



Euro & talous

2 • 2002



- Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne
 - Rahoitusjärjestelmän vakaus
 - Rahapolitiikan vaikutuksia tutkitaan
 - Euroopan osakepörssien kehitysnäkymät
-

Sisälllys

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne	I
Rahoitusjärjestelmän vakaus	12
Jouko Vilmunen Rahapolitiikan vaikutuksia tutkitaan	21
Kari Korhonen Euroopan osakepörssien kehitysnäkymät	26
Eurojärjestelmän rahapolitiikan välineet	33
Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja	35
Suomen Pankin kuukausitase	38
Kuviot	KI
Suomen Pankin organisaatio	

Euro & talous

Markka & talous -lehden
10. vuosikerta / 10:e årgången av
Markka & talous

Euro & talous -lehden
4. vuosikerta / 4:e årgången av
Euro & talous

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

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

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

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

Päätoimittaja
Chefredaktör
Matti Vanhala

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

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

Painopaikka/Tryckeri
Sävypaino, 2002

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

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

Maailmantalouden laskusuhdanne, joka alkoi vuoden 2000 jälkipuoliskolla, näyttää jääneen odotettua lievemmäksi. Heikoimman kehityksen vaihe ajoittui vuoden 2001 lopulle, jolloin Yhdysvaltoihin kohdistuneet terrori-iskut lisäsivät tuntuvasti epävarmuutta ja heikensivät niin yritysten kuin kotitalouksienkin luottamusta yleisesti. Tämän vuoden alun käänne parempaan oli jyrkkä, erityisesti Yhdysvalloissa. Kansainvälisten järjestöjen – kuten IMF:n, Euroopan komission ja OECD:n – uusimmissa ennusteissa niin maailmantalouden kuin Yhdysvaltainkin kasvun ennakoidaan olevan lähivuosina ripeää. Elpyminen ei kuitenkaan ole vielä täysin tukevalla pohjalla, vaan takaiskut ovat mahdollisia.

Myös euroalueen talouden toipuminen on käynnistynyt. Lähitulevaisuus ei kuitenkaan ole vailla ongelmia. Euroalueen inflaatiopaineet eivät ole viime kuukausina hellittäneet odotetulla tavalla. Inflaation arvioidaan tosin yhä hidastuvan vuoden aikana, mutta riski odotettua huonommasta inflaatiokehityksestä on lisääntynyt. Keskipitkän aikavälin hintavakauden kannalta ongelmallisinta on palvelujen inflaation itsepin-tainen nopeutuminen sekä palkkapaineiden lisääntyminen eräissä euromaissa.

Maailmantalous on alkuvuonna kääntynyt kasvuun. Epävarmuutta on kuitenkin yhä runsaasti, ja takaiskut ovat mahdollisia. Euroalueella inflaatiopaineet eivät ole hellittäneet odotetulla tavalla. Lisäksi useat jäsenmaat kamppailevat julkistalouden tasapaino-ongelmien kanssa.

Myös Suomen talouskasvu on piristymässä. Vuoden 2002 keskimääräinen kasvu jää kuitenkin vielä vaatimattomaksi. Julkisen talouden tila on heikentynyt selvästi ja budjettipolitiikan pelivara huvennut.

EU:n jäsenmaiden julkistalouksien tasapaino-ongelmat ovat osoittautumassa odotettua hankalammiksi. Julkistalouksien vajeet eivät ole korjautuneet lähimainkaan vakaushjelmissä luvutulla tavalla vaan ovat päinvastoin kasvamassa jo toista vuotta. Vakaus- ja kasvusopimuksen mukainen vähintään tasapainoinen julkistalouden tila on saavuttamatta vielä usealla jäsenmaalla, ja lähitulevaisuudessa ongelmamaiden joukko saattaa laajentua. EU:n finanssi-poliittisen yhteistyön uskottavuuden ja yhteisen rahapolitiikan toimintaedellytys-

ten kannalta on välttämätöntä, että jäsenmaat tiukentavat budjettikuriaan lähivuosina.

Suomen talouskasvun odotetaan nopeutuvan uudelleen, kun vientikysyntä elpyy ja investoinnit vilkastuvat vähitellen. Vuositasolla kasvu jää kuitenkin tänä vuonna vaatimattomaksi, eikä paluuta takavuosien suuriin kasvulukuihin ole näköpiirissä myöhemminkään. Julkisen talouden tila on selvästi heikentynyt. Taustalla on paitsi verokertymän normalisoituminen edellisvuosien poikkeuksellisten tuloerien poistuttua myös julkisten menojen nopea kasvu, joka on johtamassa hallitusohjelmassa sovittujen menokehysten ylitymiseen. Budjettipolitiikalle hyvinä vuosina kertynyt pelivara on näin huvennut nopeasti.

Maailmantalouden kasvu vahvistuu

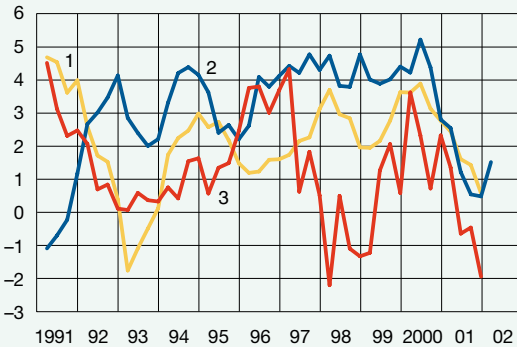
Maailmantalouden kasvu säilyi vuoden 2001 laskusuhdanteessa varsin tyydyttävänä eli noin 2½ prosenttina. Myönteinen piirre oli, että keskimääräistä vahvemmin kasvoivat kehittyvät maat ja siirtymätaloudet. Öljyä tuottavat maat, kuten Venäjä, hyötyivät öljyn kalleudesta. Teollisuusmaissa kasvu jäi lähes kauttaaltaan keskimääräistä heikommaksi: Yhdysvalloissa runsaaseen prosenttiin ja euroalueellakin vain noin 1½ prosenttiin (kuvio 1). Tänä vuonna maailmantalouden elpyminen on vielä vuositasolla vaisua, mutta vuonna 2003 maailman bruttokansantuotteen kasvu vahvistuu jo 4 prosentin tuntumaan kansainvälisten järjestöjen ennusteiden mukaan.

Yhdysvaltain tämän vuoden kasvuennusteita on viime kuukausina yleisesti muutettu aiem-

paa positiivisemmiksi eli jo yli 2 prosenttiin ja ensi vuoden osalta noin 3 prosenttiin. Talousnäkymien kohentuminen ei ole kuitenkaan kääntänyt osakekursseja nousuun, mitä selittänee osakkeiden edelleen varsin korkea kurssitaso historiaansa nähden. Kasvua tukevat varastokyklin kääntyminen ja yksityinen kulutus samoin kuin julkinen kysyntä, jota ruokkivat terroristikujen aikaansaamat menonlisäykset. Sen sijaan yritysten runsas vapaa kapasiteetti jarruttaa investointien elpymistä. Yhdysvaltain samoin kuin koko maailmantaloudenkin kannalta merkittävä riski on, että odotukset Yhdysvaltain voimakasta tuottavuuskehityksestä osoittautuvat katteettomiksi. Tällöin investointien ohella myös kulutuskysynnän kasvulta putoaisi paljolti pohja pois.

Kuvio 1. Kokonaistuotanto

Prosenttimuutos edellisen vuoden vastaavasta neljänneksestä

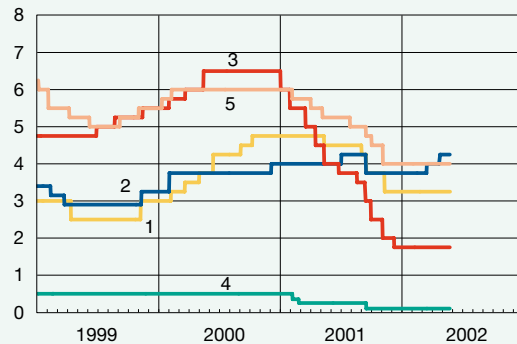


1. Euroalue
2. Yhdysvallat
3. Japani

Lähteet: Eurostat ja OECD.

Kuvio 2. Keskuspankkikorkoja

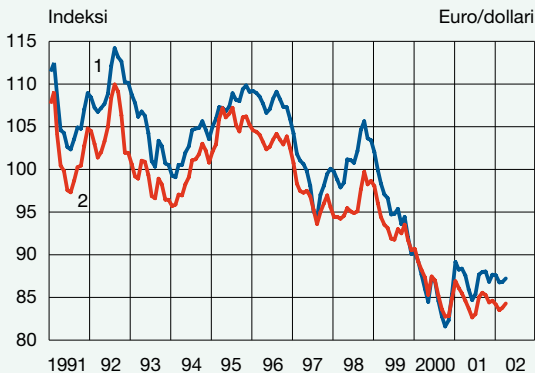
%



1. Eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden korko / minimitarjouskorko
2. Ruotsin repokorko
3. Yhdysvaltain fed funds -tavoitekorko
4. Japanin diskonttokorko
5. Ison-Britannian repokorko

Lähde: Reuters.

Kuvio 3. Euron kauppapainoinen valuuttaindeksi ja euron dollarikurssi



1. Valuuttaindeksi, tammi-maaliskuu 1999 = 100¹ (vasen asteikko)
2. Euron arvo Yhdysvaltain dollareina² (oikea asteikko)

¹ Ennen vuotta 1999 euromaiden valuuttojen kauppapainoinen indeksi. Euron vahvistuessa käyrä nousee.
² 31.12.1998 asti ecun kurssi.

Lähde: Euroopan keskuspankki.

Yhdysvaltain viime aikojen talouspolitiikkaan on keskeisesti kuulunut poikkeuksellisen elvyttävä rahapolitiikka, sillä federal funds -tavoitekorko laskettiin joulukuussa 2001 niinkin alas kuin 1,75 prosenttiin eli reaalisesti likimain nollatasolle (kuvio 2). Korkoelvytyksen vaikutus kysyntään on kuitenkin epävarma mm. siksi, etteivät pankkikorot ja pitkäaikaiset markkinakorot laskeneet vuonna 2001 läheskään rahapoliittista korkoa vastaavalla tavalla. Lisäksi yksityinen sektori Yhdysvalloissa on nyt poikkeuksellisen raskaasti velkaantunut. Yhdysvaltain yksityisen sektorin velkaantuuessa vaihtotaseen alijäämä on kasvanut ja maan ulkomainen velka lisääntynyt. Velkaantumisen arvioidaan jopa edelleen pahenevan tulevaisuudessa, mikä lisää siihen liittyviä riskejä (kehikko).

Keveän rahapolitiikan riskinä on inflaation kiihtyminen, mistä mm. pitkien korkojen nousu on jo tänä keväänä antanut viitteitä. Toistaiseksi inflaatio on pysynyt kurissa eli alle 2 prosentin. Ilman elintarvikkeita ja energiaa laskettu kuluttajahintojen nousuvauhti on tosin ollut keväällä prosenttiyksikön verran korkeampi. Riski inflaation nopeutumisesta on ongelmallinen paitsi keskuspankille myös velallisille, koska se voi johtaa korkojen tuntuvaan nousuun.

Japania rasittavat velkaongelmat, jotka ovat paljon ajankohtaisempia kuin Yhdysvalloissa. Maan talouden odotetaan tänä vuonna yhä supistuvan, työttömyyden lisääntyvän ja deflaation

jatkuvan. Japanin velkaongelma on kansainvälisesti katsoen poikkeuksellinen sikäli, että maa on rahoitusylijäämäinen ja suuri nettovelkoja ulkomaihin nähden. Japanin kotitaloudet säästävät erittäin paljon, mutta monet yritykset ja julkinen sektori ovat erittäin velkaisia. Pankkeja rasittaa hyvin suuri yritysten ongelmaluottojen määrä. Vaikka viennin elpyminen tukee nyt Japanin taloutta, talous ei näytä toipuvan pysyvästi ennen kuin pankkien velkaongelma ratkaistaan ja julkinen talous saadaan kestäväle pohjalle.

Muualla Aasiassa taloudet ovat vahvistumassa. Kasvu tulee monessa maassa kotimaisesta kysynnästä, kun taas vienti on vasta toipumassa. Aasian maat (ilman Japania) ovat jo neljännes maailmantaloudesta, joten niiden elpyminen tukee merkittävästi myös muiden suuralueiden kasvua. Siirtymätalouksien kehitys jatkuu samoin suotuisana, osin Venäjän kysynnän vetämänä. Sen sijaan Latinalaisessa Amerikassa ongelmat jatkuvat. Pahin on alueen vauraimman maan, Argentiinan, erittäin syvä kriisi, joka supistaneekin maan kokonaistuotantoa muutamassa vuodessa ehkä jopa viidenneksen.

Suurten talousalueiden suhdanteiden yhden-suuntaisuus on osaltaan vakauttanut valuuttojen kurseja. Euro on pysynyt jo toista vuotta dollariin nähden historiallisen heikkona (kuvio 3). Jeni ei ole ollut yhtä vakaa, mutta senkin heikkeneminen on alkuvuonna pysähtynyt. Talouk-

Kehikko I. Yhdysvaltain talouden riskit

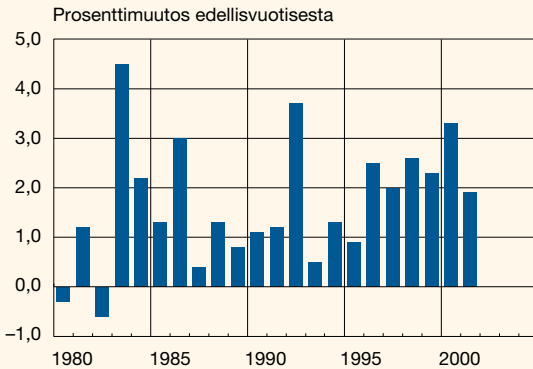
Yhdysvaltain talouden 1990-luvun lopun voimakas kehitys taittui vuonna 2001 vain noin prosentin kasvuksi. Ennusteet ovat viime aikoina kuitenkin taas muuttuneet myönteisiksi, joskin myös kasvun riskejä korostetaan. Epävarmuutta liittyy mm. työn tuottavuuden nopean kasvun jatkumiseen, velkaisten kotitalouksien ja yritysten käyttäytymiseen sekä koko maan ulkomaiseen rahoitukseen. Nämä riskitekijät vaikeuttavat osaltaan elvyttävän raha- ja finanssipolitiikan vaikutusten arviointia.

Tuottavuuden nopea ja laaja-alainen kasvu pienentäisi muita ongelmia: lisääntyvien reaalitulojen turvin velalliset selviytyisivät veloitusta ja yritysten kustannuspaineet vähenisivät.

Varsin yleisesti arvioidaan, että Yhdysvaltain työn tuottavuuden pitkän aikavälin kasvuvauhti on noin 2–2½ %. Se on hieman hitaampi kuin viime vuosina parhaimmillaan mutta prosenttiyksikön nopeampi kuin parina edellisenä vuosikymmenenä keskimäärin (kuvio A).

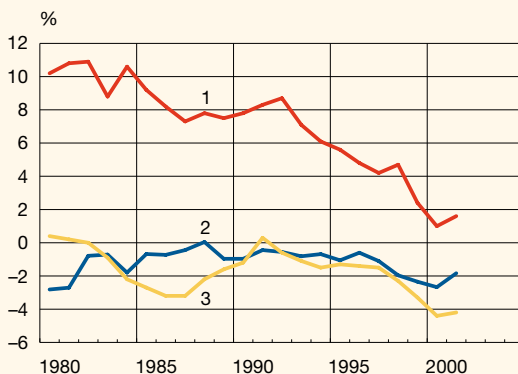
Tuottavuuskasvun hidastuminen – esimerkiksi aikaisemman noin 1½ prosentin tienoille – puolestaan kärjistäisi ongelmia. Paitsi, että se toisi kannattavuusongelmia monille yrityksille, se heikentäisi kotitalouksien tulo-odotuksia ja siten kulutusta. Yritysten voitto-odotusten kiihtyminen laskisi osakekurseja, mikä painaisi varallisuusvaikutuksen kautta edelleen kulutusta. Yhdysvaltain yritykset ja kotitaloudet

Kuvio A. Työn tuottavuus Yhdysvalloissa (ilman maataloutta)



Lähde: Bureau of Labor.

Kuvio B. Yhdysvaltain rahoitustasapaino



1. Kotitalouksien säästämisaste, % käytettävissä olevista tuloista
2. Yritysten rahoitusjäämä, % BKT:stä
3. Vaihtotase, % BKT:stä

Lähteet: BEA, Euroopan komissio ja Yhdysvaltain keskuspankki.

ovat lisäksi selvästi velkaisempia kuin aikaisemmin. Suuri velka lisää paitsi yksittäistalouksien myös koko talouden rahoitusriskejä, jotka realisoituvat helposti hitaan kasvun oloissa. Luotonantajat ovat jo tulleet aiempaa varovaisemmiksi.

Yksityisen velan kasvu on heijastunut ulkomaisena velkaantumisena, kun kotimainen säästäminen ei ole seurannut investointeja. Yhdysvaltain vaihtotaseen vaje on 4 % BKT:stä ja ulkomainen nettovelka neljäsnes BKT:stä (kuvio B). Nämä suhdeluvut ovat Yhdysvaltain omaan historiaan nähden suuria. Dollarimääräisinä ne ovat maailmantaloudessakin suuria; niinpä Yhdysvallat käyttää nyt pääosan maailman maiden rahoitusylijäämistä. Vaje voi myös edelleen kasvaa. Tavaravienti on enää vain runsas puolet tavarantuonnista.

Epäilyksiä onkin herännyt siitä, voiko Yhdysvallat jatkuvasti rahoittaa vajeensa. Mainittavia ongelmia ei ole kuitenkaan tähän saakka ilmaantunut. Vuonna 2001 jokseenkin koko vajuus rahoitettiin myymällä ulkomaalaisille korollisia arvopapereita; edellisinä vuosina myös yritysostoilla ja osakesijoituksilla oli suuri osuus.

Suhteessa BKT:hen Yhdysvaltain alijäämä ja velka eivät ole vielä kansainvälisesti vertailten erityisen suuria. Yhdysvalloilla on lisäksi

monia erityisetuja ja -vahvuuksia. Sen velka on maan oman valuutan määristä, eli velallisilla ei ole valuuttakurssiriskiä. Yhdysvallat laajoine rahoitusmarkkinoineen on kansainvälisille sijoittajille sekä taloudellinen että poliittinen turvasatama, mikä tuo luontevasti muun maailman rahoitusylijäämiä Yhdysvaltoihin. Dollari on lisäksi ylivoimaisesti tärkein keskuspankkien varantojen sijoitusvaluutta. Osin näistä syistä maa saa velkansa alemmalla korolla kuin yleensä muut teollisuusmaat, mikä keventää velanhoidtoa. Yhdysvaltain luotoluokitukset ovat yhä maailman huipputasoa. Ilman Yhdysvaltain talouden todella syvää kriisiä laaja rahoitusvirta Yhdysvaltoihin ei katkea.

Vaikka varsinaista rahoituksen saatavuusongelmaa ei tule, sijoitusvirta voi ajoittain pyrkiä jäämään vaihtotaseen vajetta pienemmäksi. Sijoitushaluttomuus näkyy valuuttamarkkinoilla dollarin heikkenemispaineena ja rahoitusmarkkinoilla dollarimääräisten sijoitusten korkojen nousupaineena. Valuuttakurssin ja korkojen muutokset turvaisivat tällöin sijoitusvirran jatkumisen, mutta voisivat aiheuttaa ongelmia mm. velkaisille kotitalouksille. Yhdysvaltain mahdollinen velkaongelma onkin pikemminkin maan sisällä kuin ulkoisen rahoituksen saatavuudessa.

sien kasvuerojen suurentuminen aiheuttaisi todennäköisesti valuuttakurssien muospaineita.

Myös pitkäaikaisten korkojen liikkeet ovat olleet suhteellisen vähäisiä. Euroalueen samoin kuin Yhdysvaltain ja Ison-Britannian 10 vuoden valtionlainojen korot ovat liikkuneet jo toista vuotta 5 prosentin tuntumassa. Koroissa ilmenivät pitkän aikavälin inflaatio-odotukset näyttävät jonkin verran lisääntyneen – jo yli 2 prosentin – varsinkin Yhdysvalloissa mutta myös euroalueella.

Euroalueen talous kääntyy verkkaisesti

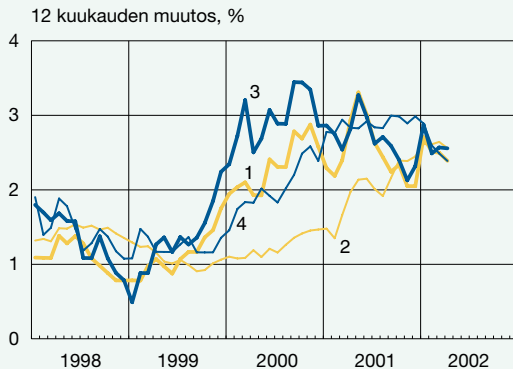
Euroalueen talouden arvioidaan kääntyneen alkuvuonna 2002 kasvu-uralle. Elpyminen on kuitenkin ollut vielä vaisua. Vuoden alkukuukausina alueen ulkomaankauppa supistui yhä vuodentakaisesta ja kotimainen kysyntä oli jähmeää.

Viennin odotetaan kuitenkin vilkastuvan selvästi vuoden kuluessa ja myös kotimaisen kysynnän arvioidaan voimistuvan. Teollisuustuotanto onkin jo alkanut kasvaa, ja mm. luottamuskyselyjen perusteella kasvun odotetaan nopeutuvan keväällä. Tämän vuoden lopulla euroalueella päästäneen jo potentiaaliseen kasvuvauhtiin – joksi EKP on arvioinut 2–2½ % – ja kansainvälisten järjestöjen ennusteiden perusteella ensi vuonna tätäkin nopeampaan vauhtiin.

Euroalueen investointien ja kulutuksenkin vaisuus on jossakin määrin yllättävää, sillä yritysten kannattavuus on pääosin hyvä, rahoitusmarkkinat ovat likvidit ja korot matalahkot. Kuitenkin eräillä toimialoilla, mm. tieto- ja viestintätekniikassa, yrityksillä on ollut suuria vaikeuksia.

Vaikka työvoiman irtisanomisia on nähty, euroalueen työttömyys on lisääntynyt odotettua

Kuvio 4. Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi



1. Euroalue: kokonaisindeksi
2. Euroalue: kokonaisindeksi ilman energiatuotteita ja jalostamattomia elintarvikkeita
3. Suomi: kokonaisindeksi
4. Suomi: kokonaisindeksi ilman energiatuotteita ja jalostamattomia elintarvikkeita

Lähde: Eurostat.

vähemmän. Se oli keväällä vajaat 8,5 %. Itse asiassa työllisyyskehitys on ollut jo parin vuoden ajan odotuksia myönteisempää. Ilmeisesti työllisyyden kohenemista ovat tukeneet odotukset taantumien lyhytaikaisuudesta sekä jossain määrin myös toteutetut rakenteelliset uudistukset. Osa-aikatöiden ja muuten joustavien työsopimusten tekemistä on helpotettu, työn verotusta ja työllistämisen sivukuluja on kevennetty ja nuorten työllistämistä on tuettu julkisin varoin. Viime vuosien palkkamallit on osaltaan edesauttanut työpaikkojen määrän lisääntymistä. Vuonna 2001 tilanne tältä osin heikkeni, sillä palkkojen nousuvauhti ei reagoinut tuotannon kasvun hidastumiseen eikä työn tuottavuuden kasvun rajuun vaimenemiseen.

Euroalueen julkisen sektorin alijäämä kääntyi kasvuun vuonna 2001, eivätkä useimmat maat saavuttaneet vakausohjelmissa asetettuja tavoitteita. Verotulot jäivät odotettua pienemmiksi samalla kun useissa maissa astui voimaan merkittäviä verojen huojennuksia. Alijäämät ovat vaarassa kasvaa edelleen tänä vuonna, jolloin riski perustamissopimuksen määrittelemän 3 prosentin alijäämärajan ylitymisestä on eräillä mailla ilmeinen. Mikäli nämä maat eivät lähivuosina saavuta vakaus- ja kasvusopimuksen edellyttämää vähintään tasapainoista julkistalouden tilaa, on euroalueen finanssipoliittisen yhteistyön uskottavuus vaarassa.

Euroalueen hintojen nousuvauhti hintavakausmäärittelyn ylärajalla

Euroalueen kuluttajahintojen nousuvauhti on kahden viime vuoden ajan ollut jonkin verran yli 2 % eli hieman nopeampi kuin EKP:n neuvoston vuonna 1998 asettama hintavakausmäärittelyn yläraja (kuvio 4). Viime aikoina kansainvälisten järjestöjen inflaatioennusteissa vuosiksi 2002 ja 2003 hintojen nousuvauhdin on yleisesti ennustettu säilyvän tämän rajan tuntumassa.

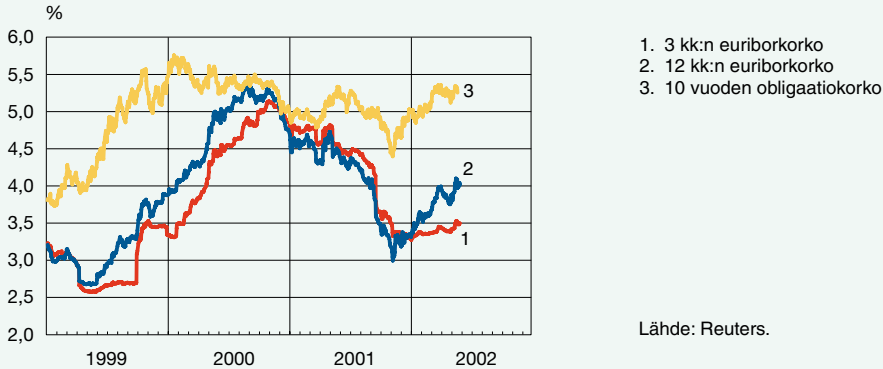
Vuodenvaihteen nousupiikin jälkeen euroalueen kuluttajahintojen vuosinousu vaimeni kevään aikana mutta vain hieman. Nousun vaimeneminen johtui lähinnä vuodentakaisten suurten hinnannousujen vaikutuksen poistumisesta. Odotettua heikompi kehitys selittyy mm. sillä, että raakaöljyn hinta on kallistunut uudelleen. Lisäksi palvelujen hintojen nousuvauhti on pysynyt nopeana.

Palkkojen nousu on ollut euroalueella viime vuosina varsin maltillista, mikä näyttää kasvaneen korotuspaineita joillekin aloille. Mikäli laaja-alainen palkkainflaatio käynnistyy, hintavakausmäärittelyn turvaaminen voi edellyttää rahapolitiikan tuntuvaakin kiristämistä.

Euroalueen rahoitus tilanne väljä

Vuoden 2002 alussa toteutettu – sinänsä operaationa suuri – siirtyminen kansallisten käteis-

Kuvio 5. Euroalueen korkokehitys



rahojen käytöstä euroseteleihin ja -kolikoihin oli rahapolitiikan kannalta melko ongelmaton tapahtuma. Vaikutukset euroalueen likviditeettiin olivat vähäisiä. Julkisuudessa on ollut näkyvästi esillä käteisrahan vaihtoon liittyneiden hinnanpyöritysten ja kustannusten siirtojen inflaatiovaikutus. Vaikka pyörityksiä ylöspäin olikin havaittavissa mm. joidenkin palveluiden hinnoissa, kaiken kaikkiaan vaikutus on ollut eri arvioiden mukaan varsin vähäinen ja tilapäinen.

EKP on korostanut rahapolitiikan strategiasaansaan rahamäärän ja luottojen määrän kasvua inflaatioon vaikuttavina tekijöinä. Euroalueen laajan rahamäärän eli M3:n kasvuvauhti kiihtyi vuoden 2001 lopulla 8 prosenttiin. Rahan kysynnän lisäyksen katsotaan osin johtuneen epävarmuudesta, joka liittyi osakemarkkinoiden laskuun ja viime syksyn terroritekoihin. Joka tapauksessa euroalueen likviditeetti kehittyi varsin väljäksi. Tänä vuonna rahamäärän kasvu on maltillistunut, mutta aiemmin syntyneen rahoitusväljyyden purkautuminen on vielä kesken. Euroalueen rahalaitosten luotonannon kasvu, joka euroajan parina alkuvuonna jatkui noin 10 prosentin vauhtia, on hidastunut noin puoleen tästä, mutta on edelleen varsin nopeaa. Rahoitusväljyyden vaikutukseen joudutaan nyt kiinnittämään erityistä huomiota, kun rahamäärän kasvu on selvästi ylittänyt viitearvonsa ja inflaa-

tio keskipitkälle aikavälille määritellyn hintavakauden ylärajan.

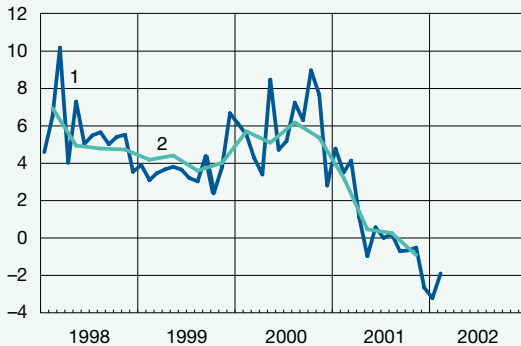
Eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden korkoa laskettiin vuonna 2001 neljä kertaa, ja se on ollut 9.11.2001 lähtien 3,25 %. Lyhytaikaiset markkinakorot ovat liikkuneet tuon jälkeen markkinoiden korko-odotusten mukaan, ja nämä odotukset taas ovat seurailleet kasvu- ja inflaationäkymien muutoksia. Esimerkiksi 12 kuukauden euriborkorko kävi vuoden 2001 lopulla noin 3 prosentissa, mutta on sen jälkeen noussut yli 4 prosentin (kuvio 5). Sekä EKP:n rahapoliittinen korko että pitkäaikaisten valtionlainojen markkinakorot ovat reaalisina olleet viime ja tänä vuonna pitkäaikaisia keskiarvojaan matalammat.

Myös Suomen talouskasvu piristyy hiljalleen

Suomen talouskasvu heikkeni vuonna 2001 selvästi ja jäi vajaaseen 1 prosenttiin eli yhdeksi euroalueen heikoimmista (kuvio 6). Kansainvälisen talouden taantuma supisti vientikysyntää ja käänsi tuotannon supistuvaksi monilla teollisuuden aloilla, kuten elektroniikka- ja metsäteollisuudessa (kuvio 7). Kerrannaisvaikutukset muuhun talouteen jäivät kuitenkin suhteellisen pieniksi, eikä teollisuustuotannon heikkous juurikaan näkynyt esimerkiksi työllisyydessä. Myönteistä kehitystä tuki osaltaan eri sektorien vah-

Kuvio 6. Suomen kokonaistuotanto

Prosenttimuutos edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta

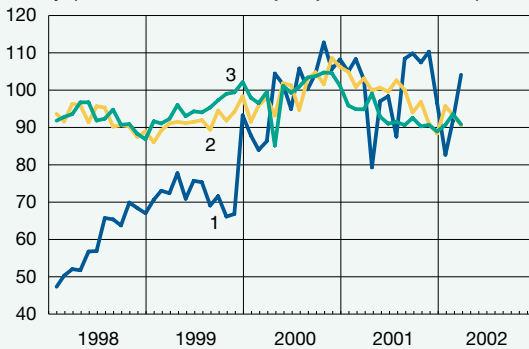


1. Kokonaistuotannon kuukausikuvaaja
2. Bruttokansantuote

Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 7. Teollisuustuotannon määrä sektoreittain

Indeksi 2000 = 100, työpäivien lukumäärällä korjattu ja kausivaihtelusta puhdistettu



1. Elektroniikkateollisuus
2. Muu metalliteollisuus
3. Metsäteollisuus

Lähde: Tilastokeskus.

va rahoitusasema. Vientiteollisuuden hiipumisen vaikutus talouden tilaan olikin vähäisempi kuin BKT:n kasvun voimakas supistuminen sinänsä olisi antanut aiheen odottaa.

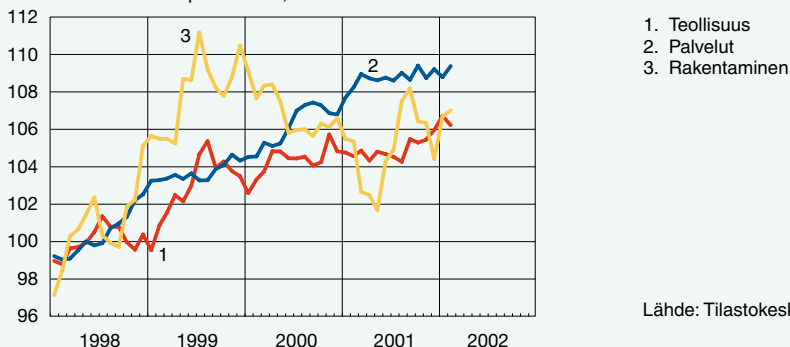
Metsä- ja elektroniikkateollisuuden tuotanto oli vaisua vielä tämän vuoden alkukuukausina, joskin negatiivisiin vuosikasvulukuihin vaikuttaa vertailuajankohdan eli vuoden 2001 alun hyvä taso. Koko teollisuustuotantokin jäi tammimaaliskuussa vähäisemmäksi kuin vuosi sitten. Tuotannon arvioidaan kuitenkin kasvaneen jo keväällä ja kasvun odotetaan voimistuvan loppuvuonna. Elektroniikkateollisuus kasvaneen muuta teollisuutta nopeammin. Suotuisat kasvuarviot perustuvat mm. siihen, että teollisuuden

luottamus on kyselytietojen mukaan kohentunut. Tästä huolimatta yritysten näkymiin liittyy yhä suurta epävarmuutta. Tämä näkyy mm. siinä, että teollisuuden investointiodotukset ovat edelleen varovaiset.

Kevään 2002 kuluessa Suomen viennin odotetaan elpyvän. Viennin ennakoitiin vaikeaa, sillä se on herkkä paitsi elektroniikka- ja metsäteollisuuden kansainvälisen kysynnän kehityksen suhteen myös sen suhteen, miten tuotanto sijoittuu eri maissa oleviin tuotantolaitoksiin. Paljolti näistä syistä viennin – ja sen myötä myös Suomen kokonaistuotannon – kehityksestä esitetään tällä hetkellä jonkin verran erilaisia arvioita. Viime aikoina saatujen tieto-

Kuvio 8. Työllisyyskehitys toimialoittain Suomessa

Indeksi 1998 = 100,
kausivaihtelusta puhdistettu, 3 kuukauden liukuva keskiarvo



Lähde: Tilastokeskus.

jen valossa Suomen Pankin maaliskuussa 2002 julkistama kokonaistaloudellinen ennuste näyttää kasvun osalta edelleen ajankohtaiselta. Tänä vuonna bruttokansantuotteen kasvu voimistuu noin 1½ prosenttiin ja kiihtyyne siitä ensi vuonna 3 prosentin tuntumaan vahvistuvan viennin ja hiljalleen käynnistyvien investointien tukeamana.

Yksityistä kulutusta tukee vahvana säilynyt kuluttajien luottamus, jota taas pönkittää kohtuullinen työllisyyskehitys. Kotitalouksien tulevaisuudenusko on heijastunut myös asuntomarkkinoille, joilla kauppa on tänä keväänä käynyt ainakin kasvukeskuksissa vilkkaana. Vilkastuminen ei ole vielä näkynyt asuntoinvestoinneissa, mutta rakennusteollisuuden suhdan tiedustelun mukaan suhdanteen pohja olisi rakennusteollisuudessaakin saavutettu. Korkojen edullisuus on tukenut asuntojen hankintaa.

Suomen työttömyysaste on pysynyt 9 prosentin tuntumassa keväästä 2000 lähtien eli hiukan euroalueen keskiarvoa korkeampana. Työllisyys on kehittynyt myös Suomessa hiukan paremmin kuin aiemmin ennakoitiin (kuvio 8). Viime vuosien maltilliset palkankorotukset, työmarkkinoiden toiminnan jonkinasteinen parantuminen ja odotukset taantuman tilapäisyydestä ovat osaltaan ylläpitäneet työllisyyttä. Viimeksi mainitun seikan vuoksi kasvun elpyminen ei välttämättä näy samalla tavalla lähiaikojen työllisyyskehityksessä, sillä yrityksillä on tarve pa-

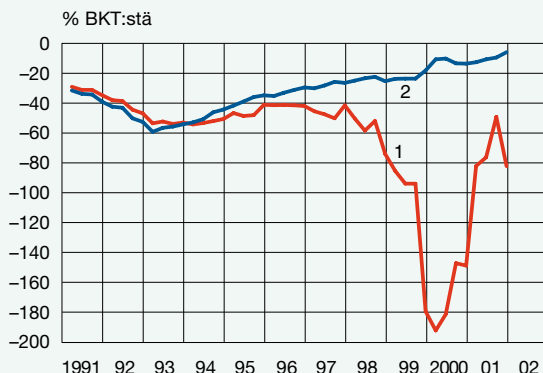
rantaa taantuman aikana heikentynyttä tuottavuuttaan. Kun samanaikaisesti työvoiman tarjonnan voidaan odottaa kasvavan talousnäkyvien kohentuessa, työttömyysaste nousee hie man tänä vuonna.

Inflaatio vaimenee hiukan

Kuluttajahintojen nousuvauhti hidastui Suomessa vuoden 2002 alun jälkeen kuten muuallakin euroalueella. Hidastumista jarrutti tuontihintojen nousu, joka oli odotettua voimakkaampaa lähinnä öljyn hinnan nousun vuoksi. Koko vuoden inflaatiovauhti muodostunee aavistuksen nopeammaksi kuin Suomen Pankki maaliskuussa ennusti. Yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä mitattuna inflaation odotetaan olevan runsaat 2 prosenttia. Vuoden 2001 inflaatioon verrattuna inflaatio hidastuisi vajaat ½ prosenttiyksikköä. Vuonna 2003 inflaation odotetaan hidastuvan edelleen. Tuolloinkin inflaatio jää nopeammaksi kuin maaliskuussa ennustettiin, sillä tuontihintojen ennakoidaan nousevan myös ensi vuonna aiemmin arvioitua enemmän mm. maailmantalouden kasvun elpymisen myötä.

Kuluttajahintojen vuosimuutos oli kansallisen kuluttajahintaindeksin mukaan helmi-huhtikuussa 1,8 %. Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin mukaan inflaatio oli jonkin verran nopeampaa, noin 2½ %. Ero johtui merkittävältä osin siitä, että omistusasumisen pääomakustannukset, jotka sisältyvät vain kansalliseen in-

Kuvio 9. Ulkomainen nettovarallisuus



- 1. Nettovarallisuus
- 2. Nettovarallisuus ilman oman pääoman eriä

Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

deksiin, alenivat. Ero pienentynee vuoden loppupuolella. Palveluhintojen arvioidaan kallistuvan edelleen keskimääräistä enemmän työkuustannusten nousun vuoksi. Muista hinnoista asuntojen hinnat ovat kallistuneet lähinnä pääkaupunkiseudulla ja muissa keskuksissa.

Palkat nousivat Suomessa vuonna 2001 melko ripeästi. Ansiotaso koheni 4,5 %. Samalla kuitenkin tuottavuuden kasvu romahti – tosin paljolti metsä- ja elektroniikkateollisuuden tuotannon tilapäisen heikkenemisen vuoksi. Myös tänä vuonna tuottavuuden kasvu näyttää jäävän vaisuksi. Samaan aikaan palkankorotustavoitteet näyttävät olevan suurenemassa. Tämä on työllisyyskehityksen kannalta huolestuttavaa, sillä yhteisen rahan oloissa palkkakustannuksilla on suora kytkentä työllisyyteen.

Julkisen talouden pelivara vähenee

Suomen julkisen talouden ylijäämä pieneni viime vuonna 7 prosentista vajaaseen 5 prosenttiin lähinnä, koska edellisten vuosien poikkeuksellisen suuret verokertymät pienenevät lähemmäs normaalia. Julkisen talouden ylijäämä supistuu edelleen tuntuvasti tänä vuonna.

Verotulot alkoivat voimakkaasti vähetä vuoden 2001 lopulla, ja mm. yhteisöveroja ei tilitetty juuri lainkaan, kun osa veronmaksuista myöhentyi tämän vuoden alkukuukausiin. Yritysten tulosten heikentyminen pitää verokertymien kasvun tänäkin vuonna hitaana. Myös an-

sioitulojen veronkevennykset, jotka ovat runsas prosentti palkkasummasta, hidastavat verotulojen kasvua vuonna 2002.

Valtion menot lisääntyvät sen sijaan tänä vuonna nopeammin kuin viime vuosina ja ylittävät hallitusohjelman alkuperäiset menokehykset. Valtiontalous jääkin tänä vuonna vain lievästi ylijäämäiseksi nettoluotonannolla mitattuna. Kuntatalous on viimevuotiseen tapaan hiukan alijäämäinen. Julkisen talouden ylijäämä onkin lähinnä sosiaaliturvarahastoihin kertyvää säästöä. Valtion budjettipolitiikan pelivara on näin vähentynyt nopeasti, mikä vaikeuttaa väistämättömien rakenteellisten menonlisäysten rahoitusta ja rajoittaa finanssipolitiikan tulevaa liikkumatilaa.

Suomen kansantalouden rahoitusylijäämäinen

Suomen kansantalouden vahvuuksiin kuuluu erittäin ylijäämäinen rahoituskehitys, joskin sen vastapainona ovat suhteellisen vaisut kotimaiset investoinnit. Suomen Pankin maaliskuusen enusteen mukaan kansantalouden säästäminen ylittää vuosina 2001–2003 investoinnit määrällä, joka vastaa runsasta 6:ta prosenttia BKT:stä. Määrä on sama kuin vaihtotaseen ylijäämä, ja maksutaseessa tätä vastaava pääomanvienti toteutuu pitkälti siten, että työeläkelaitokset sijoittavat ylijäämäänsä ulkomaille. Lisäksi suomalaiset yritykset tekevät selvästi enemmän suoria

sijoituksia ulkomaille kuin ulkomailta tulee suoria sijoituksia Suomeen.

Rahoitusylijäämä on johtanut siihen, että menneinä vuosikymmeninä erittäin raskaasti velkaantunut Suomi on siirtymässä kansainväliseksi nettovelkojaksi (kuvio 9). Näin on, kun huomioon ei oteta oman pääoman ehtoista rahoitusta (lähinnä sijoituksia yritysten osakkeisiin), jonka suhteen Suomen nettoasema on yhä selvästi negatiivinen. Velka-aseman kohentuminen vähentää Suomen talouden kriisiherkkyyttä.

Suomen rahoitusmarkkinat ovat olleet pitkään varsin likvidit. Suomalaisten pankkien luotot ja talletukset ovat pääpiirteissään kasvaneet euroalueen vastaavien erien tapaan. Kevään aikana luottojen määrän vuosikasvu oli noin 7 %. Yritysten pankkiluottojen käyttö on suhteelli-

sesti vähentynyt, mutta pankkien myöntämien asuntoluottojen määrä on kasvanut jo usean vuoden ajan ripeästi. Voimakas luototus on tukenut asuntotuotantoa, mutta myös osaltaan pitänyt asuntojen hintoja korkeina.

Asuntoluottojen määrän ripeä kasvu voi muodostua joillekin kotitalouksille ongelmaksi, jos ne eivät ole varautuneet korkotason muutoksiin luotonottopäätöksissään. Vaikka korot euroalueella heilahtelevat vähemmän kuin Suomessa on aiemmin totuttu, lainojen korkokustannukset voivat jatkossakin muuttua tuntuvasti nykyisestä. ■

- Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne

Mahdolliset vastoinkäymiset talouden elpymisessä tai muut ulkoiset häiriöt voivat heijastua tämänhetkisessä tilanteessa tavanomaista voimakkaammin kansainväliseen rahoitusjärjestelmään, jonka kestokykyä ovat kuluttaneet heikon talouskehityksen lisäksi mm. viime syksyn terrori-iskut, Lähi-idän kriisi, Enron-skandaali sekä eräiden yksittäisten maiden talous- ja rahoitusmarkkinaongelmat. Lähi-aikojen makrotaloudellista kehitystä onkin syytä seurata erityisen tarkasti myös kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden vakauden näkökulmasta.

Yhdysvaltain talouskehityksestä on alkuvuonna saatu useita positiivisia merkkejä, ja maailmantaloudessakin odotetaan vastaavanlaista elpymistä. Kehitykseen liittyy yhä jonkin verran epävarmuutta, joka on heijastunut alkuvuoden aikana osakekursseihin (kuvio 1). Huolta aiheuttavat mm. Lähi-idän kriisi, uusien terrori-iskujen mahdollisuus, suurten konglomeraattien tilinpäätöksien läpinäkymättömyys ja tieto- ja viestintäteknikkayritysten tila. Konkurssien määrä on kasvanut, ja sen odotetaan saavuttavan huippunsa juuri taantuman käännepestessä. Yhdysvaltain talouden ongelmat pohjautuvat osittain vaihtotaseen vajeeseen ja muihin talouden tasapainottomuuksiin. Koska talouskasvu perustuu tällä hetkellä runsaasti velkaantuneitten kotitalouksien kulutuskysynnälle, kotitaloussektorin varallisuusasemaan kohdistuvat sokit voivat koetella talouden elpymistä Yh-

Rahoitusmarkkinoiden vakaus on tiiviisti kytköksissä yleiseen taloustilanteeseen. Talousnäkömien paranemisesta alkuvuodesta saadut merkit ovat vähentäneet epävarmuutta rahoitusmarkkinoilla. Talouskehitykseen liittyy kuitenkin edelleen paljon kysymysmerkkejä.

dysvalloissa sekä aiheuttaa ongelmia rahoitussektorilla.

Liian optimistiset arviot yritysten kannattavuudesta ja talouden elpymisvauhdista voivat itsessään uhata kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden vakautta. Jos ennakoarviot

osoittautuvat systemaattisesti liian myönteisiksi, rahoitusvaateiden arvot voivat sopeutua nopeasti pienemmiksi ja edelleen hankaloittaa talouden elpymistä. Epävarmuutta yritysten kannattavuudesta ovat viime aikoina kasvattaneet epäilykset siitä, kuvastaako markkinoiden saama tieto yrityksistä niiden aitoa taloudellista tilannetta. Näitä epäilyksiä ovat herättäneet erityisesti Yhdysvalloissa Enron-yhtymän kaatumisen jälkeen paljastuneet kirjanpitoon ja tilintarkastukseen liittyvät ongelmat. Markkinoilla on myös muutoin arvioitu, että julkistetut tulostiedot eivät kaikilta osin anna vertailukelpoista kuvaa yritysten taloudellisesta tilasta.

Globaalisti tarkasteltuna pankkisektorin tila on investointipankkitoimintaa lukuun ottamatta vakaa. Eräät investointipankit ovat joutuneet vaikeuksiensa tähden saneeraamaan jopa kolmanneksen henkilöstöstään. Vaikka myös muiden kansainvälisten pankkien tuloskehitys on ollut laskusuuntainen viime vuonna ja kuluvan vuoden alussa, niiden vakavaraisuus on pysynyt pääosin hyvänä. Joillakin pankkijärjestelmän osa-alueilla on kuitenkin selkeitä riskejä, jotka voivat toteutuessaan horjuttaa järjestelmän vakautta.

Kuvio 1. HEX-yleisindeksi ja Nasdaq Composite -indeksi



Sääntelyarbitraasi on uusi riski globaalien rahoitusmarkkinoiden vakaudelle. Suurten kansainvälisten pankkien ja vakuutusyhtiöiden muodostamat finanssiryhmittyvät saattavat pyrkiä kiertämään sääntelyä hyödyntämällä viimeisimpiä rahoitusinnovaatioita. Riskipitoisten saamisten siirtäminen pois taseesta luottojohdannaisten avulla kaunistaa näennäisesti pankin tasetta, mutta voi johtaa Enronin tavoin piilotettuihin riskipesäkkeisiin, joita markkinoiden tai valvojan on vaikea havaita.

Kansainvälisen rahoitusjärjestelmän kannalta erityisen huolestuttava on Japanin pankkisektorin tila. Arviot japanilaisten pankkien järjestämättömistä saamisista vaihtelevat suuresti, mikä on lisännyt epävarmuutta maan pankkisektorin todellisesta tilanteesta. Japanin rahoitustarkastusviranomaisen korotti huhtikuussa vaatimuksiaan pankkien ongelmaluotoista tehtävien varausten määrästä, mutta näitäkin vaatimuksia on markkinoilla pidetty liian vähäisinä. Odotukset pankkisektorin tervehtymisestä Japanissa ovat yhä heikentyneet, mikä on heijastunut muun muassa luottoluokitusyritysten maa-arvioissa. Japanin hallituksen arvion mukaan talouden elpyminen on kuitenkin jo alkanut.

Argentiinan taloustilanne on edelleen hyvin vaikea, ja maan pankkisektorin tervehtyttämistoimet ovat pahasti kesken. Keväällä maan pankkijärjestelmän toiminta käytännössä keskeytyi. Tähän mennessä talousvaikeudet eivät ole tarttuneet alueen muihin talouksiin. Joille-

kin Argentiinassa toimiville ulkomaisille pankeille kriisistä aiheutuvat tappiot ovat merkittäviä, mutta pankit ovat kyenneet suhteellisen hyvin varautumaan niihin luottotappiovarauksin. Argentiinan kriisi voi jatkossa lisätä ulkomaisien pankkien tappioita, jos talousongelmat leviävät alueen muihin maihin, tai välillisesti, jos niiden ulkomaisien asiakkaiden Argentiinan toimintoista aiheutuu luottotappioita.

Kansainvälisillä arvopaperimarkkinoilla tilanne on rauhoittunut syksyn terrori-iskujen jälkeen, mikä on näkynyt muun muassa yrityslainojen korkoerojen supistumisena sekä rahoitusvaateiden hintojen volatiliteetin pienenemisenä keskeisillä markkina-alueilla. Globaaliin talouskehitykseen liittyvät riskit sekä yksittäisissä yrityksissä, toimialoilla ja talouksissa ilmenneet ongelmat ovat kuitenkin edelleen ylläpitäneet epävarmuutta.

EU-alueen rahoitusmarkkinoiden tilanne

EU-alueen rahoitusmarkkinoiden tilanne näyttää kokonaisuudessaan melko vakaalta. Eräät rahoitusjärjestelmän osa-alueet ovat kuitenkin vakauden kannalta ongelmallisia. Lisäksi makrotalouden elpymisen riskit aiheuttavat epävarmuutta myös eurooppalaisilla rahoitusmarkkinoilla.

Euroopassa pankkisektori on edelleen varsin keskeinen rahoitusjärjestelmän osa. Niinpä pankkisektorin rakenne ja häiriöidensietokyky ovat erittäin tärkeitä rahoitusjärjestelmän vakauden säilymisen kannalta. Eurooppalaiset pankit

Taulukko. Talletuspankkiryhmien liikevoitto, milj. euroa

	2001	Koko vuosi 2000	Muutos, %	Ensimmäinen vuosineljännes		
				2002	2001	Muutos, %
Nordea-konserni, pankkitoiminta	1 968	2 316	-15,0	411	600	-31,5
Sampo-konserni, luottolaitos- ja sijoituspalvelutoiminta	296	430	-31,2	82	77	6,5
Osuuspankkien yhteenliittymä siitä OKO-konserni	504	664	-24,1	151	152	-0,7
Säästöpankit yhteensä siitä Aktia-konserni	111	167	-33,5	38	32	18,2
Paikallisosuuspankit yhteensä	103	104	-1,0	22	31	-29,0
Ålandsbanken-konserni	32	42	-24,1	7	11	-37,6
Muut kuin Nordea, yhteensä	36	39	-7,4	8	10	-23,8
	17	21	-17,1	4	4	2,3
Muut kuin Nordea, yhteensä	957	1 258	-24,0	267	274	-2,7

Lähde: Pankkien tilinpäätökset ja osavuosisikatsaukset.

toimivat yhä enemmän maiden välisillä interbank-markkinoilla, joilla saamiset ovat usein vakuudettomia ja kooltaan keskimäärin suurempia kuin maiden sisäiset transaktiot. Yksittäisen rahoitusjärjestelmän osa-alueen häiriöt voivat levitä koko EU:n alueelle todennäköisimmin juuri pankkien välisten kytkentöjen kautta. Tartuntariskiä lisäävät EU:n pankkien välisten markkinoiden keskittyneisyys ja kerrostuneisuus.

Vaikka EU-alueen pankit ovat keskimäärin hyvässä kunnossa ennen makrotalouden taantumaa tekemiensä erinomaisten tulosten ansiosta, erityisesti eräiden Keski-Euroopan maiden pankkisektorien kannattavuus on heikentynyt merkittävästi. Syitä tähän kehitykseen ovat olleet erityisesti pankkien muiden tuottojen voimakas lasku, nopean luotonkasvun aikana tehdyt vajavaiset luottotappiovaraukset ja riittämätön kustannusten karsinta. EU-alueen pankkien luotonannon kasvu hidastui vuodesta 2000 vuoteen 2001.

Pankkien velallisten tilasta on nykyisin myös Euroopassa saatavilla aikaisempaa enemmän vertailukelpoista tietoa, koska eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden integraation myötä mm. yritysten luottoluokitusten hankinta on yleistynyt. Erityisesti telekommunikaatiosektorin yritysten vaikeuksien odotetaan jatkuvan Euroopassa parantuneista talousnäkymistä huolimatta. Tämä saattaa heijastua luottotappioina alan rahoittamiseen keskittyneisiin pankkeihin. Kotitalouksien velkaantuminen on kasvanut useassa maassa suhteellisen voimakkaasti.

Ongelmat EU-alueen ulkopuolella saattavat tarttua myös EU-alueen pankkeihin. Pankkien altistuminen globaaleille riskeille on jakaantunut epätasaisesti. Joillakin, mm. Espanjan pankkeilla, on merkittäviä saamia Argentiinassa, mutta ne ovat toistaiseksi kyenneet varautumaan odotettuihin luottotappioihin, joiden vaikutukset näyttävät jäävän melko vähäisiksi. EU-alueen pankkien saamiset Japanista ovat hieman vähentyneet vuodesta 2000. Laajentuminen Itä-Eurooppaan lisää jatkossa EU-alueen pankkien riskejä, mutta toistaiseksi riskejä on vähän markkinoiden pienuuden vuoksi.

Tällä hetkellä sijoittajien ja liikkeeseenlaskijoiden varovaisuus leimaa EU-alueen arvopaperimarkkinoita. Vuoden 2002 ensimmäisellä neljänneksellä yksityisten liikkeeseenlaskijoiden ja erityisesti yritysten euromääräiset joukkolainaemissiöt supistuivat verrattuna sekä edellisen neljänneksen että viime vuoden vastaavan neljänneksen emissioihin. Kehitykseen ovat vaikuttaneet Enronin konkurssin esiin tuomien ongelmien lisäksi talouden elpymiseen liittyvä epävarmuus sekä yritysten luottoluokitusten heikot kehitysnäkyvät. Osakemarkkinoilla EU-alueen kokonaistilannetta kuvaavat indeksit ovat kehittyneet alkuvuonna melko tasaisesti, mutta maiden ja eri toimialojen välillä on havaittavissa selkeitä eroja. Syksyn terrori-iskujen jälkeinen kurssinousu on kuitenkin taittunut. Rahoitustoimialalla osakekurssit ovat liikkuneet viimevuotista tasaisemmin.

Suomen pankkisektorin näkymät

Suomen pankkisektori on aikaisempien vuosien erinomaisten tulostensa ansiosta varsin hyvässä kunnossa. Pankkien kannalta suurimmat riskit sisältyvät talouden kehitykseen ja voimakkaana jatkuvaan rakennemuutokseen.

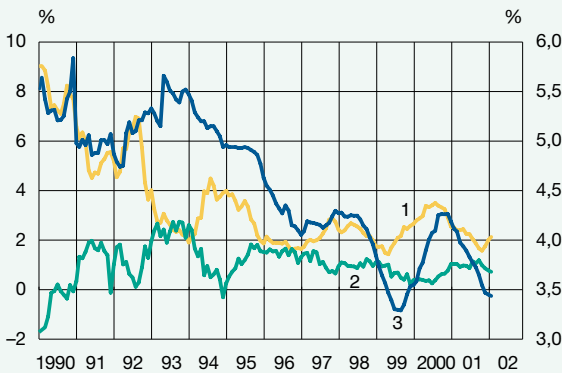
Vuonna 2001 suomalaisten pankkien liikevoitto pieneni ja kannattavuus heikkeni kaikissa tarkasteltavissa pankeissa ja pankkikonserneissa (taulukko). Tämä johtui pääasiassa muiden tuottojen vähenemisestä edellisvuotisista. Rahoituskatteen osuus tuotoista kasvoi kaikissa pankkiryhmissä. Luottotappioiden merkitys oli niiden kasvusta huolimatta tuloksen kannalta vaatimatonta. Vuoden 2002 ensimmäisenä neljänneksenä tulokset laskivat edelleen. Kannattavuuden heikkenemisestä huolimatta pankkien vakavaraisuus on hyvä ja tappiopuskurit ovat

edelleen keskimäärin korkeat. Pankkitoiminnan kapasiteetti kasvoi vuonna 2001. Henkilöstöä pankeissa oli vuoden 2001 lopussa noin 28 730 (28 620 vuonna 2000) ja konttoreita noin 1 550 (1 520 vuonna 2000).

Pankkien luotonannon korkomarginaali on laskenut edelleen vuoden 2001 lopun tasosta (kuvio 2). Valvojien on syytä tarkkailla marginaalin kehitystä varmistuakseen siitä, että pankit saavat riittävän korvauksen kantamastaan riskistä. Kokonaismarginaalin (euroantolainauksen keskikorko – eurotalletusten keskikorko) voidaan odottaa nousevan, jos yleinen korkotaso nousee.

Suomalaisten kotitalouksien velkaantumistaso (% BKT:stä) on pysynyt vakaana vuodesta 1998 lähtien (kuvio 3). Vaikka kotitalouksien velkaantuminen näyttää pysyneen kurissa, asun-

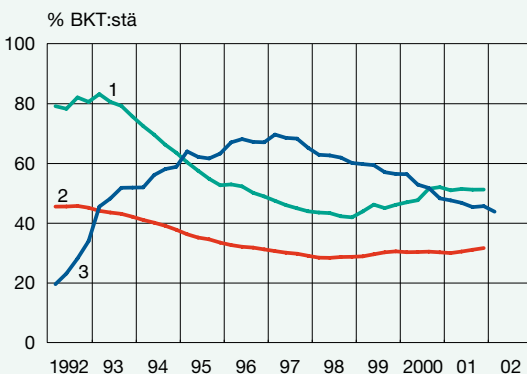
Kuvio 2. Talletuspankkien korkomarginaaleja



1. 12 kuukauden euribor – keskimääräinen talletusten korko (vasen asteikko)
2. Keskimääräinen luottojen korko – 12 kuukauden euribor (vasen asteikko)
3. Keskimääräinen luottojen korko – keskimääräinen talletusten korko (oikea asteikko)

Lähde: Suomen Pankki.

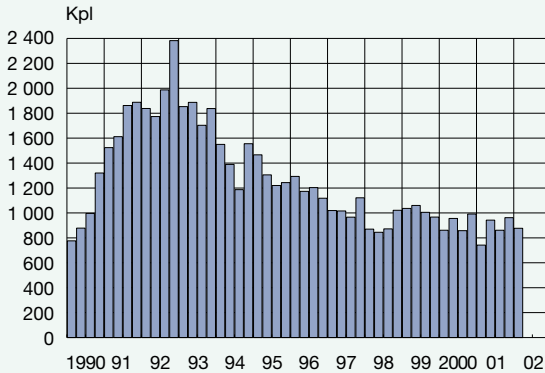
Kuvio 3. Velkaantumisaste sektoreittain



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

Lähteet: Tilastokeskus, Valtiokonttori ja Suomen Pankki.

Kuvio 4. Yritysten konkurssihakemukset



Lähde: Suomen Asiakastieto Oy.

tolainakannan vuosikasvu on ylittänyt 10 % jo 43 kuukauden ajan vuoden 1998 syyskuusta lähtien. Tähän asti kuluttajien luottamus omaan talouteensa on pysynyt vahvana. Sitä on erityisesti tukenut matala korkotaso, jonka ansiosta lainanhoitokulut ovat pysyneet hallinnassa nousseista asuntojen hinnoista huolimatta. Kotitalouksien velkaantumista on seurattava tarkasti. Jos talouden kasvu jää vaisuksi samalla kun inflaatio kiihtyy, nousevat korot kasvattavat lainanhoitokustannuksia ja heikentävät kotitalouksien kulutushalukkuutta.

Ensimmäisen neljänneksen tietojen mukaan yritysten konkurssihakemusten määrä on kasvanut 18 % vuoden takaisesta (kuvio 4). Tämä viittaa luottotappioiden ainakin hetkittäiseen nousuun. Konkurssien määrä vaihtelee kuitenkin melkoisesti vuoden sisällä, joten selkeää suuntaa on vaikea päätellä yhden neljänneksen perusteella. Jos talouden kasvu kiihtyy vuoden aikana, luottotappiot eivät ole uhka pankkien tulokselle.

Suurimmat kysymysmerkit Suomen rahoitussektorin tulevaisuuden kannalta ovat rahoitusmarkkinoilla toimivien instituutioiden tuottorakenteen muutokset sekä rakennejärjestelyt. Teknisen kehityksen, rahoitusmarkkinoiden kansainvälisen integraation ja säästämiskäyttämisen muutoksen synnyttämä uudenlainen toimintaympäristö pakottaa rahoituksenvälittäjät tehostamaan toimintaansa ja etsimään uusia

tuottoja. Tätä heijastelevat pankkien ja vakuutusyhtiöiden kotimaiset ja pohjoismaiset fuusiot. Rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta on tärkeää, että instituutioiden sisäinen valvonta pysyy muutosten tasalla. Lisäksi tulee varmistaa sekä markkinoiden että viranomaisten riittävä informaation saanti.

Suomen arvopaperimarkkinoiden näkymiä

Helsingin pörssin kehitystä kuvaavat indeksit ovat alkuvuonna laskeneet ensisijaisesti telekommunikaatiosektorin osakekurssien laskun seurauksena. Samaan aikaan markkinahintojen vaihtelua kuvaavat mittarit ovat heilahdelleet voimakkaasti. Heilahtelun on aiheuttanut pitkälti kotimaisia osakemarkkinoita dominoivan Nokian osakekurssin vaihtelu. Huhtikuun loppupuolella telekommunikaatioyritysten osavuositulosjulkistusten aikoihin osakekurssien vaihtelu kohosi huippuunsa sitten viime vuoden syyskuun. Telekommunikaatiosektorin tulevaisuuden kansainvälisilläkin rahoitusmarkkinoilla liitetyt riskit kasvattavat todennäköisesti jatkossakin aika ajoin suomalaisten osakemarkkinoiden kurssivaihtelua.

Markkinahintojen jyrkästä vaihtelusta huolimatta luottamus osakemarkkinoiden toimintaan on säilynyt vakaana eikä merkittäviä toiminnallisia ongelmia ole ilmennyt. Kaupankäynnin volyyymien erittäin voimakkaan kasvun takia ajoittain kovien paineiden alla ollut HEXin

osakeselvitys on toiminut hyvin, ja osakekauppojen selvitysaste on vakiintunut 99 prosentin tuntumaan. Kotimaisia osakemarkkinoita ylläpitävä HEX¹ on kuitenkin markkinapaikan kehittämiseksi ja systeemiriskin pienentämiseksi valmistelemaan uuden HEXClear-järjestelmän käyttöönottoa ensisijaisesti osakekauppojen toteutuksessa. Uusi järjestelmä on suunniteltu perustamaan reaaliaikaisiin bruttotoimituksiin siten, että kaupat toteutetaan lähtökohtaisesti yksittäin sitä mukaa kuin kauppojen toteutusedellytykset täyttyvät. Lisäksi järjestelmä mahdollistaa useiden kauppojen toteutuksen samassa ajossa, joka optimoi toteutuvien kauppojen määrän ja vähentää sitoutuvan rahan määrää. Arvo-osuudet ja niitä vastaavat maksut suoritetaan järjestelmässä samanaikaisesti toimitus maksua vastaan -periaatteella. Maksuissa on määrä käyttää ainoastaan keskuspankkirahaa. HEXClear-järjestelmä on tarkoitus ottaa käyttöön osakeselvityksessä asteittain vuoden 2003 alkupuolella. Se on suunniteltu laajennettavaksi myöhemmin koskemaan kaikkia oman ja myös vieraan pääoman ehtoisia arvo-osuusinstrumentteja.

Arvopaperimarkkinoiden kansainvälinen rakennekehitys on jatkunut kevään aikana, mutta markkinainfrastruktuurin yhdentymiseen on edelleen useita mahdollisia reittejä. Merkittäviä tapahtumia kevään 2002 aikana ovat olleet Clearstream-arvopaperikeskusryhmittymän siirtyminen kokonaisuudessaan saksalaisen Deutsche Börsen omistukseen sekä Portugalin pörssin ja LIFFE-johdannaispörssin liittyminen Euronext-pörssiryhmittymään.² Suomen näkökulmasta merkittävintä rakennekehitys on ollut Baltian osakemarkkinoilla. HEX ilmoitti maaliskuussa ryhtyvänsä strategiseen yhteistyöhön Riikan pörssin ja Latvian arvopaperikeskuksen kanssa. Jo aikaisemmin HEX on panostanut Baltian toimintoihinsa ostamalla enemmistön Tallinnan pörssistä.

Yksi keskeinen kysymys Euroopan yhdentyvillä arvopaperimarkkinoilla on tarve ns. keskusvastapuolipalvelujen tarjoamiselle kauppojen osapuolille. Keskusvastapuolena toimiva yh-

teisö (esimerkiksi pörssi tai selvitysyhteisö) asettuu kaupan alkuperäisten osapuolten väliin – ostajaksi myyjää vastaan ja myyjäksi ostajaa vastaan – sekä takaa osapuolille kauppojen toteuttamisen ottaen näin kantaakseen vastapuoliriskin. Keskusvastapuolipalvelu ei välttämättä poista kokonaan kauppaan liittyvää likviditeettiriskiä, koska myös keskusvastapuolten takamien kauppojen toteutukseen voi liittyä lyhyitä viivästyksiä. Kansainvälisillä markkinoilla jäsentensä tuntemiseen ja riskienhallintaan erikoistuvat keskusvastapuolet on nähty tarpeelliseksi, koska osapuolet eivät enää tunne toisiaan yhtä hyvin kuin kansallisilla markkinoilla. Keskusvastapuolet saattavat helpottaa etäjäsenyyssuorituksia kaupan kohteena olevien omaisuuserien toimituksessa ja pienentää yksittäisten osapuolten riskejä, mutta samalla niihin keskittyy markkinoiden toiminnan kannalta merkittäviä riskejä. Keskusvastapuolet voivatkin olla systeemiriskin kannalta merkittäviä etenkin linkittyessään tai fuusioituessaan. Tämän vuoksi viranomaisten on tärkeää seurata tarkasti, millaisiksi rajan yli tarjottavat keskusvastapuolipalvelut muodostuvat. Keskusvastapuolipalvelujen järjestämisestä on ollut vireillä pohjoismaista yhteistyötä koskevia keskusteluja, joihin myös HEX on osallistunut. Lopullisia ratkaisuja ei asiassa ole kuitenkaan tehty.

Joukkovelkakirjamarkkinoilla markkinainfrastruktuuria on myös viime vuosien aikana voimakkaasti uusittu, mikä on usein merkinnyt siirtymiä puhelinperusteisesta kaupankäynnistä kohti elektronisia kaupankäyntijärjestelmiä. Suomen valtion viitelainojen markkinatakaajien välinen kaupankäynti siirrettiin huhtikuussa elektroniseen kaupankäyntijärjestelmään (MTS Finland), joka hyödyntää Belgian valtion viitelainojen vastaavan järjestelmän tekniikkaa. Kaupankäyntijärjestelmää voidaan käyttää paitsi markkinatakaajien väliseen kaupankäyntiin myös viitelainojen takaisinosto- ja repo-operaatioihin.

Maksujärjestelmien vakaus

EU-alueen keskuspankkien ja EKP:n ylläpitämän reaaliaikaisen bruttomaksujärjestelmän TARGETin (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*) kehittämistä pohditaan parhaillaan Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) piirissä. Tulevaisuus-

¹ HEX-konserni (HEX) koostuu emoyhtiö HEX Oyj:stä ja sen tytäryhtiöistä.

² Euroopan osakepörssien kehitysnäkymistä tarkemmin Kari Korhosen artikkelissa tässä lehdessä.

den TARGETin rakenteella tulee olemaan keskeinen merkitys järjestelmän riskiprofiilille sekä tarvittaville varautumissuunnitelmille. Keskeisinä EKJP:n vaatimuksina säilyvät edelleen rahapolitiikan välitysmekanismin turvaaminen sekä maksujärjestelmien moitteettoman toiminnan edistäminen.

Vuoden 2002 tilastojen valossa TARGET-järjestelmä on toiminut hyvin ja häiriötilanteita on ollut suhteellisen vähän. Myös toinen merkittävä EU-alueen suurten maksujen järjestelmä Euro Banking Associationin (EBA) ylläpitämä Euro 1 -järjestelmä on toiminut hyvin. Luotettavat ja tehokkaat maksujärjestelmäinfrastruktuurit muodostavatkin pohjan toimivien sisämarkkinoiden kehittymiselle koko EU-alueella.

Globaalisti tarkasteltuna maksujärjestelmien vakaata ja luotettavaa toimintaa tulee omalta osaltaan edistämään CLS-pankki (*Continuous Linked Settlement Bank*). CLS-pankin aloittamisen myötä valuuttakauppoihin liittyvä toimitusriski pienenee. Tosin CLS-pankin toiminnan aloitusajankohtaa on jo muutamaan otteeseen jouduttu siirtämään ja sen lopullinen aloittamisajankohta on edelleen avoin. Tällä hetkellä näyttää, että CLS-pankin toiminta alkaa alkusyksystä 2002. CLS-pankki asettaa myös lisähaasteita TARGETille, sillä CLS-pankin euromääräisten valuuttakauppojen aikakriittiset katteensiirrot tulevat tapahtumaan TARGET-päivän alussa.

Suomalaisten maksujärjestelmien toimintavarmuus on ollut hyvä, ja niiden riskienhallintamenetelmät ovat riittävät. Sekä POPS-järjestelmän (*Pankkien on-line pikasiirrot ja sekrit*) että PMJ-järjestelmän (*Pankkien välinen maksujärjestelmä*) toimintaperiaatteet rajoittavat tehokkaasti riskejä, joita järjestelmien käytöstä aiheutuu osallistujille. Yleisesti ottaen voidaan todeta, että suomalaisten maksujärjestelmien vakaas on hyvä.

Yhdysvaltain terrori-iskujen jälkimaini-geissa usealla eri foorumilla on käyty keskusteluja, joissa toimivien ja ennen kaikkea käytännössä testattujen varajärjestelmien tärkeyttä on hyvin voimakkaasti korostettu. Lisänäkökohtana kansainvälisessä keskustelussa on nostettu esiin markkinoilla toimivien riittävän laajan ammattiosaamisen ensisijainen tärkeys. Kaikissa olosuhteissa on pystyttävä varmistamaan tarvittavien asiantuntijoiden saatavuus sekä luotettavien yhteyskanavien toimivuus.

Rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta keskeisiä sääntelyn ja valvonnan kehityshankkeita

Jatkuvat muutokset rahoitusmarkkinoiden rakenteessa, tekniikassa ja instrumenteissa sekä ulkoisissa sokeissa edellyttävät myös viranomaisilta jatkuvaa kehitystyötä rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan ajantasaisuuden varmistamiseksi. Näihin haasteisiin pyritään vastaamaan yhä enemmän kansainvälisen yhteistyön kautta.

Sääntely- ja valvontaympäristön kehittämisen keskeinen osa-alue on pankkien ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuussäännösten kansainvälinen uudistustyö. Tavoitteena on saada uudet Baselin komitean ja Euroopan komission ehdotukset lausuntokierroksen jälkeen voimaan vuoden 2006 lopussa. Uusi, aikaisempaa yksityiskohtaisempi vakavaraisuussääntely vaikuttaa monin tavoin pankkien riskinottoon, rahoituksen saatavuuteen ja talouden suhdanteisiin. Näiden vaikutusten selvittämiseksi Baselin pankkivalvontakomitea toteuttaa pankkien koelaskelmiin perustuvan arvioinnin syksyllä 2002.

EU-tasolla rahoitusmarkkinoiden sääntelyn lähtökohtana on rahoituspalvelujen sisämarkkinaohjelman loppuun saattamiseen tähtäävän, EU:n komission vuonna 1999 hyväksymän Financial Services Action Planin (FSAP) toteuttaminen. Tavoitteena on saada toimintaohjelma toteutettua vuoteen 2005 mennessä.

Kansainvälisten yritysten tulostietojen vertailtavuuden parantamiseksi EU:n piirissä on valmisteltu asetusta, jonka mukaisesti säännellyillä markkinoilla listattujen yhtiöiden olisi viimeistään vuodesta 2005 alkaen laadittava ja julkistettava tilinpäätöksensä kansainvälisten tilinpäätösstandardien (International Accounting Standards, IAS) mukaisesti. Tilinpäätösasetus koskisi soveltuvin osin myös rahoitusalan yrityksiä. Euroopan parlamentti hyväksyi asetus ehdotusta koskevan lausunnon maaliskuussa, ja asetuksen pikaista hyväksymistä on pidetty tärkeänä.

Pankkien ja vakuutusyhtiöiden fuusioissa syntyvien finanssiryhmittymien toiminnan ja valvonnan normittamista koskevan EU:n direktiiviehdotuksen käsittely on edistynyt Euroopan parlamentissa ja ministerineuvostossa. Direktiivillä säädeltäisiin finanssiryhmittymien valvontaa sekä valvojen välistä yhteistoimintaa ja tie-

tojenvaihtoa. Sen tarkoitus on myös mm. estää omien pääomien kahdenkertainen laskenta sekä varmistaa kilpailuolosuhteiden tasapuolisuus.

Euroopan parlamentti hyväksyi toukokuussa toisessa käsittelyssä rahoitusvakuusjärjestelydirektiivin. Nyt hyväksytyn direktiivin tavoitteena on helpottaa vakuuksien maiden välistä käyttöä ja niiden realisointia sekä yhdenmukaistaa EU:n jäsenvaltioiden keskeisimpiä säännöksiä rahoitusmarkkinoilla käytettävistä vakuuksista. Direktiivi pienentää merkittävästi maiden välisiin vakuustransaktioihin liittyviä oikeudellisia riskejä. Se on määrä saattaa voimaan jäsenmaissa todennäköisesti vuoden 2003 lopulla.

Euroopan parlamentti hyväksyi maaliskuussa ensimmäisessä käsittelyssä kannan ehdotuksesta direktiiviksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista. Direktiivillä, joka korvasi vuonna 1989 annetun direktiivin sisäpiirikaupoista, on tarkoitus parantaa markkinoiden integriteettiä koskevaa sääntelyä sekä edistää markkinoiden väärinkäyttöä ja sisäpiiriasioita koskevan sääntelyn harmonisointia. Direktiivin tarkoitus on myös lisätä eri maiden viranomaisien välistä yhteistyötä ja tietojenvaihtoa.

EU:n komissio käynnisti maaliskuussa toisen kommentointikierroksen sijoituspalveludirektiivin mahdollisista muutoksista. Sääntelytarpeet liittyvät erityisesti tasapuolisten sijoitusmahdollisuuksien varmistamiseen erityyppisten kaupankäyntijärjestelyjen (esimerkiksi säännelty markkinapaikat, kuten pörssit, vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät (ATS) sekä välittäjien sisäiset kaupankäyntijärjestelyt) kesken, sijoittajasuojan päivittämiseen sekä sijoituspalvelujen tarjoamiseen rajojen yli kotivaltion lupa- ja valvontamenettelyn pohjalta.

Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitea (CESR) sai maaliskuussa 2002 EU:n komissiolta kaksi toimeksiantoa avustaa teknisesti Lamfalussy-raportin³ mukaisissa täytäntöönpanotoimenpiteissä (ns. komitologiamenettely). Toimeksiannot liittyvät ehdotuksiin esitedirektiiviksi ja markkinoiden väärinkäyttö -direktiiviksi.

Arvopaperimarkkinoiden valvojen komitea (CESR) ja Euroopan keskuspankkijärjestelmä

(EKPJ) toimivat yhteistyössä arvopaperikaupan selvitys- ja toimitusjärjestelmien alueella tavoitteenaan laatia näitä järjestelmiä koskevat eurooppalaiset standardit ja suositukset, jotka ovat G10-maiden maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean (CPSS) ja arvopaperimarkkinavalvojen kansainvälisen järjestön (IOSCO) selvitysjärjestelmäsuositusten mukaiset.

Kotimainen lainsäädäntö

Suomessa pankkipalvelutyöryhmän esitykseen perustuva hallituksen esitys luottolaitoslain ja siihen liittyvien lakien muuttamisesta annettiin eduskunnalle maaliskuussa 2002. Lakimuutos saattaa sähkörahadirektiivin säännökset voimaan suomalaisessa lainsäädännössä. Esityksessä ehdotetaan, että myös muu kuin nykyisen luottolaitostoitinnan yhteydessä harjoitettava yleinen maksujenvälitys ja sähköisen rahan liikkeenlasku muuttuvat toimiluvan alaiseksi toiminnaksi. Tätä varten ehdotetaan perustettavaksi uusi luottolaitostyyppi, maksuliikkeyhteisö, jota koskeva sääntely poikkeaa muista luottolaitoksista. Yrityksille annetaan esityksessä oikeus vastaanottaa vaadittaessa takaisinmaksettavia yleisövaroja asiakastilille (yhdeksi asiakkaalta enintään 3 000 euroa). Talletuspankeilla pysyisi kuitenkin edelleen yksinoikeus talletussuojan alaisten talletusten vastaanottamiseen. Lakiesitys määrittelee myös säännöt luottolaitosten palvelujen ulkoistamiselle.

Rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvontaa koskeva laki tuli voimaan helmikuun alussa 2002. Lainsäädäntö koskee ryhmittymiä, joissa vakuutusyhtiö on pankin tai sijoituspalveluyrityksen määräysvallassa tai päinvastoin tai joissa sekä vakuutusyhtiö että pankki tai sijoituspalveluyritys ovat niiden yhteisen holdingyhtiön määräysvallassa. Uudessa lainsäädännössä tiukennetaan nykyisten pankkiryhmiä valvontaa osake- ja kiinteistöomistusten ja ulkomaisten tytäryrityshankintojen osalta sekä laajennetaan Rahoitustarkastuksen tarkastus- ja tietojensaantioikeutta. Samalla laissa varmistetaan, että ryhmittymään kuuluvat yritykset voivat luovuttaa toisilleen asiakastietoja eräitä arkaluonteisia tietoja lukuun ottamatta.

Luottolaitosten toiminnan uudelleenjärjestelyä ja purkamista koskeva lainsäädäntö tuli voimaan vuoden 2002 alusta. Uudessa laissa määritelty velkojainsuojamenettely on pitkälti ylei-

³ "Final report of the committee of wise men on the regulation of the European securities markets", Brussels. Helmikuu 2001.

sen yhtiölainsäädännön mukaista, mutta talletusuojan alaiset talletukset eivät ole velkojain-suojajamenettelyn piirissä. Lainsäädäntöön sisältyvät myös säännökset luottolaitoksen liiketoiminnan osittaisesta luovutuksesta ja vapaaehtoisesta toimiluvasta luopumisesta.

Viimeisimmät arvopaperimarkkinalakiin tehdyt muutokset tulivat voimaan vuoden 2002 alusta. Muutoksilla pyrittiin lisäämään arvopaperimarkkinoiden palvelujen tarjoajien välistä kilpailua mahdollistamalla pörssin lisäksi myös muille laissa tarkoitetuille kaupankäynnin järjestäjille mahdollisuus ottaa järjestämänsä kaupankäynnin kohteeksi pörssilistalla olevia osakkeita ja muita oman pääoman ehtoisia arvopapereita.

Valtiovarainministeriö asetti maaliskuussa 2001 työryhmän selvittämään ns. moniportaisen

omistajajärjestelmän käyttöönottoa Suomessa nykyisen suoran omistajajärjestelmän rinnalle. Työryhmä jättäne alkukesästä 2002 mietintönsä, jossa pohditaan moniportaisen järjestelmän etuja ja haittoja eri osapuolten näkökulmasta.

Keskenään kilpailevien säästö-, sijoitus- ja henkivakuutus tuotteiden sääntelyä selvitetään valtiovarainministeriön toukokuussa 2002 asettamassa työryhmässä. Tarkoitus on varmistaa, etteivät voimassa olevat säännökset perusteettomasti vääristä kilpailua. Työryhmän määräaika päättyy toukokuussa 2003. ■

- Asiasanat: rahoitusjärjestelmä, vakaus, pankkisektori, arvopaperimarkkinat, maksu- ja selvitys järjestelmät

Rahapolitiikan vaikutuksia tutkitaan

Jouko Vilmunen
tutkimusohjaaja
tutkimusosasto
2.5.2002

Euroalueen keskuspankit perustivat runsaat kaksi vuotta sitten rahapolitiikan välittymistä tutkivan verkoston. Sen työskentelyyn osallistui tutkijoita kustakin euroalueen kansallisesta keskuspankista ja EKP:stä. Verkosto sai nimekseen MTN (Monetary Transmission Network), ja sille asetettiin tehtäväksi täydentää rahapolitiikan vaikutuksia koskevaa tietämystä euroalueen maista. Tutkimusverkoston

tuottaman tutkimusmateriaalin haluttiin liittyvän kiinteästi rahapolitiikan mikrotason vaikutuksiin. Koska rahapolitiikan kokonaistaloudellisista vaikutuksista oli jo olemassa runsaasti tutkimusmateriaalia, verkoston haluttiin tutkimustoiminnassaan keskittyvän nimenomaan siihen, miten rahapolitiikka vaikuttaa pankkien ja yritysten asemaan ja käyttäytymiseen. Tavoitteena oli siis lisätä rahapolitiikan välittymiseen liittyvää empiiristä tutkimustietoa hyödyntämällä pankeista, yrityksistä ja ehkä myös kotitalouksista koostuvia paneeliaineistoja.

Jo työn alkuvaiheessa osoittautui, että yhtenäisen, koko euroalueen kattavan aineiston koostaminen olisi ollut epärealistinen tehtävä. Pääasiassa tästä johtuen verkoston tutkijoiden työ organisoitiin niin, että kunkin keskuspankin ekonomistit tutkivat rahapolitiikan pankkikohtaisia vaikutuksia käyttäen hyväksi omasta maasta kerättyä pankkiaineistoa. Lähinnä

Euroalueen keskuspankit perustivat runsaat kaksi vuotta sitten tutkimusverkoston, jonka tarkoituksena oli selvittää rahapolitiikan vaikutuksia pankkien, yritysten ja kotitalouksien käyttäytymiseen. Verkoston avulla saatiin runsaasti uutta tietoa rahapolitiikan pankki- ja yrityskohtaisista vaikutuksista euroalueen eri maissa. Sen mukaan on viitteitä siitä, että ainakin osa rahapolitiikan vaikutuksista välittyy muiden tekijöiden kuin koron kautta. Pankkien luotonannon vaihtelu on yksi näistä.

EKP:n ekonomistivoimin toteutettu tutkimustyö rahapolitiikan kokonaistaloudellisista vaikutuksista euroalueella täydensi näitä kunkin maan pankkikohtaisten tietojen analyyseja.

Yritysten rahoitusrakenteeseen ja investointikäyttäytymiseen liittyvässä tutkimuksessa päädyttiin varsin samankaltaiseen tilanteeseen. Yrityskohtaista tase- yms. aineistoa on kyllä olemassa

useassa maassa, joskaan ei niin useassa kuin vastaavaa pankkikohtaista aineistoa, mutta tätä aineistoa on vaikea saada yleiseen tutkimuskäyttöön. Tutkimusprojekteja rahapolitiikan vaikutuksista yritysten investointikäyttäytymiseen yksittäisissä maissa alettiin näin ollen viedä eteenpäin näiden maiden keskuspankitutkijoiden johdolla. Verkosto tuotti yrityskohtaisia investointianalyyseja seitsemästä maasta ja vastaavia pankkitason analyyseja yhdeksästä maasta. Verkoston kaksipäiväinen päätöskokous pidettiin 17. – 18.12.2001, ja siinä ennalta valitut verkoston ulkopuoliset akateemiset tutkijat esittelivät ja kommentoivat tutkimusraportteja. Raportit on myös julkaistu EKP:n työpaperisarjassa.

Rahapolitiikan vaikutukset ja pankkiluottomarkkinat

Rahapolitiikan vaikutukset välittyvät vallitsevan käsityksen mukaan pääosin korkotason muutos-

ten kautta. Paljon keskustelua on kuitenkin käyty siitä, mitkä muut kuin korkotekijät on otettava huomioon, kun rahapolitiikan vaikutuksia arvioidaan. Erityisesti tämä keskustelu on koskenut ns. pankkiluottokanavan olemassaoloa. Pankkiluottokanava toimii, jos rahapolitiikka vaikuttaa yritysten ja kotitalouksien investointeihin ja kulutukseen paitsi korkojen kautta myös suoraan pankkien luotontarjonnan muutosten välityksellä. Tällaisia vaikutuksia syntyy, jos pankkiluotot ovat kotitalouksien ja joidenkin yritysten kannalta korvaamattomia rahoituslähteitä – useinhan vain suurimmat yritykset pystyvät hankkimaan rahoitusta esimerkiksi suoraan arvopaperimarkkinoilta. Usein nimenomaan lamatutkimuksessa joudutaan pohtimaan kysymystä, mikä osuus pankkien luotontarjonnan vähenemisellä on kokonaiskysynnän supistumiseen.

Kysymystä pankkiluottokanavan olemassaolosta ja sen vahvuuden mittaamisesta ei voi kunnolla tutkia muuten kuin mikrotason aineistoja käyttäen. Siksi pankkiluottokanavan olemassaolon selvittäminen valittiin MTN-tutkimusverkoston keskeiseksi tutkimusaiheeksi. Pankkiluottokanavan toimintaan liittyy olennaisesti kysymys siitä, mitkä muut tekijät kuin rahamarkkinakorot vaikuttavat pankkien luotontarjontaan.

Tutkimusverkoston maakohtaisissa pankkiaineistoanalyseissa pyrittiin hakemaan tukea hypoteesille rahapolitiikan pankkiluottokanavan toiminnasta euroalueen eri maissa. Tutkimuksissa käytetty tilastollinen lähestymistapa pyrittiin yhdenmukaistamaan mahdollisimman pitkälle tulosten vertailukelpoisuuden maksimoimiseksi. Perusidean mukaan tutkijat estimoivat käytännöllisesti katsoen saman empiirisen täsmennyksen kunkin maan pankkiaineistolla, ja sen lisäksi he raportoivat tarpeen mukaan estimointitulokset myös kunkin maan pankkiaineistoon parhaiten sopivasta mallista. Käytetyt tilastolliset mallit ovat hyvin tavanomaisia supistetun muodon täsmennyksiä tämäntyyliisessä empiirissä tutkimuksessa. Koska estimoitavien mallien halutaan tulkitsevan nimenomaan pankkien luotonantokäyttäytymistä, on mallia rakennettaessa tehtävä tarvittavat identifiointioletukset. Näistä ehkä keskeisin on se, että pankkien yksittäisten laina-asiakkaiden kysynnät reagoivat samalla tavalla rahapolitiikan eli keskuspankki-

koron muutoksiin. Toisaalta pankkien laina-asiakaskunnan ominaisuuksia ei estimoinneissa ole voitu hyödyntää siitä yksinkertaisesta syystä, ettei näistä ominaisuuksista ole saatavissa riittävän kattavaa ja yhdenmukaista aineistotietoa eri maista. Näiden ominaisuuksien hyödyntäminen sinänsä olisi estimoinneissa erittäin suotavaa.

Itse estimoitavassa mallissa pankkikohtaisten ominaisuuksien vaihtelun, rahapolitiikan instrumentin – keskuspankkikoron – muutosten sekä näiden vuorovaikutuksen oletetaan selittävän olennaisen osan pankkien luotonannon kasvuvauhdista. Näiden muuttujien lisäksi estimoinneissa käytetään joitakin kontrollimuuttujia, joista keskeisimmät ovat inflaatio ja bruttokansantuotteen kasvuvauhti, sekä pankkiluottojen kasvuvauhdin viipeitä, joiden ansiosta estimoitavan mallin dynaamiset ominaisuudet paranevat. Perushypoteesi on, että rahapolitiikan kiristyminen hidastaa pankkien luotonannon kasvuvauhtia. Rahapolitiikan vaikutukset ovat kuitenkin oletuksen mukaan pankkikohtaisia, joten rahapolitiikan vaikutusten arvioinnissa tulee tämän suoran negatiivisen vaikutuksen lisäksi ottaa huomioon koronmuutosten ja pankkikohtaisten tekijöiden estimoidut yhteisvaikutukset. Mikäli nämä ns. interaktiotermit estimoituvat tilastollisesti merkitseviksi, löytyy estimointituloksista tukea pankkiluottokanavan olemassaololle.

Estimoinneissa käytetyt pankkikohtaiset muuttujat ovat pankin koko, likviditeetti ja oman pääoman määrä. Näistä ensimmäinen, pankin koko, toimii korvikkeena pankin informaatio-ongelmiin liittyville tekijöille rahoitusmarkkinoilla. Perusidea on se, että pienemmät pankit ovat sijoittajan silmissä vähemmän läpinäkyviä, opaakkeja, ja sen vuoksi niihin tehtyjen sijoitusten tuotoilta vaaditaan enemmän kuin läpinäkyvimpiin suuriin pankkeihin kohdistuvien sijoitusten tuotoilta. Näin ollen pienemmät pankit ovat haavoittuvaisempia rahapolitiikan muutoksille, joten rahapolitiikka vaikuttaa voimakkaammin pieniin pankkeihin. Tämä puolestaan tarkoittaa sitä, että estimoitavassa mallissa pankin kokoa ja keskuspankkikoron muutosten vuorovaikutusta kuvaavan muuttujan kertoimen tulisi estimoitua positiiviseksi. Tällöin rahapolitiikan vaikutukset pankin luotonantoon jäävät sitä vaimeammiksi, mitä suurempi pankki

on, koska suurempi pankki kykenee helpommin rahoittamaan luotonantoon pääomamarkkinoiden avulla. Toisaalta rahapolitiikan pitäisi perushypoteesien mukaan vaikuttaa vaimeammin myös likvidimpeihin ja paremmin pääomitettuihin pankkeihin. Oletusten mukaan likvidimpien ja paremmin pääomitettujen pankkien on helpompi neutraloida kiristyneen rahapolitiikan vaikutukset luotonantonsa. Näin ollen pankin likviditeetin, oman pääoman ja keskuspankkikoron muutosten interaktiotermin tulisi estimoitua positiiviseksi, ja se puolestaan tukisi osaltaan hypoteesia pankkiluottokanavan olemassaolosta.

Pankkiluottokanava ei ehkä sittenkään kovin vahva

Suomen osalta pankkien luotonannon kasvua selittävä empiirinen malli estimoitiin noin 340 pankin tulos- ja tasetiedot kattavasta paneeliaineistosta. Neljännesvuosiaineisto ulottuu vuoden 1995 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2000 viimeiseen neljännekseen, joten kustakin muuttujasta on käytettävissä parhaimmillaan 24 aikasarjahavaintoa. Havaintoaineiston kapasiteetti on siis suurimmillaan reilut 8 000 havaintoa, joskin todellisten havaintojen lukumäärä on vähäisempi, koska paneeliaineiston aikasarjat eivät ole kaikki yhtä pitkiä. Paneelin aikasarjat ovat lyhyitä, ja pääasiallinen syy havaintoaineiston lyhyyteen on se, että koko 1990-luvun mahdollisesti kattava havaintoaineisto olisi hyvin epäyhtenäinen johtuen yhtäältä itse pankkikriisistä ja toisaalta pankkikriisiä seuranneesta suomalaisen pankkisektorin rakennemuutoksesta. Rahapolitiikan seurausten tuskin voi olettaa olevan samankaltaisia pankkikriisin aikana kuin markkinoiden toimiessa normaalisti. Erityisesti suomalaisten pankkimarkkinoiden rakenne on muuttunut 1990-luvun aikana sen takia, että pankkisektorilla on ollut paljon fuusioita pankkikriisin jälkimainingeissa.

Suomalaisten pankkien luotonannon kasvuvauhtia selittävän mallin estimointitulokset eivät ole ristiriidassa rahapolitiikan pankkiluottokanavan olemassaolon kanssa. Tulokset eivät tosin tilastollisesti katsoen tue kovin voimakkaan pankkiluottokanavan olemassaoloa, mutta rahapolitiikan estimoidut kvantitatiiviset vaikutukset ovat sopusoinnussa sen kanssa. Keskuspankkikoron nousut ensinnäkin hidastavat suoraan

pankkien luotonannon kasvua. Tämä vaikutus on tilastollisesti merkitsevä. Toisaalta luotonanto näyttää kasvavan nopeammin likvideissä ja paremmin pääomitetuissa pankeissa, kuten ennakkoon osattiin odottaa. Näin esimerkiksi luototappioilla on mitattavissa oleva luotontarjontaa vähentävä vaikutus. Tulosten perusteella näyttää lisäksi olevan niin, että suomalaisilla pankkiluottomarkkinoilla ei ole sisäsyntyistä taipumusta monopolisoitua eli suuremman pankin luoton kasvuvauhti ei ole muiden tekijöiden ollessa samat sen nopeampi kuin pienen pankin. Pankkien luotonannon kasvu myös kiihtyy talouden kasvun voimistuessa. Varsinaisten pankkiluottokanavan olemassaoloa testaavien muuttujien osalta ei tilastollinen näyttö kuitenkaan ole yhtä vahvaa. Rahapolitiikka näyttää todellakin tulosten mukaan vaikuttavan vaimeammin suuriin, likvideihin ja hyvin pääomitettuihin pankkeihin, mutta näitä rahapolitiikan vaikutusten eroja ei tavanomaisin kriteerein voida pitää tilastollisesti merkitsevinä. Nämä tulokset ovat hyvin sopusoinnussa sen kanssa, mitä rahapolitiikan vaikutuksista kokonaisuutena Suomessa muuten tiedetään. Käytettävissä olevan tiedon perusteella näyttää nimittäin olevan niin, että rahapolitiikan vaikutuksia voidaan suhteellisen tyhjentävästi kuvata keskuspankkikoron muutosten suoralla vaikutuksella kokonaisuutensa keskeisiin komponentteihin, kuten yksityiseen kulutukseen ja investointeihin. Näiden vaikutusten arvioimiseksi ei rahapolitiikan vaikutuksia pankkien luotonantoon tarvitse erikseen mitata.

Pankkien luotonannon kasvua koskevat tulokset ovat nähtävästi hyvin samankaltaisia useassa euroalueen maassa. Maakohtaisten analyysien perusteella näyttää olevan niin, että voimakasta pankkiluottokanavaa ei Suomen lisäksi ole myöskään Itävallassa, Belgiassa, Luxemburgissa eikä Espanjassa. Itävallassa tosin tulokset riippuvat jonkin verran estimoitavasta mallista. Likviditeetti saattaa olla tärkeää rahapolitiikan pankkikohtaisten vaikutusten kannalta Itävallassa niin, että erityisesti taantumien aikana rahapolitiikalla olisi muita vähäisemmät vaikutukset likvidimpien pankkien luotonantoon. Tilastollisen näytön perusteella on myös vaikea päätellä, kuinka tärkeä pankkiluottokanava on rahapolitiikan välittymisen kannalta Hollannissa ja Portugalissa, vaikka niissäkin

rahapolitiikan muutokset vaikuttavat pankkien luotonannon kasvuun. Pankkien oma pääoma vaikuttaa merkittävästi Portugalissa siihen, miten rahapolitiikka vaikuttaa pankkien luotonantoon, Hollannissa sen sijaan rahapolitiikan muutokset näyttävät vaikuttavan eniten pankkien vakuudettomaan luotonantoon.

Tulosten perusteella pankkiluottokanava näyttää sen sijaan vaikuttavan rahapolitiikan välittymiseen Italiassa, Ranskassa, Saksassa ja myös Kreikassa. Italiassa ja Saksassa tulokset näyttävät erityisesti viittaavan siihen, että pankkien likviditeetillä on keskeinen merkitys rahapolitiikan vaikutuksille. Alhaisen likviditeetin pankit reagoisivat siis voimakkaammin rahapolitiikan muutoksiin. Saksassa luotonanto erityisesti kotitalouksille näyttää olevan tärkeä tekijä sen kannalta, mitkä ovat rahapolitiikan vaikutukset kokonaisuutena.

Rahapolitiikan vaikutukset yritysten investointeihin vaihtelevat maittain

Tutkimusverkosto organisoii myös yritysaineistoihin perustuvaa tutkimusta rahapolitiikan vaikutuksista investointeihin eri maissa. Käyttökelpoista yritysaineistoa ei löytynyt yhtä useasta maasta kuin vastaavia pankkipaneeleja, joskin estimoinnit kyettiin viemään läpi kahdeksan maan – Belgian, Espanjan, Italian, Itävallan, Luxemburgin, Ranskan, Saksan ja Suomen – aineistoilla. Myös estimoinneissa käytettyjen aineistojen koot vaihtelivat runsaasti, sekä mukana olevien yritysten lukumäärän että yksittäisten aikasarjojen pituuden suhteen. Suomen investointiyhtälöiden estimointitulokset perustuvat ETLAn yritysaineistoon, joka koostuu 500 suurimman suomalaisen yrityksen vuotuisista tulos- ja tasetiedoista. Tutkimuksen aineisto kattaa vuodet 1986–1999.

Yritysten investointikäyttäytymisen analysoinnin haluttiin erityisesti vastaavan kysymykseen, vaikuttaako yritysten rahoitusrakenne niiden investointeihin. Yksinkertaisimmat dynaamiset investointiteooriat päätyvät siihen, että ainoastaan sellaiset muuttujat, joilla voidaan ennakoida yritysten tulevaa kannattavuuskehitystä, vaikuttavat yritysten investointeihin. Näin ollen rahoitusmuuttujatkin selittäisivät tästä näkökulmasta yritysten investointien vaihteluja vain, jos niillä on ennustearvoa yritysten tulevasta kannattavuuskehityksestä. Yleisesti ottaen

empiiriset tutkimukset eivät yksiselitteisesti tue tätä yksinkertaista mallia yritysten investointien määräytymisestä, vaan erityisesti rahoitusmuuttujilla näyttäisi olevan merkitystä yritysten investointien vaihteluita selitettäessä.

Toisaalta rahapolitiikan investointivaikutusten kannalta ratkaisevaa on se, miten voimakkaasti yritysten investoinnit riippuvat pääoman käyttäjäkustannuksista. Koska keskuspankkikoron vaihtelut vaikuttavat pääomakustannuksiin, niiden odotetaan vaikuttavan myös yritysten investointeihin. Tämän vuoksi estimointitulosten raportoinneissa on kiinnitetty erityisesti huomiota arvioihin pääoman käyttäjäkustannusten kvantitatiivisista vaikutuksista yritysten investointeihin. Verkoston mittaustulokset näistä vaikutuksista vaihtelevat voimakkaasti maittain niin, että alimmillaan pääoman käyttäjäkustannusten prosenttiyksikön nousu ei vaikuta käytännöllisesti katsoen lainkaan yritysten investointeihin, kun taas suurimmillaan vastaava pääomakustannusten nousu pienentää yritysten investointeja useita prosentteja. Pieniksi vaikutukset estimoituvat Belgian, Ranskan ja Suomen yritysaineistoissa ja suuriksi Espanjan, Itävallan ja Luxemburgin yritysaineistoissa. Tulokset tosin ovat ainakin riippuvuuden voimakkuuden suhteen jossain määrin riippuvaisia siitä, onko laskelmissa otettu huomioon lainkaan yritysten kassavirran vaikutuksia niiden investointeihin. Pääsääntönä näyttää ehkä Espanjaa ja Saksaa lukuun ottamatta olevan se, että kassavirtavaikutuksen eliminoiminen heikentää pääoman käyttäjäkustannusten mitattuja vaikutuksia yritysten investointeihin. Tästä voitaisiin päätellä, että rahapolitiikan mahdolliset vaikutukset yritysten investointeihin arvioidaan liian pieniksi, mikäli laskelmissa ei ole huomioitu kassavirtavaikutusta.

Mielenkiintoista estimointituloksissa on myös se, että mukana olevista maista kolmessa – Espanjassa, Italiassa ja Suomessa – kokonaiskysynnän pieneneminen rahapolitiikan kiristymisen seurauksena selittyi yksinomaan yritysten investointien vähenemisellä. Kahdessa maassa – Belgiassa ja Saksassa – puolestaan kokonaiskysyntä supistuu korkojen noustessa enemmän kuin estimoitu investointien väheneminen selittää. Tästä voitaisiin tehdä se päätelmä, että ainakin näissä maissa kokonaiskysynnän supistumisesta rahapolitiikan kiristämisen jälkeen voitai-

siin koron nousun ohella yrittää selittää muillakin tekijöillä, erityisesti niillä, jotka liittyvät yritysten (ja kotitalouksien) rahoitusrakenteen kautta välittyviin vaikutuksiin.

MTN-tutkimusverkosto on tuottanut tulostensa ohella runsaasti uusia kysymyksenasetteluja, joiden pohjalta rahapolitiikan vaikutuksia selvittävä empiirinen tutkimus etenee jatkossa

sekä keskuspankeissa että tutkimuslaitoksissa. Tämä jatkotutkimusta suuntaava vaikutus lienee suurin verkoston työn hyödyistä. ■

- Asiasanat: rahapolitiikan välittyminen, pankkiluottokanava, käyttäjäkustannukset, paneeliaineisto

Euroopan osakepörssien kehitysnäkymät

Kari Korhonen
ekonomisti
rahoitusmarkkinaosasto
15.5.2002

Poliittinen tavoite

Yhtenäismarkkinoiden luomisesta on tullut yksi Euroopan unionin keskeisimmistä poliittisista tavoitteista, ja rahoitusmarkkinoiden kehitys on viime aikoina ollut entistä selkeämmin esillä yhtenä tämän tavoitteen saavuttamista edistävänä tekijänä. Tätä osoittavat EU:n rahoitusmarkkinoita koskevan sääntelyn keskipitkän ajan kehittämissuunnitelman eli rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman (FSAP) täytäntöönpano sekä Oviedossa huhtikuussa 2002 pidetyn epävirallisen Ecofin-kokouksen keskustelut ja poliittiset julkilausumat. Myös EU:n talous- ja rahoituskomitea on pyrkinyt aikaisempaa aktiivisemmin viemään eteenpäin rahoitusmarkkinakysymyksiä. Yleisiksi tavoitteiksi voidaan tiivistää rahoitusmarkkinoiden yhtenäisyyden, tehokkuuden ja vakauden edistäminen sekä kuluttajien suojele.

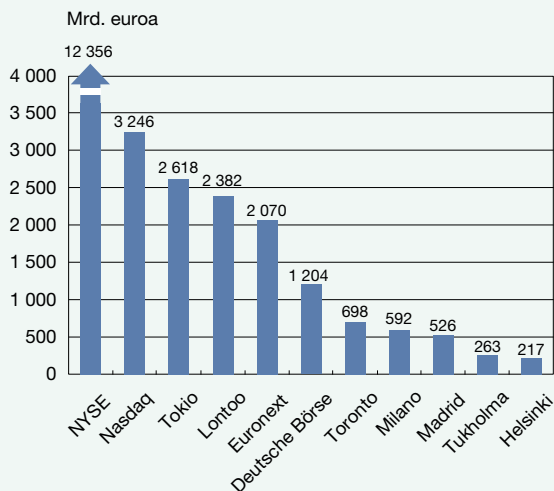
Kuinka keskeisiä pörssit sitten ovat pääomamarkkinoiden kehityksen kannalta? Ennen kuin 12 Euroopan maata siirtyi tämän vuoden alussa käyttämään yhteistä käteistä pääomamarkkinoiden epäyhtenäisyys EU:ssa oli perusteltua alueellisista ja kansallisista syistä. Monien maiden pörsseissä oli hyvin toimiva kaupankäynti kansallisesti tärkeiden yritysten osakkeille, joiden selvitys perustui kansallisesti määriteltyyn

Pääomamarkkinoiden yhdentymistä Euroopan unionissa ja erityisesti euroalueella on pyritty edistämään monin eri toimin. Ensimmäinen kierros euroalueen osakemarkkinoiden rakenneintegraatiosta on nähty, mutta viime aikoina kehitys näyttää pysähtyneen. Rakenteelliset muutokset vaativat huomattavasti resursseja, eikä kansallisten intressien sovittaminen kokonaisuuden kannalta tehokkaihin toimintamalleihin ole helppoa, joten nopea eteneminen on epätodennäköistä. Suomessa tarvitaan keskustelua tavoista, joilla suomalaisille instituutioille ja yksityisille sijoittajille voidaan turvata riittävät kaupankäynti-, selvitys- ja toimitustoiminnot rahoitusmarkkinoiden integraation edetessä.

omistusoikeuteen ja selvitysprosessien luotettavuuteen. Nyt euroalueella on vain yksi valuutta, mutta ainakin 23 osakepörssiä. Pörsseistä seitsemän toimii Saksassa, neljä Espanjassa ja Belgiassa ja Itävallassa kummassakin kaksi; muissa euromaissa on jokaisessa yksi osakepörssi. Näistä jokainen toimii omana yksikönään usein paikallisesti räätälöidyin säännöin ja erilaisin teknisin järjestelmin, vaikka pörssien jäsenistä yhä useammat toimivat suoraan monissa alueen pörsseissä. Tilanne ei siis ole optimaalinen euroaluetta ajatellen.

Poliittiset päättäjät ovat peräänkuuluttaneet Euroopan kilpailukyvyyn ja innovatiivisuuden tukemista. Rahoitusmarkkinoiden osalta tämä merkitsee erityisesti riskirahoituksen määrän kasvua sekä sen edullisuuden turvaamisesta. Osakepörssit yhtäältä mahdollistavat riskirahoitusyhtiöiden rahoitussuunnitelmien toteuttamisen, ja toisaalta pörssien tehokkuus vaikuttaa suoraan oman pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksiin. Lisäksi pörssien ylläpitämä kaupankäynti tarjoaa sijoittajille jälkimarkkinalikviditeettiä, mikä puolestaan tukee sijoittajien riskinottoa. Tehokkaasti toimivat jälkimarkkinat helpottavat hyväntuottoisten pitkäaikaisten sijoituskohteiden luomista ikääntyvien talouksien säästäjille. Kuuluttamalla Eurooppaan osake-

Kuvio. Pörssien markkina-arvo 31.12.2001



Lähde: FIBV.

kulttuuria (equity culture) Euroopan komissio on pyrkinyt edistämään pitkäaikaisten säästöjen aiempaa laajempaa kanavoitumista osakemarkkinoille.

Osakemarkkinoiden tehokkuutta arvioitaessa on entistä enemmän kiinnitettävä huomiota itse kaupankäynnin lisäksi myös kaupankäyntiä seuraaviin vaiheisiin. Siten markkinaintegraatiota ei voi järkevästi käsitellä ilman, että samalla pohditaan myös kauppohen prosessiin liittyvää infrastruktuuria, vaikka tämä osa prosessia on sijoittajalle usein näkymätön.

Markkinat hajallaan, vaikka pörssit ovat uudistuneet

Sekä EKP että Euroopan komissio ovat ilmoittaneet, että ne suhtautuvat neutraalisti erilaisiin integraatiovaihtoehtoihin. Lähtökohtana on, että markkinat päättävät, mitä toimintamalleja käyttäen edellä esitetyt tavoitteet parhaiten saavutetaan eli miten yhdentymisen tiellä edetään. Edistystä on kuitenkin saavutettava, sillä EU on esittänyt poliittiset tavoitteet vakavalta pohjalta. Maksujärjestelmäalueelta voidaan hakea viitteitä siihen, millaisiin toimenpiteisiin viranomaiset saattavat ryhtyä, ellei riittäviä tuloksia lähivuosina synny.

Päätymistä yhden pörssin tilanteeseen voidaan tuskin pitää suotavana, koska silloin ei valuutta-alueella olisi kilpailua. Tämän markkinaosa-uoletkin ovat tehneet selväksi. Viranomaiset pystyvät vaikuttamaan terveen kilpailun toteu-

tumiseen poistamalla lainsäädännön esteitä, ja tähän liittyvässä valmistelutyössä esimerkiksi Euroopan komissio on sitoutunut yhteistyöhön markkinaosa-uoletn kanssa.

Osa lähihistorian kehityspiirteistä on globaaleja: aiemmin lähes kiltajärjestelmänä toimineet pörssit ovat muuttuneet vähitellen kaupallisiksi osakeyhtiöiksi ja osa niistä on jopa listautunut itse ylläpitämällään markkinapaikalla. Siten ne ovat muuttuneet puhtaasti voittoa tavoitteleviksi yhtiöiksi, joissa omistajuus ja jäsenyys on eriytetty toisistaan.

Frankfurt, Lontoo ja Pariisi ovat viime vuosiin asti olleet Euroopan keskeisimmät finanssikeskukset (kuvio). Niissä toimivien ja muiden pörssien kesken oli useita yrityksiä fuusioida kahden tai useamman maan pörssit ennen kuin Amsterdamin, Brysselin ja Pariisin pörssit yhdistyivät Euronext-pörssiksi vuoden 2000 syyskuussa¹. Nämä yritykset kuitenkin epäonnistuvat aina joko sääntely-, kulttuuri- tai henkilösyistä. Toisena Euroopan kannalta merkittävänä kansainvälisenä fuusiohankkeena voidaan pitää Clearstream-arvopaperikeskusryhmittymän omistajuuden selkiytymistä helmikuussa 2002. Hankittuaan Clearstream-ryhmän omistukseensa kokonaisuudessaan Deutsche Börse

¹ Samalla näiden pörssien yhteydessä toimineet arvopaperikeskukset yhdistyivät Euroclear-ryhmäksi ja keskusvasta-uolet Clearnet-ryhmäksi. Portugalin pörssi liittyi Euronext-ryhmään virallisesti helmikuussa 2002 samoin kuin Lontoossa toimiva LIFFE-johdannaispörssi.

hallinnoi sekä Frankfurtin että Luxemburgin selvitystoimintoja. Deutsche Börse ja Euronext ovatkin nyt muodostuneet euroalueen keskeisimmiksi markkinapaikoiksi. Innovatiivisimpana Euroopassa pidetään kuitenkin usein ruotsalaista OM-yhtymää, joka muun muassa operoi Tukholman pörssiä. Silti London Stock Exchangella on Euroopan suurimmat vaihtoluvut. Jokaisella edellä mainituista markkinapaikoista on varsin erilainen lähestymistapa Euroopan markkinoiden integraatioon.

Eurooppalaisia skenaarioita

Kansallisen kehityksen pohjalta markkinat ovat jakautuneet rakenteeltaan kahteen päätyyppiin. Toisessa koko kaupankäynti ja sen jälkeinen hallintaprosessi sijoittuvat samaan konserniin muodostaen ns. siilorakenteen, kuten Saksassa ja Suomessa. Toisessa taas erilliset yhtiöt tuottavat markkinapaikalle kaupankäynti-, selvitys- ja toimitus- sekä säilytystoiminnot ilman yhteistä omistusta ja hallintorakennetta (ns. corporate governance), kuten Iso-Britanniassa ja Yhdysvalloissa. Yleisesti puhutaankin vertikaalisesta ja horisontaalisesta integraatiosta. Molemmista vaihtoehdoista on kuitenkin erilaisia variaatioita: Euronext esimerkiksi omistaa Clearnetin yhdessä Euroclearin kanssa. Vertikaalisen integraation etuna on pidetty mahdollisuutta automatisoida tehokkaasti eri toimintojen väliset prosessit, kun taas horisontaalinen integraatio mahdollistaa ainakin teoriassa suuremman avoimuuden ja valinnanvapauden järjestelmien käytössä. Näillä peruslähtökohdilla on potentiaalisesti suuria vaikutuksia integraation kehittymistapojen kannalta.

Kahden edellä kuvatun ryhmän syntymisen jälkeen edistyminen uusissa yhdentymisjärjestelyissä on lähes seisahtanut. Neuvotteluja uusista järjestelyistä kuitenkin käydään kaiken aikaa. Kyse ei ole pelkästään pörssien tai arvopaperikeskusten omista eduista, vaan siitä, että markkinoiden erikokoisilla toimijoilla on niin erilaisia intressejä, että niiden yhteensovittaminen on hankalaa. Lisäksi suurimpien osapuolten eri liiketoimialueilla on keskenään ristiriitaisia kantoja. Juuri nyt näyttää olevan menossa vaihe, jossa erityisesti kansalliset intressit ovat esillä. Lähes kaikki markkinapaikat rakentavat kansallisia siloja tai etenevät muutoin pienin askelin parannellakseen neuvotteluasemiaan. Esimerk-

keinä tästä ovat Espanja ja Italia. Molemmissa pyritään kehittämään kansallista keskusvastaapuolipalvelua. Lisäksi Italian pörssin ja kansallisen arvopaperikeskuksen välistä yhteyttä ollaan ilmeisesti vahvistamassa. Myös Pohjoismaat ovat avainasemassa, ja niitä voidaan pitää suunnannäyttäjänä tulevalle kehitykselle Euroopassa. Näissä maissa tullaan pitkälti ratkaisemaan, millaiseksi Euroopan markkinoiden rakenne loppujen lopuksi kehittyä.

EU:n kehitykselle haetaan usein vertailukohtaa Yhdysvalloista. Siellä markkinat ovat keskittyneet kahteen suureen markkinapaikkaan eli NYSEen ja Nasdaqiin, mutta maassa toimii näiden rinnalla useita alueellisia pörssijä. Suurimpana erona Euroopan tilanteeseen on kuitenkin se, että amerikkalaiset pörssit ovat verkottuneet siten, että suurimmalla osalla osakkeista voidaan käydä kauppaa kaikilla markkinapaikoilla ilman erillistä listautumista. Euroopasta tällainen toimeksiantojen välitysjärjestelmä puuttuu tai toimii vain kansallisella tasolla. Toisaalta amerikkalainen infrastruktuuri on keskittänyt osakekaupan selvityksen yhteen palvelutaloon, tärkeimpien pörssien omistamaan DTCC:hen.

Euroopan keskeisistä keskusvastapuolista London Clearing House ja Clearnet olisivat halukkaita yhteistyöhön, mutta oikeudelliset tekijät ovat olleet toistaiseksi esteenä. Brittiläistä tapaoikeuteen (common law) perustuvaa järjestelmää on vaikea yhdistää Clearnetin perustana olevaan ranskalaiseen kodifioituun järjestelmään. Toistaiseksi Saksaan parhaillaan rakennettavan keskusvastapuolenkin tuntuu olevan vaikeata esimerkiksi ryhtyä käyttämään Clearnetin tietojärjestelmää puhumattakaan, että nämä kaksi keskusvastapuolta fuusioituivat. Kannustimena olisivat kuitenkin merkittävät skaalatuotot ja pitkällä aikavälillä nykyistä pienemmät kustannukset kaikille osapuolille. Todellisuudessa ensimmäisinä yhdistymisen jälkeisinä vuosina sekä pörssien, keskusvastapuolten että arvopaperikeskusten ja osapuolten kustannukset kuitenkin vain kasvavat tietojärjestelmien mukauttamisen takia.

Muun muassa London Stock Exchangen hallituksen puheenjohtaja Cruickshank on vaatinut keskusvastapuolien ja arvopaperikeskusten tuottamien selvitys- ja toimituspalvelujen keskittämistä EU:ssa yhteen yhtiöön – kuten Yhdysvalloissa – siksi, ettei niissä hänen mukaansa voi

Kehikko. Terminologiaa ja käytettyjä lyhenteitä

Pörssi on arvopaperien julkista kaupankäyntiä varten hyväksytty markkinapaikka, joka toimii itsesääntelyperiaatteella ja valvoo jäseniänsä. Viranomaiset usein vahvistavat pörssin säännöt. Arvopaperipörssejä ovat mm. Deutsche Börse, Euronext, HEX, London Stock Exchange, Nasdaq, NYSE ja Tokyo Stock Exchange. *Vaihtoehtoinen kaupankäyntijärjestelmä* (Alternative Trading System, ATS) puolestaan on kaupallinen sijoituspalveluyritys, joka toimii automaattisen kaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjänä. Se on pörssiä kevyemmin säädelty ja toimii omien sääntöjensä mukaisesti.

Arvopaperien selvitysjärjestelmät (*securities settlement systems*) on yleiskäsite, joka sisältää kaikki arvopaperien liikkeeseenlaskussa, arvopaperikauppojen selvityksessä ja arvopaperien ja vastaavien rahaerien toimituksessa sekä arvopaperien säilytyksessä tarvittavat institutionaaliset järjestelyt. Viranomaiset ovat usein antaneet selvitysjärjestelmien ylläpidon kansallisten arvopaperikeskusten tehtäväksi siten, että arvopaperien käsittely elektronisissa kirjanpitojärjestelmissä on mahdollista. Arvopaperikeskuksia ovat esimerkiksi Clearstream, Crest, Euroclear ja Suomen Arvopaperikeskus (APK).

Arvopaperikauppojen selvitykseen kuuluu kaupan toteutusohjeiden anto ja täsmäytykset sekä toimitusta edeltävien positioiden laskenta ja mahdollinen nettoutus. Siihen sisältyy myös kaupan takaaminen silloin, kun *keskusvastapuoli* ottaa hoitaakseen järjestelmän osapuolten velvoitteet uudistamalla tehdyt sopimukset siten, että keskusvastapuolesta tulee ostaja alkuperäisen kaupan myyjälle ja vastaavasti myyjä alkuperäiselle ostajalle.¹ Keskusvastapuolia ovat esimerkiksi Clearnet ja London Clearing House (LCH).

¹ Kyseessä on tällöin sopimussuhteiden uudistaminen eli novaatio.

Arvopaperien toimitus kattaa rahaerien ja arvopapereiden siirron sekä yleensä näiden perusteella toteutettavat omistusoikeuden siirtoon liittyvät rekisterikirjaukset.

Arvopaperien säilytystavat vaihtelevat maittain. Suomessa omistuskirjauksista ja arvopaperien säilytyksestä huolehtii APK, vaikka asiakassuhdetta sijoittajaan hoitaa käytännössä säilyttäjäpankki. Useissa muissa Euroopan maissa asiakastilejä ylläpidetään ja omistukset rekisteröidään säilyttäjäpankkien kirjanpidossa.

Artikkelissa käytettyjä lyhenteitä:

CESR (Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières), Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojen komitea

DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation), Yhdysvaltojen arvopaperikeskus ja keskusvastapuoli

Ecofin, talous- ja valtiovarainministerien kokonpanossa kokoontuva EU:n neuvosto

FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeur), arvopaperipörssien kattojärjestö

FSAP (Financial Services Action Plan), EU:n rahoituspalveluiden toimintasuunnitelma

HEX, Helsingin arvopaperipörssiä ja Suomen kansallista arvopaperikeskusta ylläpitävä konserni

Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System), yhdysvaltalainen tietotekniikkaosakkeisiin erikoistunut arvopaperipörssi

NYSE (New York Stock Exchange), New Yorkin arvopaperipörssi

esiintyä luonnollista kilpailua.² Esimerkiksi yhtä osaketta on vaikea käsitellä liikkeeseenlaskuun ulkopuolella muuten kuin talletustodistuksena, eivätkä eri maissa liikkeeseen lasketut talletustodistukset ole suoraan verrannollisia tai toisillaan korvattavissa kauppojen selvityksessä. Näissä palveluissa olisi siis kyse jonkinlaisista julkisista hyödykkeistä muun muassa siksi, että palvelujen tarjoajien ongelmat voivat esimerkiksi kumuloitua rahoitusmarkkinoilla koko järjestelmää koskevaksi kriisiksi. Kansallisesti tällaisten hyödykkeiden tuottaminen on yleensä uskottu viranomaisten tehtäväksi, mutta miten niitä voidaan tarjota järkevästi nykyisessä entistä kansainvälisemmässä toimintaympäristössä? Keskustelua kaivataan myös siitä, miten Cruickshankin ehdottamassa tapauksessa voitaisiin varmistaa kaikkien osapuolten tasapuolinen pääsy järjestelmään ja sen päätöksentekoon. Osallistumiskustannusten ei tulisi kasvaa suuri, jotta myös pienhekköjen liikkeeseenlaskijoiden tai välittäjien olisi mahdollista käyttää järjestelmää kaikissa alueen maissa.

Myös systeemitomittajien intresseillä on vaikutusta integraation etenemiseen, koska osakemarkkinat ovat erittäin riippuvaisia tietotekniikasta. Kaupankäyntijärjestelmät ovat pitkälti pörssien ydin, ja selvitys-, toimitus- ja säilytyspalvelut ovat eräänlaista prosessiteollisuutta, johon pätevät kasvavien skaalatuottojen edut. Turvalliset järjestelmät, jotka pystyvät käsittelemään erittäin suuria tapahtumamääriä vaihtelevalla tiheydellä, ovat erittäin kalliita. Kaupankäyntijärjestelmien yhteiskäyttö on nykyäänkin osa useiden markkinapaikkojen yhteistyötä ja saattaa olla ensiaskel fuusioon. Tällä hetkellä esimerkiksi Wienin ja Dublinin pörssit käyttävät Deutsche Börsen kaupankäyntijärjestelmää. Skandinaavisten pörssien yhteistyö Norexissa puolestaan perustuu ruotsalaisen OM-yhtymän kehittämän kaupankäyntijärjestelmän käyttöön, ja HEXin Baltian maiden pörssille tekemässä yhteistyötarjouksessa on omistuksen ohella merkittävää yhteiseen kaupankäyntijärjestelmään siirtyminen.

Tulevaisuudessa järjestelmäyhteistyö saattaa joidenkin pörssien tapauksessa johtaa pelkän

² Cruickshankin Lontoossa 21.3.2002 pitämä esitelmä ”Clearing and Settling European Securities: Where Competition Works (and Where it Doesn’t)”. Ks. <http://www.londonstockexchange.com/press/speeches/speech15.asp>.

kaupankäyntijärjestelmän kehitystyön ulkoistamisen lisäksi myös siihen, ettei pienellä markkinapaikalla ole lainkaan omaa järjestelmää, vaan sen markkinapaikka toimii teknisesti toisen pörssin lohkona. Yhdenmukaiset järjestelmät helpottavat tulevaisuudessa selvitys- ja toimituspalvelujen yhteiskäyttöä. Esimerkiksi Irlanti on luopunut kokonaan omista selvitysjärjestelmistä ja käyttää Ison-Britannian Crest-arvopaperikeskusta irlantilaisien osakkeiden liikkeeseenlaskussa ja selvityksessä.

Yhdysvalloissa pörssien sääntely perustuu kilpailevien kaupankäyntipaikkojen sääntelyyn. Jokin aika sitten näytti vielä, että niin sanotut vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät (Alternative Trading Systems eli ATS) haastaisivat pörssit, koska nämä eivät olleet pystyneet kehittämään toimintatavoissaan.³ Yhdysvalloissa vaihtoehtoisiin kaupankäyntijärjestelmiin keskittyi yli 50 % Nasdaq-osakkeiden kaupankäynnistä vuoden 2001 lopussa, mutta NYSE:n ja Nasdaqin kehitettyä toimintamalliaan ja järjestelmiänsä on volyymeisterä suuri osa palannut takaisin niiden järjestelmiin. Silti vaihtoehtoisilla kaupankäyntijärjestelmillä oli maaliskuun 2002 lopussa vielä noin kolmanneksen osuus Nasdaqin osakevaihdoista. Nämä täysin automatisoidut, kevyesti valvotut ja puhtaasti kaupallisiin tavoittein toimivat kauppapaikat eivät kuitenkaan ole menestyneet Euroopassa samassa määrin, koska Euroopan pörssit ovat teknisesti edistyneempiä kuin Yhdysvalloissa. Vaihtoehtoisilla kauppapaikoilla voi vielä olla mahdollisuuksia, jos ne erikoistuvat joihinkin tietyn tyyppiin investoijiin tai kaupankäyntimalleihin, esim. huutokauppoihin. Niistä joidenkin etuna on myös kyky tarjota järjestelmiä, jotka pystyvät löytämään hajautuneilta markkinoilta kulloinkin parhaimman hinnan tietyille arvopaperille, mistä syystä ne voivat haastaa eurooppalaiset pörssit, elleivät markkinat integroidu luonnostaan. Lisäksi amerikkalaiset sijoittajat ovat saaneet vaihtoehtoisten kaupankäyntijärjestel-

³ Steilin mukaan jäsenomistajat pyrkivät estämään suoran kaupankäynnin, koska se ei ole heidän etujensa mukaista. Ilman välittäjiä toimivat vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät ovat sijoittajan kannalta tehokkaita ja halvempia kuin amerikkalaiset pörssit. Ks. Steil Benn, *Creating Securities Markets in Developing Countries: A New Approach for the Age of Automated Trading*, *International Finance* 4:2, 2002 s. 257–278.

mien kautta mahdollisuuden suoraan kaupankäyntiin ilman välikäsiä. Suurista Euroopan pörsseistä esim. Deutsche Börse on ilmoittanut kehittävänsä piensijoittajia varten vastaavanlaisen järjestelmän.

Vieläkö paikallisia markkinapaikkoja tarvitaan?

Maailman pörsseistä suurimmat – kuten Deutsche Börse, Euronext, Nasdaq, NYSE ja Tokyo Stock Exchange, joiden suorista jäsenistä suuri osa on kansainvälisiä pankkeja – ovat haastaneet valuutta-alueajatukseen keskittyvän politiikan osoittamalla, etteivät osakemarkkinat ole amerikkalaiset, eurooppalaiset tai japanilaiset, vaan globaalit. Näiden pörssien selkeänä tavoitteena on saavuttaa ympäri vuorokauden saumattomasti toimivat markkinat. Lisäksi esimerkiksi Alan-komaiden pörssissä on pitkään käyty kauppaa erityisesti johdannaisilla useissa valuutoissa.

Onko paikallisia, kansallisia markkinoita enää lainkaan? Vastaus on, että ns. blue chip-tuotteiden kaupankäynnissä tällaisia markkinoita ei välttämättä enää tarvita, mutta pienet ja keskisuuret yritykset tarvitsevat kuitenkin edullista rahoitusta kilpailukykyä taatakseen. Alueellisia pörssejä tarvitaan, koska pienten ja keskisuurten yritysten tunnettavuus on paikallista ja alentaa niiden rahoituksen hintaa. Lisäksi on epäselvää, voivatko pankit Baselin komitean uuden vakavaraisuuden sääntelyn jälkeen samassa määrin tarjota rahoitusta tällaisille yhtiöille ilman nykyistä suurempaa yhteyttä arvopaperimarkkinoihin.

Integraatio ei myöskään poista alueellisia intressejä. Esimerkiksi rikkaassa Kataloniassa lieinee vaikeata tottua ajatukseen, että alueella ei olisi omaa markkinapaikkaa, jonka kautta oman alueen teollisuutta tuetaan ja sen menestyksestä hyödytään. Siksi erikoistuneille sijoituskohteille on kysyntää ja esimerkiksi Itävaltaan on perustettu Itä-Euroopan maiden yhtiöitä varten erillinen Newex-pörssi.

Toinen kysymys onkin, miten EU:n laajentuminen muuttaa näkymiä ja miten hakijamaat ajan myötä integroidaan eurooppalaiseen markkinoihin. On selvää, että uusien jäsenmaiden kannalta nyt ja lähitulevaisuudessa tehtävien ratkaisujen tulisi olla mahdollisimman kustannustehokkaita.

Viranomaisten aloitteet markkinoiden yhdenmukaistamiseksi

Euroopassa, kuten myös Yhdysvalloissa ja Kanadassa, on markkinoiden yhdyttyessä syntyneet ongelmia oikeudellisesti yhdenmukaistamattomasta ympäristöstä. Kanadassa ja Yhdysvalloissa arvopapereiden omistamista koskeva lainsäädäntö säädetään osavaltiotasolla. Yhdysvalloissa on päädytty säätämään mallilakeja, jotka vastaavat pitkälti eurooppalaisia direktiivejä, vaikka niiden toimeenpanoon ei liitykään samanlaisia velvoitteita kuin EU:ssa. Kanadassa asiaa vasta mietitään. Siellä etsitään myös parhaillaan malleja 13 arvopaperivalvojan toiminnan yhdistämiseksi, jotta kansalliset markkinat saisivat nykyistä yhdenmukaisemmat pelisäännöt ja tulisivat kilpailukykyisemmiksi.⁴ EU:ssa päätökset tästä on jo tehty Lamfalussyn komitean raportin perusteella.⁵

EU-viranomaiset pyrkivät säätämään tukun uusia perussäädöksiä vuoteen 2005 mennessä. Nämä käsittävät mm. sijoituspalveludirektiivin päivityksen⁶, direktiivit rahoitusvakuusjärjestelyistä sekä sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (ns. markkinoiden väärinkäyttö). Arvopapereiden yleisölle tarjoamisen yhteydessä julkistettavan esitteen hyväksymisen kaikissa EU-maissa katsotaan osaltaan edistävän myös pörssimarkkinoiden yhdentymistä. Tarkoituksena on niin ikään saada aikaan mahdollisimman nopeasti asetus yhdenmukaisesta tilinpäätöskäytännöstä. Näiden aloitteiden lisäksi yhdyntymistä pyritään tukemaan valvojen entistä tiiviimmällä yhteistyöllä Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojen komitean piirissä. Euroopan keskuspankkijärjestelmä ja CESR ovat aloittaneet yhteistyön yhtenäisen eurooppalai-

⁴ Barbara Stymiestin puhe Canadian Club of Torontossa 18.3.2002. Ks. http://142.201.0.1/en/tradingServices/docs/2237CanadianClubSpeech_Mar18-02.pdf.

⁵ Ecofin-neuvoston toimeksiannosta laadittu Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 15.2.2001, Bryssel.

⁶ Sijoituspalveludirektiivin päivityshankkeessa komission tavoitteena on lisätä sijoitusten avoimuutta muun muassa tarjoamalla kaupapaikan osapuolille mahdollisuuden valita, missä ne kaupansa selvittävät. Samalla se aikoo asettaa säädelyille markkinapaikoille velvoitteen varmistaa nopea, kustannustehokas ja turvallinen kauppajen selvitys ja vahvistaa osapuolten velvoitteen hoitaa omat velvoitteensa täsmällisesti.

sen sääntely-ympäristön luomiseksi selvitysjärjestelmille, keskusvastapuolille ja mahdollisesti säilytyspankeille. Kaikilla näillä saattaa olla oma vaikutuksensa siihen, millä tavalla pörssit ja kaupan jälkeisten prosessien ylläpitäjät suhtautuvat markkinoiden yhdentymismahdollisuuksiin.

Muita hidasteita pörssien integraatiolle ovat mm. kansalliset erot yritysverotuksessa, kuten osinkojen ja fuusoiden käsittely, tappioiden taseus ja siirtohinnoittelu. Myöskään arvopaperien omistusmuotoa sääteleviä lakeja ei ole yhdenmukaistettu. Näihin asioihin jopa Euroopan komissiolla on vain vähän suoraa vaikutusvaltaa. Yhtenä tapana kiertää kansainvälisissä kaupankäyntijärjestelmissä esimerkiksi yrityslainsäädännön ongelmia on esitetty mahdollisuutta yksityisesti kehittää yhdenmukaiset säännöt pörssilistatuille yrityksille. Tämä kuitenkin vaatisi mittavaa yhteistoimintaa eri maiden pörssien omilta valvontaelimiltä ja sopimusoikeuden ulottamista entistä laajempiin kysymyksiin, joista tähän asti on määrätty kansallisessa lainsäädännössä. Vain uudenlaiset ratkaisut kuitenkin edistävät todellista yhdentymistä. ■

- Asiasanat: pörssi, arvopaperimarkkinat, selvitysjärjestelmät, integraatio, sääntely

Lähteet

Arlman, Paul (2002) Assessing the direction of (Stock) Exchanges in a trading climate of competition and consolidation: the importance of EU legislation. Puhe Securities World Exhibitionissä. Lontoo 17.4.2002.

Domovitz, Ian – Lee, Ruben (2002) On the Road to Reg ATS: A Critical History of the Regulation of Automated Trading Systems. *International Finance* 4:2, 2002, s. 279–302.

ESF's Kent: Processing Consolidation Not Just Helpful, but Essential (2002) *Securities Industry News*, Vol 14, number 6, 11.2.2002.

Hadfield, Gillian K. (2002) Privatizing Commercial Law. Can we reduce costs through competitive private legal regimes? *Regulation*. April 2000, s. 40–45.

Kaul, Inge – Grenberg, Isabelle – Stern Marc A. (toim.) (1999) *Global Public Goods: International Co-operation in the 21st Century*. United Nations Development Programme, 1999.

Korhonen, Kari (2001) Securities market ATSS: Concepts, their roles and related policy issues. Suomen Pankin keskustelualoite 24/2001.

Williamson, Claire (1999) Structural changes in exchange-traded markets. *Bank of England Quarterly Bulletin* May 1999, s. 202–206.

Wrigley, Elisabeth (2002) Clearing and Settlement in European Union – main policy issues and future challenges. Esitelmä Suomen Pankissa 12.4.2002.

Ohjauskorot

Eurojärjestelmän¹ rahapolitiikan tärkein ohjausväline on perusrahoitusoperaatio, jonka koron muutoksilla eurojärjestelmä viestii rahapolitiikan linjasta. Perusrahoitusoperaatioissa sovellettavan koron muutokset heijastuvat voimakkaasti lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin. Vuoden 1999 alusta aina kesäkuun 2000 loppupuolelle saakka eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatiot toteutettiin kiinteäkorkoisina huutokauppoina. EKP:n neuvosto päätti kokouksessaan 8.6.2000, että siitä operaatiosta alkaen, jonka maksut suoritetaan 28.6.2000, eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatiot toteutetaan vaihtuvakorkoisina huutokauppoina monikorkoista huutokauppanennettelyä käyttäen. Lisäksi EKP:n neuvosto päätti asettaa näissä operaatioissa tehtäville korkotarjouksille alarajan. Täksi alarajaksi asetettiin aluksi 4,25 % eli edellisten kiinteäkorkoisten huutokauppojen korko. Tämän jälkeen alarajaa on muutettu kuudesti. 14.11.2001 alkaen alaraja on ollut 3,25 %. Aiemman kiinteäkorkoisten huutokauppojen koron sijasta rahapolitiikan virityksessä viestii uudessa menettelyssä korkotarjousten alarajana oleva korko.

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

Rahamarkkinaoperaatiot

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

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

kansallisten keskuspankkien välityksellä. Markkinaoperaatiot voidaan jakaa neljään ryhmään:

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

Maksuvalmiusjärjestelmä

Maksuvalmiusjärjestelmällä pyritään rajoittamaan yön yli -koron ylisuuria liikkeitä lisäämäl-

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

Vähimmäisvarantojärjestelmä

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

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

Suomessa vähimmäisvarantovelvollisten joukko laajeni vuoden 2001 alussa, kun vähim-

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

Rahapoliittisten operaatioiden vastapuolet

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

Rahapoliittisiin operaatioihin kelpaavat vakuudet

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

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja

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

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

Sarjajulkaisu

Sarja E

ISSN 1238-1691, painetut julkaisut
ISSN 1456-5951, verkkojulkaisut

E:22

Kari Takala **Studies in Time Series Analysis of Consumption, Asset Prices and Forecasting.** 2001. 300 s. ISBN 951-686-759-6, painettu julkaisu; ISBN 951-686-760-X, verkkojulkaisu.

Keskustelualoitteita

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

1/2002

Tuomas Välimäki **Bidding in fixed rate tenders: theory and experience with the ECB tenders.** 45 s. ISBN 951-686-763-4, painettu julkaisu; ISBN 951-686-764-2, verkkojulkaisu.

2/2002

Juha Junnila **Forecasting the macroeconomy with current financial market information: Europe and the United States.** 70 s. ISBN 951-686-765-0, painettu julkaisu; ISBN 951-686-766-9, verkkojulkaisu.

3/2002

Seppo Honkapohja – Kaushik Mitra **Performance of monetary policy with internal central bank forecasting.** 44 s. ISBN 951-686-767-7, painettu julkaisu; ISBN 951-686-768-5, verkkojulkaisu.

4/2002

Iftekhhar Hasan – Markku Malkamäki – Heiko Schmiedel **Technology, automation and productivity of stock exchanges: International evidence.** 41 s. ISBN 951-686-769-3, painettu julkaisu; ISBN 951-686-770-7, verkkojulkaisu.

5/2002

Vesa Kannianen – Mikko Leppämäki **Financial institutions and the allocation of talent.** 23 s. ISBN 951-686-771-5, painettu julkaisu; ISBN 951-686-772-3, verkkojulkaisu.

6/2002

Anne Brunila – Marco Buti – Jan in't Veld **Cyclical stabilisation under the Stability and Growth Pact: How effective are automatic stabilisers?** 33 s. ISBN 951-686-773-1, painettu julkaisu; ISBN 951-686-774-X, verkkojulkaisu.

7/2002

Anne Brunila **Fiscal policy: Coordination, discipline and stabilisation.** 24 s. ISBN 951-686-775-8, painettu julkaisu; ISBN 951-686-776-6, verkkojulkaisu.

BOFIT Discussion Papers

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

1/2002

Ali M. Kutan – Nina Pautola-Mol **Integration of the Baltic States into the EU and Institutions of Fiscal Convergence.** 37 s. ISBN 951-686-818-5, painettu julkaisu; ISBN 951-686-819-3, verkkojulkaisu.

2/2002

Juha-Pekka Ninimäki **Bank panics in transition economies.** 40 s. ISBN 951-686-820-7, painettu julkaisu; ISBN 951-686-821-5, verkkojulkaisu.

3/2002

Jouko Rautava **The role of oil prices and the real exchange rate in Russia's economy.** 21 s. ISBN 951-686-822-3, painettu julkaisu; ISBN 951-686-823-1, verkkojulkaisu.

4/2002

Marketta Järvinen **Exchange rate regimes and nominal convergence in the CEECs.** 41 s.
ISBN 951-686-824-X, painettu julkaisu; ISBN 951-686-825-8, verkkojulkaisu.

5/2002

Axel Brüggemann – Thomas Linne **Are the Central and Eastern European transition countries still vulnerable to a financial crisis? Results from the signals approach.** 24 s.
ISBN 951-686-826-6, painettu julkaisu; ISBN 951-686-827-4, verkkojulkaisu.

Cyclical stabilisation under the Stability and Growth Pact: How effective are automatic stabilisers?

Anne Brunila – Marco Buti – Jan in't Veld
6/2002

■ Asiasanat: suhdannepolitiikka, automaattiset vakauttajat, vakaus- ja kasvusopimus

Yleisesti ajatellaan, että finanssipolitiikan vastuu suhdanteiden tasaamisessa voimistuu EMUssa, koska yksittäisillä jäsenmailla ei enää ole omaa rahapolitiikkaa. Samanaikaisesti finanssipolitiikan kehikko EMUssa korostaa automaattisten vakauttajien merkitystä eikä aktiivista suhdannepolitiikan käyttöä talouden vaihteluiden tasaamisessa. Tämän tutkimuksen mukaan automaattiset vakauttajat tasaavat suhteellisen tehokkaasti yksityisen kulutuksen sokkeja, mutta eivät niinkään yksityisten investointien ja vientikysynnän sokkeja. Automaattiset vakauttajat ovat suureksi osaksi tehotomia tarjontapuolen sokkien lievittäjinä, mikä saattaa olla itse asiassa hyvä asia. Tarjontapuolen häiriöt edellyttävät suhdanteiden tasaamisen sijasta rakenteellista sopeutumista. Tulevaisuuden haaste poliittisille päätöksentekijöille on verotuksen ja sosiaaliturvan uudistaminen tavalla, joka parantaa kannustimia ja markkinoiden toimintaa, mutta ei tukahduta automaattisten vakauttajien toimintaa vaan mahdollisesti vahvistaa niiden vaikutusta.

Fiscal policy: Coordination, discipline and stabilisation

Anne Brunila
7/2002

■ Asiasanat: finanssipolitiikan koordinaatio, menosäännöt, vakaus- ja kasvusopimus

Finanssipolitiikan koordinoitua ohjaava ns. EMU-kehikko on ollut toiminnassa kolme vuotta. Saatu kokemus osoittaa, että finanssipolitiikalle asetettuihin sääntöihin perustuva lähestymistapa on toimiva ratkaisu, kun politiikkaa koordinoivat useat erilaiset maat, joiden tavoitteena on turvata yhteisen rahapolitiikan uskottavuus ja rahaliiton vakaa toiminta. Samalla on tullut kuitenkin ilmeiseksi, että Maastrichtin sopimuksessa ja vakaus- ja kasvusopimuksessa sovitut säännöt ja menettelytavat ovat osin monimutkaisia, niiden läpinäkyvyys on heikko ja politiikkaa ohjaavat kannustimet epäsymmetrisiä. Tässä keskustelualoitteessa arvioidaan finanssipolitiikan koordinaation taustalla olevia yleisiä perusteita

Julkaisujen tiivistelmiä

Keskustelualoitteita

Financial institutions and the allocation of talent

Vesa Kannianen – Mikko Leppämäki
5/2002

■ Asiasanat: kyvykkyyden jakautuminen, epäsymmetrinen informaatio, rahoitusinstituutiot, riskirahoitus, institutionaalinen tasapaino

Tämä tutkimus osoittaa, että ei-informoitu rahoitus johtaa ylisuureen markkinoilletuloon sekä inhimillistä pääomaa vaativalla että perinteisemmällä toimialalla, kun rahoitusinstituutiot eivät pysty identifioimaan potentiaalisen yrittäjän kyvykkyyttä. Kyvykkyyttä erottelemaan pystyvän informoidun pääoman (esim. venture capital -rahoitus) syntyminen johtaa institutionaaliseen tasapainoon, jossa talouden tehokkuus inhimillistä pääomaa vaativalla sektorilla kasvaa. Päinvastoin kuin tavallisesti ajatellaan, informoidun rahoituksen syntyminen rajoittaa markkinoilletuloa tällaisella sektorilla. Hyvinvoinnin kokonaisvaikutukset ovat kuitenkin yllättäen epäselvät, koska ei-informoidun pääoman allokoituminen tulee samalla tehottomammaksi perinteisellä toimialalla. Institutionaalinen tasapaino määräytyy investoijien riskipreferensseistä, informoidun ja ei-informoidun pääoman kustannuksista ja talouden kyvykkyyden jakaumasta.

ja korostetaan finanssipolitiikan sääntöjen ja monenkeskisen valvonnan merkitystä kurinalaisen politiikan ja julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyuden turvaamisessa. Työssä analysoidaan myös vakaus- ja kasvusopimuksen epäsymmetrisyydestä sekä kansallisen politiikan ja EU-tason sitoumusten heikosta yhteensovittamisesta johtuvia kannustinongelmia. Mahdollisena ratkaisuna näihin ongelmiin ehdotetaan vakaus- ja kasvusopimuksen täydentämistä kansallisesti laadituilla keskipitkän aikavälin menokeyhksillä (valtiontalous) ja tasapainoisen budjetin vaa- timuksilla (kuntatalous).

BOFIT Discussion Papers

The role of oil prices and the real exchange rate in Russia's economy

Jouko Rautava
3/2002

- Asiasanat: Venäjä, talouskehitys, öljy, valuuttakurssi, VAR, yhteisintegroituus

Useimmat näyttävät edelleen ajattelevan, että öljyn hintakehitys ja reaalin valuuttakurssi vaikuttavat voimakkaasti Venäjän talouskehitykseen ja valtiontalouden tuloihin, joskin viime aikoina eräät tarkkailijat ovat kyseenalaistaneet tämän näkemyksen. Tärkeystä huolimatta aihetta on tutkittu empiirisesti vain hyvin vähän. Tässä tutkimuksessa öljyn hinnan ja reaalin valuuttakurssin vaikutusta Venäjän talouteen ja finanssipolitiikkaan on analysoitu VAR-mallilla yhteisintegroituuskehikossa. Tutkimusjakso on 1995/I–2001/III. Tulokset viittaavat siihen, että pysyvä 10 prosentin öljyn hintojen nousu (lasku) kasvattaa (vähentää) pitkällä aikavälillä Venäjän kokonaistuotannon (BKT) tasoa 2,2 %. Vastaavasti pysyvä ruplan reaalin vahvistuminen (heikentyminen) 10 % johtaa pitkällä aikavälillä 2,4 prosentin kokonaistuotannon laskuun (kasvuun). Näillä pitkän aikavälin tasapainorelaatioilla on merkittävä vaikutus lyhyen aikavälin dynamiikkaan virheenkorjausmekanismin kautta. Estimointitulokset vahvistavat myös, että keskushallinnon tulot riippuvat voimakkaasti kokonaistuotannon ja öljyn hintojen vaihteluista. Tämän tutkimuksen mukaan Venäjän talouden riippuvuus energian hinnasta ja reaalin valuuttakurssin tasosta ei ole vähentynyt viime vuosina.

Exchange rate regimes and nomines convergence in the CEECs

Marketta Järvinen
4/2002

- Asiasanat: valuuttakurssijärjestelmät, inflaatio, finanssipolitiikkaa painottava inflaatioteoria, siirtymätaloudet

Tässä työssä tarkastellaan – Keski- ja Itä-Euroopan maiden tulevan EMU-jäsenyyden valossa – finanssipolitiikan ja inflaation välistä yhteyttä eri valuuttakurssijärjestelmissä. Teoreettisena kehikona toimii finanssipolitiikkaa painottava inflaatioteoria (fiscal theory of the price level, FTPL). Tulokset osoittavat, että rahaliitossa yhden maan vastuuton finanssipolitiikka nostaa hintatasoa koko rahaliitossa. Toisaalta uskottavasti kiinnitetty valuuttakurssi vaatii finanssikuria. Toisin sanoen euron käyttöönottoa edeltävä ERM II -vaihe pakottaa maat harjoittamaan vastuullista finanssipolitiikkaa, mutta euron käyttöönotto mahdollistaisi vastuuttoman finanssipolitiikan. Tämä korostaa finanssipoliittisen koordinaation tarvetta EU:n piirissä. Työssä suositellaan finanssipoliittiselta kuriltaan heikoille hakijamaille joustavia valuuttakurseja, kun taas maat, joissa finanssipolitiikka on vastuullista, voivat hyötyä kiinteiden kurssien järjestelmästä näiden parantessa politiikan uskottavuutta.

Are the Central and Eastern European transition countries still vulnerable to a financial crisis? Results from the signals approach

Axel Brüggemann – Thomas Linne
5/2002

- Asiasanat: finanssikriisit, haavoittuvuus-indikaattori, Keski- ja Itä-Eurooppa

Tutkimuksessa analysoidaan EU-jäsenyyttä hakeneiden Keski- ja Itä-Euroopan maiden sekä Venäjän ja Turkin haavoittuvuutta finanssikriisien kannalta. Työssä käytetään ns. signaalimetodia. Kullekin maalle laskettavan indikaattorin arvo kuvastaa kriisin riskiä tuossa maassa. Tutkimuksen mukaan Keski- ja Itä-Euroopan maiden finanssikriisit johtuvat samoista syistä kuin muissakin kehittyvissä talouksissa. Varsinkin yliarvostettu valuuttakurssi, heikko vienti ja valuttavaranon pieneneminen ennustavat kriisejä.

Suomen Pankin kuukausitase, milj. euroa

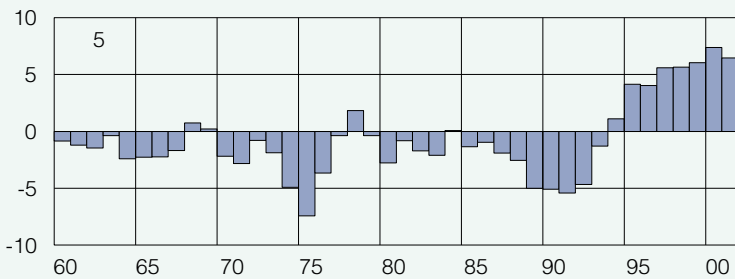
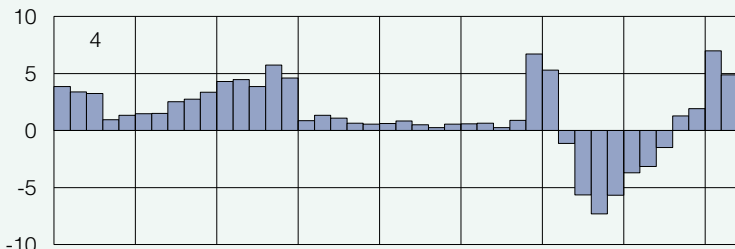
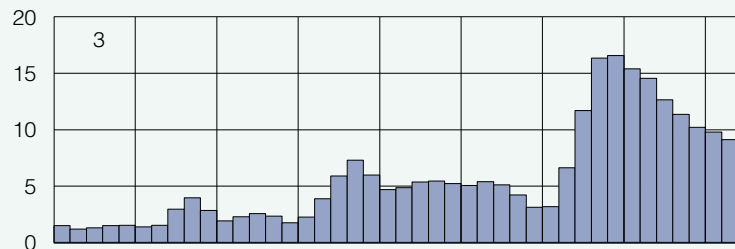
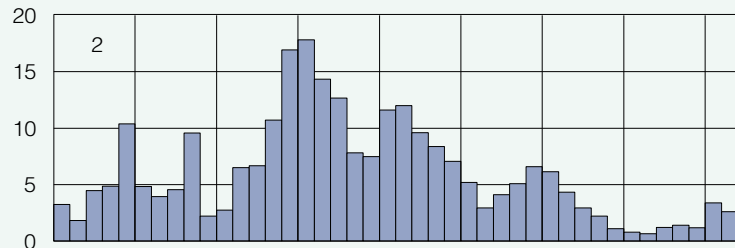
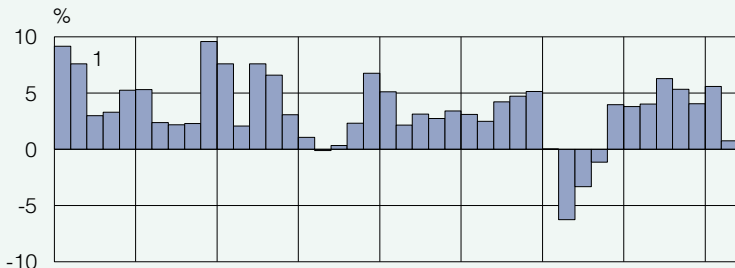
		2002			
		22.2.	28.3.	26.4.	31.5.
Vastaavaa					
1	Kulta ja kultasaamiset	497	548	548	548
2	Valuuttamääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta	9 069	9 056	9 172	9 210
2.1	Saamiset Kansainväliseltä valuuttarahastolta	923	915	867	832
2.2	Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja muut valuuttamääräiset saamiset	8 146	8 141	8 305	8 378
3	Valuuttamääräiset saamiset euroalueelta	781	705	725	767
4	Euromääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta	0	0	0	0
4.1	Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja lainat	0	0	0	0
4.2	ERM II:n luottojärjestelyihin perustuvat saamiset	0	–	–	–
5	Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvät euromääräiset saamiset euroalueen luottolaitoksilta	1 235	1 253	1 176	1 591
5.1	Perusrahoitusoperaatiot	1 029	903	330	876
5.2	Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	206	350	846	715
5.3	Käänteiset hienosäätöoperaatiot	0	–	–	–
5.4	Käänteiset rakenteelliset operaatiot	0	–	–	–
5.5	Maksuvalmiusluotot	0	–	–	–
5.6	Vakuuksien muutospyyntöihin liittyvät luotot	0	–	–	–
6	Muut euromääräiset saamiset euroalueen luottolaitoksilta	2	2	2	2
7	Euromääräiset arvopaperit euroalueelta	0	–	–	–
8	Euromääräiset saamiset julkisyhteisöiltä	0	0	0	0
9	Eurojärjestelmän sisäiset saamiset	2 383	2 803	2 803	2 997
9.1	Osuus EKP:n pääomasta	70	70	70	70
9.2	Valuuttavarantojen siirtoon perustuva saaminen	699	699	699	699
9.3	EKP:n sijoitustodistusten liikkeeseenlaskuun liittyvät saamiset	0	–	–	–
9.4	TARGET-järjestelmään ja kirjeenvaihtajien pankkitileihin liittyvät saamiset (netto)	0	–	–	–
9.5	Muihin eurojärjestelmän toimintoihin liittyvät saamiset	1 614	2 034	2 034	2 229
10	Muut saamiset	864	937	913	890
Vastaavaa yhteensä		14 831	15 304	15 339	16 004

Pyörityksien vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

		2002			
		22.2.	28.3.	26.4.	31.5.
Vastattavaa					
1	Liikkeessä olevat setelit	3 893	4 401	4 345	4 658
2	Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvät euromääräiset velat euroalueen luottolaitoksille	1 419	3 687	2 708	2 805
2.1	RTGS-tilit (ml. vähimmäisvarantotalletukset)	1 386	3 687	2 708	2 805
2.2	Yötalletukset	33	–	–	–
2.3	Määräaikaistalletukset	0	–	–	–
2.4	Käänteiset hienosäättöoperaatiot	0	–	–	–
2.5	Vakuuksien muutospyyntöihin liittyvät talletukset	0	–	–	–
3	Muut euromääräiset velat euroalueen luottolaitoksille	0	–	–	–
4	Euromääräiset velat muille euroalueella oleville	1	1	1	1
4.1	Julkisyhteisöt	0	–	–	–
4.2	Muut	1	1	1	1
5	Euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle	2	2	1	1
6	Valuuttamääräiset velat euroalueelle	–19	–	0	8
7	Valuuttamääräiset velat euroalueen ulkopuolelle	252	173	272	332
7.1	Talletukset ja muut velat	252	173	272	332
7.2	ERM II:n luottojärjestelyihin perustuvat velat	0	–	–	–
8	Myönnettyjen erityisnosto-oikeuksien vastaerä	203	204	204	204
9	Eurojärjestelmän sisäiset velat	3 439	1 181	2 151	2 301
9.1	EKP:n sijoitustodistuksiin liittyvä velkajärjestely	0	–	–	–
9.2	TARGET-järjestelmään ja kirjeenvaihtajien pankkitileihin liittyvät velat (netto)	3 439	1 181	2 151	2 301
9.3	Muihin eurojärjestelmän toimintoihin liittyvät velat	0	–	–	–
10	Muut velat	69	149	150	188
11	Arvonmuutostili	1 029	1 062	1 062	1 062
12	Varaukset ja oma pääoma	4 543	4 444	4 444	4 444
Vastattavaa yhteensä		14 831	15 304	15 339	16 004

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

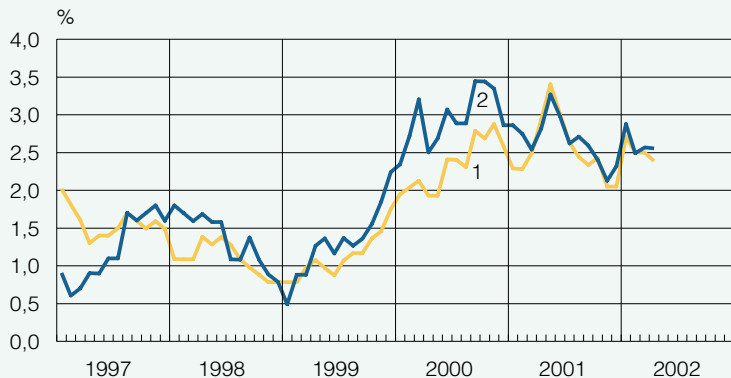
1. Keskeiset tasapainomuuttujat



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

Lähteet:
Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

2. Hintavakaus euroalueella ja Suomessa

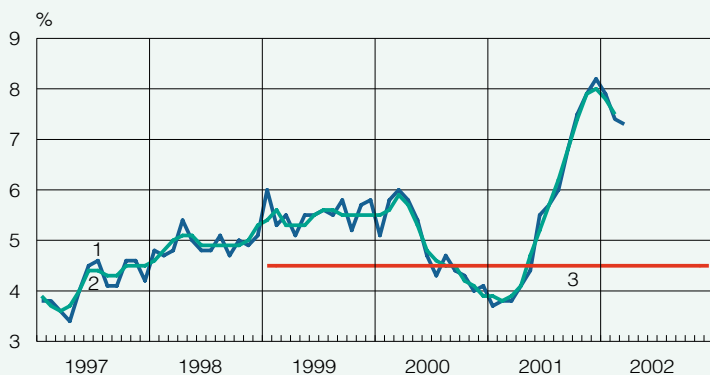


Yhdenmukaistettu
kuluttajahintaindeksi,
12 kk:n prosenttimuutos

1. Euroalue
2. Suomi

Lähteet:
Eurostat ja Tilastokeskus.

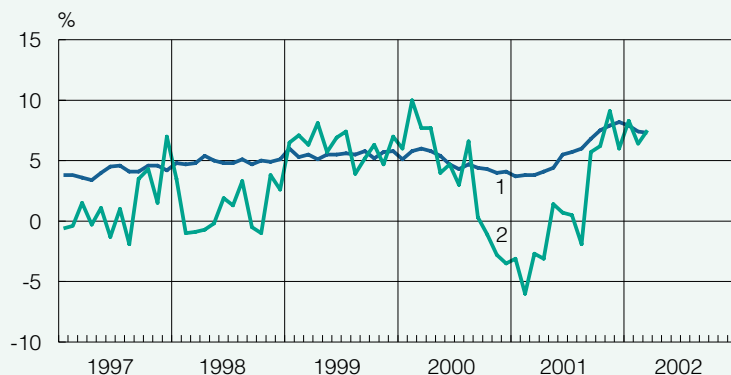
3. Rahamäärän kehitys euroalueella



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. Rahamäärän kasvu

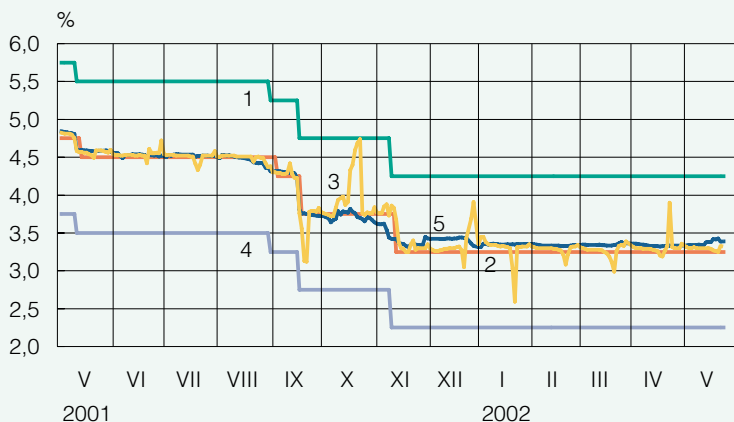


12 kk:n
prosenttimuutos

1. Euroalueen M3
2. M3:een luettavat
suomalaisten
rahalaitosten erät

Lähteet:
Euroopan keskuspankki
ja Suomen Pankki.

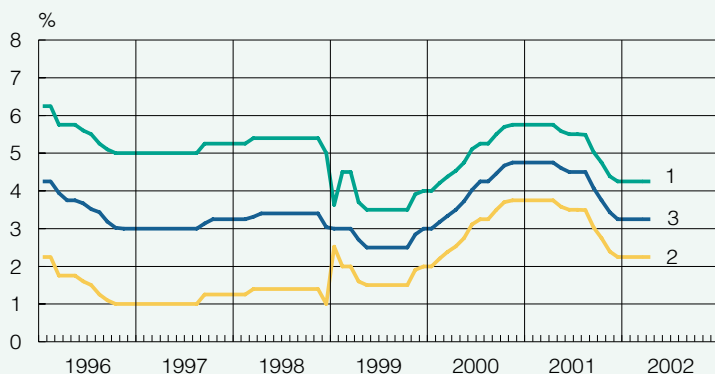
5. Eurojärjestelmän korot ja markkinakorkoja



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

Lähteet:
Euroopan keskuspankki ja Reuters.

6. Eurojärjestelmän (Suomen Pankin) korot

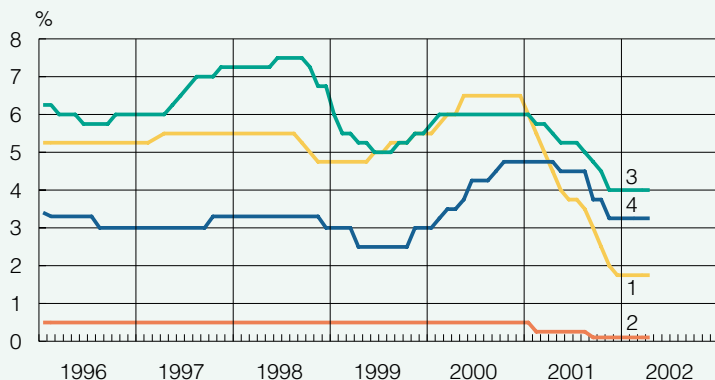


Suomen Pankin korot ennen vuotta 1999

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

Lähde:
Euroopan keskuspankki.

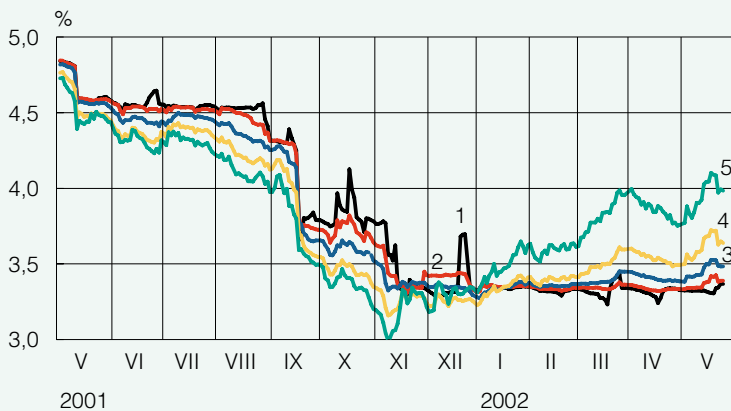
7. Keskuspankkikorkoja



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

Lähde: Bloomberg.

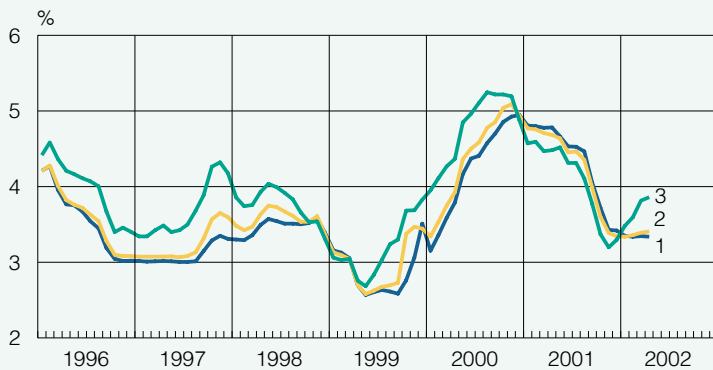
8. Euriborkorot päivittäin



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

Lähde: Reuters.

9. Euriborkorot kuukausittain

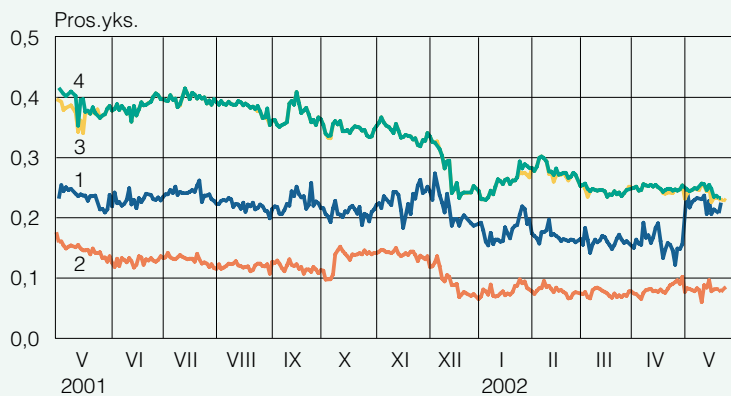


Ennen vuotta 1999
heliborkorot

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

Lähde: Reuters.

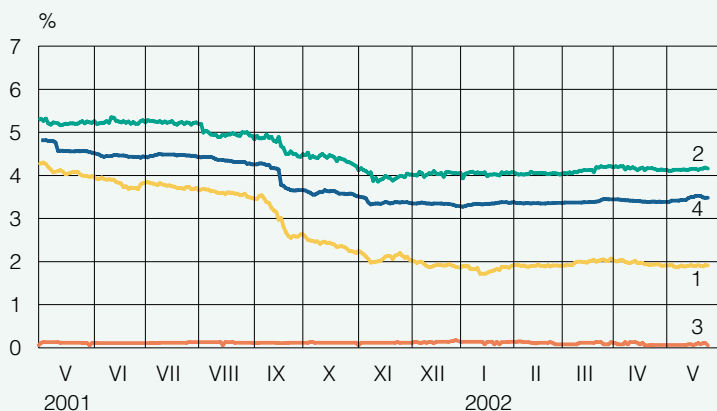
10. Eräiden euromaiden ja Saksan 10 vuoden korkojen ero



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

Lähde: Reuters.

11. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja päivittäin

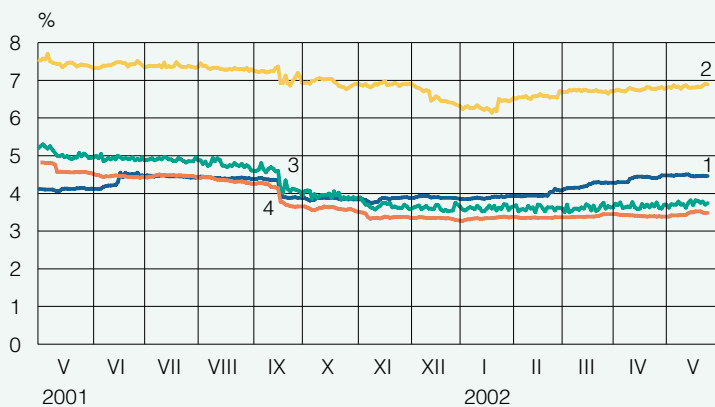


Pankkien välisiä korkoja

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

Lähde: Reuters.

12. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja päivittäin

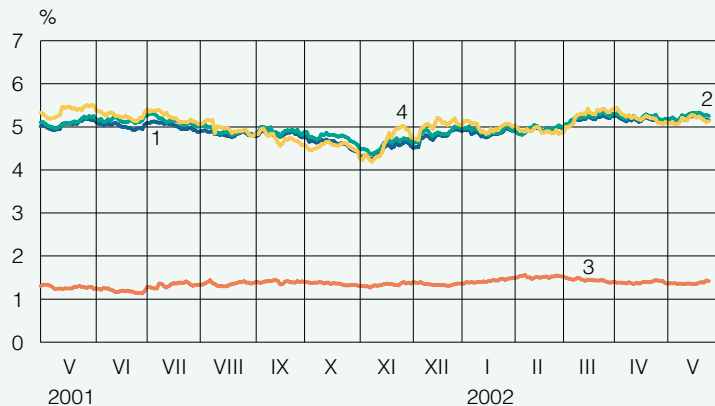


Pankkien välisiä korkoja

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

Lähde: Reuters.

13. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja päivittäin

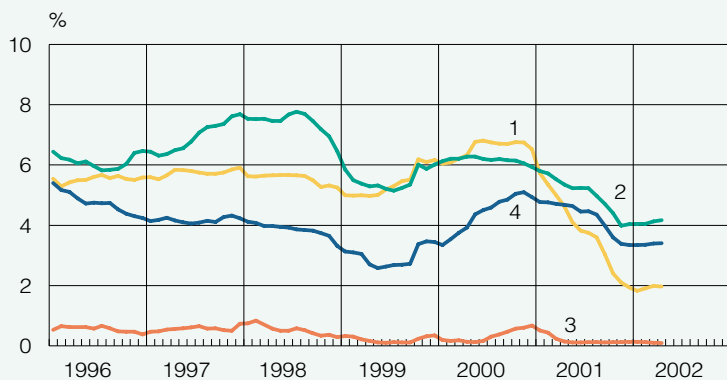


Valtion 10 vuoden obligaatikorkoja

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

Lähde: Reuters.

14. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja kuukausittain

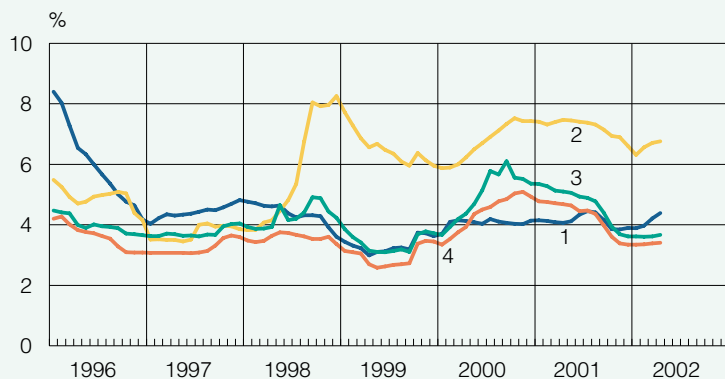


Pankkien välisiä korkoja

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

Lähde: Reuters.

15. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja kuukausittain

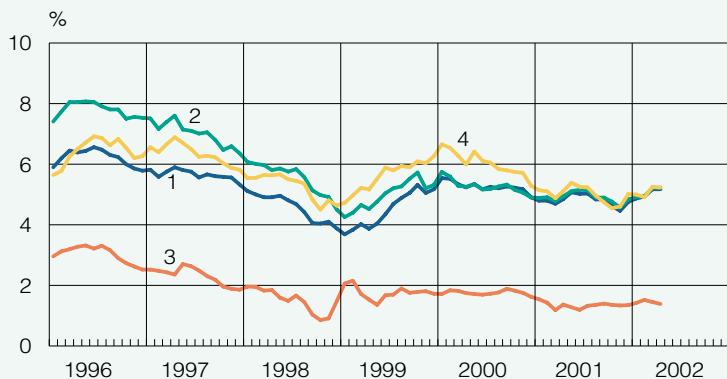


Pankkien välisiä korkoja

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

Lähde: Reuters.

16. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja kuukausittain

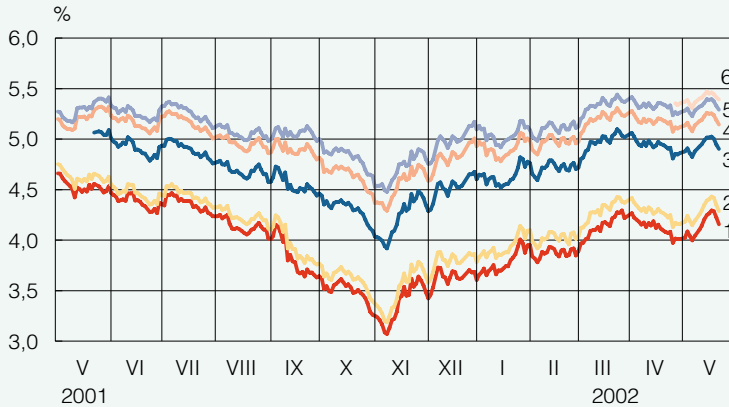


Valtion 10 vuoden
obligaatiokorkoja

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

Lähde: Reuters.

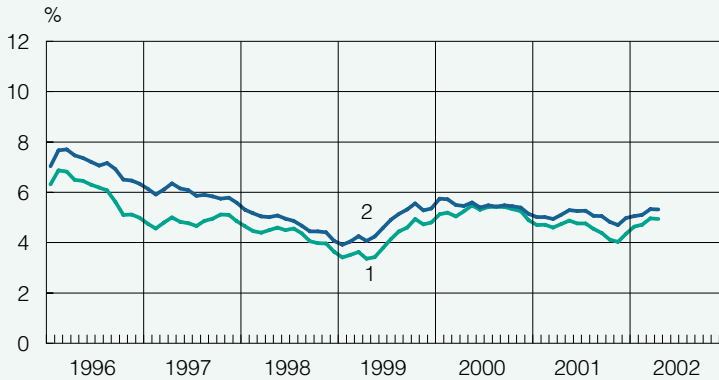
17. Suomen valtion viitelainojen korot



1. 12.11.2003 erääntyvä laina, 3,75 %
2. 15.3.2004 erääntyvä laina, 9,5 %
3. 4.7.2007 erääntyvä laina, 5 %
4. 25.4.2009 erääntyvä laina, 5 %
5. 23.2.2011 erääntyvä laina, 5,75 %
6. 4.7.2013 erääntyvä laina, 5,375 %

Lähde: Reuters.

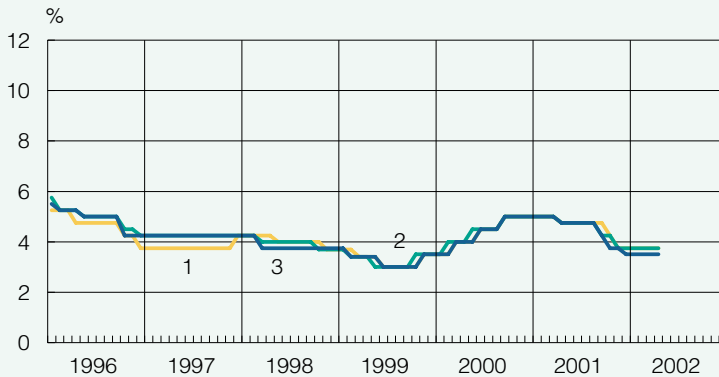
18. Suomen valtion 5 ja 10 vuoden obligatioiden korot



1. 5 vuotta
2. 10 vuotta

Lähde: Reuters.

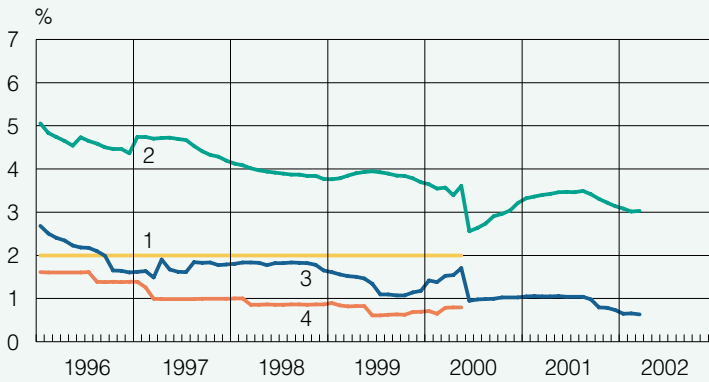
19. Suomalaisen pankkien viitekorkoja



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

Lähde: Pankit.

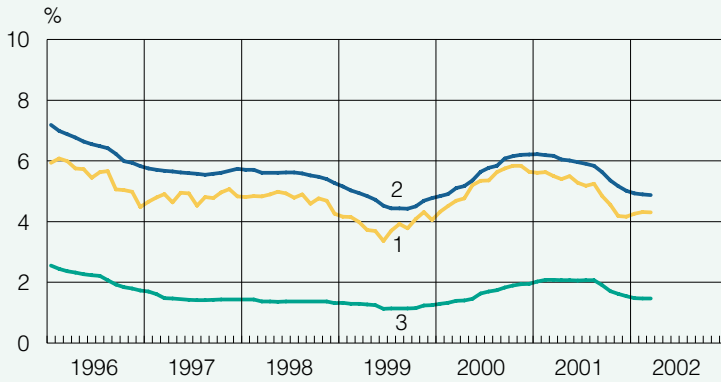
20. Suomalaisen pankkien talletuskorot



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

Lähde: Suomen Pankki.

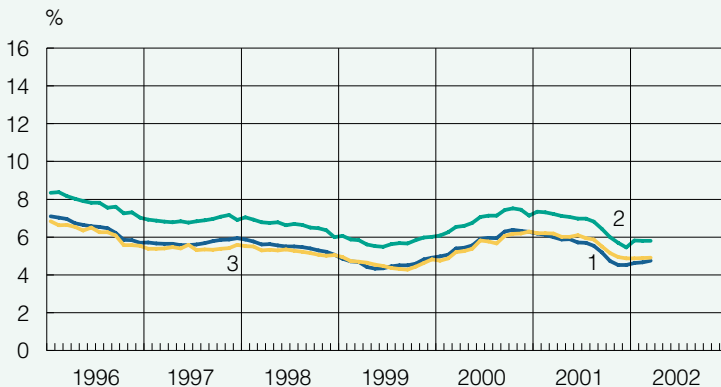
21. Suomalaisen pankkien anto- ja ottolainauskorot



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

Lähde: Suomen Pankki.

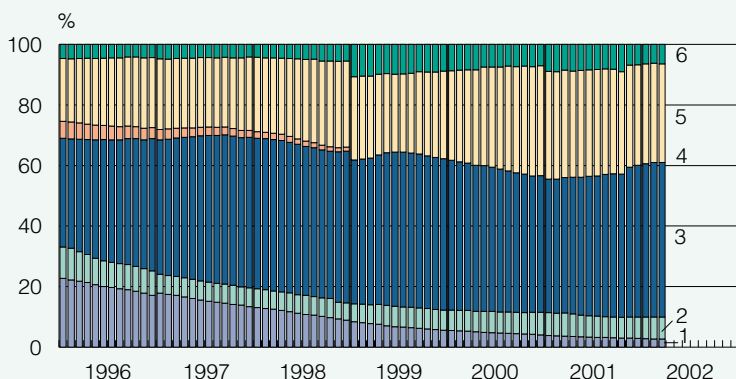
22. Suomalaisen pankkien uusien kotitalousluottojen korot



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

Lähde: Suomen Pankki.

23. Suomalaisen pankkien luottokanta

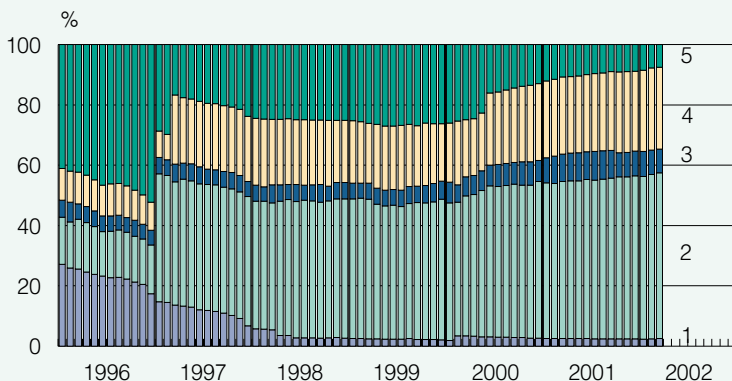


Korkosidonnaisuudet, prosenttiosuudet

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

Lähde: Suomen Pankki.

24. Suomalaisen pankkien talletuskanta korkosidonnaisuuden mukaan

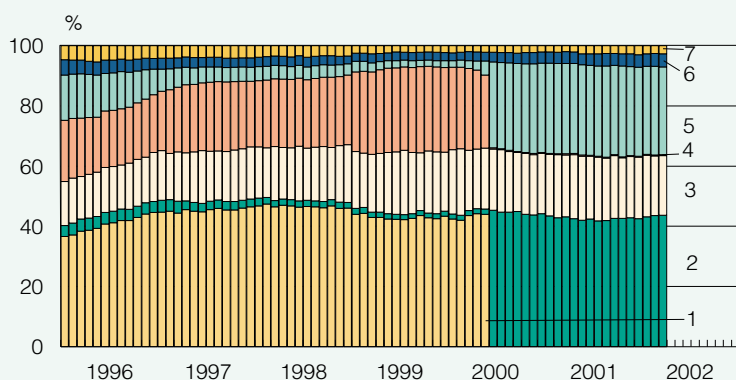


Korkosidonnaisuudet, prosenttiosuudet

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

Lähde: Suomen Pankki.

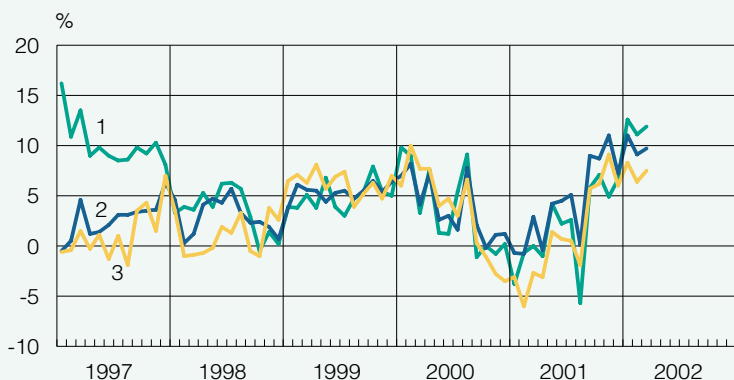
25. Suomalaisen pankkien talletuskanta verotuskohtelun mukaan



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

Lähde: Suomen Pankki.

26. Euroalueen rahamääriin sisältyvät suomalaisten rahalaitosten erät

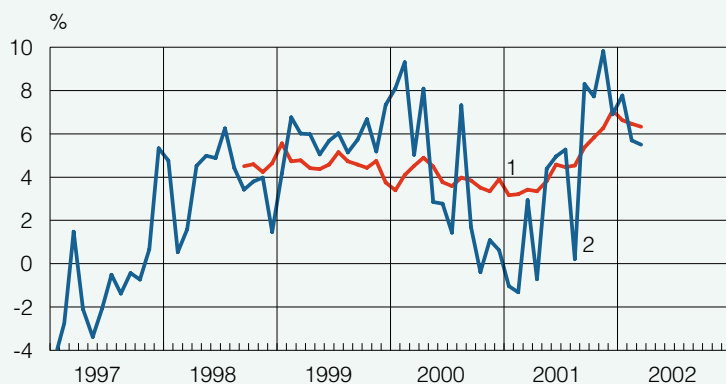


12 kk:n prosenttimuutos

1. M1
2. M2
3. M3

Lähde: Suomen Pankki.

27. Euroalueen ja suomalaisten rahalaitosten ottolainaus

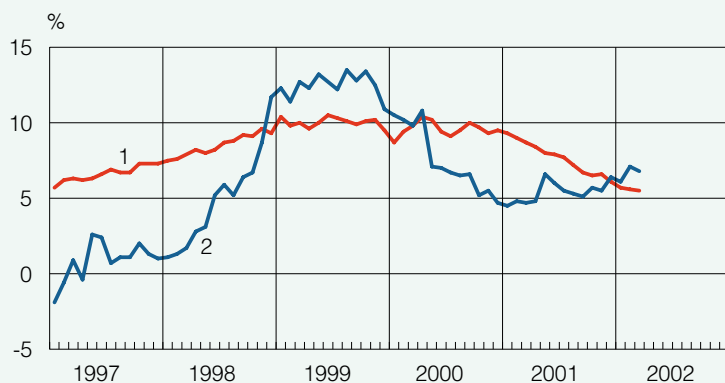


12 kk:n prosenttimuutos

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

Lähteet:
Euroopan keskuspankki
ja Suomen Pankki.

28. Euroalueen ja suomalaisten rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät lainat



12 kk:n prosenttimuutos

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

Lähteet:
Euroopan keskuspankki
ja Suomen Pankki.

29. Euron dollari- ja jenikurssit päivittäin

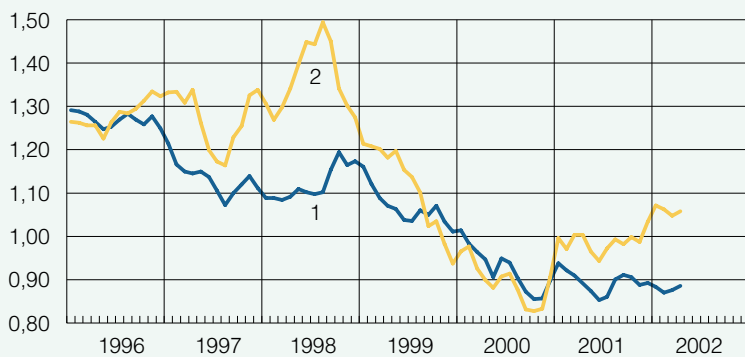


120
Kun euro vahvistuu,
käyrä nousee.

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

Lähteet:
Euroopan keskuspankki
ja Reuters.

30. Euron dollari- ja jenikurssit kuukausittain



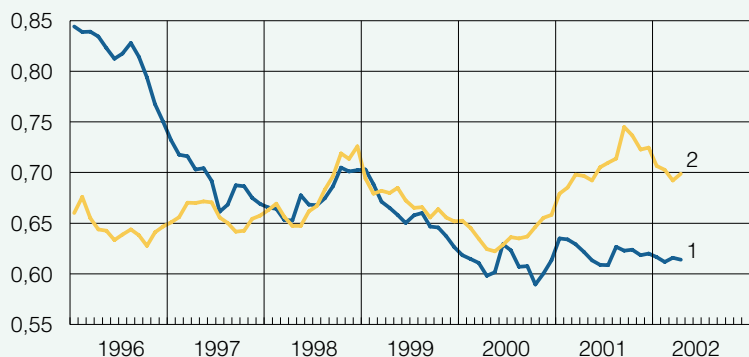
160 (31.12.1998 asti ecun
kurssi)

Kun euro vahvistuu,
käyrä nousee.

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

Lähteet:
Euroopan keskuspankki
ja Reuters.

31. Euron kurssi Englannin puntaan ja Ruotsin kruunuun nähden



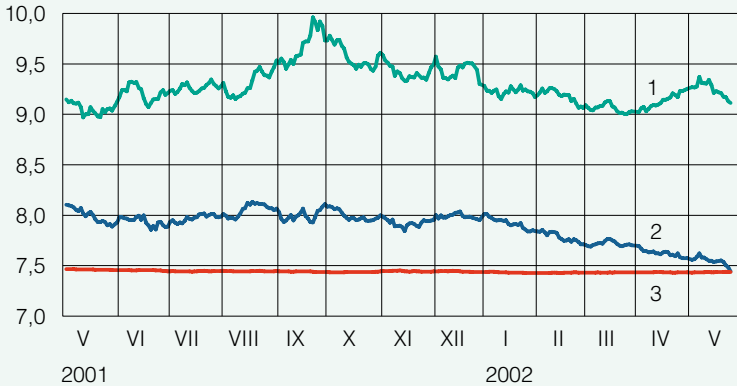
10,9 (31.12.1998 asti ecun
kurssi)

Kun euro vahvistuu,
käyrä nousee.

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

Lähteet:
Euroopan keskuspankki
ja Reuters.

32. Euron kurssi Pohjoismaiden kruunuihin nähden

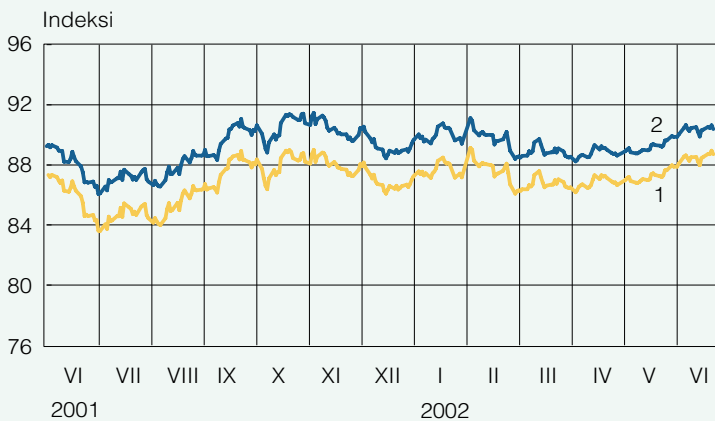


Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

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

Lähteet:
Euroopan keskuspankki ja Reuters.

33. Euron ulkoinen arvo ja Suomen kilpailukyindikaattori



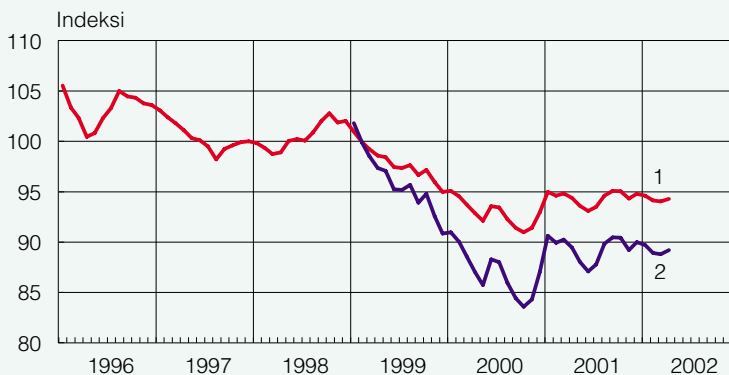
Tammi-maaliskuu 1999 = 100

Kun euro vahvistuu / Suomen hintakilpailukyky heikkenee, käyrä nousee.

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

Lähteet:
Euroopan keskuspankki ja Suomen Pankki.

34. Suomen kilpailukyindikaattoreita



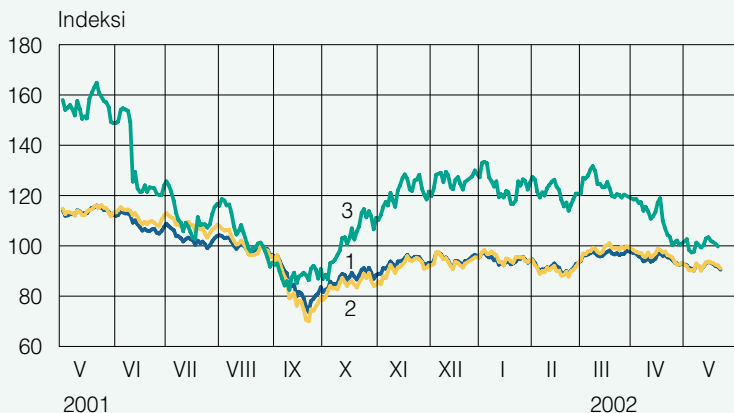
Tammi-maaliskuu 1999 = 100

Kun Suomen hintakilpailukyky heikkenee, käyrä nousee.

1. Suppea kilpailukyky-indikaattori euroalueen maat mukaan lukien
2. Suppea kilpailukyky-indikaattori

Lähde: Suomen Pankki.

35. Euroalueen osakeindeksejä päivittäin

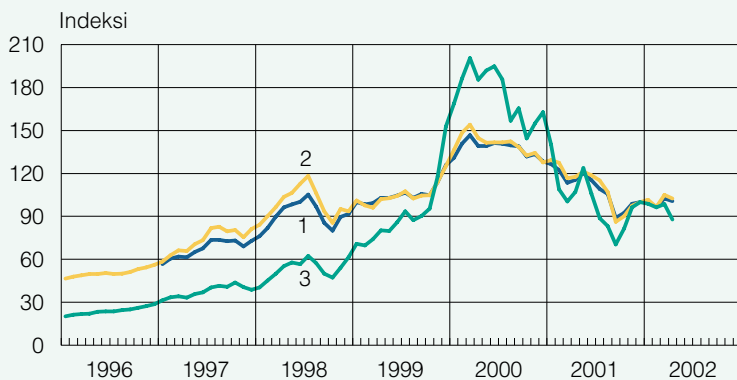


27.8.2001 = 100

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

Lähteet: Bloomberg ja Helsingin Pörssi.

36. Euroalueen osakeindeksejä kuukausittain

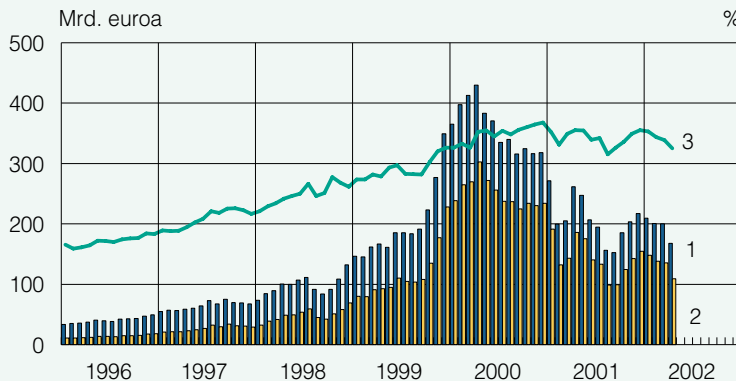


31.12.2001 = 100

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

Lähteet: Bloomberg ja Helsingin Pörssi.

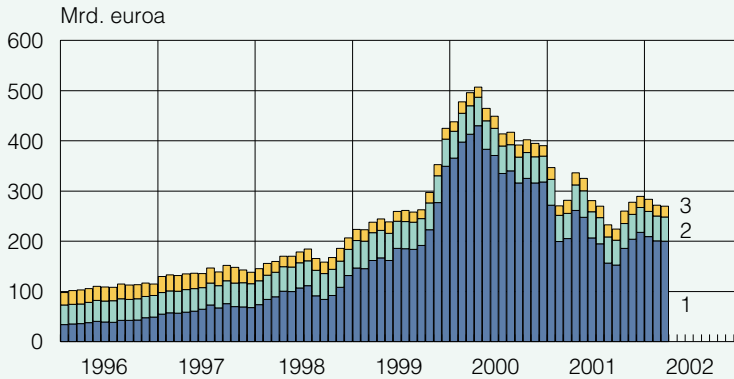
37. Pörssiosakkeiden markkina-arvo ja ulkomaalaisomistus



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

Lähteet: Helsingin Pörssi ja Suomen Arvopaperikeskus.

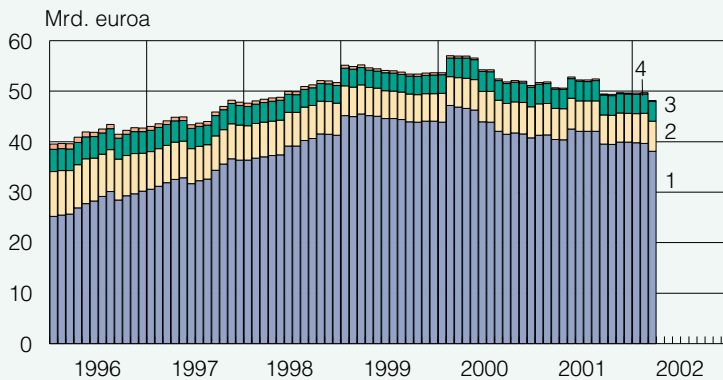
38. Suomessa liikkeeseen lasketut arvopaperit



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

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

39. Suomessa liikkeeseen lasketut joukkovelkakirjalainat

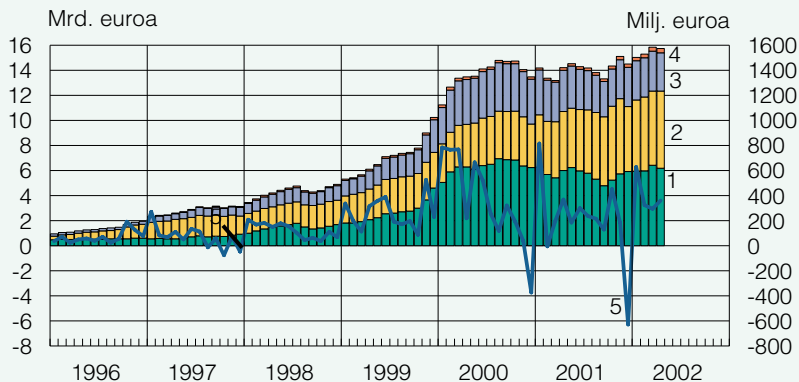


Kanta kuukauden lopussa

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

Lähde: Tilastokeskus.

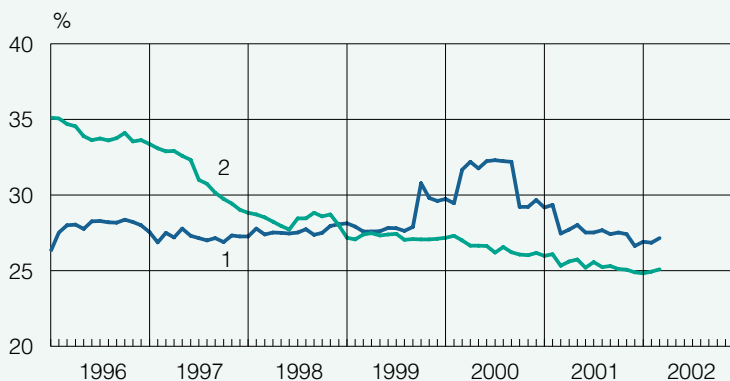
40. Suomessa rekisteröidyt sijoitusrahastot



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

Lähde: Helsingin Pörssi.

41. Suomen valtiontalouden tulot ja menot



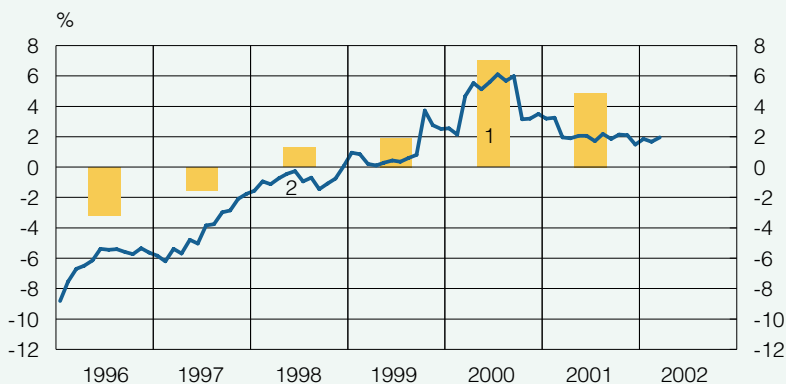
Lukuun ottamatta rahoitustoimia

12 kk:n liukuva summa, % BKT:stä

1. Tulot
2. Menot

Lähteet: Valtiokonttori, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

42. Suomen julkisen talouden tasapaino

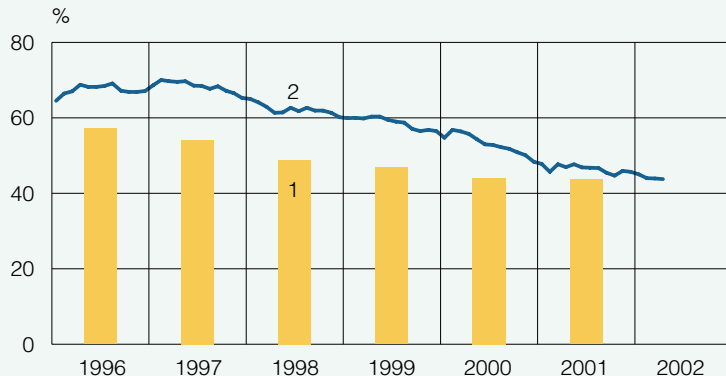


% BKT:stä

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

Lähteet: Valtiokonttori, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

43. Suomen julkisen talouden velka

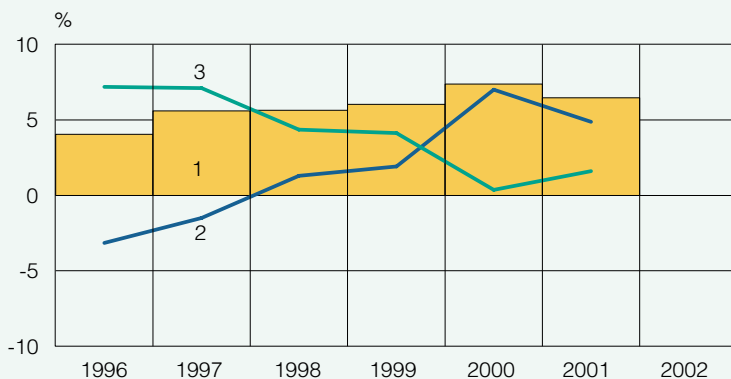


% BKT:stä

1. Julkisyhteisöjen velka
2. Valtionvelka

Lähteet: Tilastokeskus ja Valtiokonttori.

44. Nettoluotonanto sektoreittain

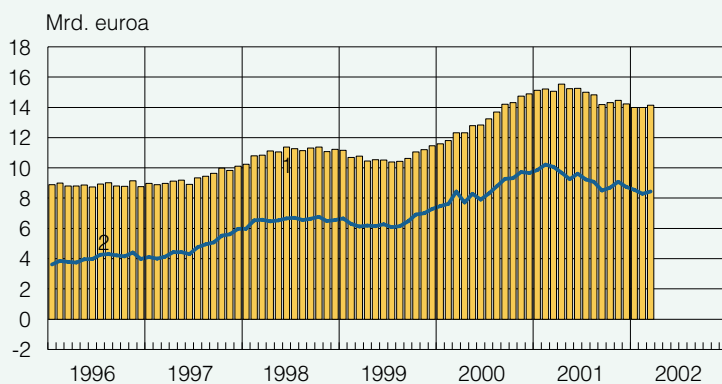


Suomen pääsektoreiden rahoitusylijäämät, % BKT:stä

1. Vaihtotase
2. Julkinen sektori
3. Yksityinen sektori

Lähteet:
Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

45. Suomen kauppataase ja vaihtotase

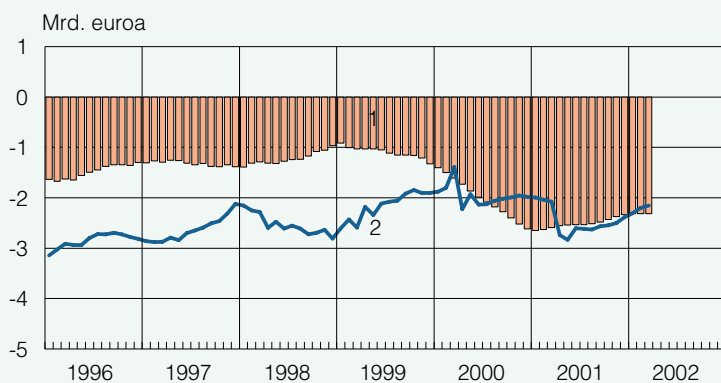


12 kk:n liukuva summa

1. Kauppataase, fob-arvo
2. Vaihtotase

Lähde: Suomen Pankki.

46. Suomen palvelutase ja tuotannontekijäkorvausten tase

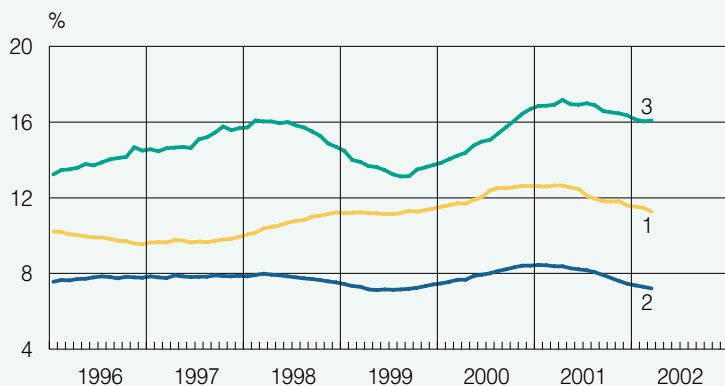


12 kk:n liukuva summa

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

Lähde: Suomen Pankki.

47. Suomen viennin aluejakauma

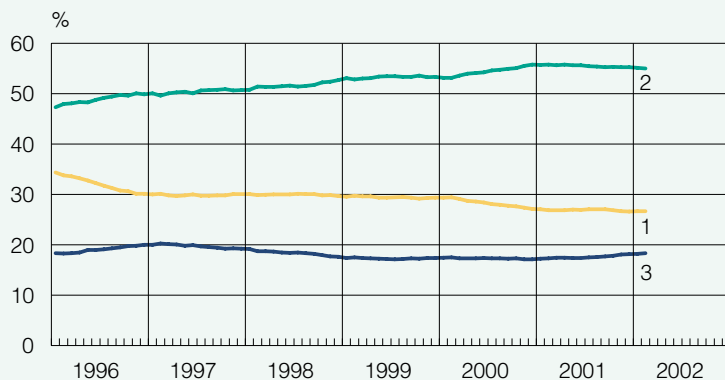


12 kk:n liukuva summa,
% BKT:stä

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

Lähteet:
Tullihallitus ja Tilastokeskus.

48. Suomen vienti toimialoittain

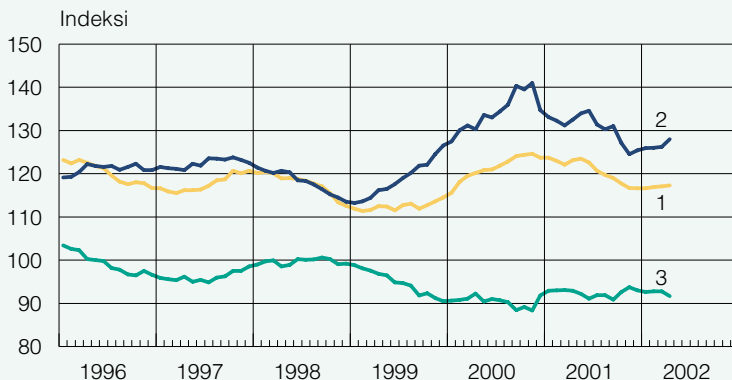


12 kk:n liukuva summa,
prosenttiosuus koko viennistä

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

Lähde: Tullihallitus.

49. Suomen ulkomaankauppahinnat

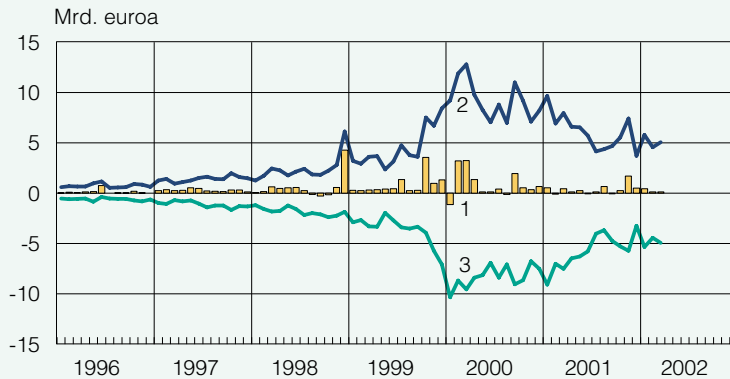


1990 = 100

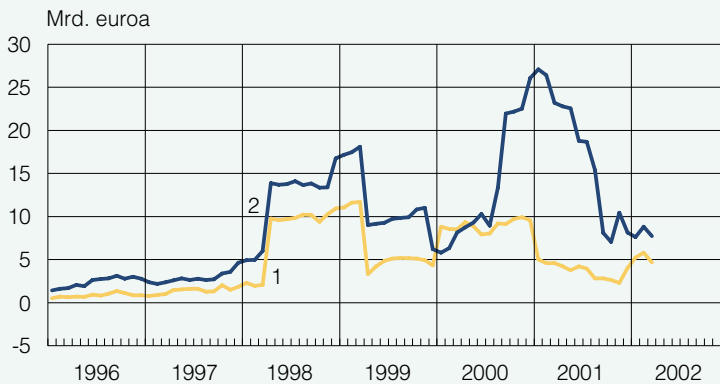
1. Vientihinnat
2. Tuontihinnat
3. Vaihtosuhte

Lähde: Tilastokeskus.

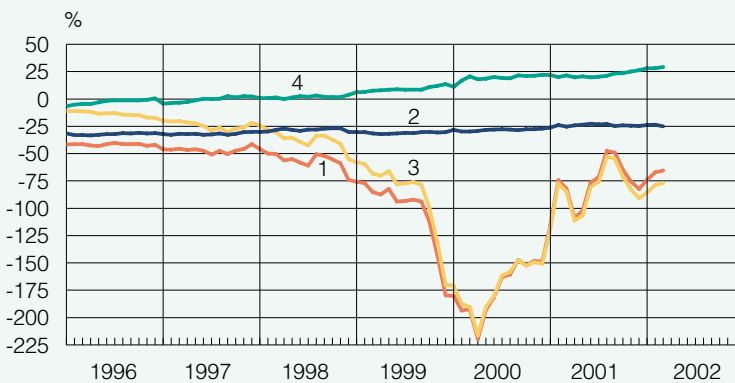
50. Ulkomaalaisten arvopaperisijoitukset suomalaisiin osakkeisiin



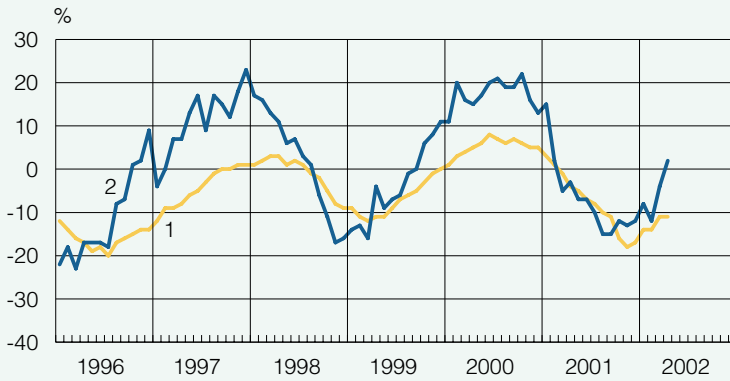
51. Suorat sijoitukset



52. Suomen ulkomainen nettovarallisuus



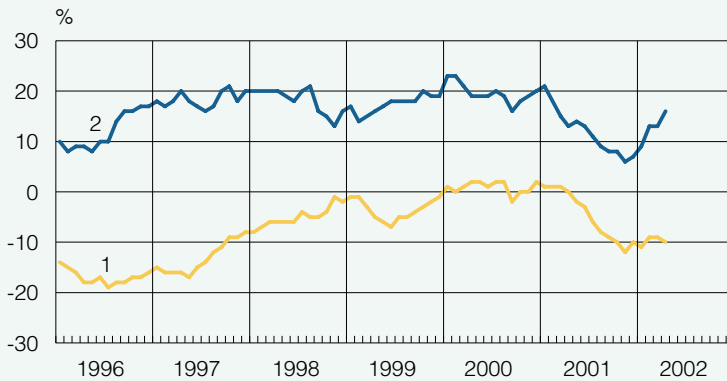
53. Teollisuuden luottamusindikaattori



1. Euroalue
2. Suomi

Lähde:
Euroopan komissio.

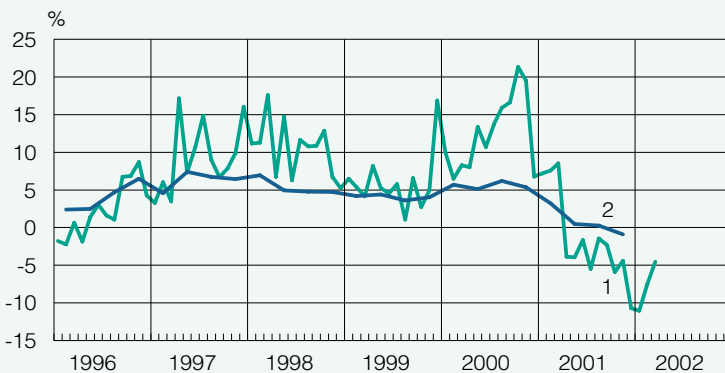
54. Kuluttajien luottamusindikaattori



1. Euroalue
2. Suomi

Lähde:
Euroopan komissio.

55. Suomen BKT ja teollisuustuotanto

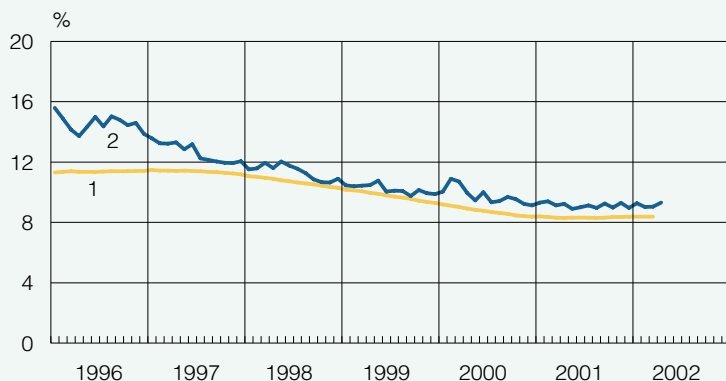


Prosenttimuutos
edellisvuotisesta

1. Teollisuustuotanto
2. Bruttokansantuote

Lähde: Tilastokeskus.

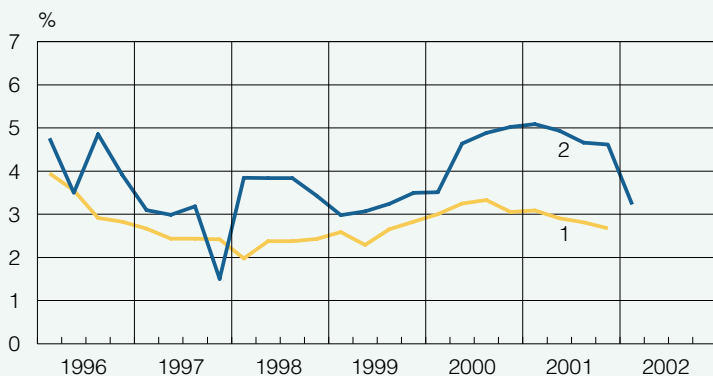
56. Työttömyysaste



- 1. Euroalue
- 2. Suomi

Lähteet:
Eurostat, Tilastokeskus
ja Suomen Pankki.

57. Teollisuuden ansiotaso

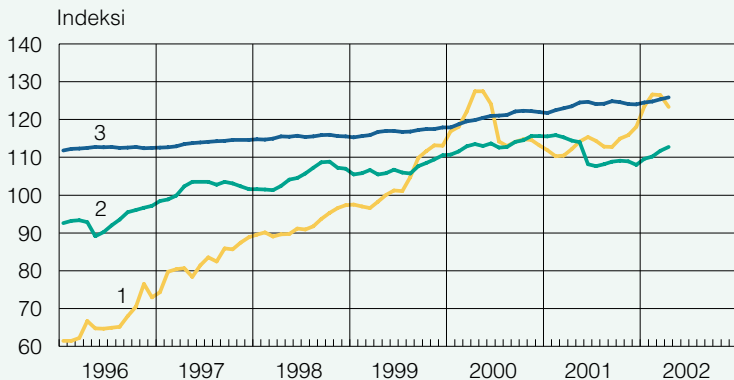


Prosenttimuutos
edellisvuotisesta

- 1. Euroalue
- 2. Suomi

Lähteet:
Eurostat ja Tilastokeskus.

58. Suomen varallisuushintoja



Tammikuu 1990 = 100

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

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

Suomen Pankin organisaatio

20.5.2002

Pankkivaltuusto

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

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

Johtokunta

Matti Vanhala
johtokunnan
puheenjohtaja

Matti Louekoski
johtokunnan
varapuheenjohtaja

Sinikka Salo
johtokunnan jäsen

Pentti Hakkarainen
johtokunnan jäsen

Johtokunnan sihteeri Heikki T. Hämäläinen

Osastot ja yksiköt

Antti Suvanto
Kansantalous

Heikki Koskenkylä
Rahoitusmarkkinat
Harry Leinonen*

Juha Tarkka
Rahatalouden tutkimus
David Mayes*

Pentti Pikkarainen
Markkinaoperaatiot

Antti Juusela
Tiedotus

Urpo Levo
Rahahuolto

Martti Lehtonen
Tilastointi

Mauri Lehtinen
Maksuliike

Kjell Peter Söderlund
Kansainvälinen
sihteeristö
Olli-Pekka Lehmusaaari*

Aura Laento
Henkilöstö
Anton Mäkelä*

Terhi Kivilahti
Kehittäminen ja
budjetointi

Armi Westin
Tietojenkäsittely

Taina Kivelä
Sisäinen tarkastus

Arno Lindgren
Lakiasiat

Antero Arimo
Julkaisu- ja kielipalvelut

Esa Ojanen
Hallinto

Heikki T. Hämäläinen
Johdon sihteeristö

Jyrki Ahvonen
Turvallisuus

Pekka Sutela
Siirtymätalouksien
tutkimuslaitos

*johtokunnan neuvonantaja

Haarakonttorit: Kuopio, Oulu, Tampere ja Turku.

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

SUOMEN PANKKI
PL 160
00101 HELSINKI

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

Euro & talous -lehden tilaus tai jakelun muutosilmoitus

Vanhat yhteystiedot

Yritys

.....

Nimi

Osoite

.....

Uudet yhteystiedot

Yritys

.....

Nimi

Osoite

.....

Uusi tilaus

Peruutus

Kpl

