

EURO&TALOUS

4 • 2004



Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Euroopan komission ehdotus vakaus- ja kasvusopimuksen vahvistamiseksi

Kasvaviin velkoihin ja runsaaseen likviditeettiin liittyvät riskit

Jatkuuko Kiinan nopea kasvu?

Arvopaperiselvityksen nykytilanne ja tulevaisuudennäkymät



Sisällys

Rahapolitiikka ja
taloudellinen tilanne..... 1

Harri Hasko

Euroopan komission ehdotus
vakaus- ja kasvusopimuksen
vahvistamiseksi14

Tapio Korhonen

Kasvaviin velkoihin ja
runsaaseen likviditeettiin
liittyvät riskit21

Tuuli Koivu

Jatkuuko Kiinan
nopea kasvu?27

Kari Korhonen

Arvopaperiselvityksen
nykytilanne ja
tulevaisuudennäkymät33

Julkaisujen tiivistelmiä42

Kuviot.....K1

Euro & talous 4 • 2004

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

Päätoimittaja
Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto
Antti Juusela, puheenjohtaja
Heli-Kirsti Airisniemi
Heikki Koskenkylä
Pentti Pikkarainen
Antti Suvanto
Juha Tarkka
Marja Hirvensalo-Niini, sihteeri

Toimitus
Suomen Pankin viestintäosasto

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

Painopaikka
Libris, Helsinki 2004

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata,
mutta lähde on mainittava.

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

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

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

30.11.2004

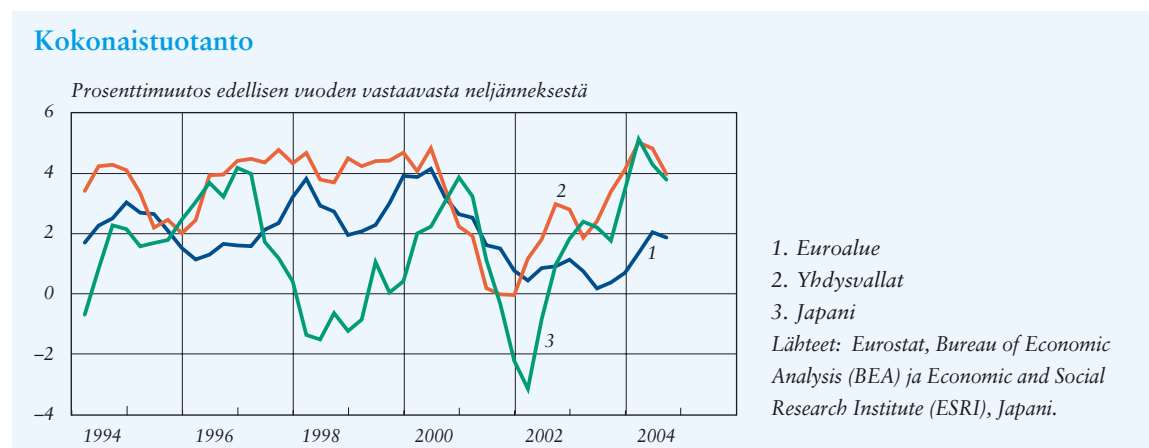
**Vuoden 2003 lopulla käynnistynyt maailmantalouden nousu-
suhdanne on ollut vahva, mutta
nyt kasvuvauhti on tasaantunut.
Öljyn korkea hinta on ollut yksi
kasvua jarruttava tekijä. Samalla
se on nostanut kuluttajahintoja
monissa maissa. Suomen talouden
kasvu yltäneenä vuonna 2004
runsaaseen 3 prosenttiin.**

Maailmantalouden kasvu, joka voimistui vuoden 2003 lopulla, on kevästä 2004 lähtien tasaantunut (kuvio 1). Kehitys on kuitenkin ollut epäyhtenäistä. Vastapainona Yhdysvaltain, Kiinan ja mm. Venäjän ripeälle kasvulle on ollut euroalueen ja Japanin talouskehityksen heikentyminen kesän ja syksyn aikana. Öljyn huomattava kallistuminen on yksi kasvua hidastaneista tekijöistä. Toisaalta öljyn hinnan nousu kertoo voimakkaan kasvun jatkumisesta mm. Kiinassa. Myös teollisuuden käyttämien metallien ja monien muiden raaka-

aineiden hinnat ovat pysyneet viimevuotista korkeampina. Nämä seikat kuvastavat osaltaan Kiinan painoarvon kasvua maailmantaloudessa.

Kansainvälisten järjestöjen uusissa ennusteissa maailmantalouden kasvun arvioidaan jatkuvan kohtuullista vauhtia vuonna 2005. Koko vuoden kasvu jää kuitenkin hitaammaksi kuin vuonna 2004. Lisäksi ennustettua heikomman kehityksen mahdollisuus on olemassa. Öljyn hinnan kallistuminen tukahduttaa kasvua monissa öljyä tuovissa maissa mm. pienentämällä kotitalouksien reaalitylöitä sekä heikentämällä yritysten kannattavuutta. Öljyn futuurihintojen perusteella markkinat odottavat öljyn hinnan laskevan mutta jäävän kalliimmaksi kuin viime vuosina. Samaan aikaan kun öljyn kysyntä on kasvanut, öljyn vapaa tuotantokapasiteetti on käynyt niukaksi. Tämän vuoksi öljyn hinta reagoi entistä herkemmin erilaisiin tuotantohäiriöihin tai niiden uhkiin (kehikko).

Kuvio 1.



Kebikko.

Öljyn hinnan nousuun monia syitä

Öljyn hinta on noussut vuoden 2004 aikana tuntuvasti. Keskeisenä syynä tähän on ollut kysynnän voimakas lisääntyminen, joka on kuluvana vuonna todennäköisesti ollut nopeinta lähes 30 vuoteen. Kysyntä on kasvanut viime vuosina erityisen merkittävästi Kiinassa. Maa vastasikin vuosina 1999–2003 lähes 40 prosentista koko maailman öljyn kulutuksen kasvusta, kun Yhdysvaltojen osuus kasvusta oli reilut 20 %.

Oheisessa kuviossa (A) öljyn nettokysynnän jakautumista on tarkasteltu maittain tai maaryhmittäin. Nettokysyntä saadaan vähentämällä kunkin maan tai maaryhmän öljynkulutuksesta sen oma tuotanto. Yhdysvalloissa öljyn nettokysyn-

tä on 20 viime vuoden aikana lisääntynyt tasaisesti maan oman tuotannon supistuessa, kun taas EU15-maissa öljyn nettokysyntä ei ole juuri muuttunut. Kiinassa öljyn nettokysyntä on viime aikoina kasvanut voimakkaasti. Öljyn nettotarjonta maailmanmarkkinoilla on pääosin OPEC-maiden varassa, ja nämä maat ovat lisänneet tuotantoaan selvästi 1980-luvun puolivälin jälkeen. Viime vuosina tilanne on kuitenkin ollut hieman toinen, sillä noin puolet maailman öljyntuotannon kasvusta on vuosina 1999–2003 perustunut Venäjän tuotannon kasvuun.

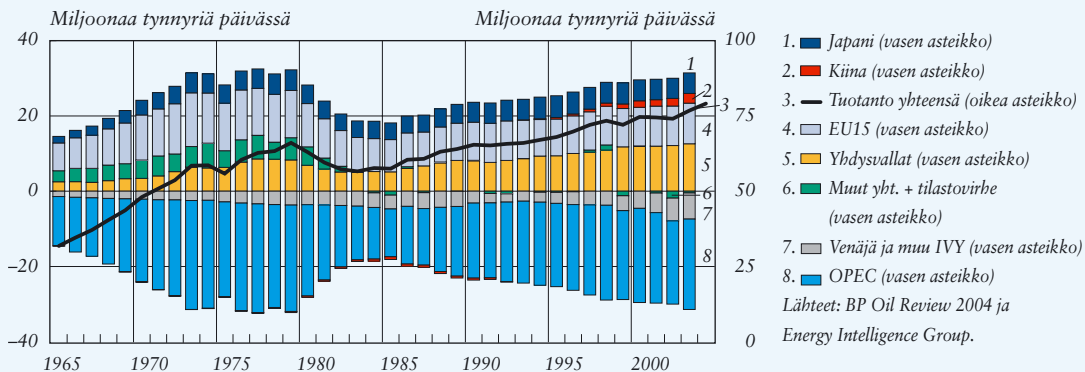
Huolimatta kysynnän voimakkaasta kasvusta öljyn tuotanto on tänä vuonna enimmäkseen ylittänyt sen kulutuksen.

Öljyn hinnan nousuun ovatkin vaikuttaneet liian vähäisen tarjonnan sijaan todennäköisesti enemmän tarjonnan varmuuteen liittyvät epäilyt, ja tämä on näkynyt öljyn hintaan sisältyvässä riskilisässä. Riskilisää on kasvatanut se, että öljyntuotannon ja jalostuksen vapaa kapasiteetti on tuntuvasti pienentynyt, mistä syystä vähäisetkin tuotannon häiriöt tai niiden uhat näkyvät nopeasti hinnassa. Erityisesti OPEC-maiden öljyntuotannon vähäinen vapaa kapasiteetti tänä vuonna on todennäköisesti nostanut öljyn hintaa.

Öljyn hintakehityksessä on viime aikoina ollut myös eroja eri öljylaatujen välillä (kuvio B). Paremmat ja helpommin liikennepolttonesteiksi jalostuvat laa-

Kuvio A.

Öljyn kulutuksen ja tuotannon erotus



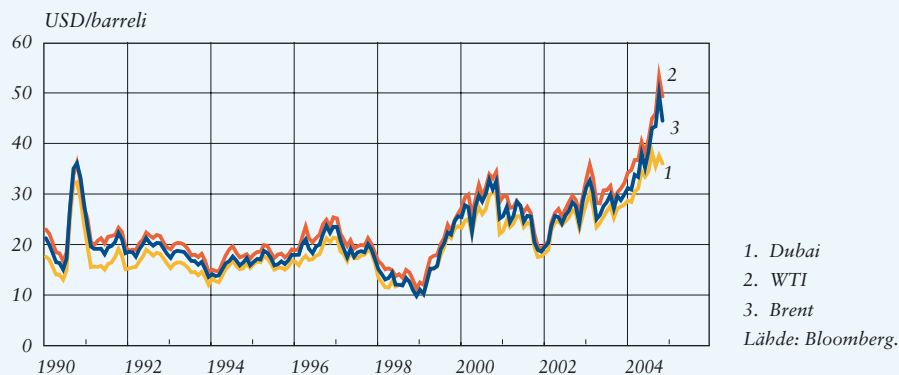
dut (kuten Pohjanmeren Brent sekä West Texas Intermediate (WTI)) ovat kallistuneet selvästi enemmän kuin huonommat öljy-laadut (kuten Dubai). Euroopassa ja erityisesti Yhdysvalloissa käytetään vähemmän lähinnä Lähi-idän maiden tuottamia huonompilaatuksia öljyjä kuin Aasiassa. Eri öljylaatujen välille syntyneet merkittävät hintaerot ovat ilmeisesti johtaneet siihen, että Aasian maat ovat ostaneet öljynsä halvemmalla kuin esimerkiksi Yhdysvallat.

Öljyalan investointitarve on jatkossa suuri, sillä öljyn hinnan pysyttely alhaisena vuosina 1985–2000 vähensi investointihalukkuutta. Kansainvälisen energiajärjestön IEA:n arvion

mukaan uusia investointeja vaaditaan seuraavien 30 vuoden aikana määrä, joka vastaa noin 5:tä prosenttia maailman yhden vuoden BKT:stä. Investointeja saatetaan joutua suuntaamaan myös kalliimpiin öljynlähteisiin, kuten öljyliuskeisiin ja syvän meren öljynporaukseen, mikä lisää tuotantokustannuksia. Vaikka maailman öljyvarannot eivät ole loppumassa lähitulevaisuudessa, ne ovat keskittymässä entistä enemmän OPEC-maihin muiden lähteiden (esimerkiksi Pohjanmeri) ehtyessä. Öljyvarantojen keskittyminen yhä harvempiin maihin saattaa lisätä öljyn hinnan heilahteluja ja kasvattaa hintaan liittyvää riskilisää pysyvästi.

Kuvio B.

Eri raakaöljylaatujen hintoja



Yhdysvaltain kasvun odotetaan jatkuvan lähiaikoina suhteellisen ripeänä. Kasvunäkymiä varjostavat kuitenkin edelleen suuret vajeet julkisessa taloudessa ja vaihtotaseessa. Yhdysvaltain velkaantumisen jatkuminen sitkeänä on vauhdittanut dollarin heikentymistä loppusyksyn aikana. Dollarin arvon heikentyminen on eduksi Yhdysvaltain viennille, mutta viennin merkitys maan taloudessa on suhteellisen pieni. Kun lisäksi euroalueen ja Japanin kasvunäkymissä ei odoteta selvää parantumista, vaihtotaseen vaje ei voi korjaantua yksinomaan valuuttakurssimuutosten kautta, vaan korjaantuminen edellyttää todennäköisesti myös kotimaisen kysynnän kasvun hidastumista Yhdysvalloissa.

Euron vahvistuminen (kuvio 2) yhdessä maailmantalouden kasvun tasaantumisen kanssa on vaimentanut euroalueen viennin kasvua kesän ja syksyn aikana. Euroalueen kotimainen kysyntä ei ole kyennyt kompensoimaan viennin heikkoutta, ja lähiai-

koina euroalueen kasvun odotetaankin pysyvän vaatimattomana.

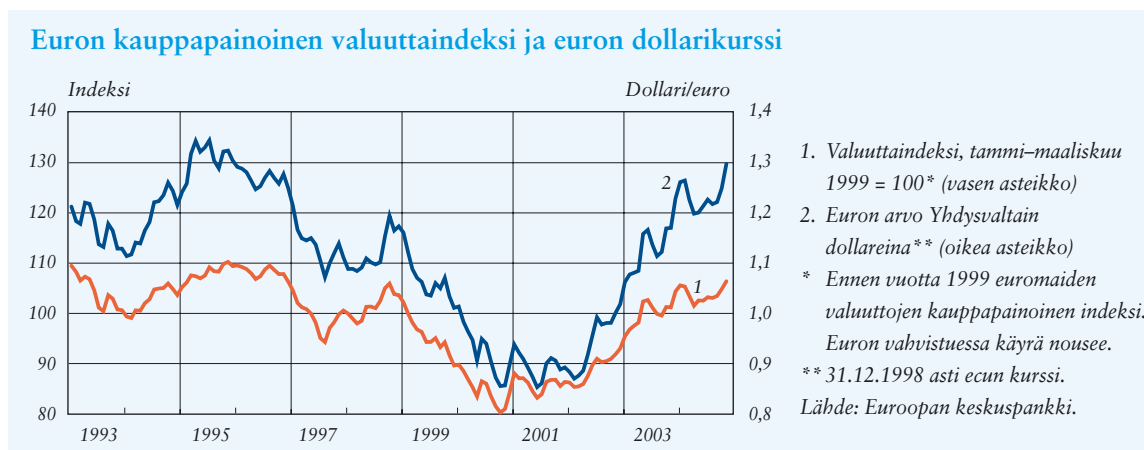
Öljyn hinnan nousu on nopeuttanut euroalueen inflaatiota. Vielä ei ole kuitenkaan selviä merkkejä siitä, että pidemmän aikavälin inflaatiönäkymät olisivat heikentyneet. EKP:n neuvosto onkin pitänyt ohjauskonsensa ennallaan.

Suomen BKT:n kasvu on voimistunut vuoden 2004 aikana, ja koko vuonna kasvu voi ylittää reiluun 3 prosenttiin eli hieman Suomen Pankin syyskuussa ennustamaa nopeammaksi. Monista aiemmista noususuhdanteista poiketen viennin kehitys on kuitenkin jäänyt vaatimattomaksi. Maailmantalouden kasvunäkymien heikentyminen on kesän jälkeen heijastunut myös Suomen teollisuuden luottamukseen.

Öljyn kalleus nostanut kuluttajahintoja

Öljyn hinnan nousu on kiihdyttänyt inflaatiota monissa teollisuusmaissa. Brent-öljyn hinta käväisi enimmillään

Kuvio 2.



yli 50 dollarissa barrelilta lokakuussa. Marraskuun aikana tilanne öljymarkkinoilla on rauhoittunut ja hinnat ovat alentuneet. Ne ovat kuitenkin yhä selvästi korkeammat kuin alkuvuonna 2004. Lisäksi öljyn futuurihintojen perusteella on pääteltävissä, että markkinat eivät odota hinnan laskevan lähitulevaisuudessa merkittävästi. Öljyn kysyntä jatkuu yhä voimakkaana samalla, kun uutta tuotantokapasiteettia kyetään luomaan vain hitaasti.

Myös euroalueella merkittävin hintavakautta lyhyellä aikavälillä uhkaava tekijä on öljyn hinnan nousu. Se on jo vaikuttanut selvästi öljytuotteiden kuluttajahintoihin. Yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä mitattuna euroalueen inflaatio on ollut kesän ja syksyn aikana yli 2 prosenttia. Marraskuussa inflaatio oli ennakkotiedon mukaan 2,2 % (kuvio 3), ja sen arvioidaan pysyvän yli 2 prosenttia myös lähikuukausina.

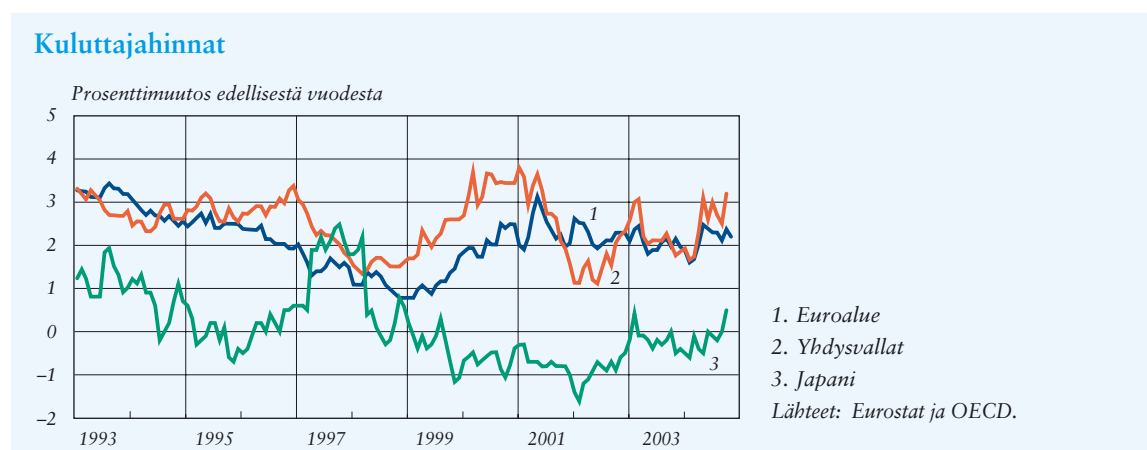
Öljyn hinnan noususta aiheutuvista riskeistä huolimatta ei ole saatu

selviä merkkejä siitä, että euroalueen inflaatiopaineet olisivat kasvamassa keskipitkällä aikavälillä. Inflaatioketjua hillitsevät euron vahvistuminen sekä talouskasvun vaimuus. Lisäksi palkkojen nousuvauhti on työmarkkinoiden heikon tilan myötä pysynyt maltillisena.

Keskipitkän aikavälin inflaationäkymien perusteella Euroopan keskuspankki on pitänyt ohjauskonsa 2 prosentissa kesäkuusta 2003 lähtien. Syksyn 2004 aikana markkinoiden koronnosto-odotukset ovat vaimentuneet talousnäkökymien heikentymisen ja euron arvon nousun myötä. Indeksisidonnaisten joukko-velkakirjalainojen tuottojen perusteella öljyn hinnan nousu ei ole mainittavasti voimistanut markkinoiden inflaatio-odotuksia. Euroalueen pitkät korot ovatkin viime kuukausina alentuneet hiljalleen. Alueen valtioiden keskimääräinen 10 vuoden lainan korko oli marraskuun lopulla alle 4 %.

Öljyn hinnan nousu kiihdyttänyt inflaatiota.

Kuvin 3.



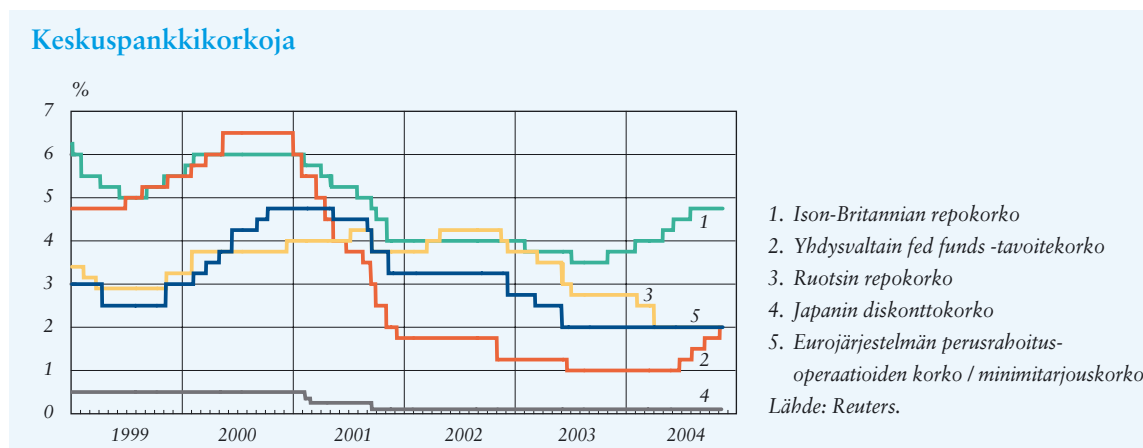
Kuluttajahintojen nousuvauhti on kiihtynyt myös Yhdysvalloissa. Kehitys ei johdu yksinomaan öljyn hinnan noususta, vaan oma osuutensa on myös nopealla talouskasvulla. Lokakuussa inflaatiovauhti oli 3,2 %. Viime aikoina myös indeksisidonnaisista joukkovelkakirjalainoista laskevat markkinoiden inflaatio-odotukset ovat voimistuneet jonkin verran.

Yhdysvaltain keskuspankki onkin muuttanut rahapolitiikan mitoitusta voimakkaan talouskasvun

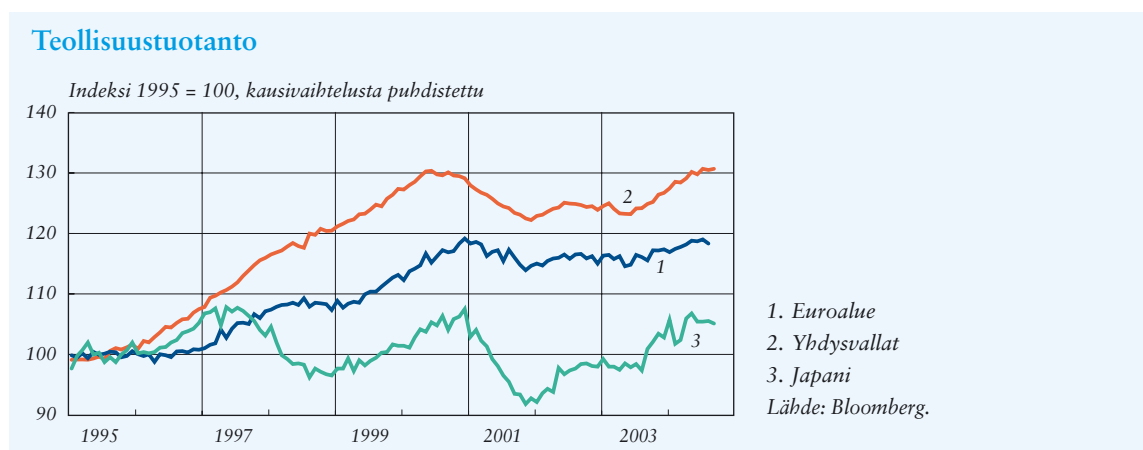
ja inflaation kiihtymisen vuoksi. Se on nostanut ohjauskorkoaan jo neljä kertaa kesästä 2004 lähtien – pidettyään keskeisen ohjauskorkonsa sitä ennen 1 prosentissa vuoden verran (kuvio 4). Viimeksi korkoa nostettiin marraskuun alkupuoliskolla, ja nyt se on 2 %.

Myös Isossa-Britanniassa keskuspankki on nostanut ohjauskorkoaan useita kertoja viimeksi kuluneen vuoden aikana, ja korko on nyt 4,75 %. Koronnostojen taustalla ovat olleet

Kuvio 4.



Kuvio 5.



nopea talouskasvu, asuntojen hintojen nousu ja työmarkkinoiden kireys.

Yhdysvaltain kasvu yhä nopeaa

BKT:n kasvu on jatkunut Yhdysvalloissa ripeänä vuoden 2004 aikana. Kolmannella neljänneksellä kasvu oli alustavien tietojen mukaan liki 4 % edellisestä neljänneksestä vuositasolle korotettuna. Vuodentakaisesta kasvua kertyi 4 %. Yksityinen kulutus tuki kasvua vahvasti. Myös perinteiset kone- ja laiteinvestoinnit elpyivät. Teollisuustuotannon kasvu kuitenkin tasaantui kolmannen neljänneksen aikana (kuvio 5).

Yhdysvaltain talouskehityksen odotetaan öljyn hinnan kalleudesta huolimatta pysyvän lähiaikoina suhteellisen suotuisana. Kotitalouksien ja liike-elämän luottamusindikaattorit ovat tosin heikentyneet viime kuukausina, mutta erityisesti yritysten luottamus pysyttelee yhä melko vahvana. Teollisuuden lokakuisen ostopäällikköindeksin mukaan uusien tilausten ja tuotannon näkymät ovat hyvät. Päähuolenaiheita olivat energian ja raaka-aineiden hinnat. Myös palvelualojen ostopäällikköindeksin mukaan näkymät ovat edelleen hyvät.

Kesän mittaan Yhdysvaltain työllisyyden kehitys takkusi. Maatalouden ulkopuolisten työpaikkojen määrän kasvu hidastui selvästi alkuvuoden suotuisan kehityksen jälkeen. Viime aikoina työllisten määrän kasvu on uudestaan nopeutunut.

Koko vuoden 2004 BKT:n kasvu ylittää Yhdysvalloissa runsaaseen

4 prosenttiin. Talouden suuret tasapainottomuudet yhdessä öljyn kalleuden kanssa kuitenkin varjostavat pidemmän aikavälin näkymiä. Vaihrotaseen vajeen sitkeä jatkuminen onkin ollut vauhdittamassa dollarin heikkenemistä loppusyksyn aikana. Tuoreissa ennusteissa vuoden 2005 kasvun ennakoidaan jäävän melko selvästi tämänvuotista hitaammaksi.

Kiinassa kasvu hieman rauhoittunut

Kiinassa talouskasvu on ollut erittäin voimakasta, joskin se on rauhoittunut hieman tämän vuoden aikana. Kolmannella neljänneksellä kasvuvauhti oli noin 9 % edellisen vuoden vastavasta ajankohdasta (kuvio 6). Teollisuustuotanto, investoinnit ja vähittäiskaupan myynti ovat kasvaneet edelleen nopeasti, vaikka niidenkin kasvu on hidastunut sitten ensimmäisen vuosipuoliskon.

Raakaöljyn viimeaikainen kallistuminen on ollut osin seurausta Kiinan nopeasta kasvusta. Yksityisautoilun lisääntymisen ja mm. energian käytön huonon tehokkuuden takia öljyn kulutus on lisääntynyt voimakkaasti. Kiinan talouskasvun rauhoittuminen ja energian käytön tehokkuuden parantaminen auttaisivat vähentämään öljyn maailmanmarkkinahintaan kohdistuvia nousupaineita.

Estääkseen talouden ylikuumentumisen Kiinan hallitus on pyrkinyt hidastamaan tuotannon kasvua mm. rajoittamalla luotonantoa. Lisäksi Kiinan keskuspankki nosti lokakuus-

Yksityinen kulutus tukee Yhdysvaltain talouskasvua.

sa ohjauskorkoiaan noin ¼ prosenttiyksikköä eli runsaaseen 5½ prosenttiin. Huolimatta öljyn hinnan noususta Kiinan inflaatio on viime aikoina vaimentunut hieman. Taustalla on etenkin ruoan hinnan nousun hidastuminen hyvän sadon ansiosta.

Japanin talous pääsi voimalla mukaan maailmantalouden noususuhdanteeseen vuoden 2003 jälkipuoliskolla. Maan vienti kasvoi reippaasti mm. Kiinan ja muun Aasian kysynnän tukemana, ja kotimaiset investoinnit elpyivät. Japanin talouden kasvuennusteita vuodeksi 2004 jouduttiinkin toistuvasti korjaamaan aiemmin ennustettua positiivisemmiksi – yli 4 prosenttiin. Kevään ja kesän aikana talouden vauhti on kuitenkin selvästi hidastunut. Vuoden 2004 kolmannella neljänneksellä tuotanto ei enää juuri kasvanut edellisestä neljänneksestä, kun sekä viennin että investointien kasvuvauhti hiipui. Sen sijaan yksityinen kulutus on lisääntynyt edelleen ripeästi. Tämä kuvastaa

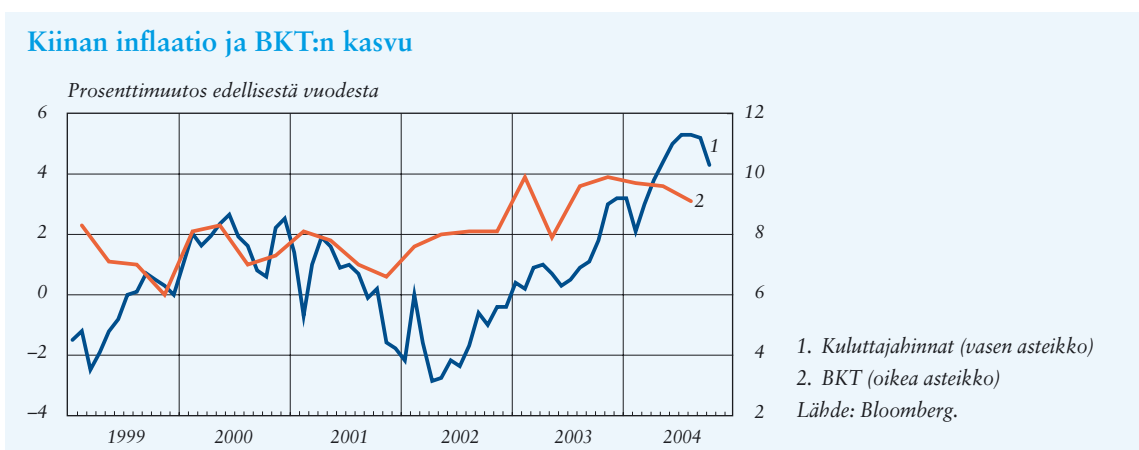
mm. työmarkkinoiden tilan vähittäistä kohentumista ja kotitalouksien luottamuksen vahvistumista.

Keskuspankin Tankan-kyselyn perusteella myös teollisuus näkee tilanteensa melko hyväksi. Japanin talouden lähiajan näkymät ovatkin edelleen kohtuulliset, ja BKT:n kasvun odotetaan uudelleen ripeytyvän. Kasvu jäänee kuitenkin selvästi hitaammaksi kuin vuoden 2003 lopulla ja vuoden 2004 alussa.

Euroalueen talouskasvu hidastunut

Euroalue on päässyt vain vaivoin mukaan maailmantalouden noususuhdanteeseen. Kasvun nopeutuminen on ollut hidasta, ja kasvuvauhti on jäänyt jälkeen muiden keskeisten talousalueiden vauhdista. Alkuvuoden ripeämmän vaiheen jälkeen kasvu on vuoden mittaan alkanut uudelleen hidastua. Tämän vuoden kolmannella neljänneksellä BKT kasvoi ennakkotiedon mukaan vain 0,3 % edellisestä neljän-

Kuvio 6.



neksestä. Vuosikasvu oli alle 2 %. Loppuvuotta koskevien indikaattoritietojen perusteella koko vuoden kasvu voi jäädä alle 2 prosenttiin.

Euroalueelta sen ulkopuolelle suuntautuvan viennin arvon kasvu pysähtyi loppukesällä, mikä viittaa siihen, että koko viennin määrän kasvu on hiipunut kolmannella neljänneksellä. Viennistä ei liene enää samanlaisiksi vetoavaksi euroalueen talouskasvuun kuin vuoden alkupuoliskolla. Synnä ovat mm. maailmantalouden kasvun tasaantuminen sekä euron arvon vahvistuminen. Euroalueen talouskehityksen ei odoteta-kaan kohentuvan loppuvuoden aikana. Myös liike-elämän luottamus- kyselyjen tulokset tukevat tätä käsitystä. Esimerkiksi euroalueen ostopäälliköiden indeksi on laskenut syksyn mitaan (kuvio 7). Lisäksi teollisuuden tilauskantamittarit osoittavat tilauskantojen kasvun hidastuneen.

Yksityisen kulutuksen kehitys on ollut heikkoa. Kuluttajien luottamus-

indikaattori on yhä pitkän aikavälin keskiarvonsa alapuolella. Kuluttajien luottamusta heikentää työttömyyden pysyminen tuntuvana, noin 9 prosentissa.

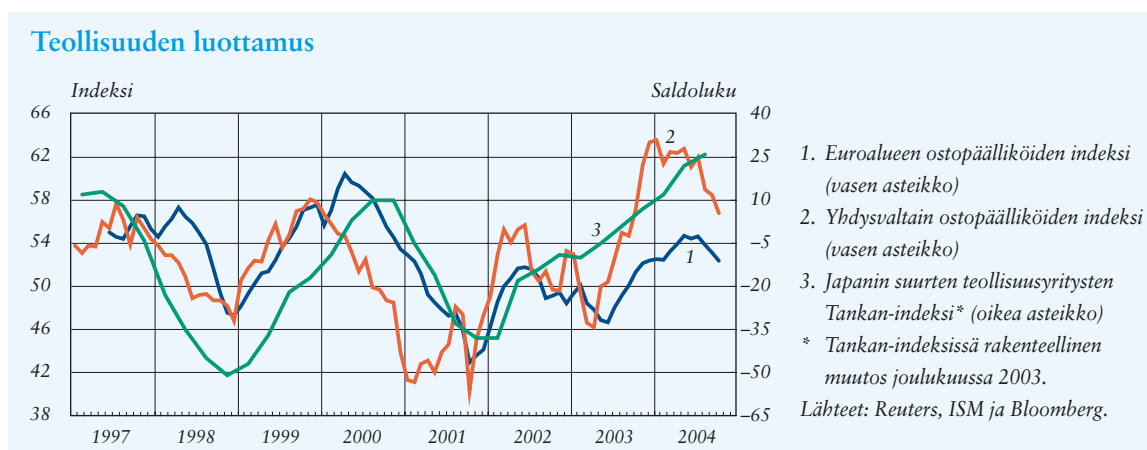
Euroalueen kehitykseen lyö leimansa Saksan hidas kasvu, joka painaa koko euroalueen lukuja. Saksan talous kärsii vaikeista rakenteellisista ongelmista, ja sen kasvu on ollut viime vuosina pitkälti viennin varassa. Saksan ulkopuolisella euroalueella kasvun rakenne on ollut viime vuosina tasapainoisempi ja myös kulutus samoin kuin investoinnit ovat selvästi tukeneet kasvua.

Vakaas- ja kasvusopimuksen uskottavuus koetuksella

Euroopan komission syksyn 2004 ennusteen mukaan euroalueen julkisen talouden rahoitusasema heikkenee jonkin verran tänä vuonna edellisvuotiseen verrattuna. Alijäämän arvioidaan olevan tänä vuonna 2,9 % BKT:stä.

Euron vahvistuminen vaikeuttaa euroalueen vientiä.

Kuvio 7.



Euroopan unionin jäsenvaltioiden finanssipolitiikan koordinaatiota ohjaavan vakaus- ja kasvusopimuksen uskottavuus on joutunut koetukselle, kun yhä useampi jäsenmaa on rikkonut budjettialijäämien BKT-osuudelle asetetun 3 prosentin enimmäisrajan. Saksan ja Ranskan alijäämät ylittävät viiterajan jo kolmantena vuotena peräkkäin. Viimeisimpinä liiallisen alijäämän menettelyn piiriin ovat joutuneet Kreikka ja Hollanti. Myös kuusi uutta EU:n jäsenmaata – Tšekki, Kypros, Unkari, Malta, Puola ja Slovakia – joutuivat heti liiallisen alijäämän menettelyn kohteeksi.

Euroopan komissio julkisti syyskuussa ehdotuksen vakaus- ja kasvusopimuksen vahvistamiseksi. Ehdotuksella yritetään tehostaa sopimuksen toimeenpanoa sekä ratkaista komission ja valtiovarainministereistä koostuvan Ecofin-neuvoston välille syntynyt kiista sopimuksen tulkinnasta. Myös EKP:n neuvosto on ottanut kantaa komission ehdotukseen. Sen

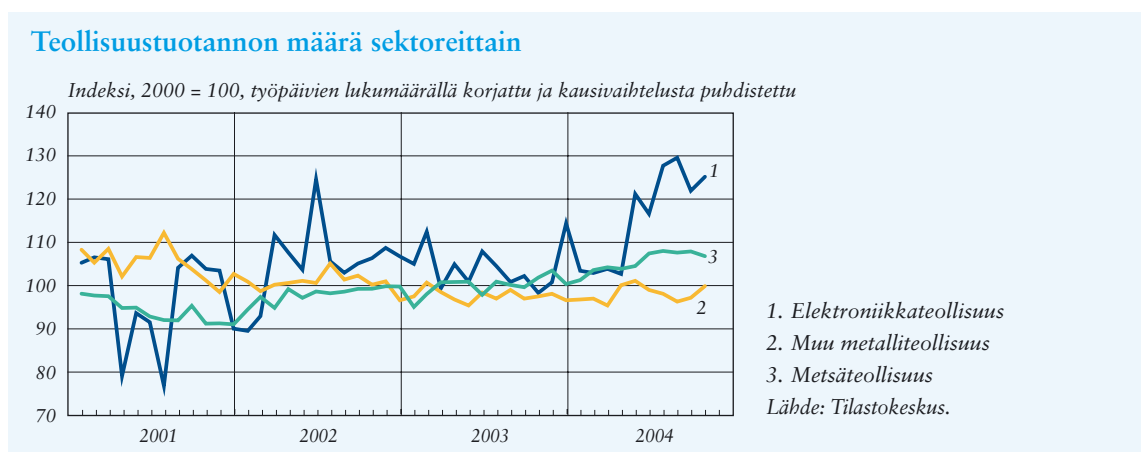
mukaan itse sopimusta, erityisesti liiallisen alijäämän menettelyä, ei tule muuttaa. EKP:n neuvosto katsoo kuitenkin, että sopimuksen toimeenpanoa on mahdollista kehittää. Etenkin komission ehdotukset sopimuksen ennalta ehkäisevän roolin tehostamisesta ovat hyödyllisiä.

Suomen talouskasvu nopeutunut

Suomen talouskasvu on voimistunut vuoden 2004 aikana. Suomessa ei kuitenkaan ole koettu sellaista perinteistä vientivetoista nousua, johon liittyvät sekä vientimäärien lisääntyminen että vientihintojen tuntuva kohoaminen ja niiden vanavedessä teollisuuden investointien ripeä käynnistyminen. Kasvua ovat tukeneet elektroniikkateollisuuden tuotanto, yksityinen kulutus ja asuntoinvestoinnit.

Vuoden 2004 kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana kokonaistuotanto kasvoi runsaat 3 % viimevuotisesta. Kolmannella neljänneksellä

Kuvio 8.



kasvu ylti yli 3½ prosenttiin edellisen vuoden vastaavasta neljänneksestä. Siinä keskeinen merkitys näyttää olleen elektroniikkateollisuudella, jonka tuotanto on kasvanut harppauksenomaisesti. Sen sijaan metsäteollisuuden tuotannon kasvu on ollut viime kuukausina pysähdyksissä (kuvio 8).

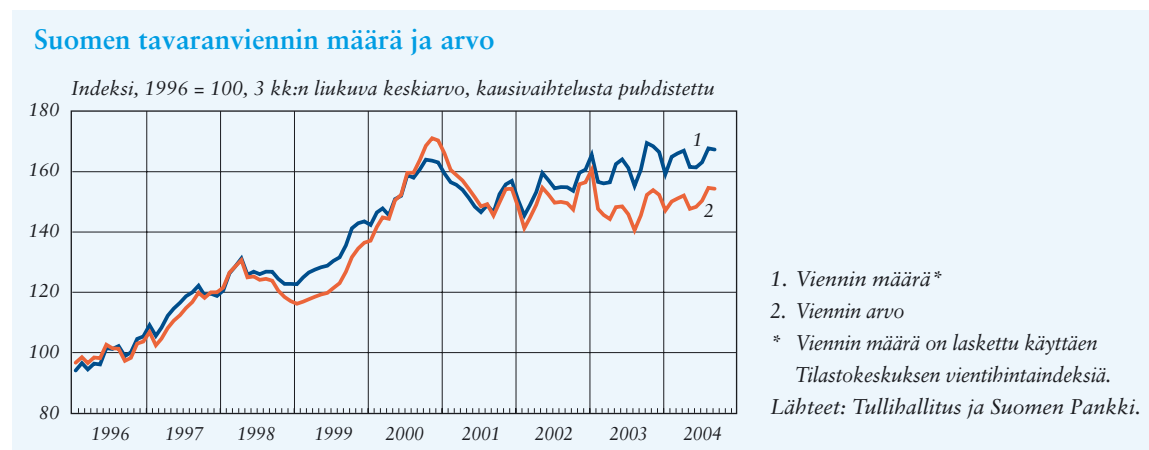
Indikaattoritietojen valossa loppuvuoden kehitys voi jäädä hieman heikommaksi kuin kolmannella neljänneksellä. Teollisuuden luottamus on kesän jälkeen heikentynyt. Valmistusvarastot ovat kasvaneet, ja tilauskantojen kohentuminen on pysähtynyt. Euron vahvistuminen suhteessa dollariin puolestaan aiheuttaa laskupaineita vientihintoihin. Kokonaisuudessaan vuoden 2004 BKT:n kasvu yltäneen runsaaseen 3 prosenttiin eli on hieman Suomen Pankin syyskuussa ennustamaa nopeampi. Vuosien 2005 ja 2006 kasvunäkymät ovat pääosin ennallaan.

Maailmankaupan kehitykseen nähden Suomen viennin kehitys on tämän vuoden aikana ollut heikkoa sekä arvoilla että määrillä mitattuna (kuvio 9). Tavaravienti ei ole juuri lisääntynyt, vaikka maailmankaupan arvioidaan kasvaneen ripeästi. Osan viennin heikosta kehityksestä selittää euron vahvistuminen. Suomen viennistä merkittävä osa suuntautuu euroalueen ulkopuolelle, joten Suomi on haavoittuvampi euron kurssimuutoksien suhteen kuin euromaat keskimäärin. Toisaalta kysynnän kasvu Suomen vientialueilla – euroaluetta lukuun ottamatta – on ollut ripeää. Vientimme ei kuitenkaan näytä kyenneen hyödyntämään tätä kysynnän kasvua täysimääräisesti.

Viennin arvon heikkoa kehitystä selittää myös vientihintojen epäedullinen kehitys (kuvio 10). Paperiteollisuudessa vientihinnat ovat polkeneet paikoillaan, eikä niiden odoteta kääntyvän nousuun ennen kuin myöhään ensi keväänä. Elektroniikkateollisuus-

Suomalaisten yritysten ongelmana epäedullinen vientihintakehitys.

Kuvio 9.



den vientihinnat ovat alentuneet edelleen. Maailmantalouden kasvun jatkuminen pitää kuitenkin yllä muun muassa metallin perusteellisuuden vientihintoja.

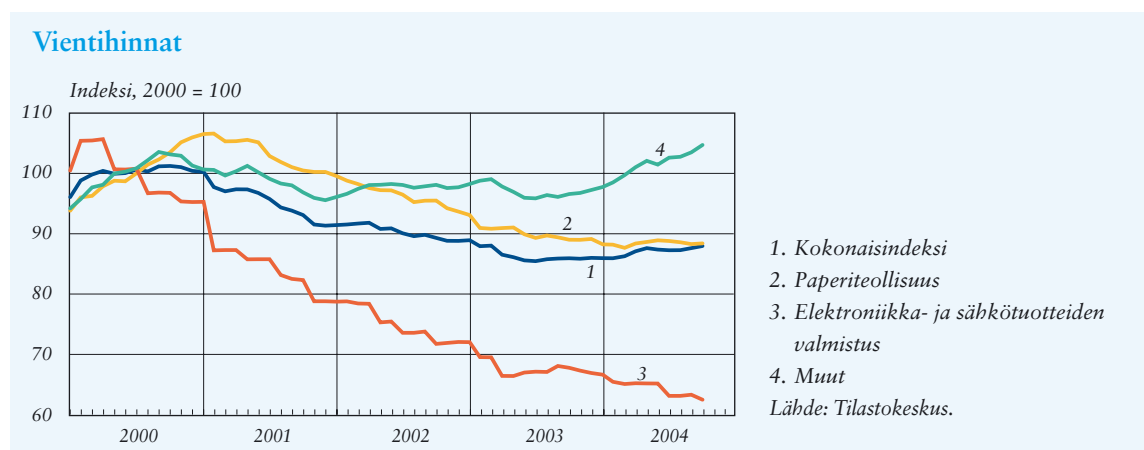
Tilastokeskuksen työvoimatutkimuksen mukaan kausivaihtelusta puhdistettu työttömyysaste on pysytellyt Suomessa noin 9 prosentissa parin viime vuoden ajan. Lukumääräisesti tämä on tarkoittanut noin 230 000–240 000 työttömän jouk-

koa. Syksyn aikana työmarkkinoiden tilanne näyttäisi hieman parantuneen. Teollisuudessa irtisanomisten ja lomautusten määrä on vähentymässä, ja palvelualoille näyttäisi syntyvän uusia työpaikkoja. Työllisyyden kohentuminen jatkuu myös lähiaikoina – joskin hitaana.

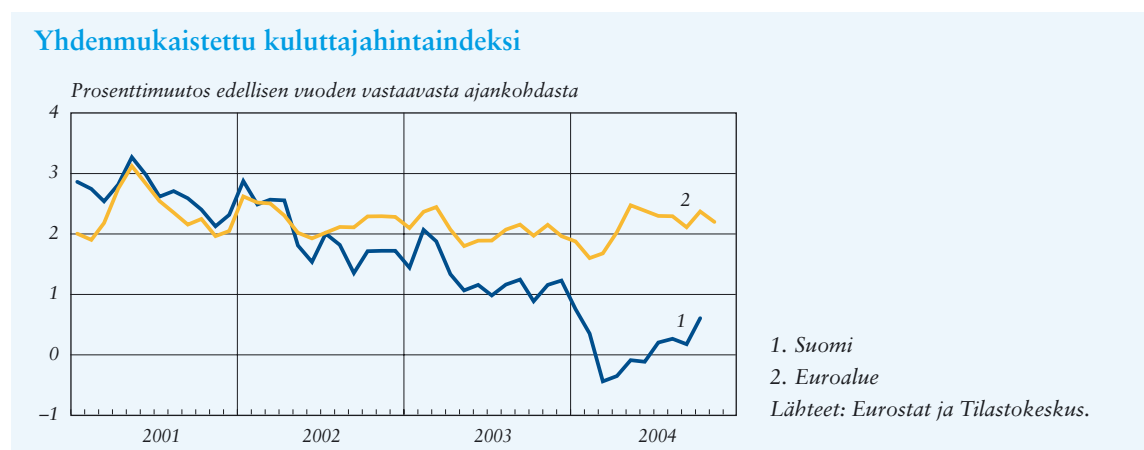
Inflaatio normalisoitumassa

Suomen kuluttajahintojen nousuvauhti on tänä vuonna ollut euro-

Kuvio 10.



Kuvio 11.



alueen hitain. Loppukevään ja alkukesän aikana hinnat keskimäärin laskevat viimevuotisesta. Hitaan inflaation taustalla on ollut kaksi tekijää: välillisen verotuksen muutokset sekä kilpailun kiristyminen. Auto- ja alkoholiverotuksen keventyminen on alentanut näiden tuotteiden hintoja. Erityisesti alkoholiverotuksen muutoksen vaikutus inflaatiouauhtiin on ollut tänä vuonna tuntuva. Kilpailu on puolestaan lisääntynyt etenkin televiestinnässä ja vähittäiskaupassa.

Kuluttajahintojen 12 kuukauden muutosvauhti on viime kuukausina palautunut nolaa suuremmaksi (kuvio 11). Lokakuussa yhdenmukaistettulla kuluttajahintaindeksillä mitattu inflaatio oli 0,6 %. Inflaation nopeutumista on vauhdittanut öljyn hinnan kallistuminen. Inflaatio nopeutuu edelleen lähikuukausina mm. sen vuoksi, että verojen muutosten vaikutukset jäävät pois inflaatiouauhdin laskennasta.

Asuntomarkkinoilla tilanne on rauhoittunut viime kuukausina ja hintojen nousu on tasaantunut. Samalla asuntojen myyntiajat ovat ilmeisesti pidentyneet. Tilastokeskuksen mukaan vanhojen kerrostaloasuntojen hinnat laskevat vuoden 2004 kolmannella neljänneksellä koko maassa hieman edellisestä neljänneksestä. Tosin kehitys on ollut alueellisesti epäyhtenäistä: pääkaupunkiseudulla hinnat laskevat, mutta muualla Suomessa ne nousivat.

Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne

Euroopan komission ehdotus vakaus- ja kasvusopimuksen vahvistamiseksi

1.12.2004



Harri Hasko
neuvonantaja
kansantalousosasto

Usko euroalueen finanssipolitiikan koordinaation tehokkuuteen on heikentynyt. Sitä ovat huonontaneet EU-maiden liialliset budjettialijäämät sekä komission ja Ecofin-neuvoston kiista vakaus- ja kasvusopimuksen tulkinnasta. Komissio on ehdottanut uudistuksia syntyneen umpikujan avaamiseksi.

Euroalueen julkisen talouden rahoitusasema on heikentynyt viime vuosi-
na samalla kun alueen taloudellinen kasvu on ollut hidasta. Julkisen talouden alijäämä suhteessa bruttokansantuotteeseen on kasvanut noin 2 prosenttiyksikköä verrattuna vuoden 2000 tilanteeseen, jolloin alijäämä oli pienimmillään eli 0,9 % BKT:stä¹. Alijäämän ennustetaan supistuvan vähitellen taloudellisen kasvun voimistuessa (taulukko 1). Myös euroalueen BKT:hen suhteutettu julkinen velka on kasvanut jonkin verran parina viime vuotena. Velkaosuuden ennakoidaan alkavan supistua vuonna 2006 (taulukko 2).

Samanaikaisesti kun euroalueen julkisen talouden asema on heikentynyt, yhä useamman jäsenmaan vuotuinen budjettialijäämä on ylittänyt Euroopan yhteisön perustamissopimuksen asettaman 3 prosentin enimmäisrajan. Ensimmäisenä viiterajan rikkoi Portugali vuonna 2001. Saksan

ja Ranskan alijäämät ylittivät viiterajan vuonna 2002, ja viime vuonna joukkoon liittyivät Hollanti ja Kreikka. Kreikan tilanne on poikkeuksellisen vakava, sillä tilastojen tarkistus on paljastanut, että maan budjettialijäämä on todellisuudessa ylittänyt 3 prosentin viiterajan ainakin vuodesta 1997 lähtien.

Vaikka euroalueen yhteenlasketun julkisen talouden rahoitusaliijäämän ennustetaan supistuvan 2,5 prosenttiin BKT:stä vuonna 2005, liiallinen alijäämä jatkuisi komission ennusteen mukaan ensi vuonna – ilman uusia toimia jäämien supistamiseksi – ainakin Saksassa ja Kreikassa. Myös Portugalin alijäämä ylittäisi uudestaan 3 prosentin rajan. Ranskan ja Italian alijäämän ennustetaan olevan tuolloin 3 %.

Kesällä myös kuusi uutta EU:n jäsenvaltiota, Tšekki, Kypros, Unkari, Malta, Puola ja Slovakia, joutui liiallisen alijäämän menettelyyn piiriin. Maiden ei kuitenkaan tarvitse korjata tilannetta heti, koska niiden siirtymävaihetta pidetään poikkeuksellisena². Uusissa jäsenmaissa julkisten velkojen osuus BKT:stä on Maltaa, Kyprosta ja Unkaria lukuun ottamatta selvästi pienempi kuin euroalueen maissa.

Vakaus- ja kasvusopimuksen uskottavuus koetuksella

Sopimusrikkomusten lisääntyminen on heikentänyt EU-maiden finanssi-

¹ Luku ei sisällä matkapuhelinverkkojen toimilupien myynnistä saatuja kertaluonteisia tuloja.

² Vakaus- ja kasvusopimukseen sisältyvät sanktiot eivät koske euroalueen ulkopuolisia maita.

politiikan koordinaatiota ohjaavan vakaus- ja kasvusopimuksen uskottavuutta. Erityisesti alijäämien korjaamisen jatkuva lykkääntyminen on nakertanut uskoa sopimuksen tehokkuuteen.

Vakaus- ja kasvusopimuksen noudattamista valvovan kahden keskeisen EU-instituution, komission ja talous- ja valtiovarainministereistä koostuvan Ecofin-neuvoston suhteet

kärjistyivät marraskuussa 2003. Tuoloin komissio suositteli Ecofinille päätöstä, jossa todettiin, että Saksa ja Ranska eivät ole ryhtyneet määrääjässä Ecofinin aikaisemman suosituksen mukaisiin toimiin liiallisten alijäämien korjaamiseksi. Tämän lisäksi komissio suositti perustamisopimuksen artiklan 104 kohdan 9 mukaisesti, että maiden on ryhdyttävä lisätoimiin, joilla alijäämä saadaan

Taulukko 1.

Julkisen talouden rahoitusjäämät euroalueella vuosina 2000–2006

% BKT:stä	2000	2001	2002	2003	2004 ^e	2005 ^e	2006 ^e
Belgia	0,2	0,6	0,1	0,4	-0,1	-0,3	-0,5
Saksa	1,3	-2,8	-3,7	-3,8	-3,9	-3,4	-2,9
Kreikka	-4,1	-3,7	-3,7	-4,6	-5,5	-3,6	-3,0
Espanja	-0,9	-0,4	-0,1	0,4	-0,6	-0,1	0,0
Ranska	-1,4	-1,5	-3,2	-4,1	-3,7	-3,0	-3,3
Irlanti	4,4	0,9	-0,2	0,1	-0,2	-0,6	-0,5
Italia	-0,6	-2,6	-2,3	-2,4	-3,0	-3,0	-3,6
Luxemburg	6,0	6,4	2,8	0,8	-0,8	-1,6	-2,0
Alankomaat	2,2	-0,1	-1,9	-3,2	-2,9	-2,4	-2,1
Itävalta	-1,5	0,3	-0,2	-1,1	-1,3	-2,0	-1,7
Portugali	-2,8	-4,4	-2,7	-2,8	-2,9	-3,7	-3,8
Suomi	7,1	5,2	4,3	2,3	2,3	2,1	2,2
Euroalue	0,1	-1,7	-2,4	-2,7	-2,9	-2,5	-2,5

Sisältää matkapuhelinverkkojen toimilupien myynnistä saadut tulot.

Vaikutus v. 2000 = euroalue 1,0.

e = ennuste.

Lähde: Euroopan komissio.

Taulukko 2.

Julkisyhteisöjen velka euroalueella vuosina 2000–2006

% BKT:stä	2000	2001	2002	2003	2004 ^e	2005 ^e	2006 ^e
Belgia	109,1	108,0	105,4	100,0	95,8	94,4	90,9
Saksa	60,2	59,4	60,9	64,2	65,9	67,2	67,9
Kreikka	114,0	114,7	112,5	109,9	112,2	111,9	110,2
Espanja	61,1	57,5	54,4	50,7	48,2	45,5	42,9
Ranska	56,8	56,5	58,8	63,7	64,9	65,5	66,3
Irlanti	38,3	35,9	32,7	32,1	30,8	30,7	30,6
Italia	111,2	110,6	107,9	106,2	106,0	104,6	104,4
Luxemburg	5,5	5,5	5,7	5,3	4,9	4,8	4,7
Alankomaat	55,9	52,9	52,6	54,1	55,7	58,0	58,4
Itävalta	65,8	66,1	65,8	64,5	64,0	63,9	63,4
Portugali	53,3	55,8	58,4	60,3	61,0	62,1	63,1
Suomi	44,6	43,8	42,6	45,6	44,8	43,4	42,2
Euroalue	70,4	69,4	69,4	70,7	71,1	71,1	70,9

e = ennuste.

Lähde: Euroopan komissio.

EY:n tuomioistuimen päätös liiallista alijäämää koskevasta menettelystä selvensi EU:n toimielinten välisiä toimivaltasuhteita.

supistetuksi alle 3 prosentin viitearvon viimeistään vuonna 2005.

Ecofinin enemmistö – johon Saksa ja Ranskan kuuluivat – ei kuitenkaan yhtynyt komission suositukseen vaan teki tilanteesta omat päätelmänsä, jotka käytännössä jäädyttivät Saksan ja Ranskan liiallisen alijäämän menettelyn. Ecofin-neuvoston enemmistön haluttomuus noudattaa komission suositusta perustui mitä todennäköisimmin siihen, että perustamissopimuksen artiklan 104 kohdan 9 soveltaminen merkitsisi suoraa puuttumista jäsenvaltioiden finanssipolitiikkaan. Tämän lisäksi Saksa ja Ranska olisivat voineet joutua mak samaan myöhemmin huomattavia sakkoja, jos ne eivät olisi onnistuneet korjaamaan liiallisia alijäämiään määräaikaan mennessä.

EY:n tuomioistuimen tuomio

Komissio ei tyytynyt Ecofin-neuvoston ratkaisuun. Se nosti Euroopan yhteisöjen tuomioistuimessa kanteen siitä, että neuvosto ei ollut tehnyt komission suosittelemia päätöksiä, ja vaati tuomioistuinta kumoamaan neuvoston päätelmät, jotka keskeyttivät Ranskan ja Saksan liiallista alijäämää koskevan menettelyn toistaiseksi ja muuttivat neuvoston aiemmin antamia suosituksia. Tuomioistuin antoi asiasta tuomion 13. heinäkuuta 2004. Siinä se toteaa ensinnäkin, että koska komission suositus ei ollut saanut Ecofin-neuvostossa tarvittavaa enemmistöä, ei myöskään ollut syntynyt päätöstä, jonka tuomioistuin voisi kumota. Näin ollen

komission kanne jätettiin tältä osin tutkimatta. Toiseksi tuomioistuin kumosi neuvoston päätelmät, joissa neuvosto keskeytti liiallisia alijäämiä koskevat menettelyt ja muutti aiempia, liiallisten alijäämien oikaisemista koskevia suosituksiaan.

Tuomioistuin totesi, että neuvostolla on harkintavaltaa asiassa, sillä neuvosto voi taloudellisia seikkoja, toteutettavia toimenpiteitä ja aikataulua arvioidessaan muuttaa komission toteutettavaksi suosittelemaa tointa. Neuvosto ei voi kuitenkaan jättää soveltamatta perustamissopimuksen ja vakaus- ja kasvusopimuksen määrittelemiä oikeussääntöjä, kuten oli tuomioistuimen mukaan tapahtunut liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn keskeyttämisessä. Tuomioistuin katsoi myös, että neuvosto oli poikennut aikaisemmista Saksaa ja Ranskaa koskevista suosituksistaan ilman, että tämä olisi perustunut komission suositukseen. Tässä neuvosto menetteli virheellisesti, koska aloiteoikeus liiallisia alijäämiä koskevassa menettelyssä on komissiolla.

Tuomioistuimen päätös selvensi EU:n toimielinten välisiä toimivaltasuhteita sekä vakaus- ja kasvusopimukseen liittyviä menettelytapoja. Käytännössä aloite siirtyi takaisin komissiolle, jonka on harkittava, miten alijäämämenettelyjä viedään eteenpäin.

Komission keskustelunavaus

Kesäkuussa 2004 Eurooppa-neuvosto antoi vakaus- ja kasvusopimusta kos-

kevan julkilausuman. Siinä se korosti taloudellisen kasvupotentiaalin voimistamisen ja julkisten talouksien kestävyuden merkitystä unionin talous- ja finanssipolitiikan perustana. Tähän liittyen – ja myös rakentaakseen siltaa EU:n toimielinten välille syntyneen repeämän yli – komissio julkisti 3. syyskuuta 2004 tiedonannon³, jonka tavoitteena on vahvistaa vakaus- ja kasvusopimuksen täytännönpanoa.

Komission tiedonannon pääsisältö on seuraava:

1) *Julkisen velan kokonaismäärälle olisi pantava nykyistä suurempi paino seurannassa.* Myös velan BKT-osuuden supistumiselle kohti tavoitearvoa (60 %) pitäisi määritellä selkeät ehdot. Näitä määriteltäessä voitaisiin ottaa huomioon mm. velan lähtötaso sekä jäsenmaan talouden potentiaalinen kasvuvauhti.

2) *Vakaus- ja kasvusopimukseen sisältyvä tavoite, jonka mukaan julkisen talouden rahoitusaseman tulisi olla ”lähellä tasapainoa tai ylijäämään” voitaisiin määritellä niin, että otettaisiin nykyistä enemmän huomioon maakohtaisia tekijöitä.* Nykyinen käytäntö, jossa useimpien maiden suhdannekorjatun jäämän pitäisi olla vuosittain tasapainossa, on komission mukaan liian yksioikoinen laajentuneen EU:n jäsenvaltioiden erilaisia lähtökohtia ajatellen. Komissio

ehdottaa, että tavoitetta arvioitaessa voitaisiin tarkastella mm. jäsenmaan julkisen velan lähtötasoa, potentiaalista kasvuvauhtia, rakenteellisten uudistusten tarvetta ja julkisen vallan sitoumuksia, kuten esimerkiksi eläkevastuita ja terveydenhoidon järjestämisestä annettuja sitoumuksia. Finanssipolitiikan mitoituksessa voitaisiin antaa enemmän liikkumavaraa maille, joiden julkisen talouden katsotaan olevan kestäväällä pohjalla.

3) *Jäsenmaan taloudellinen tilanne voitaisiin ottaa huomioon myös sovellettaessa liiallisen alijäämän menettelyä.* Komissio katsoo, että tämä voitaisiin toteuttaa pääasiassa kahdella tavalla: Yhtäältä vakaus- ja kasvusopimukseen sisältyvässä ”poikkeuksellisten tilanteiden” määritelmässä voitaisiin ottaa huomioon myös olot, joissa jäsenvaltion taloudellinen kasvu on ollut odottamatta ja pitkän aikaa poikkeuksellisen hidasta. Poikkeuksellisten tilanteiden määritelmällä on merkitystä liiallisen alijäämän toteamisessa. Toisaalta maakohtaisille näkökohdille voitaisiin antaa enemmän painoa päätettäessä, missä aikataulussa jäsenmaan on päästävä eroon liiallisesta budjetti-alijäämästä.

Jos aikataulusta päätettäessä ei oteta huomioon esimerkiksi talouden suhdannevaihetta ja velan lähtötasoa, se voi komission mukaan johtaa virheellisiin, suhdanteita kärjistäviin politiikkasuosituksiin tai houkutella turvautumaan kertaluonteisiin toimiin aikataulujen noudattamiseksi.

Sekä Eurooppa-neuvosto että Euroopan komissio antoivat julkilausuman vakaus- ja kasvusopimuksesta.

³ Strengthening economic governance and clarifying the implementation of the Stability and Growth Pact. Communication from the Commission and the European Parliament. COM(2004) 581 final.

EU:n valtiovarainministerit pitivät komission ehdotusta hyvänä pohjana keskusteluille.

4) *Vakaus- ja kasvusopimuksen sisältämää ennakkoarvointimenettelyä voitaisiin käyttää aktiivisemmin etenkin silloin, kun maan finanssipolitiikka on liian kevyttä noususuhdanteessa.*

Komissio ehdottaa lisäksi, että maiden vakaus- ja lähentymisohjelmien laatiminen ja arvioiminen nivelletäisiin nykyistä paremmin sekä talouspolitiikan laajojen suuntaviivojen laatimisen että kansallisten budjettivalmistelujen yhteyteen. Tämä voisi tehostaa talouspolitiikan koordinoitua sekä sitouttaa kansanedustuslaitokset nykyistä tiiviimmin EU:n talouspolitiikan valmisteluprosessiin. Myös julkisen talouden tilastoinnin ajankohtaisuuden ja luotettavuuden parantamiseen kiinnitetään huomiota.

Valtiovarainministerien ja EKP:n ensireaktiot komission ehdotukseen

EU:n valtiovarainministerit keskustelivat ensimmäisen kerran komission ehdotuksista Ecofin-neuvoston epävirallisessa kokouksessa Scheveningessä 11. syyskuuta. Ministerit katsoivat, että komission ehdotus muodostaa hyvän pohjan keskusteluille.

Lisäksi ministerit tähdensivät, että tavoitteena ei ole vesittää sopimusta, vaan soveltaa sitä entistä tehokkaammin. Sopimus on osoittanut hyödyllisyytensä. Esimerkiksi tämänhetkiset budjettialijäämät ovat selvästi pienempiä kuin vastaavissa oloissa aikaisemmin tai verrattuna mm. Yhdysvaltain ja Japanin budjettialijäämiin.

Valtiovarainministerit painottivat, että perustamissopimusta ei pidä

muuttaa ja että 3 prosentin vajekriteeri ja 60 prosentin velkakriteeri on säilytettävä ennallaan. Muutokset säännöksiin on minimoitava – mikäli ne ovat lainkaan tarpeellisia. Sopimusta täsmennettäessä huomio on kiinnitettävä taloudellisen rationaalisuuden ja täytäntöönpanon vahvistamiseen. Sääntöjen on oltava selkeitä ja yksinkertaisia ja samat kaikille. Budjettialijäämien ehkäisemiseksi budjettikuria on tehostettava erityisesti hyvinä vuosina pyrkimällä vähemmän budjettialijäämiin.

Ministerit ilmoittivat tukevensa myös komission pyrkimystä panna entistä enemmän painoa velan kokonaismäärälle sekä julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyydelle. Kestävyyttä arvioitaessa olisi otettava huomioon väestön ikääntymisestä tulevaisuudessa aiheutuvat menopaineet. Budjettipolitiikan painopisteiden tärkeysjärjestystä määriteltäessä on tuettava – Eurooppa-neuvoston Lissabonissa vuonna 2000 hyväksymän agendan mukaisesti – taloudellista kasvua ja työllisyyttä painottamalla rakenteellisten uudistusten, innovaatioiden ja kilpailukyvyyn kohentamista.

Komission aloitetta koskeissa Euroopan keskuspankin neuvoston kommentoissa puolestaan katsottiin, että vakaus- ja kasvusopimuksen toimeenpanoa voidaan ja onkin syytä tehostaa ja että komission ehdotus tarjoaa tähän käyttökelpoisen pohjan. Etenkin komission ehdotuksia sopimuksen ennalta ehkäisevän merkityksen korostamisesta pidettiin

hyödyllisinä. Erityisen tärkeänä pidettiin löytää keinoja, joilla kannustettiin jäsenvaltioita pienentämään rakenteellisia budjettialijäämiä noususuhdanteessa. EKP:n mukaan perustamissopimuksen tai vakaus- ja kasvusopimuksen perustana olevan säännösten tekstejä ei pitäisi kuitenkaan muuttaa. Sopimuksen uskottavuuden heikkenemisen EKP ei katso johtuvan itse sopimuksesta, vaan siitä, että jotkin jäsenvaltiot eivät ole riittävän sitoutuneita sopimuksen noudattamiseen.

EKP suhtautuu epäilevästi maakohtaisten näkökohtien korostamiseen. Se vastustaa etenkin komission ehdotusta liiallisen alijäämän menettelyyn liittyvän poikkeuksellisten tilanteiden määrittelyn tai alijäämän korjaamiseen tähtäävän aikataulun muuttamista. Sopimuksen uskottavuuden vahvistamisen kannalta EKP pitää ensiarvoisen tärkeänä, että jäsenvaltiot tekevät parhaansa noudattaakseen tekemiään sitoumuksia.

Sekä Euroopan keskuspankin että valtiovarainministereiden ensi reaktiot komission ehdotukseen ovat siis olleet hyvin samansuuntaisia. Molemmat tahot suhtautuvat kielteisesti tai ainakin hyvin varauksellisesti sopimustekstien oleellisiin muutoksiin ja korostavat sääntöjen yksinkertaisuutta ja sitä, että sääntöjen on oltava samat kaikille. Molemmat haluavat vahvistaa sopimuksen täytäntöönpanoa ja korostavat, että budjettikuria pitäisi tehostaa etenkin hyvinä vuosina.

Miten uudistuksen käy?

Yksituumaiset lausunnot kätkevät taakseen jännitteitä, jotka heijastavat jäsenmaiden julkisen talouden erilaisia ongelmia: Vaikeuksissa olevat suuret jäsenmaat pyrkivät todennäköisesti lisäämään sopimuksen joustavuutta saadakseen lisää aikaa saattaa julkinen taloutensa kuntoon. Maat, joissa BKT:hen suhteutettu julkinen velka on suuri, suhtautuvat epäilevästi velan supistamiseen kohdistuviin uusiin sääntöihin, koska ne voisivat johtaa maat liiallisen alijäämän menettelyn piiriin. Pienet jäsenvaltiot vieroksuvat maakohtaisten näkökohtien painottamista, koska tämän pelätään suosivan suuria maita, joilla on enemmän neuvotteluvoimaa. Keskuspankit ja monet pienet jäsenvaltiot pelkäävät lisäksi, että sopimuksen tarkistaminen nykytilanteessa johtaa sen velvoitteiden heikentämiseen, koska suurilla jäsenvaltioilla on merkittäviä ongelmia julkisen taloutensa vakauttamisessa.

Myös EU:n uusilla jäsenvaltioilla on oma näkökulmansa. Kehittyäkseen ja voidakseen vastata EU-jäsenyyden mukanaan tuomiin vaatimuksiin maiden on parannettava taloutensa infrastruktuuria monin tavoin. Tämä edellyttää paitsi yksityisten myös julkisten investointien lisäämistä. Toisaalta uusien jäsenvaltioiden taloudellinen kasvuvauhti on viime vuosina ollut selvästi nopeampaa kuin vanhan Euroopan, ja suuremman kasvupotentiaalinsa ansiosta uudet jäsenmaat pystyisivät rahoitta-

Sekä EKP että EU:n valtiovarainministerit pitävät tärkeänä budjettikurin tehostamista etenkin noususuhdanteessa.

Vakaus- ja kasvusopimuksen selventämistä ja vahvistamista koskeva yksityiskohtainen valmistelu jatkuu lähikuukausina.

maan ainakin nykynäkymin suurempia vajeita kuin vakaus- ja kasvusopimuksen vallitseva tulkinta antaa mahdollisuuden.

Oman lisänsä vakaus- ja kasvusopimuksen kehittämistä koskevaan keskusteluun tuo Euroopan kasvu- ja työllisyysnäkymien heikkeneminen. Jäsenvaltiot ovat sitoutuneet myös ns. Lissabonin agendaan eli toteuttamaan rakenteellisia uudistuksia, jotka kasvattaisivat Euroopan kasvupotentiaalia pitkällä aikavälillä. Käytännössä ainakin osa rakenneuudistuksista voi heikentää julkisen talouden tasapainoa lyhyellä aikavälillä. Tällaisia uudistuksia ovat esimerkiksi julkiset investoinnit koulutukseen, tutkimukseen ja tuotekehitykseen samoin kuin työvoiman sivukulujen karsiminen. Jotkin jäsenvaltiot ovatkin vaatineet, että tämän tyyppisiin investointeihin tai uudistuksiin liittyviä menoja ei pitäisi ottaa mukaan vajelaskelmiin, joiden perusteella julkisen talouden alijäämäkriteeriä arvioidaan.

Jo pelkästään nämä jännitteet tekevät vakaus- ja kasvusopimuksen vahvistamisesta poikkeuksellisen vaativan tehtävän. Subjektiivisten esteiden lisäksi prosessin tiellä on myös objektiivisia esteitä. On hyvin vaikeaa kehittää taloutta kuvaavia mittareita, jotka olisivat yksinkertaisia ja selkeitä ja antaisivat samalla luotettavan kuvan mm. sellaisista vaikeasti määriteltävistä ilmiöistä kuin talouden potentiaalinen kasvuvauhti ja suhdannekorjattu alijäämä, puhumattaakaan jäsenvaltioiden sitoumuksista

tai ikääntymisen pitkän aikavälin vaikutuksista.

Vaarana on, että uusien numeeristen viitearvojen määrittely – esimerkiksi julkisen velan riittävälle supistumisvauhdille – tekisi sopimuksen noudattamisen seurannasta entistä kaavamaisempaa. Toinen vaihtoehto olisi lisätä kvalitatiivisen arvioinnin merkitystä julkisen talouden kestävyuden seurannassa. Tämän lähestymistavan riskeinä ovat jäsenvaltioiden eriarvoinen kohtelu ja seurannan selkeyden heikkeneminen.

Vakaus- ja kasvusopimuksen selventämistä ja vahvistamista koskeva yksityiskohtainen valmistelu jatkuu lähikuukausina Ecofin-neuvoston alaisessa talous- ja rahoituskomiteassa ja tämän sijaiskomiteassa sekä euroalueen valtiovarainministereiden muodostaman euroryhmän kokouksia valmisteleavassa työryhmässä. Ehdotusten kohtalo ratkenee neuvoston kokouksessa maaliskuussa 2005.

Asiasanat: finanssipolitiikka, vakaus- ja kasvusopimus, euroalue

Kasvaviin velkoihin ja runsaaseen likviditeettiin liittyvät riskit

27.10.2004

Monissa maissa kotitaloudet ja yritykset ovat viime vuosina velkaantuneet nopeasti. Samalla talouksien likviditeetti on lisääntynyt. Tämä rahoituserien voimakas kasvu lisää epävarmuutta maailmantalouden kehityksestä.

Maaailman rahataloutta häiritsevät nykyisin kahdentyyppiset ongelmat. Ensinnäkin eräiden suurten maiden taloutta leimaavat voimakas rahoituksen kasvu, suuret alijäämät ja velkaongelmat. Toisaalta hintakehitys maailmantaloudessa on epäyhtenäistä: monien tavaroiden hinnat laskevat samalla kun raaka-aineiden ja asuntojen hinnat ovat olleet nousussa.

Varsinkin Yhdysvaltain raha- ja finanssipolitiikkaa on pidetty viime vuosina kevyenä. Liittovaltion alijäämän on annettu kasvaa, ja rahapolitiittinen korko oli kauan poikkeuksellisen matalalla 1 prosentin tasolla. Valuuttojen yleisen dollarikytkennän myötä rahoituksen keveys on yleistynyt laajalti maailmantaloudessa, erityisesti Aasiassa. Tosin monissa maissa on myös tietoisesti tavoiteltu rahataloudellista keveyttä.

Rahapolitiikan keveys on perustunut hitaaseen inflaatioon, joissakin maissa jopa deflaatioon. Hintapaineiden heikkous on paljolti ollut seurausta ns. halpamaiden lisääntyneestä kilpailusta. Kevyt rahapolitiikka ei ole johtanut tässä uudessa kilpailutilanteessa yleiseen inflaation kiihtymiseen. Keveys lienee kuitenkin osal-

taan vaikuttanut energian ja raaka-aineiden sekä asuntojen hintojen nousuun.

Kevyestä rahapolitiikasta on monissa maissa ollut seurauksena luottojen ja likviditeetin nopea kasvu. Tämä lisää jatkossa velkaongelmien ilmaantumisen todennäköisyyttä ja niistä aiheutuvien vaikeuksien syvyyttä. Rahoituksen nopean kasvun onkin pakko lähivuosina taistua, mikä rajoittaa maailmantalouden kasvua.

Raha- ja luottoerät ovat kasvaneet nopeasti

Maaailman rahoitusmarkkinoiden likviditeetin lähteenä on viime vuosina ollut alhaisen koron vauhdittama luottojen kysyntä ja erityisesti luottojen tulviminen asuntomarkkinoille. Lisäksi monissa maissa valuuttainterventiot ovat lisänneet kotimaista likviditeettiä. Näin on käynyt varsinkin Aasiassa, jossa keskuspankit ovat pyrkineet hillitsemään valuuttojensa vahvistumista ostamalla suuria määriä erityisesti dollareita. Tämän vastineeksi ne laskevat liikkeeseen kotimaan rahaa.

Yhdysvaltain rahapolitiikassa ei ole korostettu rahamäärää, vaan rahapolitiikan vaikutuksen on katsottu välittyvän suoraan korosta talouteen. Rahapolitiikan keveys näkyy kuitenkin myös raha- ja luottoluvuissa. Eri rahamäärien kasvuvauhdit ovat poikenneet toisistaan, mutta laajasti määritelty raha-aggregaatti M3 on kasvanut nopeasti (kuvio 1). Kasvu on viime aikoina tosin hidastu-



Tapio Korhonen
neuvonantaja
kansantalousosasto

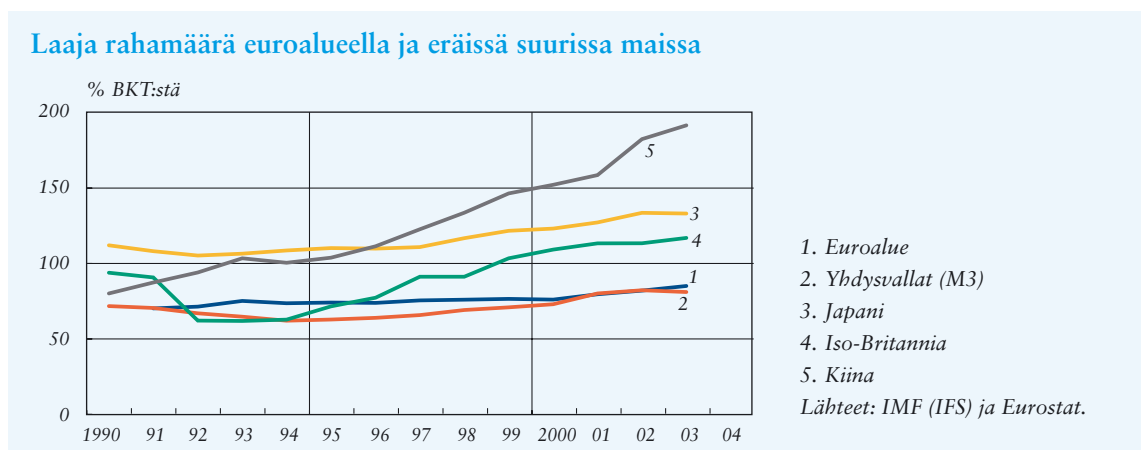
nut vuosituhanen vaihteen 10 prosentin vuositasolta noin puoleen. Yhdysvalloissa erityisesti kotitaloudet ovat velkaantuneet nopeasti. Yhdysvaltain oma säästäminen ei ole riittänyt kattamaan maan rahoitustarpeita, minkä seurauksena maan koko ulkomainen nettovelka on kasvanut jo lähes 30 prosenttiin BKT:stä. Luku on kehittyneiden maiden suurimpia.

Myös euroalueella rahoituksen kasvu on ollut nopeata koko sen

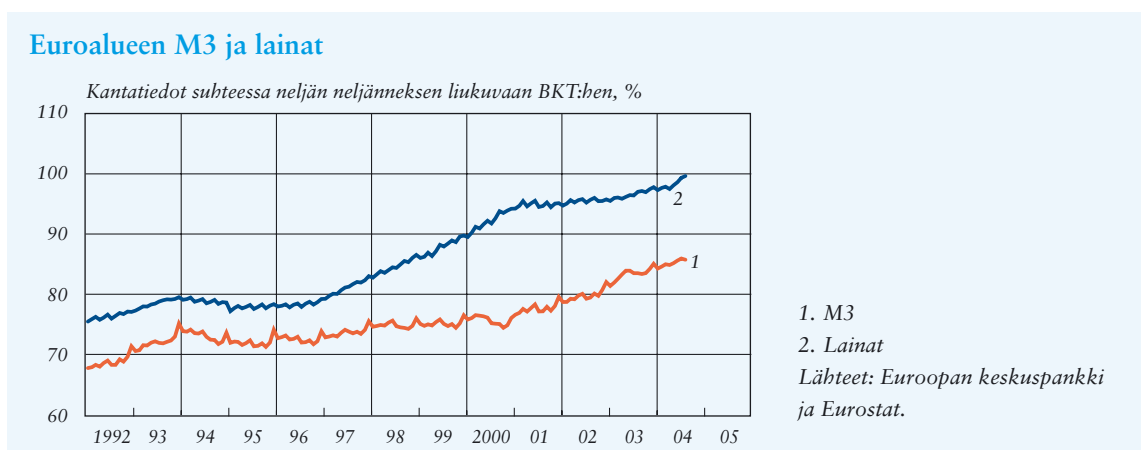
ajan, kun euro on ollut käytössä.

Euroalue ei kuitenkaan ole velkaantunut muuhun maailmaan nähden. Viime vuosina laaja rahamäärä M3 on lisääntynyt ajoittain jopa 7–8 prosentin vuosivauhtia, ja rahamäärän suhde BKT:hen on kasvanut selvästi (kuvio 2). Vuosituhannen vaihteen talouskasvuun liittyi voimakas, noin 10 prosentin vuosivauhtia edennyt pankkiluottojen kasvu, joka on kuitenkin viime vuosina maltillistunut.

Kuvio 1.



Kuvio 2.



Japanin suppea rahamäärä M1 melkein kaksinkertaistui vuodesta 1996 vuoteen 2002. Samana aikana kokonaistuotannon arvo kuitenkin aleni. Japanin pankkien yleisöluottojen kanta supistui, osin roskaluottojen siivoamisen vuoksi. Rahamäärän kasvu selittyi julkisen sektorin luototuksen ja valuuttainterventioiden kautta. Likviditeetin lisäys on ollut tietoista talouden elvyttämistä.

Kiinassa hinnat ovat pitkän deflaatiokauden jälkeen viime aikoina nousseet, ja maan vahva, noin 8–9 prosentin talouskasvu on vaikuttanut myös raaka-aineiden hintojen maailmanlaajuiseen nousuun. Rahoituserät ovat kasvaneet Kiinassa jo kansainvälisesti vertaillen erittäin suuriksi. Laaja rahamäärä vastaa noin kahden vuoden ja luottokanta puolentoista vuoden kokonaistuotannon arvoa. Kiinan ongelma on se, että suuri osa luotoista jää hoitamatta ja pankit ovat vaikeuksissa. Kiinan rahatalou-

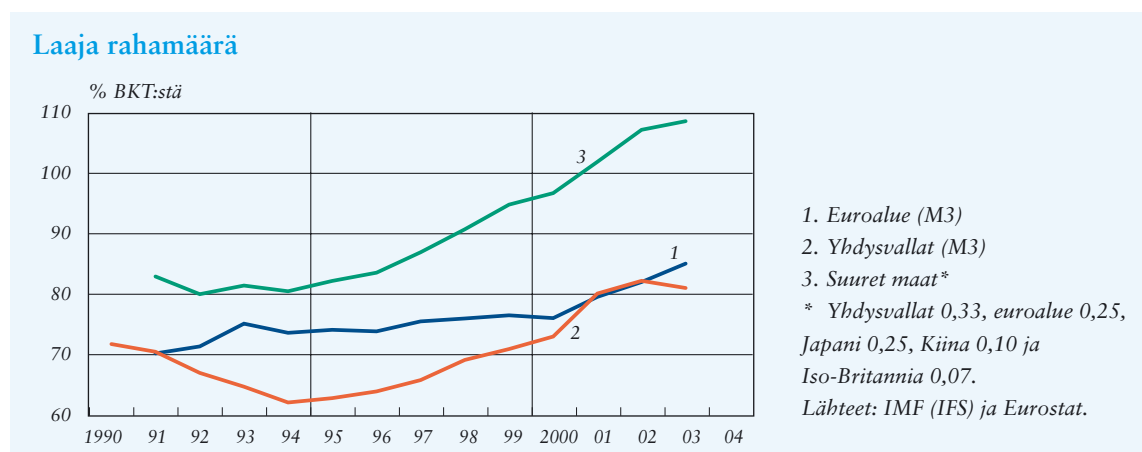
den hallinta vaatineekin säännöstelyn jatkamista toistaiseksi.

Pienempien maiden rahoituska-
vuissa on eroja, mutta maailman likviditeetti on nyt joka tapauksessa runsas ja talouksien velkaantuneisuus yleisesti suuri. Maailman koko rahamäärää ei voi mm. instituutioiden erojen ja valuuttakurssiongelmien vuoksi yksikäsitteisesti laskea. Rahamäärien kasvuvauhdit voinee kuitenkin kohtuullisesti yhdistää, ja se on tehty tässä painottamalla eri maiden laajan M3:n (BKT-osuuden) kehitys seuraavasti: Yhdysvallat 33 %, euroalue 25 %, Japani 25 %, Kiina 10 % ja Iso-Britannia 7 %. Markkinahinnoin nämä maat kattavat yli ¾ maailmantaloudesta ja ostovoimakorjattuinkin ⅔.

Näin laskettuna suurten maiden laaja rahamäärä on kasvanut kymmenessä vuodessa 80 prosentista noin 110 prosenttiin BKT:stä (kuvio 3). Kasvu on ollut raju viime vuosina. Luottojen kehitys on samantapainen.

Maailman likviditeetti on runsas ja talouksien velkaantuneisuus suuri.

Kuvio 3.



Halpamaiden hintakilpailu ei ole tilapäistä, vaan näyttää tulevaisuudessa pikemminkin laajenevan.

Hintojen ristipaineet ja velkaantuminen

Löysä rahapolitiikka on perustunut inflaatiopaineiden vähäisyyteen, joka paljolti johtuu hintakilpailun kiristymisen ja tuottavuuden kasvun aikaansaamasta teollisuustuotteiden hintojen laskusta. Maailmankaupan vapautumisen myötä Aasian kehittyvät taloudet, itäinen Eurooppa, Meksiko ja muut halpamaat kilpailevat lisääntyvästi kehittyneiden maiden markkinoilla.

Runsaan ja halvan työvoiman maissa, erityisesti Kiinassa, tuottavuuden paraneminen ei siirry palkkilpailun vuoksi kohoavina reaali-palkkoina työntekijöille kuin osittain. Tuottavuushyöty siirtyy hintaetuna laajasti kuluttajille, myös länsimaiden kuluttajille. Tuontihintojen laskun ohella kehittyneiden maiden hintaindeksejä on painanut avoimen sektorin varovaiseksi muuttunut hinta- ja palkkapolitiikka. Hinnoitteluvoima on siltä laajasti kadonnut, ja tämä on kannustanut tuottavuuden kohentamiseen.

Halpamaiden kilpailu vaikuttaa suhteellisiin hintoihin. Se on reaalityöläinen ilmiö, eikä siihen rahapolitiikalla voida juuri vaikuttaa. Rahapoliittinen elvytys on tässä tilanteessa saanut länsimaissa aikaan asuntojen hintojen nousukierteen. Japanissa rahapolitiikalla on pyritty irti deflaatiokierteestä. Näin velkaantuneisuus on lisääntynyt ja likviditeetti on paisunut runsaaksi.

Halpamaiden hintakilpailu ei ole tilapäistä, vaan näyttää jatkossa

pikemminkin laajenevan. Kiinan ja Intian hintakilpailu voi jatkua jopa vuosikymmeniä, koska niiden alityöllistetty työvoimareservi on satoja miljoonia. Hyvän tulotason maat eivät voi vastata tähän kilpailutilanteeseen pysyvästi löysällä rahapolitiikalla, vaan niiden on reaalisesesti sopeuduttava maailmantalouden uuteen kilpailuasetelmaan.

Muuhun maailmaan nähden vahvana pidetty kysyntä on saanut Yhdysvallat velkaantumaan nopeasti. Koska vaihtotaseiden muutosten summa koko maailman tasolla on nolla, muiden maiden vaihtotaseet ovat yleisesti vahvistuneet. Suurissa maissa näin ei ole tosin merkittävästi käynyt, osin siksi, että energian hinnan nousu on kerryttänyt ylijäämiä öljyntuottajamaille.

Nyt Yhdysvaltain talousyksiköt ovat monilta osin ylivelkaantuneita sekä kotimaahan että ulkomaille – tosin onnekseen omassa valuutasaan. Velkaongelmia ei vielä merkittävästi esiinny, mm. koska korot ovat yhä alhaalla. Japanissa ja Kiinassa on jo valmiiksi laaja hoitamattomien luottojen ongelma. Euroopassakin velkavarannot ovat useimmissa maissa kasvaneet voimakkaasti, mutta kokonaisuutena euroalueen rahoitus-tilanne on vakaampi.

Pelkkä yleiseen inflaatioon keskittyminen ei ehkä tässä tilanteessa riitä monissa maissa rahapolitiikan perusteeksi. Rakenteelliseen velkaantumisen- ja likviditeettikehitykseen joudutaan kiinnittämään lisääntyvästi

huomiota. Trendinomaisia rahoitusrakenteiden ongelmien kasautumisia ei pitäisi sallia.

Mikä korjaa epätasapaino-ongelmat?

Yhdysvalloissa vallitsee laajasti hyvin myönteinen näkemys maan oman talouden kehityksestä. Tämän mukaan maan velkaantuminen osoittaa pikemminkin talouden vahvuutta, joka on saanut ulkomaiset sijoittajat investoimaan Yhdysvaltoihin. Tuntuvaan velkaantuminen ei ole ongelma, jos reaali-investointien tuotot ovat jatkuvasti suuremmat kuin ulkomaiselle rahoitukselle maksetut korvaukset. Vaihtotaseen ja julkisen talouden alijäämät eivät ole liiallisia, jos elvytys jää tilapäiseksi ja muun maailman kysyntä ennen pitkää kasvaa.

Tämä optimistinen skenaario voisi pitää paikkansa, mikäli sijoitukset olisivat kohdistuneet vahvoihin yrityksiin. Näin olikin aikaisemmin, erityisesti ns. teknologiahuuman aikana, mutta viime vuosina sijoitukset ovat kohdistuneet ennen muuta nopeasti kasvaneeseen Yhdysvaltain julkiseen velkaan. Kasvava osa sijoituksesta on tullut Aasian keskuspankeista. Niitä koskeva intressi on ollut valuutapolitiittinen ja varsin riippumaton amerikkalaisten yritysten näkymistä.

Yhdysvaltain rahoitusongelmat lisääntynevät hiljalleen. Sijoitusvirta ulkomailta amerikkalaisiin yrityksiin ei helposti kasva yhtä huomattavaksi kuin parhaina vuosina. Maailmanta-

louden kysynnän kasvuhuippu lienee jo takanapäin, mistä syystä on vaikea nähdä, että jostakin tulisi lähiaikoina sellainen lisäkysyntä, joka vetäisi Yhdysvaltain viennin kovaan kasvuun.

Velan jatkuva kasvu lisää Yhdysvaltain ja sen myötä muidenkin talouksien häiriöalttiutta. Vaikeudet eivät näy välttämättä dollarin tai Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoiden kriisinä, vaan pikemminkin niin, että Yhdysvalloissa ylivelkaisten talousyksiköiden säästäminen lisääntyy. Tämä näkyisi luottojen kysynnän vähenemisenä, omaisuuden hintojen laskuna ja talouskasvun vaimenemisena.

Dollarin asema varantovaluuttana helpottaa Yhdysvaltain ongelmia. Sen ansiosta Yhdysvalloilla ei ole juuri kansainvälistä likviditeettiriskiä eikä myöskään valuuttakurssiriskiä, joka on ulkomaisilla sijoittajilla, näiden joukossa keskuspankeilla. Keskuspankit tarvitsevat dollareita varantoihinsa, mistä syystä on luontevaakin, että Yhdysvallat on vähän alijäämäinen. Ulkomaat saavat dollareita vain Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän tai amerikkalaisten ulkomaille tekemien sijoitusten kautta. Maailma tarvitsee dollareita, mutta niitä ei saisi tulla liikaa.

Valuuttansa antamista eduista huolimatta Yhdysvaltain on pakko pyrkiä taittamaan velkaantumiskierreensä lähivuosina. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi Yhdysvallat näyttää kuitenkin olevan varsin haluton kiristämään merkittävästi finanssi- ja

Maailma tarvitsee dollareita, mutta niitä ei saisi tulla liikaa.

Dollarin kurssi riippuu hyvin paljon Yhdysvaltain talouspolitiikasta.

rahopolitiikkaansa. Jos kotimainen säästäminen ei talouspolitiikan ansiosta lisäännä, velkaantumisen taittuminen edellyttää epäilemättä dollarin valuuttakurssin tuntuva heikkenemistä. Tällöin joutuu kuitenkin kysymään, mihin valuuttoihin nähden dollari heikkenee. Kiina, Japani ja monet muutkin maat ovat toistaiseksi estäneet valuuttansa selvän vahvistumisen dollariin nähden.

Euroopassa on pelätty, että keltu euro joutuu kantamaan koko kuorman. Tosiasiassa kuitenkin euroalueen osuus Yhdysvaltain ulkomaankaupassa on vain noin viidennes. Suunnilleen sama on Kiinan ja Japanin yhteinen osuus. Pelkästään naapurimaat Kanada ja Meksiko vastaavat noin kolmanneksesta Yhdysvaltain ulkomaankauppaa.

Dollarin kurssi riippuu hyvin paljon Yhdysvaltain talouspolitiikasta. Dollarin huomattava heikkeneminen toisi hintapaineita. Hintavakaus varmaan halutaan säilyttää. Jos toisaalta talouden tila on heikko, politiikka voi painottua keveään suuntaan. Kiusausta tähän lisää ehkä se, että inflaation ja siihen liittyvän dollarin heikkenemisen aiheuttamat menetykset jäisivät osittain ulkomaisen velkojen tappioksi.

Aasian velkariskien arviointi on epävarmaa, koska talouskulttuuri poikkeaa länsimaisesta. Kiinan rahoitusjärjestelmä on lisäksi yhä säännöteltä, mistä syystä maa ei ole niin altis äkillisille valuuttakriiseille kuin se olisi, jos rahoitusmarkkinat ja ulko-

maisiet pääomanliikkeet olisivat vapaita. Japanin ja Kiinan kriisien todennäköisyyttä vähentää myös se, etteivät nämä taloudet ole merkittävästi velkaantuneet ulkomaille eivätkä ulkomaan valuutassa.

On mahdollista, että lähivuosina Aasian maiden valuuttojen dollari-kurssit vahvistuvat, jolloin näiden maiden tuoma kansainvälinen hintakilpailu vaimenee ainakin hetkellisesti. Valuuttakurssien muutos voi tapahtua tarkoituksellisesti, tai päätäjät joutuvat vain sopeutumaan markkinapaineisiin. Erityisesti Kiinan säännötellyt markkinat saattavat kuitenkin kestää ylikviditeettiä ja kiinteää valuuttakurssia pitkäänkin.

Asiasanat: kansainvälinen rahoitus, vaihtotase, velkaantuneisuus, likviditeetti

Jatkuuko Kiinan nopea kasvu?

27.10.2004

Kiina on noussut nopeasti maailman suurimpien talouksien joukkoon. Maan painoarvon odotetaan edelleen kasvavan, mutta talouskehitykseen liittyy myös monia haasteita.

Vuodesta 1978 lähtien nopeana jatkunut talouskasvu on nostanut Kiinan jo yhdeksi maailman merkittävimmistä talouksista.¹ Maan kokonaistuotannon reaalin vuosikasvu oli keskimäärin 9,5 % vuosina 1978–2003 (kuvio 1). Maailman suurimmaksi taloudeksi Kiinan ennustetaan kasvavan muutama vuosikymmen kuluttua.

Kiina on merkittävä tekijä maailman nykyisessä talouskasvussa. Osittain valtavan jatkojalostussektorinsa ansiosta Kiina oli vuonna 2003 Yhdysvaltojen ja Saksan jälkeen kolmanneksi suurin kauppamaa. Sen osuus maailmankaupan vuoden 2003 kasvusta oli 13 %.² EU käy ulkomaankaupastaan jo 9 % Kiinan kanssa. Yhdysvalloille ja Japanille Kiinan merkitys on tätäkin suurempi. Kiinan rooli maailman raaka-ainemarkkinoilla on erityisen tärkeä. Maa on toiseksi suurin raakaöljyn kuluttaja, ja esimerkiksi noin kolmannes kaikesta teräksestä käytetään Kiinassa.

Kiina on edelleen kehitysmaa. Henkeä kohden laskettu bruttokansantuote oli viime vuonna alle 1 000 euroa. Vaikka köyhyyttä on pystytty

merkittävästi vähentämään, Maailmanpankin mukaan edelleen 47 % kiinalaisista eli vuonna 2001 alle kahdella dollarilla päivässä.³

Investoinnit talouskasvun veturina

Kiinan talouskasvun taustalla ovat olleet sekä vahva kotimainen kysyntä että nopeasti kasvanut vienti (kuviot 1 ja 2). Viennin osuus Kiinan kokonaistuotannosta suureni vuoden 1978 alle 5 prosentista vuonna 2003 jo 31 prosenttiin. Viennin osuutta Kiinan kehityksessä ei kuitenkaan pidä yliarvioida. Suuri osa viennistä on jatkojalostusta ja kokoonpanoa, jonka Kiinaan jättämä arvonlisä on selvästi suppeampi kuin vientiluvut. Lisäksi noin 60 % Kiinan viennistä on peräisin yrityksistä, jotka ovat osittain tai täysin ulkomaisessa omistuksessa, joten merkittävä osa tuotoista siirtyy ulkomaille.

Investointien merkitys talouskasvulle on ollut Kiinassa poikkeuksellisen suuri. Kiinan investointiaste nousi vuonna 2003 jo 42 prosenttiin BKT:stä. Luku on kansainvälisesti vertailtuna erittäin suuri, noin kaksinkertainen EU:n tai Yhdysvaltojen lukuihin nähden. Investointien nopea kasvu on viimeisen vuoden aikana nostanut useiden raaka-aineiden hintoja sekä johtanut energian ja kuljetuspalvelujen ylikysyntään. Tuotantokapeikot, inflaation kiihtyminen ja ylitarjonnan mahdollinen syntyminen eräillä toimialoilla ovat huolettaneet Kiinan halli-



*Tuuli Koivu
ekonomisti
Siirtymätalouksien
tutkimuslaitos*

¹ Kiinalla tarkoitetaan tässä Manner-Kiinaa. Käsite ei pidä sisällään Hongkongin tai Macaon erityishallintoalueiden tietoja. Kiinan BKT vuonna 2003 oli noin 1,270 miljardia euroa.

² IMF Direction of Trade Statistics (kesäkuu 2004).

³ World Bank Development Indicators 2004.

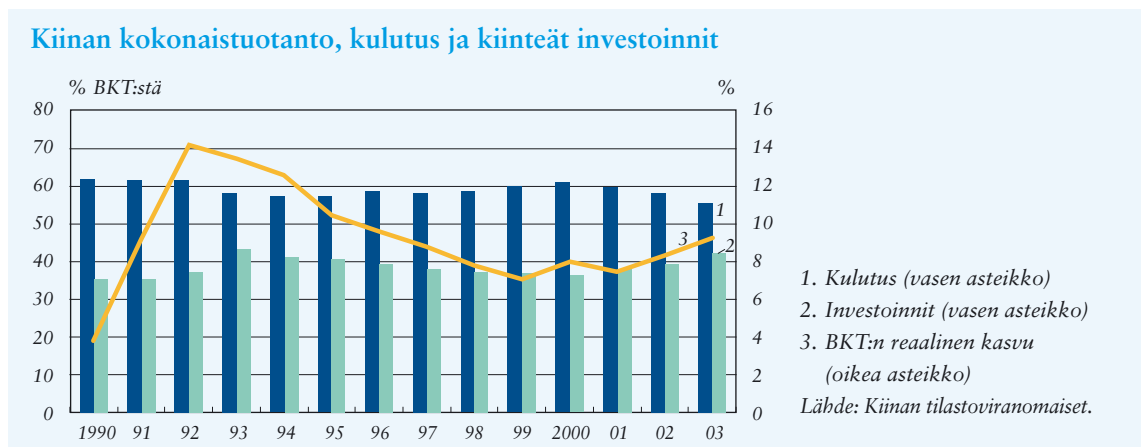
tusta, joka on pyrkinyt hidastamaan investointien kasvua monin tavoin. Lisäksi pääosan investoinneista ovat tehneet julkisessa omistuksessa olevat yritykset, joista osan arvioidaan olevan hyvin tehottomia. Tällöin suuri osa investoinneistakin voi osoittautua kannattamattomiksi.

Kotimaisen kulutuksen merkitys talouskasvun taustatekijänä on myös ollut tärkeä. Käytävissä olevien tulojen kasvu on lisännyt kulutuskysyntää nopeasti varsinkin rannikkoseudulla.

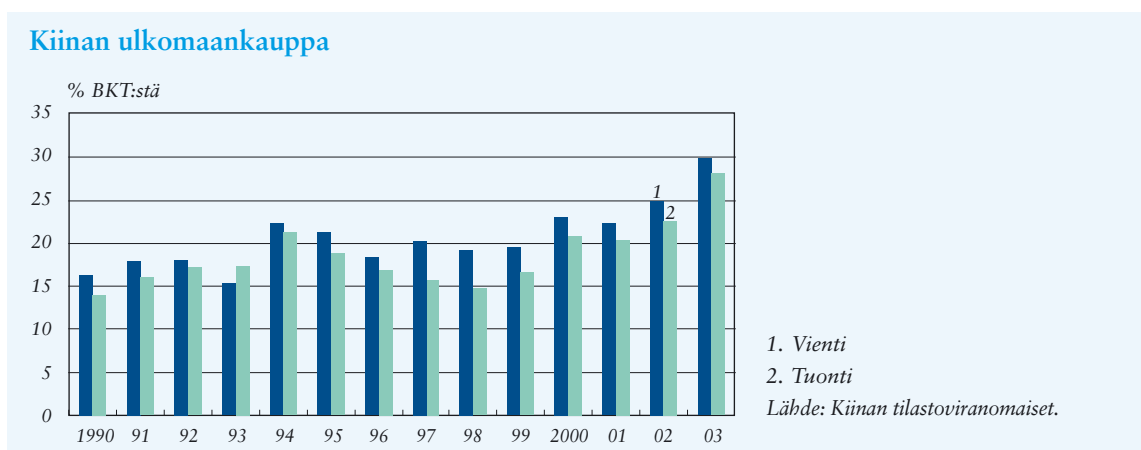
Talouskasvun jatkumiselle on hyvät edellytykset

Asiantuntijat ovat lähes yksimielisiä siitä, että Kiinan talouskasvu tulee jatkumaan vahvana ainakin seuraavien noin 20 vuoden ajan. Odotukset perustuvat Kiinan hyviin mahdollisuuksiin parantaa taloutensa tehokkuutta ja kasvattaa tuotantoa varsinkin kohdentamalla suuri työvoimansa aiempaa tehokkaammin. Kiinan odotetaan myös hyötyvän entistä tiiviimmästä integroitumisestaan maailmantalouteen.

Kuvio 1.



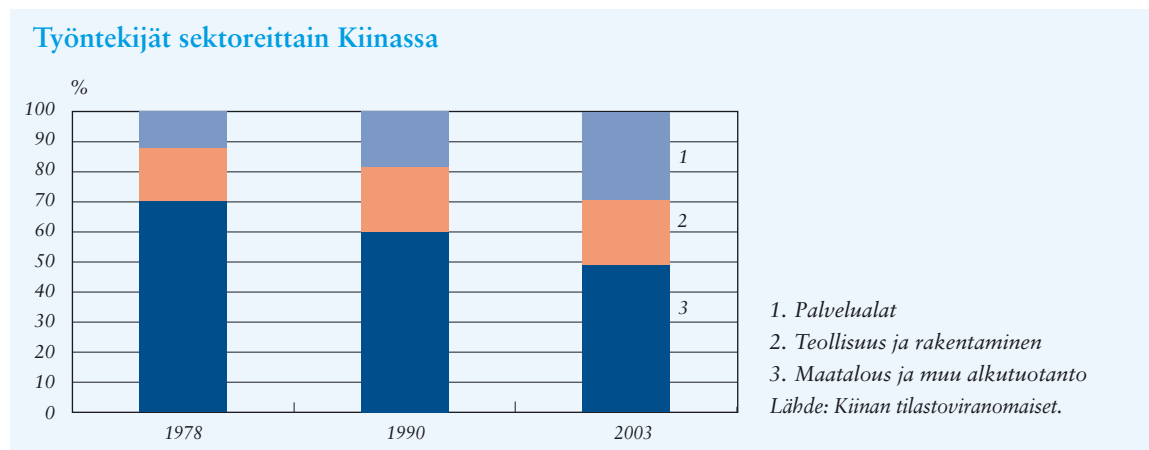
Kuvio 2.



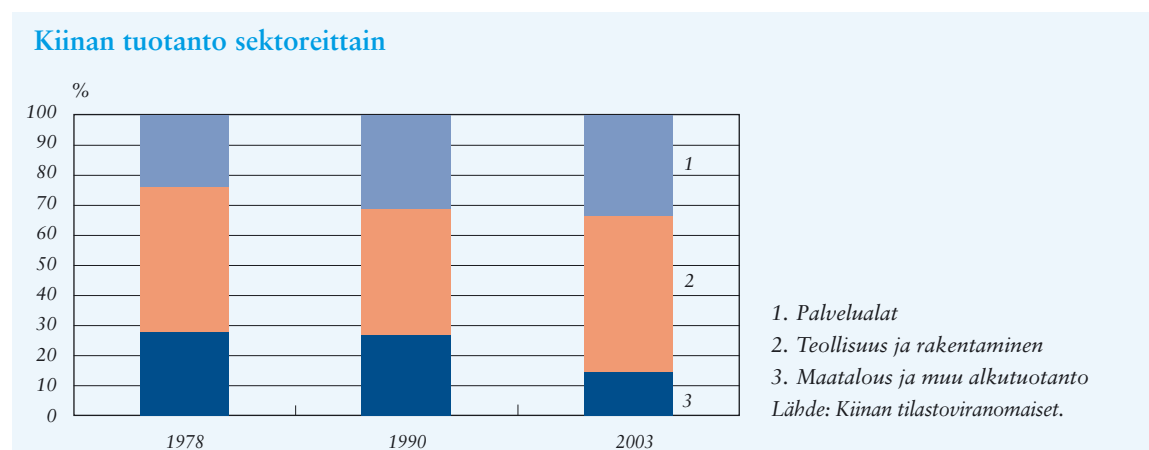
Suurin ero Kiinan ja muiden erittäin nopeita kasvujaksoja kokeneiden maiden välillä on väestön koko. Kiinan 1,3 miljardin väestöstä yli 750 miljoonaa asuu edelleen maaseudulla. Maaseudun asukkaista merkittävä osa elää köyhydessä. Jopa 300 miljoonan ihmisen uskotaan olevan edelleen alityöllistettyjä. Työvoimasta lähes puolet toimii maataloussektorilla, jonka osuus kokonaistuotannosta on alle 15 % (kuviot 3 ja 4). Talouden tehokkuus parantuu, kun väestö siirtyy

paremman elintason perässä kaupunkeihin aiempaa tuottavampiin töihin, usein ulkomaalaisomisteisiin yrityksiin. Voimakkaan muuttoliikkeen maaseudulta kaupunkeihin uskotaan kestävän vielä vähintään parikymmentä vuotta. Erotuksena monien muiden Aasian maiden kehityskaareen onkin, että kouluttamattoman työvoiman palkkatason odotetaan pysyvän Kiinassa vielä pitkään suhteellisen matalana, vaikka koulutetun työvoiman palkat ovat nousseet jo usean vuoden ajan.

Kuvio 3.



Kuvio 4.



Halvan työvoiman tarjonta ei ole Kiinassakaan rajatonta.

Vastoin tätä yleistä arviota viime kuukausina on saatu tietoja työvoimapolusta Helmijoen suistoalueella, Etelä-Kiinassa. Alue on tunnettu suuresta määrästä jatkojalostus- ja kokoonpanoyrityksiä, joista monet ovat ulkomaalaisten omistamia. Kiinan viranomaisten syyskuussa 2004 tekemän tutkimuksen mukaan alueen tehtaot kärsivät jopa 2 miljoonan työntekijän vajauksesta. Vaikka ongelma ei jääne pysyväksi, se kertoo, ettei halvan työvoiman tarjonta ole Kiinassakaan rajatonta. Työvoimapula on kohdannut lähinnä yrityksiä, joiden työntekijöilleen maksama kuukausipalkka jää alle 70 euron, kun teollisuuden keskipalkka Kiinassa on noin 100 euroa. Siirtotyöläisten virta maaseudulta näihin matalan palkkatason yrityksiin on hidastunut, kun tulot maaseudulla ovat viimeisen vuoden aikana nousseet selvästi. Lisäksi samoista työntekijöistä kilpailevat myös muut Kiinan nopeasti kasvavat rannikkoalueet. Yritysten onkin nostettava palkkojaan, jotta ne onnistuvat houkuttelemaan riittävästi työvoimaa maaseudulta tehtaisiin.

Työvoiman siirtymistä maaseudulta kaupunkiin hankaloittaa myös siirtotyöläisten erittäin heikko asema yhteiskunnassa. Jos noin 100 miljoonan siirtotyöläisen joukkoa aiotaan kasvattaa, olisi yhteiskunnan turvattava näille työntekijöille perusoikeudet. Suotavaa olisi, että nyt havaittu työvoimapolu rannikkoseudun nopeimmin kehittyneillä alueilla johtaisi tehtaiden ja tuotannon leviä-

miseen kauemmas sisämaahan, jossa edullista työvoimaa on vielä tarjolla. Tämä tasapainottaisi kehitystä alueiden välillä.

Työvoiman tuottavuutta parannetaan Kiinassa myös koulutusta lisäämällä. Keskushallinto on lisännyt erityisesti korkeakoulutuksen saaneiden työntekijöiden määrää huomattavasti. Sen sijaan peruskoulutukseen Kiina käyttää kansainvälisesti vertailtuna vain vähän varoja.⁴

Kiinan talouskehitystä tukee maan korkea säästämisaste. Vastoin yleistä käsitystä, Kiinan poikkeuksellisen suuret investoinnit on tähän asti rahoitettu kotimaisin säästöin. Lisäksi vuonna 2003 ulkomaisia suoria investointeja tehtiin Kiinaan noin 50 miljardin euron edestä. Niiden osuus kaikista investoinneista oli kuitenkin alle 10 %. Toisaalta on monia syitä, miksi ulkomaiset investoinnit ovat selvästi tehokkaampia kuin kotimaiset.

Kiinan talouskehitys hyötyy tulevaisuudessa maan entistä tiiviimmästä integroitumisesta maailmantalouteen. Kiinasta tuli Maailman kauppajärjestön WTO:n jäsen joulukuussa 2001. Jäsenyyssitoumusten mukaisesti Kiina avaa markkinoitaan ulkomaisille yrityksille asteittain siirtymäaikojen sallimissa rajoissa. Samalla kiinalaisyriyten pääsy muiden maiden markkinoille on helpottunut. Tämän kansainvälistymisen odotetaan edelleen tehostavan Kiinan taloutta merkittävästi. Jo tähän mennessä ulko-

⁴ World Bank Development Indicators 2004.

maisten yritysten mukanaan tuoma kilpailun koveneminen on useiden tutkimusten mukaan lisännyt tehokkuutta ja tuottavuutta Kiinassa.⁵ Kiina on myös erittäin aktiivinen pyrkiesään soveltamaan ulkomaisten yritysten kehittämiä huipputekniikan menetelmiä mahdollisimman tehokkaasti omassa tuotannossaan ja näyttää näin hyötyvän kiinniottajan roolistaan. Tutkimus- ja kehitysmenot ovat Kiinassa nykyisin yli 1 % BKT:stä eli melko suuret muihin saman tulotason maihin verrattuna. Suuri osa rahoituksesta tulee kuitenkin valtiolta, ja kiinalaisyritysten tutkimustoiminta on vielä vähäistä.

Useita vaikeita ongelmia ratkaistavana

Kiinan talouskehitykseen kohdistuu kuitenkin myös monia haasteita. Ympäristö- ja terveysongelmat haittaavat kehitystä jo nykyisin. Energia-sektoria täytyy uudistaa ja laajentaa, sillä tehtaot ovat joutuneet sopeuttamaan tuotantoaan sähkökatkoksiin viimeisen vuoden aikana useimmilla Kiinan alueista.

Erityisen suuri haaste on yhteiskunnallisen vakauden säilyttäminen. Tuloerot ovat kasvaneet nopeasti viimeisten 25 vuoden aikana. Tulonjako kuvaava Maailmanpankin ns. gini-indeksi oli Kiinan tapauksessa 44,7 vuonna 2001. Kiina sijoittui

samoille sijoille Bolivian ja Norsunluurannikon kanssa.⁶ Tuloeroja on Kiinassa usealla eri tasolla: rannikko-seudun ja köyhien läntisten maakuntien välillä, kaupunkien ja maaseudun välillä sekä kaupunkien ja maaseudun sisällä. Nykyinen hallitus on ottanut tavoitteekseen elintason kohentamisen erityisesti maaseudulla. Aiemmin alueellista kehitystä ei pyritty tasapainottamaan julkisin varoin lainkaan.

Hallituksen tavoitteena on kokonaistuotannon 7 prosentin kasvu vuosittain. Tämän kasvuvauhdin on laskettu takaavan riittävästi uusia työpaikkoja yhteiskunnallisen vakauden säilyttämiseksi. Uusia työpaikkoja on luotava paitsi maaseudulta tulevalle väestölle myös suurelle osalle valtionyhtiöiden työntekijöitä. Melko tehokkaan vientisektorin rinnalla Kiinassa toimii vielä erittäin laaja tehoton kotimainen sektori, johon valtion omistamat yli 150 000 yritystä kuuluvat. Tulevina vuosina työntekijöiden määrää näissä tervehdyttämisen tarpeessa olevissa yrityksissä on karsittava selvästi. Nykyisin kaupunkien työttömyysaste on virallisten tilastojen mukaan vain runsaat 4 %, mutta todellisuudessa kaupunkien työvoimasta arvellaan työttömänä olevan 10–15 %.

Yhteiskunnallista vakautta heikentää myös Kiinan sosiaaliturvan heikkous. Sosiaaliturva on varsinkin maaseudulla lähes olematon. Väestörakenteen nopea muutos tuo suuria

Yhteiskunnallisen vakauden säilyttäminen on yksi Kiinan talouskehityksen haasteista.

⁵ WTO-jäsenyyden vaikutuksista Kiinan talouskehitykseen on tehty useita tutkimuksia. Yhteenvedon niistä, ks. "China's Growth and Integration into the World Economy", IMF (2004).

⁶ World Bank Development Indicators 2004.

*Hoitamattomien
luottojen suuri
määrä on ongelma
Kiinan taloudelle.*

haasteita eläkejärjestelmään. Nykyisin järjestelmän piiriin kuuluu vain pieni osa kaupunkien asukkaita, ja maaseudulla lapset ovat perinteisesti elättäneet eläkeikäiset vanhempansa. Lähi vuosikymmeninä Kiinan väestö alkaa kuitenkin ikääntyä nopeasti nyt jo osittain unohdetun yhden lapsen politiikan ansiosta, eivätkä lapset enää pysty huolehtimaan vanhemmistaan.

Tulevan talouskehityksen kannalta myös keskushallinnon ja paikallistason väliset suhteet ovat tärkeä kysymys. Periaatteessa keskushallinnolla on paljon valtaa paikallistason nähdessä. Käytännössä valta on kuitenkin siirtynyt huomattavasti alueille, ja suuri osa paikallisjohtajista vaikuttaa suhtautuvan keskushallinnon ohjeisiin ja määräyksiin yliolokaisesti. Tänä vuonna, kun keskushallinto on pyrkinyt investointien kasvun hidastamiseen, keskushallinnon investoinnit kasvoivat tammi-elokuussa vain 4 % viimevuotisesta. Samalla paikallishallinnon alaiset investoinnit lisääntyivät peräti 26 %. Osittain ilmiön uskotaan liittyvän korruptioon sekä paikallistason virkamiesten heikkoon koulutustasoon. Tulevan talouskehityksen kannalta paikallishallinnon tason parantaminen onkin tärkeä tehtävä.

Kiinan julkisen talouden velka on kansainvälisesti vertailtuna pieni, noin 20 % BKT:stä. Suhteutettuna julkisen talouden tuloihin, jotka olivat vuonna 2003 vain 18 % BKT:stä, velkamenot ovat kuitenkin tuntuvat. Julkista velkaa tulevat todennäköisesti lähivuosina lisäämään rahoituslai-

tosten hoitamattomat luotot. Pääosa Kiinan pankeista on edelleen valtion omistuksessa, ja pankit ovat perinteisesti toimineet osana poliittista järjestelmää. Luottopäätöksiä on usein tehty muilla kuin markkinalähtöisillä perusteilla, minkä seurauksena suuri osa luotoista on jäänyt hoitamatta. Hoitamattomien luottojen ongelma on koko talouden kannalta merkittävä, sillä Kiinan pankkisektori on erittäin suuri. Kaikkien pankkiluottojen määrä on noin 140 % BKT:stä. Virallisten tietojen mukaan hoitamattomien luottojen määrä on noin 20 % BKT:stä, mutta kansainväliset luotto- luokituslaitokset ovat arvioineet niiden määrän olevan todellisuudessa jopa kaksinkertainen.

Kaikki nämä uhkatekijät yhdessä tekevät Kiinan tulevan talouskehityksen tarkan arvioinnin vaikeaksi. Hyvin poikkeuksellinen saavutus olisi, jos nopeaa kehitystä eivät välillä rikkoisi merkittävätkin suhdannevaihtelut. Mikäli Kiina kuitenkin onnistuu suurten rakennemuutosten toteuttamisessa ja yhteiskunnallisen vakauden säilyttämisessä, on nopean kasvun jatkumiselle erittäin hyvät edellytykset.

Asiasanat: Kiina, maailmantalous, taloudellinen kasvu, makrotalous

Arvopaperiselvityksen nykytilanne ja tulevaisuudennäkymät

16.11.2004

Euroopan unionissa panostetaan siihen, että arvopaperikauppojen selvitys- ja toimitusprosessit toimisivat tulevaisuudessa nykyistä kitkattomammin ja että ulkomaisien arvopapereiden hankintakustannukset pienenisivät. Tämä edellyttää suuria rakennemuutoksia näihin prosesseihin ja sääntelyn modernisoimista.

Miksi arvopaperikaupan selvitys- ja toimitusprosessit ovat tärkeitä?

Arvopaperikauppojen selvitys (clearing) ja toimitus (settlement) prosesseineen ovat keskeisessä asemassa EU:n rahoitusmarkkinoiden integraation edistämässä, vaikka infrastruktuurin kehittäminen ei kuulunut alkuperäiseen rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmaan (Financial Services Action Plan, FSAP). Tänä vuonna aihepiiri on tullut yhdeksi EU:n laajimmin käsitellyistä tehostamiskohteista. Tutkimukset ovat osoittaneet, että tältä alueelta olisi saatavissa suuria reaalityöläisiä hyötyjä sisämarkkinoiden toteutuessa. Innovaation ja kilpailun varmistaminen on siten tärkeä tavoite tässäkin yhteydessä.¹

Arvopaperikaupan selvitys- ja toimitusinfrastruktuuriin kuuluvia peruspalveluja tarvitaan aina kun sijoittajien osto- ja myyntinoteerausten perusteella syntyy arvopaperikauppa, jonka rahatoimituksen tulisi päättyä myyjälle ja kaupan kohteena olevien

arvopapereiden vastaavasti ostajalle. Tämän jälkeen ostajan tulee vielä varmistua omistustensa turvallisesta säilytyksestä. Kotitalouksien säästämisen kanavoituessa enenevässä määrin arvopaperimarkkinoille joko suoraan tai erilaisten sijoitusrahastojen kautta tehokkaiden ja turvallisten peruspalveluiden tarve korostuu.

Hyvin suunnitellut arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät ovat keskeinen osa infrastruktuuria ja vähentävät rahoitusmarkkinoiden kriisialttiutta. Eri maiden järjestelmien yhteensopivuus alentaa välillisesti rahoituksen hintaa, koska se syventää arvopaperimarkkinoiden likviditeettiä.

Infrastruktuuripalvelujen tuottajien välisen yhteistyön tukeminen ja näiden palvelujen markkinavetoinen konsolidointi helpottavat rahoitusta tarvitsevien yritysten ja globaalistiuvan maailman sijoittajia palvelevien välittäjien työtä. Tästä koituvien hyötyjen tulisi puolestaan kanavoitua sekä loppusijoittajille että arvopapereita liikkeeseen laskeville yrityksille.

Sijoittajien potentiaalisia hyötyjä ovat nykyistä paremmat tuotot suhteessa otettuihin riskeihin, sijoitussalkun hajautusmahdollisuuksien lisääntyminen ja välityspalkkioiden pieneminen välittäjien kilpailun myötä.² Keskeinen ongelma – johon komissio on äskettäin tarttunut – on se, että tätä aluetta koskevaa yhdenmukaistettua EU-lainsäädäntöä ei ole olemassa.



*Kari Korhonen
toimistopäällikkö
rahoitusmarkkinaosasto*

¹ Koskenkylä (toim.) 2004, erityisesti luku 5.

² Hirata de Carvalho 2004.

Arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät vaikuttavat keskeisesti rahoitusjärjestelmän vakauteen ja osapuolten tasavertaisuuteen rahoitusmarkkinoilla.

Euroopan keskuspankki ja kansalliset keskuspankit ovat vuosittain arvioineet yhteisten vaatimusten pohjalta euroalueen arvopaperikeskusten selvitys- ja toimitusjärjestelmät, koska näitä järjestelmiä tarvitaan rahoituksen tehokkaan ja turvallisen toteutuksen varmistamiseksi. Keskuspankit tekevät yhteistyötä muiden viranomaisten ja markkinatoimijoiden kanssa, koska ne ovat sitoutuneet edistämään Euroopan rahoitusmarkkinoiden ja markkinainfrastruktuurin laajamittaista yhdentymistä. Arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät vaikuttavat keskeisesti rahoitusjärjestelmän vakauteen ja osapuolten tasavertaisuuteen rahoitusmarkkinoilla.³

Nykyinen infrastruktuuri

Arvopaperikaupan selvitys- ja toimitusinfrastruktuuri käsittää keskeiset arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmät sekä arvopaperiemissioiden ja arvopapereiden hallinnan (mukaan lukien panttioikeuksien) rekisteröinnin. Näissä järjestelmissä myös tuotetaan palvelut, jotka liittyvät suoraan arvopapereiden liikkeeseenlaskuun ja omistamiseen. EU:ssa samoja tai varsin samankaltaisia palveluita tarjoavat monentyyppiset toimijat, joiden toiminnan kannustimet voivat olla hyvinkin erilaiset. Näitä palveluntarjoajia voivat olla mm. liikepankit, pankkilisenssillä toimivat arvopaperikeskukset ja kansallisesti säännelty

perinteiset arvopaperikeskukset kuten vaikkapa Suomen Arvopaperikeskus. Osa palveluntarjoajista on pörssilistattuja, kun taas toiset eivät tavoittele voiton maksimointia. Osa instituutioista on käyttäjäomisteisia, osa taas yksittäisen laitoksen, kuten pörssin operaattorin, omistuksessa. Esimerkiksi arvopaperikeskusten ja pankkien tehtävät vaihtelevat huomattavasti kansallisen lainsäädännön erojen takia. Lisäksi eräiden palvelujen mahdolliset suuret tuottomarginaalit ovat luoneet merkittäviä toimialaliikumia alalla.

EU:ssa on nykyisin – Irlantia ja Maltaa lukuun ottamatta – jokaisessa maassa vähintään yksi arvopaperikeskus. Belgiassa, Espanjassa, Kreikassa, Latviassa, Portugalissa ja Puolassa on joko kaksi tai useampia arvopaperikeskuksia. Sekä globaalien pääomamarkkinoiden että EU:n tukkumarkkinoiden kannalta keskeisiä ovat kansainväliset arvopaperikeskukset Euroclear Bank ja Clearstream Banking Luxembourg. Näiden yhteyteen on syntynyt kaksi suurta arvopaperikeskusten ryhmittymää. Muutamat pankit ovat erikoistuneet EU:n ja globaalien arvopaperimarkkinoiden kaupankäynnin jälkeisten palveluiden tuotantoon, ja niille on kehittynyt varsin keskeinen rooli selvitysosapuolina, arvopaperikeskusten ja markkinapaikkojen omistajina sekä lisäpalvelujen tarjoajina – osin jopa peruspalveluihin keskittyneiden arvopaperikeskusten kilpailijoina.

Kolmas ryhmittymä on syntyneessä Pohjoismaihin ja Baltiaan.

³ EKP 2003.

Ensimmäinen askel tähän suuntaan oli Suomen Arvopaperikeskuksen (APK) myynti Ruotsin arvopaperikeskukselle VPC:lle.⁴ Oman kokonaisuutensa muodostavat myös OMX-yhtiöön kuuluvien Baltian maiden pörssien omistuksessa olevat arvopaperikeskukset.

Muiden EU-maiden arvopaperikeskukset ovat itsenäisiä ja ilman selkeitä strategisia kumppaneita, ellei paikallisia pörssijä oteta huomioon. Osa näistä arvopaperikeskuksista odottaa EU:n oikeudellisen ympäristön yhdenmukaistamista ennen laajempia yhdistymishankkeita. Rakenteellinen hajautuneisuus ja lainsäädäntö ovat luoneet jäsenmaihin kovin

erilaisia toimintatapoja, ja tämä on omiaan heikentämään rahoitusmarkkinoiden tehokkuutta. Viimeisen vuoden aikana mm. Italian, Suomen ja Ruotsin arvopaperikeskukset ovat parantaneet asiakkailleen tarjoamaan palveluita.

Myös useissa EU:n uusissa jäsenmaissa on kansallisella pohjalla paranneltu arvopaperikeskusten palveluastetta ja luotettavuutta. Ainakin Liettuan ja Slovakian arvopaperikeskukset ovat siirtyneet uuteen selvitys- ja toimitusjärjestelmään tämän vuoden kuluessa. Latvian ja Viron arvopaperikeskusten välille on perustettu keskuspankkirahan määräinen, maksu toimitusta vastaan -periaatteella toimiva linkki, jonka on määrä tukea arvopaperimarkkinoiden integroitumista. Muista Itä-Euroopan maista ainakin Puolassa, Romaniassa,

⁴ APK:sta tuli VPC:n tytäryhtiö 30.11.2004 loppuun viedyn kaupan seurauksena. VPC-APK-ryhmän syntymistä on kuvattu Suomen Pankin Euro & talous -lehden erikoisnumerossa Rahoitusjärjestelmän vakaus, marraskuu 2004.

Taulukko.

Samaan yhtymään kuuluvat arvopaperikeskukset

Ryhmä	Ryhmään kuuluvat arvopaperikeskukset	Omistaja
Clearstream	Clearstream Banking Frankfurt AG (Saksa) Clearstream Banking Luxembourg S.A. (Luxemburg) LuxClear (Luxemburg)	Pörssioperaattori
Euroclear	CRESTCo Ltd (Iso-Britannia) Euroclear Bank S.A./N.V. (Belgia) Euroclear France S.A. (Ranska) Euroclear Netherland (Alankomaat) CIK S.A./N.V. (Belgia) Interbolsa, Sociedad Gestora de Sistemas de Liquidación e de Sistemas Centralizados de Valores Mobiliários, S.A. (Portugali)	Rahoituslaitokset ja pörssioperaattori
NCSD	Värdepapperscentralen, VPC AB (Ruotsi) Suomen Arvopaperikeskus Oy (Suomi)	Rahoituslaitokset ja pörssioperaattori
OMX:n arvopaperikeskukset	Latvian arvopaperikeskus, Latvijas Centrālais depozitārijs Liettuan arvopaperikeskus, AB Lietuvos Centrinis Vertybinio Popierio Depozitoriumas, (vähemmistöosuus) Viron arvopaperikeskus, AS Eesti Väärtpaberikeskus	Pörssioperaattori

*Merkittävät
rakenne-erot
haittaavat
kustannusvertailua
valuutta-alueiden
välillä.*

Tšekissä ja Unkarissa on rajoitettu oikeudellisia riskejä laki- ja sääntömuutoksilla. Ulkomainen mielenkiinto näiden maiden arvopaperikeskukseen on toistaiseksi ollut vähäisempää kuin maissa toimiviin pörssiin kohdistuva kiinnostus. Muutamissa maissa valtio tai muut viranomaiset omistavat vielä keskeisiä osuuksia arvopaperikeskuksista, ja tämä johtuu osin mm. yleisvalvontavaltuuksien puutteellisuudesta. Yksityistämismuutokset ovat kuitenkin käynnistyneet.

EU:n arvopaperimarkkinoiden rakennetta verrataan usein Yhdysvaltojen vastaaviin markkinoihin, jotka ovat hyvin kehittyneet. Yhdysvaltojen arvopaperikaupan selvitys- ja toimitusjärjestelmien infrastruktuuri on kuitenkin paljon eurooppalaista keskittyneempi ja palvelujen tuotanto keskittyy pääasiallisesti kahteen selvitysyhteisöön. Markkinaosapuolten ja kauppapaikkojen omistama DTCC-konserni (The Depository Trust & Clearing Corporation) ylläpitää järjestelmiä, joiden kautta osakekaupat ja yksityisen sektorin joukkolainoilla tehtävät kaupat selvitetään ja toimitetaan. Yhdysvaltojen keskuspankin Fedwire-järjestelmässä⁵ taas lasketaan liikkeeseen mm. valtion joukkolainat ja toimitetaan näillä tehtyjen kauppajen nettomääräiset siirrot.

Eri valuutta-alueiden arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurien suora vertailu ei kuitenkaan ole mielekästä. Yhdysvalloissa kahdella suurimmalla

säilyttäjäpankilla (JP Morgan Chase ja Bank of New York) on hyvin keskeinen asema yksittäisten kauppajien saattamisessa loppuun; monipolvinen välittäjäverkko yksityisen sijoittajan ja arvopaperikeskuksen välillä vaikeuttaa mm. kustannusvertailua varsinkin pohjoismaiseen toimintatapaan, jossa sijoittajien omistukset rekisteröidään arvopaperikeskuksessa. Yhdysvalloissa taas osakkeiden omistajarekistereitä pitävät edelleen hajautetusti joko itse yritykset tai niiden valtuuttamat välittäjät. Myös standardoitujen johdannaisien kaupankäynnin selvitys on säilynyt maassa varsin hajautuneena, vaikka yhteistyö onkin lisääntynyt kuluvan vuoden aikana.

Yhdysvalloissa ei ole saatu aikaan lainsäädännön yhdenmukaistusta osavaltioiden välillä, vaan tosiasialliset hyödyt on saatu sijoittamalla keskeiset infrastruktuuripalveluita tarjoavat operaattorit New Yorkin osavaltion lain alaisuuteen. Kilpailu palvelujen tuotannossa on siten hyvin erilaista kuin Euroopassa, jossa kilpailu perustuu vielä varsin pitkälti kansallisiin lähtökohtiin.

Tulevaisuudennäkymät

Arvopaperimarkkinoiden keskeisiä trendejä ovat teknisen kehityksen mahdollistama automaation lisääntyminen, kommunikaatiovälineiden yhdenmukaistuminen ja kaupankäynnin globalistuminen. Euroopan unionissa järjestelmien keskittyminen jatkuu arvopaperikeskusten yhdistyessä ryhmiä. Yhdistymisen taloudelli-

⁵ Fedwire Securities Service.

set realiteetit edellyttävät yhteisiä järjestelmiä ja aiempaa yhdenmukaisempia toimintatapoja. Edellä mainittu Suomen APK:n myynti Ruotsin arvopaperikeskukselle ei ole jäänyt viimeiseksi käännteeksi toimialan konsolidaatiokehityksessä. Marraskuussa Euronext-pörssioperaattori ilmoitti sopineensa Belgian arvopaperikeskuksen myynnistä Euroclear-ryhmälle. Euronextin muut kuin Brysselissä suoritettut pörssikaupat toimitettiin jo aiemmin pääasiassa Euroclear-ryhmään kuuluvissa muissa arvopaperikeskuksissa.

Euroclear-ryhmä on pisimmällä suunnitelmassaan yhdistää ryhmään kuuluvien arvopaperikeskusten tekniset järjestelmät. Nykyisin tähän ryhmään kuuluvien arvopaperikeskusten teknisten järjestelmien ylläpito on keskitetty Euroclear Bankiin. Ryhmä suunnittelee siirtyvänsä yhteen ns. järjestelmäalustaan, jolla ainakin neljän maan arvopaperikeskukset toimisivat. Tulevaisuudessa esimerkiksi Norjan tai Tanskan arvopaperikeskukset saattavat harkita saman järjestelmäalustan käyttöönottoa kuin Ruotsin ja Suomen yhdistyneet arvopaperikeskukset. Tämä lisäisi pohjoismaisten markkinoiden yhteenkuuluvuutta.

Keskusvastapuolipalveluja tuotetaan yhä selkeämmin suurten pörssioperaattoreiden ohjelmistotalojen kauppaamien järjestelmien pohjalta. Tästä on esimerkkinä vuoden lopussa

alkava Itävallan keskusvastapuolipalvelu⁶, joka perustuu Deutsche Börsen tekniikkaan. Vastaavalla tavalla LCH.Clearnetin käyttämää järjestelmäalustaa myydään muille keskusvastapuolille.

Näiden rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuripalvelujen tuottamisessa haetaan enenevässä määrin tehokkuushyötyjä uudentyypisillä ratkaisuilla. Arvopaperikeskukset ja keskusvastapuolet joutuvat siten tarkasti miettimään strategisia toimintamallejaan. Kyse ei ole ainoastaan palvelujen teknisen tuotannon keskittämisestä tai ulkoistamisesta esimerkiksi yksikkökulujen leikkaamiseksi. Varsinkin samaan ryhmään kuuluvien yhtiöiden kesken joudutaan pohtimaan, mitkä palveluista kukin kansallinen arvopaperikeskus tuottaa koko ryhmän jäsenille. Tekniset ratkaisut sallinevat sen, etteivät asiakkaat normaalioloissa voi tietää, onko jokin palvelu hankittu ryhmän ulkopuolelta vai onko se tuotettu omin ratkaisuin. Sääntelyllä saattaa olla vaikutusta esimerkiksi siihen, mitä toimintoja tuleva pohjoismainen arvopaperikeskus päätyy tuottamaan Suomessa ja mitä Ruotsissa – tai laajennuttuaan, esimerkiksi Baltian maissa.

Tehokkuuden parantaminen kansallisella tasolla tai arvopaperikeskusryhmien sisällä ei kuitenkaan ole yksin riittävää EU:n rahoitusmarkkinoiden ja talouden kilpailukyvyyn kannalta. Samalla kun infrastruktuuripalvelujen tuottamisesta kilpaillaan,

Tehokkuus on arvioitava EU:n rahoitusmarkkinoiden ja talouden kilpailukyvyyn kannalta.

⁶ Central Counterparty Austria GmbH.

Keskeisten arvopaperikeskusten selvitysmenetelmien yhteensopivuus on merkittävä haaste.

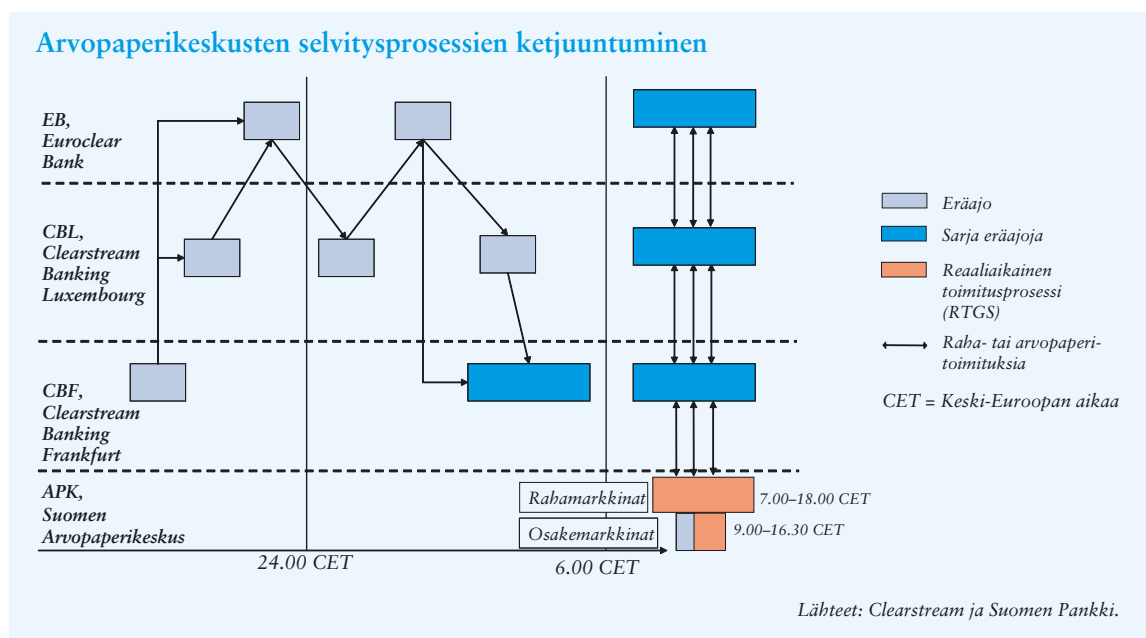
tulisi myös ryhmien välisiä yhteyksiä parantaa esimerkiksi nykyistä tehokkaammilla arvopaperikeskusten välisillä linkeillä. Arvopaperikeskusryhmien linkit ryhmän ulkopuolisiin keskuksiin pyritään keskittämään yhteen ryhmän laitoksista. Arvopapereiden toimitukset ryhmän sisäisesti voidaan hoitaa tehokkaasti, kun käytössä on sama tekninen alusta.

Arvopaperitoimitukset ketjuuntuvat helposti arvopaperikeskusten väliseksi jonoiksi siten, ettei esim. saksalainen pankki voi toimittaa myymiään arvopapereita edelleen ennen kuin se on saanut ne haltuunsa ranskalaiselta pankilta. Koko EU:n markkinoiden tulevaisuuden kannalta yksi merkittävä haaste on keskeisten arvopaperikeskusten selvitysmenetelmien yhteensopivuus. Tätä voidaan

edistää mm. yhteisillä kommunikaatiostandardeilla ja aukioloajoilla. Myös arvopaperikeskusten nykyisin paljolti eräajoihin pohjautuvat selvitysprosessit ketjuuntuvat. Kuviossa esitetään kaavio eräiden arvopaperikeskusten prosessien ketjuuntumisesta yhden vuorokauden aikana.

Kauppoja selvitetään lähes ympäri vuorokauden. Monissa arvopaperikeskuksissa pääosa prosessoinnista ajoittuu yöhön historiallisista syistä, ja mm. selvitysosapuolina toimivien pankkien tietojärjestelmät saattavat edellyttää tätä. Päivällä suoritetaan siten vain kiireisimmät toimitukset. Varsin edistyksellisten toimintatapojen ansiosta Suomen Arvopaperikeskuksen jäsenet voivat suorittaa kauppajensa toimituksen päiväsai-kaan, mikä helpottaa mm. siihen kes-

Kuvio.



keisesti liittyvää maksuliikennettä. Muutkin arvopaperikeskukset siirtyivät askelittain kohti toimintatapoja, jotka mahdollistavat mm. maiden väliset toimitukset tehokkaasti päivän kuluessa. Maiden välisten tapahtumien tehostamiseen tähtäsi Euroopan komissiota avustanut ns. Giovannini-ryhmä, joka muutamia vuosia sitten listasi 20 pahinta EU:n rahoitusmarkkinoiden syvenemisen estettä.⁷

Ketjuuntuminen ja toimintatapojen yhteensopivuus tulevat entistä tärkeämmiksi sen jälkeen, kun direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista (MiFiD)⁸ pannaan täytäntöön kansallisesti. Direktiivin myötä markkinaosapuolet saavat tietyn edellytyksin oikeuden valita, missä niiden kaupat selvitetään ja toimitetaan.

Trendinä keskusvastapuoli-selvitykseen siirtyminen

Kaupankäyntivolyymien ja kauppajen toimituksen keskittyminen samoin kuin markkinoiden globaalistuminen ovat jo johtaneet siihen, että arvopaperikaupan selvitys (clearing) on siirtynyt keskusvastapuoliyhteisöjen (central counterparty, CCP) tehtäväksi. Nämä yhteisöt voivat tukea kaupankäynnin anonyymiyttä, tehostaa selvitysosapuolille tarjottavia nettoutuspalveluja ja ennen kaikkea keskittää arvopaperikaupan vastapuoliris-

kien hallinnan. Suurin osa Keski-Euroopan osakekaupankäynnin selvityksestä on jo siirtynyt keskusvastapuolimalliin, toisin kuin Pohjoismaissa. Yhdysvalloissa keskusvastapuolimalli on ollut käytössä jo pitkään. Alueen kilpailukyky uhkaa kadota, jollei kansainvälisiä menettelytapoja omaksuta. Keskusvastapuolen käyttö saattaa tulevaisuudessa helpottaa myös Pohjoismaiden valuuttarajoista johtuvien tehostamuuksien vähentämisessä ja mahdollistaa monivaluuttaisen pörssin syntymisen.

Sääntelyn kehittäminen

Kansallisia arvopaperikeskuksia ja muuta infrastruktuuria tarvittaneen niin kauan kuin keskeisiä oikeudellisia eroja maiden välillä ei ole poistettu. Kilpailun ja markkinoiden integraation lisäämiseen tähtää Euroopan komission huhtikuussa 2004 tästä aiheesta julkaisema tiedonanto. Toisaalta kansallisia arvopaperikeskuksia saatetaan tarvita helpottamaan PK-yritysten rahoituksensaantia suoraan arvopaperimarkkinoilta ja turvaamaan kansallista kriisinhallintaa.

Rahoituskeskusten välinen kilpailu yhdentyvässä maailmassa on kovaa. Ranska on ilmeisesti aloittamassa oman arvopaperilainsäädäntönsä uudistamisen jo ennen EU:n direktiiviehdotusta.⁹

Oikeudellisen ympäristön ongelmia yritetään ratkoa myös globaalilla

Kansallisia arvopaperikeskuksia tarvittaneen niin kauan kuin keskeisiä oikeudellisia eroja maiden välillä ei ole poistettu.

⁷ Giovannini Group 2003.

⁸ Euroopan parlamentin ja EU:n neuvoston direktiivi 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinoista (toinen ns. sijoituspalveludirektiivi).

⁹ Baulot 2004.

*Suomen Pankki
kannattaa
komission aloitetta
yhdenmukaistaa
EU-alueen
sääntelyä.*

tasolla; lainvalintasääntöjen laatimis-
ta on edistetty Haagin yksityisoikeu-
den konferenssin yleissopimuksilla.
Globaali yksityisoikeuden järjestö
Unidroit¹⁰ pyrkii myös sopimaan
vuoden 2007 kuluessa arvopaperien
välillisen omistamisen yhdenmukais-
tamista koskevista säännöistä.¹¹

Oleellinen osa EU-aloitetta on
verotuskysymyksiin liittyvien ongel-
mien ratkaiseminen. Nämä ongelmat
johtuvat erilaisista menettelyistä eri
jäsenvaltioissa etenkin lähdeverokysy-
mysten osalta ja voivat osoittautua
jopa kaikkein kiperimmiksi koko EU-
hankkeen kannalta. Jäsenvaltioiden
sitoutuminen verotuksellisten esteiden
ratkaisemiseen on keskeisessä ase-
massa.

Teknisluonteisempaa arvopape-
reiden kaupankäynnin jälkeisiin toi-
mintoihin liittyvää yhteensopivuutta
viranomaiset pyrkivät edistämään
varsinkin valvonta- ja yleisvalvonta-
standardeilla¹², jotka hyväksyttiin
lokakuussa 2004. Vaikka niiden käyt-
töönotto edellyttää vielä jatkotyötä,
toimivat yleiset standardit jo nyt
suunnannäyttäjinä sille, millaisia
alueen ratkaisujen tulisi olla tai
vähintäänkin, mitä piirteitä niitä
suunniteltaessa tulisi ottaa huomioon.
Suurimittainen arvopaperikeskusten

uudelleenjärjestely EU:ssa on hanka-
laa, eikä todellisia tehokkuushyötyjä
ole tavoitettavissa ennen kuin oikeu-
dellista kehikkoa on merkittävästi
yhdenmukaistettu.

Suomen Pankki kannattaa
komission aloitetta yhdenmukaistaa
alueen sääntelyä direktiivillä. Toisaal-
ta pankki pitää myös markkinoiden
itsesääntelyn tukemista edullisena.
Etenkin välillisen omistamisen yhden-
mukaistaminen Euroopan unionissa
olisi tervetullutta. Samalla sijoittajalle
tulisi jäädä mahdollisuus arvopaperien
suoraan omistamiseen ja luottoris-
kittömän infrastruktuurin valitsemi-
seen. Arvopaperikeskusten kustan-
nukset eivät saisi jäädä liikkeeseen-
laskijoiden maksettaviksi, jotta
yritysten halukkuus järjestää emissioi-
ta EU:ssa ei vähentyisi ja jotta arvo-
paperimarkkinat eivät näivettyisi.

Sekä palvelujen tuotannon,
oikeudellisen ympäristön että vero-
tusmenettelyjen lisääntyvä yhdenmu-
kaistuminen helpottaa palvelujen ja
hintojen vertailtavuutta ja parantaa
siten kilpailua arvopaperi-infrastruk-
tuurin alueella. Tämä koituu aika-
naan koko EU:n talouskehityksen
hyväksi.

*Asiasanat: arvopaperimarkkinat,
selvitys- ja toimitusjärjestelmät,
tehokkuus, yhdentymisen, sääntelyn
kehittäminen*

¹⁰ Euroopan komission mukaan Unidroit on halli-
tusten välinen järjestö, joka tutkii keinoja yhden-
mukaistaa ja koordinoita valtioiden tai valtio-
ryhmittymien yksityisoikeutta sekä valmistelee
asteittain yhdenmukaisia yksityisoikeuden sääntö-
jä valtioiden hyväksyttäväksi. Se laatii pääasiassa
mallisääädöksiä ja toisinaan myös yleissopimuksia.

¹¹ Baulot 2004 ja Unidroit 2003.

¹² ESCB – CESR 2004.

Lähteet

- Baulot, N. (2004) Paris veut relever le défi international de l'harmonisation de règlement-livraison. La Tribune 5.11.2004.
- Clearstream (2004) Service Upgrade of the Settlement Environment. Esitys EKP:n COGESI-ryhmälle 10.11.2004.
- ESCB – CESR (2004) Standards for Clearing and Settlement in the European Union. September 2004 Report (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb-cesr-standardssecurities2004en.pdf>).
- EKP (2003) Vuosikertomus.
- Euroopan komissio (2004) Tiedonanto ”Selvitystoiminta Euroopan unionissa – Kehitysmahdollisuudet”. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Clearing and Settlement in the European Union – The way forward. COM/2004/0312 final.
- Euro & talous (2004) Rahoitusjärjestelmän vakaus. Erikoisnumero.
- Giovannini Group (2003) Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements. Huhtikuu.
- Hirata de Carvalho, C. (2004) Cross-Border Securities Clearing and Settlement Infrastructure in European Union as a Prerequisite to Financial Markets Integration: Challenges and Perspective. HWWA discussion paper 287.
- Koskenkylä, H. (toim.) (2004) Rahoitusmarkkinoiden integraatio. Suomen Pankin tutkimuksia A:107.
- Unidroit (2003) Draft convention on substantive rules regarding securities held with an intermediary. Study Group for the Preparation of Harmonised Substantive Rules on Transactions on Transnational and Connected Capital Markets. International Institute for the Unification of Private Law. Huhtikuu 2004. [Http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/draft/s-78-13prov2-e.pdf](http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/draft/s-78-13prov2-e.pdf).

Julkaisujen tiivistelmiä

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

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

E-sarjan julkaisuja

Sarja A

ISSN 1238-1683, painetut julkaisut

ISSN 1456-5943, verkkojulkaisut

Rahoitusmarkkinoiden integraatio

Heikki Koskenkylä (toim.)

A:107

ISBN 952-462-142-8, painettu julkaisu

ISBN 952-462-143-6, verkkojulkaisu

Asiasanat: rahoitusmarkkinat, integraatio, maksu- ja selvitysjärjestelmät, rakennemuutokset, sääntely ja valvonta, vakaus

Rahoitusmarkkinoiden yhdentymisellä on keskeinen merkitys EU:n kasvu- ja kilpailustrategiassa. Tämä ns. Lissabonin strategia pyrkii nostamaan EU:n maailman kilpailukykyisimmäksi talousalueeksi. Euroopan komission selvitysten mukaan rahoitusmarkkinoiden integraation laajenemisen ja syvenemisen kasvu- ja työllisyysvaikutukset ovat huomattavan suuret. Viime kädessä ne ilmenivät siten, että kotitaloudet ja yritykset saavat rahoitusta ja muita rahoituspalveluita nykyistä halvemmalla ja että tuotteet ovat monipuolisimpia ja luotettavimpia.

Rahoitusmarkkinoiden integraatio on edennyt eri sektoreilla varsin eri tahtia. Viime kädessä integraatiota vievät eteenpäin markkinavoimat. Sitä jouduttavat tekninen kehitys ja yhteinen raha, euro. Myös viranomaisilla on keskeinen rooli integraation edistämässä sekä siinä, että vakaus ja luottamus rahoitusmarkkinoiden toimintaan säilyvät. Tähän kuuluvat myös kuluttajansuojan edistäminen, rahoitusjärjestelmän rikollisen käytön estäminen sekä kilpailun edistäminen.

Integraatio on edennyt pisimmälle velkakirjamarkkinoilla ja erityisesti lyhyen rahan tukku- ja markkinoilla. Vähittäispankkitoiminnassa kehitys on ollut selvästi hitaampaa. Kotitaloudet ja pienet sekä keskisuuret yritykset käyttävät toistaiseksi varsin vähän muista maista tarjottavia rahoitus-

palveluita. Rahoitusmarkkinoita tukevassa infrastruktuurissa suurten maksujen järjestelmät toimivat jo tehokkaasti ja luotettavasti maiden välillä. Pienten maksujen järjestelmissä on vielä paljon tehostamisen tarvetta ennen kuin maksut maasta toiseen kulkevat yhtä nopeasti ja edullisesti kuin kotimaiset maksut. Arvopapereiden kaupassa selvitys ja toimitus maiden rajojen yli on edelleen tehotonta ja kallista. Kaikkia näitä puutteita maiden välisten rahoituspalvelujen saatavuudessa ja kaupassa selvitetään tällä hetkellä aktiivisesti monella EU-tason foorumilla.

Euroopan komissio on ollut varsin aktiivinen rahoitusmarkkinoiden integraation edistämässä. Myös Euroopan keskuspankki ja koko keskuspankkijärjestelmä ovat monin tavoin pyrkineet vaikuttamaan rahoitusmarkkinoiden sisämarkkinoiden syntyyn ja kehittymiseen. Yhteistyö komission ja neuvoston sekä keskuspankkijärjestelmän välillä on ollut tiivistä.

Keskustelualoitteita

ISSN 0785-3572, painetut julkaisut

ISSN 1456-6184, verkkojulkaisut

Large value payment systems – principles and recent and future developments

Timo Iivarinen

13/2004

ISBN 952-462-144-4, painettu julkaisu

ISBN 952-462-145-2, verkkojulkaisu

Avainsanat: maksujärjestelmät, trendit, RTGS-järjestelmät, suurten maksujen järjestelmät

Eurooppalaiset suurten maksujen järjestelmät ovat mittavien muutosten edessä. Koska nämä järjestelmät muodostavat koko talouden selkärangan ja perusinfrastruktuurin, on tärkeää, että muutokset tehdään huolella ja että niiden vaikutuksia seurataan tarkasti. Tässä keskustelualoitteessa tarkastellaan tätä muutosta ja pyritään antamaan käsitys

tämänhetkisestä tilanteesta. Vertailun vuoksi työssä on suppeasti tarkasteltu myös joitakin tärkeitä Euroopan ulkopuolisia suurten maksujen järjestelmiä. Lopuksi on pyritty hahmottelemaan suurten maksujen järjestelmien tulevaisuutta.

Suurten maksujen järjestelmät tulevat kokemaan lähivuosina merkittäviä muutoksia. Monessa suhteessa vaihtoehdot ovat vielä avoimia, mutta selkeitä trendejä on jo nähtävissä. Näitä trendejä ovat seuraavat: taloudellinen integraatio, viranomaisten ja Euroopan komission lisääntyvät vaatimukset yhteisen raha-markkina-alueen luomiseksi, sääntelyn suuret muutokset, tekniikan nopea kehitys, uusien jäsenmaiden liittyminen EU:hun, maksujärjestelmiin liittyvien arvoketjujen ulkoistaminen, asiakkaiden tarpeiden ja tehokkuuden korostuminen, suuria ja pieniä maksuja välittävien maksujärjestelmien rajojen hämärtyminen, uudesta TARGET 2 -järjestelmästä seuraavat merkittävät muutokset, CLS-järjestelmän toiminta-alan laajeneminen, SWIFT-järjestelmän tuleminen toimialan standardiksi sekä koti- että ulkomaisissa maksuisissa. Muun Euroopan kehitys saattaa olla Suomen kannalta epäedullista.

Asymmetric information in credit markets and entrepreneurial risk taking

Timo Vesala
14/2004

ISBN 952-462-146-0, painettu julkaisu
ISBN 952-462-147-9, verkkojulkaisu

Avainsanat: luottomarkkinat, epäsymmetrinen informaatio, etsintä, riskinotto

Tutkimuksessa tarkastellaan luottomarkkinoiden tasapainoa etsintäteoreettisessa viitekehityksessä. Lainanhakijan ja rahoittajan kahdenvälisiä neuvotteluja mallinnetaan yksinkertaisella kaupankäyntimekanismilla, jossa on mahdollista käsitellä epäsymmetristä informaatiota. Riskialttiin investoinnin onnistumistodennäköisyys on luotonhakijan yksityistä informaatiota. Rahoittaja kuitenkin havaitsee investoinnin luonteen, joka siten voi

toimia signaalina luotonhakijan tyyppistä. Täydellisen bayesilaisen tasapainon tehokkuus riippuu negatiivisesti (positiivisesti) luottomarkkinoiden tiukkuudesta (likvidiydestä). Mallin yleisessä tasapainossa, jossa luottomarkkinoiden tiukkuus määräytyy endogeenisesti, epälikvideihin markkintatasapainoihin liittyy aina liiallista riskinottoa. Koska markkinoiden tiukkuus voidaan tulkita myös osoitukseksi vähäisestä kilpailusta rahoittajien välillä, tutkimus ei tue yleisesti esitettyä teoreettista väittämää, jonka mukaan rahoitussektorin kilpailu saattaa heikentää resurssien allokoinnin tehokkuutta. Tutkimuksessa tarkastellaan myös, miten rahapolitiikan tiukentaminen lisää epäsymmetrisen informaation aiheuttamaa tehotomuutta luottomarkkinoilla.

The anticipated and concurring effects of the EMU: exchange rate volatility, institutions and growth

Michele Bagella – Leonardo Becchetti – Iftekhar Hasan
15/2004

ISBN 952-462-148-7, painettu julkaisu
ISBN 952-462-149-5, verkkojulkaisu

Avainsanat: reaalin valuuttakurssi, heilahtelut, institutionaaliset säännöt, talouspolitiikka

Vakaa valuuttakurssi sekä aiempaa yhtenäisempi talouspolitiikka ja institutionaalinen säännöstö ovat ne kaksi keskeistä vaikutusta, joita rahaliitosta tavanomaisesti odotetaan. Tässä tutkimuksessa näiden kahden vaikutuksen voimakkuutta euroalueella arvioidaan yhtäältä tutkimalla reaalisesti efektiivisen valuuttakurssin (REER) käyttäytymistä ja toisaalta tulkitsemalla erilaisia talouspolitiikan ja institutionaalisten sääntöjen laatua (QIRMP) mittaavia indikaattoreita. Tulosten mukaan ensimmäinen näistä vaikutuksista on paljon voimakkaampi kuin jälkimmäinen, kun verrataan euroalueen maiden välisiä reaalisesti valuuttakurssin muutoksia vertailuryhmään kuuluvien maiden vastaaviin.

Tutkimuksessa myös arvioidaan näiden tekijöiden vaikutusta taloudelliseen kasvuun laajemmasta maajoukosta koostuvassa aineistossa. Tulosten mukaan reaalisien valuuttakurssin stabiloituminen ja talouspolitiikan yhdenmukaistuminen kasvattavat henkeä kohden laskettua bruttokansantuotetta ja nopeuttavat sen kasvuvauhtia. Näistä jälkimmäinen tulos on kuitenkin enemmän riippuvainen mittaustavasta.

The use of real time information in Phillips curve relationships for the euro area

Maritta Paloviita – David G. Mayes

16/2004

ISBN 952-462-150-9, painettu julkaisu

ISBN 952-462-151-7, verkkojulkaisu

Avainsanat: reaaliaikainen informaatio, Phillips-käyrä, euroalue

Inflaatiodynamiikan ominaisuudet riippuvat ratkaisevasti vaihtoehtoisten Phillips-käyrien täsmennyksissä käytettävistä muuttujista, niille asetetuista rajoituksista ja muuttujien saamien arvojen ajoituksesta. Muuttujia valittaessa on keskeistä, mihin informaatiojoukkoon ja mihin tulevaisuutta koskeviin odotuksiin hinnoittelupäätökset perustuvat. Alun perin Phillips-käyrää on tutkittu käyttämällä viimeisin-tä julkaistua aineistoa. Tässä tutkimuksessa selvitetään sen sijaan, kuinka reaaliaikaisen informaation käyttö vaikuttaa estimoituun Phillips-käyrään ja sen mukaiseen inflaatiodynamiikkaan. Ensiksi tarkastellaan inflaatiotunusteiden käyttöä inflaatio-odotusten mittarina. Toiseksi tutkitaan kunkin ajankohdan senhetkisen taloudellista tilannetta ja lähistoriaa koskevan reaaliaikaisen informaation vaikutuksia estimointeihin. Lopuksi tutkitaan, kuinka reaaliaikaisen tiedon käyttö instrumenttina vaikuttaa estimoidun Phillips-käyrän empiirisiin ominaisuuksiin. Tutkimus perustuu yhtenäiseen OECD:n aineistoon, ja siinä tarkastellaan euroaluetta vuodesta 1977 alkaen paneeliaineistolla. OECD:n aineistoon on koottu kunkin ajankohdan reaaliaikainen käsitys

lähimenneisyydestä, nykyhetkestä ja tulevaisuudesta. Tulokset osoittavat seuraavat kolme seikkaa: 1) Phillips-käyrää estimoitaessa reaaliaikaisen informaation käyttö on keskeisintä inflaatio-odotusten mittaamisessa. 2) Reaaliaikaisen aineiston perusteella odotukset ovat enemmän eteenpäin kuin taaksepäin katsovia. 3) Reaaliaikaisella aineistolla saatuihin tuloksiin verrattuna odotukset, jotka koskevat päätöksentekohetken tulevaa inflaatiota viimeisimmän, tarkistetun tiedon perusteella, ovat vähemmän tärkeitä, eikä inflaatiodynamiikka yleisemminkään estimoidu yhtä järkevästi.

The efficiency implications of financial conglomeration

Ville Mälkönen

17/2004

ISBN 952-462-152-5, painettu julkaisu

ISBN 952-462-153-3, verkkojulkaisu

Avainsanat: finanssiryhmittymät, pankkitoiminta, vakuutustoiminta, vakavaraisuusvaatimukset

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan finanssiryhmittymien vaikutusta rahoitusmarkkinoiden kilpailullisuuteen ja tehokkuuteen. Analyysi osoittaa ryhmittymien muodostumisen lisäävän lainamarkkinoiden kilpailua ja vakuutusmarkkinoiden voittaja, Rahoitusmarkkinoiden kokonaisvoitot eivät kuitenkaan kasva, vaikka ryhmittymien asiakkaiden monitoroinnista koituvat kustannukset supistuvat, koska kustannusten pieneminen välittyy suoraan laina-asiakkaille. Pankkisektorin kilpailun lisääntyminen ja vakuutusmarkkinoiden kustannusten supistuminen lisäävät finanssiryhmittymien monitorointia ja siten rahoitusmarkkinoiden stabiiliutta. Tästä syystä rahoitusmarkkinoiden vakavaraisuusvaatimuksia voidaan lieventää sekä pankki- että vakuutussektorilla, jos näitä rahoituspalveluja myydään ainoastaan finanssiryhmittymissä.

Macro stress testing with a macroeconomic credit risk model for Finland

Kimmo Virolainen

18/2004

ISBN 952-462-154-1, painettu julkaisu

ISBN 952-462-155-X, verkkojulkaisu

Avainsanat: pankkisektori, luottoriski, stressitestit

Tässä keskustelualoitteessa analysoidaan Suomen yrityssektorin luottoriskejä makrotaloudellisen luottoriskimallin avulla. Tutkimus perustuu toimialakohtaiseen konkurssiaineistoon ajanjaksolta 1986–2003. Ajanjakso sisältää Suomen talouden syvän laman sekä siihen liittyneet keskimääräistä korkeammat yrityssektorin konkurssiasteet 1990-luvun alussa. Empiiriset tulokset tukevat yrityssektorin konkurssiasteiden sekä keskeisten makrotaloudellisten muuttujien – BKT, korot ja yrityssektorin velkaisuus – merkittävää riippuvuussuhdetta. Tutkimuksessa arvioidaan estimoidun luottoriskimallin avulla yrityssektorin luottoriskejä nykyisessä makrotaloudellisessa tilanteessa. Lisäksi tutkimuksessa esitellään esimerkinomaisesti mallin hyödyntämistä pankkisektorin stressitesteissä, so. arvioitaessa erilaisten negatiivisten makrotaloudellisten kehitysten vaikutuksia pankkien yrityssektorista koituviin luottoriskeihin. Tulokset osoittavat Suomen yrityssektorin luottoriskien olevan suhteellisen pieniä nykyisessä makrotaloudellisessa ympäristössä.

Expectational business cycles

Eran A. Guse

19/2004

ISBN 952-462-156-8, painettu julkaisu

ISBN 952-462-157-6, verkkojulkaisu

Avainsanat: adaptiivinen oppiminen, suhdannevaihtelut, heterogeeniset odotukset, monikäsitteiset tasapainot, rationaaliset odotukset

Esittelen tässä työssä odotuksiin perustuvat suhdannevaihteluita, joissa taloudellisten suhdanteiden syinä ovat oppiminen, heterogeeniset odotus-

ten päivityssäännöt ja oikean päätössäännön satunnainen vaihtelu. Mallissa kukin taloudentoimija käyttää yhtä kahdesta vaihtoehtoisesta päivityssäännöstä oppiessaan taloudellisten muuttujien tasapainoarvoja, ja toimijoiden jakauma eri päätössääntöjen käyttäjiin muuttuu evoluutioprosessin tuloksena. Talouden tasapainoa koskeva epävarmuus, joka seuraa talouden rakenteeseen kohdistuvaa häiriötä, aiheuttaa tuotannon äkillisen vähenemisen. Tämän jälkeen tuotanto vähitellen palautuu tasapainotasolleen sitä mukaa kuin toimijat oppivat uuden tasapainon. Tällaiset suhdannevaihtelut ovat sitä jyrkempiä, pidempiä ja syvempiä mitä vähemmän rationaalisesti toimijat toimivat.

Monetary consequences of alternative fiscal policy rules

Jukka Railavo

20/2004

ISBN 952-462-158-4, painettu julkaisu

ISBN 952-462-159-2, verkkojulkaisu

Avainsanat: inflaatio, optimaalinen rahapolitiikka, finanssipolitiikka, politiikka koordinaatio

Tässä tutkimuksessa käydään läpi vaihtoehtoisten finanssipolitiikan sääntöjen monetaarisia vaikutuksia. Tutkimuksessa käytetyt finanssipolitiikan säännöt perustuvat joko julkisen sektorin velkaan tai alijäämään, jotka molemmat ovat vakaus- ja kasvusopimuksessa finanssipolitiikan tilan mittareita. Vaikutuksia arvioidaan uuskeynesiläisessä mallissa, jossa työn tarjonta määräytyy endogeenisesti ja jossa verotuksen vääristävät vaikutukset on otettu huomioon. Lisäksi talouteen vaikuttaa kaksi toisistaan riippumatonta sokkia, kysyntä- ja tarjontasokki. Riippumaton keskuspankki harjoittaa optimointiin perustuvaa itsenäistä rahapolitiikkaa. Rahapolitiikan ollessa harkinnanvaraista talouden inflaatiotaipumus riippuu harjoitetusta finanssipolitiikasta. Jos rahapolitiikka perustuu ajasta riippumattomaan sääntöön, tuotannon persistenssi taloudessa kasvaa verrattuna harkin-

nanvaraiseen rahapolitiikkaan. Tämä tulos on riippumaton valitusta verosäännöstä, ja sekä inflaation että tuotannon persistenssi vastaavat taloudessa havaittavia arvoja. Kun finanssipolitiikassa sovelletaan alijäämään perustuvaa sääntöä, veroasteen autokorrelaatio on lähellä yhtä riippumatta vallitsevasta rahapolitiikasta sekä valituista finanssipolitiikan parametri- ja tavoitearvoista.

Inflation dynamics in the euro area and the role of expectations: further results

Maritta Paloviita

21/2004

ISBN 952-462-160-6, painettu julkaisu

ISBN 952-462-161-4, verkkojulkaisu

Avainsanat: Phillipsin käyrä, odotukset, euroalue

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan uuskeynesiläisen Phillips-käyrän ja sen hybridimuodon empiiristä soveltuvuutta euroalueelle. Taloudellisten päätöksentekijöiden inflaatio-odotuksia ei oleteta rationaaliksi, vaan niitä mitataan suoraan käyttämällä OECD:n ennusteita. Reaalisten rajakustannusten empiirisenä vastineena käytetään kolmea eri käsitettä. Tulosten mukaan OECD:n ennusteita voidaan käyttää euroalueen inflaatio-odotusten mittaamisessa, sillä niiden avulla eurooppalainen inflaatiodynamiikka voidaan mallintaa uuskeynesiläistä Phillips-käyrää käyttäen. Vielä tarkemmin inflaatioprosessi voidaan kuitenkin mallintaa käyttämällä uuskeynesiläisen Phillips-käyrän hybridimuotoa. Siten viivästetty inflaatiotermi tarvitaan uuskeynesiläisessä Phillips-käyrässä odotusten mahdollisesta epärationaalisuudesta huolimatta. Tutkimustulokset osoittavat, että tuotantokuilu on ainakin yhtä hyvä reaalisten rajakustannusten empiirinen vastine kuin työtulojen BKT-osuus. Toisaalta inflaatioprosessi on muuttunut enemmän eteenpäin katsovaksi viime vuosina, jolloin euroalueen inflaatio on ollut vaikea ja vakaa.

Labour market reform and the sustainability of exchange rate pegs

Olli Castrén – Tuomas Takalo – Geoffrey Wood

22/2004

ISBN 952-462-166-5, painettu julkaisu

ISBN 952-462-167-3, verkkojulkaisu

Avainsanat: valuuttakurssipolitiikka, työmarkkinajoustopot, rakenteelliset uudistukset

Yleisesti katsotaan, että avoin kansantalous voi sopeutua ulkoihin sokkeihin joko valuuttakurssien tai reaalityömarkkinoiden sopeutumisen kautta. Tässä tutkimuksessa formalisoidaan tämä ajatus liittämällä työmarkkinajäykkyudet valuuttakriisejä kuvaavaan malliin. Työssä osoitetaan, että työmarkkinauudistusten puuttuminen tekee kiinteän valuuttakurssin järjestelmästä haavoittuvan ja heikentää keskuspankin uskottavuutta. Tämä haavoittuvuus näkyy odotuksissa devalvaatiopremiona, joka ylläpitää voimakkaampaa inflaatiota, jos kiinteän valuuttakurssin tavoitteesta luovutaan herkemmin taantumana kuin noususuhdanteen oloissa. Tällainen yhteys makro- ja mikrotason jäykkyyksien välillä tarkoittaa, että johdonmukaisen politiikkareformin pitäisi perustua joko valuuttakurssien tai työmarkkinoiden joustavuuteen.

Heterogeneous information about the term structure, least-squares learning and optimal rules for inflation targeting

Eric Schaling – Sylvester Eijffinger –

Mewael Tesfaselassie

23/2004

ISBN 952-462-168-1, painettu julkaisu

ISBN 952-462-168-X, verkkojulkaisu

Avainsanat: oppiminen, rationaaliset odotukset, separoituvuusperiaate, Kalmanin suodin, korkojen aikarakenne

Tässä tutkimuksessa sisällytetään korkojen aikarakenne tavalliseen inflaatiotavoitekehiköön. Rahapolitiikan välittymismekanismeja koskeva

oppiminen on otettu mukaan siten, että keskuspankilla ja yksityisillä taloudenpitäjillä on eri informaatio korkojen tulevasta aikaurasta. Inflaatioennusteiden kontrollointiin perustuvaa rahapolitiikkaa analysoidaan kahdessa tilanteessa. Niistä ensimmäisessä keskuspankilla on täydellinen tietämys siinä mielessä, että se tuntee yksityisen sektorin inflaatio-odotusten muodostumisprosessin. Toisessa taas tietämys keskuspankin odotusten muodostumisesta on epätäydellistä. Epätäydellisen tietämyksen tapauksessa keskuspankin on opittava yksityisen sektorin korko-odotukset, koska niillä on vaikutusta rahapolitiikan välittymiseen korakorakenteen odotusteorian mukaisesti. Tässä tarkastellaan Evansin ja Honkapohjan (2001) esittämää oppimisprosessia, joka perustuu rekursiivista pienimmän neliösumman menetelmää käyttävään Kalmanin suotimeen. Osoittautuu, että oppimiseen perustuvassa optimaalisessa rahapolitiikassa estimointi- ja kontrolliongelmien ovat erillisiä, toisin kuin on väitetty. Tämän tutkimuksen mallitarkastelu viittaa näin ollen siihen, että separoitu-
vuusperiaatteen väitetyt pettämisen ja siten politiikkakokeiden käytännöllinen merkitys voi olla vähäinen.

BOFIT Discussion Papers

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

An abnormal country

Steven Rosefielde

15/2004

ISBN 951-686-974-2, painettu julkaisu

ISBN 951-686-975-0, verkkojulkaisu

Asiasanat: Venäjä, siirtymätalous, hyvinvointi

Andrei Shleiferin ja Daniel Treismanin hiljattain julkistamaa arviota Venäjän siirtymisessä markkinatalouteen. Näiden tutkijoiden mukaan Venäjän federaatiosta on tullut länsimaiden avun turvin

normaali maa. He ennustavat, että Venäjän taloutta vapautetaan edelleen ja että Venäjä kehittyy kuten muutkin sentyyppiset menestyneet maat. Tämän esseen tarkoituksena on osoittaa, että Shleifer ja Treisman ovat väärässä. Tutkimuksessa osoittautuu itse asiassa, että Pareton, Arrowin ja Bergsonin kriteereillä arvioiden Venäjä on hyvin epänormaali maa, joka ei todennäköisesti demokratisoidu, länsimaistu ja toteuta vapaan markkinatalouden mallia lähitulevaisuudessa.

Selecting inflation indicators under an inflation targeting regime: evidence from the MCL method

Juha-Pekka Koskinen – Tuuli Koivu – Abdur Chowdhury

16/2004

ISBN 951-686-976-9, painettu julkaisu

ISBN 951-686-977-7, verkkojulkaisu

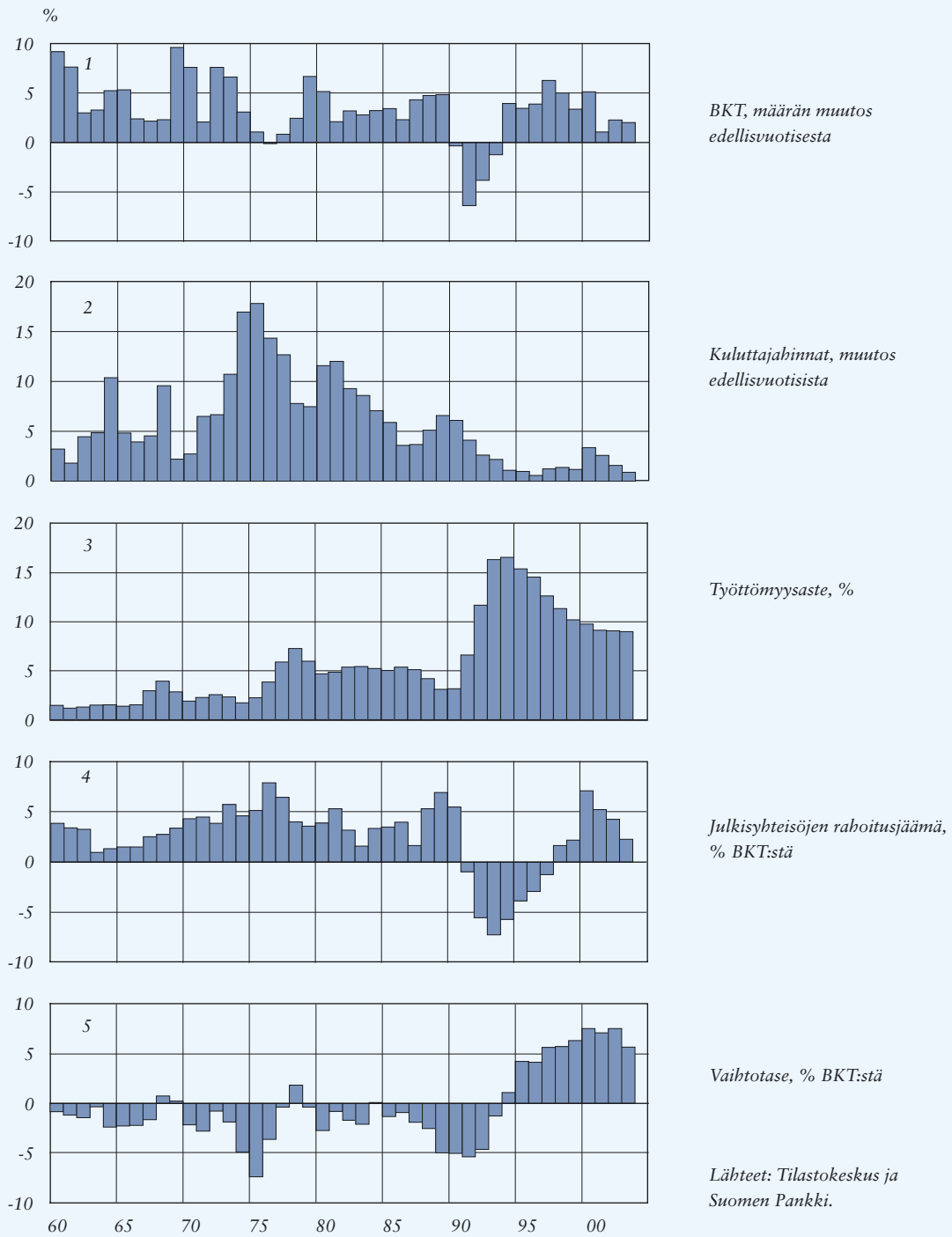
Asiasanat: inflaatio, Puola, MCL-menetelmä

Puola on toisena siirtymätalousmaana ottanut käyttöön tiukan inflaatiotavoitteen. Tämä tutkimus täydentää Puolan inflaatioon liittyvää kirjallisuutta täysin uuden menetelmän avulla. Aiempaa inflaatioon keskittyvää kirjallisuutta seuraillen tutkimus löytää vahvan siteen tuottaja- ja kuluttajahintaindeksin välillä. Tehdasteollisuuden merkitys Puolan hintatason määräytymisessä on siten tärkeä. Hyviä inflaation mittareita Puolassa ovat palkat, rahan määrä ja valuutan vaihtokurssi.

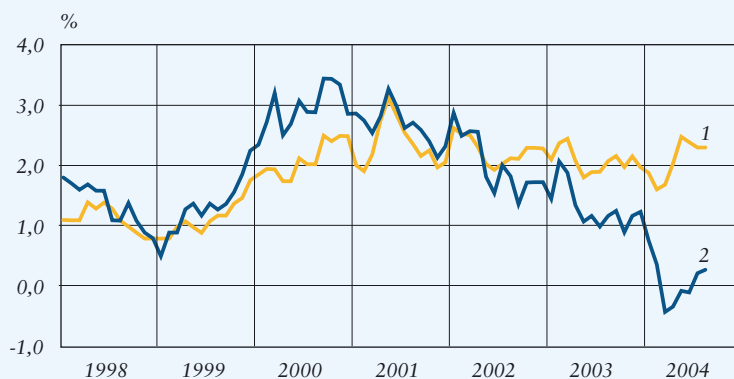
Kuviot

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

1. Keskeiset tasapainomuuttujat

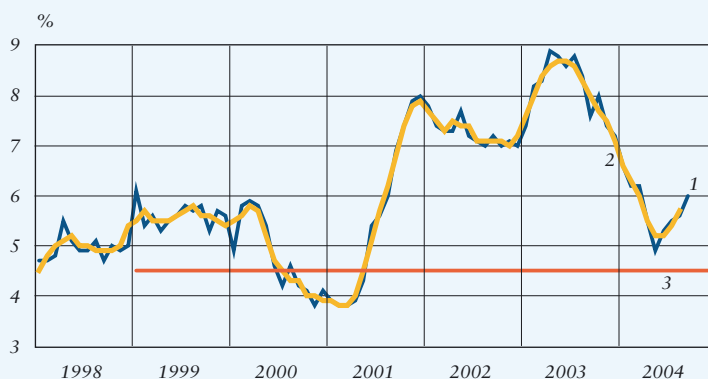


2. Hintavakaus euroalueella ja Suomessa



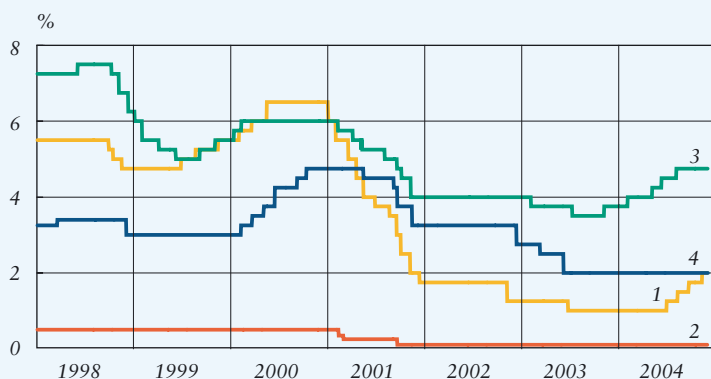
Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi, 12 kk:n prosenttimuutos
 1. Euroalue
 2. Suomi
 Lähteet: Eurostat ja Tilastokeskus.

3. Rahamäärän kehitys euroalueella



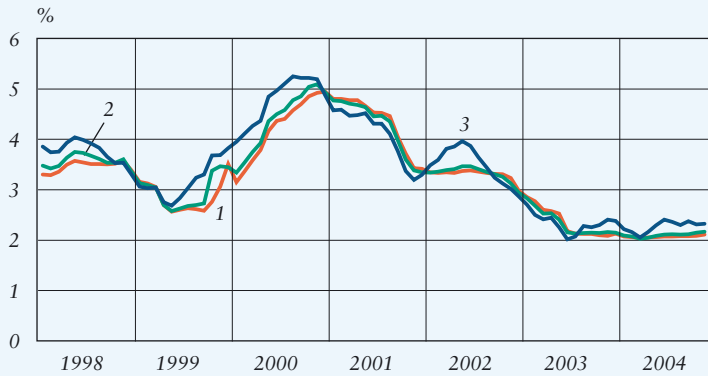
1. Rahamäärä M3:
 12 kk:n prosenttimuutos
 2. M3: 12 kk:n prosenttimuutoksen
 3 kk:n liukuva keskiarvo
 3. M3:n viitearvo
 Lähde: Euroopan keskuspankki.

4. Keskuspankkikorkoja



1. Yhdysvaltain fed funds-tavoitekorko
 2. Japanin diskonttokorko
 3. Ison-Britannian repokorko
 4. Eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden korko / minimitarjouskorko (Suomen Pankin huutokauppakorko)
 Lähde: Bloomberg.

5. Euriborkorot



Ennen vuotta 1999 heliborkorot

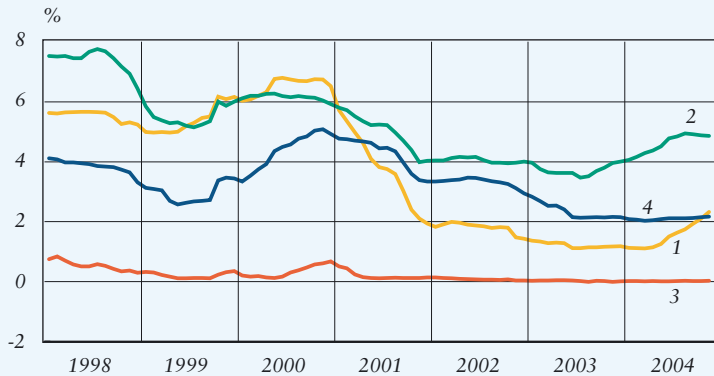
1. 1 kk

2. 3 kk

3. 12 kk

Lähde: Reuters.

6. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja



Pankkien välisiä korkoja

1. Yhdysvallat

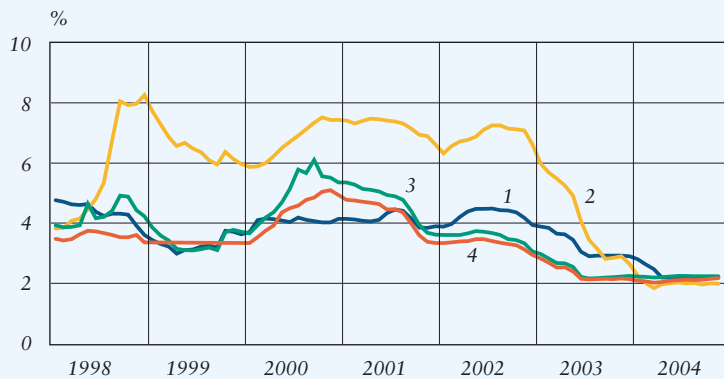
2. Iso-Britannia

3. Japani

4. Euroalue

Lähde: Reuters.

7. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja



Pankkien välisiä korkoja

1. Ruotsi (stibor)

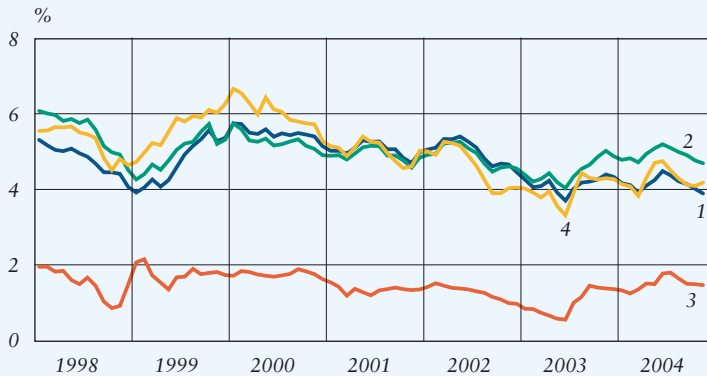
2. Norja

3. Tanska

4. Suomi (euribor; heliborkorko ennen vuotta 1999)

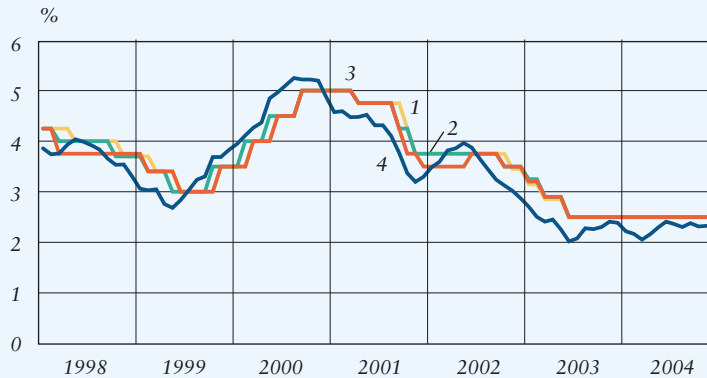
Lähde: Reuters.

8. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja



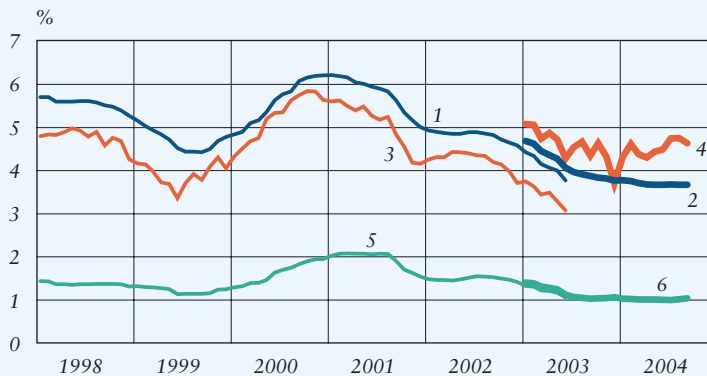
Valtion 10 vuoden obligaatio-korkoja
 1. Suomi
 2. Iso-Britannia
 3. Japani
 4. Yhdysvallat
 Lähde: Reuters.

9. Suomalaisen pankkien viitekorkoja ja 12 kuukauden euribor



1. Nordea-prime kuukauden lopussa
 2. Sampo-prime kuukauden lopussa
 3. Osuuspankkiryhmän prime kuukauden lopussa
 4. 12 kk:n euribor (ennen vuotta 1999 helibor)
 Lähteet: Pankit ja EKP.

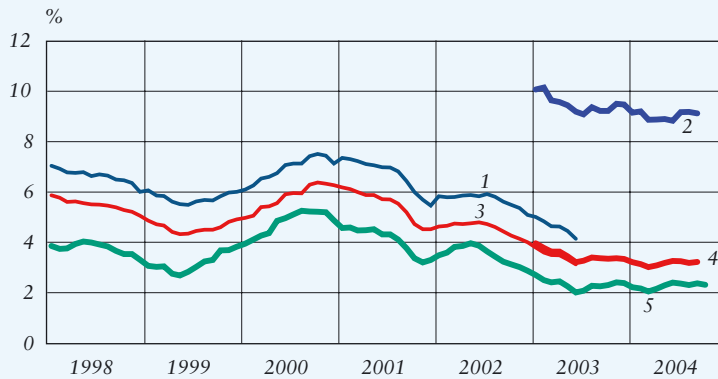
10. Lainojen ja talletusten keskikorot



1. Pankkien lainakanta
 2. Rahalaitosten lainakanta
 3. Pankkien uudet lainat
 4. Rahalaitosten uudet lainasopimukset
 5. Pankkien talletuskanta
 6. Rahalaitosten talletuskanta
 Lähde: Suomen Pankki.

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

11. Uusien kotitalousluottosopimusten keskikorot

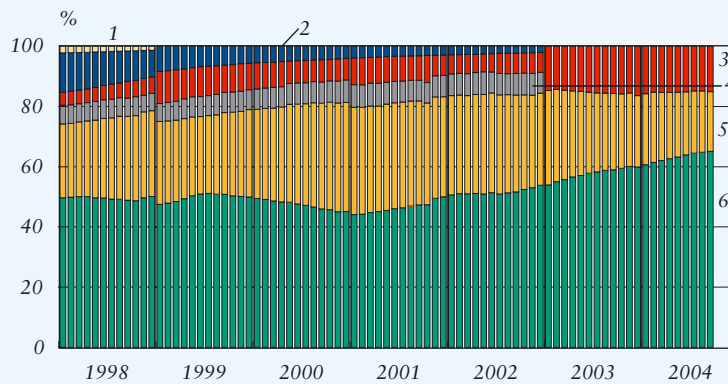


1. Pankkien uudet kulutusluotot
2. Rahalaitosten uudet kulutusluottosopimukset
3. Pankkien uudet asuntolainat
4. Rahalaitosten uudet asuntolainasopimukset
5. 12 kk:n euribor (ennen vuotta 1999 helibor)

Lähde: Suomen Pankki.

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

12. Pankkien luottokanta korkosidonnaisuuksittain

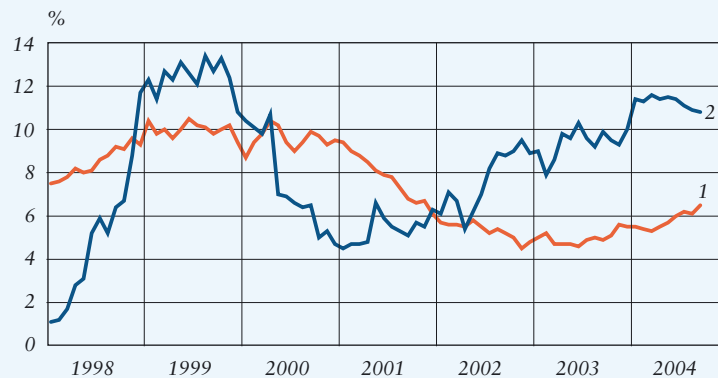


1. 3 vuoden ja 5 vuoden viitekorkoon sidotut
2. Peruskorkosidonnaiset
3. Muihin korkoihin sidotut (sisältää vuodesta 2003 alkaen myös peruskorkoon ja kiinteään korkoon sidotut)
4. Kiinteäkorkoiset
5. Pankkikohtaisiin viitekorkoihin sidotut (primekorot ja vastaavat pankkien omat viitekorot)
6. Euriborsidonnaiset (ennen vuotta 1999 heliborsidonnaiset)

Lähde: Suomen Pankki.

Tiedonkeruu muuttui 1.1.2003 alkaen.

13. Rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät lainat



12 kk:n prosenttimuutos

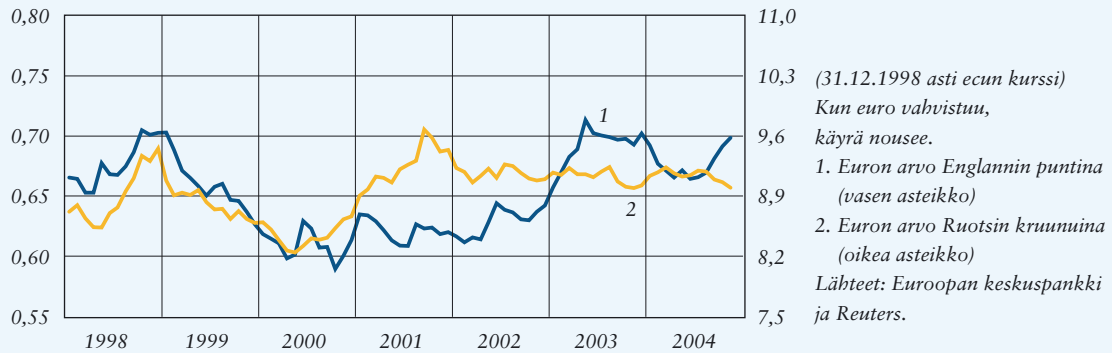
1. Euroalueen rahalaitosten euroalueelle myöntämät lainat
2. Suomalaisien rahalaitosten euroalueelle myöntämät lainat

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Suomen Pankki.

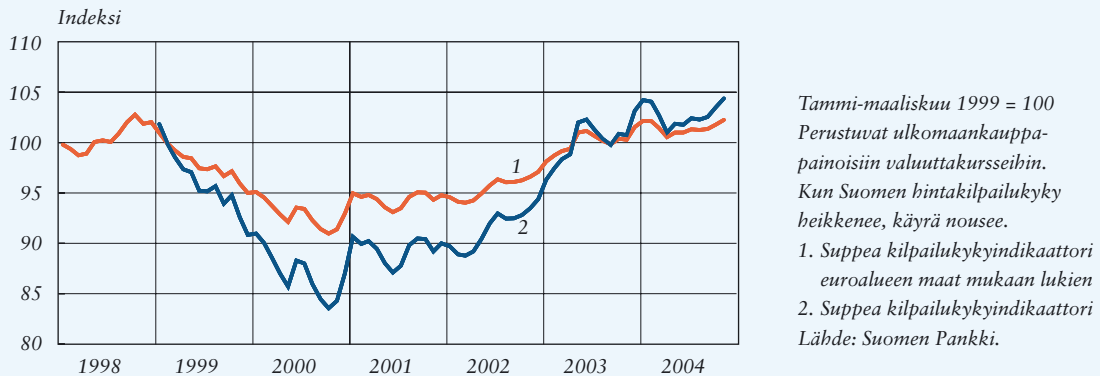
14. Euron kurssi dollariin ja jeniin nähden



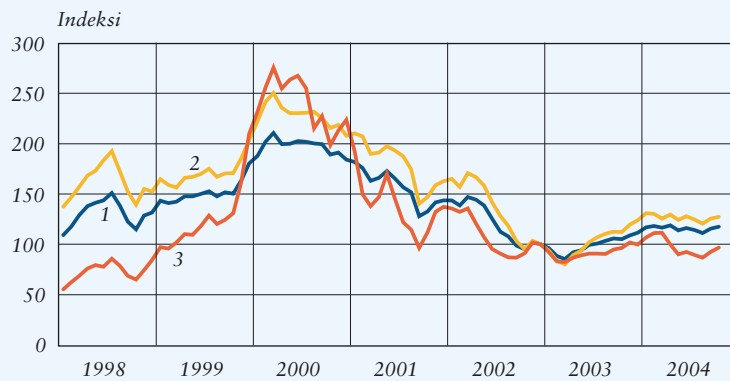
15. Euron kurssi Englannin puntaan ja Ruotsin kruunuun nähden



16. Suomen kilpailukykyindikaattoreita



17. Euroalueen osakeindeksejä



31.12.2002 = 100

1. Koko euroalueen

DJ Euro Stoxx -osakeindeksi

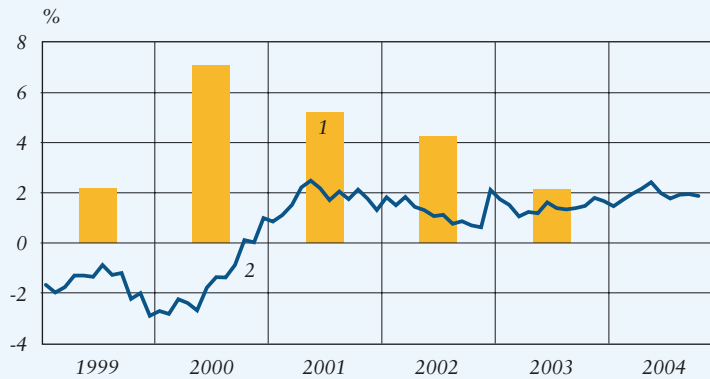
2. Saksan DAX-indeksi

3. Suomen HEX-yleisindeksi

Lähteet: Bloomberg ja

Helsingin Pörssi.

18. Suomen julkisen talouden tasapaino



% BKT:stä

1. Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä

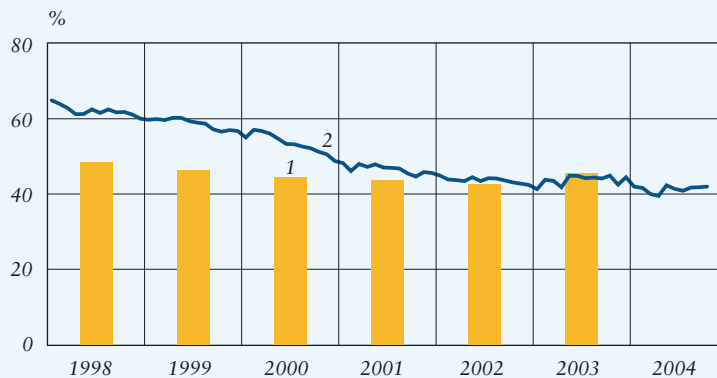
2. Valtion tulojäämä,

12 kk:n liukuva summa

Lähteet: Valtiokonttori,

Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

19. Suomen julkisen talouden velka



% BKT:stä

1. Julkisyhteisöjen velka

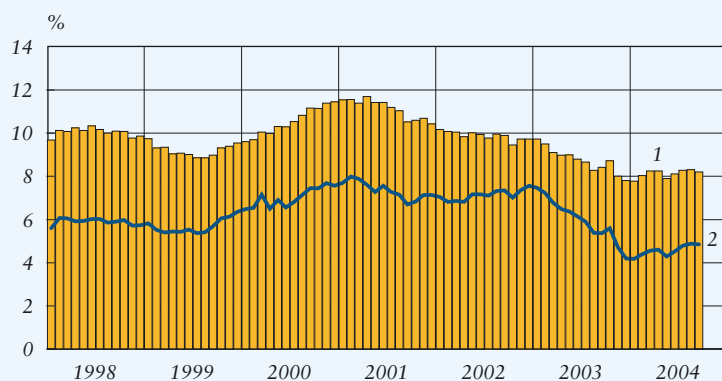
2. Valtion velka, 12 kk:n liukuva

summa

Lähteet: Valtiokonttori,

Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

20. Suomen kauppataase ja vaihtotase



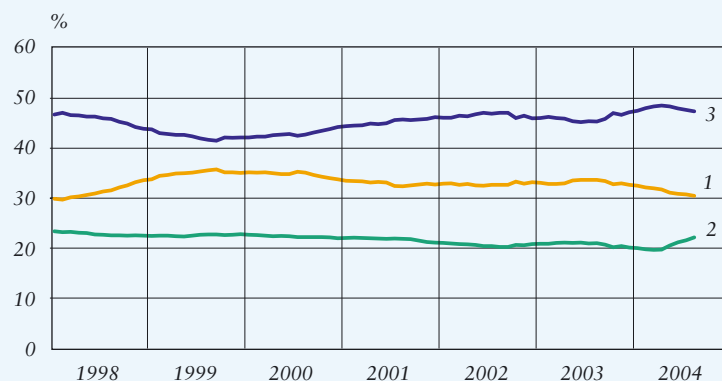
12 kk:n liukuva summa, % BKT:stä

1. Kauppataase, fob-arvo

2. Vaihtotase

Lähde: Suomen Pankki.

21. Suomen viennin aluejakauma



12 kk:n liukuva summa,
% koko viennistä

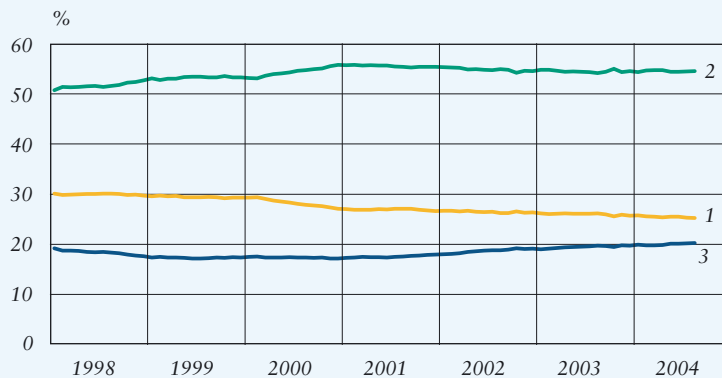
1. Euroalue

2. Muut EU-maat

3. Muu maailma

Lähteet: Tullihallitus ja
Tilastokeskus.

22. Suomen vienti toimialoittain



12 kk:n liukuva summa,
prosenttiosuus koko viennistä

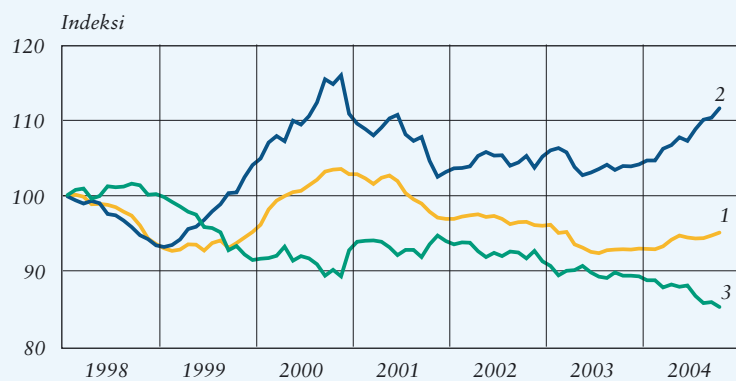
1. Metsäteollisuus

2. Metalliteollisuus (ml.
elektroniikkateollisuus)

3. Muu teollisuus

Lähde: Tullihallitus.

23. Suomen ulkomaankauppahinnat



1995 = 100

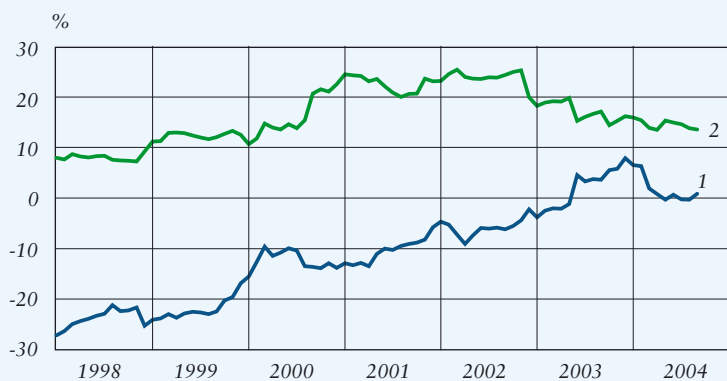
1. Vientihinnat

2. Tuontihinnat

3. Vaihtosuhte

Lähde: Tilastokeskus.

24. Suomen ulkomaisen nettovarallisuuden eriä



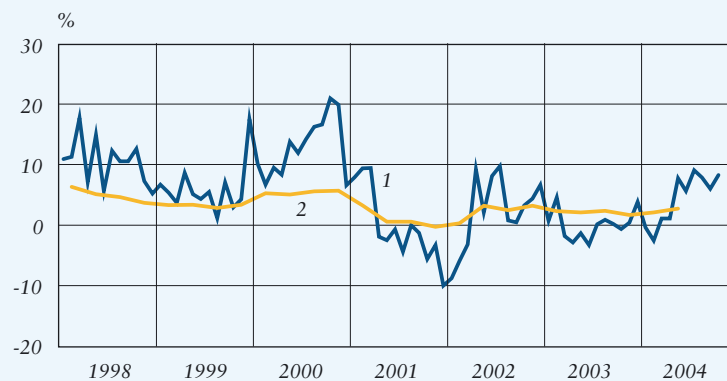
% BKT:stä

1. Suomen ulkomainen nettovarallisuus ilman oman pääoman eriä

2. Suorat sijoitukset Suomesta ulkomaille, netto

Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

25. Suomen BKT ja teollisuustuotanto



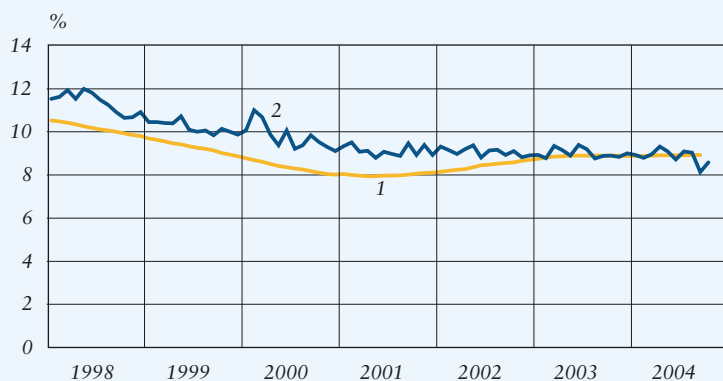
Prosenttimuutos edellisvuotisesta

1. Teollisuustuotanto

2. Bruttokansantuote

Lähde: Tilastokeskus.

26. Työttömyysaste

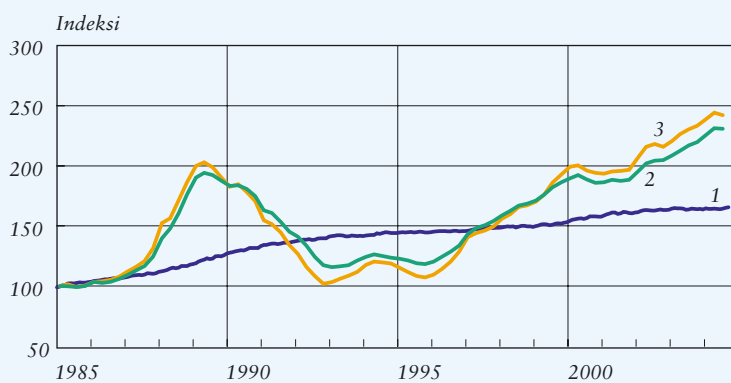


1. Euroalue

2. Suomi

Lähteet: Eurostat, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

27. Suomen varallisuushintoja



Tammikuu 1990 = 100

1. Kuluttajahinnat

2. Asuntojen hinnat

3. Vanhojen kaksioiden velaton neliöhinta

Lähde: Tilastokeskus.

Euro & talous -lehden artikkelit vuonna 2004

1 • 2004

Talouden näkymät

Liiteartikkelit

Lauri Kajanoja Kasvu- ja inflaatio-odotusten johtaminen rahoitusmarkkinahinnoista
Mika Kortelainen Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämä

2 • 2004

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Rahoitusjärjestelmän vakaus

Urpo Levo – Kari Takala Suomen rahahuoltojärjestelmä

3 • 2004

Talouden näkymät

Liiteartikkelit

Juha Kilponen – Antti Ripatti – Jouko Vilmunen
Aino – Suomen Pankin uusi dynaaminen yleisen tasapainon malli Suomen taloudesta
Hanna-Leena Männistö Suomen Pankin ennusteiden ennustevirheistä
Olli Savela – Pentti Forsman Kansantalouden tilinpidon ennakkotietojen osuvuus
Helvi Kinnunen Julkisen talouden menopaineet: mihin rahat riittävät?

4 • 2004

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Harri Hasko Euroopan komission ehdotus vakaus- ja kasvusopimuksen vahvistamiseksi

Tapio Korhonen Kasvaviin velkoihin ja runsaaseen likviditeettiin liittyvät riskit

Tuuli Koivu Jatkuuko Kiinan nopea kasvu?

Kari Korhonen Arvopaperiselvityksen nykytilanne ja tulevaisuudennäkymät

Euro & talous • Erikoisnumero

Rahoitusjärjestelmän vakaus

Suomen Pankin organisaatio

12.7.2004

PANKKIVALTUUSTO

Puheenjohtaja **Olavi Ala-Nissilä**, varapuheenjohtaja **Eero Heinäluoma, Ilkka Kanerva, Arja Alho, Janina Andersson, Sirkka-Liisa Anttila, Mari Kiviniemi, Martti Korhonen, Ben Zyskowitz**

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

JOHTOKUNTA

Erkki Liikanen johtokunnan puheenjohtaja	Matti Louekoski johtokunnan varapuheenjohtaja	Sinikka Salo johtokunnan jäsen	Pentti Hakkarainen johtokunnan jäsen
---	--	--	--

Johtokunnan sihteeri Heikki T. Hämäläinen

OSASTOT JA YKSIKÖT

Kansantalous Antti Suvanto	Rahoitusmarkkinat Heikki Koskenkylä <i>Harry Leinonen^{*)}</i>	Rahatalouden tutkimus Juha Tarkka <i>David Mayes^{*)}</i>	Markkinaoperaatiot Pentti Pikkarainen
Viestintä Antti Juusela	Rahahuolto Urpo Levo	Tilastointi Helka Jokinen	Maksuliike Mauri Lehtinen
Kansainvälinen sihteeristö Kjell Peter Söderlund <i>Olli-Pekka Lehmussaari^{*)}</i> <i>Paavo Peisa^{*)}</i>	Henkilöstö Aura Laento <i>Anton Mäkelä^{*)}</i>	Kehittäminen ja budjetointi Terhi Kivilahti	Tietojenkäsittely Armi Westin
Sisäinen tarkastus Erkki Kurikka	Lakiasiat Arno Lindgren	Siirtymätalouksien tutkimuslaitos Pekka Sutela	Hallinto Esa Ojanen
	Johdon sihteeristö Heikki T. Hämäläinen		Turvallisuus Veli-Matti Lumiala

^{*)} johtokunnan neuvonantaja.

Aluekonttorit: Kuopio, Oulu, Tampere ja Turku. Suomen Pankin yhteydessä toimii **Rahoitustarkastus**, jonka johtaja on Kaarlo Jännäri.

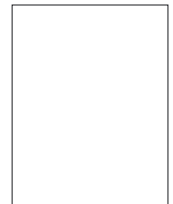
Suomen Pankki

PL 160, 00101 HELSINKI

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

Euro & talous -lehden tilaus tai jakelun muutosilmoitus

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



SUOMEN PANKKI

PL 160
00101 HELSINKI

