

Uudet ERM II -maat ja talous- ja rahaliitto

Valuuttakurssimekanismi ERM II tarjoaa euroalueeseen kuulumat- tomille EU:n jäsenmaille mahdollisuuden kytkeä rahansa euroon.

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

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

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

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

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



*Harri Lahdenperä
toimistopäällikkö
pankkitoimintaosasto*



*Ilmo Pyyhtiä
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*

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

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

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

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

Reaalitaloudellinen kehitys

Kasvu, työllisyys, tuottavuus

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

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

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

Inflaatio, yksikkötyökustannukset, kilpailukyky

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

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

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

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

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

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

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

Ulkomaankauppa

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

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

Budjettivajeet ja julkinen velka

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

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

Taulukko 1.

Uusien ERM II -maiden makrotaloudellisia tunnuslukuja

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

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

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

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

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

työttömyys- ja sosiaaliturvajärjestelmän kehittäminen tulee luomaan menopaineita valtiontalouteen.⁷

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

Valuuttakurssipolitiikka

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

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

⁶ Wagner, H. (2004).

⁷ Wagner, H. (2005).

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

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

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

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

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

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

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

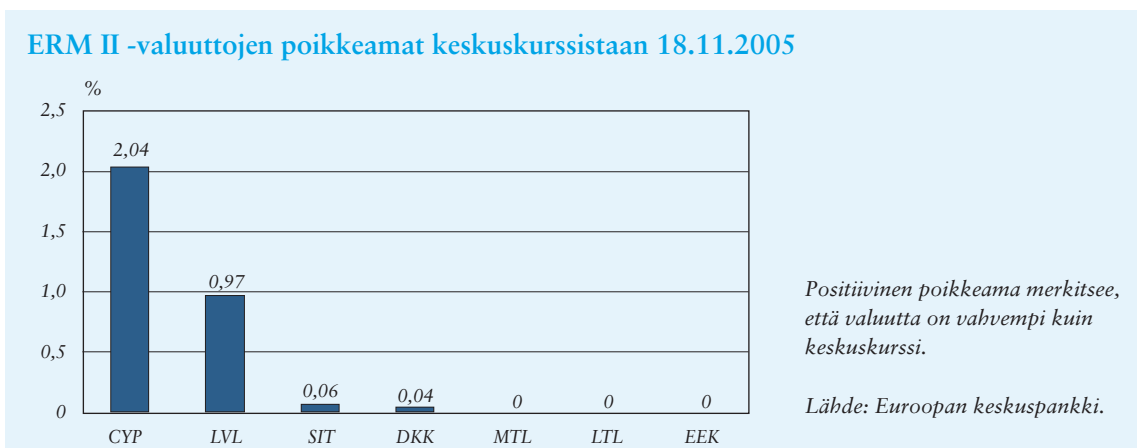
Muista ERM II:een liittyneistä maista Malta on omaksunut valuuttapolitiikan, joka monilta osin muistuttaa valuuttakatejärjestelmää. Ennen ERM II -kytkentää Maltalla oli käytössä valuuttakorijärjestelmä, jossa euron osuus asteittain kasvatettiin 70 prosenttiin korista. Kun Malta liittyi valuuttakurssimekanismiin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

kuskurssissaan suhteessa euroon.

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

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

Kuvio 1.



Valuuttakurssin vakaus suhteessa euroon on ensisijainen tavoite.

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

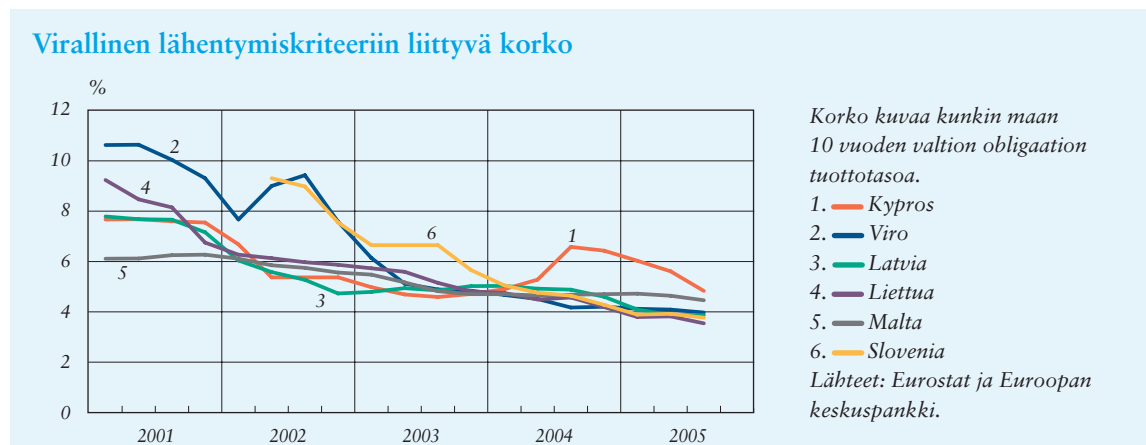
Korkopolitiikka ja pitkien korkojen lähentyminen

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

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

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

Kuvio 2.



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

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

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

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

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

Pääomanliikkeet ja rahataloudellinen tasapaino

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

Viime vuosien korkokehitys on ollut epäyhtenäisempää kuin aiemmin.

Kaikilla ERM II -mailla on suhteellisesti varsin suuret valuuttavarannot.

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

Vaihtotaseen suurten alijäämien rahoittamiseen ei ole toistaiseksi liit-

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

Taulukko 2.

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

(% BKT:stä)

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

* Tieto vuodelta 2003.

** Tieto vuodelta 2002.

Lähde: IMF, International Financial Statistics.

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

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

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

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

*Ulkomaista
pääomaa tarvitaan
korkean
investointiasteen
ylläpitämiseksi.*

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

korkotaso on viime vuosina pysytellyt poikkeuksellisen matalalla tasolla.

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

kin ja korkojen lähentyminen eurokorkoihin pisimmällä.

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

Lähteitä

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

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

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

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