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

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

**Päätoimittaja**  
**Chefredaktör**  
Matti Vanhala

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

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

**Painopaikka/Tryckeri**  
Sävypaino, 2001

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

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

# Suomen Pankin kokonaistaloudellinen ennuste 2001–2003

5.12.2001

## Maailmantalouden odotetaan elpymistä taantumasta vuonna 2002

Lähiajan kasvunäkymät maailmantaloudessa ovat heikot, ja elpymistä odotetaan vasta vuoden 2002 puolivälin paikkeilla. Maailmantalouden BKT:n kasvun arvioidaan kansainvälisten laitosten ennusteissa jäävän vuosina 2001 ja 2002 parin prosentin tuntumaan ja ripeytyvän vuonna 2003 pitkän ajan keskimääräisen kasvun mukaiseen 4 prosentin vauhtiin. Maailmantalouden näkymät olivat synkentyneet jo ennen Yhdysvalloissa syyskuussa sattuneita terrori-iskuja. Iskut ovat osaltaan edelleen synkentäneet lähiajan näkymiä, sillä ne heikentävät merkittävästi, mutta kuitenkin vain tilapäisesti, Yhdysvaltojen ja koko maailmantalouden kasvua.

Yhdysvaltojen talouden kasvun on syksyn mittaan toistuvasti arvioitu jäävän aiemmin ennustettua pienemmäksi, ja melko yleisesti maan BKT:n vuosikasvun arvioidaan vuosina 2001 ja 2002 jäävän yhden prosentin tuntumaan tai jopa sitä vähäisemmäksi. Yhdysvaltojen talouden katsotaan olevan nyt taantumassa. Odotukset Japanin pitkäaikaisen laman taantumisesta ovat heikentyneet, ja elpymisen arvioidaan lykkääntyvän. Myös muiden – etenkin Yhdysvaltoihin suuntautuvasta viennistä riippuvaisten – Asian

*Suomen bruttokansantuotteen kasvu on viennin supistumisen ja investointien vaimentumisen vuoksi vielä heikkoa. Euroalueen inflaatio näyttää tulevaisuudessa maltilliselta, mikä on mahdollistanut rahapolitiikan keventämisen. Maailmantalouden elpymisestä taantumasta Suomen taloudella on hyvät edellytykset päästä viennin kasvun kautta uudelleen ripeään vauhtiin.*

*Niin yksityisen sektorin kuin julkisenkin talouden Suomessa viime vuosina saavuttama vahva rahoitusasema vaimentaa suhdante-taantumien vaikutuksia. Kasvun hidastuminen lisää kuitenkin työttömyyttä, joka on vielä eurooppalaisittain hyvin huomattava.*

maiden kasvu on heikentynyt huomattavasti, ja Latinalaisessa Amerikassa erityisesti Argentiina on ajautunut vaikeuksiin. Euroalueen tuotannon kasvun arvioitiin marraskuussa julkaisuissa kansainvälisten laitosten ennusteissa supistuvan aiemmin ennustetusta ja jäävän keskimäärin 1½ prosenttiin vuosina 2001 ja 2002. Euroaluekin on vuoden 2001 lopulla siten lähellä taantumaa. Kasvun hidastumisen ohella myös inflaatio on vuoden 2001 jälkipuoliskolla hidastunut niin Yhdysvalloissa kuin euroalueellakin, ja raaka-aineiden sekä tuottajahintojen aleneminen ennakoii inflaation edelleen maltillistuvan.

Euroalueen ja etenkin Suomen vientikysyntä on heikentynyt maailmankaupan kasvun voimakkaan hidastumisen vuoksi. Viennin määrän supistumisen lisäksi vientihinnat ovat alentuneet. Yhdysvaltojen talouden muutokset välittyvät nopeasti maailmantalouteen ja euroalueelle myös rahoitusmarkkinoilla sekä monikansallisten yritysten tulovirroissa ja tuotannossa ja investoinneissa. Osin euroalueen kasvunäkymien huononemisen vuoksi euron dollarikurssi on pysynyt heikkona. Euroalueen kasvun hidastuminen ja työttömyyden vähenemisen pysähtyminen ovat seurausta paitsi ulkoisista vaikutuksista myös alueen sisäisistä rakenteellisista ongelmista. Suo-

**Taulukko 1. Ennusteen keskeiset tulemat****Kysyntä ja tarjonta 1999–2003 vuoden 1995 hinnoin**

	1999	2000	e2001	e2002	e2003
<b>Prosenttimuutos edellisvuotisesta</b>					
Bruttokansantuote	4,0	5,7	0,4	1,3	3,1
Tuonti	4,0	15,7	-1,9	1,8	7,6
Vienti	6,8	18,1	-3,0	1,0	7,7
Yksityinen kulutus	4,0	3,0	1,8	2,1	2,3
Julkinen kulutus	1,9	0,7	1,6	2,4	2,1
Yksityiset investoinnit	3,9	7,4	2,7	0,3	3,6
Julkiset investoinnit	-2,2	-5,4	0,2	1,8	4,4
Varastojen muutos ja tilastollinen ero, % edellisen vuoden kokonaiskysynnästä	-0,4	0,2	-0,3	-0,1	-0,1
Kokonaiskysyntä	4,0	8,1	-0,2	1,4	4,3
Kotimainen kokonaiskysyntä	2,7	3,3	1,4	1,6	2,4

**Talouden keskeiset tasapainoluvut**

	1999	2000	e2001	e2002	e2003
<b>Prosenttimuutos</b>					
Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi	1,3	3,0	2,6	1,5	1,5
Kuluttajahintaindeksi	1,2	3,4	2,7	1,5	1,6
Ansiotaso	2,7	4,1	4,6	3,1	3,6
Työn tuottavuus	1,5	4,8	0,3	1,1	2,6
Yksikkötyökustannukset	0,6	-0,2	6,2	1,9	1,5
Työlliset	3,3	1,7	1,1	-0,7	0,6
Työllisyysaste, 15–64-vuotiaat, %	66,0	66,9	67,7	67,1	67,5
Työttömyysaste, %	10,2	9,8	9,2	9,8	9,7
Tavaroiden ja palveluiden viennin hinta	-5,1	4,6	-0,6	-0,7	1,0
Vaihtosuhte	-3,8	-2,0	1,3	-1,6	-1,0

**% BKT:stä, kansantalouden tilinpidon käsittein**

Kansantalouden veroaste	46,2	46,9	45,3	44,4	44,1
Julkisyhteisöjen nettoluotonanto	1,9	6,9	4,5	2,6	2,8
Julkisyhteisöjen EMU-velka	47,3	44,0	41,8	41,5	39,8
Kauppatase	9,5	11,3	10,5	9,7	9,9
Vaihtotase	6,0	7,4	6,6	6,0	6,0
Talletuspankkien uusien luottojen keskiporko, %	3,9	5,2	5,2	4,3	4,6

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

men suhdannetaantuma johtuu pääosin viennin heikkenemisestä, ja talouden odotetaan alkavan elpyä vientimarkkinoiden kasvun myötä asteittain vuoden 2002 alusta. Talouden toimivuudesta ja joustavuudesta riippuu, miten hyvin Suomen kotimarkkinat kantavat vientitaantuman yli.

Vuoden 2001 viimeisen neljänneksen havainnot ja kyselytiedot yritysten ja kotitalouksien lähitulevaisuutta koskevista suunnitelmista niin Yhdysvalloissa, euroalueella kuin Suomesakin osoittavat vielä heikkenevää talouskehi-

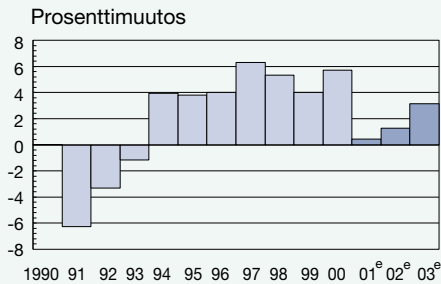
tystä. Uusimpien euroaluetta kuvaavien indikaattoreiden perusteella viennin ei nähdä vielä loppuvuonna voimistuvan eikä yksityisten investointien alkavan kasvaa. Toisaalta yksityisen kulutuksen kasvu jatkuu niin euroalueella kuin Yhdysvalloissakin, joskin aiempaa vaimeampana, ja pörssikurssit ovat jonkin verran nousseet tasolta, jolle ne laskivat syyskuussa terroristien jälkeä.

Talouspolitiikan toimin on pyritty tukemaan luottamusta rahoitusmarkkinoilla ja taloudessa

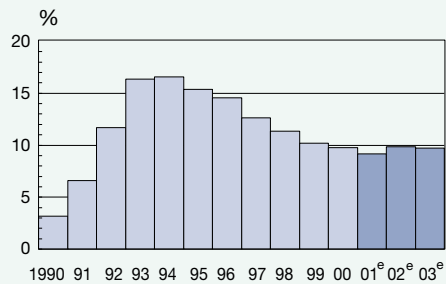
## Kuvio 1.

### Talouden keskeiset tasapainoluvut

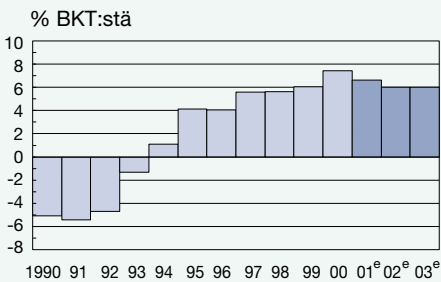
#### Bruttokansantuote



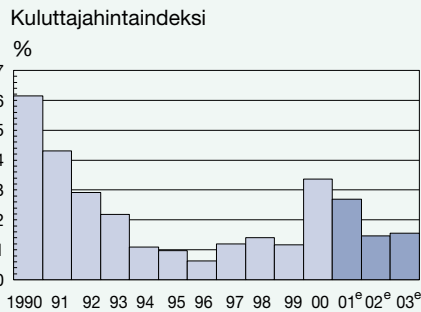
#### Työttömyysaste



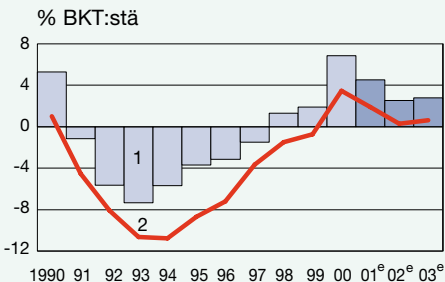
#### Vaihtotase



#### Inflaatio



#### Julkisen talouden rahoitusjäämä (EMU)

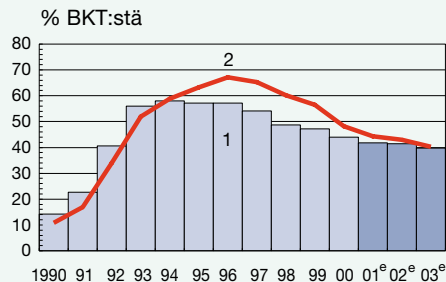


1. Julkinen sektori
2. Valtio

e = ennuste.

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankin ennuste.

#### Julkinen velka (EMU)



yleensäkin. Yhdysvaltojen rahapolitiikkaa on kevennetty alentamalla asteittain keskuspankkikorkoa vuoden alusta 4,5 prosenttiyksikköä historiallisen alhaiselle 2,0 prosentin tasolle. EKP on alentanut rahapolitiikan ohjauskorkoa vuoden 2001 aikana 1,5 prosenttiyksikköä 3,25 prosenttiin inflaatiopaineiden vaimentumisen myötä. Yhdysvaltojen finanssipolitiikkaa on kevennetty kysynnän tukemiseksi. Monissa euro-

alueen maissa – mm. Suomessa – toteutetaan vuonna 2002 jo aiemmin päätettyjä veronkevennyksiä monivuotisten rakenneohjelmien mukaisesti. Lisäksi julkinen talous tukee kansantalouden reaalista kasvua Suomessa ja niissä muissa euroalueen maissa, joissa julkisen talouden rahoitusasapaino on riittävän vahva. Tämä perustuu siihen, että verotulokertymät karttuvat heikommin hitaan kasvun oloissa ja työttömyys-

## Kehikko I. Ennusteen oletukset

### Kansainvälinen kauppa ja tuontihinnat

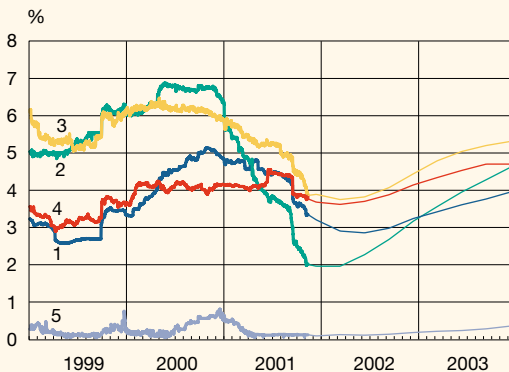
Ennusteessa oletetaan, että kansainvälisen kaupan voimakas hidastuminen vuonna 2001 jää tilapäiseksi ja että kauppa elpyy vuoden 2002 jälkipuoliskolla ripeästi (taulukko 2). Suomen vientimaiden tuonnin kasvu hidastuu 2,5 prosenttiin vuonna 2002 mutta kiihtyy yli 7 prosenttiin vuonna 2003. Raakaöljyn hinta on alentunut vuoden 2001 lopulla, mutta on keskimäärin vuonna 2001 noin 24 dollaria tynnyriltä. Jatkossa öljyn hinnan oletetaan pysyvän halpana, futuurinoteerausten perusteella alle 20 dollarina tynnyriltä. Öljyn hinnan lasku yhdessä muiden raaka-aineiden hintojen alenemisen kanssa käänsi tuontihinnat laskuun vuonna 2001. Vuonna 2002 muiden raaka-aineiden

hinnat alkavat lievästi nousta ja huolimatta öljyn hinnan laskusta tuontihinnat nousevat vuonna 2002. Vuonna 2003 tuontihinnat nousevat jo noin 2 %, kun maailmantalouden elpyminen alkaa näkyä hyödykkeiden hintakehityksessä.

### Korot ja valuuttakurssit määräytyvät markkinoilla

Kolmen kuukauden rahamarkkinakoron ja pitkien korkojen oletetaan vastaavan raha- ja valuuttamarkkinoilla marraskuun 13. päivänä 2001 vallinneita odotuksia. Näin ollen korkoja ja valuuttakursseja koskeva oletus on puhtaasti tekninen eikä millään tavalla ennakoiki EKP:n neuvoston korkopolitiikkaa tai arvioi

Kuvio 2. Eri valuuttojen 3 kuukauden korkoja ja korko-odotuksia

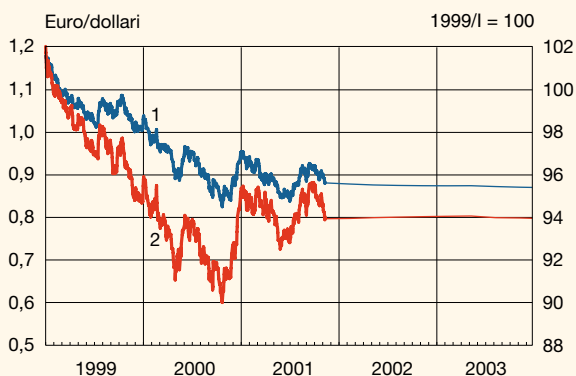


#### Pankkien välisiä korkoja

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

Lähteet: Bloomberg ja Suomen Pankki.

Kuvio 3. Valuuttakurssiodotukset



1. Euron arvo Yhdysvaltain dollareina (vasen asteikko)
2. Suomen nimellinen kilpailukykyindikaattori (oikea asteikko)<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Suppea, euroalueen mailla täydennetty.

Lähde: Suomen Pankki.

**Taulukko 2. Ennusteen oletukset**

	1999	2000	e2001	e2002	e2003
Suomen vientimaiden tuonti, pros.muutos	4,0	11,1	3,1	2,5	7,3
Suomen tuontihinnat, pros.muutos	-1,9	6,9	-1,0	0,8	1,9
Öljyn hinta, Yhdysvaltain dollari / barreli	18	28	24	19	19
Euribor, 3 kk, %	3,0	4,5	4,3	3,0	3,7
Valtion verollisen 4–5 vuoden obligaatoin korko, %	4,1	5,3	4,6	4,3	4,7
Suomen nimellinen kilpailukyindikaattori <sup>1</sup>	97,8	92,8	94,3	94,0	94,0
Yhdysvaltain dollari / euro	1,07	0,92	0,90	0,88	0,87

<sup>1</sup> Suppea, euroalueen mailla täydennetty, 1999/1 = 100

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

tasapainovaluuttakurssia. Odotukset on laskettu julkisesti noteerattavista korkofutuureista<sup>2</sup>. Markkinoilla lyhyiden korkojen odotetaan laskevan vielä vuoden 2002 alkupuolella, mutta alkavan sen jälkeen hieman nousta (kuvio 2). Näiden korko-odotusten perusteella euron

kurssi<sup>3</sup> heikkenee hieman Yhdysvaltojen dollariin nähden, mutta Suomen nimellinen kilpailukyindikaattori pysyy melko vakaana. Kaiken kaikkiaan markkinoiden odottamat valuuttakurssimuutokset ovat ennustejakson aikana pieniä (kuvio 3).

<sup>2</sup> Korkofutuuri on ehdoiltaan vakioitu rahoitusmarkkinainstrumentti, jonka avulla voidaan kiinnittää tulevan ajankohdan lainasopimuksen korko jo tällä hetkellä. Pitkiä korkoja koskeva arvio perustuu estimoituun tuotokäyrään 13.11.2001 (ks. Seppälä – Viertiö, *The Term Structure of Interest Rates: Estimation and Interpretation*, Suomen Pankin Keskustelualoitteita 19/1996).

<sup>3</sup> Odotettu valuuttakurssiura on laskettu nojaten kattamattomaan korkopariteettiin (joka sulkee arbitraasin eli varmojen voittojen mahdollisuuden) käyttäen kyseisen päivän valuuttakurssinoteerauksia ja odotettua korkouraa. Oletus on puhtaasti tekninen eikä ota millään tavoin kantaa euron tasapainovaluuttakurssiin.

korvausten lisääntyminen tasaa kotitaloussektorin tulojen vaihteluita.

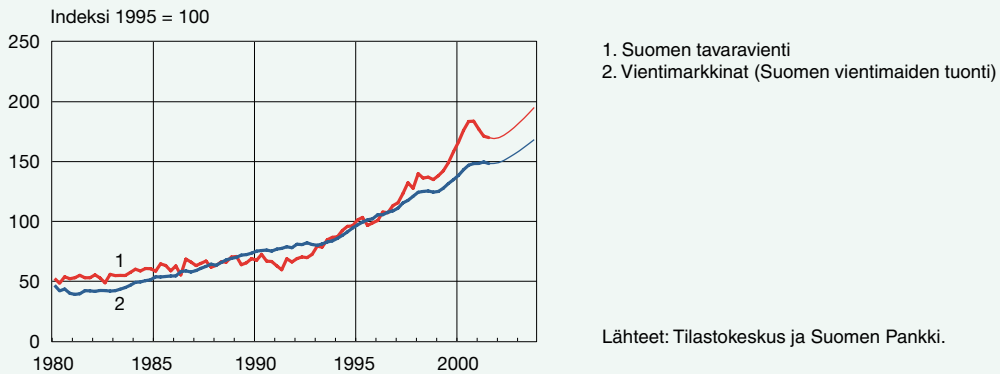
Euroalueella on hyvät edellytykset palata suhdannetaantumien jälkeen pitkän aikavälin keskimääräiseen kasvuvauhtiin, mikäli kansainvälinen talous vastaavasti toipuu. Yhdysvaltojen potentiaalisesta kasvusta ja erityisesti ns. uuden talouden vaikutuksista siihen on esitetty viime aikoina jonkin verran aiempaa varovaisempia arvioita, mutta Yhdysvaltojen ennustetaan parhaassa tapauksessa palaavan vuonna 2003 lähelle aiempaa trendikasvuun. Varovaisemmissa ennusteissa Yhdysvaltojen yksityisen sektorin velkaantuneisuus ja vaihtotaseen vaje kuitenkin pitävät kasvun ainakin lähivuosina totuttua hitaampana.

Suomen talouden kasvu<sup>1</sup> (taulukko 1, kuvio 1) vuosina 2001–2002 on selvästi heikompa kuin

aiemmin julkistamassamme ennusteen tarkistuksessa (Euro & talous 3/2001) arvioimme. Suomen bruttokansantuote supistui hieman vuoden 2001 ensimmäisellä neljänneksellä ja varsinkin voimakkaasti toisella neljänneksellä. Loppuvuonna sekä vuoden 2002 alussa kasvun ennustetaan jäävän vaimeaksi. Jos maailmantalous elpyy edellä selostettujen kansainvälisten oletusten mukaisesti, Suomen taloudella on vuoden 2002 jälkipuoliskolla hyvät edellytykset päästä viennin kasvun kautta uudelleen ripeään kasvuvauhtiin, joskaan ei viime vuosina koettuun korkeasuhdanteeseen. Inflaatio näyttää tulevaisuudessa pysyvän maltillisena. Niin yksityisen sektorin kuin julkisen talouden viime vuosina saavuttama vahva rahoitusasema vaimentaa suhdannetaantumien vaikutuksia. Valtiontalouden ylijäämät sulavat kuitenkin lähes kokonaan. Kasvun hidastuminen lisää työttömyyttä, joka on vielä eurooppalaisittainkin hyvin huomattava.

<sup>1</sup> Ennusteen luvut perustuvat 26.11.2001 käytettävissä olleeseen informaatioon.

**Kuvio 4. Suomen vienti ja vientimarkkinat**



### Viennin kasvu nopeutuu uudelleen keväällä 2002

Yhdysvaltain tieto- ja viestintäteknikkasektorilta alkanut kansainvälinen laskusuhdanne on iskenyt erityisesti Suomen teollisuuden kahteen päätoimialaan. Vienti oli vuoden 2001 toisella neljänneksellä erityisen vaatimatonta sekä tieto- ja viestintäteknikassa että metsäteollisuudessa, kun kysyntä jäi vaisuksi. Tähän myötävaikutti monissa maissa käynnissä ollut varastojen sopeutus. Viime kuukausina viennin väheneminen on tasaantunut samalla kun varastojen purkaminen on päättynyt. Lisäksi tieto- ja viestintäteknikan vientinäkömät näyttävät vuoden lopulla melko hyviltä. Vaikka markkinatilanteen elpymisestä myös metsäteollisuudessa onkin joitakin viitteitä, kuten sellun hinnan nousu, alan viennin varsinainen koheneminen alkaa kuitenkin vasta keväällä 2002. Muun viennin – mm. metallituote- ja konepajateollisuuden – kasvu käynnistyy uudelleen vasta maailmantalouden elpymisen päästyä kunnolla vauhtiin.

Vuoden 2001 viennin määrä jää 3 % vähemmäksi kuin vuonna 2000. Vaikka viennin arvioidaan lähtevän kasvuun vuoden 2002 alkupuoliskolla, koko vuoden kasvuprosentti jää vaatimattomaksi, 1 prosenttiin. Suomen viennin kasvu jääneekin vuosina 2001–2002 poikkeuksellisesti selvästi vientimarkkinoiden kasvua hitaammaksi. Voimakkaan rakennemuutoksen ansiosta Suomen vienti kasvoi viime vuosikymmenellä selvästi vientimarkkinoita nopeammin, kun vielä 1980-luvulla teollisuus toimi pääosin sellaisilla aloilla ja markkinoilla, joilla kasvu oli

hidasta (kuvio 4). Viime vuosina vientiä on teollisuuden rakennemuutoksen ohella tukenut myös valuuttakurssien kehitys.

Suomen teollisuuden vahvan rakenteen tukevana viennin ennustetaan kasvavan vientimarkkinoita nopeammin vuoden 2002 lopulta lähtien. Kasvun painopiste on, kuten edellisinäkin vuosina, tieto- ja viestintäteknikassa, jonka viennin kasvu jäänee tulevina vuosina kuitenkin aiempaa hitaammaksi. Maailmantalouden elpyminen alkaa vauhdittaa viennin kasvua metsäteollisuudessa, jossa nykyinen heikko kapasiteetin käyttöaste antaa tuntuvasti tilaa tuotannon lisäämiseen lähivuosina. Myös muilla toimialoilla mahdollisuudet viennin laajentamiseen seuraavien vuosien aikana ovat hyvät, sillä mm. yritysten vakavaraisuus antaa edellytyksiä laajentaa kapasiteettia uusinvestoinneilla.

Viennin hintakilpailukyky pysyy ennustejakson aikana hyvänä. Tieto- ja viestintäteknikassa nopea tekninen kehitys ylläpitää edelleenkin tuottavuuden kasvua ja alentaa tuotantokustannuksia. Siten televiestintälaitteiden, esimerkiksi matkapuhelimien, vientihinnat laskevat trendinomaisesti ennustevuosina. Huolimatta tuotantoseisokeista metsäteollisuuden vientihintojen arvioidaan laskevan vielä ensi vuoden alkuun saakka. Suomen vientihinnat alkavat nousta vuoden 2002 alussa ja kehittynevät ennustejakson lopulla kilpailijoiden hintojen mukaisesti.

Viime vuosien rakennemuutoksen ansiosta myös muut toimialat kuin tieto- ja viestintäteknikka ja metsäteollisuus ovat vahvistuneet. On mahdollista, että myös Suomessa tietotekniikan



hyödyntäminen lisää tehokkuutta, mikä yhdessä Euroopan sisämarkkinakehityksen syventymisen kanssa antaa vauhtia myös näiden muiden toimialojen viennille. Lähialueiden kysynnän vahvistuminen antaa tilaa niin uusviennille kuin jo asemansa vakiinnuttaneiden yritysten tuotteille. Kun myös tieto- ja viestintäteknikan tuotanto voi palata aiemalle vauhdikkaalle uralle, viennin kasvu voi seuraavina vuosina olla selvästi nyt ennustettua nopeampaa.

Vaikka vientimarkkinoiden ennustekuva on suhteellisen valoisa, viennin kehitykseen liittyy myös uhkia. Ensinnäkin matkapuhelin- ja erityisesti puhelinverkkomarkkinoilla kysyntätilanne ei ole vielä selkiintynyt. Teleoperaattoreiden tulokset maailmalla ovat heikentyneet reippaasti, kun palveluiden kysynnän kasvu ei olekaan vastannut raskaiden investointien taustalla olevia odotuksia. Heikentyneet tulokset yhdessä heikon pääomarakenteen kanssa ovat puolestaan kasvattaneet lainakulut poikkeuksellisen suuriksi. Lisäksi Euroopassa UMTS-toimilupiin liittyvät maksut ovat heikentäneet yritysten vakavaraisuutta. Siten teleoperaattoreiden investointien tuntuvampi vauhdittuminen siirtynee tulevaisuuteen. Matkapuhelinkauppaa puolestaan saattaa vaimentaa kuluttajien epätietoisuus siitä, minkälaisia palveluja ja laitteita uuden sukupolven verkot tarjoavat. Myös uusien palvelujen hinnoittelu vaikuttaa siihen, miten nopeasti niiden käyttö yleisty.

Tuonti jää vuonna 2001 selvästi viimevuotista vähäisemmäksi mm. siksi, että tuotavia välituotteita runsaasti käyttävän tieto- ja viestin-

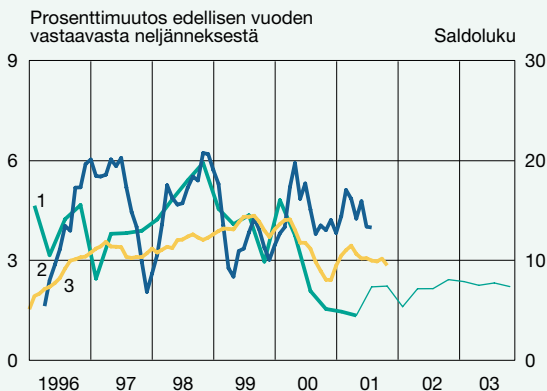
täteknikan tuotanto on supistunut. Siten tuonti suhteessa kokonaistuotantoon supistuu voimakkaasti vuonna 2001, mutta elpyy nopeasti vuosina 2002 ja 2003 viennin sekä kotimaisen kulutus- ja investointikysynnän vauhdittuessa. Ennustejakson lopulla tuonnin kasvu on jo nopeaa.

### Kotitaloudet lisäävät säästämistä, kulutus kasvaa maltillisesti

Vaikka yksityisen kulutuksen kasvu on vuonna 2001 hitaampaa kuin vuonna 2000, työllisyyden koheneminen ja kotitaloussektorin vahva tulokehitys ovat ylläpitäneet yksityisen kulutuksen kasvua. Vähittäiskauppa on jatkunut melko vilkkaana, mutta autojen kysyntä on sen sijaan ollut edelleen vaimeaa, pitkälti tulevaan autoverotukseen liittyvien epävarmuuksien vuoksi.

Kuluttajien luottamus Suomen tuleviin talousnäkyymiin on heikentynyt huomattavasti vuoden 2001 aikana kokonaistuotannon supistumisen, osakekurssien laskun ja maailmantalouden kasvunäkymien synkentymisen vuoksi. Tilastokeskuksen kuluttajabarometrin mukaan vajaa 40 % kuluttajista arvioi marraskuussa Suomen taloudellisen tilanteen heikentyvän seuraavan vuoden aikana. Yli puolet kuluttajista uskoi työttömyyden kasvavan seuraavien 12 kuukauden aikana. Yleisen taloustilanteen heikkenemisestä huolimatta noin neljännes kuluttajista uskoi oman taloutensa kohenevan seuraavan vuoden aikana (kuvio 5). Lainanottoa pidettiin kannattavana, ja kuluttajat uskoivat mahdollisuksiinsa säästää.

**Kuvio 5. Kulutus**



1. Yksityinen kulutus (vasen asteikko)
2. Vähittäiskaupan myynti, 3 kuukauden liukuva keskiarvo (vasen asteikko)
3. Kuluttajien luottamusindikaattori ilman odotuksia yleisestä talouskehityksestä, 3 kuukauden liukuva keskiarvo (oikea asteikko)

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankin ennuste.

## Kehikko 2. Muuttumattomana pysyvään korkoon perustuva ennustelaskelma

Ennusteessa otetaan huomioon rahoitusmarkkinoilla vallitsevat odotukset lyhyen markkinakoron urasta (ks. kehikko 1). EKP:n tehtyä 8.11.2001 koronalennuspäätöksen markkinoille jäi lieviä odotuksia koron alenemisesta lähikuukausina, mutta rahoitusmarkkinat odottavat koron asteittain nousevan vuosina 2002 ja 2003, jolloin euroalueen talouden kasvuvauhdin arvioidaan elpyvän. Korko-odotuksia käsitellään ennusteessa siten, että yrityksiä ja kotitalouksien oletetaan kulutus- ja investointipäätöksiä tehdessään ennakoivan tulevat korkomuutokset.

Jos markkinaodotusten sijasta sovelletaan teknistä muuttumattoman koron oletusta, saadaan hieman vahvempia kasvulukuja ennustevuosiksi. Kokonaistuotannon kasvu on tällöin koko ennustejakson ajan hieman nopeampaa kuin nousevat korko-odotukset huomioon ottavassa ennusteessa, sillä investoinnit ja yksityinen kulutus kasvavat jonkin verran reippaammin. Lisäksi tässä ennustelaskelmassa (taulukko 3) on arvioitu maailmantalouden taantuman vaikutukset Suomen talouteen hieman vähäisemmiksi kuin perusennusteessa. Myös näiden oletusten toteutuessa inflaatio maltillistuu.

**Taulukko 3. Muuttumattomaan lyhyen korkoon perustuvan ennusteen keskeisiä muuttujia**

Prosenttimuutos edellisvuotisesta	e2001	e2002	e2003
Bruttokansantuote	0,5	1,6	3,4
Tuonti	-1,9	1,8	7,8
Vienti	-3,0	1,4	7,9
Yksityinen kulutus	1,8	2,3	2,6
Julkinen kulutus	1,6	2,4	2,1
Yksityiset investoinnit	2,7	1,0	4,6
Julkkiset investoinnit	0,2	1,8	4,4
Varastojen muutos ja tilastollinen ero, % edellisen vuoden kokonaiskysynnästä	-0,3	-0,2	-0,2
Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi	2,7	1,7	1,6

Yksityisen kulutuksen kasvun arvioidaan hidastuneen vajaan 2 prosenttiin vuonna 2001. Epävarmuuden lisääntyminen ja työttömyysriskin kasvaminen hillitsevät kulutusta ja nostavat kotitaloussektorin säästämisasteen noin 3 prosenttiin eli likimain prosenttiyksikön viimevuotista korkeammaksi. Tämän vuoden jälkeen yksityinen kulutus vakiintuu runsaan 2 prosentin kasvulukuun ja säästämisasteen nousu hidastuu, kun talouskasvu elpyy vähitellen ja kotitaloussektorin tulot kasvavat kohtuullisesti. Myös työttömyysasteen uudelleen alkava lasku vuoden 2003 alkupuolella jarruttaa säästämisen kasvua. Vuonna 2003 kotitaloussektorin säästämisaste on noin 4,5 %, mikä on edelleen hieman alhaisempi kuin 1990-luvulla keskimäärin.

Kotitalouksien rahoitus- ja asuntovarallisuuden arvo on viime vuosina noussut ja tukenut yksityistä kulutusta. Kotitalouksien suoraan omistaman pörssivarallisuuden arvo on kuitenkin

vuoden 2000 kevään huipusta laskenut huomattavasti lähinnä osakkeiden arvon alenemisen vuoksi. Myös asuntovarallisuuden kasvun kulu- tusta lisäävä vaikutus tasaantuu ennusteen mukaan, kun asuntovarallisuuden arvo säilyy vuosina 2001–2003 melko vakaana.

Kotitaloussektorin käytettävissä olevan nimellistulon kasvu kiihtyy noin 5,5 prosenttiin vuonna 2001, minkä jälkeen se tasaantuu 4–4,5 prosenttiin. Reaalisesti tulot kasvavat ennustevuosina melko tasaisesti vajaan 3 prosentin vauhtia, kun inflaation hidastuminen kompensoi nimellistulojen vähäisempää kasvua tämän vuoden jälkeen. Vielä vuonna 2001 palkkasumma kasvaa 7 % keskipalkkojen voimakkaan nousun ja työtuntien lisääntymisen vuoksi, mutta vuonna 2002 palkkasumman kasvu jää 3 prosenttiin, kun palkkaliikumukset pienenevät eikä työpanos kasva. Vuonna 2003 sekä työtuntien että keskipalkkojen kehitys jälleen ripeytyy ja palkkasumman kasvu nopeutuu 5 prosenttiin.

Omaisuuustulojen kasvu maltillistuu huomattavasti osinkotulojen pienetessä vuoden 2001 jälkeen, ja myös optiotulot ja myyntivoitot supistuvat selvästi parin viimeksi kuluneen huippuvuoden kehitykseen verrattuna. Talouskasvun voimakas hidastuminen kasvattaa työtulojen osuuden arvonlisäyksestä 49 prosenttiin tänä vuonna. Osuus suurenee edelleen vajaan 50 prosenttiin vuosina 2002 ja 2003, joten ennustevuosina työtulojen osuus on jokseenkin yhtä suuri kuin viime vuosina keskimäärin.

### Investointivauhti hidastuu tilapäisesti

Investointikysyntää ovat vuonna 2001 ylläpitäneet yritysten aiempi hyvä kannattavuus ja jo aloitetut investointihankkeet. Investointihalukkuus on kuitenkin selvästi vähentynyt, kun vientitaantuma on syventynyt ja heijastunut kotimaiseen kysyntään. Tuotantokapasiteettia on runsaasti vapaana, joten jo suunniteltuja investointeja lykätään tulevaisuuteen. Investointivauhti pysyy vaisuna vielä vuoden 2002 alkupuolella, mutta nopeutuu jatkossa. Vuonna 2002 yksityiset investoinnit eivät kasva, kun tuotannolliset investoinnit elpyvät hitaasti, mutta asuinrakennusinvestoinnit polkevat vielä paikallaan. Vuonna 2003 tuotannollisten investointien kasvu on jo kohtalaista yritysten laajentaessa erityisesti vientituotannon kapasiteettia. Odotettu reaalkorko säilyy vakaana, mikä tukee investointeja ennustevuosina.

Rakentaminen on vähentynyt selvästi tänä vuonna, kun asuinrakentamisen aloituksia on lykätty tulevaisuuteen; sen sijaan teollisuusrakentaminen on vielä ollut kasvussa. Aiemmin

rakentamisen tuotantokapeikkona ollut pula ammattitaitoisesta työvoimasta on väistynyt, ja rakennusalan kysynnän ja kannattavuuden heikkeneminen johtaa työvoiman sopeuttamistoihin tänä ja ensi vuonna.

Asuntojen kysyntää on tähän asti tukenut kotitalouksien vahva tulokehitys. Vuonna 2002 asuntojen kysyntää vähentää kuluttajien epävarmuus tulevasta tulokehityksestä työllisyysnäkyvien heikennyttä. Asuntojen kysynnän supistuminen pitää asuntojen hinnat lievässä laskussa tänä ja ensi vuonna. Rakennuskustannukset kasvavat sen sijaan edelleen, tosin maltillisesti, mikä heikentää rakennusyritysten kannattavuutta. Vuonna 2003 asuntojen hinnat nousevat jälleen, kun suhdanneluonteiset tekijät kääntyvät kysyntää vahvistaviksi. Maan sisäinen muutto-liike sekä yleinen asumistason parantamisen tarve ylläpitävät edelleen asuntojen kysyntää.

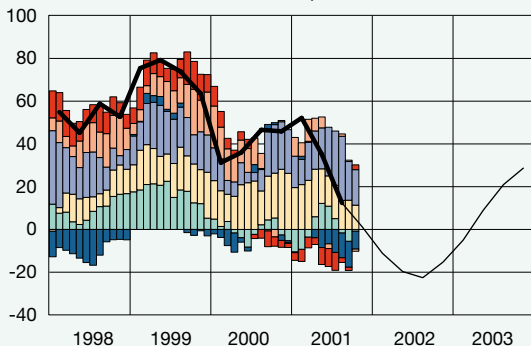
### Työllisyys heikkenee

Työllisten määrän kasvu pysähtyi vuoden 2001 kolmannella neljänneksellä edelliseen neljänneeseen verrattuna, mutta työllisiä oli vielä hieman enemmän kuin vuotta aiemmin. Alkuvuoden suotuisan kehityksen ansiosta koko vuoden työllisyyden arvioidaan lisääntyvän yhden prosentin. Työllisyys heikkenee vuoden 2001 lopulta vuoden 2002 lopulle ja alkaa sitten uudelleen kohentua.

Työllisyys on vuonna 2001 parantunut eniten palveluissa, rahoitus- ja vakuutusaloilla sekä teollisuudessa; maa- ja metsätalous on päätoimialoista ainoa, jossa työllisyys on heikentynyt jo vuosia (kuvio 6). Rakennusinvestoin-

**Kuvio 6. Työllisyyden vuosimuutos päätoimialoittain**

1 000 henkeä, kausivaihtelusta puhdistetut tiedot



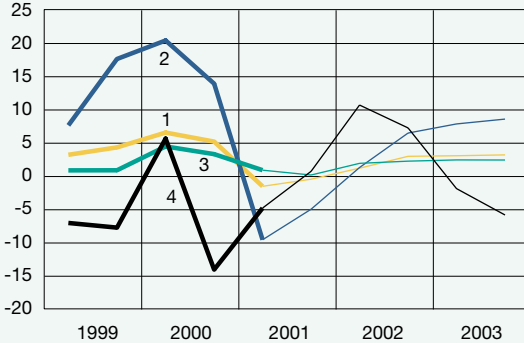
- Kauppa
- Julkiset ja muut palvelut
- Teollisuus
- Rahoitus, vakuutus ja liike-elämän palvelut
- Maa-, riista-, metsä- ja kalatalous
- Rakentaminen
- Työlliset

Työllisyyden vuosimuutokset 3 kuukauden liukuvina keskiarvoina.

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankin ennuste.

**Kuvio 7. Kasvun rakenne ja työttömyys**

Prosenttimuutos edellisestä vuosipuoliskosta vuositasonalle korotettuna



1. Bruttokansantuote
2. Tavaroiden ja palvelujen vienti
3. Kotimainen kokonaiskysyntä
4. Työttömät

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankin ennuste.

tointien supistuminen on vähentänyt rakentamisen työllisyyttä jo vuoden 2000 lopulta lähtien. Kaupan työpaikkojen määrä ei näytä enää loppuvuodesta 2001 lisääntyneen, ja teollisuuden työllisyyden kasvu pysähtyi kesällä. Teollisuuden työllisyysodotukset alkoivat voimakkaasti heiketä vuoden toisella neljänneksellä, mikä ennakoiki sekini työllisyyden heikkenemistä loppuvuodesta ja vuoden 2002 alkupuolella. Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliiton lokakuun barometritiedustelussa vajaa neljännes teollisuusyrityksistä odottaa työllisyyden vähenevän vuoden 2002 aikana.

Kokonaistuotannon kasvun hidastuminen heijastuu viipeellä työttömyyteen (kuvio 7). Toistaiseksi vaikutukset ovat jääneet vähäisiksi, koska taantumaa on odotettu jäävän lyhytaikaiseksi ja koska kasvu on hidastunut erityisesti vientivetoisilla toimialoilla. Kotimaisen kysynnän vaimeneminen on ollut vähäistä viennin suuriin vaihteluihin verrattuna, ja etenkin kotimarkkinayritykset ovat pyrkineet pitämään kiinni työvoimastaan. Näkymien synkkeneminen on kuitenkin näkynyt loppusyksystä lomautuksissa ja irtisanomisissa, joihin myös eräät suuret ja vakavaraiset yritykset ovat alkaneet turvautua.

Työvoiman tarjonta ei kasva vuonna 2002, kun työn kysyntä ja siten työllistymismahdollisuudet heikkenevät, mutta lisääntyy jälleen hieman vuonna 2003. Työttömyysasteen ennustetaan nousevan vuoden 2001 lopulta vähitellen vuoden 2002 lopulle 10 prosenttiin, josta se vuoden 2003 aikana alkaa hitaasti laskea kotimaisen investointi- ja kulutuskysynnän vahvis-

tuessa. Työttömyysaste pysyttelee ennusteen mukaan vuonna 2003 vielä keskimäärin 9,7 prosenttina, jos merkittäviä rakenneuudistuksia ei työmarkkinoilla tehdä. Työttömien lukumäärä ylittäisi vielä ennustejakson lopulla lokakuun 2001 määrän, ja suurimmillaan tämä ylitys olisi vuoden 2002 lopulla noin 25 000 henkeä.

Suomen työmarkkinoiden toiminta tulee lähiaikoina ensimmäisen kerran talous- ja rahanliiton (EMU) aikana testatuksi taloudellisen taantumaa oloissa. Jos työmarkkinoiden rakennemuutokset ovat parantaneet näiden markkinoiden kykyä sopeutua suhdannevaihteluihin, ei työttömyys välttämättä kasva ennustetulla tavalla. Näyttää kuitenkin siltä, että rakennemuutokset ovat jääneet vähäisiksi ja työttömyys pysyy ennustevuosina suurena.

### **Palkkaliikumukset pienenevät vuonna 2002, ja tuottavuus elpyy asteittain**

Nimellisen palkkasumman kasvu on vuonna 2001 ollut edelleen lähes 7 prosentin vauhdissa. Ripeän palkkakehityksen taustalla ovat tämänvuotinen runsaan 3 prosentin palkkojen yleinen sopimuskorotus sekä suuret palkkaliikumukset ja vuoden 2000 hyvien tulosten perusteella ansaitut bonukset, jotka yhteensä nostavat keskituntipalkkoja 6 %. Myös työllisyyden noin prosentin kasvu on nopeuttanut palkkasumman kehitystä.

Vuonna 2002 keskipalkkojen nousu jää 3 prosenttiin, kun sopimuskorotukset kasvattavat ansiotasoa runsaat 2 % ja liikumukset sekä bonukset jäävät verraten vähäisiksi. Palkkasumma

työtuntia kohden kasvaa ennustejakson lopulla talouden kasvun ripeytyessä jälleen reippaaseen 4 prosentin vauhtiin, kun palkkaliikumukset uudelleen jonkin verran kasvavat. Sopimuspalkkojen maltillisen kehityksen odotetaan jatkuvan.

Työn tuottavuuden kehitys seurailee ennustejakson aikana karkeasti yleisen talouskasvun vauhtia. Vuonna 2001 työn tuottavuuden muutos jää tuotannon kasvun tavoin lähelle nolaa, josta se kohenee kasvun kiihtyessä asteittain lähelle aiempaa tuottavuuden trendikasvua ennustejakson lopulla. Yksikkötyökustannusten voimakas 6 prosentin kasvu vuonna 2001 johtuu siitä, että aiemmin kiinnitetyt palkkakustannukset jatkoivat kasvuaan, vaikka tuotanto alkuvuodesta supistui vientikysynnän romahdettua. Vuosina 2002 ja 2003 yksikkötyökustannusten kasvu hidastuu 1½–2 prosenttiin, kun palkkakehitys maltillistuu ja tuottavuuden kasvu ripeytyy.

### Inflaatio vaimenee

Tänä vuonna kuluttajahintainflaation ennakoidaan olevan suhteellisen nopeaa, keskimäärin 2,7 % kuluttajahintaindeksillä mitattuna (kuvio 8). Yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet huomattavasti, mutta tuontihintojen ja erityisesti energian hinnan ja aiempien valuuttakurssimuutosten hintoja nostavat vaikutukset ovat vaimentuneet tai muuttuneet inflaatiota jarruttaviksi. Inflaatio on hidastunut kesästä lähtien, ja vuonna 2002 sen odotetaan vaimenevan keskimäärin 1,5 prosenttiin. Vuonna 2002 yksikkötyökustannusten nousu tasaantuu 2 prosenttiin, kun palk-

kojen nousu hidastuu ja tuottavuus alkaa elpyä, eikä tuontihintojenkaan nousu ole voimakasta. Vuonna 2003 tuontihintojen nousu kiihdyttää inflaatiota hieman, mutta inflaatio säilyy kuitenkin edelleen maltillisena, keskimäärin 1,6 prosenttina. Kotimaista kustannuskehitystä kuvaa ennustejakson lopulla jälleen tilanne, jossa palkkojen nousun ripeytymistä kompensoi tuottavuuden kasvun nopeutuminen.

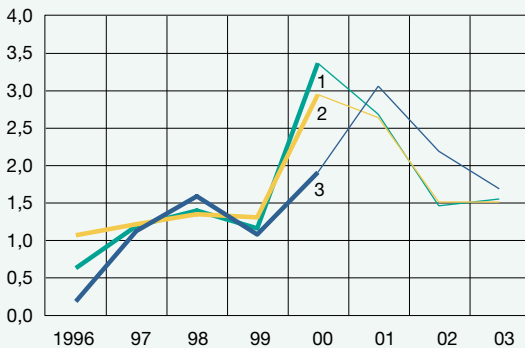
Vaikka inflaation hidastuminen kesän ja syksyn aikana on ollut ennustettua, eri inflaatiolähteiden merkitys kokonaisinflaation kannalta on ollut osin yllätyksellinen. Energian hinta on alentunut ennustettua nopeammin, kun taas elintarvikkeiden ja varsinkin tuoreruoan hinta on jatkuvasti noussut ennakoitua nopeammin.

Raakaöljyfutuuriin perusteella energian hintavaikutuksen oletetaan tulevaisuudessa pienenevän, jolloin energian inflaatiovaikutus kaikkiaan jää tänä vuonna ja myös vuosina 2002 ja 2003 hieman inflaatiota hidastavaksi. Asumisen pääomamenojen (asuntojen hinnat ja asuntoluottokorot) aleneva kehitys pitää asumismenojen vaikutuksen inflaatioon tänä ja ensi vuonna laskevana vuokria lukuun ottamatta, ja ennustejakson lopullakin asumisen pääomamenojen nousu jää maltilliseksi. Eläintautien aiheuttaman nousun elintarvikkeiden hintatasossa odotetaan jäävän lähes pysyväksi.

Kuluttajien inflaatio-odotukset ovat viime kuukausina olleet verraten korkeita, mikä kuvastaa myös jo toteutunutta inflaatiota. Marras-

**Kuvio 8. Inflaatio**

Prosenttimuutos edellisvuotisesta



1. Kuluttajahintaindeksi (KHI)
2. Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi (YKHI)
3. Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi ilman energian hintaa

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankin ennuste.

kuussa kuluttajien 12 kuukauden päähän ulottuvat inflaatio-odotukset olivat kuluttajabarometrin mukaan vielä 2,7 %. Lokakuun kuluttajahintaindeksin muutos oli 1,9 %. Voimassa oleviin työehtosopimuksiin liittyvän, kuluttajahintaindeksin muutoksia tammikuusta 2001 joulukuuhun 2001 koskevan indeksiehdon ei odoteta laukeavan.

Käteisen euron käyttöönotto vuoden 2002 alkaessa ei tule aiheuttamaan merkittävää yleistä hintojen nousua, vaikka yksittäisiä esimerkkejä hinnannousuista löytyy. Tilastokeskus arvioi jo toukokuussa 2001 europyöritysten mahdollisia inflaatiovaikutuksia rajattuun tuoteryhmään ja sai tuolloin europyörityksen inflaatiovaikutukseksi enintään 0,1 prosenttiyksikköä. On kuitenkin todennäköistä, että pyörityksiä psykologisesti houkutteleviin ns. 99-hintoihin tai tasahintoihin tehdään runsaasti erityisesti vuodenvaihteessa, mutta kilpailullisilla markkinoilla osa pyörityksistä tehdään hintoja alentavaan suuntaan.

### **Vaihtotaseen ylijäämä pienenee**

Kauppataseen ylijäämä jää ennustejakson aikana selvästi pienemmäksi kuin vuoden 2000 huippu, runsaat 11 % BKT:stä, mutta pysyy kuitenkin huomattavan suurena. Kauppataseen ylijäämä asettuu vajaan 10 prosenttiin BKT:stä ja tavaroiden ja palveluiden taseen ylijäämä 8 prosenttiin BKT:stä ennustevuosina. Vaihtosuhte paranee vuonna 2001, sillä tavaroiden tuonnin hinta laskee vientihintoja nopeammin mm. öljyn maailmanmarkkinahinnan halpenemisen vuoksi. Vuosina 2002 ja 2003 vientihintojen nousun ennustetaan jäävän hieman tuontihintojen nousua hitaammaksi.

Vaihtotaseen ylijäämä pienenee ennustevuosina kauppataseen ylijäämän supistumista seuraten 6 prosenttiin BKT:stä oltauan 7,5 % vuonna 2000. Tulonsiirtojen ja tuotannontekijäkorvausten alijäämä on noin 2 % BKT:stä ennustejakson aikana. Vuoden 2001 alkupuolella maksettiin runsaasti osinkoja ulkomaille vuoden 2000 tuloksista. Vuosina 2002 ja 2003 osinkoja maksetaan vähemmän, sillä yritysten tulosten odotetaan heikkenevän.

Ennustejakson aikana kotitalouksien rahoitusyliäämä kasvaa, kun kotitaloudet lisäävät säästämistään ja kun niiden investointien kasvu

on maltillista. Yrityssektorilla rahoitusyliäämän kasvu vuosina 2001 ja 2002 heijastaa investointien vaimetta. Julkisen sektorin rahoitusyliäämä pienenee mutta pysyy lähinnä sosiaaliturvarahastojen ylijäämien vuoksi kuitenkin vajaana 3 prosenttina BKT:stä.

### **Luotonanto kotitalouksille edelleen kasvussa**

Luotto- ja talletuskorkojen oletetaan seuraavan lyhyiden markkinakorkojen kehitystä. Uusien luottojen keskikorko laskee 4,3 prosenttiin vuonna 2002 ja nousee 4,6 prosenttiin vuonna 2003. Kokonaismarginaali eli otto- ja antolainauskorkojen välinen erotus kapenee, kun markkinakorot laskevat vuonna 2002, ja levenee, kun korot kääntyvät nousuun vuonna 2003.

Yksityisen sektorin pankkiluotot lisääntyvät noin 6 % tänä vuonna ja jonkin verran hitaammin vuosina 2002 ja 2003. Kotitalouksien luotonotto pysyy edelleen varsin ripeänä, ja niiden velkaantuneisuusaste hieman nousee, vaikka luottokannan kasvuvauhti hidastuu. Asuntojen hintojen lasku vuoden 2001 lopulla ja vuoden 2002 alussa hillitsee kotitalouksien lainanottoa, ja kotitalousluottojen kasvu maltillistuu ennustejakson aikana. Yritysluottojen määrän kasvua vuonna 2001 selittää tulorahoituksen väheneminen ja arvopaperimuotoisen rahoituksen saatuuden heikentyminen. Yritysluottokanta supistuu vuonna 2002 hieman, kun yritysten investoinnit ovat vähäisiä ja yrityssektorin rahoitusyliäämä vahvistuu.

Talletuskanta kasvaa ennustevuosina lähes samaa vauhtia kuin luottokanta. Nopeimmillaan talletusten kasvu on tänä vuonna, jolloin siihen vaikuttaa edelleen vaihtoehtoisten sijoituskohteiden epävarmuus. Talletusten kasvun odotetaan hidastuvan noin 3 prosenttiin seuraavina vuosina.

### **Julkisen talouden ylijäämä supistuu**

BKT:hen suhteutettu julkisen talouden ylijäämä pienenee ennustejakson aikana tuntuvasti eli tämän vuoden 4,5 prosentista 2,6 prosenttiin vuonna 2002 (taulukko 4). Vuonna 2003 ylijäämä kohenee vain hieman. Ylijäämän supistuminen johtuu taloustilanteen heikkenemisen ohella vuoden 2000 pörssikurssien nousuun sidoksissa olevien poikkeuksellisten verotulojen sulamisesta. Veronkannon viipeiden takia nämä

**Taulukko 4. Julkisen talouden rahoitustasapaino, % BKT:stä**

	1997	1998	1999	2000	e 2001	e 2002	e 2003
Julkisyhteisöjen tulot	55,1	54,4	53,9	55,3	53,6	52,6	52,3
Julkisyhteisöjen menot	56,6	53,1	52,0	48,5	49,1	50,0	49,5
Julkisyhteisöjen perusmenot	52,4	49,5	48,9	45,6	46,4	47,6	47,4
Julkisyhteisöjen korkomenot	4,3	3,6	3,1	2,8	2,6	2,4	2,1
<b>Julkisen sektorin nettoluotonanto</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>6,9</b>	<b>4,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>
Valtio	-3,7	-1,5	-0,7	3,5	1,9	0,3	0,6
Kunnat	-0,7	-0,3	-0,3	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
Sosiaaliturvarahastot	2,8	3,1	2,9	3,3	2,9	2,8	2,8
Julkisen sektorin perusjäämä	2,7	4,9	5,0	9,7	7,2	5,0	4,9

e = ennuste.

poikkeukselliset tekijät kasvattavat erityisesti valtion verotuloja vielä tänä vuonna, ja valtiontalouden ylijäämä suhteessa BKT:hen pysyttelee 2 prosentin tuntumassa. Taloustilanteen heikkeneminen näkyy siten valtiontaloudessa selvästi vasta vuonna 2002, jolloin valtiontalouden ylijäämän osuus bruttokansantuotteesta supistuu 0,3 prosenttiin ja suurenee vain hieman vuonna 2003.

Valtiontalouden näkymät ovat heikentyneet nopeasti, sillä vielä keväällä 2001 arvioitiin, että valtiontalouden ylijäämä suhteessa BKT:hen vakiintuisi 2–3 prosenttiyksikön tuntumaan pidemmällä aikavälillä. Kuntien talous pysyy ennustevuosina hieman alijäämäisenä, ja sosiaaliturvarahastojen ylijäämä on edelleen 3 prosentin tuntumassa suhteessa bruttokansantuotteeseen. Valtiontalouden ylijäämän supistuminen ja vaimea talouskasvu hidastavat valtion velkasuhteen pienenemistä. Vuonna 2003 valtion velan BKT-osuudeksi arvioidaan nyt 40 %, kun vielä keväällä velkasuhteen arvioitiin pienenevän 34 prosenttiin. Vuonna 2003 koko julkisen talouden sulautettu velka – ns. EMU-velka – on niinkin 40 % BKT:stä.

Tulo- ja varallisuusverojen kertymä vähenee vuonna 2001 noin 5 % edellisvuotisesta. Poikkeuksellisista tekijöistä, kuten optiotuloista, kertyneiden verotulojen väheneminen sekä verotuksen keventäminen hidastavat kotitalouksien maksamien tuloverojen kasvua. Ansiotulojen verotusta kevennetään hallituksen veronkevennysohjelman mukaan erityisesti tänä ja ensi vuonna. Sen sijaan vuonna 2003 veroasteikkoihin oletetaan tehtävän vain inflaatiotarkistus.

Taulukko- ja inflaatiotarkistukset vähentävät kotitalouksien vuosina 2001–2003 maksamia veroja yhteensä noin 1,7 mrd. euroa. Yhteisöveron tuotto pienenee tänä vuonna yli 20 % ja ensi vuonna vielä noin 15 %, sillä yritysten tuloskehitys pysyy heikkona, samalla kun tältä vuodelta maksettavat täydennysverot pienenevät. Vuonna 2003 yhteisöverojen tuoton arvioidaan kasvavan ennustetun tuloskehityksen mukaisesti eli likipitään kokonaistuotannon kasvuvauhtia. Tuotannon ja tuonnin verot lisääntyvät ennustejaksolla hitaammin kuin yksityinen kulutus. Vuonna 2001 erityisen vaimea autokauppa vähentää autoveron ja arvonlisäveron tuottoa. Vuoden 2003 oletetut verotuksen kevennykset vähentävät erityisesti alkoholi- ja tupakkaveron tuottoa.

Kokonaisveroaste laskee vuonna 2000 toteutuneesta 47 prosentista 44 prosenttiin vuonna 2003 eli jotakuinkin lamaa edeltäneelle tasolle. Kotitalouksien keskimääräinen ansiotuloveroaste pysyy kuitenkin selvästi korkeampana kuin ennen lamaa. Välilliset työvoimakustannukset pienenevät hieman työttömyysvakuutusmaksun aletessa.

Julkisten perusmenojen (menot ilman korkomenoja) kasvu hieman nopeutuu ennustejakson aikana. Julkisen sektorin palkkojen nousu lisää kulutusmenoja, ja kuntien henkilöstön määrä lisääntyy erityisesti tänä vuonna. Sosiaalietuudet ja -avustukset kasvavat nopeammin kuin viime vuosina. Sosiaaliturvarahastojen maksamien työttömyysetuuksien pieneneminen pysähtyy työllisyysilanteen heikentyessä. Eläkemenoja kasvattaa eläkeindeksin tuntuva nousu vuonna

2001 ja kansaneläkkeiden kasvu usean vuoden supistumisen jälkeen. Julkisten investointien kasvu on sen sijaan suhteellisen hidasta, mikä johtuu lähinnä kuntatalouden vaikeasta rahoitustilanteesta.

### **Automaattiset vakauttajat ja veronkevennykset tukevat kasvua**

Valtiontalouden tasapainon nopea koheneminen viime vuosina on mahdollistanut sen, että suhdannetilanteen heikkenemisestä johtuva veropohjan kapeneminen tai työttömyysmenojen kasvu ei aiheuta välitöntä uhkaa valtiontalouden kestävyydelle. Jos talouskasvun heikkeneminen jää tilapäiseksi, kuten ennustetaan, valtiontalouden automaattiset vakauttajat ovat omiaan vaimentamaan suhdannetilanteen heikentymisen vaikutuksia tulonmuodostukseen. Lisäksi vuosien 2001 ja 2002 veronkevennykset tukevat kotimaista kysyntää ja osuvat siten suhdannetilanteen kannalta oikeaan ajankohtaan, eikä tämän ennusteen valossa uusiin elvyttäviin finanssipoliittisiin toimenpiteisiin näytä olevan tarvetta. Suhdanteiden tasoittaminen aktiivisella finanssipoliittisella laajemmin olisikin ongelmallista. Kokemukset kysynnänsäätelypolitiikasta ovat huonoja, koska elvyttävät toimenpiteet usein ajoittuvat väärin. Erilaisten hallinnollisten viipeiden takia elvytys on tosiasiallisesti usein ajoittunut tilanteeseen, jossa talouden kasvu on jo nopeutumassa. Tämä on johtanut suhdannevaihtelujen kärjistymiseen ja automaattisten vakauttajien vaikutuksen vähenemiseen. Lisäksi finanssipoliittisten toimenpiteiden vaikutus talouteen on vaikeasti arvioitavissa. Finanssipoliittiset toimet voivat aiheuttaa myös tasapainottomuutta pitkällä aikavälillä, jos ne johtavat pysyviin menonlisäyksiin, jolloin ne heikentävät rakenteellista tulojen ja menojen tasapainoa.

Suhdanteiden heikkenemisestä huolimatta rakenteellisia toimia työllisyysasteen kohentamiseksi olisi jatkettava ja siten pyrittävä vahvistamaan julkisten palvelujen rahoitus pohjaa. Vastikään sovitut eläkejärjestelmän uudistamisen puitteet tukevat osaltaan tätä tavoitetta, jos ne nostavat todellista eläkkeellejäämisikää. Työllistämisen esteitä olisi vähennettävä jatkamalla edelleen verotuksen keventämistä ja siten verokiilan kaventamista. Viime vuosina toteutetut ja nyt sovitut veronkevennykset eivät ole

alentaneet keskimääräistä ansiotulojen verotusta edes samalle tasolle kuin ennen lamaa.

Veroasteen hitaaseen alenemiseen on vaikuttanut osittain se, että kunnallisverotus ei ole keventynyt tasolta, jolle se kiristyi lamavuosina. Vaikka kuntien välillä on runsaasti eroja, keskimäärin kuntatalous ei ole pystynyt rakentamaan hyvien vuosien aikana puskuria veropohjan heikkenemisen varalle. Niinpä suhdanteiden nyt heikennettyä keskimääräinen kunnallisveroäyri alkaa uudelleen nousta vuonna 2002. Tämä on ristiriidassa hallituksen veronkeventämistavoitteen kanssa ja sopii huonosti myös suhdannetilanteeseen.

### **Ennusteen riskit**

Maailmantalouden elpymisen viivästyminen oletetusta merkitsisi ennustettua heikomman kasvun riskiä lyhyellä aikavälillä. Jos vientikysyntä ei elvy oletetusti, suomalainen teollisuus joutuu sopeuttamaan enemmän, ei ainoastaan lykkäämällä investointeja ja luopumalla joistakin investointihankkeista, vaan myös lomauttamalla ja irtisanomalla henkilökuntaa ennustettua enemmän. Tämä heikentäisi kotitalouksien tulokehitystä ja luottamusta ja hidastaisi siten yksityisen kulutuksen kasvua. Kotimaisen kysynnän merkitys työllisyyden ja kasvun ylläpidossa jäisi tällöin ennustettua heikommaksi.

Tieto- ja viestintätekniikkasektorin kehitykseen ja alan investointeihin maailmanlaajuisesti liittyvä epävarmuus merkitsee Suomen viennin ennusteen kannalta paitsi riskiä, että vienti jää ennustettua pienemmäksi, myös riskiä, että se kiihtyy ennustettua nopeammaksi. Myöskään kotimaiseen kehitykseen liittyvät ennusteen riskit eivät ole pelkästään heikomman kehityksen suuntaan, sillä työvoiman sopeuttaminen saattaa jäädä myös ennustettua vähäisemmäksi, jos yritykset varautuvat tulevaan kasvun elpymiseen pitämällä ammattitaitoisen työvoiman palveluksessaan. Tämä edellyttää, että muita keinoja sopeuttaa kustannuksia on käytettävissä. Ennustejakson loppua kohden riskit ennustettua heikomman tai vahvemman kasvun toteutumisesta ovat melko tasapainossa.

Riski inflaation kiihtymisestä ennustettua nopeammaksi liittyy osin kansainväliseen hintakehitykseen. Maailmantalouden kasvun ripeytyminen voi johtaa yleisesti hintojen nousun voimistumiseen ennustetusta varsinkin vuonna



---

2003. Ennusteessa on oletettu, että työn tuottavuuden kasvu nopeutuu asteittain lähelle trendikasvuvauhtia ennustejakson lopulla. Hitaampi tuottavuuskehitys merkitsisi kustannuspaineita ja nopeampaa inflaatiota, mutta hieman ennustettua nopeampikaan tuottavuuskehitys ei ole poissuljettu. Palkkakehitykseen liittyvä epävarmuus on nyt vähäisempää kuin edellisessä ennusteessa. Kaiken kaikkiaan inflaatoriskit ovat mel-

ko tasapainoiset hitaamman tai nopeamman inflaation suhteen ennustejakson alkupuolella, mutta jakson lopulla riskit kuitenkin painottuvat nopeamman inflaation suuntaan. ■

- Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne, ennuste

Lähes yhtäaikaisesti keskeisissä maissa on kuluvan vuoden aikana taloudellinen toimeliaisuus hidastunut, ja se on lisännyt kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden epävarmuutta. Muun muassa yritysten konkurssit ovat olleet Yhdysvalloissa ja Japanissa selvästi kasvussa. Myös kulutuskysyntä on Yhdysvalloissa osoittanut hiipumisen merkkejä.

Yhdysvaltoihin syyskuussa kohdistunut terrori-isku toi ainakin hetkellisesti lisää epävarmuutta markkinoille syventämällä Yhdysvaltain taantumaa ja muuttamalla äkillisesti rahoitusmarkkinoiden riskejä. Lisäksi pitkällä aikavälillä ainakin rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurin toimintavarmuuteen joudutaan maailmanlaajuisesti uhraamaan entistä enemmän resursseja.

Terrori-iskut ovat toisaalta entisestään voimistaneet niitä talouden elvytystoimia, joita oli jo aiemmin suunnitteilla Yhdysvalloissa ja eri puolilla maailmaa. Rahapolitiikkaa on kuluneen syksyn aikana kevennetty nopeasti. Yhdysvaltain keskuspankki on terrori-iskun jälkeen laskenut keskeistä ohjauskorkoaan kolmasti puolen prosenttiyksikön verran. Ensimmäisen kerran se laski korkoa heti iskun jälkeen yhteistyössä muiden keskeisten teollisuusmaiden kanssa. Euroopan keskuspankki alensi omaa

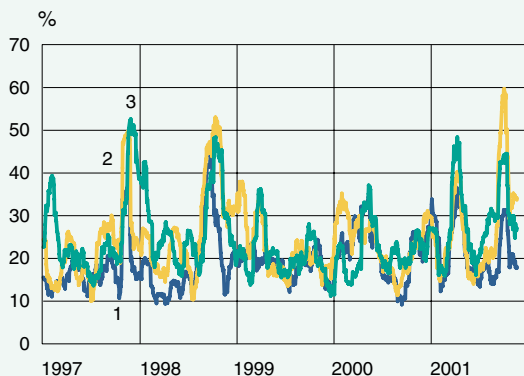
*Tilapäisesti heikenneistä näkymistä huolimatta rahoitusmarkkinoiden vakaus ei ole uhattuna. Suurimmat rahoitusmarkkinoita koskevat riskit ovat välillisiä ja liittyvät kansainväliseen talouskehitykseen. Rahoitusmarkkinoiden integraation mukanaan tuoma kiristynyt kilpailu pakottaa pankit ja muut markkinatoimijat jatkuvaan kustannussäästöjen etsimiseen. Toimintaedellytysten parantaminen ja joustavuuden säilyttäminen puolestaan auttavat sopeutumaan lisääntyneestä epävarmuudesta johtuviin yllättäviin tilanteisiin.*

ohjauskorkoaan puoli prosenttiyksikköä tässä yhteydessä ja marraskuussa vielä saman verran lisää. Keskuspankkien yhteistyöllä turvattiin myös likviditeetin riittävyys rahoitusmarkkinoilla. Ennen syyskuuta Yhdysvalloissa oli vuoden 2001 aikana asteittain alennettu ohjauskorkoa jo kolme prosenttiyksikköä. Finanssipolitiikkaa on kevennetty ja suunniteltu kevennettäväksi huomattavasti Yhdysvalloissa ja jossain määrin myös Japanissa.

Yhdysvalloissa ovatkin merkit luottamuksen vahvistumisesta viime aikoina lisääntyneet. Talouspoliittisten elvytystoimenpiteiden lisäksi vahvistumiseen vaikuttaa terrorismin vastaisen sodan pysyminen rajoitettuna. Luottamuksen lisääntyminen on näkynyt osakemarkkinoiden yleismaailmallisena elpymisenä sekä siinä, että joukkovelkakirjamarkkinoilla korkorojen leveneminen on pysähtynyt. Näiden markkinoiden volatilitteetit ovat toisaalta kuitenkin kasvaneet suhteellisen suuriksi (kuvio 1).

Tilanne on kuitenkin vielä herkkä, ja epävarmuutta on runsaasti. Suuret kansainväliset järjestöt, kuten Kansainvälinen valuuttarahasto ja OECD, ovat synkentäneet maailmantalouden ennusteitaan. Uudet häiriöt saattaisivat merkittävästi heikentää markkinoilla orastavaa luottamusta, jolloin sijoittajat tulisivat erittäin varo-

**Kuvio 1.**  
**Osakemarkkinoiden volatilitiitti\***

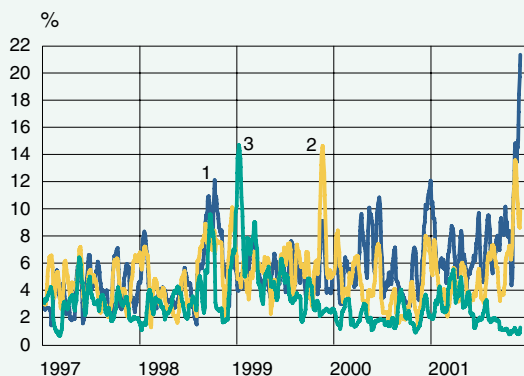


1. Standard & Poor's 500 (USA)
2. Dax (Saksa)
3. Nikkei 225 (Japani)

\* 22 päivän standardipoikkeaman liukuva keskiarvo.

Lähde: Goldman Sachs.

**Joukkovelkakirjamarkkinoiden volatilitiitti\***



1. Yhdysvallat
2. Eurooppa
3. Japani

\* 22 päivän standardipoikkeaman liukuva keskiarvo.

Lähde: Goldman Sachs.

vaisiksi ja riskin kaihtaminen alkaisi hallita käyttäytymistä. Kuluttajat lisäisivät säästämistään, ja normaali laskusuhdanne kääntyisi syväksi taantumaksi.

Japanin tila on kehittymässä yhä huolestuttavampaan suuntaan. Poliittikkatoimenpiteet eivät ole vaikuttaneet kyllin tehokkaasti välttämättömien rakennemuutosten aikaansaamiseksi. Japanilaisten yritysten konkurssit ovat saavuttaneet syyskuussa uuden ennätyksen sitten 1990-luvun alun, kun maata vaivaava deflaatio pahentaa velallisten asemaa. Viimeisimpien arvioiden mukaan Japanin ongelmalainojen määrä olisi noin 25 prosenttia BKT:stä.<sup>1</sup> Japanin hallitus pyrkiikin budjetoimaan valtion ”roskapankille” Resolution and Collection Corporationil-

le lisää varoja ongelmalainojen lunastamiseksi pankeilta.

Argentiina kuuluu niihin ulkoisesta rahoituksesta riippuvaisiin kehittyviin maihin, jotka kärsivät erityisesti ”pako laatuun” -ilmiöstä. Argentiinan peso on sidottu USA:n dollariin valuuttakatejärjestelyllä, josta on seurannut suuri vaihtotaseen vaje ja nopea velkaantuminen, kun dollari on vahvistunut. Argentiina on alkanut yksipuolisesti järjestellä velkojansa uudelleen. Tämän seurauksena maan velkojen korot ovat nousseet rajusti jälkimarkkinoilla. Standard & Poor's alensi marraskuun 2001 alkupuolella Argentiinan luottoluokitusta osittaista maksukyvyttömyyttä osoittavaan ”selective default” (SD) -luokkaan.

### **EU-alueen rahoitusmarkkinoilla näkymät myös heikenneet**

EU-alueen pankkien tulokset ovat heikentyneet kuluvan vuoden loppua kohti makrotalouden

<sup>1</sup> Luku on noin kaksinkertainen verrattuna Suomessa vallinneeseen tilanteeseen pankkikriisin vaikeimpina vuosina 1990-luvun alkupuolella (laskuperiaatteissa saattaa olla eroja).

näkymien synkistymisen myötä. Luottoluokittaja Standard & Poor's uskoo etenkin suurten eurooppalaisten pankkien kannattavuuden laskevan.

Muutaman vuoden jatkunut nopea luotonannon kasvu on todennäköisesti heikentänyt EU-alueen pankkien saatavien laatua. Pankit eivät kuitenkaan toistaiseksi ole mittavasti lisänneet luottotappiovarauksiaan. Luottojen hidastuva kasvu yhdessä markkinakorkojen laskun myötä supistuvan kokonaismarginaalin<sup>2</sup> kanssa hidastaa pankkien rahoituskatteen kasvua. Vuonna 2000 pankkien kulujen ja tuottojen suhde pysyi muuttumattomana, vaikka henkilöstökulut kasvoivat. Vakavaraisuus heikentyi hieman vuonna 2000, mutta se on kuitenkin terveellä pohjalla. Esimerkiksi Saksassa useat suuret pankit ovat ilmoittaneet saneeraustoimista.

Konsolidoitumiskehityksen odotetaan jatkuvan EU-alueella. Tärkeäksi näyttäisi nousevan alueellinen (Pohjoismaat, Benelux, Iberian niemimaa) yhdentyminen. Kehitystä hidastaa jossain määrin kuitenkin eri maiden erilainen sääntely-ympäristö.

Vähittäispankkitoiminnan myönteistä kehitystä ovat viime vuosina tukeneet luotonannon korkomarginaalien laskun vakiintuminen, antolainauksen kasvu (etenkin asuntoluotot), välitystoiminnan kasvaneet tuotot ja luottotappioiden pienet nettomäärät. Pankkimarkkinoiden tuottavuudessa on maittaisia eroja, joskin yleinen trendi on ollut positiivinen. Vähittäispankkitoiminnan lähiajan haasteita ovat kustannusten kasvun ja varautuminen luottotappioiden kasvuun. Eurooppalaisissa pankeissa vakuudettomat kulutusluotot ja eri tavoin ”paketoituiden” asuntolainat eivät kuitenkaan ole niin merkittävässä asemassa kuin amerikkalaisissa pankeissa.

Investointipankkitoiminta pääsi nauttimaan poikkeuksellisen voimakkaasta nousukaudesta 1990-luvun jälkipuoliskolla, mutta nyt kulujen pienentäminen on tullut myös EU-alueen investointipankeissa ajankohtaiseksi. Jonkin verran nousseet korkotuotot eivät ole kyenneet kompensoimaan tulojen menetyksiä yrityskaupoista ja osakemarkkinoiden välitystoiminnasta kuluvan vuoden aikana. Varainhoidosta ja yksityispankkitoiminnasta saatavat tulot ovat myös kääntyneet laskuun. Lisäksi monet pankit ovat

joutuneet tekemään merkittäviä arvon alenuksia osakeomistuksistaan. Vaikeaksi tilanne tulee etenkin niissä pankeissa, joiden toiminnasta investointipankkitoiminta muodostaa suuren osan. Eräiden suurten pankkien voitoista yli puolet tulee investointipankkitoiminnasta.

EU-alueen pankit ovat vaihtelevassa määrin altistuneet riskipitoisten sektoreiden rahoittamiseen. Pohjoismaissa altistumista on telekommunikaatoriskille ja muualla Euroopassa terrorismiskun esiin tuomille uusille riskipitoisille aloille, kuten lentoyhtiöille, vakuutusyhtiöille sekä matkailualalle.

EU-alueen ulkopuolella laukeavat riskit saattavat tarttua myös EU-alueen pankeihin. Näiden pankkien riskialtistuminen USA:n, Japanin ja kehittyvien talouksien suuntiin on jakautunut epätasaisesti. Eräillä EU-alueen pankeilla on merkittäviä riskejä Latinalaisessa Amerikassa. EU-alueen pankkien USA:n riskejä ei voida pitää kovin suurina. Ne ovat suuntautuneet usein rahoitussektorin ulkopuolisiin yrityksiin. Japanin ja muun Aasian aiheuttamat riskit EU-alueen pankeille ovat pienentyneet viime aikoina.

Epävarmuuden kasvaessa sijoitustoiminnassa on yhä selkeämmin tullut esiin ”pako laatuun” -ilmiö. Sijoittajat ovat pyrkinneet siirtämään sijoituksiaan luottoluokituksestaan parempiin kohteisiin. Tämä on luonnollisesti altistanut jo ennestään heikot yritykset jälleenrahoitusriskille. Lainakustannukset ovat olleet kasvussa korkoerojen (spread) kasvun myötä. Korkoerot levenivät eniten telekommunikaatio-, kulutus- sekä teollisuussektoreiden yritysten joukkovelkakirjalainoissa. Ennakoidusta piristävästä talouskasvusta huolimatta konkurssreja kuitenkin tulee vielä runsaahkosti ensi vuoden alkupuolella. Luottoluokituksia on alennettu sekä Euroopassa että USA:ssa enemmän kuin niitä on nostettu. Euroopassa luottoluokituksia laskettiin etenkin rahoitussektorin ulkopuolella; eniten laskuja oli teollisuudessa. Tästä huolimatta rahoitussektorin ulkopuolisten yritysten joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskut lisääntyivät jälleen lokakuussa viime kesän jälkeen. Luottoluokitusten heikentyminen on toisaalta vähentänyt esimerkiksi rahamarkkinarahastojen sijoituksia yritysten liikkeeseen laskemiin velkapereihin.

Osakekurssit olivat alimmillaan syyskuun puolessa välissä, ja siitä lähtien trendi on ollut

<sup>2</sup> Keskimääräisen luotto- ja talletuskoron erotus.

nouseva, joskin alueittaista ja aloittaista vaihtelua on ollut. Rahoitustoimialan, sekä pankkien että vakuutusyhtiöiden, osakekurssit kääntyivät toimialojen kannattavuuden heikentymistä ennakoitujen laskuun jo vuoden 2001 alkupuolella niin Euroopassa kuin Yhdysvalloissakin.

### Suomen pankkisektorin näkymät hivenen heikentyneet mutta vakaat

Suomalaisten pankkien kannattavuuskehitys ja -näkymät ovat nyt heikommät kuin keväällä arvioitiin (Euro & talous 2/2001), mutta tilanteen odotetaan kuitenkin jäävän tilapäiseksi eikä pankkien vakavaraisuus ole uhattuna (kuvio 2). Japanin tilanteen kaltaisen itseään ruokkivan velkadeflaatiokierteen vaaraa ei ole näkyvässä eikä liioin Suomessa vuosikymmen sitten valinneen laman kaltaista tilannetta. Talous hyö-

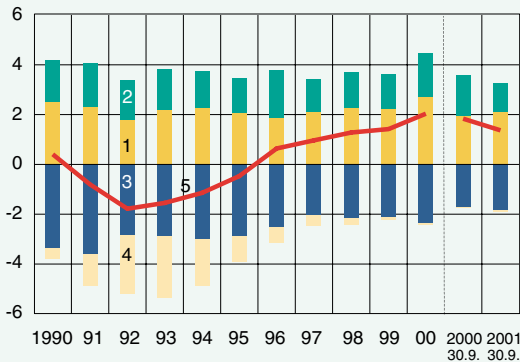
tyy vakaasta EMU-ympäristöstä, ja pankki-asiakkaiden velkaantuneisuus on meillä suhteellisen vähäistä, mikä suojaa niitä konkurssiuhalta (kuvio 3). Toisaalta jatkuva konsolidoitumiskehitys ja toimialaliikumapaineet ylläpitävät ja kiristävät kilpailua. Pankkien on tätä taustaa vasten pyrittävä jatkuvasti tehostamaan toimintaansa ja pitämään kustannuksensa kurissa.

Suomalaiset pankit ovat jossain määrin lisänneet luottotappiovarauksiaan ja nostaneet hie-man uusien yritysluottojen korkomarginaaleja. Tämä viittaa siihen, että pankit ovat alkaneet yhä enemmän varautua heikkenevään kehitykseen ja alkaneet kasvattaa luottokorkojen riskipreemioita.

Mikäli tämän hetken arvioita synkemmät kansainväliset skenaariot toteutuvat, myös Suomessa joudutaan uuteen tilanteeseen. Nykyiset

**Kuvio 2. Talletuspankkikonsernien tulos**

(ml. Merita Pankki Oyj- ja Sampo Pankki Oyj -konsernit)  
Mrd. euroa



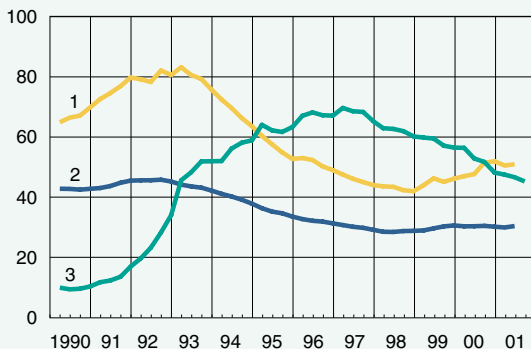
1. Rahoituskate
2. Muut tuotot
3. Toimintakulut ja poistot
4. Luotto- ja takaustappiot
5. Liikevoitto

Vuosien 2000 ja 2001 tiedot eivät ole täysin vertailukelpoisia edellisten vuosien tietoihin pankkisektorin fuusioiden vuoksi.

Lähde: Rahoitustarkastus.

**Kuvio 3. Velkaantumisaste sektoreittain**

% BKT:stä



1. Yritykset pl. asuntoyhteisöt
2. Kotitaloudet
3. Valtio

Lähteet: Tilastokeskus, Valtiokonttori ja Suomen Pankki.

**Kuvio 4. Osakeindeksejä**

Indeksi 2.1.1997 = 100



1. HEX-yleisindeksi
2. Nasdaq composite -indeksi

Lähteet: Helsingin Pörssi ja Bloomberg.

luottotappiovaraukset ja korkojen riskipreemiot saattavat osoittautua alimitoitetuiksi. Rahoitusmarkkinoilla toimivien yritysten tulisi riittävästi varautua myös operationaalisten riskien lau-keamiseen esimerkiksi syyskuussa koettua kriisitilannetta muistuttavissa oloissa. Organisaatioiden joustavuudesta on hyötyä, kun tarvitaan mukautumista yllättäviin tilanteisiin.

Keskeiset maassamme toimivat finanssikonsernit ovat toteuttaneet useita sisäisiä rakennejärjestelyitä, joilla tähdätään toimintaedellytysten vahvistamiseen. Nordea-konsernin yhdistymisprosessissa tähdätään kustannussäästöistä syntyviin synergiahyötyihin. Konserni odottaa toimintansa selvää kasvua etenkin Itämeren lähialueilla Baltiassa ja Puolassa.

Sampo-konsernin havittelema pohjoismainen aluevaltaus ei onnistunut, kun norjalaisen finanssitavaratalon Storebrandin hankinta kaatui norjalaiskansalliseen vastarintaan. Sammon pörssikurssi toipui laskeneelta tasoltaan tapahtuman jälkeen, joten epäonnistumista ei markkinoilla koettu taloudellisenä tappiona. Storebrand-hankkeen kaatumisesta huolimatta Sammon vahinkovakuutustoiminta päätettiin liittää pohjoismaiseen If-yhtiöön. Sampo on jo noin kymmenen vuotta sitten vähentänyt osallistumisestaan jälleenvakuutuksiin, mikä lienee tässä vaiheessa onneksi, kun vakuutussektorilla on maailmanlaajuisia ongelmia.

Osuuspankkien yhteenliittymä on lisännyt markkinaosuuksiaan etenkin pääkaupunkiseu-

dulla. Ryhmittymä toimii kuitenkin kasvukeskuksissa suhteellisesti vähemmän kuin kilpailijansa. Sektoreittain tarkasteltuna yhteenliittymän erikoisalaa ovat kotitaloudet. Tämä voi osaltaan selittää ryhmän markkinaosuuden kasvua, koska pankkien luotot kotitalouksille ovat kasvaneet viime vuosina suhteellisen nopeasti. Yhteenliittymän eräillä jäsenillä on kuitenkin yhä rasitteenaan paljon heikohkosti tuottavia kiinteistöjä.

Voimakkaat ja nopeat rakennemuutokset lisäävät pankkien riskejä. Pääasialliset riskit tulevat kuitenkin edelleen maan ulkopuolelta, nimittäin kansainvälisen talouden tilasta. Kansainvälisten fuusioiden tiivistyminen lisää Suomen pankkisektorilla toimivien riskejä, vaikka riskit eivät syntyisikään Suomessa.

### Arvopaperimarkkinat palautuivat nopeasti terrori-iskun jälkeen

Eri toimialojen osakkeiden kurssikehityksen hajanaisuus heijastuu myös alueittaisiin osakeindekseihin suurena hajontana. Terrori-iskun jälkeen osakekurssit ovat nousseet vahvimmin Suomessa. HEX-yleisindeksi on noussut Nokian vetämänä syyskuun alimmasta arvosta lähes 50 % (kuvio 4). Euroalueen suurimmissa maissa osakekurssit ovat nousseet vastaavana aikana keskimäärin 5 %. Irlannissa ja Itävallassa osakekurssit ovat sen sijaan laskeneet lähes 10 % kahden viime kuukauden aikana. Kuitenkin verrattaessa HEX-yleisindeksin kehitystä Keski-

Euroopan pörssien kehitykseen on otettava huomioon teknologiaosakkeiden suuri painoarvo HEX- yleisindeksissä. Terrori-iskun suorat vaikutukset Suomen arvopaperimarkkinoille jäivät vähäisiksi. Välittömin vaikutus näkyi sijoitusrahastomarkkinoilla Rahoitustarkastuksen määrätessä keskeyttämään sellaisten sijoitusrahastojen lunastukset, joiden arvonmääritys tuli mahdolliseksi New Yorkin markkinapaikkojen ollessa kiinni. Lisäksi New Yorkin pörssin sulkeminen keskitti Nokian osakevaihdon HEXiin.<sup>3</sup>

Rakennekehitys EU-alueen arvopaperikaupapaikkojen välillä on jatkunut. Suomen kannalta merkittävin kehitystekijä oli syyskuussa solmittu strateginen sopimus HEXin ristikkäisjäsenyydestä Euronextin<sup>4</sup> kanssa. Järjestely takaa HEXille hyvän yhteyden erääseen Euroopan keskeisimpään markkinapaikkaan. Tämän lisäksi HEX on laajentanut kaupankäyntilistaansa mm. virolaisilla osakkeilla, indeksiosuuksilla sekä sektori-indekseihin perustuvilla johdannaisilla. HEX on lisäksi käynnistänyt arvopaperikauppojen back office -palvelun tarjonnan välittäjille.

HEX tekee tärkeitä taustatyötä pienentääkseen edelleen arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmiin sisältyviä riskejä. Ensinnäkin HEX on uudistamassa vanhaa KATI-osakeselvitystään RTGS<sup>5</sup>-pohjaiseksi siten, että siitä tulisi EKPJ:n vaatimukset täyttävä ensi vuoden lopulla. Toiseksi HEX selvittää yhdessä muiden pohjoismaisten kauppapaikkojen kanssa mahdollisuuksia välittää osakekaupankäyntiin liittyvää keskusvastapuolipalvelua, joka vähentäisi osapuolten toisistaan kantamaa vastapuoliriskiä.

Kansainvälisellä tasolla lontoolaisen johdannaispörssin LIFFEn johtokunta on suositellut osakkeenomistajilleen fuusiota Euronextin kanssa. Australian ja Singaporen pörssit laajentavat

yhteistyötään. Globaali selvitystoiminta on tehostumassa maailman tärkeimpien keskusvastapuolipalveluiden tarjoajien yhdistettyä voimansa perustamalla ns. CCP12-järjestön<sup>6</sup>.

### **Maksujärjestelmien muunto käteiseuroympäristöön sujuu suunnitelmien mukaan**

EU-alueen maksujärjestelmiin Yhdysvaltain terrori-iskuilla ei ollut suurta vaikutusta. Tapahtuman opetuksia ovat, että operatiivinen riski ja erityisesti keskittyneisyyden riski tulee ottaa yhä paremmin huomioon. Lisäksi riittävästä varoimenpiteistä on huolehdittava. Erityistä huomiota on kiinnitettävä kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta kriittisiin järjestelmiin. Tällainen on erityisesti SWIFT-järjestelmä (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications, käytössä 194 maassa), joka on globaalin rahaliikenteen välittämässä erittäin keskeisessä asemassa. Tietoliikenneyhteyksien katkeaminen New Yorkissa aiheutti sen, että monet toimijat menettivät teknisistä syistä mahdollisuuden maksaa velvoitensa ajoissa ja jättivät näin saajapuolen rahapulaan. Yhdysvaltain ongelmat saatiin ratkaistuksi keskuspankin toimenpiteiden avulla. Ulkomaisten rahoituslaitosten dollarilikviditeetistä huolehtimiseen osallistuivat myös muut maailman keskuspankit.

EU-alueen maksujärjestelmien osalta kehitys on jatkunut voimakkaana. Yksi uusi maksujärjestelmä, EBAN<sup>7</sup> uusi pienten maksujen maksujärjestelmä STEP 1, on jo aloittanut toimintansa, ja useat muut aloittavat lähiaikoina.

Eurokäteisen käyttöönotto vuodenvaihteessa on suuri haaste maksujärjestelmälle. Suomen Pankin ylläpitämään pankkien katteiden siirtoon tarkoitettuun BoF-sekkitilijärjestelmään ja EU:n laajuiseen TARGET-järjestelmään euroon siirtyminen ei aiheuta vuoden vaihteessa muutoksia, sillä kaikki tapahtumat ovat olleet euromääräisiä vuoden 1999 alusta alkaen. Maanantaina

<sup>3</sup> HEX-konserni (HEX) koostuu emoyhtiö HEX Oyj:stä ja sen tytäryhtiöistä, joita ovat mm. Helsingin Pörssi, Suomen Arvopaperikeskus, HEX Securities Services ja HEX Securities Technology. Lisäksi HEX omistaa 60,3 % Tallinnan Pörssistä ja HEX Securities Services 95 % HEX Back Office and Custody Services Osakeyhtiöstä.

<sup>4</sup> Euronext = paneurooppalainen pörssi, joka syntyi Amsterdamin, Brysselin ja Pariisin pörssien fuusiossa vuoden 2000 alkupuolella.

<sup>5</sup> RTGS = Real-Time Gross Settlement eli reaaliaikainen bruttoperusteinen selvitysjärjestelmä.

<sup>6</sup> CCP12-järjestö = (The Central Counterparty) maailman suurimpien keskusvastapuolien 12-jäseninen yhteistyöjärjestö. Keskusvastapuoli tarkoittaa yhteisöä, joka asettuu arvopaperikaupan selvitystilanteessa arvopaperin alkuperäisen myyjän kannalta ostajaksi ja arvopaperin alkuperäisen ostajan kannalta myyjäksi.

<sup>7</sup> EBA = Euro Banking Association.

31.12.2001 sekä TARGET että kansalliset RTGS-järjestelmät ovat kiinni. Kaikkiaan pankit ovat vuoden vaihteessa neljä päivää kiinni.

Kaksi muuta suomalaista maksujärjestelmää, POPS-järjestelmä (pankkien on line -pikasiirrot ja sekirit) ja PMJ-järjestelmä (pankkien välinen maksuliikennejärjestelmä) muunnetaan euroiksi siten, että 28.12.2001 saakka tapahtumat ja täsmäytystiedot välitetään markkoina ja 2.1.2002 alkaen euroina. Molempien järjestelmien katteensiirrot tehdään BoF-sekkilijärjestelmässä, joten katteensiirrot ovat olleet euromääräisiä vuoden 1999 alusta alkaen. Pankit hoitavat POPS- ja PMJ-järjestelmien euromuutokset, eikä niillä ole vaikutusta asiakkaisiin.

Eurokäteiseen siirtymisen valmistelut ovat sujuneet suunnitelmien mukaan. Rahanvaihtojakson ensi vuoden alussa odotetaan sujuvan ilman merkittäviä ongelmia. Pankkiautomaatit siirtyvät euroihin siten, että ensimmäiset automaatit jakavat euroja vuoden 2002 alusta alkaen. Tavoitteena on, että viikon kuluessa kaikista automaateista voisi nostaa vain euroja. Pankit muuntavat kaikki markkamääräiset pankkitilit ja lainat automaattisesti euromääräisiksi. Vuoden 2002 alusta alkaen tilitapahtumat, tiliotteet ja muut tiedot välitetään asiakkaille euroina. Eurojen ennakkojakelu pankeille alkoi syyskuussa 2001.

### **Rahoitusmarkkinoiden vakaus sekä sääntelyn ja valvonnan keskeisiä kehityshankkeita**

Yhdysvaltain syyskuun terrori-isku koetteli globaalia rahoitusjärjestelmää. Riskit ja niiltä suojautuminen joudutaan pohtimaan täysin uudelleen. Aiempaa tärkeämmäksi teemaksi on osoittautunut nimenomaan keskittyneisyyden riski. Vaikka rahoitusjärjestelmän infrastruktuuri syyskuun kriisitilanteessa toimikin melko moitteettomasti, on kuitenkin käynyt yhä selvemmäksi, että tulevaisuudessa fyysisesti liian keskittyneet järjestelmät ovat riski. Markkinoiden keskeisten toimijoiden varajärjestelmistä tuleekin varmistua yhä paremmin. Kriisitilanteissa infrastruktuurin toiminnan varmistaminen on tärkeää, mutta itse kriisitilanteiden ennalta ehkäiseminen on yhtä tärkeää niiltä osin kuin se on ylipäätään mahdollista. Eräs keino on terroristien toimintamahdollisuuksiin puuttuminen ja nimenomaan terroristien rahoituskanavien saa-

minen hallintaan. Tämä tuokin uudelleen esiin kysymykset pankkisalaisuudesta ja riittävästä tietojen vaihdosta. Rahoituskanavien löytämiseksi esimerkiksi rahanpesuun liittyvää valvontaa ja sääntelyä parhailtaan kiristetään.

Rahoitusmarkkinoiden valvonnan kehittämiseksi sekä vakauden säilyttämiseksi on suunnitteilla myös muita kehityshankkeita. Eräs näkyvimmistä hankkeista on Baselin pankkivalvontakomitean ja Euroopan komission pankkien vakavaraisuusnormeja koskeva uudistus. Uudistus etenee, mutta sen voimaantuloa jouduttiin siirtämään vuodesta 2004 vuoteen 2005. Baselin komitea on joutunut arvioimaan uudelleen mm. minimipääomavaatimusten kokonaistasoa, joka selvitysten perusteella saattaisi muuten osoittautua nykyistä selvästi korkeammaksi. Korkeat pääomavaatimukset hankaloittaisivat erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusta. Niiden kohteluun Basel onkin kiinnittämässä erityistä huomioita. Lisäksi kaavaillun sääntökokoelman monimutkaisuutta pidetään ongelmallisena. Esiin on noussut myös huoli kaavailtujen minimipääomavaatimusten mahdollisesta suhdanteita vahvistavasta vaikutuksesta. Tämä johtuisi siitä, että minimipääomavaatimukset kiristyisivät suhdannetaantumassa, koska vaatimusten pohjana olevat luottokelpoisuusluokitukset laskisivat. Kiristyvät pääomavaatimukset saattaisivat johtaa luotonannon väheneemiseen, mikä voimistaisi edelleen taantumaa.

Sääntelyuudistushankkeita on vireillä usealla eri suunnalla. IASB:n (International Accounting Standard Board) edustajista ja kansallisista viranomaisista koostuva työryhmä Joint Working Group julkaisi joulukuussa 2000 standardiluonnoksen rahoitusinstrumenttien kirjanpidosta. Standardiluonnoksessa ehdotettiin kaikkien rahoitusinstrumenttien arvostamista käypään arvoonsa. Ehdotuksen sisältö on kuitenkin herättänyt monia kysymyksiä. Esimerkiksi EU:n komissio esitti syyskuussa vielä monia seikkoja, joiden pohdintaan tarvitaan selvittelyä ja lisätutkimusta. Näiden joukossa on erityisesti pankkilainojen ja -talletusten käypään arvoon arvostaminen. Tähän asiaan myös EKP on ottanut lausunnoissaan kielteisen kannan.

Rahoitusmarkkinoiden kehityksen myötä EU-alueen rahoitusmarkkinoiden integrointiin liittyvät kysymykset ovat muodostuneet yhä tärkeämmiksi. EU:n komissio on laatinut mm.



## Kehikko. Suomen Pankki ja rahoitusjärjestelmän vakaus

Suomen Pankin eräs lakisääteisistä tehtävistä rahapolitiikan päätösten valmisteluun osallistumisen ja toimeenpanon ohella on huolehtia osaltaan maksu- ja muun rahoitusjärjestelmän luotettavuudesta ja tehokkuudesta sekä osallistua sen kehittämiseen. Myös Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) jäsenenä Suomen Pankilla on velvollisuus edistää maksujärjestelmien moitteetonta toimintaa sekä myötävaikuttaa rahoitusjärjestelmän vakauteen.

Vakaa ja tehokas rahoitusjärjestelmä on tärkeä perusedellytys hintavakaudelle ja menestykselliselle rahapolitiikalle. Vakaa rahoitusjärjestelmä myös tukee harjoitettavaa talouspolitiikkaa ja yhteiskunnan toimintaa. Siksi rahoitusjärjestelmän toimintaa vaarantavia suurimpia riskejä on pyrittävä ennakolta ehkäisemään.

Suomen Pankin tavoite on pitää yllä luotamusta rahoitusjärjestelmään ilman, että sen toimintaan jouduttaisiin puuttumaan. Tavoitteen saavuttaminen edellyttää taustatyötä, kuten vaikuttamista muihin viranomaisiin, rahoitusmarkkinaosapuoliin ja suureen yleisöön. Vaikuttavuus edellyttää tutkimus- ja selvitys-

toimintaa, julkaisuja, lausuntoja sekä monenlaisen yhteistyöhön osallistumista mm. rahoitusmarkkinalainsäädännön kehittämisessä.

Keskeisimpiä kotimaisia yhteistyökumppaneita ovat valtiovarainministeriö ja Rahoitustarkastus. Valtiovarainministeriöllä on pääasiallinen toimivalta rahoitusjärjestelmää koskevan sääntelyn valmistelussa ja lainsäädäntöhankkeiden toteuttamisessa. Rahoitustarkastus toimii itsenäisenä viranomaisena Suomen Pankin yhteydessä tehtäväänään valvoa mm. luotolaitosten, sijoituspalveluyritysten, pörssin sekä selvitys yhteisöjen riskejä ja toiminnan laillisuutta.

Tärkeä osa kansainvälisestä yhteistyöstä toteutetaan EKPJ:n puitteissa. EKPJ:llä on merkittävä tehtävä Euroopan unionin rahoitusjärjestelmän vakauden edistäjänä. EKPJ sekä harjoittaa maksujärjestelmien ja arvopaperien selvitys järjestelmien yleisvalvontaa että analysoi rahoitusmarkkinoiden makrovakautta mm. EKPJ:n yhteydessä toimivien komiteoiden – maksu- ja selvitys järjestelmäkomitea ja pankkivalvontakomitea – välityksellä.

rahoituspalveluja koskevan toimintasuunnitelman Financial Services Action Planin, jonka tavoitteena on edistää integrointia. Tämän tulisi toteutua vuoteen 2005 mennessä. Lisäksi EU-alueen arvopaperimarkkinoiden tulisi olla täydellisesti integroituneita vuoteen 2003 mennessä. Useista toimenpiteistä huolimatta suunnitelman toteutus on hieman aikataulusta jäljessä.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn liittyen Lamfalussy'n komitea eli ns. viisaiden komitea suositteli helmikuussa 2001 nelitasoista lähestymistapaa Euroopassa. Nämä neljä tasoa ovat 1) lainsäädäntö normaaleja menettelytapoja käyttäen (komissiolta neuvostolle/parlamentille), 2) uudet komiteat: Euroopan arvopaperikomitea (European Securities Committee, ESC) ja Euroopan arvopaperivalvojen komitea (Committee of European Securities Regulators, CESR), 3) arvopaperivalvojen tehostettu

yhteistyö sekä 4) sääntelyn tehostettu toimeenpano.

CESR toimii asiantuntijana ja teknisenä neuvonantajana. ESC koostuu valtiosihteeritason asiantuntijoista. Molemmat komiteat ovat aloittaneet toimintansa syyskuussa. Ne ovat toistaiseksi vielä neuvonantaja-asemassa, koska pyrkimyksenä ollut komitologialuonne<sup>8</sup> on vielä avoin.

Arvopaperien toimitus- ja selvitys järjestelmien valvonnan osalta EKPJ ja CESR ovat päättäneet muodostaa yhteistyöryhmän. Pyrkimyk-

<sup>8</sup> Komitologiamenettely liittyy EU-tason sääntelyyn, jossa Euroopan unionin parlamentti ja neuvosto ovat delegoineet omalta osaltaan päätöksenteon EU:n komissiolle. Komissio päättää komitologialuonteisen komitean avustuksella.

senä on luoda Euroopan laajuiset standardit selvitysjärjestelmille ja keskusvastapuolille. Lähtökohtana työssä ovat CPSS-IOSCON<sup>9</sup> kansainväliset suositukset. Ajankohtainen selvitysjärjestelmiä koskeva kysymys on myös monikanallisten arvopaperikeskusten valvonta. Tätä koskeva selvitys on parhaillaan käynnissä valvojien kanssa.

Rahoitusjärjestelmän vakauden valvonta on eräs keskuspankkien keskeisistä tehtävistä. Euroopan mittakaavassa rahoitusmarkkinoiden vakauden seurannan kannalta keskeisiä ovat nimenomaan pankkijärjestelmän vakauteen liittyvät kysymykset. Alun perin Suomen aloitteesta perustettiin EU-alueen korkeista viranomaisista koostuva ns. Brouwerin työryhmä, jonka työ on keskittynyt nimenomaan kartoittamaan euroopalaisen pankkijärjestelmän vakautta mahdollisesti uhkaavia tekijöitä sekä kriisienhallinnan käytännön toimia. Työryhmä on julkaissut työtään kaksi raporttia. Jälkimmäisessä raportissa on seurattu myös ensimmäisessä raportissa annettujen suositusten toimeenpanoa. Suomessa on edetty nopeasti mm. finanssikonglomeraatteja koskevassa sääntelyssä, jota koskevat ehdotukset olivat mukana Brouwerin työryhmän raporteissa.

Uusista direktiiveistä ja asetuksista voidaan mainita rahoitusvakuusjärjestelyä koskeva direktiiviehdotus ja ulkomaille tehtäviä maksuja koskeva asetusluonnos. Rahoitusvakuusjärjestelyä koskeva direktiiviehdotus on tarkoitus saattaa Ecofinin<sup>10</sup> käsiteltäväksi joulukuun puolellavälissä. Direktiivin tavoitteena on helpottaa vakuuksien maidenvälistä käyttöä ja niiden realisointia sekä yhdenmukaistaa EU:n jäsenvaltioiden keskeisimpiä säännöksiä rahoitusmarkkinoilla käytettävistä vakuuksista.

EU:n komissio antoi heinäkuussa asetusluonnoksen, joka koskee ulkomaille maksettavia euromääräisiä pieniä maksuja. Tämän asetusluonnoksen mukaan euromääräisten maksujen hintojen tulee pankkikohtaisesti olla vastaavan suuruisia kuin kotimaisten palveluiden hinnat. EU:n sisämarkkinaministerit päättivät marraskuussa asetusluonnoksen koskevan heinä-

kuusta 2003 alkaen suoritettavia alle 12 500 euron suuruisia maksuja. Hintojen yhtenäisyys koskee jo heinäkuusta 2002 alkaen pankkiautomaattien ja maksukorttien alle 12 500 euron määräisestä käytöstä aiheutuvia maksuja. Ylärajoja korotetaan 50 000 euroon vuoden 2006 alussa. Asetusluonnos lähtee siitä, että koko euroalue on samaa markkina-alueetta ja että euroalueen kansalaisilla on oltava mahdollisuus maksaa maksunsa vastaavan suuruisella toimitusmaksulla kuin kotimaassakin. Suomalaiset pankit ovat arvioineet joutuvansa nostamaan kotimaan tilisiirtojen hintoja asetuksen vuoksi. Asetusluonnosta käsitellään edelleen Euroopan parlamentissa.

Kotimaisen sääntelyn kehityksen osalta voidaan mainita hallituksen esitykset eduskunnalle rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvontaa koskeviksi laeiksi sekä luottolaitosten toiminnan uudelleenjärjestelyä ja purkamista koskeva lakiehdotus. Hallituksen esitys laiksi rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvonnasta noudattelee vastaavaa EU:n direktiiviehdotusta, jonka tarkkaa käyttöönottoajankohtaa ei voida kuitenkaan ennakoita. Keskeisiä näkökohtia esityksessä ovat mm. koordinoivan valvojan määrittäminen ja ryhmittymän sisäisen informaation kulun parantaminen. Koordinoiva valvoja vastaisi mm. valvonnan kokonaisuudesta ja myös tiettyjen toimialan ulkopuolisten jäsenyritysten valvonnasta. Koordinoiva valvoja on joko Rata tai Vakuutusvalvontavirasto (VVV) sen mukaan, kumman toimiala on ryhmittymässä vallitseva. Informaation kulun parantaminen tehostaa ryhmittymän toimintaedellytyksiä ja helpottaa myös riskien hallintaa. Ehdotetussa laissa ei säädetä rahoitus- ja vakuutusryhmittymän vakavaraisuudesta, joka on vielä direktiiviehdotuksessa sopimatta. Suomessa jo toteutuneen rakennekehityksen vuoksi lainsäädäntöehdotuksen kiireellinen voimaansaattaminen on tärkeää.

Luottolaitosten toiminnan uudelleenjärjestelyä ja purkamista (winding up) koskeva lainsäädäntöehdotus sisältää mm. lakiehdotuksen talituspankin toiminnan väliaikaisesta keskeyttämisestä sekä säännöksiä osakkeenomistajien vastuusta kriiseissä. Lakiehdotuksella pyritään mm. varmistamaan velkojainsuojan yhdenmu-

<sup>9</sup> CPSS = The Committee on Payment and Settlement Systems (G10-maat) ja IOSCO = The International Organization of Securities Commissions.

<sup>10</sup> Ecofin = ministerineuvosto, joka koostuu jäsenvaltioiden hallituksia edustavista ministereistä.

---

kaisuus luottolaitoksen oikeudellisesta muodosta riippumattomasti.

Kotimaiseen pankkitoimintaan liittyen valtiovarainministeriön vuonna 1999 asettaman pankkipalvelutyöryhmän esitys luottolaitoslain muuttamisesta on edennyt. Työryhmä esitti luottolaitoslain soveltamisala laajennettaisiin käsittämään myös liiketoimintana harjoitettava yleinen maksujenvälitys sekä sähköisen rahan liikkeeseenlasku. Säädöksiä uudistettaisiin lisäämällä mak-

suliikeyhteisöä koskeva säädös. Laajennuksilla on tavoitteena parantaa pankkipalvelujen saatavuutta. Lisäksi pankkipalvelutyöryhmä ehdottaa lakiin lisättäväksi ne edellytykset, millä muut yritykset kuin luottolaitokset saavat vastaanottaa yleisöltä takaisinmaksettavia varoja. ■

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

# Julkinen talous ja finanssipolitiikan valinnat

**Helvi Kinnunen**  
vanhempi ekonomisti  
kansantalousosasto  
23.11.2001

**K**ansainvälisen talouden heikkeneminen on näkynyt Suomen taloudessa ja samalla väistämättä myös julkisessa taloudessa. Budjetin tuloarvioita on tarkistettu pienemmiksi pitkin vuotta veropohjan kasvun hiipussa. Vaikka koko julkinen talous ennusteiden mukaan pysyykin lähivuosina ylijäämäisenä, valtiontalouden ylijäämä sulaa lähes kokonaan. Epävarmuus yleisestä talouskehityksestä lisää riskiä, että valtion velkaantuminen alkaa uudelleen lisääntyä.

Julkinen talouden tasapainon säilyminen vahvana olisi erittäin tarpeen, koska se vaikuttaa ratkaisevasti siihen, kuinka hyvin väestön ikääntymisen aiheuttamasta julkisten menojen kasvusta pystytään myöhemmin selviytymään. Jos valtiontaloudessa viime vuosina saavutettu velkaantumisen vähenemissuuntaus nyt kääntyi, jouduttaisiin entistä voimakkaampiin sopeuttamistoimiin viimeistään noin 10 vuoden kuluttua, kun suuret ikäluokat lähtevät eläkkeelle. Finanssipolitiikan valinnat ovatkin nyt erityisen vaikeita. Heikkenevän taloustilanteen oloissa olisi pystyttävä luomaan puskuria väestön ikääntymisestä aiheutuvien menojen kattamiseksi ja talouden kasvupohjaa olisi edelleen vahvistettava keventämällä verotusta ja toteuttamalla muita rakenteellisia toimenpiteitä.

*Finanssipolitiikan lähivuosien valinnat ovat vaikeita. Heikkenevän taloustilanteen oloissa pitäisi varautua väestön ikääntymisestä aiheutuvien julkisten menojen kasvuun, talouden kasvupohjaa olisi vahvistettava verotusta keventämällä ja toteuttamalla muita rakenteellisia toimenpiteitä.*

## Julkinen talouden ylijäämä pienenee

Suomen Pankin tuoreen ennusteen mukaan valtiontalous pysyy selvästi ylijäämäisenä vielä vuonna 2001, koska vuoden 2000 poikkeuksellisen suuret jäännösverot lisäävät valtiontalouden tuloja edelleen tänä vuonna. Koko julkisen talouden tasapaino heikkenee vain hieman edellis-

vuotisesta. Talouskasvun heikkeneminen on kuitenkin jo kaventanut veropohjaa, ja arvioita valtion verokertymistä on pienennetty vuoden mittaan tuntuvasti. Kun myös valtion menot ovat lisääntyneet jonkin verran budjetoitua enemmän, jäävät valtionvelan kuolelutukset jo tänä vuonna aiemmin arvioitua vaatimattomammiksi. Bruttokansantuotteeseen suhteutettuna valtionvelan ennustetaan jäävän 44 prosenttiin vuoden 2001 lopussa.

Suomen Pankin ennusteen mukaan valtiontalouden ylijäämä sulaa lähes kokonaan vuonna 2002, eikä tilanteen odoteta merkittävästi kohenevan myöskään vuonna 2003. Kun kuntatalous pysyy hieman alijäämäisenä, koko julkisen talouden ylijäämä on sosiaaliturvarahastojen varassa. Suhteessa BKT:hen koko julkisen talouden ylijäämän ennustetaan olevan vajaat 3 % vuosina 2002–2003, mikä on noin 2 prosenttiyksikköä vähemmän kuin kevään 2001 ennusteessa arvioitiin. Talouden kasvun nopeutu-

**Taulukko 1. Julkisen talouden rahoitusjäämä, perusjäämä, suhdannetekijöiden vaikutus ja suhdannetekijöistä korjattu perusjäämä, % BKT:stä**

	1998	1999	2000	e 2001	e 2002	e 2003
Rahoitusjäämä	1,3	1,9	6,9	4,5	2,6	2,8
Perusjäämä	4,9	5,0	9,7	7,2	5,0	4,9
Suhdannetekijät	1,2	1,3	1,5	1,0	-0,1	-0,5
Poikkeustekijät*			1,9	1,2	0,8	0,2
Suhdannekorjattu perusjäämä	3,7	3,7	6,3	5,0	4,2	5,1

e = ennuste.

\* Poikkeustekijät ovat karkea arvio niistä veroista, joita vuoden 2000 pörssikurssien nousuun liittyvistä luovutusvoitoista ja optiotuloista on kannettu. Niihin on sisällytetty myös yrityskauppojen yhteydessä valtiolle maksettuja osinkotuloja vuonna 2000.

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankin ennuste.

minen vuonna 2003 pienentää velkasuhdetta noin 40 prosenttiin. Valtiovarainministeriön laatimassa vakausohjelman päivityksessä koko julkisen talouden rahoitusylijäämän ennustetaan pysyvän 2 prosentin tuntumassa vuoteen 2003 saakka ja alkavan koheta vasta sen jälkeen. Valtiontalouden ennustetaan olevan hivenen alijäämäinen vuonna 2003.

### Suhdannetekijät heikentävät tasapainoa

Veropohjan kasvun hidastumisen ohella julkisen talouden ylijäämää pienentävät tänä ja ensi vuonna veronkevennykset, sosiaaliturvamaksuperusteiden hienoinen aleneminen sekä julkisten menojen lisäykset. Perusjäämän (rahoitusjäämä ilman korkomenoja) pieneneminen vuonna 2001 johtuu arviolta puoleksi rakenteellisista<sup>1</sup> syistä eli finanssipoliittisista toimenpiteistä. Ensi vuonna perusjäämän muutoksesta kolmannes johtuisi politiikkatoimenpiteistä. Finanssipolitiikka kevenee siten sekä tänä että ensi vuonna (taulukko 1). Vuonna 2003 finanssipolitiikan arvioidaan olevan hieman kiristävää. Suomen Pankin ennusteessa on oletettu, että vuonna 2003 välillistä verotusta kevennetään

hieman, mutta tuloveroasteikkoihin sisällytetään vain inflaatiotarkistus. Menoperusteisiin ei oleteta tehtävän muutoksia.

Suhdanteiden heikkeneminen ja poikkeuksellisten tuloerien sulaminen selittävät suurelta osin julkisen talouden perusjäämän pienenemisen vuodesta 2001 alkaen. Oheisessa taulukossa esitettyjen laskelmien mukaan suhdannekorjattu perusjäämä supistuisi ennusteperiodin aikana vain 1,2 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen, kun varsinainen perusjäämä supistuu 4,8 prosenttiyksikköä. Suhdannekorjattu perusjäämä suhteessa BKT:hen on 5 prosentin tuntumassa. Valtiovarainministeriön laatimassa Suomen vakausohjelmassa suhdannekorjatun perusjäämän BKT-osuus pysyttelee niin ikään 5 prosentin tuntumassa<sup>2</sup>.

Valtiontalouden suhdannekorjattu perusjäämä asettuu karkeasti arvioiden 3–4 prosentin tuntumaan ennusteperiodin aikana. Arvioon on päädytty vähentämällä valtion todellisesta perusjäämästä valtion tuloihin ja menoihin vaikuttavat suhdannetekijät ja poikkeuksellisten tulolisäysten vaikutukset valtiontalouteen. Näin arvioiden noin puolet valtiontalouden perusjäämän BKT-osuuden noin 3,5 prosenttiyksikön kohenemisesta vuonna 2000 aiheutui suhdanne-

<sup>1</sup> Rakenteellinen eli suhdannekorjattu jäämä saadaan vähentämällä toteutuneesta jäämästä arvioitu suhdannetekijöiden vaikutus. Suhdannetekijöiden vaikutus on laskettu Euroopan keskuspankissa käytössä olevalla menetelmällä, jossa kunkin suhdanteista riippuvan tulo- ja menoerien suhdannekomponentti määräytyy sen perusteella, miten veropohjat ja työllisyys poikkeavat trendeistään (Cyclically Adjusted Budget Balances: an Alternative Approach, ECB Working Paper No. 77).

<sup>2</sup> Vakausohjelman laskelmissa ei ole otettu huomioon poikkeuksellisten tuloerien vaikutusta. Toisaalta suhdannekomponentti on arvioitu pelkästään BKT:n trendipoikkeamien avulla, mikä yliarvioi suhdannekomponentin osuutta, kun BKT:n kasvun hidastuminen aiheutui ensisijaisesti viennin supistumisesta, minkä vaikutus veropohjiin on muita kysyntäeriä pienempi.

luonteisista ja poikkeustekijöistä. Kun valtion korkomenojen osuus bruttokansantuotteesta on noin 2–3 prosenttiyksikköä, valtiontaloudessa on kaiken kaikkiaan varsin niukka, keskimäärin alle 1 prosentin suuruinen rakenteellinen ylijäämä ennustejaksolla.

Rakenteellisen tasapainon kehittymistä voidaan arvioida kuitenkin vain varsin karkeasti. Suhdannetekijöiden vaikutusta on vaikea mitata, sillä tulos riippuu paitsi tulo- ja menoerien epävarmoista joustoista veropohjan ja työllisyyden suhteen, myös siitä, miten talous kehittyy ennusteperiodia pidemmällä aikavälillä. Edellä esitetyissä laskelmissa talouskasvu kiihtyy uudelleen runsaaseen 3 prosenttiin ennusteperiodin lopulla. Mikäli kasvun nopeutuminen jäisi vain lyhytaikaiseksi, osa suhdanteista johtuvasta ylijäämän pienenemisestä olisikin luonteeltaan rakenteellista rahoitustasapainon heikkeneistä.

### Pitkän aikavälin näkymät heikentyneet

Valtiontalouden tasapainon heikkeneminen keväällä arvioitun verrattuna asettaa uuteen valoon myös aiemmat pitkän aikavälin laskelmat, jotka perustuivat silloiseen, nykyistä myönteisempään käsitykseen valtion ylijäämän kehitymisestä. Aiemmin arvioitua heikompi valtiontalouden lähtötilanne vähentää mahdollisuuksia pienentää valtion velkaa ennen kuin väestön ikääntymisen aiheuttama eläke- ja terveydenhoitomenojen sekä sosiaalipalvelujen kasvu alkaa. Samalla valtiontalouden liikkumavara verotuksen suhteen uhkaa kaventua.

Taloustilanteen heikkeneminen muuttaa valtionvelan kehitysnäkymiä aiempaa synkemmiksi. Alkuvuodesta laadituissa ennusteissa valtion ylijäämän nähtiin pysyttelevän lähivuosina 2–3 prosentin tuntumassa suhteessa BKT:hen. Valtiovarainministeriön keväällä 2001 tekemissä, vuoteen 2050 ulottuvissa pitkän aikavälin laskelmissa<sup>3</sup> (ks. myös tässä lehdessä syksyllä 2000 tehty arvio<sup>4</sup>), jotka perustuivat kevään ennustenäkymiin, valtion velkaantuminen supistui ripeästi, vaikka verotusta kevennettiin lähivuo-

**Taulukko 2. Rahoitusjäämät vuosina 2000–2030, % BKT:stä**

	Julkisyhteisöt	Valtio	Työeläkerahastot
2000	6,9	3,5	3,1
2001	4,5	1,9	2,8
2002	2,6	0,3	2,8
2003	2,8	0,6	2,7
2005	4,2	0,9	3,3
2010	3,2	0,9	2,3
2015	1,4	0,7	0,7
2020	0,0	0,6	-0,7
2025	-2,1	0,3	-2,3
2030	-4,0	0,0	-4,0

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankin ennuste.

sina ilman että menoperusteisiin olisi tehty muutoksia.

Nyt tarkistetuissa heikentyneeseen lähtökohtaan perustuvissa laskelmissa valtionvelan suhde BKT:hen kyllä pienenee positiivisen perusylijäämän takia, mutta selvästi aiemmin arvioitua hitaammin. Velkaantuminen on alle 10 % vasta noin 20 vuoden kuluttua<sup>5</sup>. Toisin kuin VM:n keväisissä laskelmissa, mahdollisuudet verotuksen keventämiseen lähivuosina valtiovarainministeriön olettamalla tavalla ilman samanaikaista menojen rajoittamista näyttävät heikoilta. Valtiontalouden ylijäämä suhteessa bruttokansantuotteeseen pysyttelee 1 prosentin tuntumassa seuraavat 10 vuotta. Tämän jälkeen ylijäämä alkaa aleta, kun väestön ikääntymiseen liittyvien menojen kasvu nopeutuu ensi vuosikymmenen puolivälissä (taulukko 2).

Vuosikymmenien päähän ulottuviin skenaarioihin liittyy useita ongelmia, mistä syystä tässä esitettyjä kehitysuria ei voida tulkita ennusteiksi. Pitkän aikavälin laskelmat tuottavat olennaisesti erilaisia skenaarioita jo pieniäkin vero-

<sup>5</sup> Oletuksena on, että tuottavuus ja työllisyys samoin kuin ansiot sekä inflaatio kehittyvät samalla tavalla kuin VM:n pitkän aikavälin laskelmissa. Eläkemenot ja väestön ikääntymiseen sidonnaiset terveydenhoito- ja sosiaaliturvamenot ovat VM:n Euroopan komissiolle tekemien arvioiden mukaisia (Budgetary Challenges by Ageing Populations, tulossa oleva EU:n komission julkaisu). Laskelmissa ei ole mukana sellaisia eläkeuudistuksia, jotka nostaisivat keskimääräistä eläkeikää. Toisin kuin VM:n laskelmissa, tässä oletetaan työeläkemaksuperusteen pysyvän muuttumattomana.

<sup>3</sup> Talouspolitiikan lähivuosien haasteista. Taloudelliset ja talouspoliittiset katsaukset, valtiovarainministeriö 2001.

<sup>4</sup> Kinnunen Helvi, ”Vahva julkinen talous luo tilaa veronkevennyksille”, Euro & talous 4/2000, Suomen Pankki.

asteiden ja eksogeenisten muuttujien kehitysuran muutoksia tehtäessä. Mikäli talouskasvu hidastuisi 2 prosentin tuntumaan keskipitkällä aikavälillä ja lähenisi pitkällä aikavälillä yhtä prosenttia, kuten valtiovarainministeriön laskelmissa oletetaan, nykyinen finanssipolitiikka johtaisi oheisten laskelmien mukaan tasapaino-ongelmiin tai selvästi kohoavaan kokonaisveroasteeseen, kun väestön ikääntymisen kustannukset alkavat kasvaa.

Vaikka pitkän aikavälin laskelmien perusteella on mahdollista arvioida tarkasti, miten valtiontalouden rahoitusasema muuttuu seuraavien vuosikymmenten aikana, nämä laskelmat osoittavat kuitenkin sen, että valtiontalouden liikkumavara on kapea. Valtion menojen kasvun pienikin nopeutuminen suhteessa BKT:hen riittäisi muuttamaan valtiontalouden alijäämäiseksi ja aiheuttamaan velkaantumisen uuden lisääntymisen, jos talous joutuisi pitkäaikaiseen hitaan kasvun kauteen. Kun myös verotukseen kohdistuu ilmeisiä keventämispaineita, finanssipolitiikan lähivuosien valinnat tulevat olemaan vaikeita ja myös kauaskantoisia.

### Finanssipolitiikan valinnat

Valtiontalouden tasapainon nopea paraneminen varsinkin vuonna 2000 oli suurelta osin poikkeuksellisen hyvän suhdannetilanteen ja tilapäisten tulonlisäysten ansiota. Selvää rakenteellista tuloenemmyyttä valtiontalouteen ei ole syntynyt. Hyvä tulokehitys on tosin pienentänyt valtion velkaantuneisuutta, kun menojen kasvua on pystytty ainakin jossain määrin hillitsemään menokehysten avulla. Osaltaan menojen kasvua on hillinnyt myös suhdanneluonteisten erien, kuten työttömyydestä aiheutuvien menojen, kasvun hidastuminen. Lähivuosina tilanne muuttuu vaikeammaksi, kun työllisyyden heikkeneminen lisää automaattisesti työttömyysmenoja ja kas-

vun heikkeneminen vähentää valtion tuloja.

Valtiontalouden kestävyys kannalta olisi erityisen tärkeää, että hallituksen asettamasta velan supistamistavoitteesta pidettäisiin kiinni. Valtiontalouden velkaantumisen selvä vähentäminen kuluvan vuosikymmenen kuluessa loisi puskureita väestön ikääntymisestä aiheutuvien menojen kasvun varalle. Jos velka-aste sen sijaan alkaa kasvaa, sen taittaminen myöhemmin voi osoittautua vaikeaksi, jos talouskasvu pysyy hitaana. Lähivuosien tavoitteisiin supistaa velkaa kytkeytyvät myös talouden rakenteelliset ongelmat. Nopeasta kasvusta huolimatta työllisyys ei ole kohentunut odotetulla tavalla, ja väestön vanheneminen johtaa ongelmiin varsinkin, jos työllisyysaste pysyttelee alhaisena. Työllisyysasteen nostaminen ja todellisen eläkkeellejäämisiään kohottaminen ovat keskeisiä tavoitteita väestön ikääntymisestä aiheutuvien menojen rajoittamiseksi ja tuotantopotentiaalin kasvun ylläpitämiseksi.

Viime aikoina esitetyt toimenpiteet eläkejärjestelmien uudistamiseksi luovat edellytyksiä nostaa työllisyysastetta ja parantaa talouden rahoitus pohjaa edellyttäen, että ne nostavat todellista eläkkeellejäämisikää. Työvoiman tarjonnan kannalta olisi pyrittävä jatkamaan myös työn verotuksen keventämistä. Kun rakenteelliset toimenpiteet joka tapauksessa kohentavat julkisen talouden tasapainoa vasta pitkän ajan kuluttua, valtion ja kuntien menot olisi sopeutettava kapenevan rahoitus pohjan mukaisiksi. Menojen kohdentumista joudutaan myös tarkastelemaan tulevaisuudessa huolellisemmin kuin viime vuosina. ■

- **Asiasanat:** finanssipolitiikka, suhdannekorjattu rahoitusjäämä, valtiontalouden kestävyys

# Vakaa hintataso ja muuttuvat hinnat

**Juhana Hukkinen**  
ekonomisti  
**Antti Suvanto**  
osastopäällikkö  
kansantalousosasto  
21.11.2001

## Inflaatio – hiekkaa vai öljyä talouden rattaisiin?

Taloustieteessä on tapana tehdä ero talouden niin sanottujen reaalisten ja nimellisten häiriöiden välillä. Häiriöistä puhutaan riippumatta siitä, pidetäänkö niiden vaikutuksia talouteen kielteisinä vai myönteisinä.

Reaalisia eli tarjontahäiriöitä ovat kaikki kysynnän ja tarjonnan rakenteen muutokset, jotka edellyttävät muutoksia suhteellisissa hinnoissa. Näillä muutoksilla ei pitäisi olla mitään ennustettavissa olevia vaikutuksia yleiseen hintatasoon. Nimellisiä eli kokonaiskysynnän häiriöitä ovat taas kaikki ne

muutokset, jotka vaikuttavat yleiseen hintatasoon tai sen muutosvauhtiin. Näillä muutoksilla puolestaan ei pitäisi olla mitään ennustettavissa olevia vaikutuksia suhteellisiin hintoihin.

Yksittäisen tuotteen kysynnän kasvu on esimerkki reaalisesta häiriöstä. Tällöin kyseisen tuotteen suhteellinen hinta nousee. Suhteellinen hinta voi myöhemmin laskea, jos hinnan nousu houkuttelee alalle uusia tuottajia. Toinen esimerkki reaalisesta häiriöstä on tuottavuutta parantava innovaatio, jonka ansiosta tuotteen suhteellinen hinta alenee. Tällainen suhteellisen hinnan muutos voi jäädä pysyväksi. Näkyvimpiä reaalisia häiriöitä ovat merkittävät muutokset raaka-aineiden hinnoissa.

Nimellinen häiriö voi olla esimerkiksi rahapolitiikan keventäminen. Se vaikuttaa nimelli-

*Suomessa on eletty hintavakauden aikaa jo lähes kymmenen vuotta. Tässä artikkelissa esitellään uusi tapa kuvata inflaatiota ja suhteellisten hintojen muutoksia samanaikaisesti yhdessä kuviossa sekä uusi menetelmä suhteellisten hintojen muutosintensiteetin mittaamiseksi. Tulokset osoittavat, että suhteellisten hintojen muutokset ovat olleet varsin suuria ja että yksittäisten hintojen aleneminen on hintavakauden aikana ollut varsin tavallista. Inflaation hidastumisesta huolimatta alenevat hinnat ovat 12 viime kuukauden aikana kuitenkin käyneet harvinaisemmiksi kuin aiempina vuosina.*

seen kokonaiskysyntään ja saa viime kädessä aikaan yleisen hintatason nousun eli inflaation kiihtymisen.

Käytännössä nimellisten ja reaalisten häiriöiden erottaminen toisistaan on vaikeaa, ellei mahdotonta. Suhteellisten hintojen ja yleisen hintatason muutokset eivät myöskään käytännössä ole riippumattomia toisistaan. Hintajäykkyysien vuoksi jonkin merkittävän hyödykkeen suhteellisen hinnan nousu voi saada aikaan yleisen hintatason nousun. Vastaavasti rahapolitiikan kevennys todennäköisesti nostaa yleistä hintatasoa hitaasti ja as-

teittain. Kun joidenkin tuotteiden hinnat nousevat aikaisemmin kuin muiden tuotteiden hinnat, myös suhteelliset hinnat muuttuvat tilapäisesti sopeutumisprosessin aikana.

Suhteellisten hintojen joustavuus on keskeinen osa hintamekanismia. Periaatteessa suhteelliset hinnat voivat reagoida nopeasti reaaliin häiriöihin ja hintamekanismi voi toimia hyvin keskimääräisestä hintojen nousuvauhdista riippumatta ainakin, mikäli inflaatiovauhti on vakaa ja odotettu. Kokemuksen mukaan voimakkaaseen inflaatioon yleensä liittyy hintojen suuria vaihteluita ja myös suuri epävarmuus tulevasta inflaatiovauhdista. Kun inflaatio vaihtelee huomattavasti, suhteellisten hintojen muutoksia on vaikea erottaa yleisen hintatason muutoksista. Tämä tarkoittaa, että hintainformaation laatu



### Kuvio 1. Suomen kuluttajahintaindeksin muutosvauhti

Inflaatio tammikuusta 1996 lokakuuhun 2001



Kuluttajahintaindeksi 1995 = 100  
12 kuukauden muutos, %

Lähde: Tilastokeskus.

heikkenee ja samalla hintamekanismin toiminta vaikeutuu. *Milton Friedmanin* vuoden 1975 Nobel-luento mukailleen: inflaatio merkitsee samaa kuin heittäisi *hiekkaa* markkinatalouden rattaisiin.

Toisaalta hintavakaus tai hyvin vähäinen inflaatio merkitsee sitä, että joidenkin hintojen täytyy laskea absoluuttisesti. Jos hinnat kuitenkin eivät jousta alaspäin, silloin suhteelliset hinnat jäykistyvät ja hintamekanismin toiminta vaikeutuu hintavakauden oloissa. Hyväksymällä jonkinasteinen inflaatio tehdään tilaa suhteellisten hintojen muutoksille. Tämän näkökannan mukaan kohtuullisen inflaation hyväksyminen merkitsee samaa kuin laittaisi *öljyä* markkinatalouden rattaisiin, kuten toinen nobelisti, *James Tobin* jo 1970-luvun alussa esitti.

Yhdysvaltain keskuspankin pääjohtaja *Alan Greenspan* puolestaan on toistuvasti huomauttanut, että hintavakaus vallitsee silloin, kun kotitalouksien ja yritysten ei tarvitse ottaa sitä päätöksissään millään tavalla huomioon. Kehittyneissä maissa keskuspankit ovat jo pitkään pitäneet hintavakautta ensisijaisena tavoitteenaan. Tässä tavoitteessa on onnistuttu melko hyvin, mikä näkyy siinä, että inflaatio-odotukset ovat pienet ja lisäksi vakaan hintatason tavoite on laajalti hyväksytty yleisön keskuudessa.

Jos hintatason vakaus on odotettu ja hyväksytty, keskimääräistä inflaatiota mittaavan kuluttajahintaindeksin muutosvauhdin pienillä muutoksilla ei pitäisi suuren yleisön kannalta olla

kovin suurta merkitystä. Suhteellisten hintojen merkitys kuitenkin säilyy ja voi korostuakin näiden hintojen tullessa pelkistetympin näkyviin.

Rahapolitiikan kannalta hintavakaus ei tietenkään merkitse sitä, että hintojen seurannan ja inflaation ennustamisen merkitys vähenisi. Mutta myös siinä suhteellisten hintojen merkitys korostuu. Tämä on jo näkynyt kiinnostuksessa entistä enemmän muodostaa sellaisia inflaatioindikaattoreita, joista keskeisimpien reaalisten häiriöiden vaikutukset on poistettu.

### Miten yleistä hintojen lasku on?

Suomessa hintojen nousuvauhti pysyi 2:ta prosenttia vähäisempänä vuosina 1994–1999. Vuosina 1995 ja 1996 hintojen keskimääräinen nousuvauhti oli lähellä nollaa. Parin viime vuoden aikana vuotuinen inflaatio on ollut yli 2 %. Enimmillään inflaatio kävi yli 4 prosentin kesällä 2000. Suurimpana syynä inflaatioon oli asumiskustannusten ja polttoaineiden hinnan nousu, mutta myös palvelujen hintojen nousu oli kiihtynyt. Tänä vuonna inflaatio on jälleen lyhyessä ajassa hidastunut (kuvio 1).

Vielä 1980-luvun nopeahkon inflaation aikana tuoreita inflaatiolukuja oli tapana kommentoida toteamalla, minkä erien vaikutus kuluttajahintaindeksin nousuun oli ollut suurin. Alenevia hintoja ei juuri kommentoitu, koska ne olivat harvinaisia. Poikkeuksia olivat polttoaineiden hinnan ajoittaiset laskut, kausiluonteiset ruoan hinnan laskut sekä alennusmyynnit.

Vakaan hintatason aikana alenevia hintoja on ollut paljon enemmän. Se käy ilmi, kun tarkastelee kuluttajahintaindeksiin sisältyvien yksittäisten hyödykkeiden hintojen kehitystä.

Tilastokeskuksen kuukausittain laskema ja julkaisema kuluttajahintaindeksi kuvaa Suomessa asuvien kotitalouksien Suomesta ostamien tavaroiden ja palveluiden hintakehitystä. Kuluttajahintaindeksi 1995 = 100 lasketaan Laspeyresin indeksikaavalla, jossa painot on määritelty vuoden 1995 kotitaloustutkimuksen kulutusosuustietojen perusteella. Painot muuttuvat ajassa, kun suhteelliset hinnat muuttuvat. Kuluttajahintaindeksi sisältää 458 tavaraa ja palvelua.

Olemme saaneet Tilastokeskuksesta käyttöömmme kattavan aineiston kuluttajahintaindeksistä, sen komponenteista ja painoista vuoden 1995 alusta lukien. Taulukossa esitetään Suomen kuluttajahintaindeksiin sisältyvien yksittäisten hintojen muutosten frekvenssijakauma muutamina esimerkkikuukausina eli periodin 1996–2001 kunkin vuoden lokakuussa. Hintojen muutokset on laskettu 12 kuukauden prosentuaalisina muutosvauhteina. Hintajakauma on esitetty prosenttiosuuksina hintaindeksiin sisältyvien hyödykkeiden koko lukumäärästä ( $N = 458$ ).

Taulukossa on eroteltu 2–5 prosentin suuriset eli pienet hinnanmuutokset merkittävimmistä eli yli 5 prosentin muutoksista. Positiivisten ja negatiivisten hinnanmuutosten väliin on jätetty luokka, joka kuvaa niiden hyödykkeiden

osuutta kaikista hyödykkeistä, joiden hintojen muutokset ovat olleet alle 2 % suuntaan tai toiseen. Taulukon painottamaton frekvenssijakauma kuvaa nousevien ja laskevien hintojen yleisyyttä kuluttajahintaindeksin komponenttien joukossa. Nousevien ja laskevien hintojen yleisyys ei ole suoraan verrannollinen niiden merkitykseen kotitalouksien kannalta. Siksi taulukossa on esitetty myös todellisilla kulutusosuuksilla eli kotitalouksien kulutuskorin rakenteella painotettu frekvenssijakauma. Valitut luokkarajat ovat mielivaltaisia, mutta taulukosta saa silti karkean kuvan nousevien hintojen yleisyydestä suhteessa laskevien hintojen yleisyyteen. Taulukon viimeisestä sarakkeesta ilmenee saldoluku, joka kuvaa hintojen nousun yleisyyttä verrattuna hintojen laskun yleisyyteen. Keskimäisen luokan poisjättöä voi perustella sillä, että yksittäisten hintojen mittaamiseen voi sisältyä otosvirhe.

Vuosina 1996–1998 laskevat hinnat olivat melko yleisiä. Kaikista kuluttajahintaindeksin 458 komponentista liki 20 % oli niitä, joiden hinnat olivat 12 edellisen kuukauden aikana laskeneet yli 2 %. Vuonna 2000 alenevien hintojen yleisyys kuluttajahintaindeksissä supistui noin 10 prosenttiin ja nousevien hintojen yleisyys lähestyi 50:tä prosenttia samalla, kun hintojen nousuvauhti kiihtyi.

Ero vuosien 2000 ja 2001 hintojen välillä on merkittävä. Lokakuusta 2000 lokakuuhun 2001

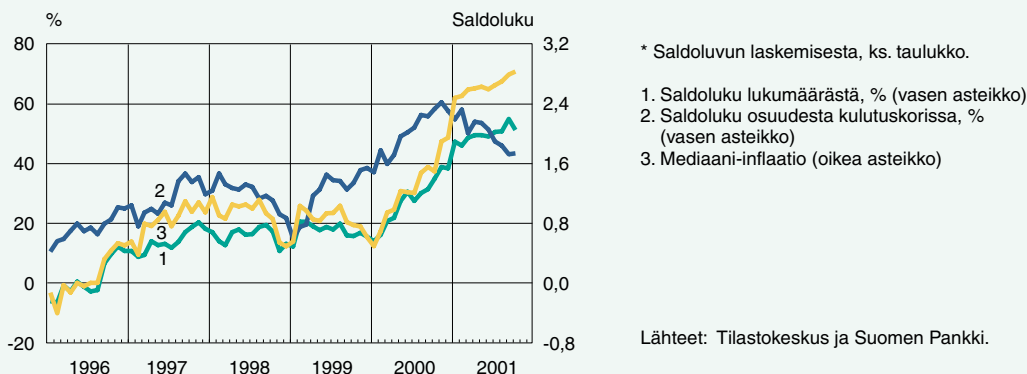
**Taulukko. Hintaindeksin hyödykkeiden hinnanmuutosten frekvenssijakauma, %**

Lokakuu	$p > 5$	$2 < p \leq 5$	$-2 \leq p \leq 2$	$-5 \leq p < -2$	$p < -5$	Saldo*
Painottamaton						
1996	11,1	16,8	53,7	9,2	8,7	9,6
1997	11,1	25,8	45,0	11,1	7,0	18,8
1998	10,7	25,1	45,6	11,1	7,4	17,2
1999	9,6	22,9	50,7	10,5	6,3	15,7
2000	14,4	30,6	45,0	5,9	4,1	34,9
2001	25,1	33,0	35,2	4,1	2,6	51,3
Painotettu						
1996	18,1	22,2	40,7	7,7	11,3	21,3
1997	9,6	36,2	42,1	5,3	6,7	33,8
1998	10,4	33,6	39,6	11,4	4,9	27,7
1999	15,6	32,1	38,2	7,2	7,0	33,5
2000	19,9	45,0	28,7	4,9	1,5	58,4
2001	20,2	35,9	31,2	1,9	10,7	43,5

\* Saldo saadaan vähentämällä positiivisten ( $p > 2$  %) hinnanmuutosten prosenttiosuudesta negatiivisten ( $p < -2$  %) hinnanmuutosten prosenttiosuus. Pyöristysten takia luvut eivät välttämättä summaudu täsmälleen samoiksi.

Lähde: Tilastokeskus.

**Kuvio 2. Nousevien ja laskevien hintojen saldoluku\* ja mediaani-inflaatio**



vakaiden hintojen osuus supistui ja nousevien hintojen yleisyys lisääntyi tuntuvasti, vaikka kuluttajahintaindeksin nousuvauhti hidastui yli 4 prosentista alle 2 prosenttiin. Tämä kuvastaa sitä, että inflaation hidastuminen oli peräisin vain muutamien sellaisten hintojen laskusta, joiden paino indeksissä on suuri. Yleisesti ottaen frekvenssijakauman liukuminen taulukossa vasemmalle on eräänlainen varoitussignaali inflaation nopeutumisesta.

Taulukon alaosan saldoluvut osoittavat, että nousevien hintojen tavaroiden ja palveluiden osuus kotitalouksien kulutuskorissa on pitkään ollut selvästi merkittävämpi kuin laskevien hintojen tuotteiden osuus. Lokakuuta 2001 lukuun ottamatta kulutusosuuksilla painotettu saldoluku on ollut selvästi suurempi kuin painottamaton saldoluku. Kulutusosuuksilla painotettu saldoluku laski selvästi vuodesta 2000 vuoteen 2001, kun painottamaton saldoluku nousi. Tämä vahvistaa, että kysymys on muutamien suuripainoisten hyödykkeiden hintojen laskusta.

Kuviossa 2 esitetään vastaavat saldoluvut kaikilta kuukausilta vuoden 1996 alusta loka-kuuhun 2001. Lisäksi siinä esitetään mediaani-inflaatio, joka vastaa sitä hinnanmuutosta, jossa muutosten frekvenssijakauma saavuttaa huippunsa.

Inflaation kiihtyminen vuonna 2000 näkyi odotetusti hintojen nousun voimakkaana yleistyksenä. Tuolloin sekä painottamaton että painotettu saldoluku yli kaksinkertaistuivat. Paino-

tettu saldoluku oli alkanut nousta jo vuoden 1999 alkupuolella ja saavutti huippunsa vuoden 2000 lopulla, jolloin nousevien hintojen tuotteiden osuus kulutuskorissa oli yli 65 % ja laskevien vain noin 5 %. Tämän jälkeen painottamaton saldo on edelleen noussut, mutta kulutusosuuksilla painotettu laskenut. Myös tämä kuvaa sitä, että inflaation hidastuminen on ollut vain muutamien suuripainoisten hyödykkeiden varassa. Painottamaton saldoluku on kehittynyt samalla tavalla kuin mediaani-inflaatio, joka sekin osoittaa hintojen nousun yleistyneen vuoden 2000 aikana.

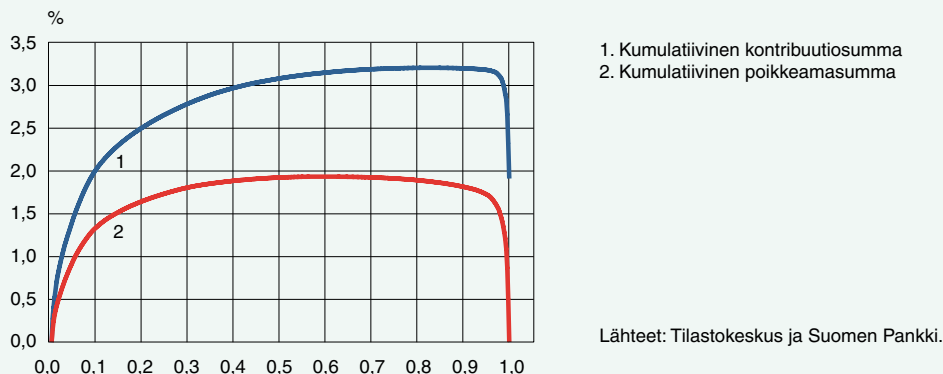
### Inflaation koostumus: hyödykekohtaiset kontribuutiot

Yksittäisen hyödykkeen hinnanmuutoksen vaikutus eli kontribuutio koko kuluttajahintaindeksin muutosvauhtiin saadaan kertomalla hyödykkeen hinnan prosenttimuutos hyödykkeen painolla kuluttajahintaindeksissä. Paino kuvaa komponentin merkitystä kotitalouksien kulutuskorissa. Laskemalla kaikkien komponenttien kontribuutiot ja järjestämällä ne suuruusjärjestykseen voidaan muodostaa kuvio, joka kuvaa suhteellisten hintojen muutoksia yhdessä koko hintaindeksin muutosvauhdin kanssa.

Kuviossa 3 on esitetty kaksi käyrää. Ylemmää käyrää kutsutaan seuraavassa *kontribuutiosummaksi* ja alemmää *poikkeamsummaksi*. Käyrät on laskettu lokakuun 2001 aineiston perusteella, ja niihin sisältyvät tiedot kuluttajahin-

**Kuvio 3. Inflaation koostumus: kontribuutio- ja poikkeamasummat lokakuussa 2001**

Suhteellisten hintojen muutos ja inflaatio lokakuussa 2001



taindeksin 458 hyödykkeen hintamuutoksista edellisen 12 kuukauden aikana sekä tiedot näiden hyödykkeiden painoista ja koko kuluttajahintaindeksin 12 kuukauden muutosvauhdista. Kumpikin käyrä alkaa 0:sta. Vaaka-akseli on normaalistettu jakamalla havaintopisteet komponenttien lukumäärällä, jolloin vaihteluväli alkaa 0:sta ja päättyy 1:een.

Kontribuutiosumma on saatu asettamalla yksittäisten hyödykkeiden inflaatiokontribuutiot suuruusjärjestykseen ja laskemalla niistä kumulatiivinen summa. Toisin sanoen ensimmäiseksi vasemmalle sijoitetaan se komponentti, jonka hinnan muutoksella on suurin positiivinen vaikutus hintaindeksin nousuun. Siihen lisätään toiseksi suurin positiivinen kontribuutio. Näin jatketaan, kunnes tullaan laskevien hintojen alueelle. Aluksi kumulatiiviseen summaan lisätään se komponentti, jolla on pienin hintaindeksin nousua hidastava vaikutus. Näin jatketaan, kunnes viimeiseksi summaan lisätään suurin negatiivinen kontribuutio. Järjestettyjen kontribuutioiden kumulatiivinen summa päättyy lukuun, joka on yhtä kuin koko kuluttajahintaindeksin muutosvauhti.

Asettamalla komponenttien kontribuutiot tällä tavalla suuruusjärjestykseen ja laskemalla niiden kumulatiivinen summa voidaan piirtää käyrä, joka antaa samalla kertaa sekä kokonaiskuvan nousevien ja laskevien hintojen yleisyydestä että koko hintaindeksin muutosvauhdista. Käyrä on kupera ylöspäin, mikä seuraa suoraan

kontribuutioiden asettamisesta suuruusjärjestykseen.

Kuviosta nähdään, että lokakuussa 2001 kuluttajahintaindeksin 12 kuukauden nousu oli 1,9 %. Käyrä nousee aluksi jyrkästi ja pysyy lievästi nousevana suurimman osan vaihtelualueella. Aivan lopussa käyrä kääntyy jyrkästi alaspäin. Se osoittaa, että alenevat hinnat eivät tuolloin olleet kovin yleisiä. Vain muutamien hyödykkeiden hinnat alenivat, mutta niiden vaikutus koko hintaindeksin kehitykseen oli suuri. Sama näkyy myös taulukosta 1.

Kuviossa 4 on esitetty vastaavat kontribuutiosumman kuvaajat myös vuosina 1996–2000. Kaikki käyrät kuvaavat kuluttajahintaindeksin muutosta lokakuusta lokakuuhun ulottuvana 12 kuukauden periodina.

Kaikille vastaaville vuosien 1996–2001 kuvaajille (kuvio 4) on tunnusomaista varsin suuri laakea osa. Se merkitsee, että lukuisten hintojen muutosvauhti on ollut niin pieni, että siitä ei kumuloituneena ole syntynyt suurta vaikutusta koko hintaindeksin muutosvauhtiin.

Vuosien 1996–1999 käyrille on tunnusomaista jyrkkä nousu käyrän vasemmassa osassa ja vastaavasti jyrkkä lasku sen oikeassa päässä. Hintavakautta ei siten selitä ensisijaisesti hintojen nousun puuttuminen vaan myös laskevien hintojen olemassaolo. Eri vuosien käyrissä on kuitenkin eroja, vaikka hintaindeksin muutosvauhdit eivät paljon poikkeaisikaan toisistaan. Esimerkiksi vuonna 1996 nousevien hin-

tojen positiivinen kontribuutio ja vastaavasti laskevien hintojen negatiivinen kontribuutio hintaindeksin muutosvauhtiin olivat molemmat suurempia kuin seuraavana kahtena vuonna. Tämä viittaa siihen, että suhteellisten hintojen muutos oli vuoden 1996 aikana erityisen intensiivistä.

Yleensä inflaation yleisen kiihtymisen tulisi näkyä käyrän huipun siirtymisenä ylös ja oikealle. Näin kävikin vuonna 2000, joskin käyrän hyppäys selittyy pääosin muutamien merkittävien hyödykkeiden, kuten polttonesteiden, hinnan nousulla. Sen lisäksi kuitenkin myös muiden hyödykkeiden hintojen nousu kävi entistä yleisemmäksi ja laskevien hintojen osuus entistä harvinaisemmaksi. Yhteensä nousevien hintojen kontribuutio koko hintaindeksin nousuvauhtiin oli lähes kaksi kertaa voimakkaampaa kuin vuosina 1996–1999. Vuonna 2001 hintaindeksin nousu jäi pari prosenttiyksikköä pienemmäksi kuin edellisenä vuonna. Siitä huolimatta hintojen nousu oli hyödykkeittäin tarkasteltuna selvästi yleisempää kuin vuonna 2000.

### Suhteellisten hintojen muutosintensiteetti

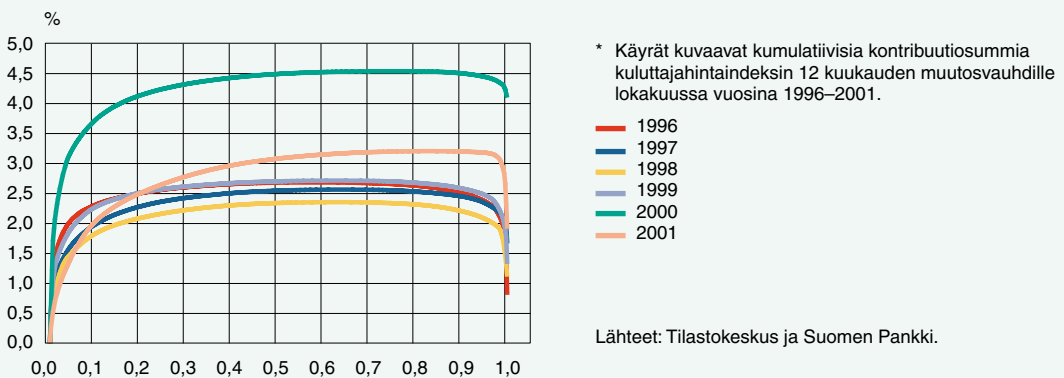
Mikäli hintaindeksiin sisältyvien hyödykkeiden painot olisivat identtiset ja kaikki hinnat nousisivat samaa vauhtia, kontribuutiosummaa kuvaava käyrä muuttuisi suoraksi viivaksi, jonka päätepiste ilmoittaisi hintaindeksin muutosvauhdin. Mitä suurempia suhteellisten hintojen

muutokset ovat ja mitä suurempi on niiden merkitys kulutuskorissa, sitä kuperampi käyrä on ja sitä suurempi on käyrän ja sen päätepisteiden väliin piirretyn suoran viivan välisen alueen pinta-ala. Yksi mahdollisuus mitata suhteellisten hintojen muutosten suuruutta olisikin käyttää tätä pinta-alaa muutosintensiiteetin tunnuslukuina. Ongelmana tällaisessa menettelyssä kuitenkin olisi se, että suoran viivan valinta vertailukohdaksi merkitsisi oletusta, että indeksin komponenttien painot ovat yhtä suuret. Siksi seuraavassa ehdotetaan toista menetelmää.

Kuviossa 3 esitetty poikkeamassumma lasketaan samalla menetelmällä, jota edellä sovellettiin kontribuutiosumman laskemisessa. Ensin lasketaan kunkin hyödykkeen hinnanmuutoksen poikkeama koko hintaindeksin muutosvauhdista. Seuraavaksi kukin inflaatiopoikkeama kerrotaan kyseisen hyödykkeen painolla, jolloin saadaan kunkin komponentin kontribuutio keskimääräiseen inflaatiopoikkeamaan. Näiden summa on määritelmän mukaan 0. Näin saadut poikkeamakontribuutiot asetetaan suuruusjärjestykseen alkaen suurimmasta positiivisesta luvusta ja päätyen suurimpaan negatiiviseen lukuun. Laskemalla poikkeamakontribuutioiden kumulatiivinen summa, saadaan ylöspäin kuperaa käyrä, joka alkaa 0:sta ja päättyy 0:aan. Poikkeamien suuruusjärjestys ei välttämättä ole sama kuin inflaatiokontribuutioiden, mutta sillä ei ole merkitystä, kun kiinnostuksen kohteena on vain suhteellisten hintojen muutos.

**Kuvio 4. Inflaation koostumus: kontribuutiosumma\***

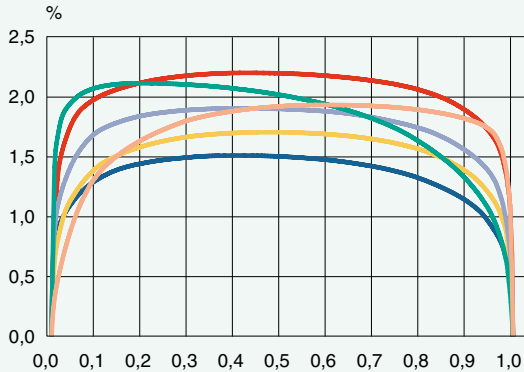
Suhteellisten hintojen muutokset ja inflaatio lokakuussa 1996–2001



Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

**Kuvio 5. Suhteellisten hintojen muutokset: poikkeamasumma\***

Suhteellisten hintojen muutokset lokakuussa 1996–2001



\* Käyrät kuvaavat kumulatiivisia poikkeamasummaa kuluttajahintaindeksin 12 kuukauden muutosvauhdille lokakuussa vuosina 1996–2001. Suluissa olevat luvut vuosimerkintöjen jäljessä kuvaavat käyrän ja vaak akselin väliin jäävän alueen pinta-alaa.

— 1996 (2.0)  
— 1997 (1.3)  
— 1998 (1.5)  
— 1999 (1.5)  
— 2000 (1.8)  
— 2001 (1.7)

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

Kuvion 3 alempi käyrä esittää lokakuun 2001 kuluttajahintaindeksin 12 kuukauden nousua vastaavan poikkeamasumman, joka on laskettu yllä kuvatulla tavalla. Käyrän ja vaak akselin välin jäävän alueen pinta-ala kuvaa suhteellisten hintojen muutosintensiiteettiä siten, että hintojen muutoksen laajuutta eri ajanjaksoina voidaan vertailla. Mitä suurempi on pinta-ala, sitä suurempi on suhteellisten hintojen muutosintensiiteetti. Kuvio 5 esittää poikkeamasumman kuvaajat samoina vuosina kuin kuvio 4. Havainnot ovat 12 kuukauden hintojen muutoksia kunkin vuoden lokakuulta.

Näiden kuvaajien perusteella suhteellisten hintojen muutosintensiiteetti näyttää olleen suuri sekä lokakuussa 1996, jolloin hintojen keskimääräinen nousu oli vain noin 0,5 %, että lokakuussa 2000, jolloin 12 kuukauden inflaatio oli yli 4 %. Käyrien muodot kuitenkin poikkeavat toisistaan huomattavasti. Vuonna 2000 käyrä nousee jyrkästi aivan alussa, mutta kääntyy pian laskeväksi, kun taas vuonna 1996 kuvaaja on likimain symmetrinen. Muutosintensiiteetti oli melko suuri lokakuussa 1999, jolloin alkoi näkyä ensimmäisiä merkkejä inflaation kiihtymisestä. Lokakuun 1998 ja 1999 suhteellisten hintojen muutoksia esittävät käyrät ovat melko symmetrisiä siten, että positiivisten ja negatiivisten inflaatiopoikkeamien merkitys on suurin piirtein yhtä suuri.

Kuvion 5 vuosimerkintöjen jäljessä olevat suluissa esitetyt luvut kuvaavat poikkeamasumma-kuvaajan ja vaak akselin väliin jäävän alueen

pinta-alaa. Se on saatu laskemalla yhteen kaikki poikkeamasumman havaintopisteet ja jakamalla näin saatu summa komponenttien lukumäärällä. Tämä jakolasku vastaa vaak akselin normaalitusta välille [0,1]. Näin saatu tunnusluku antaa suhteellisten hintojen muutosintensiiteetille kvantitatiivisen mitan.<sup>1</sup> Kuten kaikki keskiarvot, myös tämä mitta hävittää informaatiota jakaumasta, kuten tässä tapauksessa huipun sijainnista, mutta mahdollistaa samalla eri ajanjaksojen vertailun. Etuna on se, että muutosintensiiteetti voidaan esittää aikasarjana kullekin ajankohdalle lasketun tunnusluvun avulla.

Kuviossa 6 esitetään näin laskettu muutosintensiiteetti yhdessä toteutuneen inflaatiovauhdin kanssa tammikuusta 1996 lokakuuhun 2001 saakka.

Suhteellisten hintojen muutosintensiiteetti oli kaikkein suurin vuonna 1996, jolloin yleinen hintojen nousuvauhti oli kaikkein hitain. Vuoden 1997 aikana hintojen nousuvauhti kiihtyi samalla, kun suhteellisten hintojen vaihtelut vähenivät. Vuonna 1998 kehitys oli taas päinvastainen. Suhteellisten hintojen muutosintensiiteetti jatkoi kasvuaan vuonna 1999 samalla, kun in-

<sup>1</sup> Näin laskettu mitta korreloi hyvin läheisesti inflaatiotutkimuksessa joskus käytetyn suhteellisten hintojen muutosalttiutta kuvaavan mitan (RPV = relative price variability) kanssa. Se lasketaan ottamalla neliöjuuri hintojen muutosten jakauman painotetusta toisesta momentista.

flaatio vuoden lopulla alkoi voimakkaasti kiihtyä. Vuonna 2000 muutosintensiiteetti heikkeni voimakkaasti. Vuoden 2001 aikana suhteellisten hintojen muutosintensiiteetti alkoi uudelleen kasvaa samalla, kun inflaation hidastuminen jatkui.

Suomen liittyminen Euroopan unioniin merkitsi tuntuvaa reaalista häiriötä Suomen kansantalouteen. Sen keskeinen vaikutus oli se, että ruoan suhteelliset hinnat laskivat merkittävästi. Hintavakauden oloissa tämä toteutui hintojen absoluuttisena laskuna. Tämä on esimerkki kuluttajien kannalta positiivisesta reaalista häiriöstä. Se myös osaltaan selittää, miksi suhteellisten hintojen muutosintensiiteetti oli suuri vielä vuonna 1996. Toinen esimerkki myönteisestä reaalista häiriöstä on polttonesteiden hintojen aleneminen vuonna 1998. Samaan aikaan oli meneillään myös toinen reaalinen häiriö, nimittäin tietotekniikka- ja telekommunikaatiosektorin nopeasta tuottavuuden noususta aiheutunut mikrotietokoneiden ja matkapuhelinten hintojen tuntuva lasku. Negatiivinen reaalinen häiriö toteutui syksyllä 1999, jolloin polttonesteiden hintojen jyrkkä nousu alkoi.

Nämä ovat vain esimerkkejä reaalista häiriöistä, jotka vaikuttavat suhteellisiin hintoihin ja sitä kautta suhteellisten hintojen muutosintensiiteettiä esittävään tunnuslukuun. Suhteellisten hintojen muutosintensiiteetin ja hintaindeksin muutosvauhdin välillä ei näytä hintavakauden tai hyvin vähäisen inflaation oloissa olevan mitään systemaattista korrelaatiota. Suuret yksit-

täiset suhteellisen hinnan muutokset, kuten öljyn hinnan nousut ja laskut, näkyvät yleensä myös samansuuntaisina yleisen hintatason nousuina tai laskuina tai inflaation kiihtymisenä tai hidastumisena.

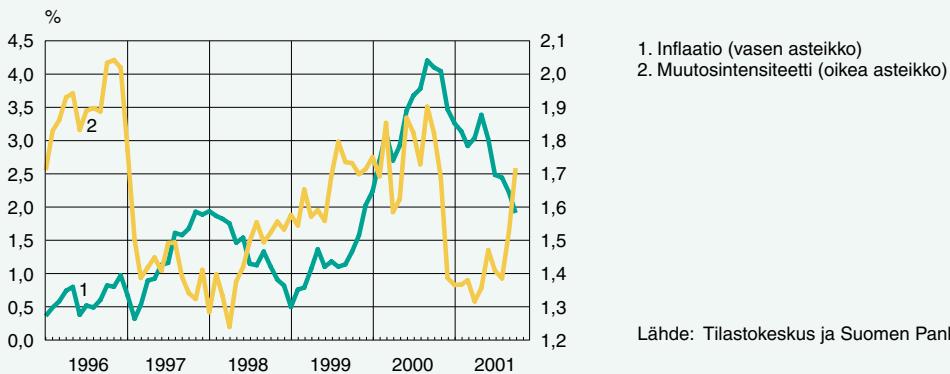
Useissa tutkimuksissa onkin kiinnitetty huomiota positiiviseen korrelaatioon, joka on havaittu inflaation ja suhteellisten hintojen muutoksen jakauman vinouden välillä. Sama näyttää pätevän Suomessa tarkasteluajanjakson 1996–2001 aikana ja erityisesti sen kahtena viimeisenä vuonna. Vuonna 2000, jolloin inflaatio kiihtyi, suhteellisten hintojen muutosten jakauma oli vino suurten hintamuutosten suuntaan. Vuonna 2001, jolloin inflaatio hidastui, tilanne oli päinvastainen. Merkille pantavaa kuitenkin on, että muina vuosina suhteellisten hintojen muutosten jakauma ei ollut erityisen vino ja silti niiden muutosintensiiteetissä esiintyi huomattavaa vaihtelua.

Reaalisten häiriöiden identifioiminen on helppoa silloin, kun on kysymys merkittävistä muutoksista suuripainoisten hyödykkeiden hinnoissa. Huomaamatta sitä vastoin jäävät lukuisat muut suhteellisten hintojen muutokset, joita dynamisessa markkinataloudessa aina esiintyy.

Nimellisten häiriöiden identifioiminen sen sijaan on vaikeampaa, koska kysymys on abstraktista ja vaikeasti havaittavasta ilmiöstä, joka riippuu raha- ja finanssipolitiikasta, säästämisen ja investointihalukkuuden ja avoimen talouden oloissa erityisesti vientikysynnän muutoksista.

**Kuvio 6. Suhteellisten hintojen muutosintensiiteetti ja inflaatio**

Inflaatio ja suhteellisten hintojen muutos tammikuusta 1996 lokakuuhun 2001



Lähde: Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

---

Suhteellisen hinnan muutoksen ajankohdan näkee hintalapusta, kun taas kokonaiskysynnän kasvu havaitaan usein vasta jälkikäteen ja silloinkin epäsuorasti.

Aika selvää lienee se, että Suomi koki negatiivisen nimellisen häiriön 1990-luvun alussa. Melko yleinen käsitys, joskaan ei yhtä selvä, taas on se, että parin viime vuoden aikana Suomi on kokenut positiivisen nimellisen häiriön. Keskustelu ylikuumenemisriskistä viittaa siihen.

Tämä sopii yhteen sen kanssa, että alkusyksyn 2001 saakka nousevat hinnat ovat yleistyneet ja laskevat käyneet harvinaisemmiksi. Se näkyy myös suhteellisten hintojen muutosintensiiviteetin vähenemisenä vuoden 2000 lopulla.

### **Lopuksi**

Inflaatiokehitystä voi kuvailla ja analysoida monesta eri näkökulmasta. Tässä artikkelissa yleisen hintatason muutoksia on tarkasteltu suhteellisten hintojen muutosten näkökulmasta. Näin käsitystä hintadynamiikasta voidaan monipuolistaa ja syventää.

Suhteellisten hintojen merkitys korostuu hyvin hitaan inflaation oloissa. Merkittävät muutokset yksittäisten hyödykkeiden hinnoissa näkyvät usein muutoksina myös koko hintaindeksissä. Tällaiset muutokset eivät kuitenkaan selitä tai ennusta yleisen inflaation kehitystä. Toisaalta hyödykekohtaisesti tarkasteltuna hintojen nousu voi olla yleistymässä ja lasku käymässä harvinaisemmaksi silloinkin, kun mitattu inflaatio joidenkin yksittäisten hyödykkeiden hintojen laskun vuoksi hidastuu.

Suomen kokemukset 1990-luvun jälkipuoliskolla antavat esimerkkejä molemmista tilanteista. Mielenkiintoista on, että alenevat hinnat olivat varsin yleisiä useina vuosina. Oletus hintojen joustamattomuudesta alaspäin hintavakauden oloissa ei siten ole yleistettävissä ainakaan kaikkiin maihin ja kaikkiin ajankohtiin. ■

- Asiasanat: inflaatio, suhteelliset hinnat, hintavakaus, rahapolitiikka, inflaatiotavoite



## Ohjauskorot

Eurojärjestelmän<sup>1</sup> rahapolitiikan tärkein ohjausväline on perusrahoitusoperaatio, jonka koron muutoksilla eurojärjestelmä viestii rahapolitiikan linjasta. Perusrahoitusoperaatioissa sovellettavan koron muutokset heijastuvat voimakkaasti lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin. Vuoden 1999 alusta aina kesäkuun 2000 loppupuolelle saakka eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatiot toteutettiin kiinteäkorkoisina huutokauppoina. EKP:n neuvosto päätti kokouksessaan 8.6.2000, että siitä operaatiosta alkaen, jonka maksut suoritetaan 28.6.2000, eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatiot toteutetaan vaihtuvakorkoisina huutokauppoina monikorkoista huutokauppanenettelyä käyttäen. Lisäksi EKP:n neuvosto päätti asettaa näissä operaatioissa tehtäville korkotarjouksille alarajan. Täksi alarajaksi asetettiin aluksi 4,25 % eli edellisten kiinteäkorkoisten huutokauppojen korko. Tämän jälkeen alarajaa on muutettu kuudesti. 14.11.2001 alkaen alaraja on ollut 3,25 %. Aiemman kiinteäkorkoisten huutokauppojen koron sijasta rahapolitiikan virityksessä viestii uudessa menetelyssä korkotarjousten alarajana oleva korko.

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

## Rahamarkkinaoperaatiot

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

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

kansallisten keskuspankkien välityksellä. Markkinaoperaatiot voidaan jakaa neljään ryhmään:

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

## Maksuvalmiusjärjestelmä

Maksuvalmiusjärjestelmällä pyritään rajoittamaan yön yli -koron ylisuuria liikkeitä lisäämäl-

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

### **Vähimmäisvarantojärjestelmä**

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

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

Suomessa vähimmäisvarantovelvollisten joukko laajeni vuoden 2001 alussa, kun vähim-

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

### **Rahapoliittisten operaatioiden vastapuolet**

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

### **Rahapoliittisiin operaatioihin kelpaavat vakuudet**

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

# Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja

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

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

## Sarjajulkaisuja

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

**E:21**  
Jian-Guang Shen **Models of Currency Crises with Banking Sector and Imperfectly Competitive Labor Markets**. 2001. 160 s. ISBN 951-686-711-1, painettu julkaisu; ISBN 951-686-712-X, verkkojulkaisu.

## Keskustelualoitteita

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

**16/2001**  
Juha-Pekka Niimimäki **Should new or rapidly growing banks have more equity?** 36 s. ISBN 951-686-733-2, painettu julkaisu; ISBN 951-686-734-0, verkkojulkaisu.

**17/2001**  
David Mayes – Matti Virén **Financial conditions indexes**. 31 s. ISBN 951-686-735-9, painettu julkaisu; ISBN 951-686-736-7, verkkojulkaisu.

**18/2001**  
Angela Huang – Dimitri Margaritis – David Mayes **Monetary policy rules in practice: Evidence from New Zealand**. 34 s. ISBN 951-686-737-5, painettu julkaisu; ISBN 951-686-738-3, verkkojulkaisu.

**19/2001**  
Erkki Koskela **Labour taxation and employment in trade union models: A partial survey**. 28 s. ISBN 951-686-739-1, painettu julkaisu; ISBN 951-686-740-5, verkkojulkaisu.

**20/2001**  
Maria Antoinette Dimitz **Output gaps and technological progress in European Monetary Union**. 29 s. ISBN 951-686-741-3, painettu julkaisu; ISBN 951-686-743-1, verkkojulkaisu.

**21/2001**  
Heiko Schmiedel **Technological development and concentration of stock exchanges in Europe**. 37 s. ISBN 951-686-749-9, painettu julkaisu; ISBN 951-686-750-2, verkkojulkaisu.

**22/2001**  
Oz Shy – Juha Tarkka **Stock exchange alliances, access fees and competition**. 37 s. ISBN 951-686-751-0, painettu julkaisu; ISBN 951-686-752-9, verkkojulkaisu.

**23/2001**  
Tuomas Saareheimo **Should unemployment benefits decrease as the unemployment spell lengthens?** 27 s. ISBN 951-686-753-7, painettu julkaisu; ISBN 951-686-754-5, verkkojulkaisu.

**24/2001**  
Korhonen Kari **Securities market ATSS. Concepts, their roles and related policy issues**. 69 s. ISBN 951-686-755-3, painettu julkaisu; ISBN 951-686-756-1, verkkojulkaisu.

## BOFIT Discussion Papers

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

**9/2001**  
Iikka Korhonen **Some empirical tests on the integration of economic activity between the Euro area and the accession countries**. 24 s. ISBN 951-686-800-2, painettu julkaisu; ISBN 951-686-801-0, verkkojulkaisu.

## 10/2001

Tuomas Komulainen **Currency crises in emerging markets: Capital flows and herding behaviour.** 56 s. ISBN 951-686-802-9, painettu julkaisu; ISBN 951-686-803-7, verkkojulkaisu.

## 11/2001

Kari Heimonen **Substituting a Substitute Currency – The Case of Estonia.** 67 s. ISBN 951-686-804-5, painettu julkaisu; ISBN 951-686-805-3, verkkojulkaisu.

## 12/2001

Jan Winiecki **The role of the new, entrepreneurial private sector in transition and economic performance in light of the successes in Poland, the Czech Republic and Hungary.** 42 s. ISBN 951-686-806-1, painettu julkaisu; ISBN 951-686-807-X, verkkojulkaisu

# Julkaisujen tiivistelmiä

## Keskustelualoitteita

### Should new or rapidly growing banks have more equity?

Juha-Pekka Niinimäki  
16/2001

- Asiasanat: pankit, luottosuhteet, pankkitoiminnan sääntely, talletusvakuutus, kannustinongelma

Empiiriset havainnot osoittavat, että uusilla ja nopeasti kasvavilla pankeilla on suurempi konkurssiriski kuin muilla pankeilla. Tässä keskustelualoitteessa ilmiötä tutkitaan laatimalla pankin luottosuhteita kuvaava malli, jossa pankki toimii sekä rahoituksen välittäjänä että luotonhakijoiden luottokelpoisuuden arvioijana. Jos talletukset ovat vakuuttamattomia, pankin ja tallettajien välille syntyy kannustinongelma: pankki ei käytä riittävästi voimavaroja luottoasiakkaiden arviointiin. Kyetäkseen todistamaan luotettavuutensa tallettajille pankin täytyy säilyttää riittävä vakavaraisuusaste. Tarvittavan vakavaraisuusasteen osoitetaan tässä tutkimuksessa riippuvan pankin iästä. Uusien pankkien täytyy yl-

läpitää korkeampaa vakavaraisuusastetta kuin asemansa jo vakiinnuttaneiden pankkien, joilla on kannustinongelmaa pienentäviä pitkäaikaisia luottosuhteita (tulevia voittoja). Jos asemansa vakiinnuttanut pankki toisaalta kasvaa hyvin nopeasti, vanhojen luottosuhteiden prosenttiosuus pankin luottosalkussa pienenee, kannustinongelma pahenee ja pankin täytyy nostaa vakavaraisuusastettaan todistaakseen luotettavuutensa. Jos talletukset ovat vakuutettuja, viranomaisten tulisi asettaa sekä uusille että nopeasti kasvaville pankeille tiukemmat vakavaraisuusvaatimukset kuin muille pankeille. Tulokset ovat laajemminkin yleistettävissä luotonantaja-yrityssuhteisiin.

## Financial conditions indexes

David Mayes – Matti Virén  
17/2001

- Asiasanat: rahoitusmarkkinoiden tila, varallisuushinnat, asuntojen hinnat, osakkeiden hinnat

Tässä tutkimuksessa esitellään rahoitusmarkkinoiden tilaa kuvaavien indeksien (Financial Conditions Indexes, FCI) luonnetta, estimointia ja käyttöä sekä näiden indeksien suhdetta yleisemmin käytettyjen rahamarkkinoiden tilaa kuvaaviin indekseihin (Monetary Conditions Indexes, MCI). Näitä indeksejä käyttävät analytiikat, kansainväliset organisaatiot ja keskuspankit. Läntisen Euroopan maista kerättyä paneelidataa käyttäen selvitämme, missä määrin varallisuushinnat, erityisesti asuntojen ja osakkeiden hinnat, voivat olla hyödyllisiä tuotannon kasvun ja inflaation lisäindikaattoreita. Tutkimuksesta ilmenee, että asuntojen hinnoilla on tässä suhteessa selkeä merkitys, mutta osakkeiden hintojen yhteys näihin muuttujiin on heikko. Hyödyllisintä FCI-indeksien käyttö on kuitenkin silloin, kun se perustuu usein julkistettavien tilastoaineistojen hyväksikäyttöön ja sen mahdollistamaan markkinoiden ennusteiden määrittämiseen. Se taas auttaa markkinaosapuolia päätelemään, mitkä ovat keskuspankin todennäköiset reaktiot. Keskuspankkia se auttaa arvioimaan politiikan tilaa ennustekierrosten välillä. Osakkeiden hinnoista on saatavissa tiuhaan havaintoja, mutta asuntojen hinnoista ei. Neljännesvuositasolla erityisesti keskuspankit haluavat käyttää traditionaalisia ennustemenetelmiä ja siten rahoitus-

markkinoiden tilan indikaattoreilla on vain vähän käyttöä. Osoitamme tässä työssä, miten tällaisessa tapauksessa FCI-indeksiä voidaan käyttää tukeutuen Suomea koskevaan kuukausiaineistoon.

### **Monetary policy rules in practice: Evidence from New Zealand**

Angela Huang – Dimitri Margaritis – David Mayes  
18/2001

- Asiasanat: rahapolitiikka, Taylorin sääntö, inflaatiotavoite, Uusi-Seelanti

Tässä tutkimuksessa testataan, voidaanko rahapolitiikkaa kuvata kirjallisuudessa esitettyjen yksinkertaisten politiikkasääntöjen avulla. Tutkimuskohteena on Uuden-Seelannin inflaatiotavoitteeseen perustuva rahapolitiikka, josta on kymmenen vuoden kokemus. Inflaatiotavoitetta soveltaneista keskuspankeista Uuden-Seelannin keskuspankilla on sekä pisin kokemus tällaisesta politiikasta että selkeimmin määritelty tavoite ja politiikkakehikko. Tutkimuksessa osoitetaan, että vaikka Taylorin sääntö tavanomaisin, Yhdysvalloissa käytetyin parametrein kuvaakin myös Uuden-Seelannin rahapolitiikkaa varsin hyvin, Uuden-Seelannin keskuspankki on painottanut hintavakautta enemmän kuin amerikkalainen malli. Tämä on sopusoinnussa Uuden-Seelannin keskuspankin rahapoliittisia tavoitteita koskevan politiikkasopimuksen kanssa. Vaikka politiikka onkin virallisten lausumien mukaan suunnattu tiukasti tulevaa inflaatiota koskeviin tavoitteisiin, tutkimus osoittaa, että politiikka on paremmin suuntautunut hyvin lyhyen ajan inflaationäkymän kontrollointiin. Tähän tulokseen päästään vertaamalla politiikkaa pankin omiin inflaatioennusteisiin. Poliitiikan vertaaminen vain siihen informaatioon, joka on päätöksiä tehtäessä ollut keskuspankin käytettävissä, ei juuri auta selittämään politiikkaa paremmin kuin lopulliset tilastot. Pankin politiikka on ollut selvästi tasoitavaa, eikä se ole reagoinut taustainformaation pieniin vaihteluihin. Tutkimuksessa osoitetaan myös, että jotkin niistä muuttujista, jotka vaikuttavat politiikkasäännössä, vaihtelevat epäsymmetrisesti. Ei kuitenkaan ole näyttöä, että rahapolitiikka reagoisi epäsymmetrisesti eli eri voimakkuudella inflaatiopaineisiin kuin deflaatiopaineisiin.

### **Labour taxation and employment in trade union models: A partial survey**

Erkki Koskela  
19/2001

- Asiasanat: neuvottelumalli, työn verotus, veroprogressio

Tutkimuksessa tarkastellaan neuvottelumallia, jossa työmarkkinajärjestöt neuvottelevat palkoista ja yritykset sen jälkeen päättävät työllisyydestä, ja johdetaan tämän perusteella hypoteeseja työn verotuksen ja työllisyyden välisestä riippuvuudesta. Epätäydellisesti kilpailevilla työmarkkinoilla työn verotuksen – palkansaajien tulovero ja työnantajien sosiaaliturvamaksut – näytetään lisäävän työvoimakustannuksia ja vähentävän työllisyyttä. Työn verotuksen progressio puolestaan johtaa maltillisempiin palkkavaatimuksiin ja näin parempaan työllisyyskehitykseen. Jos työn verotuksen eri muotojen veropohjat ovat erilaisia verottomuuden vuoksi, on myös työn verotuksen rakenteella merkitystä, eikä ns. verokiilaa voi pitää riittävänä indikaattorina kuvaamaan työn verotuksen vaikutuksia. Työmarkkinoiden rakenne – missä määrin neuvottelut ovat koordinoituja – voi niin ikään vaikuttaa siihen, miten verotus ja työllisyys liittyvät toisiinsa. Empiirinen todistusaineisto – joskaan ei aina kovin voimakas – on sopusoinnussa näiden hypoteesien kanssa.

### **Output gaps and technological progress in European Monetary Union**

Maria Antoinette Dimitz  
20/2001

- Asiasanat: tuotantokuilu, potentiaalinen tuotanto, CES-tuotantofunktio, EMU

Selvityksessä estimoidaan potentiaalisen ja aktuaalisen kokonaistuotannon välinen ns. tuotantokuilu kymmenessä Euroopan maassa ja Yhdysvalloissa. Estimointi perustuu CES-tuotantofunktioon, jossa tekninen kehitys lisää efektiivisiä panosmääriä. Panosten välinen substituutiojousto mitataan työn ja pääoman kysyntäfunktioista Johansenin kointegraatiomenetelmää käyttäen. Tarkastelluista yhdestätoista maasta kuuden tapauksessa Cobbin–Douglasin tuotantofunktion muoto ei osoittautunut sopivaksi. Kaikissa mais-

sa estimoidun tuotantokuilun suhdannevaihtelu näyttää samantyyppiseltä. Tuotantokuilut pysyvät enimmäkseen vaihteluvälillä  $\pm 4$  % lukuun ottamatta Suomea ja Kreikkaa. Työtä ja pääomaa lisäävien teknisen kehityksen komponenttien erottaminen toisistaan valottaa yksittäisten maiden taloudelliseen kasvuun vaikuttaneita tekijöitä.

### **Technological development and concentration of stock exchanges in Europe**

Heiko Schmiedel  
21/2001

- Asiasanat: Eurooppa, pörssit, paneeliaineisto, tekninen tehokkuus

Tässä tutkimuksessa arvioidaan Euroopan pörs-sien teknistä tehokkuutta. Lisäksi pohditaan vaihtoehtoisia hypoteeseja, joiden on katsottu selittävän pörs-sien mahdollista tehostumusta. Tehottomuuksien mittaamisessa sovelletaan yhden vaiheen stokastisten kustannuspintojen menetelmää. Tutkimuksen ainoalaatuinen havainto-aineisto koostuu Euroopan keskeiset pörssit kat-tavasta paneelistä vuosilta 1985–1999. Tutki-mustulosten mukaan Euroopan pörs-sien kustan-nukset ovat keskimäärin 20–25 % suuremmat kuin mittapuuna käytetty tehokkuusnormi. Tu-lokset vahvistavat myös käsitystä, että pörssin koko, markkinoiden keskittyminen ja toimivuus, pörs-sien hallintajärjestelmien organisointi, kau-pankäyntiin liittyvän palvelutoiminnan hajautu-minen sekä automaattisten kaupankäyntijärjes-telmien käyttöönotto vaikuttavat merkittävästi siihen, miten tehokkaasti Euroopan pörssit tuot-tavat kaupankäyntiin liittyviä palveluja. Tulok-set viittaavat siihen, että Euroopan pörssit ovat tuotantotoiminnassaan kyenneet huomattavasti parantamaan käytettävissä olevien resurssien hallintaa viimeisen viidentoista vuoden aikana.

### **Stock exchange alliances, access fees and competition**

Oz Shy – Juha Tarkka  
22/2001

- Asiasanat: pörssit, liittoutumat, liittymämaksut, kilpailu

Tutkimuksessa tarkastellaan arvopaperipörs-sien välisen liittoutumien vaikutuksia markkinoilla. Tällaiset liittoutumat mahdollistavat sen, että arvopaperivälittäjät välittävät kansainvälisiä arvo-paperikauppoja suoraan paikallisessa pörssissä, mikä tekee jäsenyyden ulkomaisessa pörssissä niille tarpeettomaksi. Tutkimuksessa selvitetään, missä tapauksessa pörs-siliittoutuma lisää pörs-sien tai osakevälittäjien voittoja ja miten maksu-rakenteen muutokset vaikuttavat sijoittajien osal-listumisasteeseen ja heidän saamaansa hyötyyn. Lisäksi verrataan useita liittymismaksujärjestel-miä ja niiden tehokkuusvaikutuksia.

### **Should unemployment benefits decrease as the unemployment spell lengthens?**

Tuomas Saarenheimo  
23/2001

- Asiasanat: työttömyysturva, työttömyys, etsintämallit

Talouspoliittisessa keskustelussa on yleistynyt näkemys, jonka mukaan työttömyysturvan hai-talliset kannustinvaikutukset voidaan minimoida järjestelmällä, jossa työttömyyskorvauksen taso laskee työttömyysjakson pitkeytyessä. Tässä tut-kimuksessa osoitetaan yksinkertaisia etsintämal-leja hyväksi käyttäen, että teoreettinen tulos ajan myötä vähenevän työttömyyskorvauksen opti-maalisuudesta on pitkälti seurausta tietyistä rajoittavista oletuksista, eikä se yleisty monipuoli-sempaan mallikehiköön. Siinä missä työttö-myyskorvauksen aito pienentäminen parantaa työllisyyttä kaikissa tilanteissa, voi uudistus, joka suurentaa työttömyyskorvausta työttömyys-jakson alussa ja pienentää sitä pitkäaikaistyöttö-mien osalta, lisätä tai vähentää työttömyyttä ja työttömyyskorvauksista syntyviä kustannuksia. Vaikutuksen suunta riippuu muun muassa työt-tömyyden rakenteesta sekä siitä, missä määrin työlliset työntekijät voivat vaikuttaa irtisanomis-todennäköisyyteensä.

---

## Securities market ATs. Concepts, their roles and related policy issues

Kari Korhonen

24/2001

- Asiasanat: vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät, ATS, ECN, pörssi, osakemarkkinat, joukkovelkakirjamarkkinat, valvonta, systeemiriski, sijoituspalveludirektiivi

Tämän selvityksen tarkoitus on selkiyttää käsitteen vaihtoehtoinen kaupankäyntijärjestelmä sisältöä ja esittää tulkinta tällaisten kauppapaikkojen asemasta arvopaperimarkkinoiden kehityksessä. Tarkastelu keskittyy joukkovelkakirja- ja osakemarkkinoihin. Maantieteellisesti erityisesti Eurooppa ja Yhdysvallat ovat mielenkiinnon kohteena. Toiseksi selvityksessä pyritään analysoimaan yleisiä vaihtoehtoisin kaupankäyntijärjestelmiin liittyviä poliittikkakysymyksiä ja päädytään EU:n sijoituspalveludirektiivin analysointiin tällaisten kauppapaikkojen näkökulmasta.

Tärkeimmät aihetta koskevat lähteet ovat markkinaosapuolten, valvojien ja kansainvälisten järjestöjen julkaisemia selvityksiä, mutta kuten muutenkin ns. uuden talouden tapauksessa, on tässäkin selvityksessä jouduttu usein turvautumaan alan palveluntarjoajien omiin julkaisuihin (enimmäkseen verkkojulkaisuja), koska ne antavat ajantasaisimman tiedon.

## BOFIT Discussion Papers

### Some empirical tests on the integration of economic activity between the Euro Area and the accession countries

Ilkka Korhonen

9/2001

- Asiasanat: optimaalinen valuutta-alue, rahaliitto, EU:n laajentuminen

Tutkimuksessa tarkastellaan lyhyen aikavälin suhdannevaihteluja euroalueella sekä EU-kandidaattimaissa. Tarkoitus on selvittää, kuinka hy-

vin korreloituneita suhdannevaihtelut ovat eli voidaan kandidaattimaiden ajatella muodostavan optimaalisen valuutta-alueen euroalueen kanssa. Tutkimuksessa käytetään teollisuustuotannon kuukausi-indikaattoreita. Kandidaattimaiden suhdannevaihteluiden korreloituneisuus euroalueen vastaavien vaihteluiden kanssa on varsin erilainen. Unkarissa ja Sloveniassa euroalueen tuotannon muutokset voivat selittää suuren osan teollisuustuotannon muutoksista. Myös joissakin muissa edistyneimmissä siirtymätalouksissa euroalueen vaikutus on selvä. Toisissa maissa tätä korrelaatiota ei juuri ole, mikä saattaisi merkitä vaikeuksia, jos maat liittyisivät liian aikaisin rahaliittoon.

### Currency Crises in Emerging Markets: Capital Flows and Herding Behaviour

Tuomas Komulainen

10/2001

Tutkimus seuraa Jeannen (1997) valuuttakriisiä koskevia teorioita, joiden mukaan kriisi voi syntyä monikäsitteisten tasapainojen ja itseään toteuttavien odotusten johdosta. Kehittyvän maan fundamentit määritellään maksutaseen näkökulmasta. Tässä tutkimuksessa malliin tuodaan mukaan pääomavirrat, joiden oletetaan seuraavan sijoittajien laumakäyttäytymistä. Tämä luo syyn sekä mekanismin suuriin pääomapakoihin, jotka ovatkin olleet varsin yleisiä viime aikojen valuuttakriiseissä. Tutkimuksessa käytyä mallissa maan fundamentit määrittelevät alueen, jossa itseään toteuttavat odotukset voivat olla kriisin syynä. Tämä alue on nyt laajempi kuin tilanteessa ilman pääomavirtoja ja sijoittajien laumakäyttäytymistä. Kehittyvän maan fundamenttien on siis oltava paremmat, jotta se voisi säilyä varmasti kriisien ulkopuolella. Lisäksi tutkimus osoittaa sijoittajien riippuvuuden toisistaan olevan yksi mahdollinen heikkous kansainvälisillä pääomamarkkinoilla. Kun mallia sovelletaan Meksikon ja Aasian kriiseihin, havaitaan, että useimpien kehittyvien maiden fundamentit olivat vuosina 1994 ja 1996 alueella, jossa monikäsitteiset tasapainot ja itseään toteuttavat valuuttakriisit olivat mahdollisia.

---

## **Substituting a Substitute Currency – The Case of Estonia**

Kari Heimonen

11/2001

- Asiasanat: euroistuminen, dollarisaatio, epäsymmetria, substituotavuus

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan konstruoitujen euro- ja dollarikassojen välistä substituotavuutta Viron taloudessa. Dollarisoitumisen ja euroistumisen välistä substituotavuutta tutkitaan perinteisellä valuuttasubstituutiomallilla, jota sovelletaan nyt ensi kertaa ulkomaanvaluuttojen väliseen substituutioon. Dollarisoituminen ja euroistuminen olivat toistensa substituutteja. Lyhyellä aikavälillä substituutio oli epäsymmetristä niin, että substituutiota havaittiin vain dollarikassojen pidon vaihtoehtoiskustannusten noustessa. Pitkällä aikavälillä taas substituutio osoittautui symmetriseksi. Tulokset antavat viitteitä euroistumisen merkityksen kasvusta EMU-alueita ympäröivissä siirtymätalouksissa.

## **The role of the new, entrepreneurial private sector in transition and economic performance in light of the successes in Poland, the Czech Republic and Hungary**

Jan Winiecki

12/2001

- Asiasanat: uusi yksityinen sektori, siirtymätalous, kasvu, Puola

Tämän tutkimuksen keskeinen teema on kommunistisen järjestelmän romahduksen jälkeen perustetun uuden yksityisryrittäjäsektorin merkitys talouden elpymisessä ja yleensäkin siirtymä-

talousmaiden talouskasvussa. Tätä merkitystä tarkastellaan erityisesti Puolan, Unkarin ja Tšekin menestyksen valossa. Osoittautuu, että uuden yksityisen sektorin ja yksityistetyn sektorin tuottavuudessa on suuri ero lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä (3–7 vuotta) yksityistämisen jälkeen.

Uudet yksityiset yritykset tulevat yleensä markkinoille siten, että niillä on hyvin määritelty omistusoikeudet ja markkinatalouden lakeja noudattavat yritys-suhteet. Toisin kuin julkisella sektorilla ja yksityistetyissä yrityksissä, työvoiman moraali ei näissä yrityksissä kärsi siirtymästä markkinatalouteen. Näiden seikkojen vuoksi nämä yritykset menestyvät yleensä paremmin ja lisäävät osuuttaan kokonaistuotannosta nopeammin. Tämä auttaa myös koko kansantaloutta pääsemään siirtymäkauden lamasta.

Tutkimuksessa esitetään kaksi kuvitteellista talouden elpymisen ja kasvun uraa, joista toiseen sisältyy uusi dynaaminen yksityissektori ja toiseen ei. Työssä pohditaan tekijöitä, jotka selittävät uuden yksityissektorin syntyä ja kasvua. Tutkimuksessa tullaan siihen johtopäätökseen, että laajat institutionaaliset seikat, kuten poliittinen vapaus, oikeusvaltio ja luottamus edesauttavat uuden yksityissektorin menestyksellistä syntyä.





# Suomen Pankin kuukausitase, milj. euroa

2001  
31.8. 28.9. 26.10. 30.11.

## Vastaavaa

<b>1</b>	<b>Kulta ja kultasaamiset</b>	502	502	502	502
<b>2</b>	<b>Valuuttamääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta</b>	9 136	8 759	8 697	8 735
2.1	Saamiset Kansainväliseltä valuuttarahastolta	837	764	745	717
2.2	Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja muut valuuttamääräiset saamiset	8 300	7 996	7 953	8 019
<b>3</b>	<b>Valuuttamääräiset saamiset euroalueelta</b>	786	743	819	798
<b>4</b>	<b>Euromääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta</b>	0	0	0	0
4.1	Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja lainat	0	0	0	0
4.2	ERM II:n luottojärjestelyihin perustuvat saamiset	–	–	–	–
<b>5</b>	<b>Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvät euromääräiset saamiset euroalueen luottolaitoksilta</b>	1 971	936	1 430	1 147
5.1	Perusrahoitusoperaatiot	1 250	585	1 083	899
5.2	Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	697	351	348	248
5.3	Käänteiset hienosäätöoperaatiot	–	–	–	–
5.4	Käänteiset rakenteelliset operaatiot	–	–	–	–
5.5	Maksuvalmiusluotot	24	–	–	–
5.6	Vakuuksien muutospyyntöihin liittyvät luotot	–	–	–	–
<b>6</b>	<b>Muut euromääräiset saamiset euroalueen luottolaitoksilta</b>	4	4	4	4
<b>7</b>	<b>Euromääräiset arvopaperit euroalueelta</b>	–	–	–	–
<b>8</b>	<b>Euromääräiset saamiset julkisyhteisöiltä</b>	–	–	–	–
<b>9</b>	<b>Eurojärjestelmän sisäiset saamiset</b>	768	768	768	768
9.1	Osuus EKP:n pääomasta	70	70	70	70
9.2	Valuuttavarantojen siirtoon perustuva saaminen	699	699	699	699
9.3	EKP:n sijoitustodistusten liikkeeseenlaskuun liittyvät saamiset	–	–	–	–
9.4	TARGET-järjestelmään ja kirjeenvaihtajien pankkitileihin liittyvät saamiset (netto)	–	–	–	–
9.5	Muihin eurojärjestelmän toimintoihin liittyvät saamiset	–	–	–	–
<b>10</b>	<b>Muut saamiset</b>	572	680	678	639
<b>Vastaavaa yhteensä</b>		<b>13 739</b>	<b>12 392</b>	<b>12 900</b>	<b>12 594</b>

Pyörityksien vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

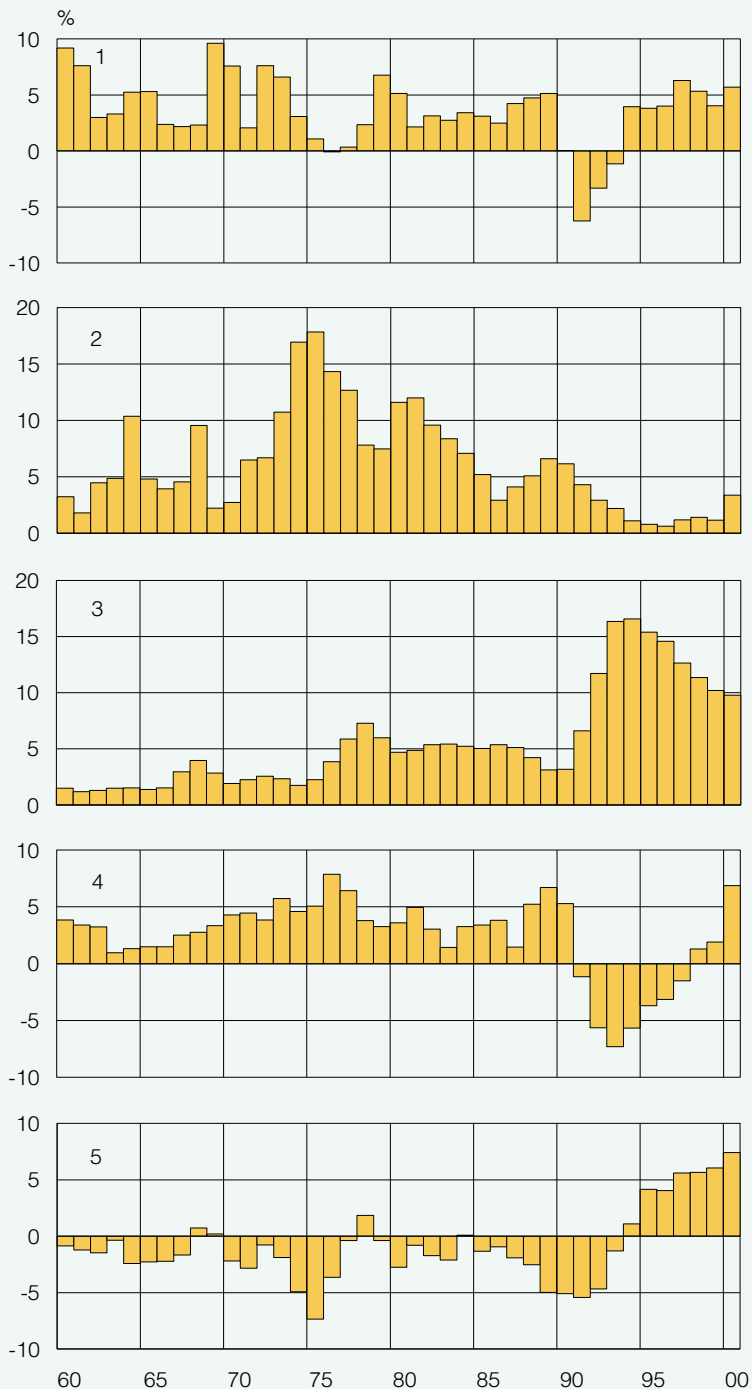
**2001**  
**31.8. 28.9. 26.10. 30.11.**

## Vastattavaa

<b>1</b>	<b>Liikkeessä olevat setelit</b>	2 632	2 578	2 467	2 361
<b>2</b>	<b>Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvät euromääräiset velat euroalueen luottolaitoksille</b>	2 017	2 342	2 542	2 745
2.1	RTGS-tilit (ml. vähimmäisvarantotalletukset)	2 017	2 342	2 542	2 745
2.2	Yötalletukset	–	–	–	–
2.3	Määräaikaistalletukset	–	–	–	–
2.4	Käänteiset hienosäättöoperaatiot	–	–	–	–
2.5	Vakuuksien muutospyyntöihin liittyvät talletukset	–	–	–	–
<b>3</b>	<b>Muut euromääräiset velat euroalueen luottolaitoksille</b>	–	–	–	–
<b>4</b>	<b>Euromääräiset velat muille euroalueella oleville</b>	1	1	0	1
4.1	Julkisyhteisöt	–	–	–	–
4.2	Muut	1	1	0	1
<b>5</b>	<b>Euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle</b>	1	0	0	1
<b>6</b>	<b>Valuuttamääräiset velat euroalueelle</b>	–	–	–	–2
<b>7</b>	<b>Valuuttamääräiset velat euroalueen ulkopuolelle</b>	267	115	117	85
7.1	Talletukset ja muut velat	267	115	117	85
7.2	ERM II:n luottojärjestelyihin perustuvat velat	–	–	–	–
<b>8</b>	<b>Myönnettyjen erityisnosto-oikeuksien vastaerä</b>	210	201	201	201
<b>9</b>	<b>Eurojärjestelmän sisäiset velat</b>	2 888	1 605	2 024	1 623
9.1	EKP:n sijoitustodistuksiin liittyvä velkajärjestely	–	–	–	–
9.2	TARGET-järjestelmään ja kirjeenvaihtajien pankkitileihin liittyvät velat (netto)	2 888	1 605	2 024	1 623
9.3	Muihin eurojärjestelmän toimintoihin liittyvät velat	–	–	–	–
<b>10</b>	<b>Muut velat</b>	321	404	400	433
<b>11</b>	<b>Arvonmuutostili</b>	1 326	1 070	1 070	1 070
<b>12</b>	<b>Varaukset ja oma pääoma</b>	4 076	4 076	4 076	4 076
<b>Vastattavaa yhteensä</b>		<b>13 739</b>	<b>12 392</b>	<b>12 900</b>	<b>12 594</b>

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

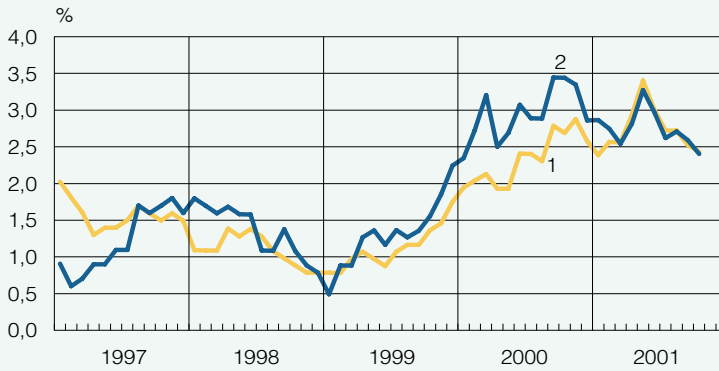
# 1. Keskeiset tasapainomuuttujat



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

Lähteet:  
Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

## 2. Hintavakaus euroalueella ja Suomessa

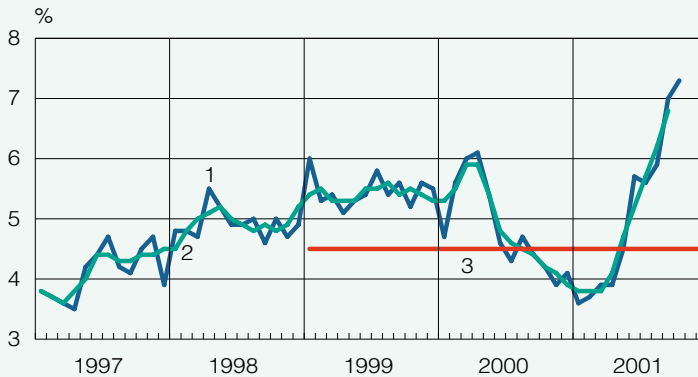


Yhdenmukaistettu  
kuluttajahintaindeksi,  
12 kk:n prosenttimuutos

1. Euromaat
2. Suomi

Lähteet:  
Eurostat ja Tilastokeskus.

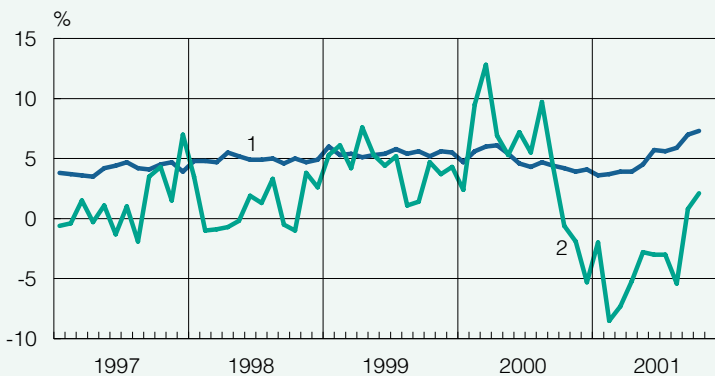
## 3. Rahamäärän kehitys euroalueella



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

Lähde:  
Euroopan keskuspankki.

## 4. Rahamäärän kasvu

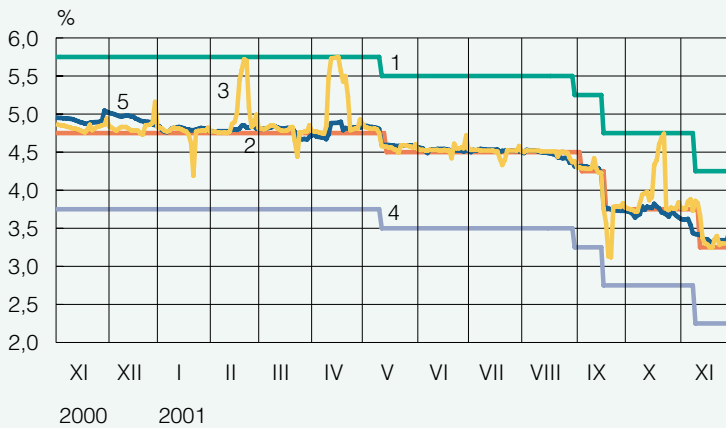


12 kk:n  
prosenttimuutos

1. Euroalueen M3
2. M3:een luettavat  
suomalaisten  
rahallaitosten  
talletukset ym. erät

Lähteet:  
Euroopan keskuspankki  
ja Suomen Pankki.

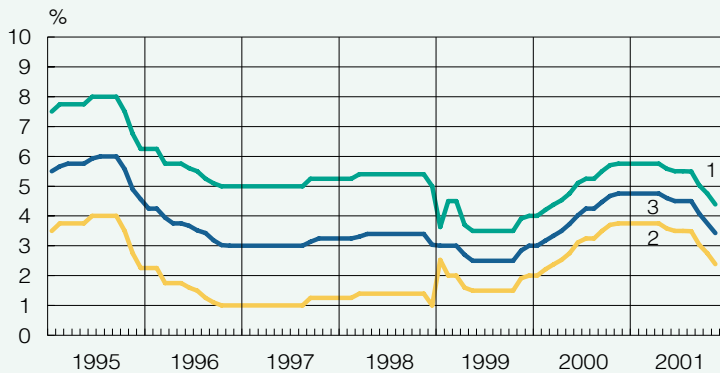
## 5. Eurojärjestelmän korot ja markkinakorkoja



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

Lähteet:  
Euroopan keskuspankki ja Reuters.

## 6. Eurojärjestelmän (Suomen Pankin) korot

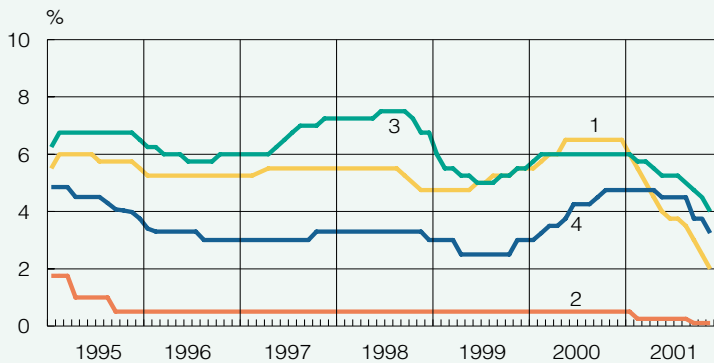


Suomen Pankin korot ennen vuotta 1999

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

Lähde:  
Euroopan keskuspankki.

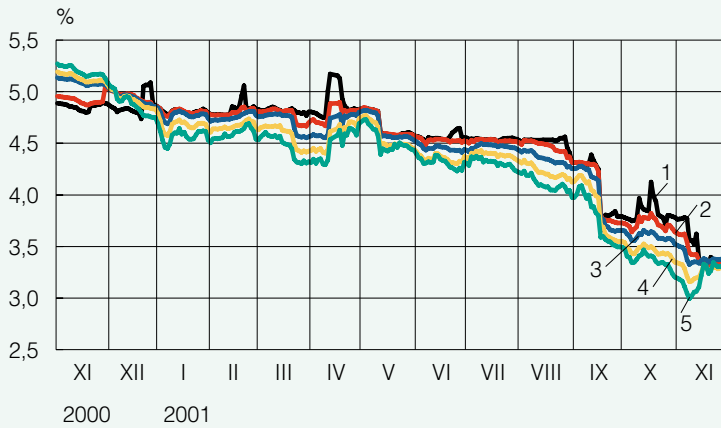
## 7. Keskuspankkikorkoja



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

Lähde: Bloomberg.

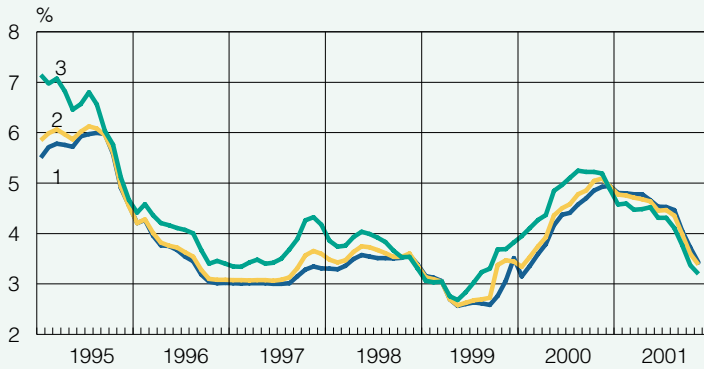
## 8. Euriborkorot päivittäin



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

Lähde: Reuters.

## 9. Euriborkorot kuukausittain

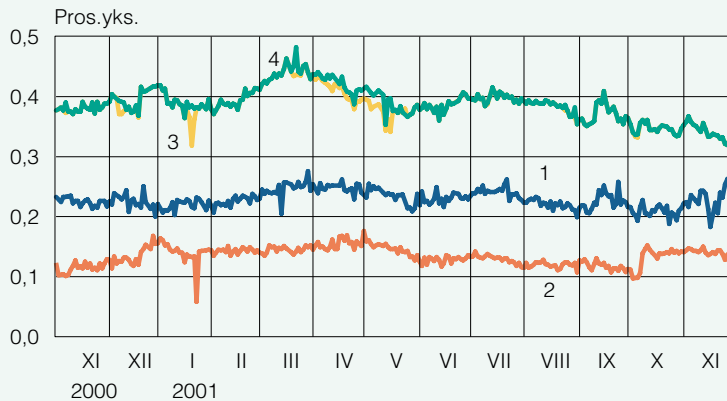


Ennen vuotta 1999  
heliborkorot

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

Lähde: Reuters.

## 10. Eräiden euromaiden ja Saksan 10 vuoden korkojen ero

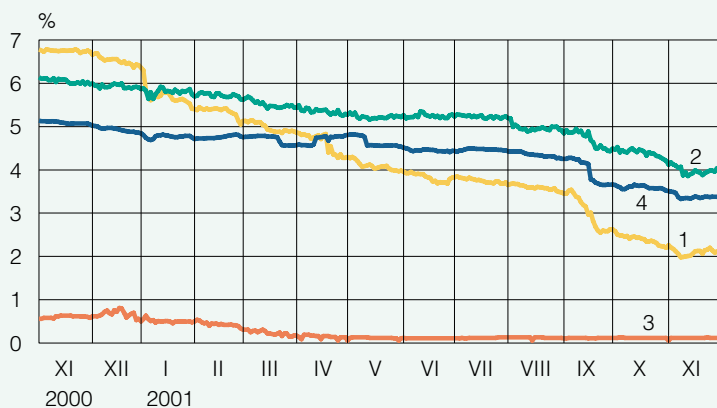


1. Suomi
2. Ranska
3. Italia
4. Suurin korkoero

Lähde: Reuters.



## 11. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja päivittäin

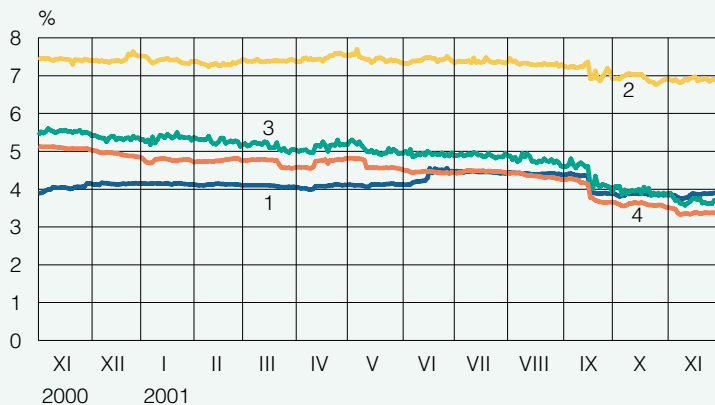


Pankkien välisiä korkoja

1. Yhdysvallat
2. Englanti
3. Japani
4. Euroalue

Lähde: Reuters.

## 12. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja päivittäin

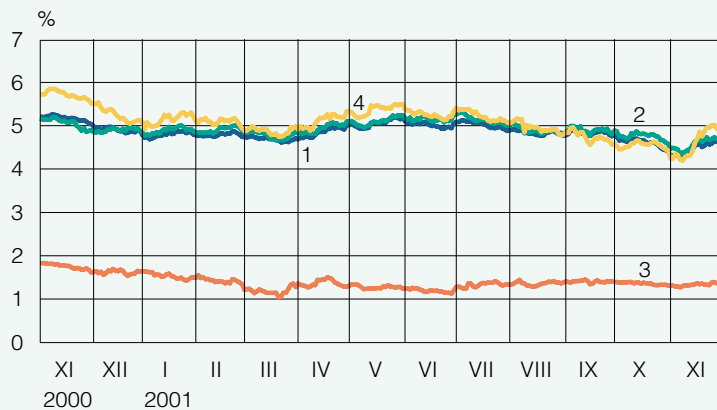


Pankkien välisiä korkoja

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

Lähde: Reuters.

## 13. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja päivittäin

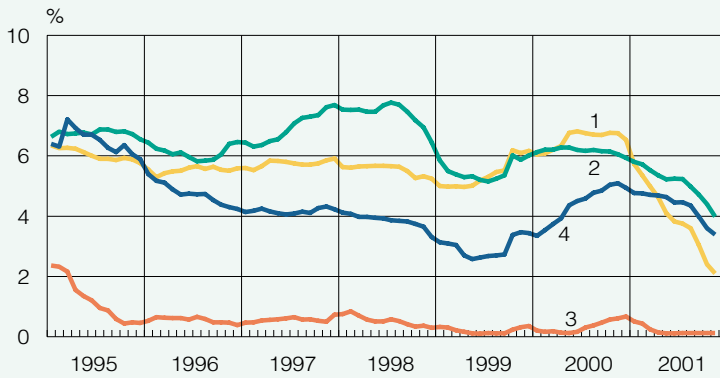


Valtion 10 vuoden obligaatikorkoja

1. Saksa
2. Englanti
3. Japani
4. Yhdysvallat

Lähde: Reuters.

## 14. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja kuukausittain

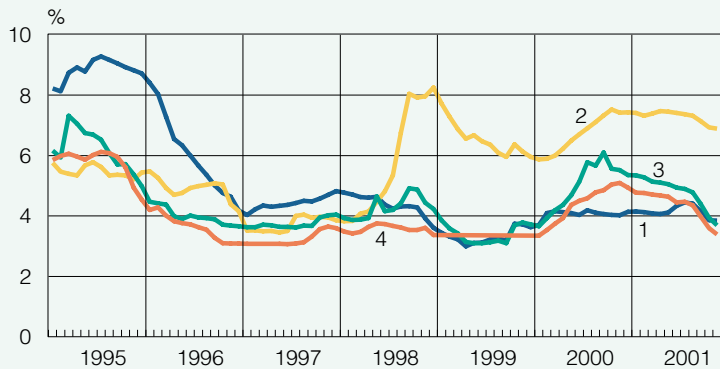


Pankkien välisiä korkoja

1. Yhdysvallat
2. Englanti
3. Japani
4. Euroalue

Lähde: Reuters.

## 15. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja kuukausittain

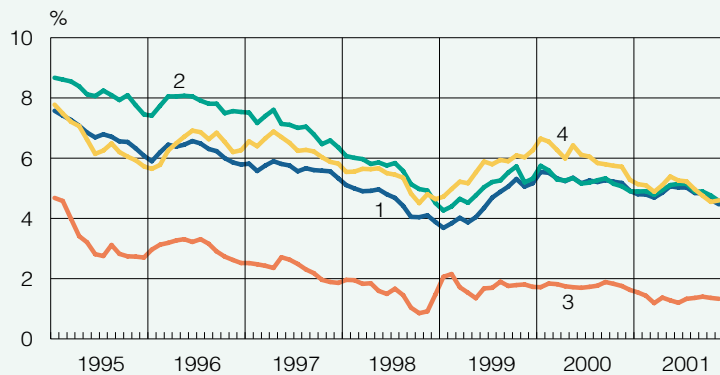


Pankkien välisiä korkoja

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

Lähde: Reuters.

## 16. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja kuukausittain

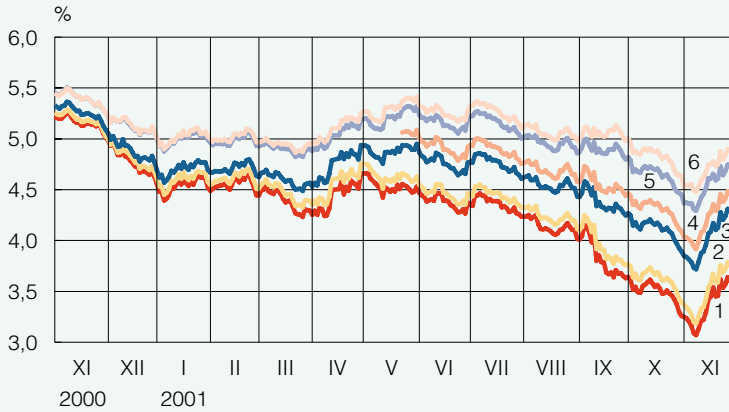


Valtion 10 vuoden obligaatikorkoja

1. Saksa
2. Englanti
3. Japani
4. Yhdysvallat

Lähde: Reuters.

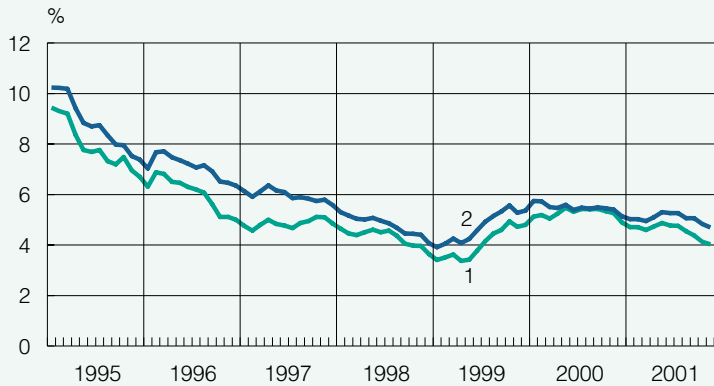
## 17. Suomen valtion viitelainojen korot



1. 12.11.2003 erääntyvä laina, 3,75 %
2. 15.3.2004 erääntyvä laina, 9,5 %
3. 18.4.2006 erääntyvä laina, 7,25 %
4. 4.7.2007 erääntyvä laina, 5 %
5. 25.4.2009 erääntyvä laina, 5 %
6. 23.2.2011 erääntyvä laina, 5,75 %

Lähde: Reuters.

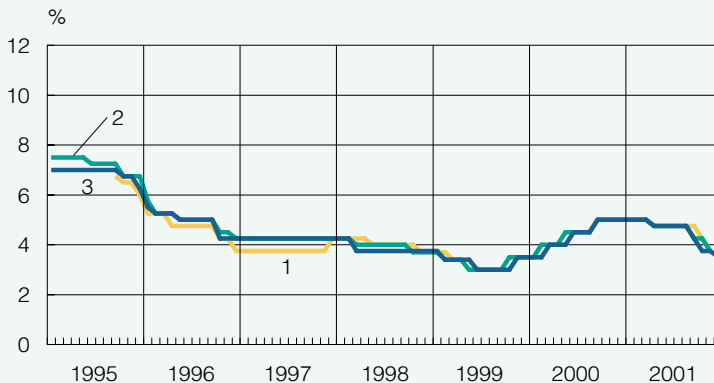
## 18. Suomen valtion 5 ja 10 vuoden obligatioiden korot



1. 5 vuotta
2. 10 vuotta

Lähde: Reuters.

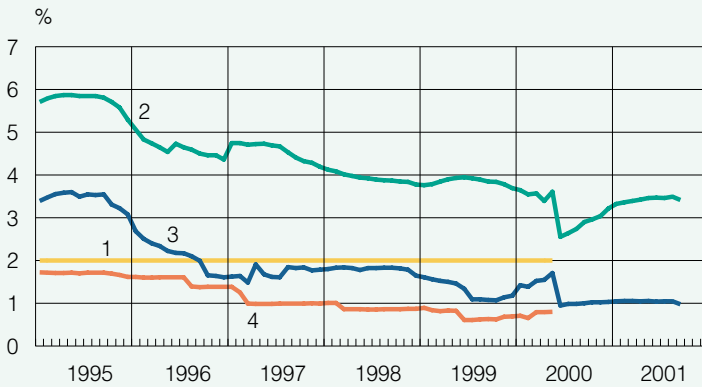
## 19. Suomalaisen pankkien viitekorkoja



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

Lähde: Pankit.

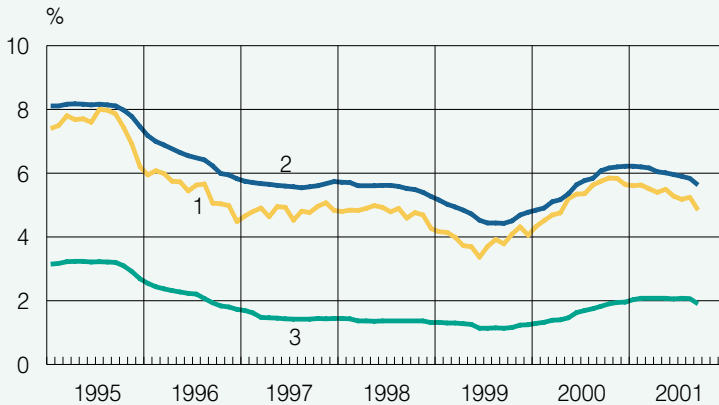
## 20. Suomalaisien pankkien talletuskorot



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

Lähde: Suomen Pankki.

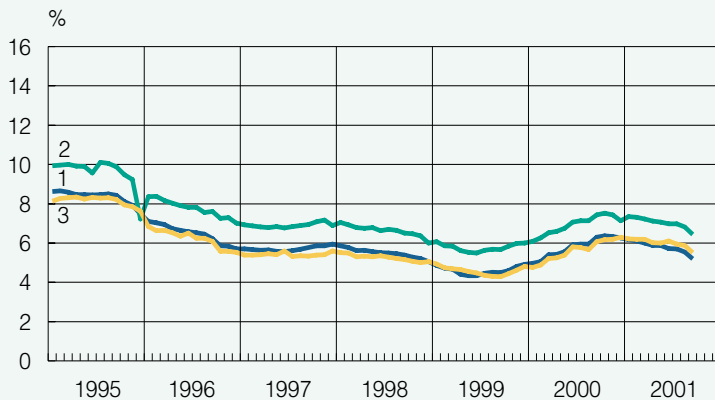
## 21. Suomalaisien pankkien anto- ja ottolainauskorot



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

Lähde: Suomen Pankki.

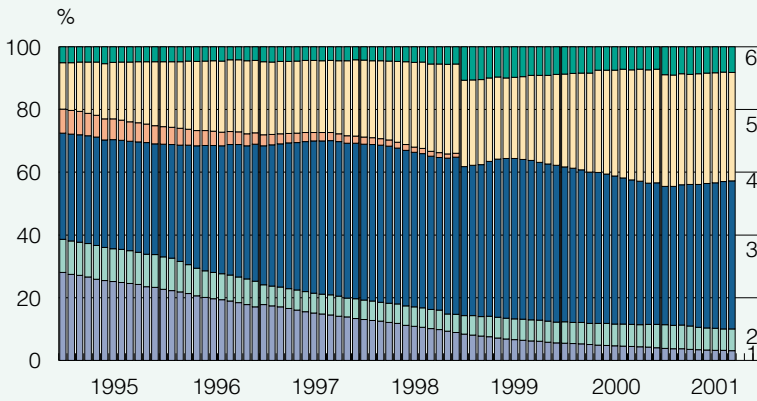
## 22. Suomalaisien pankkien uusien kotitalousluottojen korot



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

Lähde: Suomen Pankki.

### 23. Suomalaisen pankkien luottokanta

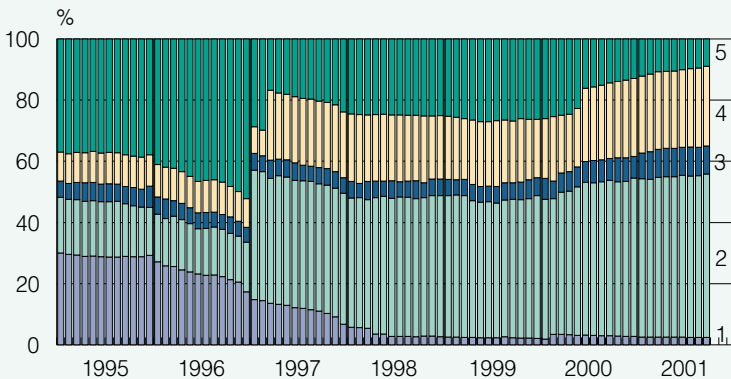


Korkosidonnaisuudet, prosenttiosuudet

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

Lähde: Suomen Pankki.

### 24. Suomalaisen pankkien talletuskanta korkosidonnaisuuden mukaan

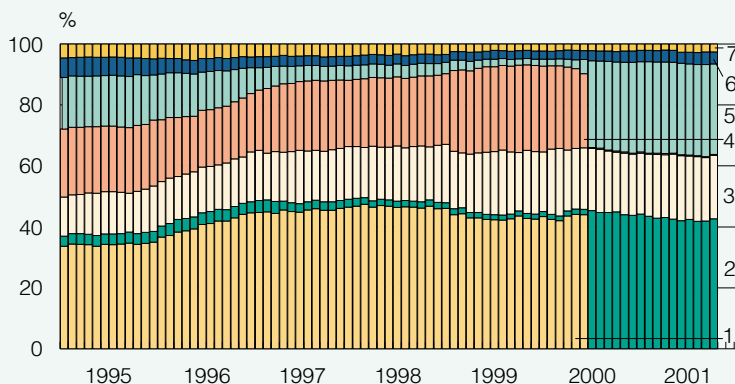


Korkosidonnaisuudet, prosenttiosuudet

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

Lähde: Suomen Pankki.

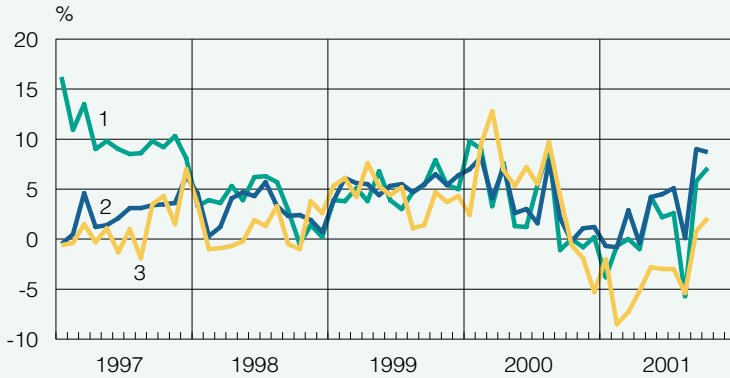
### 25. Suomalaisen pankkien talletuskanta verotuskohtelun mukaan



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

Lähde: Suomen Pankki.

## 26. Euroalueen rahamääriin sisältyvät suomalaisten rahalaitosten erät

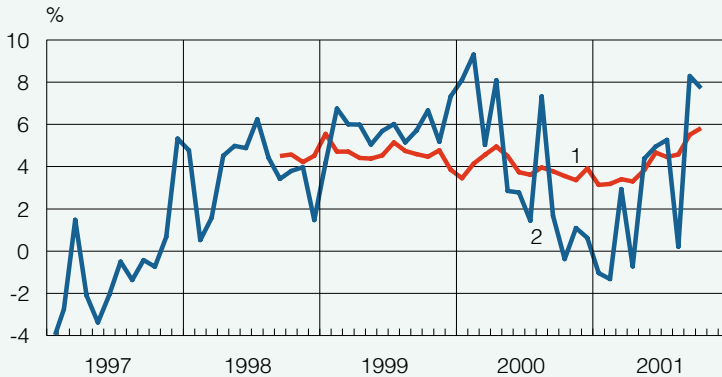


12 kk:n prosenttimuutos

1. M1:een sisältyvät erät: käyttelytilit (= yön yli -talletukset)
2. M2:een sisältyvät erät: talletukset paitsi yli 2 vuoden määräaikaistalletukset
3. M3:een sisältyvät erät: M2:een luettujen talletusten lisäksi erät arvopaperit ym. erät

Lähde: Suomen Pankki.

## 27. Euroalueen ja suomalaisten pankkien ottolainauksen kasvu

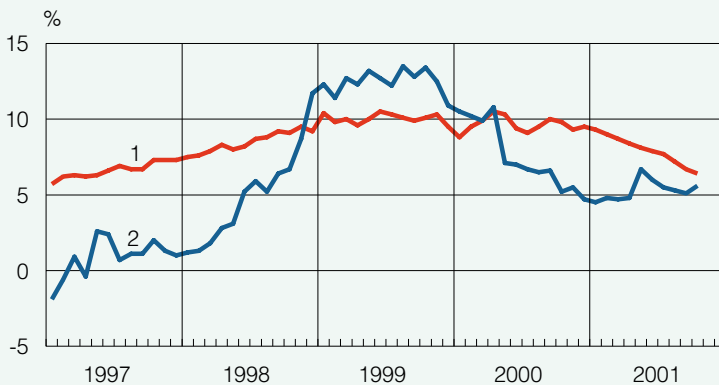


12 kk:n prosenttimuutos

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

Lähteet:  
Euroopan keskuspankki  
ja Suomen Pankki.

## 28. Euroalueen ja suomalaisten pankkien luottojen kasvu

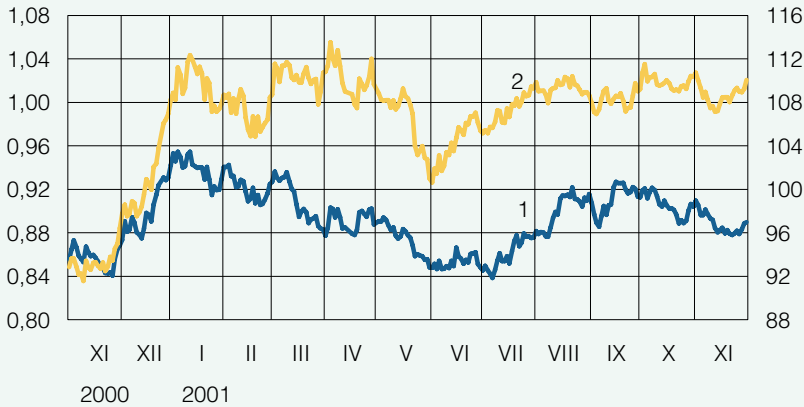


12 kk:n prosenttimuutos

1. Euroalueen pankkien euroalueelle myöntämät luotot
2. Suomalaisten pankkien Suomeen myöntämät luotot

Lähteet:  
Euroopan keskuspankki  
ja Suomen Pankki.

## 29. Euron dollari- ja jenikurssit päivittäin

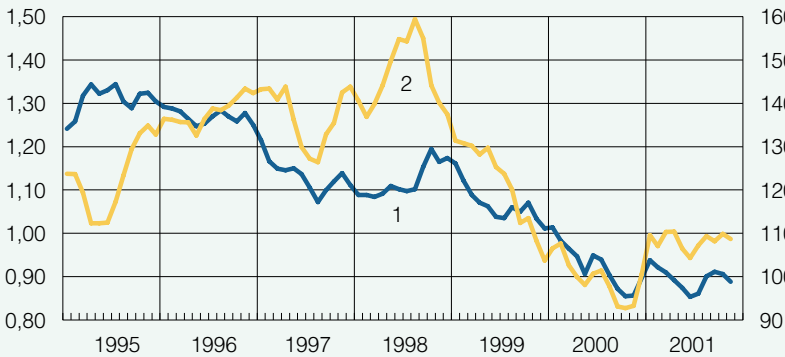


Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

1. Euron arvo USA:n dollareina (vasen asteikko)
2. Euron arvo Japanin jeneinä (oikea asteikko)

Lähteet:  
Euroopan keskuspankki ja Reuters.

## 30. Euron dollari- ja jenikurssit kuukausittain



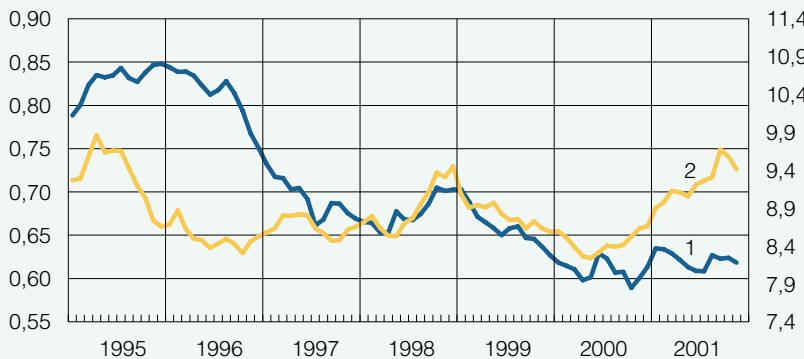
(31.12.1998 asti ecun kurssi)

Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

1. Euron arvo USA:n dollareina (vasen asteikko)
2. Euron arvo Japanin jeneinä (oikea asteikko)

Lähteet:  
Euroopan keskuspankki ja Reuters.

## 31. Euron kurssi Englannin puntaan ja Ruotsin kruunuun nähden



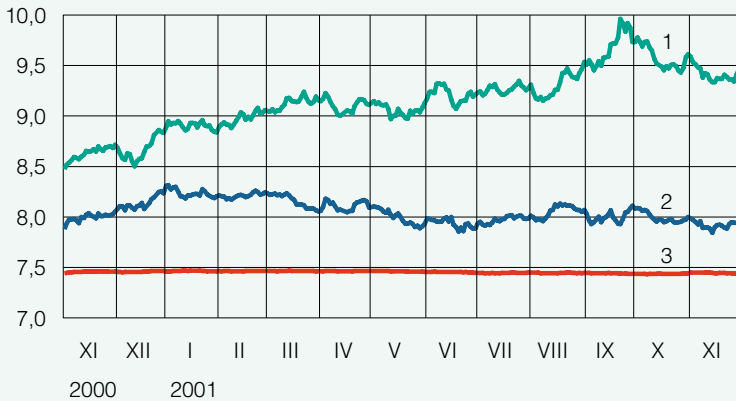
(31.12.1998 asti ecun kurssi)

Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

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

Lähteet:  
Euroopan keskuspankki ja Reuters.

### 32. Euron kurssi Pohjoismaiden kruunuihin nähden

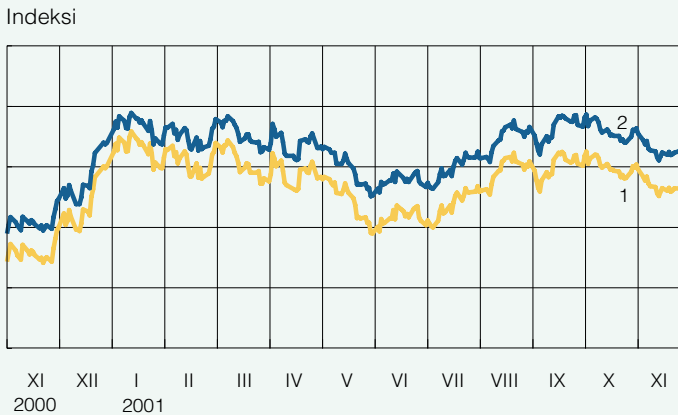


Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

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

Lähteet:  
Euroopan keskuspankki ja Reuters.

### 33. Euron ulkoinen arvo ja Suomen kilpailukykyindikaattori



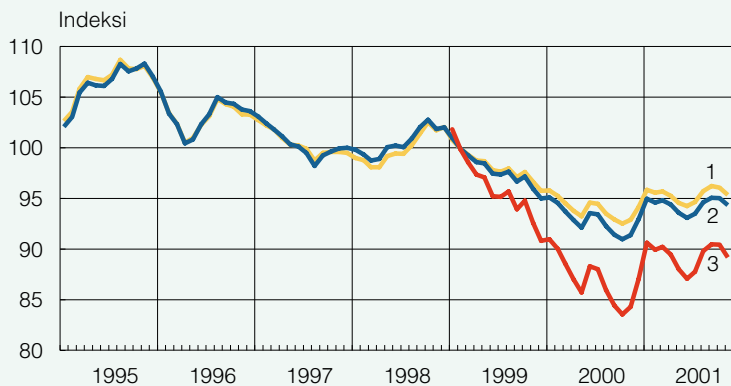
Tammi-maaliskuu 1999 = 100

Kun euro vahvistuu / Suomen hintakilpailukyky heikkenee, käyrä nousee.

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

Lähteet:  
Euroopan keskuspankki ja Suomen Pankki.

### 34. Suomen kilpailukykyindikaattoreita



Tammi-maaliskuu 1999 = 100

Kun Suomen hintakilpailukyky heikkenee, käyrä nousee.

1. Suomen Pankin vanha valuuttaindeksi
2. Suppea kilpailukyky-indikaattori euroalueen maat mukaan lukien
3. Suppea kilpailukyky-indikaattori

Lähde: Suomen Pankki.



### 35. Euroalueen osakeindeksejä päivittäin

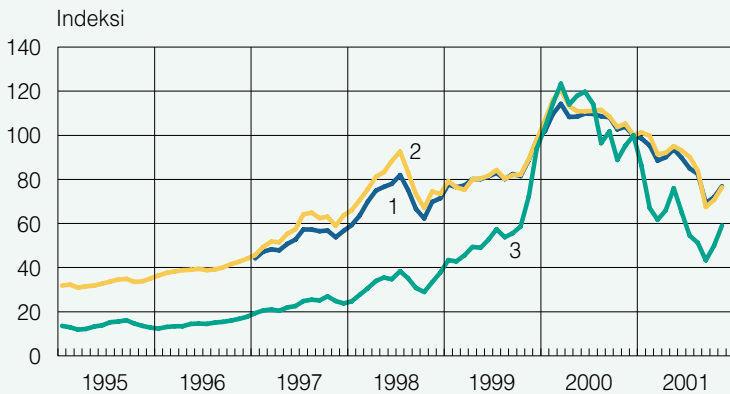


29.12.2000 = 100

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

Lähteet: Bloomberg ja Helsingin Pörssi.

### 36. Euroalueen osakeindeksejä kuukausittain

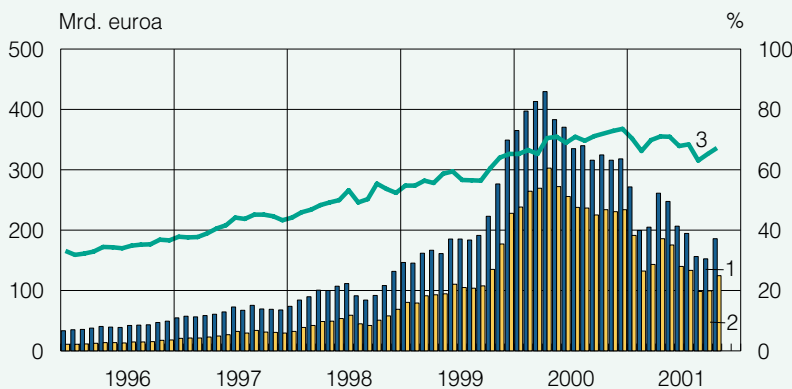


30.12.2000 = 100

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

Lähteet: Bloomberg ja Helsingin Pörssi.

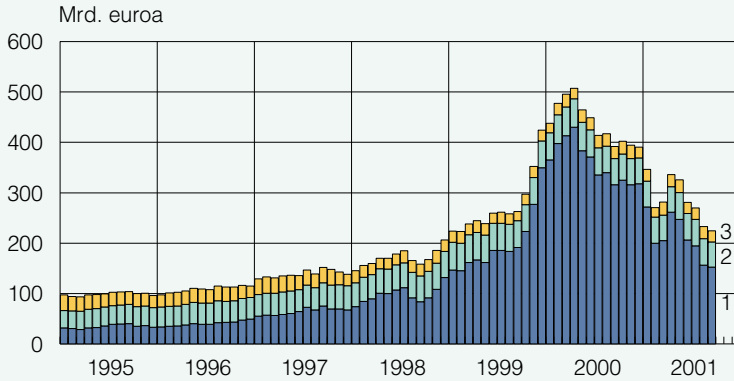
### 37. Pörssiosakkeiden markkina-arvo ja ulkomaalaisomistus



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

Lähteet: Helsingin Pörssi ja Suomen Arvopaperikeskus.

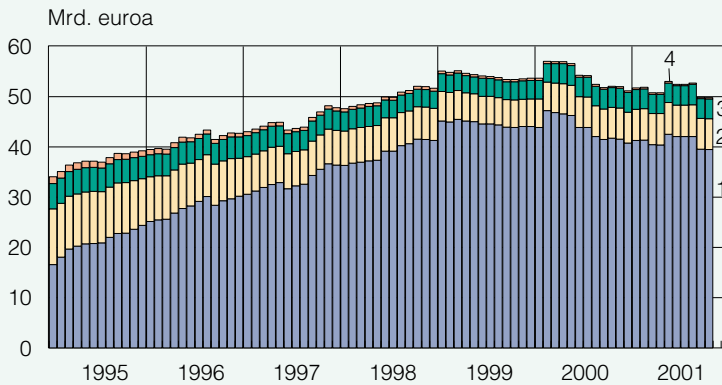
### 38. Suomessa liikkeeseen lasketut arvopaperit



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

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

### 39. Suomessa liikkeeseen lasketut joukkovelkakirjalainat

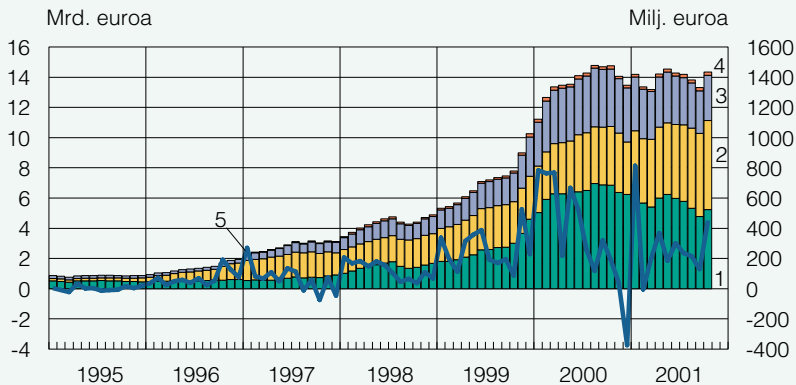


Kanta kuukauden lopussa

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

Lähde: Tilastokeskus.

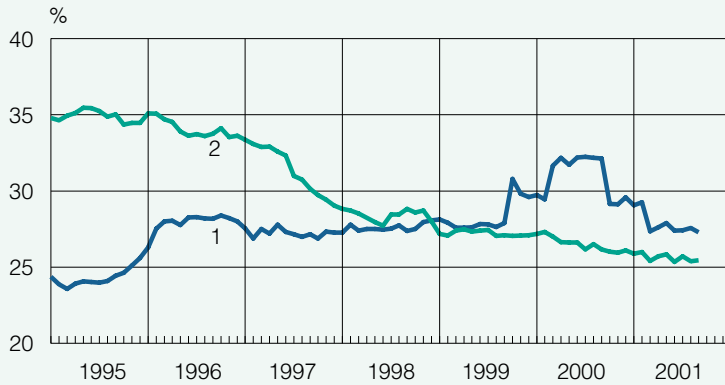
### 40. Suomessa rekisteröidyt sijoitusrahastot



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

Lähde: Helsingin Pörssi.

## 41. Suomen valtiontalouden tulot ja menot



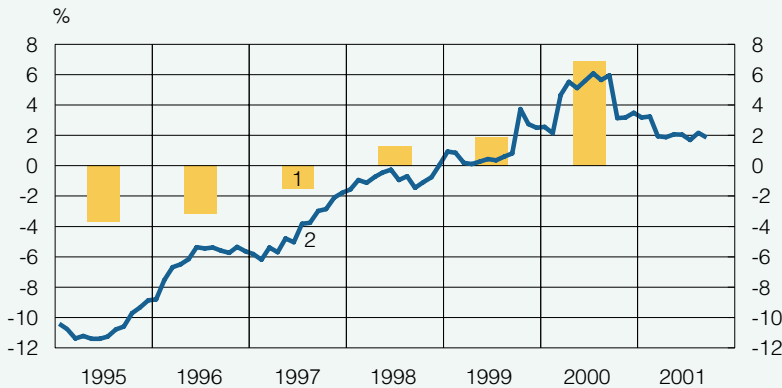
Lukuun ottamatta rahoitustoimia

12 kk:n liukuva summa, % BKT:stä

1. Tulot
2. Menot

Lähteet: Valtiokonttori, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

## 42. Suomen julkisen talouden tasapaino

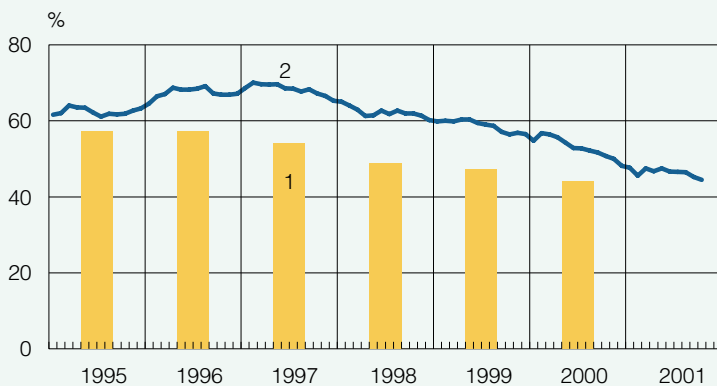


% BKT:stä

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

Lähteet: Valtiokonttori, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

## 43. Suomen julkisen talouden velka

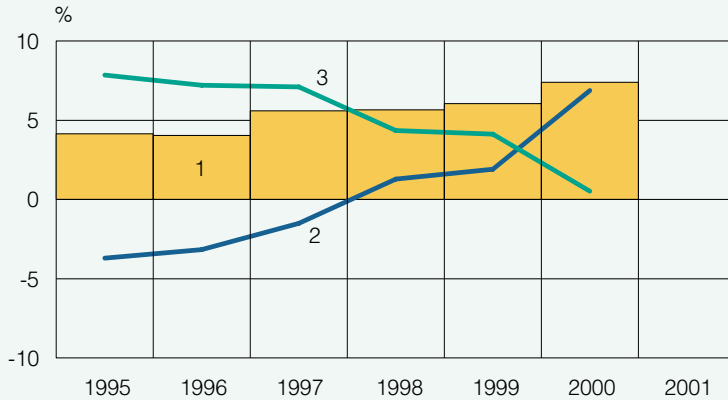


% BKT:stä

1. Julkisyhteisöjen velka
2. Valtionvelka

Lähteet: Tilastokeskus ja Valtiokonttori.

#### 44. Nettoluotonanto sektoreittain

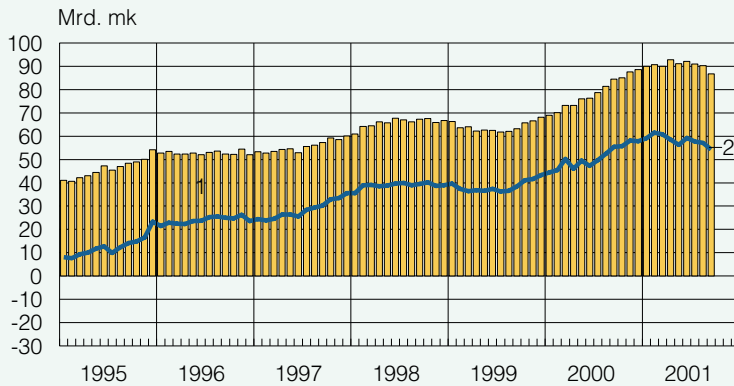


Suomen pääsektoreiden rahoitusylijäämät, % BKT:stä

1. Vaihtotase
2. Julkinen sektori
3. Yksityinen sektori

Lähteet:  
Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

#### 45. Suomen kauppataase ja vaihtotase

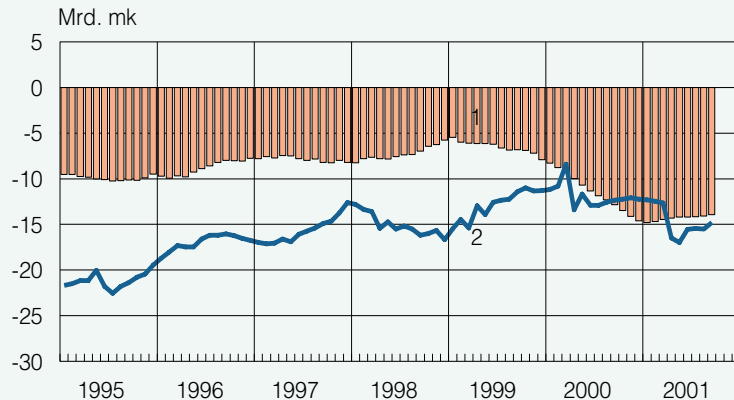


12 kk:n liukuva summa

1. Kauppataase, fob-arvo
2. Vaihtotase

Lähde: Suomen Pankki.

#### 46. Suomen palvelutase ja tuotannontekijäkorvausten tase

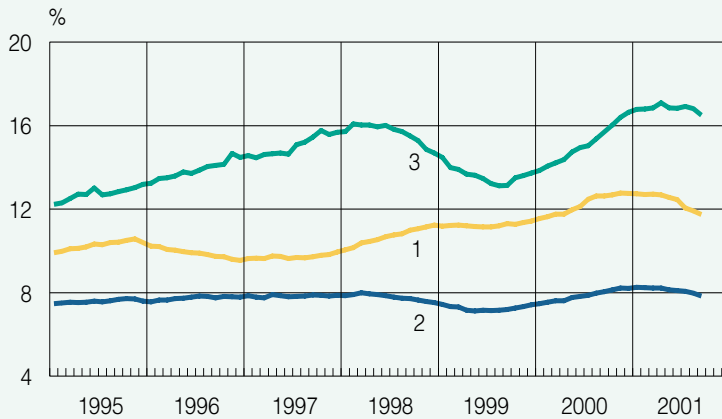


12 kk:n liukuva summa

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

Lähde: Suomen Pankki.

#### 47. Suomen viennin aluejakauma

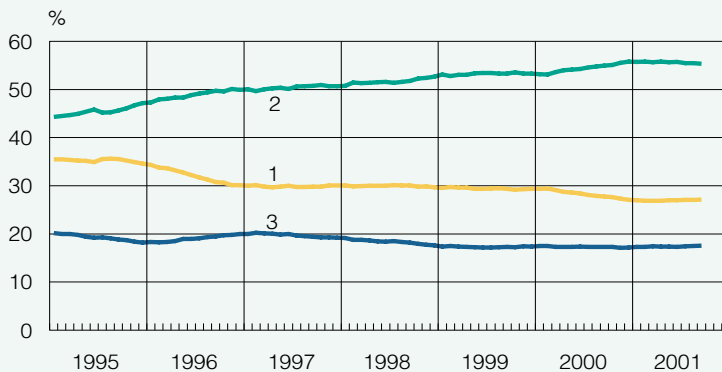


12 kk:n liukuva summa,  
% BKT:stä

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

Lähteet:  
Tullihallitus ja Tilastokeskus.

#### 48. Suomen vienti toimialoittain

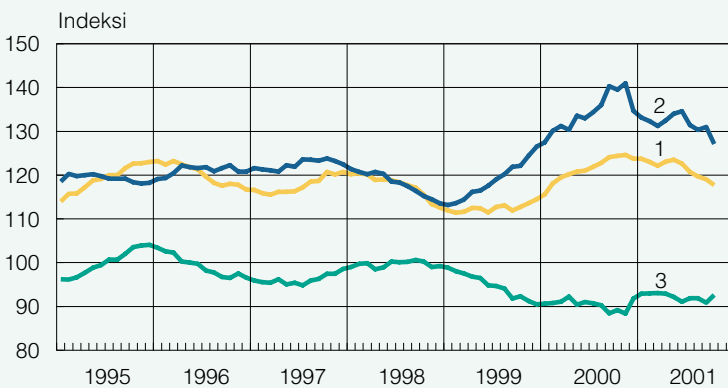


12 kk:n liukuva summa,  
prosenttiosuus koko  
viennistä

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

Lähde: Tullihallitus.

#### 49. Suomen ulkomaankauppahinnat

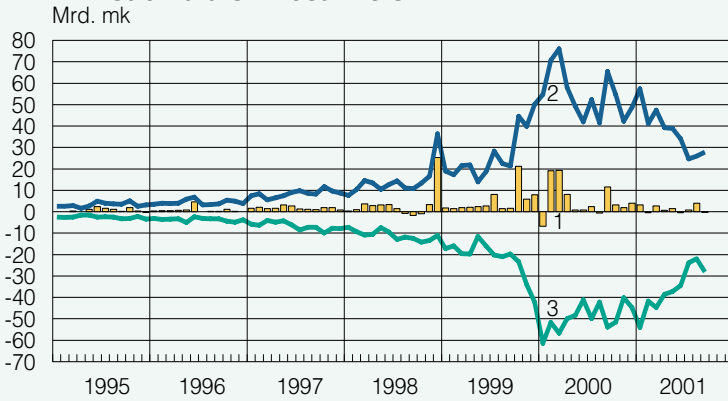


1990 = 100

1. Vientihinnat
2. Tuontihinnat
3. Vaihtosuhte

Lähde: Tilastokeskus.

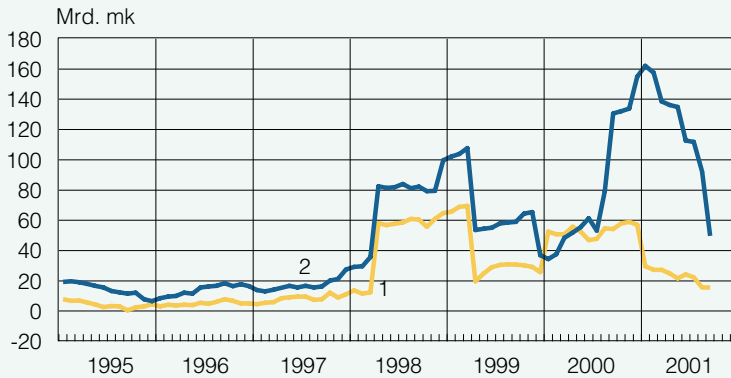
## 50. Ulkomaalaisten arvopaperisijoitukset suomalaisiin osakkeisiin



1. Nettomyynnit
2. Myynnit ulkomaille
3. Takaisinostot ulkomailta

Lähde: Suomen Pankki.

## 51. Suorat sijoitukset

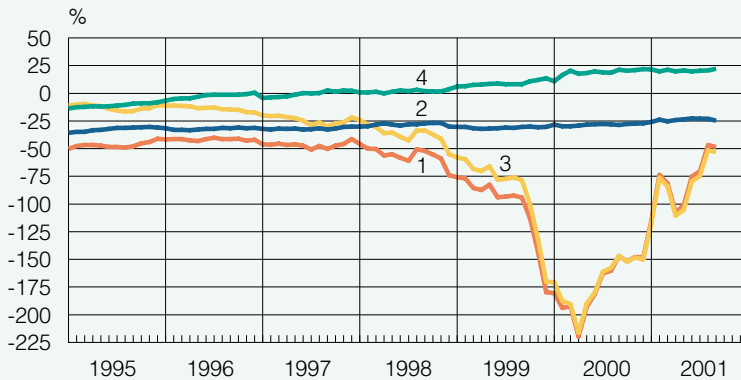


12 kk:n liukuva summa

1. Suomeen
2. Suomesta

Lähde: Suomen Pankki.

## 52. Suomen ulkomainen nettovarallisuus

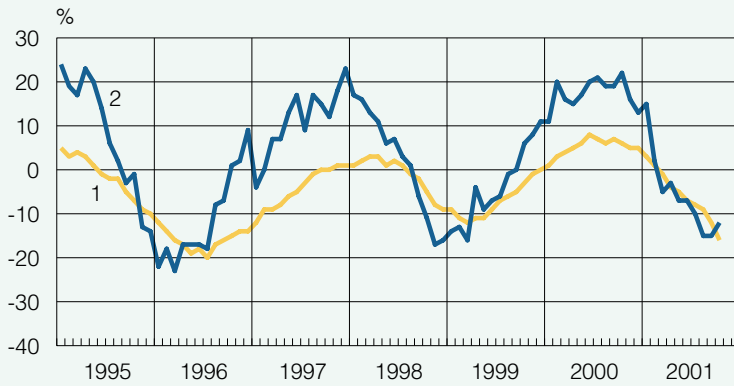


% BKT:stä

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

Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

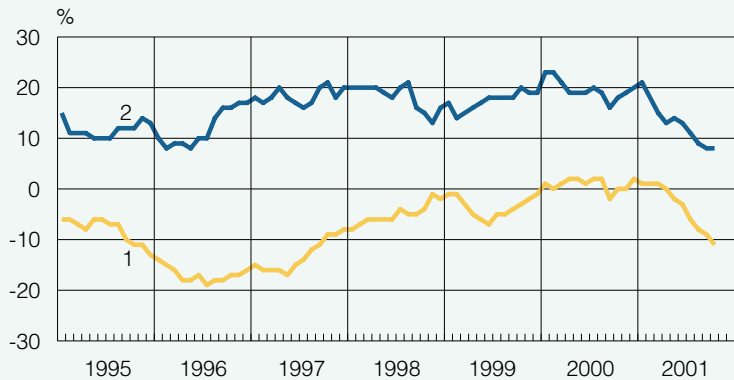
### 53. Teollisuuden luottamusindikaattori



- 1. Euromaat
- 2. Suomi

Lähde:  
Euroopan komissio.

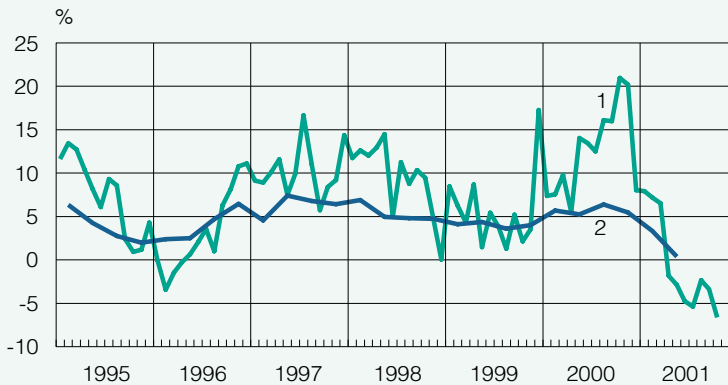
### 54. Kuluttajien luottamusindikaattori



- 1. Euromaat
- 2. Suomi

Lähde:  
Euroopan komissio.

### 55. Suomen BKT ja teollisuustuotanto

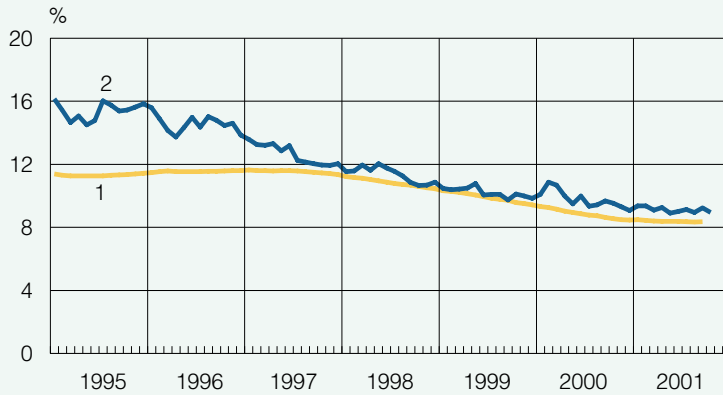


Prosenttimuutos  
edellisvuotisesta

- 1. Teollisuustuotanto
- 2. Bruttokansantuote

Lähde: Tilastokeskus.

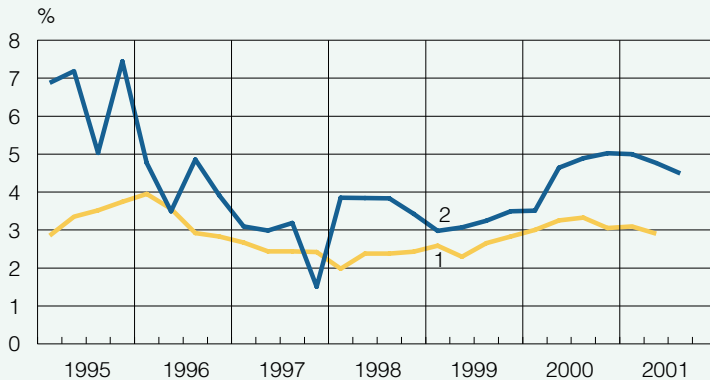
## 56. Työttömyysaste



- 1. Euromaat
- 2. Suomi

Lähteet:  
Eurostat, Tilastokeskus  
ja Suomen Pankki.

## 57. Teollisuuden ansiotaso

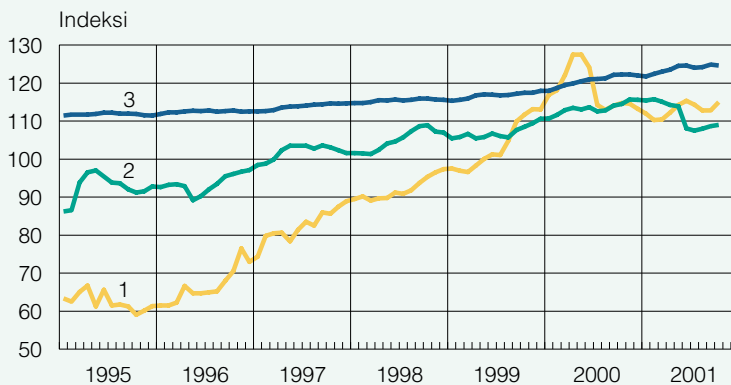


Prosenttimuutos  
edellisvuotisesta

- 1. Euromaat
- 2. Suomi

Lähteet:  
Eurostat ja Tilastokeskus.

## 58. Suomen varallisuushintoja



Tammikuu 1990 = 100

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

Lähteet:  
Metsäntutkimuslaitos,  
Huoneistokeskus, Tilasto-  
keskus ja Tullihallitus.



# Euro & talous -lehden artikkelit vuonna 2001

## 1 • 2001

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Suomen työmarkkinoiden haasteista

**Tapio Korhonen – Jorma Hilpinen**

Suomen ja euroalueen maksutase

**Atso Andersen – Leena Mörttinen**

Järjestelmäriskit Suomen rahoitusmarkkinoilla

**Jaana Suihko**

Rahoitustarkastuksen kansainvälinen yhteistyö

## 2 • 2001

Suomen Pankin kokonaistaloudellinen ennuste 2001–2003

Suomen rahoitusjärjestelmän vakaus

**Harry Leinonen**

Vähittäismaksujärjestelmien kehittäminen

**Marianne Palva – Veikko Saarinen**

Valuuttakauppojen selvitysriskit

## 3 • 2001

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

**Jarmo Pesola**

Makrosokit pohjoismaisten pankkikriisien syinä

**Mikko Spolander**

Euroalueen maiden finanssipolitiikka 2000–2001

**Tapio Korhonen**

Euron kansainvälinen käyttö

**Urpo Levo – Heli-Kirsti Airisniemi**

Käteisen euron käyttöönotto – historiallinen rahanvaihto

## 4 • 2001

Suomen Pankin kokonaistaloudellinen ennuste 2001–2003

Suomen rahoitusjärjestelmän vakaus

**Helvi Kinnunen**

Julkinen talous ja finanssipolitiikan valinnat

**Juhana Hukkinen – Antti Suvanto**

Vakaa hintataso ja muuttuvat hinnat

---

# Suomen Pankin organisaatio

---

13.8.2001

---

## Pankkivaltuusto

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

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

---

## Johtokunta

**Matti Vanhala**  
johtokunnan  
puheenjohtaja

**Matti Louekoski**  
johtokunnan  
varapuheenjohtaja

**Sinikka Salo**  
johtokunnan jäsen

Johtokunnan sihteeri Heikki T. Hämäläinen

---

## Osastot ja yksiköt

---

**Antti Suvanto**  
Kansantalous

**Heikki Koskenkylä**  
Rahoitusmarkkinat  
Harry Leinonen\*

**Juha Tarkka**  
Rahatalouden tutkimus  
David Mayes\*

**Pentti Pikkarainen**  
Markkinaoperaatiot

**Mauri Lehtinen vs.**  
Maksuliike

**Martti Lehtonen**  
Tilastointi

**Antti Juusela**  
Tiedotus

**Urpo Levo**  
Rahahuolto

**Esa Ojanen**  
Hallinto

**Kjell Peter Söderlund**  
Kansainvälinen  
sihteeristö

**Hannu Karppinen vs.**  
Lakiasiat

**Antero Arimo**  
Julkaisu- ja kielipalvelut

**Taina Kivelä**  
Sisäinen tarkastus

**Arno Lindgren vs.**  
Henkilöstö  
Anton Mäkelä\*

**Armi Westin**  
Tietojenkäsittely

**Heikki T. Hämäläinen**  
Johdon sihteeristö

**Terhi Kivilahti**  
Kehittäminen ja  
budjetointi

**Jyrki Ahvonen**  
Turvallisuus

---

**Pekka Sutela**  
Siirtymätalouksien  
tutkimuslaitos

---

\*johtokunnan neuvonantaja

Haarakonttorit: Kuopio, Oulu, Tampere ja Turku.

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

---

SUOMEN PANKKI  
PL 160  
00101 HELSINKI

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

**Euro & talous -lehden tilaus tai jakelun muutosilmoitus**

Vanhat yhteystiedot

Yritys .....

.....

Nimi .....

Osoite .....

.....

Uudet yhteystiedot

Yritys .....

.....

Nimi .....

Osoite .....

.....

Uusi tilaus

Peruutus

Kpl

