



Euro & talous

4 • 1999

- Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne
 - Suomen rahoitusjärjestelmän vakaus
 - Kuinka merkittäviä euromaiden talouksien erot ovat?
 - Finanssipolitiikka ja julkinen talous
 - Maksuliikkeen likviditeetin hallinnan uudet haasteet
 - Euroopan arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuri: kehitystrendit ja lähiajan näkymät
-

Sisällys

- Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne 3
- Suomen rahoitusjärjestelmän vakaus 14
- Miika Syrjänen – Nils Björkstén**
Kuinka merkittäviä euromaiden talouksien eroavuudet ovat? 20
- Anne Brunila – Helvi Kinnunen**
Finanssipolitiikka ja julkinen talous 26
- Harry Leinonen**
Maksuliikkeen likviditeetin hallinnan uudet haasteet 31
- Markku Malkamäki**
Euroopan arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuri: kehitystrendit ja lähiajan näkymät 38
- Eurojärjestelmän rahapolitiikan välineet 46
- Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja 48
- Suomen Pankin kuukausitase 54
- Kuviot KI
- Suomen Pankin organisaatio

Euro & talous

Markka & talous -lehden
7. vuosikerta / 7:e årgången av
Markka & talous

Euro & talous -lehden
1. vuosikerta / 1:a 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) 183 1
Telefax (09) 174 872

Toimitusneuvosto
Redaktionsråd
Pentti Pikkarainen,
puheenjohtaja/ordförande
Antti Juusela
Heikki Koskenkylä
Ralf Pauli
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:
Internet: publications@bof.fi

Painopaikka/Tryckeri
Sävypaino, 1999

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)

Kansainvälisen talouskehityksen vakaantumisen ja maailmankaupan elpyminen merkitsevät myös Suomen talouden kannalta suotuisaa ympäristöä. Viennin kilpailukyky on hyvä, eivätkä rahoitustekijät rajoita yritysten investointihankkeiden käynnistymistä. Sekä yritysten että kotitalouksien luottamus tulevaan talouskehitykseen on vahva.

Suomen Pankin syksyllä tehdyn ennusteen mukaan Suomen kokonaistuotanto kasvaa vuosina 1999–2001 noin 4 % vuosittain. Talouden kasvu hidastui vuoden 1998 lopulla ja vuoden 1999 alkupuolella mutta pysyi kuitenkin kohtuullisena. Tämän vuoden ensimmäisellä puoliskolla kasvuvauhti oli 3.4 %. Sekä viennin että tuonnin odotetaan elyvän tulevaisuudessa likimain vientimarkkinoiden kasvua vastaavasti. Yksityisen kulutuksen puolestaan arvioidaan lähivuosina jatkuvan vahvana matalan korkotason ja suotuisan tulokehityksen ansiosta. Kulutusta tukee myös asuntovarallisuuden arvon nousu. Yksityisten investointien ennustetaan kasvavan voimakkaasti sekä alhaisten korkojen että useiden toimialojen paranevien kysyntä- ja kannattavuusnäkökymien vuoksi.

Kuluttajahintaindeksillä mitattuna Suomen inflaatio on pysytellyt kesän ja syksyn 1999 aikana alle 1.5 prosentin. Lähivuosina tuontihin-

Suomen talouskasvun odotetaan jatkuvan euroalueen keskimääräistä kasvua nopeampana. Kasvu tasapainottuu kotimaisen kysynnän jatkuessa vahvana ja viennin elyessä kansainvälisen talouskasvun myötä. Valtiontalous muuttuu selvästi ylijäämäiseksi, ja valtion velkaantuminen vähenee nopeasti. Inflaation odotetaan olevan Suomessa hieman nopeampi kuin muualla euroalueella, minkä vuoksi kustannuskehityksen hallinta on talouspolitiikassa keskeisellä sijalla.

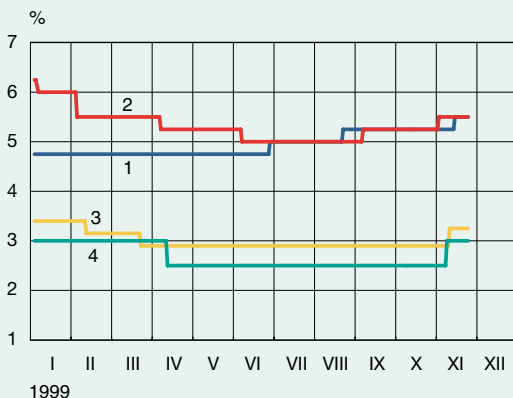
tojen nousu ja yksikkötyökustannusten nousun kiihtyminen johtavat inflaatiovauhdin asteittaiseen nopeutumiseen noin 2 prosenttiin. Palveluiden hinnat ovat nousseet Suomessa nopeammin kuin kuluttajahinnat keskimäärin, ja näin ennustetaan käyvän myös lähivuosina.

Yksityisen sektorin rahoitusyliäämä muuttuu ennusteessa alijäämäksi, mikä osoittaa sekä kotitalous- että yrityssektorin investointien voimakkuutta. Julkisen talouden rahoitusasema sen sijaan vahvistuu edelleen lähivuosina, kun valtiontalous muuttuu selvästi ylijäämäiseksi.

Vaikka Suomen talous näyttää ennusteen mukaan kehittyvän suhteellisen tasapainoisesti, sisältyy kehitykseen merkittäviä riskejä etenkin keskipitkällä aikavälillä. Maailmantalouden kasvun kiihtyminen voi nostaa tuontihintoja – ja etenkin Suomelle tärkeitä raaka-aineiden hintoja – ennakoitua enemmän. Tämä johtaisi Suomen ja euroalueen välisen inflaatioeron ennustettua suurempaan kasvuun. Toinen hintavakauden kannalta keskeinen riski on kotimaisten palkkakustannusten kehitys. Mikäli tulevat palkankorotukset osoittautuvat talouden tasapainoisen kehityksen kannalta liian suuriksi, vaarantuvat suhteellisen maltillinen hintakehitys ja työllisyyden parantuminen. Kolmas riskitekijä on se, että

Kuvio 1.

Keskuspankkikorkoja



- 1. Yhdysvaltain Federal funds -tavoitekorko
- 2. Ison-Britannian peruskorko
- 3. Ruotsin repokorko
- 4. Eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden korko

asunto- ja luottomarkkinoiden paineet näyttävät jatkuvan alhaisen korkotason ja hyvien tulo-odotusten johdosta.

Vaikka talouden ongelmat eivät kärjistyisikään ennusteajanjakson aikana, voisi esimerkiksi korkotason selvä nousu tai maailmantalouden häiriö aiheuttaa merkittäviä ongelmia sekä kotitalouksille että yrityksille. Näin voisi käydä erityisesti, mikäli velkaantuminen kasvaa liikaa velanmaksukykyyn nähden ja kilpailukyky muihin euromaihin verrattuna rapautuu.

Julkisen talouden ja erityisesti valtiontalouden ylijäämä kasvaa lähivuosina hyvän talouskehityksen ja velkaantumisesta aiheutuvien korkomenojen vähenemisen myötä aiemmin arvioitua nopeammin. Julkisen talouden tasapaino rakentuu kuitenkin erittäin korkean veroasteen varaan, mikä ei rakenteellisista syistä ole kestävä. Talouskasvun turvaaminen edellyttää tulevaisuudessa verotuksen merkittävää keventämistä ja siten menojen sopeuttamista edelleen, jotta valtion ja kuntien tasapaino olisi mahdollista ylläpitää myös veroasteen ollessa oleellisesti nykyistä alempi. Ennen kaikkea työhön kohdistuvan verorasituksen pienentäminen sekä työttömyys-

loukkuja ylläpitävien verotus- ja tulonsiirtojärjestelmien purkaminen on tullut entistä tärkeämmäksi, jotta työvoimakapeikat eivät muodostuisi kasvun esteeksi ja uhaksi hintavakaudelle, laajemmista yhteiskuntapoliittisista näkökulmista puhumattakaan.

Verojen kevennys nykyisessä suhdannetilanteessa ilman vastaavia menoleikkauksia olisi riski talouden tasapainoisen kehityksen kannalta. Talousnäkymien paraneminen tulisi ottaa huomioon valtion menokehityksissä pienentämällä niitä työttömyys- ja korkomenojen vähenemisen verran. Nopean kasvun ja matalan korkotason oloissa tiukka menokuri on muutenkin ensiarvoisen tärkeää, jotta talouden ylikuumentamisen riskiä voidaan vähentää. Tarve kiristää finanssipolitiikkaa on sitä suurempi, mitä todennäköisempää edellä mainittujen kotimaisten riskien toteutuminen on.

Maailmantalouden kasvunäkymät parantuneet

Maailmantalouden kehitys on ollut suotuisaa viime kuukausina. Yhdysvaltain talous on jatkanut nopeaa kasvuaan, ja Japanissa kokonaistuotanto on tämän vuoden aikana alkanut kasvaa. Lisäksi Kaakkois-Aasian kriisimaiden elpyminen on jatkunut pääosin ripeänä. Suomelle tärkeistä vienninlajeista Iso-Britannia on päässyt takaisin kohtalaiselle kasvu-uralle ja Ruotsin talousnäkyvät ovat suotuisat.

Öljyn maailmanmarkkinahinta on vuoden 1999 aikana noussut tuntuvasti, mutta nousun vaikutus teollisuusmaiden yleiseen kuluttajahintatasoon on toistaiseksi jäänyt suhteellisen pieneksi. Kaiken kaikkiaan inflaatio on teollisuusmaissa pysynyt melko hitaana, sillä kilpailu on lisääntynyt monilla aloilla ja vapaata tuotantokapasiteettia on ollut edelleen tarjolla. Inflaation nopeutumisen riskit ovat kuitenkin lisääntyneet, mikä on johtanut keskuspankkikorkojen nostoon euroalueen lisäksi mm. Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Ruotsissa (kuvio 1).

Maailmantalouden kasvun odotetaan nopeutuvan edelleen. Myönteisten talousuutisten myötä kasvuennusteita on syksyn aikana yleisesti tarkistettu aiempaa positiivisempaan suuntaan. Esimerkiksi Kansainvälisen valuuttarahaston ennusteen mukaan maailmantalous kasvaa tänä vuonna 3 %, ja vuonna 2000 kasvun ennustetaan olevan ½ prosenttiyksikköä nopeampaa.

Maailmantalouden kasvunäkymiin kohdistuvat riskit ovat vähentyneet. Merkittävimmät uhkatekijät ovat edelleen varallisuushintojen huomattava lasku ja sen myötä kotimaisen kysynnän kasvun selvä vaimeneminen Yhdysvalloissa. Myös suuri vaihtotaseen vaje kuvastaa Yhdysvaltain talouskehitykseen liittyviä tasapainottoimuksia. Toisaalta maailmantalouden yleinen elpyminen on pienentänyt sitä vaikutusta, joka Yhdysvaltain talouden kasvun tuntuvalta hidastumisella olisi muun maailman talouskasvuun.

Toinen merkittävä uhkatekijä maailmantalouden kasvun kannalta on epävarmuus Japanin orastavan talouskasvun kestävyyydestä. Näin on siitä huolimatta, että Japanin viimeaikaisessa kehityksessä on ollut myös pitkän ajan elpymisen kannalta monia myönteisiä piirteitä. Rakennemuutoksissa Japani on edistynyt, kuten yritysten ja mm. pankkien uudelleenjärjestelyt osoittavat. Työttömyyden lisääntyminen voi kuitenkin lyhyellä aikavälillä heikentää kotitalouksien luottamusta, ja yritysten investointihalukkuus näyttää edelleen olevan heikkoa. Mittavat elvytysohjelmat ovat lisäksi heikentäneet julkisen talouden tilaa. Jenin ulkoisen arvon tähänastinen vahvistuminen voi myös uhata kasvun voimistumista. Toisaalta se tukee Aasian muiden talouksien vientiä.

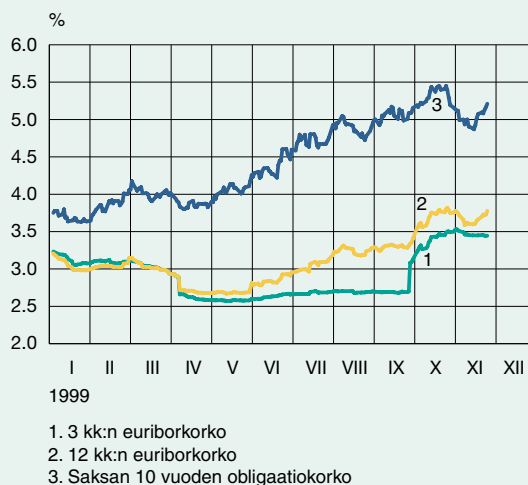
Euroalueen kasvu nopeutumassa

Euroalueella merkit talouskasvun nopeutumisesta vahvistuivat kevään ja kesän 1999 aikana. Kasvu hidastui vuonna 1998 pitkälti maailmantalouden heikon kehityksen takia. Hitain vaihe kasvussa ohitettiin vuodenvaihteen tienoilla, mutta vielä alkuvuoden 1999 kasvu pysyi melko hitaana. Toisella neljänneksellä euroalueen kokonaistuotanto kasvoi 0.5 % edellisestä neljänneksestä ja vain 1.6 % vuoden 1998 vastaavasta neljänneksestä. Euromaiden vienti ja teollisuustuotanto alkoivat kuitenkin elpyä toisen vuosineljänneksen aikana, ja teollisuustuotannon kasvu kiihtyi edelleen loppukesän aikana.

Euroalueen talouskasvun odotetaan olevan melko ripeää vuoden 1999 lopun ja vuoden 2000 aikana. Kasvun nopeutumiseen viittaavat muun muassa kyselytutkimuksissa näkyvä teollisuuden luottamuksen paraneminen, kuluttajien vahvana pysynyt luottamus ja maailmantalouden kasvun jo toteutunut sekä odotettu kiihtyminen. Kasvun elpymässä työttömyyden odotetaan alkavan uudel-

Kuvio 2.

Euroalueen korkokehitys



leen vähetä. Lisäksi erojen euromaiden kasvuvauhteissa odotetaan pienenevän, kun kasvu aiemmissa hitaan kasvun maissa kiihtyy. Alkuvuonna 1999 erot kasvuvauhteissa olivatkin huomattavia. Muun muassa Espanjan, Hollannin ja Suomen talouskasvu oli varsin ripeää, kun taas Italiassa ja Saksassa kehitys oli heikkoa.

Euroalueen ohjaukorkoa nostettiin marraskuun alussa

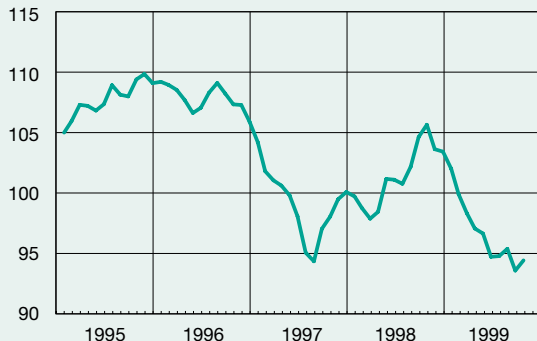
Kesäkuun 1999 alkupuolella alkanut euroalueen rahamarkkinakorkojen nousu tasaantui loppukesästä, mutta alkoi uudelleen syys-lokakuun vaihteessa (kuvio 2). Korkojen nousu liittyi euroalueen kasvunäkymien kohenemiseen ja odotettiin eurojärjestelmän ohjaukorkojen nostamisesta. Euroopan keskuspankin neuvosto päätti 4. marraskuuta nostaa eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden korkoa 0.5 prosenttiyksikköä eli 3 prosenttiin. Perusrahoitusoperaatioiden korko palautettiin siten tasolle, jolla se oli ennen huhtikuussa tehtyä koronlaskupäätöstä. Ohjaukorkon nosto perustui siihen, että hintavaikautta uhkaavat hintojen nousupaineet olivat lisääntyneet alkukesästä lähtien. Talouden kasvu-

Kuvio 3.

Euron kauppapainoinen valuuttaindeksi

Tammi-maaliskuu 1999 = 100

Indeksi



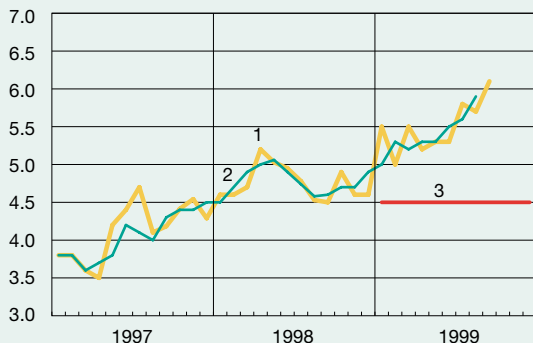
Ennen vuotta 1999 euromaiden valuuttojen kauppapainoinen indeksi. Euron (euromaiden valuuttojen) vahvistuessa käyrä nousee.

Lähde: EKP.

Kuvio 4.

Rahan määrä euroalueella

%



1. Euroalueen M3:n kasvuvauhti (12 kk:n prosenttimuutos)

2. Euroalueen M3:n 12 kk:n prosenttimuutoksen

3 kk:n liukuva keskiarvo

3. M3:n kasvun viitearvo

Lähde: EKP.

näkymät olivat parantuneet, ja useat indikaattorit, mukaan lukien rahan määrän ja luotonannon kasvu, osoittivat rahatalouden tilan euroalueella olevan kevyt.

Marraskuun alun koronnostopäätös vastasi melko tarkkaan markkinoiden odotuksia, joten rahamarkkinakorot eivät juuri muuttuneet ohjauksen noston jälkeen. Koronnosto-odotusten lisäksi rahamarkkinakorkojen kehitykseen ovat syksyn aikana vaikuttaneet vuosituhaten vaihteeseen liittyvät epävarmuudet. Syyskuun lopulla kolmen kuukauden euriborkorko nousi lähes 0.4 prosenttiyksikköä, kun ensimmäiset vuoden 2000 puolella erääntyvät kolmen kuukauden sopimukset tehtiin.

Euroalueen pitkät korot ovat syksyn aikana osin seuranneet Yhdysvaltain vastaavien korkojen kehitystä mutta myös euroalueen sisäiset tekijät – etenkin kasvunäkymien kohentuminen, pelko inflaation kiihtymisestä ja rahapolitiikkaa koskevat odotukset – ovat vaikuttaneet kehitykseen. EKP:n neuvoston marraskuinen koronnostopäätös vähensi markkinoilla vallinnutta epävarmuutta, ja pitkät korot laskivatkin hienoisesti sen jälkeen. Saksan 10 vuoden valtionlainan korko oli marraskuun lopulla hieman yli 5 %.

Euro on pysytellyt syksyn aikana suhteellisen heikkona (kuvio 3). Marraskuun 1999 lopulla se oli kauppapainoisella valuuttaindeksillä mitattuna noin 10 % heikempi kuin viime vuodenvaihteessa. Euron dollarikurssi on viime kuukausina vaihdellut melko paljon ollen marraskuun lopulla heikempi kuin kertaakaan vuoden 1999 aikana. Japanin jeni on puolestaan vahvistunut sekä euroon että muihin päävaluuttoihin nähden.

Rahan määrä euroalueella kasvoi melko nopeasti kesän ja alkusyksyn aikana. Keskeisen raha-aggregaatin M3:n vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi alkusyksystä 6 prosentin tuntumaan (kuvio 4). Erityisen nopeasti kasvoivat M3:n likvideimmät erät. Rahan määrän ohella myös luotonannon kasvu jatkui nopeana. Yksityiselle sektorille myönnettyjen pankkiluottojen määrän vuotuinen kasvu pysytteli alkusyksystä edelleen 10 prosentin tuntumassa. Raha-aggregaattien ja luottomäärien nopea kasvu viittaa rahatalouden tilan keveyteen. Eräissä euroalueen maissa, kuten Espanjassa, Hollannissa, Irlannissa, Portugalissa ja Suomessa, luotonannon nopeaan kasvuvauhtiin on liittynyt varallisuusesineiden, mm. asuntojen, hintojen tuntuva nousu.

Inflaatio nopeutumassa tilapäisesti euroalueella

Kuluttajahintojen nousuvauhti on euroalueella nopeutunut vuoden 1999 aikana. Yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä mitattu vuosinflaatio oli lokakuussa 1.4 %, kun se vielä tammikuussa oli 0.8 % (kuvio 5). Inflaatiota on nopeuttanut etenkin energian hinnan nousu raakaöljyn maailmanmarkkinahinnan kallistumisen vuoksi. Hidastavasti inflaatioon ovat puolestaan vaikuttaneet mm. elintarvikkeiden sekä palveluiden hintojen nousuvauhdin hidastuminen. Palveluiden hintojen vuotuinen inflaatio on ollut kesän ja syksyn aikana noin 1.5 %, kun viime vuoden lopulla hinnat nousivat noin 2 prosentin vauhtia. Hintojen nousua on hidastanut mm. televiestinnän sääntelyn purkaminen Saksassa ja eräissä muissa euroalueen maissa.

Lähitulevaisuudessa kuluttajahintojen nousuvauhdin odotetaan nopeutuvan euroalueella jonkin verran. Öljyn hinnan nousu ja euroalueen kasvunäkymien koheneminen ovat voimistaneet odotuksia inflaation kiihtymisestä. Samaan suuntaan viittaa myös raha-aggregaattien ja luottojen suhteellisen nopea kasvuvauhti. Toisaalta inflaation kiihtymistä vaimentaa se, että monissa euroalueen maissa jatketaan sääntelyn purkamista muun muassa sähkömarkkinoilla ja televiestinnässä.

Suomen talouden kasvu jatkuu ripeänä

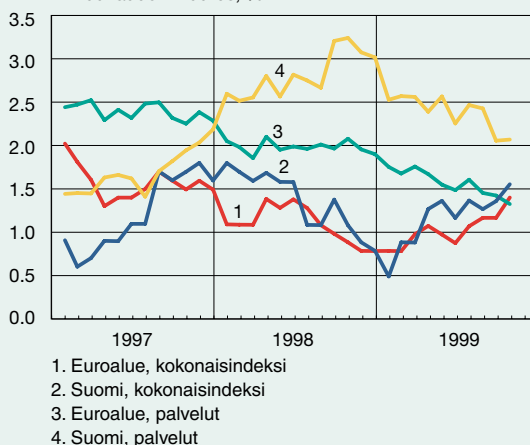
Suomen Pankin uuden, syksyllä 1999 laaditun ennusteen mukaan bruttokansantuotteen kasvun odotetaan jatkuvan Suomessa ripeänä vuoteen 2001 ulottuvan ennustejakson aikana¹. Kasvun arvioidaan vakiintuvan noin 4 prosenttiin eli olevan jonkin verran vuosien 1997–1998 voimakasta kasvua hitaampaa. Vaimean alkuvuoden vuoksi vuoden 1999 kasvu jää vuosikeskiarvona arviolta 3.7 prosenttiin. Keväällä tehtyyn ennusteeseen verrattuna kasvun arvioidaan olevan jonkin verran suurempi, mikä perustuu mm.

¹ Ennuste perustuu oletukseen, että rahapolitiikka pysyy muuttumattomana. Näin ollen sekä lyhyt korko että valuuttakurssi ovat vakioita koko ennustejakson ajan. Lyhyt korko on ennusteessa asetettu noin 3 prosenttiin. Valuuttakurssit on ennusteessa kiinnitetty lokakuun 1999 loppupuolen tasolle. Lisäksi ennusteen tulokset ovat ehdollisia palkkakehityksen, kansainvälisen taloudellisen ympäristön, raaka-aineiden ja öljyn hinnan sekä finanssipolitiikkaa koskevien oletuksien suhte.

Kuvio 5.

Yhdenmukaistetut kuluttajahintaindeksit

12 kuukauden muutos, %



aiempaa positiivisempaan käsitykseen viennin voimistumisesta (ks. taulukko ja kuvio 6).

Teollisuustuotannon kasvuvauhdin odotetaan ennustejakson aikana hidastuvan vuoden 1998 vauhtiin verrattuna mutta pysyvän edelleen vahvana, noin 5.5 prosenttina. Toimialoitain tarkasteluna tuotannon kasvun odotetaan vahvistuvan muualla paitsi pitkään kasvun veturina olleessa sähkötekniisessä teollisuudessa. Sähkötekninen teollisuus säilyy kuitenkin edelleen nopeimmin kasvavana toimialana. Viime vuosien ripeä kasvuvaihe on arvonlisäyksellä mitattuna nostanut sähköteknisen teollisuuden nopeasti suurimmaksi yksittäiseksi teollisuuden toimialaksi. Osittain toimialan kasvun hidastumista selittää työvoimapula, jonka vuoksi tuotannon kasvua haetaan ulkomailta.

Suhdannetiedustelujen mukaan metsäteollisuuden tilauskannat ovat alkaneet kasvaa ja ennakoiivat kasvun kiihtymistä vuoden 1999 lopulta alkaen. Paperiteollisuuden tuotanto onkin jo alkanut elpyä syksyn aikana. Paperin hintoihin odotetaan lisäksi lievää nousua, mikä tukee yritysten kannattavuutta. Teollisuuden ohella myös muun yksityisen sektorin tuotanto jatkuu vahva-

Taulukko.

Kysyntä ja tarjonta 1997–2001 vuoden 1995 hinnoin

	1997	1998	1999	2000	2001
Prosenttimuutos edellisvuotisesta					
Bruttokansantuote	5.6	5.6	3.7	4.0	3.8
Tuonti	11.4	9.4	0.9	7.4	6.9
Vienti	14.2	9.6	1.0	7.0	6.1
Yksityinen kulutus	2.9	5.5	3.4	3.6	3.3
Julkinen kulutus	2.9	1.4	1.4	2.2	2.1
Yksityiset kiinteät investoinnit	11.5	11.0	9.7	6.3	6.7
Julkiset investoinnit	12.6	-0.2	-6.4	4.1	3.1
Varastojen muutos ja tilastovirhe, prosenttia edellisen vuoden kokonaiskysynnästä	-0.4	-0.1	0.2	0.0	0.2
Kokonaiskysyntä	6.9	6.5	3.0	4.8	4.6
Kotimainen kokonaiskysyntä	3.9	5.1	3.9	3.8	3.9

Talouden keskeiset tasapainoluvut ja ennusteen oletukset

	1997	1998	1999	2000	2001
Prosenttimuutos					
Kuluttajahintaindeksi	1.2	1.4	1.3	1.7	2.1
Yksikkötyökustannukset	-0.7	1.9	2.2	2.6	2.7
Työlliset	2.0	2.4	3.5	2.0	1.7
Työllisyysaste, 15–64-vuotiaat, %	62.8	64.1	66.1	67.3	68.4
Työttömyysaste, %	12.6	11.4	10.1	9.2	8.4
% BKT:stä, kansantalouden tilinpidon käsittein					
Valtion nettoluotonanto	-4.1	-1.7	0.0	1.3	1.7
Julkisyhteisöjen nettoluotonanto	-1.6	1.4	3.4	4.8	5.1
Valtion velka	66.1	61.3	55.3	48.5	42.6
Julkisyhteisöjen EMU-velka	53.9	48.5	42.9	37.9	33.6
Kauppataase	9.5	9.7	7.5	7.2	7.4
Vaihtotase	5.5	5.7	3.6	3.7	3.9
Suomen vientimaiden tuonti, pros.muutos	9.7	8.0	4.1	7.0	7.3
Suomen tuontihinnat, pros.muutos	0.6	-3.0	-0.7	2.6	1.4
3 kk:n helibor/euribor, %	3.2	3.6	3.0	3.0	3.0
Kansantalouden veroaste, % BKT:stä	45.9	46.2	46.4	45.9	45.1

na kotimaisen kysynnän vetämänä. Kaupan kasvu on viimeisten tietojen mukaan piristynyt alkusyksystä uudestaan lähelle 5 prosentin vuotuisista kasvuvauhtia. Viennin elpyminen tukee myös palvelusektorin tuotantoa joko suoraan vientikysynnän lisääntymisenä tai teollisuuden tukitoimintana.

Kotimainen kysyntä jatkuu vahvana

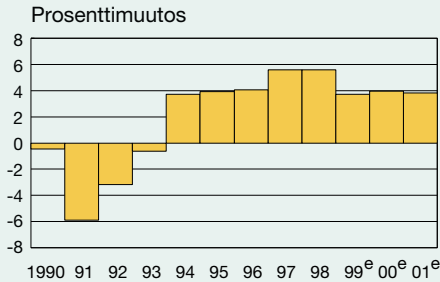
Vuoden 1999 alkupuoliskolla yksityisen kulutuksen kasvuvauhti vaimeni viime vuoden lopun nopeaan kasvuun verrattuna mutta oli vuosita-

solla edelleen noin 4 %. Kulutuksen arvioidaan kaikkiaan kasvavan tänä vuonna noin 3.5 %, ja lähivuosina sen odotetaan jatkavan kasvuaan suunnilleen samaa vauhtia. Kuluttajien vahvana pysyvä luottamus, työllisyyden jatkuva paraneminen ja vakaa reaalityulojen kasvu tukevat kulutusta lähivuosina. Kotitaloussektorin säästämisaste laskee tänä vuonna hieman, kun varallisuus-hintojen nousu jatkuu melko ripeänä ja kotitalouksien luotonottohalukkuus näyttää pysyvän voimakkaana. Viime kuukausina asuntoluottokanta on kasvanut noin 16 prosentin vuosivauhtia.

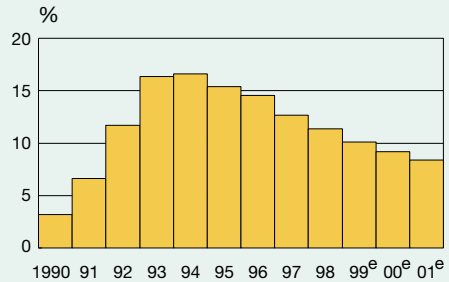
Kuvio 6.

Talouden keskeiset tasapainoluvut

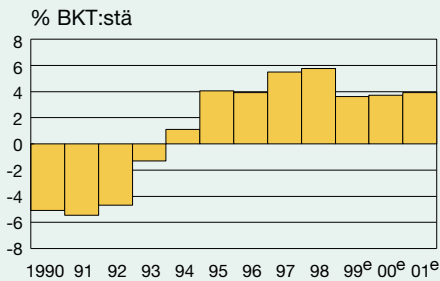
Bruttokansantuote



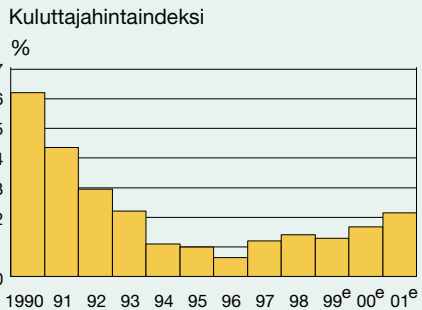
Työttömyysaste



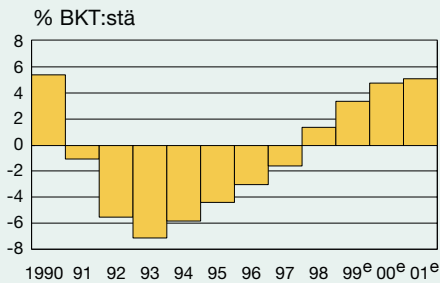
Vaihtotase



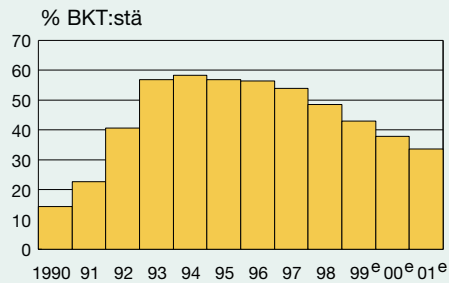
Inflaatio



Julkisen talouden rahoitusjäämä (EMU)



Julkisen velka (EMU)



Säästämisasteen laskun ennustetaan jatkuvan kahden seuraavankin vuoden aikana, kun reaalkorko pysyy alhaisena ja työttömyysriski edelleen pienenee. Tulo-odotusten pysyessä hyvinä kotitalouksilla ei ole tarvetta varovaisuussäästämiseen. Säästämisasteen arvioidaan ennusteperiodin lopulla olevan 2 % eli pienempi kuin 1980- ja 1990-luvulla keskimäärin. Kotitalousluottojen kasvuvauhdin ennakoidaan hieman hidastuvan vuonna 2000 mutta säilyvän runsaana 10 prosenttina vuositasolla. Pankkiluottojen osuus kotitalouksien käytettävissä olevista tu-

loista kasvaa lähes 55 prosenttiin tänä vuonna, ja kasvun ennustetaan jatkuvan edelleen lähivuosina. Ripeästä luotonannon kasvusta huolimatta kotitalouksien velkaantumisaste jää ennusteessa selvästi pienemmäksi kuin 1980-luvun lopulla.

Teollisuuden investoinnit eivät tänä vuonna juuri kasva viimevuotisista. Sen sijaan muilla aloilla, etenkin palveluissa, investoinnit ovat olleet tänä vuonna vilkkaita. Teollisuuden investointien kasvun odotetaan voimistuvan vuodesta 2000 lähtien. Kapasiteetin käyttöasteet ovat uusimpien tietojen mukaan jo alkaneet kohota, ja

aiemmin investointihalukkuutta vähentäneet tekijät ovat väistymässä taka-alalle. Käsitys maailmanmarkkinoiden kehityksestä on muuttunut aiempaa selvemmin positiiviseksi, kannattavuusnäköymät ovat paranemassa ja epävarmuus, joka oli investointipäätösten varovaisuuden taustalla, on vähentynyt. Myös alhainen reaalkorko tukee investointien kasvua.

Muun yksityisen sektorin investointien kasvuvauhti hidastuu ensi vuonna mutta säilyy kuitenkin nopeana. Myös tämän sektorin yritysten kannattavuusnäköymät ovat melko suotuisat, sillä kotimainen kysyntä säilyy vahvana.

Viennin kasvun odotetaan vauhdittuvan

Sekä viennin että tuonnin kasvu on hidastunut vuonna 1999 huomattavasti vuoden 1998 kasvuun verrattuna. Tuoreimpien vientiodotuksia koskevien kyselyiden mukaan viennin tilauskanta on kuitenkin vahvistunut ja vientinäköymät ovat parantuneet erityisesti metsä-, kemian- ja perusmetalliteollisuudessa. Viennin kääntyminen kasvuun on ollut odotettua hitaampaa, ja alkuvuoden heikon kehityksen takia viennin määrän arvioidaankin kasvavan vain 1 prosentin tänä vuonna. Maailmanmarkkinoiden kasvun voimistumisen myötä tavaroiden ja palveluiden viennin kasvun odotetaan kuitenkin nopeutuvan noin 6–7 prosentin vauhtiin vuosina 2000–2001.

Viennin kilpailukyvyyn odotetaan säilyvän lähivuosina hyvänä, mutta koska yksikkötyökustannukset kohoavat Suomessa nopeammin kuin kilpailijamaissa, kilpailukyky heikkenee lievästi ja Suomi menettää markkinaosuuksia ennustejakson loppupuolella. Suomen vientihintojen arvioidaan ennustejakson aikana kehittyvän kuitenkin lähes samassa suhteessa kilpailevien vientihintojen kanssa.

Toimialoittaisten erojen odotetaan olevan suuria sekä viennin määrän että vientihintojen kehityksessä. Etenkin elektroniikkateollisuus erottuu muista poikkeavana toimialana. Sen mukaan, kuinka suuri elektroniikkateollisuuden tuotteiden hintojen lasku on, Suomen vientihinnat saattavat lähivuosina kokonaisuudessaan jopa laskea ja vaihtosuhte edelleen heikentyä. Laskevien hintojen vastapainona on kuitenkin se, että tuottavuuden kasvu on elektroniikkateollisuudessa nopeaa, mikä vähentää vaihtosuhteen mahdollisen heikkenemisen kokonaistaloudellista merkitystä.

Myös tuonnin määrän kasvu on heikkoa tänä vuonna lähinnä viennin ja teollisuuden investointien vaimaan kehityksen vuoksi. Tuonnin uskotaan kuitenkin tulevaisuudessa kasvavan viennin mukana, sillä viennin piristyminen varsinkin perinteisillä vientitoimialoilla lisää raaka-aineiden ja tuotantohyödykkeiden tuontia, jonka osuus koko tavarantuonnista on yli 50 %. Lisäksi teollisuuden investointien kasvu lisää investointituotteiden tuontia ja ripeänä jatkuva yksityinen kulutus pitää yllä kulutustavaroiden tuontia. Kaiken kaikkiaan tuonnin määrän arvioidaan yltävän noin 7 prosentin kasvuun vuosina 2000–2001.

Tuontihintojen odotetaan nousevan selvästi raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen nousun takia. Nousu alkoi tavaroiden ja palveluiden tuontihinnoissa tämän vuoden ensimmäisellä puoliskolla. Kokonaisuudessaan tuontihintojen vuosimuutos on tänä vuonna kuitenkin vielä negatiivinen. Vuosina 2000–2001 tuontihintojen arvioidaan nousevan keskimäärin parin prosentin vauhtia. Öljyn ja muiden raaka-aineiden hintojen selvimmän nousuvaiheen oletetaan olevan ohi vuoden 2000 alkuun mennessä. Tuontihintojen kehitykseen sisältyy kuitenkin merkittävä hintojen nousun riski.

Inflaatio nopeutumassa

Huolimatta viime vuosien ripeästä talouskasvusta kuluttajahintojen nousu on ollut Suomessa maltillista. Vuonna 1999 inflaatio on ollut alle 1.5 % kuluttajahintaindeksillä mitattuna. Vuoden 1998 jälkipuolella inflaatio hidastui lähinnä tuontihintojen laskun vuoksi, kun raaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat reagoivat kansainvälisen kaupan hidastumiseen. Tuontihintojen ja erityisesti energian hinnan toteutunut nousukäanne johtaa inflaation tilapäiseen kiihtymiseen vuodenvaihteen tietämillä 12 kuukauden muutoksena tarkasteltuna, ja kuluttajahintaindeksillä mitattuna inflaatio on tuolloin lähellä 2:ta prosenttia. Vuonna 2000 inflaation ennustetaan palaavan 1.5 prosentin vauhtiin mutta kiihtyvän ennustejakson loppua kohden runsaaseen 2 prosenttiin yksikkötyökustannusten nousun vuoksi.

Yksikkötyökustannusten nousu johtuu sekä tuottavuuden suhteellisen hitaasta kasvusta että keskipalkkojen melko nopeasta noususta ennustejakson aikana. Työn tuottavuuden kasvu on hidastunut tänä vuonna niin koko taloudessa kuin eri sektoreillakin viimevuotisesta. Lähivuosina

tuottavuuden kasvun odotetaan nopeutuvan jonkin verran mutta jäävän noin 2 prosenttiin koko taloudessa keskimäärin. Tällainen tuottavuuden kehitys olisi hitaampaa kuin Suomen kansantaloudessa on totuttu mutta kuitenkin keskimääräistä euroalueen tasoa.

Ennusteessa on teknisenä oletuksena, että ansiotaso nousee sekä vuonna 2000 että 2001 koko taloudessa noin 4 %. Tämä oletus sisältää sekä sopimuspalkkojen korotukset että liukumia. Efektiivinen keskituntipalkka nousee vuosittain hieman enemmän, kun normalityöajan kiinteään palkkaan lisätään mm. joustavat palkkaus-erät kuten ylityökorvaukset ja bonukset. Keskipalkkojen ripeä nousu suhteessa tuottavuuskehitykseen merkitsee yksikkötyökustannusten kohoamista kaikilla sektoreilla; palvelualoilla ja julkisessa sektorissa nousun oletetaan olevan selvästi nopeampaa kuin teollisuudessa. Koko talouden yksikkötyökustannusten arvioidaan nousevan ennustejakson aikana nopeammin kuin euroalueella keskimäärin, ja myös teollisuuden yksikkötyökustannukset kohoavat jonkin verran nopeammin kuin kilpailijamaissa (kuvio 7). Yritysten kannattavuus ei siten ennustejakson aikana näyttäisi yltävän vuosina 1997 ja 1998 vallinneelle tasolle huolimatta tämänhetkisestä kohenemisestaan erityisesti vientiteollisuudessa.

Työllisyyden koheneminen jatkuu

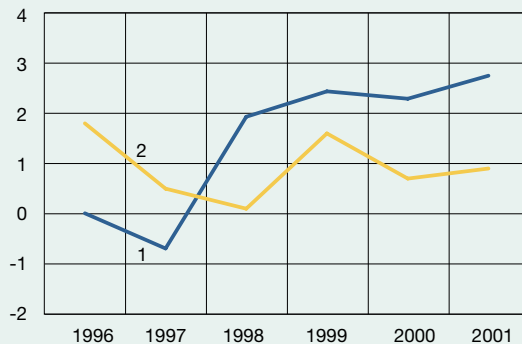
Sekä työllisten määrän että työvoiman kasvu on ollut tänä vuonna poikkeuksellisen vahvaa. Työllisten määrän kasvu on ollut noin 3.5 %, joten tuottavuuden kasvu on hidastunut suhdannetilanne huomioon ottaenkin yllättävän paljon. Lähivuosina hyvän työllisyyskehityksen ennustetaan jatkuvan työllisten määrän kasvaessa noin 2 prosentti vauhtia. Samalla työvoiman kasvuksi arvioidaan lähes 1 %. Työvoimaosuuden (työvoima jaettuna työikäisellä väestöllä, 15–74-vuotiaat) jatkuva ripeä kasvu on ennusteen toteutumisen kannalta keskeinen oletus, sillä jos työn tarjonta ei reagoi näin voimakkaasti työn kysyntään, on työvoimakapeikkojen esiintymisen todennäköisyys lähivuosina suuri.

Työttömyysasteen ennustetaan lähivuosina alenevan edelleen ja olevan 8.4 % vuonna 2001. Työttömyysasteesta puhuttaessa on kuitenkin muistettava, että julkisen sektorin järjestämien työvoimapolitiittisten erityistoimien piirissä on edelleen noin 100 000 henkeä. Ennusteen mu-

Kuvio 7.

Yksikkötyökustannukset koko kansantaloudessa

Prosenttimuutos edellisvuotisesta



- 1. Suomi
- 2. Euroalue

Euroalueen ennuste: Euroopan komissio, marraskuu 1999.

kaan työllisyysaste (työllisten määrä jaettuna työikäisten määrällä, 15–64-vuotiaat) nousee tasaisesti runsaaseen 68 prosenttiin vuonna 2001.

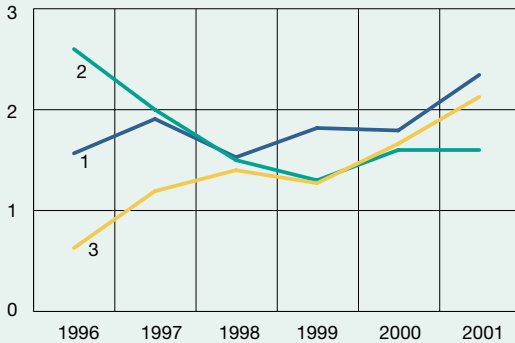
Yksityinen sektori rahoitusaliijäämäiseksi

Suomen Pankin ennuste perustuu tekniseen oletukseen, että lyhyet markkinakorot ovat vastakin nykytasolla. Alhainen nimelliskorko ja voimistuvat inflaatio-odotukset johtavat hyvin matalaan odotettuun lyhyeen reaalkorkoon. Tämä vaikuttaa erityisesti yksityisen sektorin säästämisen ja investointien erotuksen, rahoitusaliijäämän, kehitykseen. Ennustejakson aikana tapahtuukin huomattava käänne talouden eri sektoreiden velkaantumisessa. 1990-luvun alun laman jälkeen yksityinen sektori on purkanut velkaantuneisuutta. Tilanne kääntyy päinvastaiseksi jo vuoden 2000 aikana, jolloin sekä kotitalouksien että yritysten investoinnit ylittävät niiden säästämisen. Yksityisen sektorin rahoitusaliijäämät pysyvät kuitenkin ennustejakson aikana varsin pieninä eikä näkyvissä ole paluuta 1980-luvulla ilmenneisiin suuriin alijäämiin. Julkisen sektorin alijäämän tilanne on päinvastainen. 1990-luvun aikana alijäämäisenä pysynyt julkinen sektori on muuttumassa selvästi ylijäämäiseksi.

Kuvio 8.

Yksityisen kulutuksen hinta

Prosenttimuutos edellisvuotisesta



1. Suomi
2. Euroalue
3. Suomi (kuluttajahintaindeksi)

Euroalueen ennuste: Euroopan komissio, marraskuu 1999.

Valtion velkaantuminen vähenee nopeasti

Ripeänä jatkunut talouskasvu ja valtiontalouden tiukahko menolinja ovat tänä vuonna vahvistaneet julkisen talouden tasapainoa. Kokonaisuudessaan julkisen talouden ylijäämä kasvaa tänä vuonna liki 3.5 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Ennustejakson aikana ylijäämän ennakoidaan vahvistuvan noin 5 prosenttiin bruttokansantuotteesta, kun valtiontalous muuttuu selvästi ylijäämäiseksi ja kuntatalous pysyy kutakuinkin tasapainossa. Samalla julkisen sektorin velka supistuu ennustejakson lopulla alle 35 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Kokonaisveroaste alenee ennustejakson aikana vain hieman.

Valtiontalouden ylijäämän arvioidaan yltävän ensi vuonna 1.3 prosenttiin bruttokansantuotteesta eli noin 10 mrd. markkaan. Oletuksena on, että menojen kasvu pysyy sovittujen menokehysten mukaisena ja että ansiotuloverotukseen tehdään noin 2 mrd. markan suuruinen kevennys. Valtion korkomenoja vähentävät velan pienentyminen, alentunut korkotaso sekä valtionyhtiöiden yksityistämisen jatkuminen. Korkomenojen vähentyessä ja menokurin säilyessä valtion-

talouden ylijäämä vahvistuu, mikä onkin tarpeen. Vuonna 2001 ylijäämän odotetaan kasvavan edelleen jonkin verran. Valtion velka suhteessa bruttokansantuotteeseen pienenee ennustejakson aikana selvästi ja on vuoden 2001 lopussa jo lähellä 40:tä prosenttia. Vuoden 1990 lopussa valtion velka oli kuitenkin huomattavasti pienempi, runsaat 10 % bruttokansantuotteesta.

Vaihtotase pysyy selvästi ylijäämäisenä

Vaihtotaseen ylijäämä ylittää vuonna 1999 noin 3.6 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Viimevuotiseen verrattuna ylijäämä on supistunut selvästi kauppataseen heikkenemisen myötä. Ulkomaankaupan vaihtosuhteen voimakas heikkeneminen selittää osaltaan kauppataseen ylijäämän supistumista. Ennustejakson aikana vaihtotaseen ylijäämän arvioidaan säilyvän lähes 4 prosenttina bruttokansantuotteesta. Ylijäämää ylläpitää edelleen vahva kauppatase, kun taas ylijäämää supistavia tekijöitä ovat palveluiden tase, ulkomaille maksettavat korot ja osingot sekä tulonsiirrot.

Asuntomarkkinoiden paineet jatkuvat

Rakentamisen tuotannon kasvu on jatkunut nopeana. Julkisen sektorin tukemasta korjausrakentamisesta ja valtion osittain rahoittamasta tuotannosta on siirretty painopistettä vapaarahoitteeseen rakentamiseen kannattavuuden parantumisen vuoksi. Vuoden 1999 ensimmäisellä puoliskolla rakentamisen määrän kasvuvauhti on ollut ennakkotietojen mukaan viimevuotista vajaan 8 prosentin luokkaa. Kiinteistöveron ja kaavoitetun rakentamattoman tonttimaan verotuksen tiukentaminen sekä kunnille myytävän kiinteän omaisuuden myyntitulon määräaikainen verottomuus periaatteessa edesauttavat asuntojen tarjonnan lisäämistä. Kaikkiaan asuntoinvestoinnit kasvavat tänä vuonna jonkin verran viimevuotista nopeammin, mutta vauhdin odotetaan hidastuvan asteittain lähivuosina.

Alhaisina pysyvät reaalikorot eivät hillitse asuntomarkkinoiden liikakysyntää, joten paineet purkautunevat edelleen asuntojen hintoihin. Asuntojen tuotanto tasapainottaa liikakysyntää vain hitaasti. Koko maan asuntojen hintojen kasvuvauhti nopeutui hieman loppukesästä, ja tänä vuonna asuntojen hintojen ennakoidaan nousevan noin 8.5 %. Hintojen nousuvauhdin ennakoidaan hidastuvan vuonna 2000 reiluun 6 prosenttiin.

Asuntomarkkinoilta muualle leviävät hintapaineet ovat jääneet toistaiseksi melko pieniksi. Rakennuskustannusten nousu on viime vuosina noudattanut melko hyvin yleistä inflaatiovauhtia, vaikka rakentamisen työkustannukset ovat kohonneet selvästi. Työkustannusten nousu on työvoimakapeikkojen myötä kiihtynyt jo 5 prosenttiin. Talonrakentamisen uudelleen alkanut vauhdittuminen on näkynyt myös tarjoushintaindeksissä, joka on noussut noin 10 prosentin vauhtia. Tarjoushalukkuudessa esiintynyt tasaantuminen viittaa lisäksi siihen, että rakennuskapasiteetti alkaa olla täyskäytössä.

Hinta- ja kasvukehityksen riskit ylöspäin

Suomen talouskasvu jatkuu lähivuosina euroalueen keskimääristä kasvua nopeampana. Myönteisiä näkymiä lisää kasvun tasapainottuminen kotimaisen kysynnän jatkuessa vahvana ja viennin elpymisen myötä. Inflaation odotetaan olevan Suomessa nopeampi kuin muualla euroalueella, minkä vuoksi kustannuskehityksen kurissapito on lähivuosien talouspolitiikassa keskeisellä sijalla (kuvio 8).

Kansainvälisen ympäristön kasvu- ja hintakehitystä koskevat riskit ovat ennusteessa kutakuinkin tasapainossa. Tasapainoista kehitystä uhkaavat riskit tulevatkin tällä kertaa vahvasti kotimaisista tekijöistä: työmarkkinoilta, asunto- ja luotomarkkinoilta sekä julkisesta taloudesta. Näiden riskien toteutuessa kasvu- ja inflaatiokehitys voivat muodostua ennustettua nopeammiksi.

Vaikka Yhdysvaltain talouskasvun nopea hidastuminen on edelleen merkittävä riskitekijä, kansainvälistä taloudellista ympäristöä varjostaneet tekijät ovat Venäjän taloudellista tilannetta lukuun ottamatta väistymässä. Tämän myötä myös Suomen talouden lähivuosien kasvunäkymiin kohdistuneet ulkoiset riskit ovat vähentyneet. Mikäli maailmantalouden elpyminen toteutuu ennakoitulla tavalla, epävarmuus kohdistuu lähinnä siihen, millä vauhdilla perinteisen viennin kasvu kiihtyy ja missä määrin vienti- ja tuontihinnat nousevat.

Ennusteessa on tehty tekninen oletus, että ansiotaso nousee lähivuosina noin 4 % vuodessa. Tämä oletus sisältää sekä sopimuspalkkojen korotukset että liukumien. Ansiotason oletetaan lisäksi kehittyvän suhteellisen tasaisesti kaikilla toimialoilla. Tämänkaltaisen kustannuskehityksen toteutuessa Suomen kilpailukyky heikkenee ennustejakson aikana suhteessa euroalueen keskimääräiseen kehitykseen ja tärkeimpiin kilpailijamaihin. Suomen yksikkötyökustannukset nousevat vuosina 1999–2001 yhteensä yli 4 prosenttiyksikköä enemmän kuin euroalueella. Maltillisempi ansiokehitys johtaisi ennustettua parempaan kasvu- ja työllisyyskehitykseen lähivuosina, mikä olisi suotavaa.

Asuntomarkkinoilla tarjonta ei vastaa kysyntää etenkin kasvukeskuksissa ja hintojen nousua jarruttavia tekijöitä on vähän tai ne vaikuttavat erittäin hitaasti. Alhainen reaalkorkotaso ja hyvät tulo-odotukset ovat seikkoja, joiden vuoksi luotonkysyntä saattaa jatkua ennustettua nopeampana ja johtaa ennustejakson loppua kohden velkaantumisen epäterveeseen kasvuun ja rahoitussektorin riskien lisääntymiseen.

Kun kotimaisesta kehityksestä peräisin olevat inflaatoriskit ovat selvästi ylöspäin, on erittäin tärkeää, että julkisen sektorin menojen kasvu pidetään kurissa huolimatta julkisen talouden kasvavasta ylijäämästä. Jotta verotusta voitaisiin pysyvästi keventää mm. työllisyyden vahvistamiseksi, on menokurin säilyttäminen myös hyvän talouskehityksen oloissa välttämätöntä.

Ennusteen mukainen bruttokansantuotteen kasvu edellyttää, että työvoiman saatavuus ei muodostu kasvun esteeksi. Tämä vaatii toimia, jotka vähentävät rakenteellista työttömyyttä ja lisäävät halukkuutta osallistua työhön. ■

- Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne, ennuste

Suomen rahoitusjärjestelmän vakaus

10.11.1999

Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden viime kuukausien kehityksessä kuvastuvat yhtäältä positiiviset makrotaloudelliset kasvunäkymät ja toisaalta erilaisten epävarmuustekijöiden lisääntyminen. Pitkäaikaiset markkinakorot ovat olleet keväästä 1999 asti nousussa useilla keskeisillä markkinoilla. Lyhytaikaisissa markkinakoroissa ovat näkyneet vuosituhannen vaihteeseen liittyvät epävarmuustekijät. Leimallista sijoittajien käyttäytymiselle on edelleen varovaisuus, joka kumpuaa syksyn 1998 levottomuudesta kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla.

Yhdeksi rahoitusmarkkinoiden vakautta maailmanlaajuisesti vaarantavaksi uhkaksi on jo pitkään nähty riski, että Yhdysvaltojen voimakkaasti nousseet osakekurssit romahtavat, mikä voisi aiheuttaa osakekurssien laskupaineita ja epävarmuutta myös muilla markkinoilla (kuvio 1). Tukea on kuitenkin saanut myös näkemys tasaisesta kurssikehityksestä. Alkusyksyn aikana Yhdysvaltain osakeindeksit laskivat lievästi, mutta laskuilla ei ollut selvästi näkyviä vaikutuksia rahoitusmarkkinoiden vakauteen tai reaalityalouden aktiivisuuteen.

Aasian rahoitusmarkkinat ovat vähitellen vakautuneet alueen yleisen taloudellisen elpymisen myötä. Edelleen kuitenkin kaivataan lisää selkeitä merkkejä talouden rakenteiden uudistamis-

Suomen rahoitusjärjestelmän näkymät ovat vakaat, mutta uhkiakin on olemassa. Huolta aiheuttavat esimerkiksi luottokannan voimakas kasvu ja korkomarginaalien kaventuminen. Rahoituskäyttäytymisen muutokset ja mahdollinen rahoituksenvälityksen asteittainen kanavoituminen pois pankkisektorilta lisäävät suomalaisten pankkien kannattavuus- ja tehokkuuspaineita. Rakennemuutokset ovat haaste myös rahoitusjärjestelmän valvojille ja korostavat viranomaisten yhteistyön tärkeyttä.

ta, jotta voidaan vakuuttua siitä, ettei Aasian markkinoilla ole muodostumassa uusia kriisipesäkkeitä. Japanissa rahoitusmarkkinoiden uudelleenjärjestelyt ja tervehdyttämistoimet ovat käynnistyneet pankkisektorin fuusioiden ja muiden järjestelyjen myötä.

Venäjän tilannetta vaikeuttavat poliittiset ja viranomais-toimintaan liittyvät ongelmat, jotka ovat muun muassa viivästyttäneet IMF-ohjelman mukaisten lainaerien maksamista. Lähestyvät vaalit ja Tshetshe-

nian konflikti ovat ylläpitäneet epävarmuutta Venäjän rahoitusmarkkinoilla.

Euroalue mukautuu yhteiseen valuuttaan

Euroalueen suurimpien pankkien kannattavuus on vuoden 1999 alkupuoliskolla parantunut. Luotonannon kasvu on alueella jatkunut 8–9 prosentin vuosivauhtia, ja erityisesti luotonanto yksityiselle sektorille on edelleen voimakasta. Pankkien keskimääräiset luotto- ja talletuskorot ovat vuosia kestäneen laskun jälkeen kääntyneet viime kuukausina nousuun. Lukuisat yhteenliittymät ja ostotarjoukset ovat kiihdyttäneet alueen pankkisektorin voimakasta rakennekehitystä tänä vuonna. Harvoja poikkeuksia lukuun ottamatta pankkien yhteenliittymät on edelleen toteutettu vain maiden sisällä, mutta suunnitelmia myös yli

maiden rajojen ulottuvista rakennejärjestelyistä on esitetty.

Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) lukujen valossa EU:n pankkisektorin osuus talouskriisialueelta kasvoi edelleen loppuvuoden 1998 aikana. Riskit ovat keskittyneet aiempaa enemmän Itä-Eurooppaan: EU-maiden pankkien osuus raportoiduista saamisista Itä-Euroopan maista kasvoi yli 80 prosenttiin. Samaan aikaan EU:n pankkisektori vähensi saamisiaan Aasian kehittyvistä talouksista. Euroalueen sisällä pankkien riskien suuntautumisessa talouskriisialueille on ollut merkittäviä eroja. Erityisesti saamiset Itä-Euroopan maista ovat keskittyneet pääosin muuttamien suurten euroalueen maiden pankeille.

Euroalueen rahoitusmarkkinoiden arvopaperistuminen on käynnistynyt odotettua nopeammin ja markkinoiden laajentuminen on tuonut mukaan uusia osapuolia. Yritys- ja pankkisektorin järjestelyt ovat lisänneet tarvetta pääomamarkkinoiden kautta järjestettyyn rahoitukseen.

Euroalueen joukkolainamarkkinat ovat kasvustaan huolimatta edelleen melko hajanaiset. Erityisesti yritysainojen emissiot järjestetään edelleen pääosin kansallisella tasolla, eikä lainoilla useinkaan ole kansainvälistä luottoluokitusta. Myös jälkimerkinat ovat hajanaiset.

Luottokannan kasvu ja korkomarginaalien kaventuminen huolestuttavaa

Euroalueen talouskasvun voimistumisen myötä Suomen makrotaloudelliset näkymät ovat vakaat ja korot yhä verrattain matalat. Verrattuna esimerkiksi 1980-luvun noususuhdanteen tilanteeseen rahoituslaitosten asiakkaiden – kotitalouksien ja yritysten – tämänhetkinen rahoitusasema on edelleen hyvä vähäisen velkaantuneisuuden ansiosta. Merkkejä velkaantuneisuuden asteittäisestä kääntymisestä kasvuun on, mutta esimerkiksi konkurssit tai maksuhäiriöt eivät ole Suomessa lisääntyneet tämän vuoden aikana. Konkurssit eivät kuitenkaan enää todennäköisesti vähene, kuten edellisinä vuosina. Suomalaisen pankkisektorin tuloskehitys on edelleen hyvä, mutta pankkien liiketulosten kasvu on taantumasaa. Syinä tähän ovat sekä korkokatteiden supistuminen että muiden tuottojen kasvun heikentyminen. Tämä kuvaa osaltaan pankkien tuottorakenteen muutoksia ja kilpailun kiristymistä, joiden odotetaan jatkuvan niin Suomessa kuin muualsakin Euroopassa.

Kuvio 1.

Dow Jones Industrial -indeksi ja HEX-yleisindeksi

Indeksi 31.1.1989 = 100



1. Dow Jones Industrial -indeksi
2. HEX-yleisindeksi

Suomessa pankkien luottokanta on tänä vuonna jatkanut voimakasta, noin 13 prosentin vuosittaista kasvuaan ja ylittänyt näin euroalueen keskiarvon. Samalla luotto- ja talletuskorkojen välinen keskimääräinen marginaali on kaventunut selvästi (kuvio 2). Luottokannan kasvua selittävät osaltaan positiiviset makrotalouden näkymät, yhä suhteellisen alhainen korkotaso, vakuusarvojen nousu ja lamaan aikaisen patoutuneen luotonkysynnän purkautuminen. Lisäksi sitä selittää osittain muuttoliikkeen aiheuttama asuntojen kysynnän lisääntyminen. Yhtäaikainen luottokannan kasvu ja korkomarginaalien kaventuminen viittaavat kuitenkin myös markkinaosuuskilpailun kiristymiseen. Rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta on huolestuttavaa, että nykyiset korkomarginaalit eivät todennäköisesti riitä kattamaan kasvavia luottotappioita pitkällä aikavälillä.

Suomalaisten pankkien marka- ja euromääräisestä antolainauksesta yleisölle vain noin 7 % on kiinteäkorkoista (tieto on elokuulta 1999; vuosien 1994–1998 keskiarvo oli 8 %), joten luotonottajien korkomenot ovat sidoksissa markkinakorkojen muutoksiin. Jos markkinoiden korkotaso nousee, luotonottajien rahoitusasema

Kuvio 2.

Talletuspankkien luottokanta ja korkomarginaali

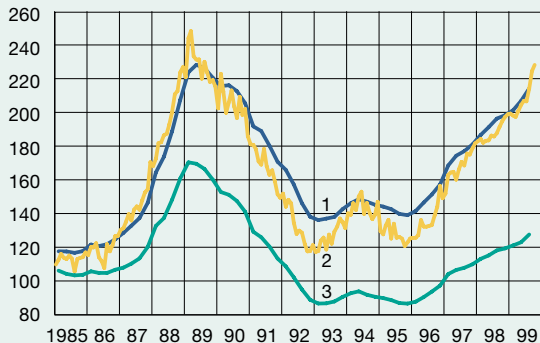


1. Luottokanta (vasen asteikko)
2. Markka- ja euromääräisen antolainauksen ja talletusten keskkorkojen erotus, pros.yksikköä (oikea asteikko)

Kuvio 3.

Asuntojen hinnat Suomessa

Indeksi 1983 = 100



1. Koko maa
2. Helsingin vanhat kaksiot
3. Koko maa, reaalihintana

heikkenee, kun entistä suurempi osa käytettävissä olevista tuloista kuluu velanhoitomenoihin. Korkojen nousu voi myös heikentää pankkien tuloksia arvopaperiomistusten arvonalennusten vuoksi.

Kotimaiset varallisuushinnat ovat viime vuosina pääasiassa nousseet (kuviot 1 ja 3). Hintojen romahduksen todennäköisyydestä on esitetty useita erilaisia arvioita. Mikäli esimerkiksi osakkeiden hinnat laskisivat merkittävästi, taloudenpitäjien epävarmuus tulevasta taloudellisesta kehityksestä kasvaisi, luototettavien rahoitusasema heikkenisi taloudellisen aktiivisuuden taantuessa sekä pankkien omien sijoitusten arvo pienenesi. Suomessa erityisesti kiinteistöjen ja asuntojen hintojen voimakas lasku kasvattaisi pankkien riskejä, koska uusista yritysluotoista noin kolmannes on myönnetty kiinteistö- ja rakennustoimialasta riippuvaisille yrityksille. Asuntoluottojen voimakas kasvu on myös lisännyt asuntojen merkitystä vakuuksina.

Suomen pankkisektorin Itä-Euroopan, Aasian ja Latinalaisen Amerikan talouskriisialueisiin liittyvät suorat luottoriskit ovat hyvin vähäiset. Suomalaispankkien riskit syntyvät välillisesti muun muassa euroalueen ja muiden kansainvälisten kytkentöjen kautta. Talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen käynnistyttyä suomalaisten pankkien Eurooppaan suuntautuvat liiketoimet ovat lisääntyneet, ja tämän voidaan odottaa jatkuvan integraation syventyessä.

Rahoituskäyttäytymisen muutokset ja ennustettu rahoituksenvälityksen asteittainen kanavoituminen pois pankkisektorilta (disintermediaatio) aiheuttavat suomalaisille talletuspankeille kannattavuus- ja tehokkuuspaineita. Kilpailu pankkien yritysasiakkaista on Suomessa jo nyt kireää, ja yrityksille myönnettyjen pankkiluottojen marginaalit ovat pienet. Lisäksi toimialaliukumat, yhteenliittymät ja fuusiot lisäävät pankkisektoriin kohdistuvia muutospaineita ja muuttavat kilpailutilannetta. Uuteen toimintaympäristöön liittyy luonnollisesti niin uhkia kuin mahdollisuusiakin.

Talletusten verottomuuden purkaminen vuoden 2000 kuluessa näyttää todennäköiseltä. Tämä johtanee pankkien varainhankinnan kustannusten kohoamiseen joko suoraan tai välillisesti, koska matalakorkoiset käyttelytilit eivät enää olisi yhtä houkuttelevia tallettajien näkökulmasta. Tällaiset varainhankinnan kustannuspaineet näkyvät sekä joidenkin talletusmuotojen koroissa että mm. maksupalveluiden hinnoittelussa.

Pankit pyrkivätkin todennäköisesti lisäämään talletus- ja maksupalveluiden tuotedifferentiaatiota. Toisaalta talletusvaroja kanavoitunee vastedes myös pankkien rahastoihin ja muihin sijoitus-tuotteisiin.

Pankkitoimialan muutospaineita kuvaa osaltaan se, että valtiovarainministeriö on asettanut työryhmän arvioimaan lainsäädäntöä, joka koskee talletusten (ja niihin rinnastettavien takaisin maksettavien varojen) vastaanottamista yleisöltä sekä maksujen välitystä. Työryhmän tavoitteena on selvittää, voitaisiinko eri säästö- ja sijoituskohteiden sekä maksujen välityspalvelujen kilpailuasetelmaa sääntelyn osalta selkeyttää ja yhdenmukaistaa.

Pankkisektorin toimialajärjestelyt ovat jatkuneet myös Suomessa. Kasvava pankkitoiminnan kansainvälinen yhdentyminen, joka on näkynyt esimerkiksi MeritaNordbankenin pohjoismaisina laajentumispyrkimyksinä, on haaste niin kotimaiselle pankkivalvonnalle, eri maiden valvojen yhteistyölle kuin keskuspankin rahoitusmarkkinoiden makrovakauden valvonnalle. Sampo ja Leonia ovat muodostamassa ensimmäistä suomalaista pankki- ja vakuutustoiminnan yhdistävää finanssipalvelukonsernia. Tämäkin on lisähaaste, johon valvojat joutuvat vastaamaan.

Maksu- ja selvitysjärjestelmät siirtyneet euroaikaan

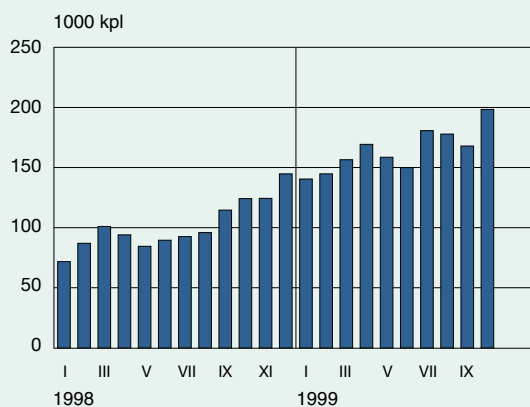
Euroalueen ylikansallisissa maksujärjestelmissä maksuliikenne on ollut vuoden 1999 alusta euromääräistä. Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) ylläpitämä TARGET¹ on EU-alueen kattava euromääräinen reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä (RTGS²), jossa maksut välitetään keskuspankkien kautta. Maasta toiseen välitettäviä maksuja on tammi-syyskuussa 1999 käsitelty TARGETissa keskimäärin 27 580 päivässä (yhteisarvoltaan keskimäärin noin 351 mrd. euroa päivässä). Toinen EU-laajuinen euromääräinen maksujärjestelmä, European Banking Associationin ylläpitämä Euro 1, on suurten maksujen nettojärjestelmä. Siinä on mukana kaksi suomalaista pankkia, Merita Pankki ja Leonia Pankki. Molemmat järjestelmät ovat tehostaneet eri-

¹ TARGET = Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system.

² RTGS = Real-time gross settlement system.

Kuvio 4.

Osakejärjestelmässä selvitettyjen kauppomäärä



tyisesti suurten maksujen välitystä euroalueella. Samalla suuriin maksuihin liittyvät riskit ovat vähentyneet. TARGETin käytettävyyttä ja toimintavarmuutta on kuitenkin vielä parannettava, sillä sen käyttöä ovat jonkin verran haitanneet toiminnalliset häiriöt. Maasta toiseen suoritettaviin pieniin maksuihin EMUn kolmannen vaiheen alkaminen ei ole käytännössä juuri vaikuttanut, joten tehostamistarve on edelleen huomattava³.

Kotimaisissa maksujärjestelmissä käsitellään tällä hetkellä sekä markka- että euromääräisiä maksuja. Itsepalveluun perustuvan maksuliikkeen osuus on edelleen kasvussa; voimakkainta kasvu on Internet-pohjaisissa palveluissa.

Suomen Arvopaperikeskus Oy (APK) ylläpitää selvitys- ja rekisterijärjestelmiä oman pääoman ehtoisille arvopapereille (osake- eli OM-järjestelmä) ja velkainstrumenteille (velkainstrumentti- eli RM-järjestelmä). OM-järjestelmässä volyymit ovat lähinnä Nokian osakkeen runsaan kaupankäynnin vuoksi kasvaneet edelleen voimakkaasti (kuvio 4). OM-järjestelmä on hajau-

³ EKPJ on asettanut tavoitteekseen, että parannetut järjestelmät ovat käytössä viimeistään 1.1.2002. Ks. EKP:n tiedote asiasta 13.9.1999 (www.suomenpankki.fi).

tetun rakenteensa ja toiminnallisten piirteensä vuoksi riskialtis. Tästä syystä sitä tulee kehittää mahdollisimman nopeasti riskejä vähentävään suuntaan. Kuitenkin vasta suunniteltu OM-järjestelmän rekisterinpidon (arvo-osuusrekisterien) keskittäminen APK:hon mahdollistaa nykyisen nettoselvitystavan kanssa vaihtoehtoisten selvitystapojen käyttöönoton ja OM-järjestelmän selvitystoiminnan olennaisen tehostamisen. Keskittäminen toteutuu tämänhetkisten suunnitelmien mukaan lokakuussa 2000.

Valmistautuminen vuosituhanen vaihteeseen loppusuoralla

Pankkien projektit vuosituhanen vaihteen aiheuttamien tietojärjestelmämuutosten toteuttamiseksi ovat edenneet vuoden 1999 aikana suunnitellussa aikataulussa ja raportoidut testitulokset ovat olleet onnistuneita⁴. Rahoitustarkastus on kiinnittänyt valvontakäynnillään erityistä huomiota valvottaviensa vuosi 2000 -valmistautumiseen. Pankkijärjestelmässä vuosituhanen vaihteessa mahdollisesti esiintyvien häiriöiden ennakoidaan olevan pieniä ja nopeasti korjattavissa. Testattujen automaattien ja maksupäätteiden odotetaan toimivan normaalisti. Lisäksi on varauduttu joulun ja vuodenvaihteen aiheuttamaan käteisen kysynnän lisääntymiseen. Ennalta arvaamattomien häiriötilanteiden varalle on kuitenkin laadittu jatkuvuussuunnitelmia sekä yksityiskohtaiset siirtymäsuunnitelmat vuodenvaihteen seurannan organisoimiseksi. Suomen Pankin kotisivulla (www.suomenpankki.fi) on erityinen tilanneraportti rahoitusmarkkinasektorin vuosi 2000 -valmistelujen etenemisestä.

Suomen Pankin omien järjestelmien vuosi 2000 -valmiudet on testattu onnistuneesti. Yhteistestejä on tehty sekä kotimaisten tilinhaltijoiden että Euroopan keskuspankkijärjestelmään kuuluvien keskuspankkien kanssa. Päivänsisäiseen luottoon oikeutetut sekkitilinhaltijat saavat Suomen Pankista luottoa hyväksytyjä vakuuksia vastaan oman päivänsisäisen likviditeettinsä turvaamiseksi ja maksuliikenteen sujuvuuden varmistamiseksi.

Markkinainfrastruktuurin sopeuduttava eurooppalaiseen integraatioon

Euroalueen rahoitusmarkkinoiden integraation syveneminen on kiinteästi kytköksissä arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin yhdentymiseen. Viime aikoina on esitelty useita hankkeita osake- ja johdannaiskaupankäynnin sekä kauppojen selvitystoiminnan uudistamiseksi Euroopassa. Suomen rahoitusjärjestelmän vakaan kehityksen kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että arvopaperimarkkinoiden kotimaisen infrastruktuurin avulla kyetään luomaan turvalliset ja toimivat yhteydet keskeisiin eurooppalaisiin rakenteisiin. Nähtävissä on, että infrastruktuurit yhdentyvät pääasiassa suurten rahoituskeskusten ehdoilla. Yhdentymisen eteneminen vaiheittain ja useiden vaihtoehtoisten hankkeiden kautta voi kuitenkin edesauttaa reuna-alueiden näkökulmien huomioon ottamista, joskin samalla hidastaa yhdentymistä.

Vuoden 1999 aikana arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien yhdentyminen on saanut vauhtia uusista aloitteista selvitysrakenteen uudistamiseksi. Euroopan suurin kansainvälinen arvopaperikeskus, Euroclear, esitti toteutettavaksi nk. hub and spokes -mallia. Siinä kansalliset selvitysjärjestelmät (spokes) yhdistettäisiin linkeillä kansainväliseen keskuksen (hub), jossa selvitetäisiin kaikki transaktiot maasta toiseen. Cedel International, toinen euroalueen kansainvälisistä arvopaperikeskuksista, ja saksalainen Deutsche Börse Clearing AG (DBC) päättivät fuusiosta perimmäisenä tavoitteenaan yhteinen Euroopan laajuinen selvitysjärjestelmä, European Clearing House, johon muut arvopaperikeskukset kutsuttiin osallistumaan. Ranskalainen Sicovam, joka oli tehnyt Cedelin ja DBC:n kanssa aiesopimuksen liittymisestä hankkeeseen, sopikin marraskuussa yhteistyöstä Euroclearin kanssa. Globaalilla tasolla merkille pantava on aie rakentaa linkki brittiläisen CREST-järjestelmän ja Yhdysvaltain keskeisimmän arvopaperikeskuksen Depository Trust Companyn välille.

Arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien yhdentyminen on Euroopassa tähän asti pohjautunut lähinnä kansallisten arvopaperikeskusten välisiin linkkeihin. Suomen APK:n velkakirjajärjestelmästä on rakennettu saksalaisen DBC:n ja ranskalaisen Sicovamin järjestelmiin kaksisuuntaiset linkit, jotka on hyväksytty käytettäväksi

⁴ Aiheesta tarkemmin Tuula Hatakan ja Ari Voipion artikkelissa ”Suomen rahoitusmarkkinat ja vuosi 2000”, Euro & talous 1/99.

EKPJ:n myöntämien luottojen vakuusmateriaalin siirtoihin.

Johdannaismarkkinoiden yhdentyminen eteni syyskuun 1999 lopussa, kun Helsingin Pörsin likvideimmilla johdannaisinstrumenteilla aloitettiin kaupankäynti saksalais-sveitsiläisen johdannaispörsin Eurexin järjestelmässä. Eurexissa kaupattujen osakejohdannaisten kohdeetuuksien mahdollisia toimituksia varten avattiin samalla linkit APK:n osakejärjestelmän ja DBC:n järjestelmän välille. Osakkeiden käteismarkkinoilla Helsingin Pörssi on jo pitkään neuvotellut saksalaisen Deutsche Börse AG:n Xetra-kaupankäyntijärjestelmän käytöstä Helsingissä listattujen arvopapereiden kaupankäynnissä.

Euroopan nykymuotoisen osakekaupankäynnin lähitulevaisuuden integraatiokehityksen suuntaa tarkentui, kun kahdeksan keskeistä eurooppalaista pörssiä sopi syyskuussa yhteisen markkinamallin toteuttamisesta vuoden 2000 marraskuuhun mennessä. Pörssit sopivat toimintojensa yhdenmukaistamisesta ja järjestelmiensä yhteisestä asiakasliittymästä, mutta lykkäsivät toistaiseksi hanketta rakentaa yhteinen kaupankäyntijärjestelmä. Euroopan osakemarkkinat ovat kehityksessä myös useiden perinteisten pörsien kanssa kilpailevien hankkeiden myötä. Esimerkiksi yhdysvaltalainen teknologiapörssi Nasdaq aikoo avata kaupankäyntijärjestelmänsä Eurooppaan vuoden 2000 loppupuolella.

Suomen rahoitusmarkkinoiden näkymät vakaat, mutta riskejä näköpiirissä

Suomen rahoitusjärjestelmän näkymät ovat lyhyellä aikavälillä vakaat, mutta myös haasteita ja ris-

kejä on näköpiirissä. Kotimaisesta näkökulmasta riskejä voi aiheuttaa luottokannan voimakas kasvu yhdistettynä korkomarginaalien supistumiseen. Pankkien on kiinnitettävä entistä enemmän huomiota riskien oikeaan hinnoitteluun. Samoin myös pankkien asiakkaiden olisi kiinnitettävä huomiota riskienhallintaansa ja vältettävä ylivelkaantumista.

Merkittävän häiriötilanteen todennäköisyys kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ei ole näillä näkymin erityisen suuri. Jos tällainen häiriö kuitenkin sattuisi, se voisi aiheuttaa kotimaisten varallisuushintojen notkahduksen, joka muun muassa lisäisi pankkien riskejä heikentämällä niiden omien sijoitusten arvoa ja asiakkaiden taloudellista asemaa.

Kotimaisten rahoitusmarkkinoiden toimivuuden kannalta huolenaihe on Suomen Arvopaperikeskus Oy:n ylläpitämä osakekauppojen selvitys- ja rekisterijärjestelmä, jonka toiminnan tehostamista on viivytetty järjestelmän hajautettu rekisterirakenne. Markkinoiden toimivuuden kannalta on tärkeää, että rekisterinpito voidaan keskittää sovitun aikataulun mukaisesti.

Suomalaisen rahoitusjärjestelmän kansainvälistyminen jatkuu samalla, kun Suomessa on toteutumassa ensimmäinen vakuutus- ja pankkitoimialojen välinen yhteenliittymä. Rakennemuutokset ovat haaste rahoitusjärjestelmän valvojille ja korostavat viranomaisten yhteistyön tärkeyttä. ■

- Asiasanat: rahoitusjärjestelmä, vakuus, pankit, rahoitusmarkkinat, maksu- ja selvitysjärjestelmät

Kuinka merkittäviä euromaiden talouksien eroavuudet ovat?¹

Miika Syrjänen

ekonomisti

Nils Björkstén

vanhempi ekonomisti

kansantalousosasto

15.10.1999

Tämän vuoden alusta alkaen euroalueen rahapoliittiset päätökset on tehty keskitetysti Euroopan keskuspankin (EKP) neuvostossa. Päätökset perustuvat jäsenmaiden painotettuihin aggregaattitilastoihin, ja rahapolitiikan ensisijaisena tavoitteena on koko euroalueen hintavakaus.

Yksittäisen maan talouden poikkeamalla koko euroalueen keskiarvosta ei ole kovin suurta vaikutusta yhteiseen rahapolitiikkaan. Jos euroalueen maittaiset poikkeamat alkavat kuitenkin merkittävästi lisääntyä ja alueen sisäiset erot suureta, tulisi myös maakohtaiseen kehitykseen kiinnittää huomiota, sillä koko alueella harjoitettu rahapolitiikka voi käydä yksittäisille maille sopimattomaksi. Makrotaloudellisen tasapainon ylläpitämiseksi koko alueen kehityksestä eriytyvän maan on sopeuduttava tilanteeseen finanssi- ja rakennepoliitiikan avulla. Sopeutusprosessi voi olla vaikea, jos poikkeama tasapainotilasta on suuri. Lisäksi työmarkkinoiden jäykkyydet ja finanssipoliitiikan toimintamahdollisuuksien rajaaminen voivat entisestään vaikeuttaa sopeutumista.

Euroalueen vakaan kehityksen turvaamiseksi on tärkeää seurata tarkkaan yksittäisten mai-

Euroalueen maiden talouskehityksessä on eroja. Rahapolitiikka on kuitenkin yhteinen, eikä sitä voida mitoitaa yksittäisen maan tarpeiden ja taloustilanteen mukaan. Tasapainoisen talouskehityksen turvaaminen vaatii nyt joustavuutta finanssipoliitikalta sekä työ- ja hyödykemarkkinoilta.

den talouksia, koska automaattiset vakauttajat eivät välttämättä riitä takaamaan tasapainoista kehitystä kaikissa alueen maissa. Lisäksi on tärkeää vahvistaa talouksien kykyä sopeutua yhteiseen rahapolitiikkaan, joka voi toisinaan olla yksittäiselle maalle liian löysää tai liian kireää.

Euromaiden talouskehityksessä selkeitä eroja

Euroalueen taloudet lähestyivät 1990-luvulla toisiaan aina vuosikymmenen puoliväliin saakka. Tämä kehitys johtui osaltaan maiden voimakkaasta pyrkimyksestä täyttää Maastrichtin sopimuksen mukaiset lähentymiskriteerit. Vuoden 1997 jälkeen lähentyminen näyttää kuitenkin pysähtyneen, ja taloudet ovat jossain määrin alkanet erkaantua toisistaan (kuviot 1 ja 2).

Euroalueen suurimman ja pienimmän inflaation välinen ero on kasvanut (kuvio 1). Verrattain suuri eli 3.5 % on myös ero bruttokansantuotteen nopeimman ja hitaimman kasvun välillä, vaikka ei otettaisi huomioon Suomea ja Irlantia, joissa kasvu on ollut useita vuosia yli keskiarvon (kuvio 2). Näyttääkin siltä, että kahden viime vuoden aikana makrotaloudelliset erot euroalueella ovat kasvaneet jonkin verran.

Euromaiden talouksien erilaisuudesta ei pelkäästi inflaatiota ja bruttokansantuotetta tarkastelemalla saada riittävän selvää kuvaa, vaan

¹ Artikkelin perustuu Nils Björksténin ja Miika Syrjäsen tekemään Suomen Pankin keskustelualoitteeseen 11/99 ”Divergences in the Euro Area: a Cause for Concern?”

on syytä tarkastella useita muuttujia samanaikaisesti. Konvergenssibarometri (kuvio 3) vertaa kunkin maan kuutta keskeistä muuttujaa euroalueen painotettuun keskiarvoon. Mukana ovat inflaatio, kotitalouksille myönnettyjen luottojen kasvu, työttömyysaste, bruttokansantuotteen kasvu, julkisen sektorin budjettitasapaino ja BKT:hen suhteutettu velka.

Konvergenssibarometrissa euroalueen keskiarvo on esitetty harmaana kuusikulmiona. Lisäksi kuvioon on piirretty kunkin yksittäisen maan havainnot sisältävä kuusikulmio, jonka sijainti suhteessa euroalueen kuusikulmioon kertoo, kuinka paljon kyseinen maa poikkeaa keskiarvosta kunkin muuttujan tapauksessa. Tulkinnan helpottamiseksi muuttujat on asetettu siten, että suotuisa poikkeama keskiarvosta on euroalueen kuusikulmion sisäpuolella ja vastaavasti epäsuotuisa poikkeama sen ulkopuolella. Luotonannon kasvun tulkinta ei ole täysin yksiselitteinen, vaan sitä pitää tarkastella yhdessä muiden muuttujien, erityisesti inflaation kanssa. Yhteisellä valuuttaluoteella suuret poikkeamat positiiviseenkin suuntaan saattavat olla ongelmallisia.

Konvergenssibarometri osoittaa maiden talouksien välillä olevan selkeitä eroja. Myös muuttujien välisistä suhteista ilmenee kolme kiintoisaa seikkaa: Ensinnäkin julkisen sektorin alijäämät ovat suurimpia maissa, joissa BKT:n kasvu on hitainta. Toiseksi useissa huomattavan työttömyyden maissa myös julkisen sektorin velka ja budjettialijäämä ovat verrattain suuret. Näissä maissa finanssipolitiikalla ei ole kovin suurta liikkumavaraa. Kolmanneksi nopea inflaatio näyttää korreloivan voimakkaasti luottojen kasvun kanssa – todennäköisesti matalan reaalikoron vaikutuksesta.

Arvio yhteisen rahapolitiikan sopivuudesta

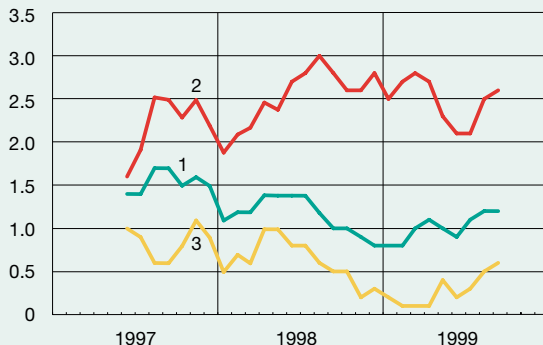
Euroalueen talouksien kehityksessä on suuria eroja, kuten konvergenssibarometrissa voidaan nähdä. Siksi onkin mahdollista harjoittaa sellaista yhteistä rahapolitiikkaa, joka sopisi aina kaikkien maiden taloudelliseen tilanteeseen. Mikäli talouksien eriytyminen jatkuu, voi yhteiseen rahapolitiikkaan sopeutuminen olla ongelmallista joillekin maille. Onkin näin ollen tärkeää arvioida, mitä maita merkittävä sopeutumistarve koskee.

Yksi tapa lähestyä tätä kysymystä on verrata kullekin jäsenmaalle laskettua viitteellistä optimaalista

Kuvio 1.

Euroalueen* yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi

Vuotuinen prosenttimuutos

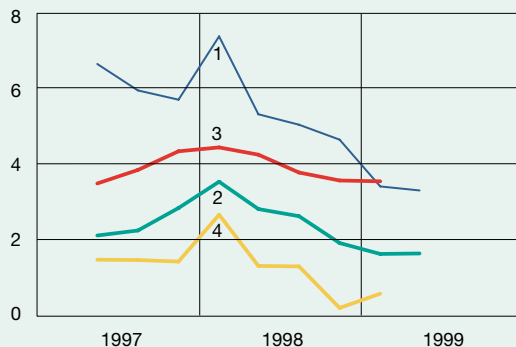


- 1. EU 11
- 2. Maksimi
- 3. Minimi

* Luxemburgin tiedot eivät ole mukana maksimissa ja minimissä.

Kuvio 2.

Bruttokansantuotteen kasvu*



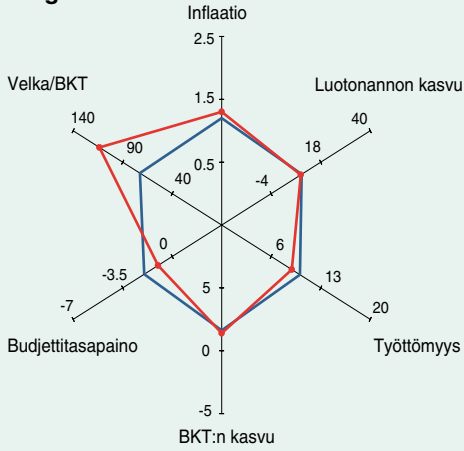
- 1. Suomi
- 2. EU 11
- 3. Maksimi
- 4. Minimi

* Irlannin, Luxemburgin ja Suomen tiedot eivät ole mukana maksimissa ja minimissä.

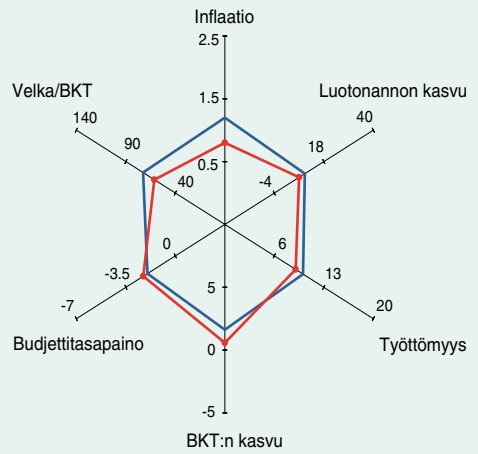
Kuvio 3.

Konvergenssibarometri maittain

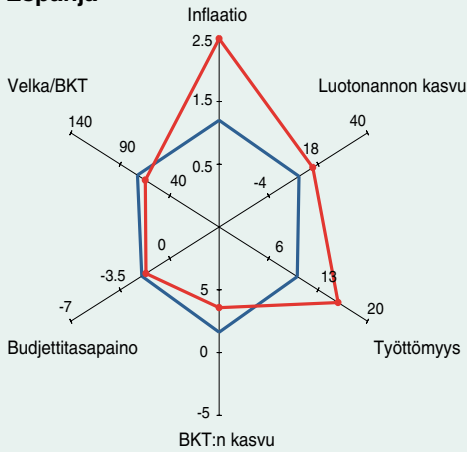
Belgia



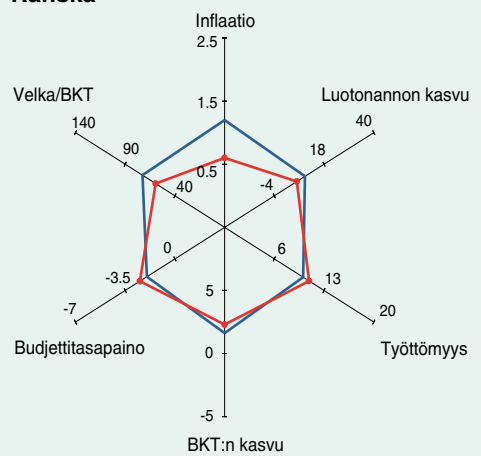
Saksa



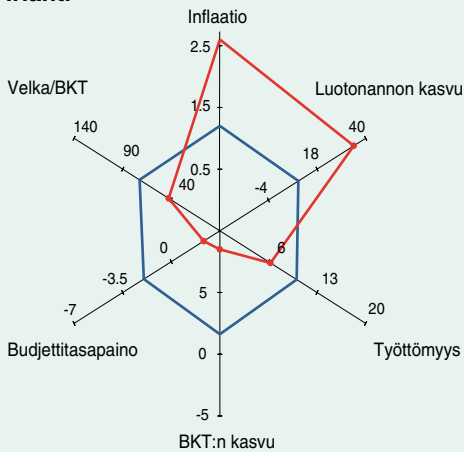
Espanja



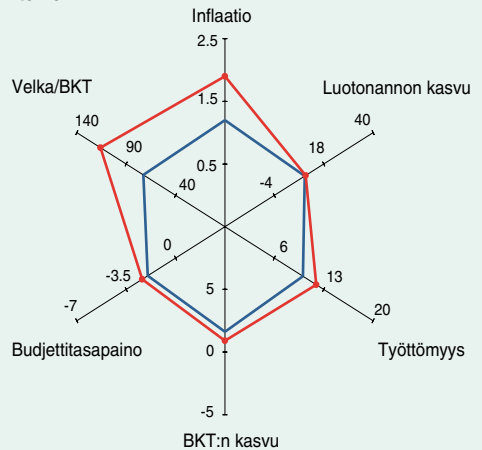
Ranska



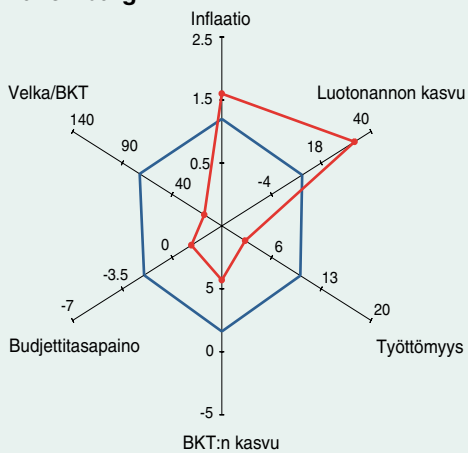
Irlanti



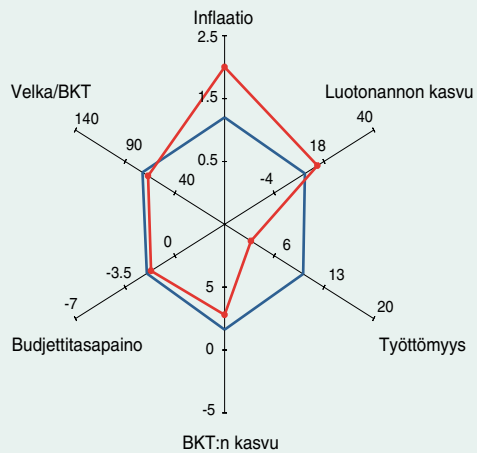
Italia



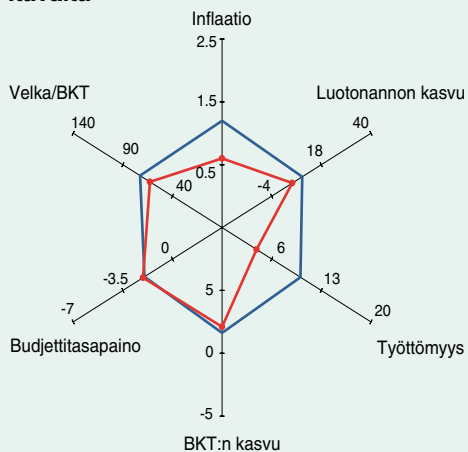
Luxemburg



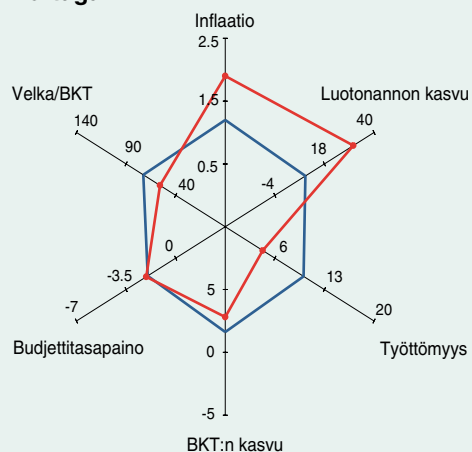
Hollanti



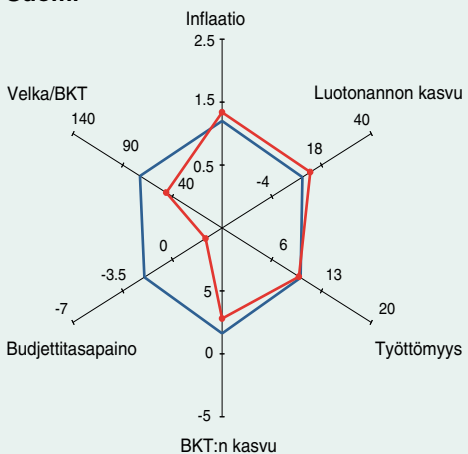
Itävalta



Portugali



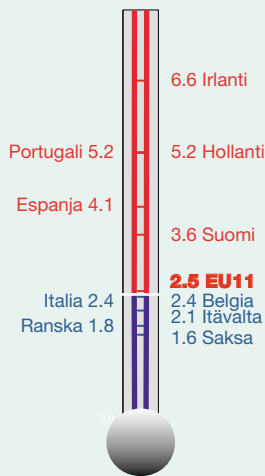
Suomi



— Euroalue
— Ao. maa

Kuvio 4.

Euromaiden optimaalinen korkotaso



rahapolitiikkaa tällä hetkellä harjoitettuun rahapolitiikkaan. Tarkastelu kertoo, millaista optimaalinen rahapolitiikka olisi, jos koko euroalue olisi esimerkiksi Irlannin, Ranskan tai Suomen kaltainen.

Rahapolitiikan ns. lämpömittari (kuvio 4) antaa viitteellisen käsityksen optimaalisesta rahapolitiikasta. Tarkastelussa käytetään Taylorin sääntöä, jossa lyhyen koron tason määrittelevät inflaation poikkeama tavoitearvostaan ja reaalin tuotannon poikkeama potentiaalisesta tuotannosta. Sääntöön tarvitaan myös arvio neutraalin rahapolitiikan edellyttämästä reaalikoron tasosta. Sen oletetaan olevan 2 %. Tulokseksi saadaan korkotasot, jotka olisivat sopivia yksittäisten euromaiden tämänhetkisten taloudellisten tilanteiden kannalta. Kuten kuvioista käy ilmi, korkeat korot sopivat maille, joiden talous on vaarassa ylikuumentua. Vastaavasti matalat korot ovat käyviä talouksille, jotka tarvitsevat pontta verkkaiseen talouskasvuun.

Nykyistä korkeampi korkotaso näyttäisi olevan eritoten Irlannin, Portugalin, Hollannin ja Espanjan etujen mukaista. Vastaavasti Ranska ja Saksa hyötyisivät jopa tämänhetkistä matalam-

masta korosta. Koko euroalueelle vallitseva 2.5 prosentin korko näyttää sopivan hyvin. On syytä kuitenkin pitää mielessä, että näihin tuloksiin liittyy epävarmuutta. Arvioon vaikuttavat muun muassa analyysissa käytetyn aineiston luotettavuus ja tehdyt taustaoletukset.

Yksittäiset euromaat hyötyvät vallitsevaa korkotasoa korkeammasta tai matalammasta korkotasosta sen mukaan, kumpaan suuntaan niiden talous eroaa euroalueen keskiarvosta. Ei kuitenkaan ole mahdollista eikä toivottavaakaan määrätä yhteistä rahapolitiikkaa yksittäisten maiden olosuhteita vastaavaksi. Vakaan talouskehityksen varmistamiseksi maiden on kompensoitava erot finanssipolitiikan sekä työ- ja hyödykemarkkinoiden sopeutumisen kautta. Mitä suurempia talouksien erot ovat, sitä enemmän joustavuutta muilta politiikan lohkoilta vaaditaan tasapainoisen kehityksen turvaamiseksi.

Finanssipolitiikan joustavuus

Finanssipolitiikan liikkumavara talouden mahdollisten tasapainottomuuksien sopeuttajana on kohtuullisen rajattu kahdesta syystä. Ensinnäkin poliittisista syistä on usein erittäin vaikeata harjoittaa kireää finanssipolitiikkaa nopean talouskasvun aikana. Verotulojen kasvu houkuttelee poliittisia päätöksentekijöitä löysentämään verotusta tai lisäämään julkisia menoja. Ylikuumenevassa taloudessa voi osoittautua vaikeaksi kiristää finanssipolitiikkaa riittävästi tilanteen tasapainottamiseksi. Jo ennalta suuri työttömyys ja korkea veroaste vaikeuttavat entisestään tilannetta.

Toiseksi julkisen sektorin budjettialijäämälle on vakaus- ja kasvusopimuksessa asetettu yläraja. Sopimuksen mukaan BKT:hen suhteutettu julkisen sektorin alijäämä ei saa ylittää 3 prosentin rajaa. Väliaikainen ylitys on kuitenkin mahdollinen, mikäli talouskehityksen hidastuminen on kriteerien mukaista.

Finanssipolitiikan avulla voidaan mukautua talouskehityksen pieniin eroavuuksiin, mutta erojen kasvaessa finanssipolitiikka ei yksin riitä takaamaan riittävää sopeutumista.

Työ- ja hyödykemarkkinoiden joustavuus

Euroalueen päättäjien keskuudessa vallitsee varsin suuri yhteisymmärrys tarpeesta lisätä työ- ja hyödykemarkkinoiden joustavuutta. Kasvava kilpailu ja muuttuva kansainvälinen ympäristö yhdessä kansainvälisen kaupan kasvun ja tekniikan

nopean kehityksen kanssa johtavat merkittäviin hintojen suhteellisiin muutoksiin. Jos työ- ja hyödykemarkkinat sopeutuvat hitaasti kulloinkin vallitsevaan markkinatilanteeseen ja sen muutoksiin, työttömyys voi kasvaa tasolle, jolta myöhemmin ei ole kovin helppoa palautua. Yleisen käsityksen mukaan joustava reaalityalous sopeutuu rakenteeltaan jäykkää taloutta nopeammin ja yhteiskunnallisesti pienemmin kustannuksin erilaisiin muutoksiin, kuten kansainvälistymiseen tai eriytyneisiin suhdannetilanteisiin.

Reaalityalouden joustavuuden lisääminen ei ole ongelmattonta. Sopeutumista rajoittavat talouden nykyiset instituutiot, jotka muuttuvat usein huomattavan hitaasti. Myös menneisyudessa tehdyt ratkaisut asettavat omat rajoitteensa uudistuksille, joita lyhyellä aikavälillä on mahdollista toteuttaa. Jonkinlaisia arvioita työmarkkinoiden joustavuudesta voidaan kuitenkin tehdä esimerkiksi pitkäaikaistyöttömyyden, verokiilan ja työttömyysturvan kattavuuden perusteella.

Näiden tekijöiden avulla arvioiden Irlannin, Luxemburgin ja Portugalin työmarkkinat näyttäisivät olevan joustavimpia euroalueella. Joustamattomimmat ne ovat vastaavasti Ranskassa, Suomessa ja Belgiassa.

Onko Suomen talouden tila huolestuttava?

Muiden euromaiden talouksiin verrattuna Suomi on varsin hyvässä tilanteessa. Erot euroalueen keskiarvosta ovat pääasiassa positiiviseen suuntaan. Julkisen sektorin tasapaino ja velka ovat euromaiden vertailussa aivan kärkiluokkaa.

Voimakkaan talouskasvun ja nykyisen suhdannetilanteen vaikutuksesta Suomelle optimaalinen rahapolitiikka olisi ehkä hieman nykyistä kireämpää. Koko euroalueelle nykyinen rahapolitiikka on kuitenkin varsin sopivaa. Suomen kannalta suhteellisen löysä rahapolitiikka voidaan kompensoida kireällä finanssipolitiikalla ja pitää näin yllä talouden yleistä tasapainoa.

Pitkällä aikavälillä Suomen talous hyötyisi nykyistä joustavammista työ- ja hyödykemarkkinoista. Joustavuus lisää kykyä sopeutua tuleviin häiriöihin ja euroalueesta eroaviin suhdannetilanteisiin. ■

- Asiasanat: talous- ja rahaliitto, rahapolitiikka, eriytyminen

Finanssipolitiikka ja julkinen talous

Anne Brunila
toimistopäällikkö
Helvi Kinnunen
vanhempi ekonomisti
kansantalousosasto
25.10.1999

Johdonmukainen finanssipolitiikka yhdessä pitkään jatkuneen nopean talouskasvun kanssa on muuttanut 1990-luvun alun suuret julkisen talouden alijäämät kasvaviksi ylijäämiksi, ja samalla julkisen sektorin velkaantuneisuus on alkanut vähetä. Julkisyhteisöjen rahoitusasema parani merkittävästi vuonna 1998 ja oli ensimmäisen keran ylijäämäinen vuoden 1990 jälkeen. Suurimmillaan alijäämää oli lähes 6 % BKT:stä vuonna 1994. Jos talouskehitys jatkuu suotuisana ja korkotaso pysyy matalana, julkisen talouden ja erityisesti valtiontalouden näkymät ovat hyvät. Julkisen talouden rahoitusasema paranee todennäköisesti nopeammin kuin vielä keväällä 1999 arvioitiin.

Lähi vuosien finanssipolitiikan linja on hallitusohjelmassa määritelty neljän tavoitteen avulla. Valtiontalous pyritään saattamaan rakenteellisesti ylijäämäiseksi, BKT:hen suhteutettu valtionvelka pyritään supistamaan alle 50 prosenttiin, valtion menot pyritään pitämään reaalisesti vuoden 1999 varsinaisen talousarvion mukaisina koko hallituskauten ajan ja tuloverotusta pyritään keventämään 10–11 mrd. markkaa hallituskauten aikana. Toukokuun alussa hyväksytty menokehitys vuosiksi 2000–2003 noudattelee hallitusohjelman talouspoliittisia linjauksia. Myös hallituksen talousarvioesitys vuodeksi 2000 sekä syyskuussa päivitetty vakausohjelma vuosiksi 1999–2003 rakentuvat hallitusohjelman ja menokehysten mukaisille politiikkalinjauksille.

Jos talouskehitys jatkuu suotuisana ja korkotaso pysyy matalana, julkisen talouden näkymät ovat Suomessa erittäin rohkaisevat. Vajaassa kymmenessä vuodessa julkinen sektori on läpikäynyt kovan sopeutumiskuurin, jonka tuloksena valtiontalous on saatu vakaalle pohjalle. Velkaantuneisuus vähenee nopeasti, mutta veroaste pysyy erittäin korkeana.

Valtiontalous vahvistuu ennakoitua nopeammin

Menokehyksissä pysymisen ja useita vuosia jatkuneen poikkeuksellisen hyvän talouskehityksen ansiosta valtiontalous on likimain tasapainossa vuoden 1999 lopussa. Samalla valtio alkaa lyhentää velkaansa. Runsaaseen 20 mrd. markkaan nousvien yksityistämistulojen an-

sioista valtion velkaantumisaste alenee tänä vuonna 55 prosenttiin BKT:stä. Valtion velkaantuneisuus vähenee siten nopeammassa tahdissa kuin talousarvioesityksessä, valtiovarainministeriön syksyn ennusteessa ja vakausohjelmassa on ennakoitu.

Nopeana jatkuva talouskasvu ja työllisyyden koheneminen kasvattavat Suomen Pankin ennusteessa valtiontalouden ylijäämän runsaaseen yhteensä prosenttiin BKT:stä eli lähes 10 mrd. markkaan vuonna 2000, jos menojen kasvu pidetään kurissa. Suomen Pankin ennuste päättyy siten hiekan suurempaan ylijäämään kuin budjetti, joka ennakoi 5 mrd. markan ylijäämää kansantalouden tilinpidon käsittein mitattuna. Tulos on merkittävä, sillä vielä vuonna 1998 julkisyhteisöjen ylijäämä perustui yksinomaan sosiaaliturvarahastojen ylijäämäisyyteen. Vahva valtiontalous on välttämätön EMU:ssa, koska suhdannevaihteluiden edellyttämää finanssipoliittista puskuria ei voi rakentaa kasvavien eläkemenojen kattamiseen tarkoitettujen sosiaaliturvarahastojen varaan. Vahvoja puskureita tarvitaan erityisesti siitä syystä, että automaattisten vakauttajien vaikutus julki-

sen talouden rahoitustasapainoon on Suomessa perinteisesti ollut suurempi ja vaihtelevampi kuin euroalueen suurissa jäsenmaissa.

Koska valtiontalouden ylijäämä vuonna 2000 on lähes kokonaan rakenteellista, hallitusohjelman tavoite saavutetaan tältä osin jo ensi vuonna. Kun hallitus on ilmoittanut käyttävänsä yksityistämistulot miltei kokonaisuudessaan velan lyhentämiseen, myös valtion velka suhteessa BKT:hen alittaa tavoiteohjelmaan kirjatun 50 prosentin rajan vuonna 2000. Suotuisaan talouskehitykseen ja yksityistämistulojen runsauteen nähden hallitusohjelman tavoitteet eivät ole erityisen kunnianhimoisia.

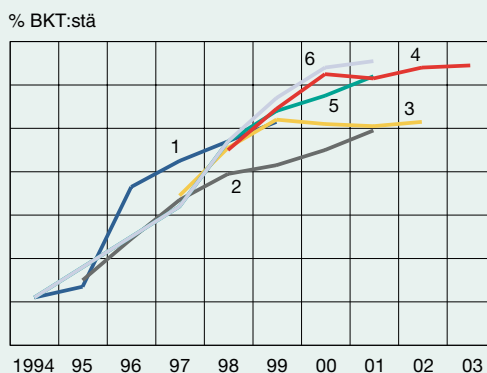
Mikäli talouskasvu jatkuu nopeana, valtiontalouteen alkaa muodostua lähivuosina ylijäämää vahvistava kehitys, jos menokehyksistä pidetään kiinni. Korkomenoja vähentävät velan pieneneminen, valtion velan korkotason aleneminen sekä valtionyhtiöiden yksityistäminen. Suomen Pankin ennusteen mukaan ylijäämä kasvaa 14 mrd. markkaan vuonna 2001, vaikka ennusteessa on oletettu, että ansiotulojen verotusta kevennetään noin 1 prosentilla ja välillistä verotusta nettomääräisesti noin miljardilla markalla. Julkisen talouden ylijäämä suhteessa kansantuotteeseen kasvaa yli 5 prosenttiin, valtion velka suhteessa BKT:hen supistuu lähelle 40:tä prosenttia ja EMU-velka lähelle 30:tä prosenttia. Lisääntyvästä finanssipolitiikan liikkumavarasta huolimatta tiukka menokuri on tarpeen, jotta pysyvän kokonaisveroasteen alentamisen edellytykset voitaisiin keskipitkällä aikavälillä turvata.

Vakaushjelmassa esitettyä parempi julkisen talouden kehitys todennäköinen

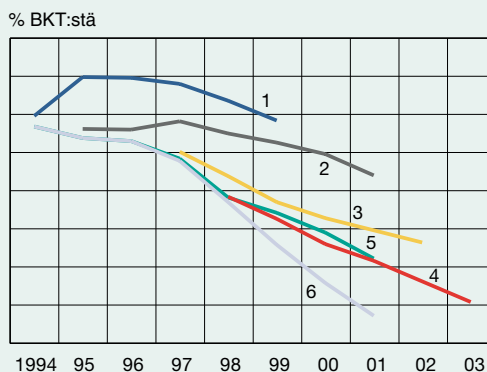
Vuosiksi 1999–2003 laaditussa vakaushjelmassa julkisen talouden ylijäämä ei kasva yhtä suureksi kuin Suomen Pankin ennusteessa. Tämä johtuu osittain siitä, että vakaushjelmassa vuosien 2000 ja 2001 kasvu on oletettu hitaammaksi kuin Suomen Pankin ennusteessa. Vakaushjelmassa kasvun oletetaan olevan 2.6 % vuosina 2002–2003, ja hallituksen oletetaan toteuttavan yhteensä 11 mrd. markan tuloverojen keventämisen vuosina 2001–2003. Lisäksi välillisiä veroja on arvioitu alennettavan noin 5 mrd. markalla. Vakaushjelma osoittaa, että vaikka kasvu jäisi hitaammaksi tai korkotaso nousisi maltillisesti, julkinen talous pysyy ylijäämäisenä eikä riskiä vakaush- ja kasvusopimuksen alijäämärajoitteen rikkoutumisesta ole.

Kuvio.

Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä 1994–2003



Julkisyhteisöjen bruttovelka 1994–2003



1. Lähentymisohjelma, syyskuu 1995
2. Lähentymisohjelman tarkistus, syyskuu 1997
3. Vakaushjelma, syyskuu 1998
4. Vakaushjelma, syyskuu 1999
5. SP:n ennuste, kevät 1999
6. SP:n ennuste, syyskuu 1999

Taulukko 1. Julkisten menojen ja tulojen rakenne, % BKT:stä

	1990	1994	1998	2001
Tulot				
Kotitalouksien verot	15.6	16.3	14.4	13.8
Yritysten verot	1.7	0.8	4.1	4.0
Välilliset verot	15.4	14.5	14.0	13.9
Sosiaaliturvamaksut	12.9	15.9	13.1	12.9
Muut	13.5	22.1	16.3	13.4
Yhteensä	59.1	69.5	61.8	58.0
Menot				
Tulonsiirrot	20.2	29.7	23.9	21.3
Työllisyysmenot	0.6	4.3	2.5	1.8
Kulutus	21.6	23.3	21.4	20.3
Investoinnit	2.1	2.4	2.2	2.1
Muut menot	8.3	15.0	8.1	6.0
Korkomenot	1.4	4.9	4.8	3.3
Yhteensä	53.7	75.4	60.5	52.9

Kuva julkisen talouden keskipitkän aikavälin kehityksestä on vuosi vuodelta parantunut (kuvio). Vuodentakaiseen vakausohjelmaan verrattuna syksyn 1999 ohjelma tuottaa suuremman ylijäämän etupäässä paremman lähtötilanteen ansiosta. Jos lähivuosien kasvu osoittautuu ennusteiden mukaiseksi eikä menokurista olennaisesti lipсута, on epätodennäköistä, että julkinen talous kehittyisi heikommin kuin vakausohjelmassa arvioidaan. Suurin epävarmuus vakausohjelman toteutumisen kannalta aiheutuu yhteisöverojen tuotosta, joka on verotulojen suhdanneherkin osatekijä ja jonka ennustaminen on vaikeata. Jos lisäksi julkisen sektorin palkkaratkaisut muodostuvat merkittävästi ennakoitua suuremmiksi, menokehyksissä pysyminen edellyttää muiden menojen supistamista tai julkisen sektorin työllisyyden heikentymistä.

Julkisen sektorin koko lamaa edeltäneellä tasolla

Määrätietoinen julkisen talouden tervehdyttäminen on palauttanut julkisen sektorin koon lähelle lamaa edeltänyttä tasoa. Vertailu lamaa edeltäneeseen aikaan kuitenkin osoittaa, että yritysten maksamilla veroilla on viime vuosina ollut selvästi suurempi merkitys valtion ja erityisesti kuntien talouteen kuin vielä 1990-luvun alussa (taulukko 1). Yhteisöverojen tuoton kasvuun on vaikuttanut paitsi vuonna 1993 tehty verouudistus myös yritysten kannattavuuden huikea paraneminen laman jälkeen. Verotuottojen kasvuun on

vaikuttanut myös se, että yritykset jakavat nyt aiempaa suuremman osuuden tulostaan osinkoina, mikä osittain on seurausta ulkomaalaisomistuksen lisääntymisestä. Verorakenteen muutoksen myötä valtion ja kuntien tulot ovat tulleet aiempaa vaikeammin ennakoitaviksi, koska merkittävä osa tuloista riippuu suoraan voimakkaasti vaihtelevasta yritysten tuloskehityksestä. Palkkatulojen vaihtelut ovat yleensä huomattavasti hidasliikkeisempiä.

Julkisten menojen painopiste siirtyi lamavuosina selvästi tulonsiirtojen suuntaan. Työllisyydenhoitomenojen kasvu ja tasaista vauhtia lisääntyneet eläkemenot kasvattivat tulonsiirtojen BKT-osuuden suurimmillaan lähes 30 prosenttiin vuonna 1994. Nopea talouskasvu ja eläke-etuuksien hienoinen karsiminen ovat supistaneet tulonsiirtojen osuutta, ja ennusteperiodin lopulla tulonsiirtojen osuus BKT:stä on palautunut lähes lamaa edeltäneelle tasolle. Kulutusmenojen BKT-osuus on pysytellyt koko 1990-luvun ajan 20 prosentin tuntumassa, eikä myöskään julkisten investointien BKT-osuus ole juuri muuttunut. Lamavuosien jäljiltä ainoastaan korko- ja työllisyydenhoitomenojen osuudet ovat jääneet 1990-luvun alun menoja suuremmiksi.

Julkisten menojen osuus BKT:stä oli suurimmillaan vuonna 1994 noin 75 %. Ennustelaskelmien mukaan menojen osuus pienenee vuoteen 2001 mennessä noin 50 prosenttiin eli vuosikymmenen alun tasolle. Suomessa julkisten menojen BKT-osuus supistuu siten samalle tasolle kuin euromaissa keskimäärin.

Rakenteelliset toimenpiteet oikeansuuntaisia – veroaste edelleen korkea

Kasvun ohella finanssipoliittisilla päätöksillä on ollut keskeinen rooli julkisen talouden vahvistamisessa. Kuinka kestäväällä pohjalla tämä vahvistuminen on ja ovatko toimenpiteet olleet oikeansuuntaisia ja riittäviä? Vastaukset riippuvat pitkälti siitä, kuinka suuri osa julkisen talouden rahoitusaseman paranemisesta on rakenteellisten toimenpiteiden ansiota ja kuinka suuri osa johtuu pelkästään suhdanteista. Lisäksi rakenteellisten toimenpiteiden laatu vaikuttaa parantuneen budjettitasapainon kestävyYTEEN.

Julkisen talouden perusjäämä (jäämä ennen korkomenoja) suhteessa BKT:hen parani 5.4 prosenttiyksikköä vuosina 1995–1998 (taulukko 2).

Taulukko 2. Suhdannetekijöistä puhdistetut julkisen talouden tulot, menot ja rakenteellinen perusjäämä

	1995	1998	1999	2000	2001	Muutos 1998/1995	Muutos 2001/1998
Rakenteellinen perusjäämä	5.4	6.0	7.1	7.7	7.2	0.6	1.2
Perusjäämä	-0.3	5.2	6.7	7.7	7.7	5.4	2.5
Tulot, % BKT:stä							
Kotitalouksien verot	15.9	14.6	14.7	14.3	13.7	-1.4	-0.9
Yritysten verot	2.6	4.1	3.9	4.0	4.0	1.5	-0.1
Välilliset verot	13.8	14.1	14.1	14.1	13.9	0.3	-0.2
Sosiaaliturvamaksut	15.9	13.2	13.4	13.1	12.8	-2.7	-0.4
Muut	11.9	10.4	10.0	10.2	9.9	-1.5	-0.5
<i>Yhteensä</i>	<i>60.1</i>	<i>56.4</i>	<i>56.2</i>	<i>55.6</i>	<i>54.3</i>	<i>-3.6</i>	<i>-2.2</i>
Menot, % BKT:stä							
Tulonsiirrot	26.1	23.6	22.9	22.1	21.4	-2.5	-2.2
Investoinnit	2.8	2.9	2.6	2.6	2.6	0.1	-0.3
Palkat	15.4	14.0	13.9	13.7	13.6	-1.4	-0.4
Muut menot	10.4	9.9	9.7	9.5	9.5	-0.5	-0.5
<i>Perusmenot yhteensä</i>	<i>54.7</i>	<i>50.4</i>	<i>49.1</i>	<i>47.9</i>	<i>47.1</i>	<i>-4.3</i>	<i>-3.4</i>
Korkomenot	4.1	3.8	3.3	2.9	2.5	-0.3	-1.2

Tästä valtaosa eli 4.8 prosenttiyksikköä johtui hyvästä suhdannetilanteesta ja vain 0.6 prosenttiyksikköä rakenteellisista toimenpiteistä. Vuosina 1998–2001 ennustetusta perusylijäämän kasvusta vajaa puolet eli 1.2 prosenttiyksikköä on rakenteellista. Vaikka julkisen talouden perustasapainon koheneminen vuodesta 1995 on ollut pääosin suhdanneluonteista, on rakenteellisten toimenpiteiden merkitys ollut suuri. Korjauksia on tehty samanaikaisesti sekä tulo- että menopuolella.

Monissa maissa julkisen talouden rakenteellista epätasapainoa on pyritty korjaamaan pääasiassa kiristämällä verotusta. Julkisen talouden rahoitusaseman vahvistaminen, joka perustuu valtaosin veroasteiden korottamiseen, jää kuitenkin usein tilapäiseksi. Keskeistä rahoitusepätasapainon pysyvän korjaantumisen kannalta näyttäisi tutkimusten¹ mukaan olevan, että toimenpiteet kohdistetaan budjetin menopuoleen, jonka paisuminen tavallisimmin on ollut synnä rakenteellisen epätasapainon syntymiseen ja alijäämien kasvuun. Julkisen talouden saattaminen kestäväälle pohjalle edellyttää siten puuttumista tulonsiirtoihin, sosiaaliturvaan, julkisen sektorin palkkakustannuksiin ja työllisyyteen. Tutkimustulosten

¹ Kirjallisuusviitteet, ks. A. Brunila, Julkisen talouden konsolidointi EU-maissa 1990-luvulla, Suomen Pankin kansantalouden osaston työpapereita 4/98.

mukaan maissa, joissa tasapainottamisessa on onnistuttu parhaiten, kotitalouksien verotusta ei ole kiristetty juuri lainkaan tai sitä on jopa lievennetty.²

Suomessa julkisen talouden rakenteellista epätasapainoa on vuodesta 1995 saakka korjattu leikkaamalla menoja. Menosäästöjen ansiosta suhdannetekijöiden vaikutuksesta puhdistetut julkiset perusmenot supistuivat arviolta 4.3 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen vuosina 1995–1998, ja vuosina 1999–2001 niiden ennustetaan edelleen supistuvan 3.4 prosenttiyksikköä. Myös tulopuolella on tehty rakenteellisia uudistuksia. Ansiotulojen verotusta ja sosiaaliturvamaksuja on alennettu vuosina 1995–1998. Sen sijaan yritysten verotus kiristyi vastaavana aikana.

Viime vuosien ansiotulojen verotuksen kevennyksistä huolimatta kotitalouksien verorasitus on edelleen ankarampi kuin ennen lamaa. Erilaisten laskelmien mukaan ansiotulojen verotus kiristyi vuosikymmenen alusta vuoteen 1995 mennessä

² Tulokset selittyvät pitkälti sitä kautta, että julkisen talouden epätasapainon taustalla on lähes poikkeuksetta ollut hyvinvointipalvelujen ja tulonsiirtojen nopea kasvu. Arviolta 70 % rakenteellisten alijäämien kasvusta on johtunut menojen kasvusta ja vain 30 % tulojen pieneneemisestä. Julkisen sektorin rahoitusaseman kestävä tasapainottaminen on mahdollista siten vain puuttumalla niihin budjetin eriin, jotka alun perin ovat johtaneet rakenteellisten alijäämien syntymiseen.

5–8 prosenttiyksikköä. Vuosina 1999–2001 rakenteellisten toimien vaikutus verotukseen näyttäisi jäävän aiempaa huomattavasti vaatimattomammaksi. Kokonaisveroaste ei siten juurikaan alene, varsinkin kun nopea talouskasvu samanaikaisesti lisää verotuottoja. Jotta veroasteessa päästäisiin lamaa edeltäneelle tasolle, on välttämätöntä jatkaa verotuksen keventämistä yli sen, mitä hallitusohjelmassa on esitetty. Suhdannepoliittisesti toimenpiteitä on kuitenkin vaikea perustella, jos finanssipolitiikkaa ei samanaikaisesti kiristetä muilta osin.

Rakenteellisen tasapainon vahvistamista on Suomessa tukenut myös siirtyminen aiempaa pitkäjärteiseen finanssipolitiikan suunnitteluun ja keskipitkän aikavälin menokehysten käyttöön. Merkittäviä poikkeamia asetetuista menokehystistä ei viime hallituskaudella tehty. Jatkossa valtion ja kuntien päätöksenteon ja politiikkalinjausten aiempaa johdonmukaisempi yhteensovittaminen edesauttaisi sopeutumista yhteisen rahoitustalouden ja kotimaisen suhdannetilanteen asettamiin vaatimuksiin. Kun finanssipolitiikan viritys määräytyy julkisen sektorin eri tasoilla tehtyjen päätösten summana, on tärkeää varmistaa, että nämä päätökset tukevat toisiaan tarkoituksenmukaisella tavalla.

Menokehysten laadinnassa ja käytössä voi piillä myös finanssipolitiikan reaktiokykyä heikentäviä riskejä. Jäykät, useiksi vuosiksi eteenpäin määritellyt menokatot eri hallinnonaloille ja ministeriöille voivat vähentää finanssipolitiikan joustavuutta reagoida talouden häiriöihin sekä ehkäistä julkisen sektorin tehtävien painotuksesta käytävää keskustelua. Jos talouden kasvu osoittautuu ennakoitua nopeammaksi, menokehys-

ten säätelemä finanssipolitiikka voi muodostua suhdanteita edelleen kärjistäväksi. Menokehystä laadittaessa tulisikin varautua myös tilanteisiin, joissa talouden kasvu ja kehitysura poikkeavat oleellisesti oletetusta. Selkeät pelisäännöt lisääisivät finanssipolitiikan läpinäkyvyyttä ja uskottavuutta erityisesti tilanteissa, joissa ilmoitetulta linjalta joudutaan tilapäisesti poikkeamaan.

Julkisen sektorin rooli ja tehtävät

Julkisen talouden keskipitkän aikavälin näkymät ovat monella tapaa erittäin rohkaisevat. Vajaassa kymmenessä vuodessa julkinen sektori on läpikäynyt Suomessa kovan sopeutumiskurin, jonka tuloksena valtiontalouden rahoitusasema on saatu vakaalle pohjalle ja velkaantuneisuus on alkanut nopeasti vähetä. Jos Suomen Pankin ennusteen mukainen kehitys toteutuu, velkaantuneisuus ei enää jatkossa ole niin merkittävä rasite tai finanssipolitiikan linjauksia määräävä tekijä. Haasteet ja sopeutuspaineet eivät julkisesta taloudesta lopu kuitenkaan tähän. Taloudellisen ympäristön ja yhteiskuntarakenteiden muuttuessa nopeasti myös julkisen sektorin rooli, tehtävät ja painopisteet ovat väistämättä muutosten edessä. Jotta muutoksiin ei jouduttaisi reagoimaan valmistautumatta ja pakon edessä, tarvitaan laajaa keskustelua mm. julkisen ja yksityisen sektorin työnjaosta, valtion ja kuntien työnjaosta, julkisista palveluista, julkisen sektorin kannustinjärjestelmistä ja erityisesti verotuksen tasosta ja rakenteesta. ■

- Asiasanat: finanssipolitiikka, vakaushjelma, rakenteellinen tasapaino

Maksuliikkeen likviditeetin hallinnan uudet haasteet

Harry Leinonen
johtokunnan neuvonantaja
rahoitusmarkkinaosasto
25.11.1999

Maksuliikelikviditeetti ja sen hallinta

Suppeasti määriteltynä maksuliikelikviditeetti tarkoittaa pankkien maksuliikkeessään käyttämiä siirtokelpoisia varoja keskuspankeissa tai muissa niiden käyttämissä katetilipankeissa. Maksujenvälitysjärjestelmät yhdistävät pankit toisiinsa ja tarjoavat tehokkaan ja nykyisin täysin elektronisen tavan siirtää varoja pankista toiseen. Asiakkaat suorittavat maksujaan, siirtävät sijoituksiaan jne. jatkuvasti pankista toiseen. Pankkien taas on pystyttävä maksamaan toisilleen maksuliikkeestä aiheutuvat velvoitteet eli suorittamaan maksujärjestelmien katteensiirrot. Tähän pankit tarvitsevat likviditeettiä eli siirtokelpoisia varoja. Katteensiirrot tapahtuvat käytännössä lopullisesti keskuspankkirahana keskuspankkien selvitysteileillä.

Pankkien haasteena on mitoittaa likviditeetti oikein ja pitää se saatavilla oikea-aikaisesti ja oikeassa paikassa samalla kun ne pyrkivät minimoimaan siihen liittyviä kustannuksia. Maksuliikelikviditeetin lisäksi pankin kokonaislikviditeettiin vaikuttavat mm. niiden käteiskassat, keskuspankin kanssa tehdyt pitkäaikaiset luottosopimukset sekä tehdyt valuuttakaupat. Kokonaispositiosta muut erät ovat useimmiten hyvin ennakoitavissa ja tie-

Rahaliiton alkaminen ja maksuliikkeen nopeutuminen ovat tuoneet uusia haasteita pankkien maksujenvälityksessä tarvitsemansa likviditeetin hallinnalle. Pankkien on mitoitettava likviditeettinsä oikein, pidettävä se oikeaan aikaan ja oikeassa paikassa saatavilla samalla kun ne pyrkivät minimoimaan siihen liittyviä kustannuksia. Maksujenvälitys- ja selvitysjärjestelmät tulevat kustannus- ja tehokkuussyistä ennen pitkää keskittymään suuriin, yhteisiin järjestelmiin ainakin euro-alueella, mahdollisesti maailmanlaajuisestikin.

dossa etukäteen, mutta asiakastoimeksiannoista riippuvainen maksuliikeosa on vaikeammin arvioitavissa. Pankit ovat luoneet sisäisiä järjestelmiä likviditeetin hallintaan, ja niillä ne keräävät ennalta tiedossa olevat likviditeettiin vaikuttavat tekijät, arvioivat ennustettavat osuudet ja suunnittelevat toimenpiteitä riittävän likviditeetin varmistamiseksi. Likviditeettisuunnitelmat laaditaan tavallisesti päivänsisäisille, lähipäivien ja pitkäaikaisille tarpeille (noin 1–3 kuukautta).

Keskuspankkien likviditeettipalvelut

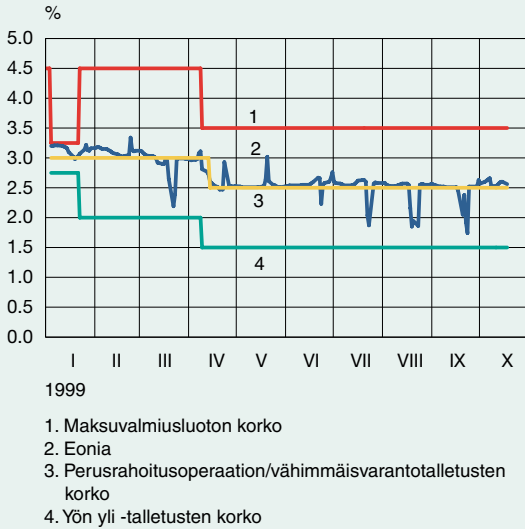
Keskuspankkien yhtenä merkittävänä tehtävänä on tarjota välilinet ja järjestelyt pankkien vä-

lisiä riskittömiä katteensiirtoja varten. EU-maiden keskuspankit ovat rakentaneet tähän tarkoitukseen reaaliaikaiset selvitystilijärjestelmät eli RTGS-järjestelmät (Real-time Gross Settlement). Näissä järjestelmissä välitetään pankkien väliset maksut ja katteensiirrot tapahtumakohtaisesti. Suomen Pankin reaaliaikaista ja elektronista selvitysjärjestelmää kutsutaan suomeksi perinteisesti sekkitilijärjestelmäksi (englanniksi käytetään nimeä BoF-RTGS).

EMUun siirryttäessä sekkitilijärjestelmä liitettiin osaksi EU-keskuspankkien TARGET-järjestelmää, joka yhdistää näiden maiden keskus-

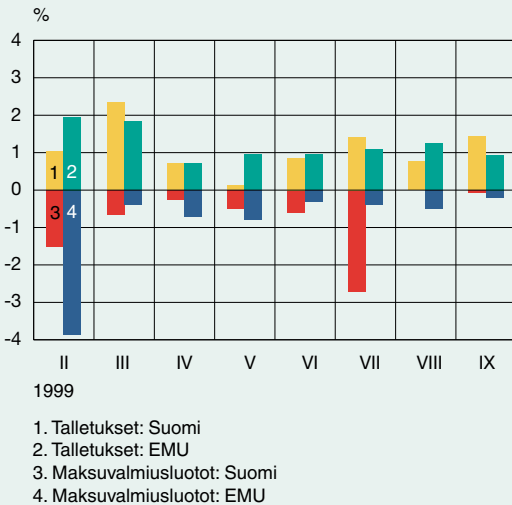
Kuvio 1.

**Eonia ja eurojärjestelmän korkokehitys
1.1.–18.10.1999**



Kuvio 2.

**Maksuvalmiusluotot ja vähimmäisvarannon
yllittävät talletukset suhteessa vähimmäis-
varantoon euroalueella 1.1.–23.9.1999**



pankkien RTGS-selvitysjärjestelmiä¹. Euromääräinen likviditeetti voi siirtyä nopeasti ja tehokkaasti EU-alueella kaikkien yli viidentuhannen siihen liittyneen pankin välillä. TARGET muodostaa rungon EMU-alueen likviditeetin hallinnassa. EMUn ja TARGETin myötä suomalaisten pankkien markkinaosapuolet kotimaisen valuutan likviditeetin hallinnassa moninkertaistuivat.

Maksujenvälityksessä tarvittavan likviditeetin luomisessa keskuspankeilla on merkittävä rooli. Keskuspankit vaikuttavat sekä likviditeetin määrään että sen kustannuksiin. Eurojärjestelmä (EMU-alueen keskuspankit) on luonut selkeäpiirteisen palvelukokonaisuuden pankkien maksuliikelikviditeetin hallintaan: keskiarvoistukseen perustuvan vähimmäisvarantojärjestelmän, automaattisen maksuvalmiusluoton ja mahdollisuuden yön yli -talletuksiin ja korottomaan päivänsisäiseen luottoon². Luotoille vaaditaan riittävät vakuudet, ja vakuuksiksi hyväksytyistä arvopapereista on laadittu julkiset luettelot. Laaja vakuusmateriaali tarjoaa pankeille mahdollisuuden muuttaa arvopapereita likvidiksi keskuspankkirahaksi.³ Tämä vähentää päivänsisäisen likviditeetin hankkimiseen liittyviä kustannuksia.

Kuukauden keskisaldoon perustuva vähimmäisvarantotalletus on pankkien peruspuskuri maksuliikelikviditeetille, koska sitä voidaan päivän aikana käyttää katteiden siirtoon. Varantotalletuksen keskiarvoistaminen mahdollistaa huomattavia maksuliikkeestä johtuvia vaihtelu-

¹ Kuvaus sekkilitijärjestelmästä ja TARGETista sekä alkuvuoden kokemuksista on M. Palvan, K. Rantalaisen ja H. Wikstenin artikkelissa ”EU-maiden keskuspankkien välisen maksuliikenteen perusrakenne ja kokemukset sen toiminnasta alkuvuonna 1999”, Euro & talous 3/1999.

² Likviditeetin hallintaan liittyvistä välineistä on T. Välimäen yleiskuvaus Eurossa & taloudessa 1/1999: ”Eurojärjestelmän rahapolitiikan välineet”. Yksityiskohtainen kuvaus on EKP:n julkaisussa ”Yhteinen rahapolitiikka kolmannessa vaiheessa: Yleisasiakirja rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä” (syyskuu 1998). Määritelmällisesti vähimmäisvarantotalletusta, yön yli -talletusta ja maksuvalmiusluottoa pidetään rahapolitiittisina välineinä. Päivänsisäisen luoton rinnalla ne palvelevat myös maksuliikkeen likviditeettitarpeita.

³ EMU-aikaan liittyviä vakuuskäytäntöjä ovat kuvanneet A. Isopuro ja R. Pauli Euron & talouden 1/1999 artikkelissa ”Suomen Pankin hyväksymä vakuusmateriaali euroaikana”.

ja päivien välilläkin⁴. Kuukauden aikana päiväkohtainen talletus voi vaihdella vapaasti. Suomessa toimivien pankkien vähimmäisvarantovaatimus, jota voidaan käyttää maksuliikkeen katesiirtoihin, on yhteensä noin 1.6 mrd. euroa. Vähimmäisvarantotalletuksille keskuspankit maksavat perusrahoitusoperaatioiden korkoa, joka on EMUn alkuvaiheen aikana ollut hyvin lähellä pankkien markkinapohjaista yön yli -korkoa Eoniaa (kuvio 1).

Jos pankin vähimmäisvarantopuskuri ei jonnain päivänä riitä kaikkiin maksuihin ja katesiirtoihin, pankilla on mahdollisuus saada yön yli -maksuvalmiusluottoa. Päivän päättyessä jäljellä oleva päivänsisäinen luotto vaihtuu automaattisesti yön yli -maksuvalmiusluotoksi⁵. Maksuvalmiusluottoon turvautuminen merkitsee pankille lisäkustannuksia, koska tämän luottomuodon korko on vähimmäisvarantotalletusten korkoa suurempi (kuvio 1). Jos pankki joutuu turvautumaan usein kuukauden aikana maksuvalmiusluottoon, sen likviditeetin hallintaa voidaan pitää heikkona, ja se on luultavasti johtunut vaikeuksista ennakoita maksuliikevirtoja. Pankeilla, joilla on pieni vähimmäisvarantopuskuri suhteessa maksuliikevolyyymiinsä, on suurempia vaikeuksia hallita poikkeuksellisia tilanteita, esimerkiksi viiveitä ennakoituissa saapuvissa maksuvirroissa. Suomessa toimivat pankit ovat joutuneet käyttämään maksuvalmiusluottoa yhteensä keskimäärin 2–3 kertaa kuukaudessa vuoden 1999 aikana. Ainoastaan heinäkuussa suomalaisille pankeille on myönnetty merkittävästi enemmän maksuvalmiusluottoa kuin suhteellisesti koko euroalueella (kuvio 2).

Vähimmäisvarantoperiodin lopussa syntyy tilanne, jossa varantovaatimus on täyttynyt tai lähes täysi. Tällöin pankit voivat sijoittaa ylimää-

räiset varat yön yli -talletuksiksi keskuspankkiin⁶. Näille maksettava korko on alempi kuin markkinakorko ja vähimmäisvarantotalletukselle maksettava korko (kuvio 1). Varantoperiodin viimeisinä päivinä pankeille jää usein varantovaatimuksen ylittäviä talletuksia, kun varotaan varantovaatimuksen alittamista. Yllättäviin ongelmiin ja lisätarpeisiin on syytä varautua. Suomessa toimivat pankit ovat tehneet lisätalletuksia lähes samassa suhteessa kuin pankit yleensä euroalueella (kuvio 2). Toukokuussa suomalaiset pankit tekivät huomattavan vähän lisätalletuksia.

Kun likviditeetin tasaus toimii markkinoilla hyvin, ylijäämäiset pankit lainaavat varoja alijäämäisille pankeille. Tällöin vältytään tilanteilta, että eri pankit käyttävät samanaikaisesti sekä maksuvalmiusluottoa että ylimääräisiä talletuksia. Pankit, jotka mitoittavat ja pystyvät ennustamaan parhaiten tilanteensa, joutuvat turvautumaan vähiten keskuspankkien kalliimpiin palveluihin, eli maksuvalmiusluottoon ja yön yli -talletukseen. Maksuliikkeen ennakointi on tällöin avainasemassa, koska siitä on vähiten ennakkotietoa.

Eurooppalaiset likviditeettimarkkinat

EMUn mukana syntyivät yhtenäiset eurooppalaiset raha- ja likviditeettimarkkinat. Ennen EMUa pankeilla tuli olla likviditeettiä käytettävissään kaikkina EMU-alueen maiden valuuttoina. Nämä varat pidettiin tavallisesti ulkomaisissa tilipankeissa. EMUn myötä pankit ovat merkittävästi luopuneet ulkomaisista tili- ja kirjeenvaihtajasuhteistaan euroalueella ja keskittävät eurolikviditeetin hallintansa TARGET-järjestelmään. Näin on käynyt erityisesti suurten maksujen siirroissa. Tavallisissa asiakasmaksuissa käytetään vielä

⁴ Pankeilla tulee olla vain kuukauden pituisen vähimmäisvarantotalletusajanjakson aikana (24. päivä – 23. päivä seuraavassa kuussa) keskisaldona vaadittu vähimmäisvarantotalletus. Talletusvaatimus määräytyy luottolaitoksien yleisötalletuksien ja muiden vastaanotettujen varojen perusteella.

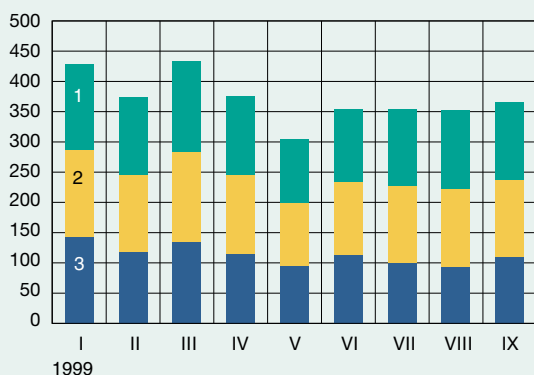
⁵ Pankeille voidaan myös hakemuksesta myöntää maksuvalmiusluottoa varantovelvoitteen täyttämiseksi, kun niillä on positiivinen selvitystiliasaldo. Tällöin maksuvalmiusluottoa käytetään kokonaislikviditeettiin liittyvistä syistä eikä maksuliikkeen vuoksi.

⁶ Suomen Pankissa yön yli -talletukseksi lasketaan automaattisesti maksuliikkeeseen osallistuvien pankkien sekkitilillä pidettävän vähimmäisvarantotalletuksen ylittävä osuus. Muissa eurojärjestelmän keskuspankeissa yön yli -talletukset on tehtävä erillisinä talletuksina. Muissa maissa voi tämän vuoksi jäädä selvitystileille myös nolakorkoisia vähimmäisvarantovaatimuksen ylittäviä talletuksia. Suomessa automaattisuuden takia yön yli -talletukset tulevat kysymykseen vasta kun vähimmäisvarantotalletuksena vaadittu kausikeskiarvo on saavutettu, sen jälkeen positiiviset saldot lasketaan yön yli -talletukseksi.

Kuvio 3.

Suomen Pankin sekkitilijärjestelmän kotimainen ja TARGET-maksuliike

Mrd. euroa



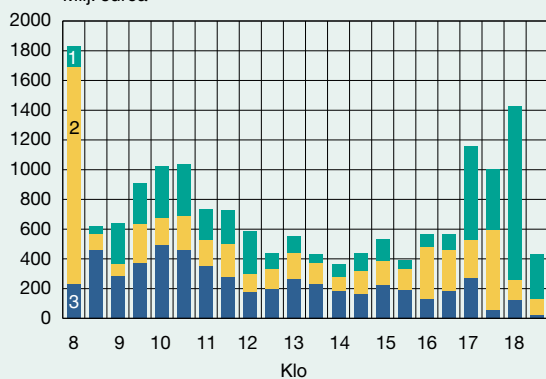
1999

1. Saapuvat TARGET-maksut
2. Lähtevät TARGET-maksut
3. Kotimaiset maksut yhteensä

Kuvio 4.

Suomen Pankin sekkitilijärjestelmän maksuliike syyskuussa 1999, keskimäärin ½ tunnin välein päivässä

Milj. euroa



1. Saapuvat TARGET-maksut
2. Lähtevät TARGET-maksut
3. Kotimaiset RTGS-maksut

laajasti kirjeenvaihtajapankkijärjestelmää. TARGETissa päivän viimeinen tunti (Suomen aikaa klo 18–19) on varattu ainoastaan pankkien välisille katteen- ja likviditeetinsirroille. Pankkien toistensa kanssa sopimat yön yli -luotot palautetaan tavallisesti seuraavan aamupäivän aikana. Kun tarkastellaan sekkitilijärjestelmän päivittäisiä rahavolyymejä, voidaan todeta, että suomalaiset pankit toimivat aktiivisesti eurooppalaisilla markkinoilla (kuvio 3 ja 4). Sekkitilin ulkomainen volyymi eli lähtevät ja saapuvat TARGET-maksut ylittävät selvästi kotimaisen eli suomalaisten osapuolten välisen volyymin. Ulkomainen volyymi keskittyy selvästi aamupäivään sekä iltatunneille ennen TARGET-järjestelmän sulkeamista.

Likviditeetti päivän päättyessä ja päivän sisällä

Aikaisemmin hitaamman maksujenvälityksen⁷ aikana keskeisenä kiinnostuksen kohteena oli vain pankin likviditeettitilanne päivän päättyessä. Tällöin kirjattiin keskuspankissa tavallisesti kaikki päivän katetapahtumat samanaikaisesti päivän päättyessä. Siirryttäessä reaaliaikaiseen, jatkuvaan toimintaan likviditeettiä tulee olla jatkuvasti riittävästi koko päivän ajan. Jos likviditeettiä puuttuu tai sitä ei haluta käyttää, tapahtumat joutuvat odottamaan riittävien varojen saapumista joko saapuvien maksujen tai muun likviditeettilisäyksen muodossa (esimerkiksi päivänsisäisen luoton lisäyksenä).

Vaihtelut päivätason likviditeettitarpeessa mitataan muutoksina pankkien maksuliikenteeseen käyttämien keskuspankkisaamisten ja -velkojen päivän alun ja lopun saldoissa. Päivätason tarve (eli vaihtelut) on keskimäärin ollut noin 0.7 mrd. euroa. Vähimmäisvarantalletukset muodostavat puskurin päivätason tarpeelle. Yhteensä 1.6 miljardin keskimäärätalletuksista on siten varalla 0.9 mrd. euroa eli 123 % yli keskimääräisen päivävaihtelutarpeen (kuvio 5).

Päivänsisäinen likviditeettitarve voidaan mitata selvitystilisaldon päivänsisäisenä maksimivaihteluna. Keskimäärin käytetään päivänsisäis-

⁷ Suomessa on siirrytty ensimmäisten maitten joukossa reaaliaikaiseen toimintaan sekä pankeissa että keskuspankissa. Suomen Pankin sekkitilijärjestelmän reaaliaikainen versio otettiin käyttöön vuonna 1991.

tä likviditeettiä 4.2:ta mrd. euroa. Kun pankeilla on maksuliikelikviditeettiä käytettävissään yhteensä keskimäärin noin 6.5 mrd. euroa (vähimmäisvarantotalletukset ja päivänsisäinen luottolimiitti), päivänsisäisiä yllättäviä lisätarpeita varten varalla on noin 2.3 mrd. euroa eli 55 % yli keskimääräisen tarpeen. Suomessa päivänsisäiset vaihtelut ovat noin 6-kertaiset päivätason vaihteluihin verrattuna (kuvio 5). Vaihtelut päivien välillä noudattavat suhteellisen säännöllistä kaavaa, ja likviditeettiä on jatkuvasti ollut riittävästi tarpeeseen nähden.

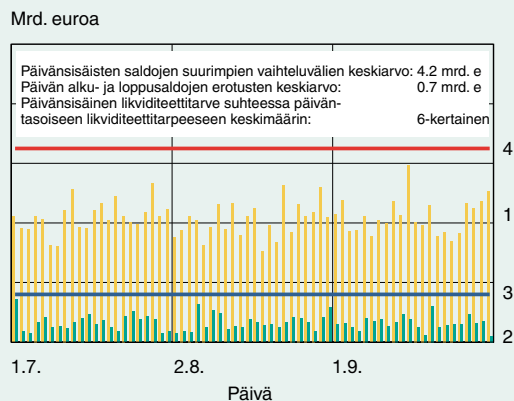
Suomalaisessa keskuspankkiympäristössä käytetään suhteellisen paljon erityisesti päivänsisäistä likviditeettiä. Isoissa kansainvälisissä järjestelmissä riittää tavallisesti, että käytettävissä on noin 5–10 % maksuvolyymistä. Suomessa käytetään keskimäärin päivänsisäistä likviditeettiä noin 24 % ja päivänvälistä likviditeettiä 4 % sekkitilin tapahtumavolyymiin verrattuna. Tämä tilanne johtuu useista seikoista. Suomen ympäristö on pieni, joten vaihtelut korostuvat ja mitatakavaetuja ei saavuteta. Suomalaiset osapuolet ovat erikokoisia ja erikoistuneita, ja kokoonsa nähden ne tekevät poikkeuksellisen suuria tapahtumia. Erityisesti Suomessa toimivat ulkomaiset pankit ovat erikoistuneet suuryritys- ja sijoituspalveluihin. Suomi toimii päivänsisäisen likviditeetin lähteenä erityisesti niille EU-maille, jotka eivät ole vielä liittyneet EMUun, koska nämä eivät voi itsenäisesti luoda likviditeettiä. Suomalaiset pankit sijoittavat myös likviditeettilyijäämiään eurooppalaisille markkinoille.

Päivänsisäinen likviditeettitarve näkyy päivänsisäisenä sekkitililuottotarpeena. Suomessa toimivilla pankeilla on yhteensä keskimäärin 4.9 mrd. euron sekkitililuottolimiitti Suomen Pankissa. Päivän aikana luoton käyttö vaihtelee huomattavasti, mutta pankkikohtainen huippukäyttö on kuitenkin vain keskimäärin 31 %. Pankit ovat siten hyvin varautuneet suuriin poikkeaviin tarpeisiin. Suuret ylimääräiset luottolimiitit kuvaavat myös keskuspankkien edullista likviditeettijärjestelyä. Eurojärjestelmässä päivänsisäiset vakuudelliset luotot ovat korottomia ja hyväksytty vakuus pohja on laaja. Pankeille ei aiheudu merkittäviä kustannusrasitteita vapaiden vakuuksien käyttämisestä sekkitililuoton laajentamiseen.

Keskuspankkien intressissä on tarjota edullisia päivänsisäisiä luottoja, koska tällä tavalla voi-

Kuvio 5.

Suomalaisten pankkien maksuliikelikviditeetin vaihtelut päivänsisäisesti ja päivän tasolla sekkitilijärjestelmässä heinä-syyskuussa 1999



1. Selvitystilien päivänsisäisten saldojen suurimmat vaihteluvälit yhteensä
2. Selvitystilien päivän alku- ja loppusaldojen erotukset yhteensä
3. Keskimääräinen vähimmäisvarantovelvoite
4. Keskimääräinen päivänsisäisen luoton limiitti + vähimmäisvarantovelvoite

daan edistää nopeaa ja tehokasta maksujenvälitystä samalla kun vähennetään siihen liittyviä selvitysriskejä. Kun katteensiirrot tapahtuvat välittömästi keskuspankkirahana, pankkien ei tarvitse kantaa vastapuoliriskejä. Riittävä likviditeetti näkyy maksujen välittömänä suorittamisena RTGS-järjestelmissä. Jonottavien tapahtumien määrä on pieni. Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä on monipuolinen jonotusjärjestelmä, mutta hyvän likviditeettitilanteen ansiosta siinä on harvoin likviditeettipuutteen takia jonottavia tapahtumia.

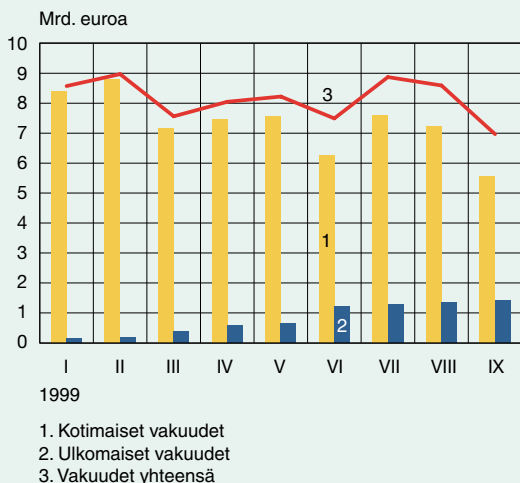
Vakuuksien käyttö

Myöntämällä päivänsisäistä luottoa vakuuksia vastaan keskuspankit helpottavat maksuliikelikviditeetin hankkimista. Pankit voivat konvertoida erilaisia sijoituksia väliaikaisesti keskuspankkirahaksi. Suomen Pankin ja Suomen Arvopaperikeskuksen yhdessä käyttöön ottama automaattinen vakuushallintajärjestelmä on tehostanut erityisesti vakuuksien joustavaa vaihtamista päivän aikana.

EMU:n myötä suomalaiset pankit saivat mahdollisuuden käyttää keskuspankkiluoton vakuu-

Kuvio 6.

Suomalaisten pankkien Suomen Pankille antamat vakuudet 1.1.–30.9.1999



tena myös eurooppalaisia euromääräisiä arvopapereita. Elokuussa nämä mahdollisuudet laajenivat, kun päivänsisäisiin luottoihin kelpuutettiin euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa liikkeesen laskettuja arvopapereita. Vakuuksien maiden välisen siirrettävyyden takaamiseksi keskuspankit perustivat vakuuksille kirjeenvaihtajakeskuspankkipalvelun (CCBM, Correspondent Central Banking Model)⁸. Sen avulla samat vakuudet ovat käytettävissä koko euroalueella. Keskuspankit ovat myös hyväksyneet 47 arvopaperiselvitysjärjestelmien välistä linkkiä, joiden avulla vakuuksia voidaan siirtää maasta toiseen⁹.

Suomalaiset pankit ovat vähitellen lisänneet ulkomaisten vakuuksien käyttöä (kuvio 6). Samalla suomalaisten valtion liikkeesen laskevien arvopapereiden suhteellinen käyttö on vähentynyt. Tämä selkeä EMUsta johtuva trendi

⁸ Tarkemmin asiaa ovat kuvanneet A. Isopuro ja R. Pauli Euron & talouden 1/1999 artikkelissa ”Suomen Pankin hyväksymä vakuusmateriaali euroaikana”.

⁹ Julkinen luettelo hyväksytyistä linkeistä löytyy Internet-osoitteesta www.ecb.int/press/pr991007_2.htm

tulee luultavasti vielä jatkumaan. Ulkomaiset vakuudet on tähän asti tuotu CCBM-palvelua hyödyntäen. Jatkossa on odotettavissa, että Suomen Arvopaperikeskuksen luomat linkit saksalaiseen Deutsche Börse Clearingiin ja ranskalaiseen Sicovam-järjestelmään käsittelevät merkittävän osan vakuuksien siirroista.

EMUssa pankeilla on velvoite esittää taseissaan keskuspankkiluottojen vakuuksiksi kelpaavien sijoitustensa määrä. Tällaisia vakuuksia suomalaisilla pankeilla oli käytössään kaiken kaikkiaan noin kahdeksan mrd. euroa elokuun lopussa 1999, ja näistä oli tällöin 53 % Suomen Pankissa luottojen vakuutena.

Eurooppalaiset maksujenvälitys- ja selvitysjärjestelmät

Pankkien likviditeettitarve riippuu myös maksujenvälitys- ja selvitysjärjestelmien rakenteista. Jos pankit ovat mukana monissa järjestelmissä, likviditeetti hajaantuu, jolloin sitä tarvitaan enemmän. Monen samanaikaisen järjestelmän ylläpito on myös tehotonta. Eurooppalaiset järjestelmät ovat tämän vuoksi selvän keskittymiskehityksen edessä.

TARGETin rinnalla toimiva merkittävin yksityinen suurten maksujen selvitysjärjestelmä on Euro Banking Associationin Euro 1 -järjestelmä. Siihen kuuluu noin 70 suurta pankkia Euroopassa, mukaan lukien kaksi suomalaista pankkia, Leonia ja Merita sekä viisi Suomessa toimivaa ulkomaista pankkia¹⁰. Euro 1 on selvästi kasvatamassa markkinaosuuttaan muiden yksityisten järjestelmien kustannuksella.

Toinen merkittävä kansainvälinen maksujenvälityshanke on valuuttakauppojen maksujenvälitykseen keskittyvä amerikkalainen CLSBank (Continuous Linked Settlement). Tämä järjestelmä tulee luultavasti hoitamaan merkittävän osan valuuttakauppojen selvityksestä tulevaisuudessa. CLS käynnistyy suunnitelmien mukaan vuoden 2000 aikana. CLSBank avaa tilin EKP:hen valuuttakauppojen eurokatteensirroille.

Eurooppalainen arvopaperien kansainvälinen selvitys on keskittynyt luxemburgilaiseen Cedel Bankiin ja belgialaiseen Eurocleariin. Cedel Bank on sopinut fuusiosta saksalaisen Deutsche

¹⁰ Citybank (U.K.), Den Danske Bank, Skandinaviska Enskilda Banken, Svenska Handelsbanken ja Unibank.

Börse Clearing -selvitysjärjestelmän kanssa. Ranskalainen Euroclear ja Sicovam ovat marraskuussa 1999 sopineet strategisesta alliansista. Tämä merkitsee arvopaperikaupan selvityksen huomattavaa keskittymistä jatkossa. Keskittymisen myötä kotimaisten järjestelmien merkitys tulee vähentymään. Vaihtoehtoisena ratkaisuna rakennetaan kansallisten arvopaperikeskusten välisiin suoriin linkkeihin perustuvaa verkostoa eurooppalaisten arvopaperikeskusten yhdistyksen (ECSDA:n, The European Central Securities Depositories Association) puitteissa.

Rinnakkaiset maksujärjestelmät kilpailevat välitysvolyymien lisäksi likviditeetistä ja vakuuksista. Riskien vähentämiseksi yksityiset järjestelmät tarvitsevat vastapuoliriskeille vakuuksia. Sen mukaan, millaiset toiminnalliset ratkaisut yksityisillä järjestelmillä on, ne siirtävät likviditeettiä keskuspankkijärjestelmästä sisäiseen selvityskäyttöön pidemmäksi tai lyhyemmäksi ajaksi ja enemmän tai vähemmän. Rinnakkaiset järjestelmät sitovat myös pankkien atk- ja henkilöresursseja ja lisäävät siten kokonaiskustannuksia.

Maksuliikelikviditeetin säästäminen

Tulevaisuudessa on selvä tarve koordinoida eri järjestelmien käyttöä, mikäli halutaan säästää maksuliikelikviditeettiä. Likviditeettiin liittyvät kustannukset ovat lähinnä vaihtoehtoiskustannuksia, eli likviditeettiin sitoutuvat varat voisivat olla muussa kannattavammassa käytössä. EMU-alueella tämä esimerkiksi merkitsee tarvetta sijoittaa vakuuksiksi kelpaaviin arvopapereihin, ja tämä voi poiketa pankin muuten harjoittamasta sijoituspolitiikasta. Likviditeettisäästöjä voidaan saavuttaa tasoittamalla maksuvirtoja. Koska liian suuret tapahtumat sitovat likviditeettiä, voidaan likviditeettitarvetta tasoittaa sopimalla tapahtumien maksimikoosta ja pilkkomalla liian suuret tapahtumat pienemmiksi. Likviditeettitarvetta voidaan myös tasoittaa jonottamalla tapahtumia. Lähtevät tapahtumat odottavat tällöin saapuvien maksujen tuomaa likviditeettiä. Erilaisilla nettoutusmenettelyillä voidaan selvittää osa jonoissa

olevista tapahtumista. Jonottaminen ja siihen liittyvät nettoutusmenettelyt vähentävät likviditeetin tarvetta, mutta samalla maksujen välittämisen hidastuu. Kaikissa jonotus- tai nettoutusvaihtoehtoisissa on haettava tasapainoa maksu- tai selvitysviiveen ja likviditeetikustannuksien välillä. Jos likviditeettiä on tarjolla riittävästi edullisin ehdoin, maksujärjestelmät voivat toimia välittömästi ja jonotukseen ei ole tarvetta. Keskuspankkien likviditeettitarjonnalla on siten huomattava rooli maksujärjestelmien toimintaperiaatteissa ja päivittäisen toiminnan sujuvoittamisessa.

Tulevaisuuden kehitys

Likviditeetin hallinnan uusiin haasteisiin tullaan varmasti vastaamaan keskittämällä maksujenvälitystä ja selvitystoimintaa. Tämä merkitsee luultavasti muutaman nykyisen järjestelmän kasvamista koko EMU-alueen kattavaksi tai täysin uusien järjestelmien syntymistä. Rinnakkain käytössä olevien järjestelmien lukumäärä vähenee selvästi. Pääoman vapaan liikkumisen seurauksena syntyy jatkossa luultavasti globaalejakin järjestelmiä. Isojen kansainvälisten pankkien sisällä maksujenvälitys tapahtuu tulevaisuudessa reaaliaikaisesti ilman ulkoisen likviditeetin tarvetta. Nopeutuva maksuliike kasvattaa päivänsisäisen likviditeetin hallinnan merkitystä, ja maksuliikelikviditeetin tarvetta on aikaisempaa vaikeampi ennakoita. Likviditeetin tasaaminen tehokkaammin markkinoilla edellyttää luultavasti osapuolilta toimivampaa tietojenvälitysratkaisua tilannekohtaisten likviditeettitarpeiden selville saamiseksi. Likviditeetin säästämistä tukevat ratkaisut voivat tulla tarpeelliseksi, jos likviditeetikustannukset kasvavat. Eräs mahdollisuus on päivänsisäisen (tunti)markkinoiden syntyminen päivänsisäisen likviditeetin tasaamiseksi. Myös korkokehitys ja keskuspankin toimet sekä palvelut ovat tässä avainasemassa. ■

- Asiasanat: maksuliikelikviditeetti, likviditeetin hallinta, maksujärjestelmä, selvitysjärjestelmä, RTGS

Euroopan arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuri: kehitystrendit ja lähiajan näkymät

Markku Malkamäki
rahoitusmarkkina-asiantuntija
tutkimusosasto
28.10.1999

Arvopaperimarkkinoiden keskeisille kehitystrendeille on yhteistä, että niiden myötä rahoituslaitosten ja -markkinoiden kilpailu yli kansallisten rajojen helpottuu. Näitä trendejä ovat mm. rahoitusmarkkinoiden sääntelyn purkaminen, kasvavat verkottumisedut mahdollistava tekninen kehitys ja yhteisen rahan käyttöönotto Euroopassa. Näistä yhteisen rahan käyttöönotto on ollut eurooppalaisittain merkittävin tekijä lyhyellä aikavälillä. Rahoituslaitosten kannalta nämä perustekijöiden muutokset ovat mahdollistaneet skaalaetujen hyödyntämisen liiketoiminnassa. Samalla markkina- paikan sijainnin merkitys vähenee asteittain ja rahoituskeskusten, pörssien ja selvitysjärjestelmien välinen kilpailu kiristyy.

Sääntely

Euroopan nykyinen rahoitusmarkkinalainsäädäntö luo sääntelyn näkökulmasta hyvät kilpailuedellytykset arvopaperi- ja johdannaispörssille ja sijoituspalvelujen tarjoajille. Arvopaperimarkkinoiden esteet on suureksi osaksi purettu panemalla pääomien vapaata liikkuvuutta koskevat OECD:n säännöt täytäntöön 1980-luvun lopulla ja sijoituspalveludirektiivi 1990-luvun puolivälissä.

Sijoituspalveludirektiivi on lisännyt arvopaperipörssien välistä kilpailua huomattavasti. Se mahdollistaa arvopaperimarkkinaosapuolten etäosallistumisen ulkomaisiin arvopaperipörssiin.

Arvopaperimarkkinoiden rakenteet muuttuvat merkittävästi tekniikan kehityksen myötä. Tietotekniikan laaja hyödyntäminen, rahoitusmarkkinoiden sääntelyn purkaminen ja yhteisen rahan käyttöönotto Euroopassa ovat parantaneet arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta ja likvidiyyttä sekä antaneet rahalaitoksille mahdollisuuden hyödyntää skaalaetuja toiminnassaan.

Lisäksi arvopaperipörssit voivat laajentaa kaupankäyntijärjestelmänsä muihin EU-maihin niin, että paikalliset arvopaperimarkkinaosapuolet voivat käyttää muista maista tarjottuja palveluita. Sijoituspalveludirektiivin vaikutukset ovat selvimmän nähtävissä osake- ja johdannaismarkkinoilla, joilla pörssien asema on ollut hallitseva tai merkittävä. Raha- ja joukkovelkakirjamarkkinoi-

den kaupankäynti on enimmäkseen ollut OTC-pohjaista ja vähemmän säänneltyä. Jälkemarkkinoiden sääntely takaa siten nykyisin suhteellisen hyvät kilpailuedellytykset, ja markkinat pystyvät yhä helpommin irtaantumaan fyysisestä sijainnistaan ja tarjoamaan palveluja elektronisten verkkojen kautta.

Arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien sääntely perustuu kansainvälisiin suosituksiin ja käyttäjävaatimuksiin. Muun muassa kansainvälinen järjestelypankki (BIS) on julkaissut erilaisia raportteja arvopaperikaupan selvitysjärjestelmistä. Esimerkiksi ns. Lamfalussy'n kriteerit koskevat nettoutusjärjestelmiä ja niiden valvontaa. Lisäksi BIS ja maailmanlaajuinen arvopaperimarkkinavalvojien järjestö International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) julkaisivat vuoden 1997 alussa arvopaperikaupan selvitysjärjestelmiä koskevan raportin (Disclosure framework for securities settlement systems), jonka avulla ne pyrkivät lisäämään markkinaosa-

puolten tietoisuutta selvitysriskeistä. Näitä aloitteita on hyödynnetty selvitysjärjestelmien toimintojen yhtenäistämässä.

EKP:n edeltäjä, Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI), julkisti yhdeksän kriteeriä, jotka EKPJ:n luotto-operaatioissa käytettävien arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien tulee täyttää. Nämä kriteerit liittyvät selvitysjärjestelmien juridisiin ja operationaalisiin kysymyksiin, säilytykseen, riskien hallintaan ja valvontaan. Kriteerit koskevat myös selvityksen lopullisuutta, järjestelmien aukioloaikoja, sääntelyä ja keskuspankkirahan käyttöä selvityksessä. Ajan mittaan kriteerit edistänevät selvitysjärjestelmien keskinäistä toimivuutta Euroopassa.

EKP on tukenut Euroopan arvopaperikeskusten yhteistyöjärjestön European Central Securities Depositories Associationin (ECSDA) suunnitelmaa rakentaa arvopaperikaupan kansalliset selvitysjärjestelmät yhdistävä verkosto. Näin EKP pyrkii varmistamaan, että sen luotto-operaatioissa voidaan käyttää toisessa maassa sijaitsevia vakuuksia tehokkaasti hyväksi. ECSDA:n suunnitelmien mukaan Euroopan kansallisten arvopaperikeskusten välille rakennetaan kahdenväliset suorat linkit, jotka mahdollistaisivat arvopapereiden siirron ja selvityksen maasta toiseen. Alussa linkkejä käytettäisiin vain arvopapereiden siirrossa, ei maksuissa. Myöhempanä tavoitteena on kuitenkin käyttää ECSDA-linkkejä toimitus maksua vastaan -periaatteella, jolloin myös yksityiset arvopaperimarkkinatransaktiot voitaisiin selvittää tehokkaasti maasta toiseen.

EKP on myös toteuttanut aidosti yleiseurooppalaisen maksujärjestelmän, TARGETin, jonka avulla suuria euromääräisiä maksuja voidaan siirtää nopeasti ja reaaliaikaisesti EU-maiden välillä. TARGET on samalla vauhdittanut muiden Euroopan laajuisten maksujärjestelmien kehitystä, joka puolestaan tukee arvopaperimarkkinakaupankäyntiä ja -selvitystä maasta toiseen, koska maksut voidaan suorittaa entistä tehokkaammin ja luotettavammin.

Suurimmat kilpailun esteet ovat edelleen erot konkurssissa, kirjanpitoa, osakekauppojen leimaveroa, omistuksen rekisteröintiä ja eri maissa sijaitsevien luottolaitosten fuusioita koskevissa säännöksissä.

Verkottumis- ja skaalaedut

Tekniikan kehitys on ollut arvopaperimarkkinoiden rakennemuutosten keskeisin tekijä viime vuosikymmeninä. Se on luonut arvopaperimarkkinoiden elektronisten kaupankäynti-, maksu- ja selvitysjärjestelmien perustan.

Yhteismarkkinoiden syntymisen edellytyksenä on, että sääntelyllä ei estetä niiden muodostumista ja että toiminnoissa voidaan hyödyntää kehittyntä tietoliikennetekniikkaa niin, että markkinat eivät ole riippuvaisia fyysisestä sijaintipaikastaan. Tämä saattaa merkitä toiminnan keskittymistä yhteen arvopaperipörssiin, jos arvopaperipörssitoiminnoissa voidaan saavuttaa merkittäviä skaalaetuja, kuten Pirrong (1999) on esittänyt. Tuoreet tutkimustulokset (Malkamäki 1999a) osoittavat, että arvopaperipörssien kaupankäyntijärjestelmiin liittyy selviä skaalaetuja. Monien pörssien olemassaolo myös tulevaisuudessa saattaa kuitenkin olla perusteltua, jos monimutkaisen informaation käsittely edellyttää henkilökohtaisia kontakteja.

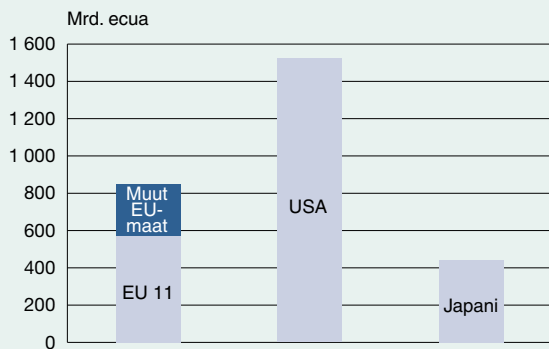
Tietoliikennetekniikan nopea kehitys on vähentänyt pörssin sijainnin merkitystä. Domowitz ja Steil (1998) ovat todenneet, että pörssi tai kaupankäyntijärjestelmä toimii samalla tavoin kuin tietoliikenneverkko, koska tiettyä kaupankäyntijärjestelmää käyttävälle koitua hyöty kasvaa, kun toinen käyttäjä alkaa käyttää samaa järjestelmää. Tätä kutsutaan verkottumiseduksi.

Verkottuminen merkitsee selviä skaalaetuja elektronisissa kaupankäyntijärjestelmissä, koska järjestelmiin päästään monista sijaintipaikoista. Shapiron ja Varianin (1999) mukaan verkottuminen on nykyisin mahdollista, koska tietokonelaitteet ja verkostotekniikka ovat tehokkaita ja halpoja. Verkottumisetujen vallitessa kasvu on välttämätöntä, ei vain tavanomaisten tuotannon skaalaetujen, vaan myös verkottumisesta syntyvien kysynnän skaalaetujen saavuttamiseksi. Keskeisenä haasteena on saavuttaa kriittinen massa, jotta asiakaspohja muodostuisi riittävän laajaksi. Tämän jälkeen markkinat kehittyvät itsestään verkottumisetujen myötä. Kriittisen massan saavuttamiseksi saattaa olla välttämätöntä käyttää ns. penetraatiohinnoittelua eli jopa tuotantokustannukset alittavia hintoja, joilla varmistetaan positiivinen palaute markkinoilta.

Sekä teoreettinen että empiirinen analyysi osoittavat, että skaalaedut ovat keskeisin pörseille kilpailupainetta aiheuttava tekijä, jos kil-

Kuvio 1.

Rahamarkkinainstrumenttien kannat vuoden 1997 lopussa

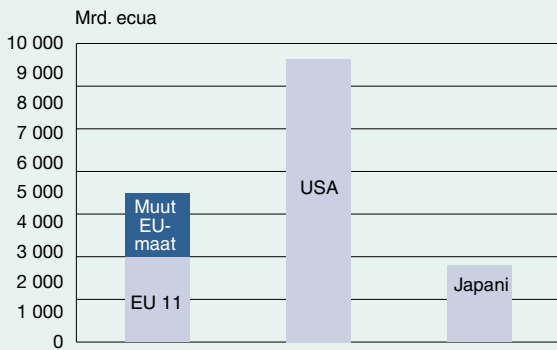


EU 11 pl. Luxemburg. Kreikan tiedot vuodelta 1996.

Lähde: Keskuspankkien ja IMF:n julkaisut.

Kuvio 2.

Kotimaisten joukkolainojen nimellisarvoinen kanta vuoden 1997 lopussa



EU-maat pl. Portugali, Kreikka ja Luxemburg.

Lähde: Merrill Lynch.

pailulle avointen markkinoiden edellytykset muutoin täyttyvät. Lisäksi tekniikkaa luo uusia mahdollisuuksia infrastruktuurin kehittymiselle. Etenkin arvopaperipörssien kaupankäyntijärjestelmät joutuvat yhä kovempaan kilpailuun vähemmän järjestyneiden markkinapaikkojen kanssa. Yhdysvaltojen markkinoille on esimerkiksi ilmaantunut Internetiä keskeisenä välityskanavanaan käyttäviä newyorkilaisten pörssien ulkopuolisia kaupan-

käyntiyhteisöjä, kuten Arizona Exchange, Instinet ja Posit, mikä on jo merkinnyt suurta haastetta olemassa oleville suurille arvopaperipörssille. Internetin arvo on sen kyyvyssä tarjota välittömät tiedonsiirtomahdollisuudet erittäin pienin kustannuksin.

Arvopaperiomistusten rekisteröinti ja arvopaperikauppojen selvitys ovat myös kehittyneet voimakkaasti tekniikan kehityksen ansiosta. Elektroniset arvo-osuusjärjestelmät ovat yleistymässä, ja niiden kehittynyt tekniikka vähentää edelleen selvitysviipeitä. Arvo-osuusjärjestelmät helpottavat myös arvopapereiden siirtoa ja selvitystä maasta toiseen. Lisäksi arvopaperikaupan selvitysjärjestelmiin ja säilytystehtäviin liittyy samoja skaalatuja kuin osakkeidenkin kaupankäyntijärjestelmiin. Tämä on todettu empiirisesti tuoreessa tutkimuksessa (Malkamäki 1999b).

Euro on muuttanut globaalia rakennetta

Euron käyttöönotto oli ehkä merkittävin kansainvälisen valuuttajärjestelmän muutos sitten Bretton Woods -järjestelmän romahduksen 1970-luvun alussa. Talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen siirtyminen kosketti rahoitusmarkkinoiden kaikkia lohkoja. Yhteisellä rahalla on suoria vaikutuksia markkinoiden tiettyihin lohkoihin, kun euroalueen maiden välistä valuuttariskiä ei enää ole.

Yhteisen rahan käyttöönoton lisäksi EKP vaikuttaa Euroopan arvopaperimarkkinoihin asettamalla rahapoliittisten operaatioiden säännöt ja –markkinainfrastruktuurin käyttäjänä – minimivaatimukset selvitysjärjestelmien toimintaperiaatteille samoin kuin osapuolia ja vakuuksia koskevat kriteerit. EKP on myös antanut suosituksia euroalueen markkinainfrastruktuurin kehittämiseksi ja pyrkii myötävaikuttamaan yleiseurooppalaisten maksujärjestelmien kehitykseen.

Euromääräiset arvopaperimarkkinat ovat kasvaneet maailman toiseksi suurimmiksi ohi Japanin markkinoiden, jotka aiemmin olivat toisena Yhdysvaltojen markkinoiden jälkeen. Euromääräiset arvopaperimarkkinat ovat silti talouden kokoon suhteutettuina paljon pienemmät kuin Yhdysvaltojen vastaavat markkinat. Arvopaperistuminen jatkunee Euroopassa, koska euromääräiset arvopaperimarkkinat ovat suuremmat ja likvidimmät kuin entiset kansalliset arvopaperimarkkinat. (Lisätietoja esimerkiksi Malkamäen ja Topin tutkimuksesta 1999.)

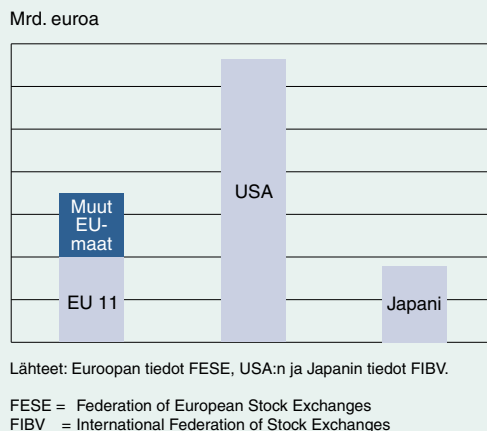
Euromääräisistä rahamarkkinoista on tullut maailman toiseksi suurimmat (kuvio 1). Rahamarkkinoilla skaalaedut ovat erittäin huomattavia, mikä on johtanut siihen, että euroalueen rahamarkkinoiden kaupankäynti on keskittynyt varsin nopeasti. Likviditeetin hallinta toteutuu nyt euriborkorkoon pohjautuvilla euroalueen rahamarkkinoilla. Reuna-alueiden paikallisten rahamarkkinoiden kaupankäynnin volyymit ovat vaatimattomia, eikä kaupankäyntiä kansallisilla korkotermeineillä enää ole useimmissa maissa. Talletuspohjaisten instrumenttien, reposopimusten ja swapien merkitys Euroopan interbankmarkkinoilla on kasvanut. Rahoituksen välityksen odotetaan siirtyvän pankkien taseiden ulkopuolelle entistä nopeammin. Näin ollen valtion velkasitoumusten ja yritystodistusten merkitys kasvaa koko yhteisen rahan alueella. Rahamarkkinoiden rakenne on kuitenkin yhä melko hajanainen esimerkiksi arvopaperiselvityksen näkökulmasta, eikä rahamarkkinatoiminta ehkä kovin hyvin vastaa rahamarkkinainstrumenttien kantaa. Huomattava osuus Euroopan rahamarkkinoiden kaupankäynnistä keskittyy euroalueen ulkopuolelle, erityisesti Lontooseen.

Euroalueella liikkeeseen laskettujen kotimaisten joukkolainojen markkinat ovat selvästi suuremmat kuin Japanin vastaavat markkinat mutta eivät niin suuret kuin Yhdysvaltojen (kuvio 2). Kotimaisten joukkolainojen pörssi-arvo muodostuu pääosin nykyisten euroalueen maiden liikkeeseen laskemista lainoista. Pörssissä noteeratavien obligaatiofutuuriin volyymien kasvun vuoksi markkinoiden likvidiys on parantunut huomattavasti, ja tämä tehostaa luotto- ja rahoitusriskien hinnoittelumekanismia Euroopan joukkolainamarkkinoilla. Tämä kehitys edistää yritysten ja kuntasektorin joukkolainamarkkinoiden kasvua, ja se taas monipuolistaa Euroopan joukkolainamarkkinoita. Yrityssektorin joukkolainamarkkinoiden kehitystä tukee myös EKPJ:n päätös kelpuuttaa yksityisen sektorin liikkeeseen laskemat arvopaperit keskuspankkioperaatioiden vakuudeksi.

Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden paino maailmanlaajuisessa MSCI-yleisindeksissä on nykyisin yli 50 %, joten nämä osakemarkkinat ovat ehdottomasti maailman suurimmat (kuvio 3). Euroopan osakemarkkinat ovat selvästi toiseksi suurimmat. Muiden valuuttojen kuin euron määräiset osakemarkkinat ovat Euroopassa suunnil-

Kuvio 3.

Kotimaisten yritysten osakkeiden pörssi-arvo syyskuun lopussa 1999



leen yhtä suuret kuin euromääräiset. Sijoittajat hajauttavat entistä enemmän sijoituksiaan euroalueen sisällä. Varsinkin yhteisen rahan käyttöönotto on poistanut suuren osan joidenkin institutionaalisten sijoittajien valuuttapositionien rajoituksista. Nopeasti kasvavat arvopaperisijoitukset maasta toiseen lisäävät tehokkaiden euroalueen tai jopa yleiseurooppalaisten kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmien kysyntää. Tuoreimpien tietojen mukaan kahdeksan eurooppalaista arvopaperipörssiä aikoo perustaa eurooppalaisille blue chip -yritysten osakkeille yhteiset, kansalliset rajat ylittävät elektroniset markkinat. Tämä vähentää yritysten tarvetta listautua useilla eurooppalaisilla markkinapaikoilla ja lisää entisestään kaupankäyntiä maasta toiseen.

Osa johtavista johdannaismarkkinoista toimii Euroopassa (taulukko). Johdannaisten merkitys Euroopan rahamarkkinoilla on kasvanut huomattavasti viime vuosien aikana. Samanaikaisesti koko euroalueen lyhyiden rahamarkkinakorkojen vaihtelu on yhteisen rahan myötä tasoittunut. Tämä on johtanut euribor-pohjaisten rahamarkkinajohdannaisten kaupankäynnin nopeaan keskittymiseen Lontoossa toimivaan futuuri- ja optiopörssiin LIFFEen.

Joukkolainoihin perustuvien johdannaisten markkinat näyttävät kehittyvän samansuuntaisesti

Taulukko.**Tärkeimmät johdannaisopimukset määrän ja arvon mukaan luokiteltuina**

Järjestys sopimus- vaihdon mukaan	Järjestys vaihdon arvon mukaan	Sopimus	Pörssi	1999 Tammi-kesäkuu sopimusten määrä	1999 Tammi-kesäkuu arvo, milj. dollaria	1998 Tammi-kesäkuu sopimusten määrä
1	4	Euro Bund (f)	Eurex	72 940 574	7 500 000	37 780 613
2	5	US T-bond (f)	CBoT	51 598 829	5 200 000	56 506 813
3	1	Eurodollar (f)	CME	49 817 275	49 817 275	52 651 798
4	8	Kospi 200 (o)	KSE	36 066 415	2 150 000	6 062 336
5	15	CAC40 long term (o)	Monep	32 404 070	150 000	1 197 237
6	7	Euro Bobl (f)	Eurex	22 090 252	2 400 000	14 914 776
7	9	US T-bond (o)	CBoT	20 781 589	2 100 000	19 089 114
8	14	Crude oil (f)	Nymex	18 138 905	300 000	15 713 593
9	10	10-yr T-notes (f)	CBoT	17 642 607	1 800 000	15 679 582
10	3	Sterling (f)	Liffe	16 768 925	13 300 000	15 740 152
11	2	Euro Euribor (f)	Liffe	16 370 037	21 500 000	n/a
12	13	Dax (o)	Eurex	14 841 733	410 000	13 662 374
13	6	S&P 500 (f)	CME	13 879 796	4 600 000	15 191 451
14	12	S&P 100 (o)	CBOE	13 616 149	900 000	16 386 169
15	11	Euro Bund (o)	Eurex	11 632 834	1 300 000	1 122 020

Lähde: Futures & Options World, 8/1999.

kuin rahamarkkinat. Euroalueen kaupankäyntiä hallitsevat instrumentit perustuvat likvideimpiin valtionlainoihin, esimerkiksi Saksan valtion lainoihin (ns. Bund-futuurit). Frankfurtissa toimiva EUREX pystyi vuonna 1998 siirtämään suurimman osan LIFFEn Bund-futuuri-kaupasta itselleen. Muut johdannaispörssit menettivät vuonna 1998 valtaosan pitkiin korkoihin perustuvien johdannaisten kaupastaan. Eri valtioiden liikkeeseen laskemien lainojen välillä yhä olemassa olevat likviditeetti-premiot saattavat kuitenkin ylläpitää valtionlainoihin perustuvien johdannaismarkkinoiden tarvetta. Kaupankäynti näillä instrumenteilla tulee mitä todennäköisimmin olemaan vaatimatonta.

Myö kaupankäynti osakeindeksijohdannaisilla on keskittymässä EUREXiin ja LIFFEen, mutta vain vähitellen. Kansalliset johdannaispörssit ovat sikäli paremmassa asemassa, että ne pystyvät tarvittaessa hoitamaan kansallisten sopimusten kohteena olevat osaketoimitukset. Dow Jones Euro Stoxx 50 -indeksin käyttöönotto EUREXissa ja FTSE Eurotop -indeksin käyttöönotto LIFFEssä ovat kuitenkin omiaan siirtämään osan osakejohdannaiskaupasta näille markkinapaikoille.

Skaalaetujen vastavaikutukset

Globaalia integraatiota ja arvopaperimarkkinoiden kansainvälistymistä ei pitkällä aikavälillä voitane välttää, vaikka useat tekijät pyrkivät myös hidastamaan tätä kehitystä.

Joidenkin teorioiden mukaan arvopaperimarkkinoiden täydellistä keskittymistä ei tulisi pitää itsestään selvänä. Muun muassa Gehrig (1998) on tutkinut rahoitustoiminnan maantieteellistä jakautumista. Hänen mukaansa rahoitus-toiminta on maantieteellisesti hajaantunutta, koska rahoitusmarkkinat eivät toimi kitkattomasti päinvastoin kuin rahoitusalan kirjallisuudessa yleensä otaksutaan. Gehrig jakaa rahoituskeskusten kehitykseen vaikuttavat tekijät keskiha-kuisiin ja keskipakoiisiin voimiin, kuten myös Kindleberger esitti jo vuonna 1974. Sekä Gehri- gin että Kindlebergerin mukaan skaalaeduct ovat tärkein keskihakuinen voima. Skaalaetuja liittyy yhtä hyvin maksu- ja selvitysjärjestelmiin kuin valuuttakaupan järjestelmiinkin. Muita keski- hakuaisia voimia ovat informaation leviäminen, markkinoiden likviditeetti ja vahvat markkina- edut, kuten esimerkiksi toimivat työmarkkinat. Keskipakoiset voimat johtuvat markkinoillepää- syn kustannuksista ja informaation paikallisuudesta.

Gaspar ja Glaeser (1996) katsovat, että rahoituskeskukset vähentävät henkilökohtaisiin kontakteihin liittyviä kiinteitä kustannuksia. Heidän mukaansa helposti tulkittavaa tietoa voidaan siirtää ongelmitta elektronisten verkkojen kautta. Monimutkaisien informaation ollessa kyseessä ohjeet voidaan kuitenkin helposti ymmärtää väärin, minkä vuoksi henkilökohtainen tapaaminen

voi olla välttämätöntä. Kirjoittajien empiirinen tutkimus osoittaa, että tietoliikenteen avulla voidaan täydentää mutta ei kovinkaan hyvin korvata rahoituskeskusten toimintoja. Analyysissään Gaspar ja Glaesner kiistävät sen yleisen väitteen, että tietoliikenne eliminoisi rahoituskeskuksen sijainnin merkityksen.

Euroopan arvopaperimarkkinoiden rakenneuutoksia viivästyttää myös se, että nykyisille markkinapaikoille ei ole selkeitä vaihtoehtoja. Edes blue chip -yritysten osakkeilla ei tällä hetkellä ole yhteistä yleiseurooppalaista arvopaperipörssiä tai yhteistä kaupankäyntipaikkaa. Kahdeksan eurooppalaisen arvopaperipörssin hidastuminen hankkeessaan perustaa eurooppalaisten blue chip -yritysten osakkeille elektroniset markkinat näyttää vahvistavan käsitystä rakennemuutosten hankaluudesta. Varsinkin pienet ja keskisuuret yritykset saavat usein osakkeensa listatuiksi vain paikallisiin arvopaperipörssiin. Selvää ratkaisua ei näytä olevan näköpiirissä, vaikka Brysselissä sijaitsevan EASDAQin toiminta kasvuyritysten markkinapaikkana on laajentunut ja vaikka yhteistyö joidenkin kansallisten markkinoiden yhteenliittymänä kasvuyritysten osakkeiden kaupankäyntiä varten on alkanut.

Markkinoiden kehitysnäkymät

Markkinoiden kehitykselle on ollut leimallista sijoitustoiminnan laajeneminen yli kansallisten rajojen ja markkinapaikkojen ja rahoituspalvelujen tarjoajien välisen kilpailun kiristyminen. Kehitykselle on myös ollut ominaista, että kaupankäynti- ja selvitystoimintojen yhentyminen on syventynyt fuusioiden, liittoutumien, kytkentöjen, sopimusten tai muiden yhteistyömuotojen kautta.

Kansalliset rajat ylittävän toiminnan ja kilpailun lisääntyminen perustuu sekä asiakkaiden tarpeeseen hajauttaa sijoituksiaan että kilpailun esteiden häviämiseen arvopaperimarkkinoilta. Minimoidakseen arvopaperisijoitustensa uudelleenallokointiin liittyvät suorat ja epäsuorat kustannukset sekä sijoittajat että liikkeeseenlaskijat etsivät likvidejä ja läpinäkyviä arvopaperimarkkinoita, joilla transaktiokustannukset ovat pienet. Teknisesti pitkälle kehittyneet elektroniset kaupankäyntijärjestelmät parantavat markkinoiden tehokkuutta ja likvidiyyttä. Tämä avaa täysin uudet näköalat, kun uusiin kaupankäyntijärjestelmiin liittyvät skaala- ja verkottumisedut pakot-

tavat olemassa olevat pörssit ja selvitysjärjestelmät arvioimaan asemiaan uudelleen.

Pörssin omistusrakenne

Hart ja Moore (1996) ovat todenneet, että osuuskuntamuotoisten pörssien jäsenet saattavat olla haluttomia hyväksymään omaan liiketoimintaansa vaikuttavia muutoksia, vaikka se ei pitkällä aikavälillä olisikaan niiden etujen mukaista. Monet osuuskuntamuotoiset pörssit ovatkin jo erottaneet omistajuuden ja jäsenyyden toisistaan ja toimivat osakeyhtiöinä. Suurimmat osuuskuntamuotoiset pörssit eivät useinkaan ole pystyneet täysin hyödyntämään uuden tekniikan tarjoamia etuja. Niiden on kyettävä reagoimaan tekniikan kehityksen vaikutuksiin nopeammin, mikäli ne aikovat säilyttää asemansa. Luonnollisinta olisi edetä siten, että omistajuus erotetaan jäsenyydestä, ja tämän suuntauksen odotetaan jatkuvan. On kuitenkin muistettava, että osakeyhtiömuotoisten pörssienkin on tehtävä yhteistyötä välittäjien ja muiden asiakkaiden kanssa voidakseen menestyä.

Elektroniset kaupankäyntijärjestelmät ja anonyymit rajahintatoimeksiannot

Tietoliikenteen nopea kehitys on vähentänyt fyysisen etäisyyden vaikutuksen pörssitoiminnassa ja kaupankäyntipalvelujen tarjonnassa lähes tyystin.

Yhdysvaltain suurimpien johdannaispörssien odotetaan hyödyntävän eurooppalaisten yhteistyökumppaneidensa elektronisia kaupankäyntijärjestelmiä, sillä Yhdysvalloissa näitä elektronisia järjestelmiä ei vielä käytetä yhtä laajasti kuin Euroopassa. LIFFEn ja EUREXin kaupankäyntijärjestelmissä käydään kauppaa laajalla valikoimalla eurooppalaisia johdannais tuotteita, ja nämä järjestelmät voisivat tarjota yhdysvaltalaisia tuotteita samassa laajuudessa sikäläisillä markkinoilla. Tämä merkitsisi yhdysvaltalaisen johdannaispörssien perinteisten liiketoimintojen laajenemista, ja pörssit mahdollisesti alkaisivat kilpailla keskenään, toisin kuin tähän saakka.

Kilpailutilanteessa kasvu olisi välttämätöntä, ei vain tavanomaisten tuotannon skaalaetujen, vaan myös verkottumisen kautta syntyvien kysynnän skaalaetujen saavuttamiseksi. Keskeisenä haasteena olisi tällöin saavuttaa kriittinen massa, jotta asiakas pohja muodostuisi riittävän laajaksi. Pyrkiessään varmistamaan positiivisen

palautteen markkinoilta yhdysvaltalaiset johdannaispörssit saattavat joutua aggressiiviseen keskinäiseen kilpailuun siitä, kuka saavuttaa kriittisen massan ensimmäisenä.

NASDAQin kaupankäyntijärjestelmä on jo elektroninen, mutta perustuu markkinatakkauseen. NASDAQin tiedetään ottavan piakkoin käyttöön ns. rajahintatoimeksiantoihin perustuvan kaupankäyntijärjestelmän, jonka avulla se pystynee lisäämään kaupankäyntivolyyomiaan kasvavien verkottumisetujen myötä. Nykyisen markkinatakkauksjärjestelmän saattaa olla vaikea pysyä elinkelpoisena, ainakaan tämänhetkisessä muodossaan. On hyvin kuviteltavissa, että jopa NYSE:n on pohdittava anonyymien rajahintatoimeksiantojen mahdollisuutta kaupankäyntijärjestelmässään. Tällä hetkellä hinnoittelu perustuu olennaisesti markkinatakkauksen eli ns. spesialistien välitysrooliin. Odotettavissa onkin kaupankäyntiverkostojen yhä pidemmälle menevä yhdenmukaistuminen. Osa pörsseistä saattaa myös alkaa toimia sijoittajien vastapuolina.

Economides on tutkimuksessaan (1993) analysoinut kysymystä, joka liittyy verkkokilpailuun. Hänen mukaansa verkottumisetuja luo markkinoiden likvidiyden lisäksi myös pörssin verkosta saatava vallitseva markkinahinta. Koska verkon X tuottaman markkinahinnan oikeellisuus vahvistuu verkon koon kasvaessa, pienen verkon Y saattaa kannattaa käyttää verkon X tuottamaa hintaa eikä ryhtyä itsenäiseen hinnanasetantaan. Kun yhä useammat asiakkaat siirtyvät käyttämään verkkoa Y, verkon X välittämän markkinahinnan oikeellisuus heikkenee. Tämä herättää kysymyksen, kuka omistaa markkinainformaation ja miten se voidaan tai pitäisi hinnoitella. Pörssin ulkopuolisten kaupankäyntijärjestelmien harjoittaman ns. kermankuorinnan odotetaan pakottavan pörssit tarjoamaan ensiluokkaisia elektronisia palveluita kilpailukykyiseen hintaan. Verkottumis- ja skaalaedut puolustavat nykyisten pörssien säilymistä sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa siitä huolimatta, että pörssin ulkopuoliset järjestelmät pystyvät jossakin määrin lisäämään volyyomiaan hyödyntämällä pörssien järjestelmien hintainformaatiota.

Kaupankäyntijärjestelmien yhdistäminen parantaa Euroopan arvopaperipörssien tehokkuutta. Kustannustehokkuutta olisi voitu kohentaa tätä paremminkin ratkaisuin. Toisaalta kansallisten pörssien toiminnan jatkuminen Euroopassa

näyttää melko selvältä lähitulevaisuudessa. Ne eivät välttämättä tule olemaan omistus pohjaltaan kansallisia, mutta huolehtivat edelleen kansallisesti liikkeeseenlaskijakohtaisista vastuualueista. Ei kuitenkaan ole perusteltua, että kaikilla olisi omat kaupankäynti- tai selvitystekniikkansa. Ohjelmistojen ja laitteistojen yhteiskäyttö olisi oiva keino hyödyntää skaalaetuja. Toistaiseksi tällainen yhteistyö on edennyt pisimmälle Pohjoismaissa ja Benelux-maissa. Laajempi ratkaisu olisi Euroopan markkinoiden kannalta toivottava.

Internet ja vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät

Internetin kautta välitettyjen osake- ja johdannaiskauppojen määrän kasvu vaikuttaa jo eurooppalaisten välittäjien toimintaan. On arveltu, että monien perinteisten välittäjien saattaa olla vaikea pysyä kehityksessä mukana. Yhdysvalloissa pörssin ulkopuolisia elektronisia selvitys- ja kaupantekojärjestelmiä käyttävien yhdysvaltalaisen osakevälittäjien uskotaan alkavan kilpailla myös Euroopassa. Onnistuminen saattaa olla vaikeaa, sillä eurooppalaiset kaupantekojärjestelmät ovat hyvin samankaltaisia kuin yhdysvaltalaiset elektroniset kauppojen täsmäytysjärjestelmät (ECN) ja vaihtoehtoiset kaupantekojärjestelmät (ATS).

Välittäjien ja pörssien liiketoiminnat lähenevät kuitenkin jatkuvasti toisiaan, mikä on suuri haaste pörseille. Niiden on kyettävä rakentamaan yhteistyöhön suurimpien asiakkaidensa kanssa samalla, kun välittäjä-asiakkaat alkavat kilpailla pörssien kanssa. Samanaikaisesti suurimmat institutionaaliset sijoittajat pystyttävät omia kaupankäyntiyrityksiään ja ovat valmiina aktiiviseen kaupankäyntiin. Pitäisikö myös näiden sijoittajien päästä pörssien kaupankäyntijärjestelmiin? Institutionaalinen jäsenyys on itse asiassa jo kauan ollut mahdollista Yhdysvalloissa ja jonkin aikaa joissakin Euroopan pörsseissä. Mitä avoimemmat markkinat ovat kilpailulle, sitä vapaammin markkinoiden rakenteiden odotetaan kehittyvän.

Arvopaperikaupan selvitys

Selvitystoiminnot ovat kaikkein pisimmälle yhdentyneet Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoilla. Tämän prosessin viimeaikaisimmassa vaiheessa Depository Trust Companyn (DTC) ja National Securities Clearing Corporationin (NSCC) toiminnot yhdistettiin yhteisen holding-

yhtiön, Depository Trust & Clearing Corporationin (DTCC), alaisuuteen. Nämä yhtiöt tytäryhtiöineen selvittävät lähes kaikki arvopaperikaupat Yhdysvaltojen markkinoilla, ja DTC on edelleen maailman suurin arvopaperikeskus.

ECSDA on kehittänyt mallin selvitystoimintojen yhdistämiseksi yksittäisten arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien tai arvopaperikeskusten kahdenkeskisin linkein. Euroopan kansallisten arvopaperikeskusten väliset linkit mahdollistavat toistaiseksi vain arvopaperien siirrot, eikä linkkien välityksellä voi suorittaa arvopaperikaupaan liittyviä maksuja. Euroopan arvopaperikeskusten välisten linkkien määrä kasvaa jatkuvasti, ja useimmat linkit on hyväksytty EKPJ:n luotto-operaatioissa käytettävien vakuuksien siirtoon maasta toiseen. Euroopan arvopaperikeskusten välille on kuitenkin taloudellisesti haastavaa rakentaa $N(N-1)/2$ -linkkejä. Suurimmat selvitystalot saattavat kehittää tätä tehokkaampiakin ratkaisuja, mutta järjestelmien rakenteiden suuret muutokset eivät toisaalta ole mahdollisia lyhyellä aikavälillä.

Kahdeksan eurooppalaisen pörssin suunnittelema malli arvopaperikaupan kansallisten selvitysjärjestelmien verkostosta merkitsee kotimarkkinaperiaatteen soveltamista kaupankäyntiin ja mahdollisesti myös selvitykseen. Useiden järjestelmien olemassaolo saattaa edellyttää moninkertaisia selvitysohjelmisto- ja laitteistoratkaisuja. Selvitystoiminnot pysynevät Euroopassa lähivuosien aikana varsin hajanaisina riippumatta selvitysyhtiöiden välisistä fuusioista. Tämä puolestaan merkitsee selvityskustannusten pysymistä suurina Euroopassa. Yhdentymisen jatkuminen näyttäisi tällä erää taloudellisesti edulliselta ratkaisulta. Järjestelmien nopea yhdistyminen olisi iso haaste arvopaperimarkkinoita valvoville kansallisille viranomaisille. ■

- Asiasanat: pörssit, selvitysjärjestelmät, verkottumisedut, skaalaedut

Lähdeluettelo

Domowitz, I. – Steil, B. (1998) Automation, Trading Costs, and the Structure of the Trading Services Industry. Forthcoming in Brookings-Wharton Papers on Financial Services.

Economides, N. (1993) Network Economics with Application to Finance. Financial Markets, Institutions & Instruments, Vol. 2, No. 5.

Gaspar, J. – Glaeser, E. L. (1996) Information Technology and the Future of Cities. NBER Working Paper 5562.

Gehrig, T. (1998) Cities and the Geography of Financial Centers. Centre of Economic Policy Research, London. Discussion Paper No. 1894.

Hart, O. – Moore, J. (1996) The Governance of Exchanges: Member's Cooperatives Versus Outside Ownership. Oxford Review of Economic Policy, Vol. 12, No. 4.

Kindleberger, C. P. (1974) The Formation of Financial Centres: A Study in Comparative Economic History. Princeton University, Princeton Studies in International Finance, No. 36.

Malkamäki, M. (1999a) Are there Economies of Scale in Stock Exchange Activities? Bank of Finland Discussion Papers 4/99.

Malkamäki, M. (1999b) Economies of Scale in Securities Depository and Settlement Systems. Draft.

Malkamäki, M. – Topi, J. (1999) Strategic Challenges of Exchanges and Securities Settlement. Forthcoming in Bank of Finland Discussion Papers.

Pirrong, C. (1999) The Organization of Financial Exchange Markets: Theory and Evidence. John M. Olin School of Business, Washington University.

Shapiro, C. – Varian, H. R. (1999) Information Rules. A Strategic Guide to the Network Economy. Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

Eurojärjestelmän rahapolitiikan välineet 15.11.1999

Ohjaukset

Eurojärjestelmän¹ rahapolitiikan tärkein ohjauksellinen väline on perusrahoitusoperaatio, jonka koron muutoksilla eurojärjestelmä viestii rahapolitiikkansa linjasta. Perusrahoitusoperaatiossa sovellettavan koron muutokset heijastuvat voimakkaasti lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin. EKP:n neuvoston 4.11.1999 tekemän päätöksen mukaisesti perusrahoitusoperaation korko on 10.11.1999 alkaen ollut 3,00 %.

Eurojärjestelmä rajoittaa pankkien välisen yön yli -koron vaihtelua maksuvalmiusjärjestelmän koroilla. Eurojärjestelmä määrittää erikseen sekä maksuvalmiusluottoon että talletusmahdollisuuteen sovellettavan koron. 5.11.1999 alkaen eurojärjestelmän maksuvalmiusluoton korko on ollut 4,00 % ja talletusmahdollisuuden korko 2,00 %.

Rahamarkkinaoperaatiot

Markkinaoperaatioilla on keskeinen sija eurojärjestelmän rahapolitiikassa. Niillä ohjataan korkoja, hallitaan markkinoiden likviditeettiä ja viestitään rahapolitiikan virityksestä. Markkinaoperaatiot toteutetaan yleensä EKP:n aloitteesta 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 viikkoa². Perusrahoitusoperaatioilla

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 yhdentoista euromaan kansallisten keskuspankkien pääjohtajat.

² EKP:n neuvosto päätti 23.9.1999 poikkeuksellisesti pidentää 21.12.1999 toteutettavan perusrahoitusoperaation maturiteetin kolmeen viikkoon, ettei perusrahoitusoperaatioita eräännyisi eikä toteutettaisi vuoden 2000 ensimmäisellä viikolla. Jottei kaksi perusrahoitusoperaatiota eräännyisi samana päivänä, myös 30.12.1999 toteutettavan perusrahoitusoperaation maturiteettiä pidennettiin kolmeksi viikoksi.

on keskeinen asema eurojärjestelmän markkinaoperaatioiden tavoitteiden täyttämiseksi, ja niiden avulla turvataan suurin osa rahoitussektorin maksuvalmiudesta.

2) *Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot* ovat keran 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 suorita kauppoina.

Maksuvalmiusjärjestelmä

Maksuvalmiusjärjestelmällä pyritään rajoittamaan yön yli -koron ylisuuria liikkeitä lisäämällä 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 keskuspankkirahoituksen 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. Eurojärjestelmän vähimmäisvarantovelvoite koskee seuraavia Suomessa toimivia luottolaitoksia:

Aktia Säästöpankki Oyj
Citibank International plc Finland Branch
Crédit Agricole Indosuez, Helsingin sivukonttori
Den Danske Bank, Helsingin sivukonttori
Gyllenberg Private Bank Oy
Leonía Pankki Oyj
Mandatum Pankki Oyj
Merita Pankki Oyj
Okopankki Oyj
OP-Kotipankki Oyj

Osuuspankkien Keskuspankki Oyj
S E B, Helsingin sivukonttori
Svenska Handelsbanken, Helsingin sivukonttori
Unibank A.S., Helsingin sivukonttori
Yrityspankki Skop Oyj
Ålandsbanken Abp
Muut osuuspankit ja säästöpankit

Rahapoliittisten operaatioiden vastapuolet

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

Rahapoliittisiin operaatioihin kelpaavat vakuudet

EKPJ:n/EKP:n perussäännön mukaisesti kaiken eurojärjestelmän luotonannon on perustuttava riittäviin vakuuksiin. EKPJ 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 jälkimarkkinakelpoisten 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 rahapoliittisissä 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

Suomen Pankin julkaisuista on saatavissa täydellinen luettelo osoitteesta Suomen Pankki, Asiakirjapalvelut/osoiterekisteri, PL 160, 00101 Helsinki, puh. (09) 1831.

Sarjajulkaisuja

Sarja E

ISSN 1238-1691, painetut julkaisut

ISSN 1456-5951, verkkojulkaisut

E:15

Liisa Halme **Pankkisääntely ja valvonta. Oikeuspoliittinen tutkimus säästöpankkien riskinotosta.** XLIV + 560 s. ISBN 951-686-606-9 (painettu julkaisu), ISBN 951-686-607-7 (verkkojulkaisu).

Keskustelualoitteita

ISSN 0785-3572

1/99

Anne Brunila – Juhana Hukkinen – Mika Tujula **Indicators of the Cyclically Adjusted Budget Balance: The Bank of Finland's Experience.** 30 s. ISBN 951-686-603-4.

2/99

Olli Castrén **Accountability of the ECB and a Government's Incentives to Rebel against the Common Monetary Policy in EMU.** 20 s. ISBN 951-686-604-2.

3/99

Atso Andersen – Mikko Niskanen – Sami Ylä-outinen **Euroopan pankkien kehitysnäkymiä.** 28 s. ISBN 951-686-605-0.

4/99

Markku Malkamäki **Are there Economies of Scale in Stock Exchange Activities?** 28 s. ISBN 951-686-608-5.

5/99

Risto Herrala – Risto Nieminen **Valuuttakauppojen selvitysriskit ja niiden hallinta.** 33 s. ISBN 951-686-612-3.

6/99

Pentti Saikkonen – Antti Ripatti **On the Estimation of Euler Equations in the Presence of a Potential Regime Shift.** 34 s. ISBN 951-686-613-1.

7/99

Juha Kilponen **The Inflation Target and the Structure of Labour Markets: Implications for Common Monetary Policy.** 31 s. ISBN 951-686-616-6.

8/99

Jussi Snellman – Jukka Vesala **Forecasting the Electronification of Payments with Learning Curves: The Case of Finland.** 33 s. ISBN 951-686-617-4.

9/99

Juha Kilponen **Central Bank Independence and Wage Bargaining Structure – Empirical Evidence.** 45 s. ISBN 951-686-618-2.

10/99

David G. Mayes – Jouko Vilmunen **Unemployment in a Small Open Economy: Finland and New Zealand.** 39 s. ISBN 951-686-619-0.

11/99

Nils Björkstén – Miika Syrjänen **Divergences in the Euro Area: a Cause for Concern?** 34 s. ISBN 951-686-620-4.

12/99

Jarkko Jääskelä – Jouko Vilmunen **Anticipated Monetary Policy and the Dynamic Behaviour of the Term Structure of Interest Rates.** 39 s. ISBN 951-686-621-2.

13/99 Helvi Kinnunen – Vesa Vihriälä **Bank Relationships and Small-Business Closures during the Finnish Recession of the 1990s.** 23 s. ISBN 951-686-622-0.

14/99

Marc-Alexandre Sénégas – Jouko Vilmunen **The Effects of Transmission Uncertainty on the Flexibility-Credibility Tradeoff in Monetary Policy.** 40 s. ISBN 951-686-623-9.

15/99

Tapio Peura **Rahapolitiikan säännöt: Katsaus kirjallisuuteen.** 40 s. ISBN 951-686-632-8.

16/99

Harry Leinonen – Kimmo Soramäki **Optimizing Liquidity Usage and Settlement Speed in Payment Systems.** 39 s. ISBN 951-686-636-0.

3/99

Andrei Yakovlev **Black cash tax evasion in Russia: Its forms, incentives and consequences at firm level.** 40 s. ISBN 951-686-904-1 (painettu julkaisu), ISBN 951-686-905-X (verkkojulkaisu).

4/99

Barbara Lehmruch **Managing uncertainty: Hierarchies, Markets and "Networks" in the Russian Timber Industry. 1991–1998.** 30 s. ISBN 951-686-906-8 (painettu julkaisu), ISBN 951-686-907-6 (verkkojulkaisu).

5/99

Rupinder Singh – Juhani Laurila **Azerbaijan: Recent Economic Developments and Policy Issues in Sustainability of Growth.** 49 s. ISBN 951-686-908-4 (painettu julkaisu), ISBN 951-686-909-2 (verkkojulkaisu).

Idäntalouksien katsauksia

ISSN 1235-7405

1/99

Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys vuonna 1998.** 10 s.; Iikka Korhonen – Seija Lainela **Baltian maat vuonna 1998.** 10 s.; Tom Nordman **Kiinan talouden tila ja näkymät.** 13 s.; Pekka Sutela **Ukrainan talouskatsaus 1998.** 14 s.; Iikka Korhonen **Keski- ja Itä-Euroopan talouskehitys vuonna 1998.** 10 s.

BOFIT Discussion Papers

ISSN 1456-4564, painetut julkaisut

ISSN 1456-5889, verkkojulkaisut

1/99

Tuomas Komulainen **Currency Crisis Theories – Some Explanations for the Russian Case.** 43 s. ISBN 951-686-900-9 (painettu julkaisu), ISBN 951-686-901-7 (verkkojulkaisu).

2/99

Jukka Pirttilä **Tax Evasion and Economies in Transition: Lessons from Tax Theory.** 41 s. ISBN 951-686-902-5 (painettu julkaisu), ISBN 951-686-903-3 (verkkojulkaisu).

Julkaisujen tiivistelmiä

Keskustelualoitteita

Divergences in the Euro Area: a Cause for Concern?

Nils Björkstén – Miika Syrjänen

11/99

Viimeaikainen kehitys euroalueella viittaa siihen, että 1990-luvun alun ja puolivälin lähentymisen jälkeen maiden taloudet ovat alkaneet jossain määrin erkaantua toisistaan. Tästä syystä yhteinen rahapolitiikka voi käydä sopimattomaksi joillekin jäsenmaille. Tässä tutkimuksessa tarkastellaan, kuinka laajaa ja vakavaa taloudellinen eriytyminen viime aikoina on ollut. Lisäksi arvioidaan, millaisia mahdollisuuksia mailla on tasapainottaa talouden kehitystä muilla politiikan välineillä. Euroalueen sisäisen kehityksen arvioimiseksi on kehitetty ns. konvergenssibarometri. Rahapolitiikan sopivuutta mitataan puolestaan Taylor-sääntöön perustuvalla rahapolitiikan termometrillä, joka vertaa kullekin maalle laskettua optimaalista rahapolitiikkaa koko euroalueen yhteiseen rahapolitiikkaan.

Johtopäätös on, että euroalueen vakaan kehityksen turvaamiseksi talouspolitiikan päättäjien on kiinnitettävä huomiota koko alueen kehityksen ohella myös jäsenmaiden talouksien mahdolliseen eriytymiseen. Erojen seuraaminen on ensiarvoisen tärkeää, koska automaattiset vakauttajat eivät välttämättä riitä takaamaan tasapainoista kehitystä niissä jäsenmaissa, joiden talouskehitys poikkeaa merkittävästi euroalueen keskimääräisestä kehityksestä. ■

- Asiasanat: talous- ja rahaliitto, eriytyminen, Taylor-sääntö

Anticipated Monetary Policy and the Dynamic Behaviour of the Term Structure of Interest Rates

Jarkko Jääskelä – Jouko Vilmunen
12/99

Keskustelualoitteessa tarkastellaan rahapolitiikan ohjauskorkoja koskevien odotusten mittaamista ja näiden odotusten vaikutuksia nimelliskorkoihin. Korkojen aikarakennetta selittävän odotushypoteesin mukaan markkinakorkojen dynamiikka riippuu kolmesta tekijästä: ohjauskorosta, markkinakorona ja ohjauskorona välisestä erosta sekä tulevia ohjauskorona muutoksia koskevista markkinoiden odotuksista. Ratkaisevaa tarkastelujen teoreettisissa perusteissa on oletus, että rahamarkkinoilla ei ole täydellistä tietämystä rahapolitiikan ohjauskorona määräytymismekanismista. Odotustenmuodostus saattaa siis olla jossain määrin epärationaalista. Ohjauskorkojen oletetaan muuttuvan hyppäyksittäin ja muutosten oletetaan lisäksi olevan harvinaisia päivittäiseen kehitykseen nähden. Valitsemamme lähestymistapa liittyy korkojen aikarakenteen tutkimuksen rahapolitiikan epävarmuuksia ja lyhyitä aikasarjoja eli ns. peso-ongelmia käsittelevään kirjallisuuteen.

Empiirinen analyysi perustuu Nelsonin–Siegelin menetelmällä estimoituihin päivittäisiin korkojen aikarakenteisiin Suomessa 1.1.1993–30.10.1997. Estimoitujen korko-odotusten ja toteutuneiden Suomen Pankin ohjauskorkojen väliset erot ovat tulosten perusteella selkeitä varsinkin pitkissä maturiteeteissa. Työssä sovellettu korko-odotusten mallinnus- ja mittaamistapaa pidetään lupaavana, koska sen avulla saa-

daan arvio rahapolitiikan tulevia korkoja koskevista odotuksista ja koska lähestymistapa ratkaisee odotushypoteesiin liittyviä ongelmia korkojen aikarakenteen muutosten selittäjänä. ■

- Asiasanat: korkojen aikarakenne, odotukset, ohjauskorona muutokset, peso-ongelmat

Bank Relationships and Small-Business Closures during the Finnish Recession of the 1990s

Helvi Kinnunen – Vesa Vihriälä
13/99

Tutkimuksessa tarkastellaan pankkisuhteen vaikutusta yritysten toiminnan lopettamiseen Suomen 1990-luvun alun lamassa. Tutkimus perustuu ainutlaatuiseen aineistoon 474 pienestä ja keskisuuresta yrityksestä. Tavanomaisen kirjainpitoinformaation lisäksi aineiston avulla on mahdollista määrittää, oliko yrityksellä luottoasiakassuhde suurimmissa vaikeuksissa olleeseen osaan pankkisektoria eli Suomen Säästöpankkiin (SSP tai sen edeltäjät) tai Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankkiin (Skop). Estimoimamme logit-mallin mukaan yritykset, joilla oli tällainen asiakassuhde, lopettivat toimintansa todennäköisemmin kuin muut yritykset vuonna 1992 taikka todennäköisemmin kuin samat yritykset muina vuosina, vaikka otetaan huomioon yritysten erilaiset likviditeetti-, kannattavuus- ja velkaantuneisuusolot sekä yritysten ikä ja koko. Asiakkuus SSP:ssä ja Skopissa oli siten pankkikriisin pahimpana vuonna riskialttiimpaa kuin velkassuhde muihin pankkeihin. Tulos tukee hypoteesia, että ns. rahoitustekijät vaikuttavat reaalitalouden kehitykseen paitsi yritysten ja kotitalouksien taseiden kautta myös pankkien käyttäytymisen välityksellä. ■

- Asiasanat: rahoitustekijät, luottolama, pankkikriisi

**The Effects of Transmission
Uncertainty on the Flexibility-
Credibility Tradeoff in Monetary Policy**
Marc-Alexandre S n gas – Jouko Vilmunen
14/99

Keskustelualoitteessa tarkastellaan, miten rahapolitiikan vaikutuksiin liittyv  ep varmuus vaikuttaa siihen, kuinka inflaatiota kaihtava keskuspankin tulisi yhteiskunnan kannalta olla. Analyysi perustuu rahapolitiikkaa strategisena pelin  tarkastelevassa kirjallisuudessa vakiintuneeseen kokonaistaloudelliseen malliin, jonka keskeinen osa on odotuksilla t ydennetty Phillips-k yri. Brainardin klassisia, parametrip varmuuksiin liittyvi  tarkasteluja mukaillen mallia t ydennet n transmissioep varmuudella. T ll  tarkoitetaan rahapolitiikan vaikeasti ennakoitavia, satunnaisia inflaatiovaikutuksia. T m  rahapolitiikan v littymis- eli transmissioep varmuus on t rke , koska se vaikuttaa uskottavuuden ja joustavuuden v liseen ristiriitaan rahapolitiikassa.

Tulokset riippuvat siit , kuinka vakava rahapolitiikan uskottavuusongelma on suhteessa joustavuusongelmaan eli siihen, miten suuria kokonaistaloudelliset tarjontah iri t ovat. Jos kokonaistaloudelliset tarjontah iri t ovat suuria, mik  korostaa joustavuuden tarvetta rahapolitiikassa, transmissioep varmuuden kasvu v hent  keskuspankin optimaalista inflaation vastaisuutta. Jos taas rahapolitiikan uskottavuusongelma on hallitseva, transmissioep varmuuden osoitetaan kasvattavan keskuspankin optimaalista inflaation vastaisuutta. N m  tulokset ovat selkeimpi  tilanteessa, jossa transmissioep varmuus on pieni. Inflaatiovauhdin variaatiokertoimen eli keskihajonnan ja keskiarvon suhteen avulla voidaan karkeasti arvioida, miten v littymiseen liittyv n ep varmuuden kasvu voisi vaikuttaa keskuspankin optimaaliseen inflaation vastaisuuteen. ■

- Asiasanat: uskottavuus, joustavuus, rahapolitiikka, konservatiivisuus, transmissioep varmuus

**Rahapolitiikan s nn t:
Katsaus kirjallisuuteen**
Tapio Peura
15/99

Rahapolitiikan s nn ll  tarkoitetaan nyky n yleisesti ennakkoon ilmoitettua tapaa, jolla keskuspankki reagoi rahapolitiikan instrumentillaan talouden tilan muutoksiin. Rahapolitiikan s nn j  koskevassa tutkimuksessa on pyritty selvitt m n ensinn kin, voitaisiinko eri maissa harjoitettua rahapolitiikkaa ylip t ns  kuvata s nn ll  ja mink t yppiset s nn t soveltuisivat parhaiten kuvaamaan eri maiden rahapolitiikkaa. Toisaalta mallisimulointien avulla on pyritty etsim n optimaalisia rahapolitiikan s nn j , jotka tuottaisivat pienimm n tuotannon ja inflaation vaihtelun k ytetyn mallin ja s nn n puitteissa, sek  s nn j , jotka toimisivat hyvin useissa erilaisissa malleissa. Taustalla n iss  tutkimuksissa on oletus, ett  s nn n k ytt  p t ksenteon tukena voisi johtaa tasapainoisempaan talouden kehitykseen kuin harkinnanvarainen politiikka. T ss  selvityksess  esitell n viimeaikaisen s nn tutkimuksen tuloksia.

Tutkimustulosten mukaan usean maan rahapolitiikka on viimeisen runsaan kymmenen vuoden aikana ollut siin  m arin systemaattista, ett  sit  voidaan melko hyvin kuvata yksinkertaisella Taylorin korkos nn ll , jossa lyhyen nimelliskoron m  r ytymiseen vaikuttavat inflaation ja tuotannon poikkeamat niille asetetuista tavoitteista. Er iss  tapauksissa yksinkertaisen s nn n toimivuutta on parantanut, jos siihen on lis tt  koron asteittaista sopeutumista kuvaava muuttuja tai valuuttakurssikehityksen huomioon ottava termi. Yksinkertaiset Taylorin s nn n tapaiset muutaman muuttujan s nn t toimivat tulosten mukaan hyvin my s optimaalisiin s nn ihin n hden. Suomen aineistolla tehty testaus osoittaa, ett  Suomen rahamarkkinoiden liberalisoinnin j lkeist  rahapolitiikkaa ei voida varsinkaan 1990-luvun alun syv n laman, valuuttakriisin ja kiinte n kurssitavoitteen aikana kuvata yksinkertaisella Taylorin s nn ll . ■

- Asiasanat: rahapolitiikka, rahapolitiikan s nn t, Taylorin s nn 

Optimizing Liquidity Usage and Settlement Speed in Payment Systems

Harry Leinonen – Kimmo Soramäki
16/99

Maksujärjestelmien toimintanopeus riippuu järjestelmän tiedonvälityksen ja -käsittelyn teknisestä tasosta. Lukuisat päivänsisäiset käsittelykerrat ja reaaliaikaiset järjestelmät ovat mahdollistaneet maksujen aiempaa nopeamman välityksen ja selvityksen. Reaaliaikaisessa ympäristössä pankkien likviditeetinhallintaan kohdistuu uusia haasteita, kun päivänsisäisen suunnitteluperiodin merkitys on kasvanut päiväkohtaisen suunnittelun lisäksi. Erilaisilla hybridijärjestelmillä päivänsisäisen likviditeettitarpeen vaihteluita voidaan tasoittaa. Tämän tutkimuksen tavoitteena on luoda kehikko likviditeetin vaihteluiden analysointia ja erilaisten maksujärjestelmien likviditeettiä ja toimintanopeutta parantavien menetelmien arviointia varten

Tutkimuksessa arvioidaan likviditeetin käytön ja selvitysviipeen suhdetta nettoselvitysjärjestelmissä, reaaliaikaisissa bruttoselvitysjärjestelmissä ja hybridijärjestelmissä sekä myöskin likviditeetin ja viipeen yhteiskustannuksia näissä. Kustannusten pienentämistä tutkitaan erilaisten optimointimenetelmien, kuten jonottavien maksujen nettoutuksen, vastakkaisten maksujen kumoamisen ja maksujen pilkkomisen avulla. Tutkimuksessa käytetään Suomen Pankissa kehitettyä maksujärjestelmäsimulaattoria, joka mahdollistaa järjestelmätekniisten muutosten ja erilaisten selvitystapojen vaikutusten arvioinnin samaa maksuaineistoa käyttäen. Maksuaineistona käytetään 100 päivän aikana Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä suoritettuja maksuja.

Tutkimuksen päätulokset liittyvät reaaliaikaisen selvityksen tuomaan riskien pienentämiseen, optimointimenetelmien vaikutuksiin hybridijärjestelmissä ja suhteellisten likviditeettikustannusten vaikutukseen pankkien käyttäytymisessä. Reaaliaikainen ja jatkuva selvitysjärjestelmä, jossa on käytössä jonotusmekanismi, on likviditeetin ja riskien näkökulmasta tehokkaampi kuin eräpohjaiset nettoselvitysjärjestelmät. Reaaliaikaisuudella voidaan vähentää viivettä maksujen lopullisessa selvityksessä ja järjestelmän riskipitoisuudessa ilman että likviditeettitarve kasvaa. Järjestelmän osallistujat toi-

mivat ilman selvitysviivettä, mikäli likviditeettikustannukset ovat tarpeeksi pienet viivekustannuksiin verrattuna. Joustavammat likviditeettijärjestelyt pienentävät likviditeetin kustannuksia. Keskuspankit voivat vähentää maksujärjestelmän riskejä ja nopeuttaa maksujen selvitystä tarjoamalla edullista päivänsisäistä likviditeettiä ja järjestämällä osallistujille entistä joustavampia tapoja lisätä ja vetää pois likviditeettiä järjestelmästä. Likviditeetin optimointimenetelmät ja järjestelmän lukkiutumistilanteiden (gridlock) syntymistä estävät ja purkavat ominaisuudet havaittiin tehokkaammiksi, mikäli osallistujilla oli vain vähän likviditeettiä käytössä. Päivänsisäisten nettoutuskertojen lisäämisestä koituvat edut havaittiin nettojärjestelmien kannalta vähäisiksi. ■

- Asiasanat: maksujärjestelmät, clearing/settlement, likviditeetti, tehokkuus, gridlock

BOFIT Discussion Papers

Azerbaijan: Recent Economic Developments and Policy Issues in Sustainability of Growth

Rupinder Singh – Juhani Laurila
5/99

Azerbaidzanin talouden vakauttaminen on ollut menestyksellistä. Kun konflikti Armenian kanssa oli päättynyt ja vuoden 1995 bruttokansantuote oli ollut vain 60 % vuoden 1990 bruttokansantuotteesta, hallitus lähti toteuttamaan talousuudistusta big bang -periaatteella. Inflaatiovauhti onkin saatu tähän mennessä hitaammaksi kuin useimmissa muissa siirtymätalouksissa ja tärkeitä raha- ja finanssipoliittisia uudistuksia on toteutettu. Hintojen, kaupan ja valuutanvaihdon esteiden tultua poistetuiksi sekä pienten ja keskisuurten yritysten tultua yksityistetyiksi talouden liberalisoinnin eli ensimmäisen sukupolven uudistusten toisen vaiheen voi todeta tulleen menestyksellisesti loppuunviedyksi. Tosin Venäjän kriisi elokuussa 1998 on ehtinyt vaikuttaa kielteisesti Azerbaidzanin talouden sisäiseen ja ulkoiseen tasapainoon.

Azerbaidzanilla on runsaasti luonnonvaroja, joista maakaasu ja öljy ovat tärkeimmät. Tutkimuksen jälkimmäisessä osassa käsitellään talouspolitiikan ongelmia, joita Azerbaidzanille saattaa syntyä nopeasti kasvavista öljytuloista. Ns. Hollannin tautina tunnettua oireyhtymää, joka ilmenee reaalisena valuuttakurssin nousuna ja haittaa energiasektorin ulkopuolelle jäävän talouden vienti- ja kasvumahdollisuuksia, ei tois-taiseksi pidetä ongelmallisena, mutta sen odote-taan muodostuvan keskeiseksi talouspolitiikan haasteeksi keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Julkisen sektorin rakenteelliset uudistukset odo-

tettujen rahoitusyliäämien ohjaamiseksi ovat riittämättömät. Niiden toteuttaminen on välttä-mätöntä markkinatalouteen siirtymisen jatkon kannalta. Varsinkin rahoitussektorin vajavainen toiminta vaatii merkittäviä uudistuksia pankki-toiminnan ja yksityistämisen alueilla samoin kuin säätelyn ja valvonnan parantamista lailli-suuden toteuttamiseksi. ■

- Asiasanat: Azerbaidzan, taloudellinen kehitys, öljy, Hollannin tauti, siirtymätaloudet

Suomen Pankin kuukausitase, milj. euroa

		1999			
		30.7.	27.8.	24.9.	29.10.
Vastaavaa					
1	Kulta ja kultasaamiset	397	397	397	449
2	Valuuttamääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta	7 618	7 572	7 485	7 495
2.1	Saamiset Kansainväliseltä valuuttarahastolta	902	887	770	812
2.2	Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja muut valuuttamääräiset saamiset	6 716	6 685	6 714	6 683
3	Valuuttamääräiset saamiset euroalueelta	485	523	633	622
4	Euromääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta	0	94	757	4 297
4.1	Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja lainat	0	94	757	4 297
4.2	ERM II:n luottojärjestelyihin perustuvat saamiset	0	0	0	0
5	Luotot euroalueen rahoitussektorille	1 368	535	274	1 146
5.1	Perusrahoitusoperaatiot	1 248	393	132	960
5.2	Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	119	140	140	183
5.3	Käänteiset hienosäätöoperaatiot	0	0	0	0
5.4	Käänteiset rakenteelliset operaatiot	0	0	0	0
5.5	Maksuvalmiusluotot	0	0	0	0
5.6	Vakuuksien muutospyyntöihin liittyvät luotot	0	0	0	0
5.7	Muut luotot	2	2	2	2
6	Euromääräiset arvopaperit euroalueelta	0	0	0	0
7	Euromääräiset saamiset julkisyhteisöiltä	0	0	0	0
8	Eurojärjestelmän sisäiset saamiset	5 799	1 549	2 795	768
8.1	Osuus EKP:ssä	70	70	70	70
8.2	Valuuttavarantojen siirtoon perustuva saaminen	699	699	699	699
8.3	EKP:n sijoitustodistusten liikkeeseenlaskuun liittyvät saamiset	0	0	0	0
8.4	Muut eurojärjestelmän sisäiset saamiset (netto)	5 031	780	2 027	0
9	Muut saamiset	662	661	734	742
Vastaavaa yhteensä		16 330	11 331	13 075	15 519

Pyöritysten vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

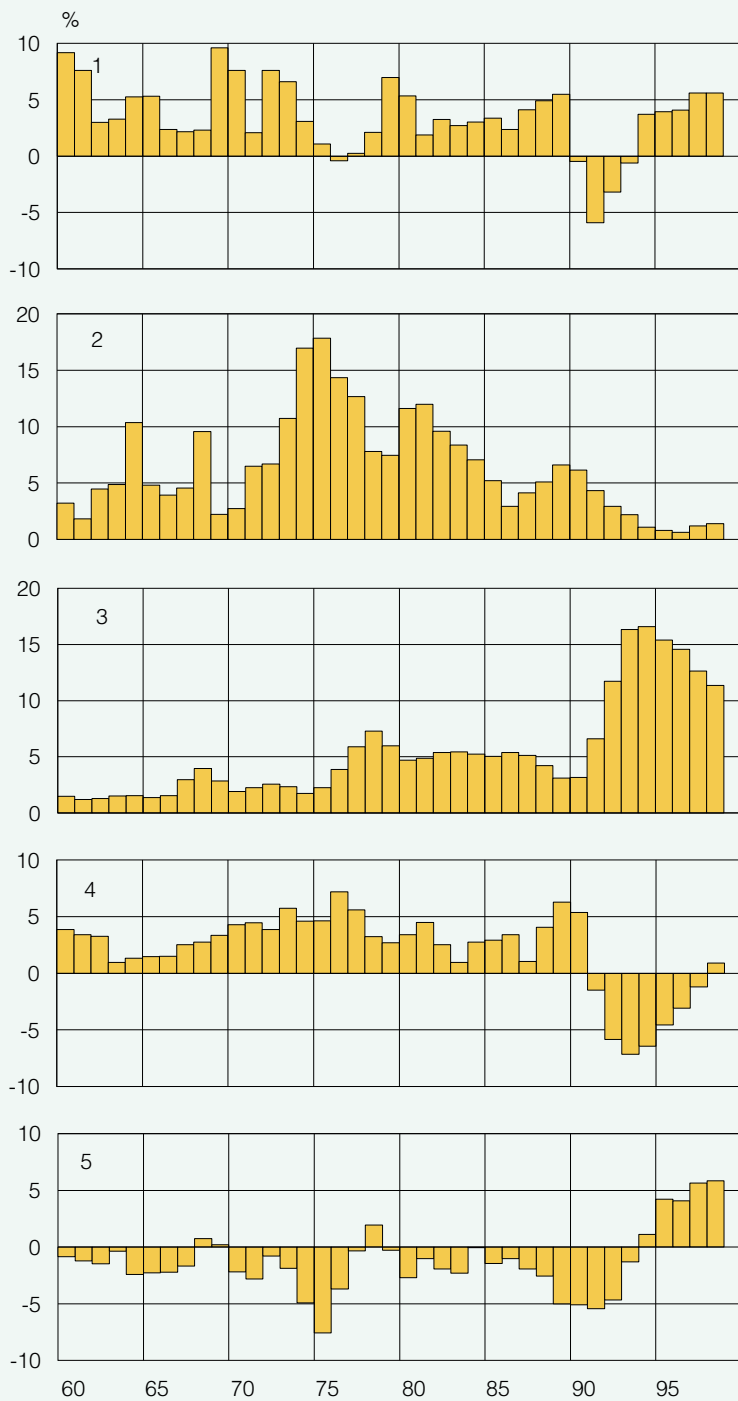
1999
30.7. 27.8. 24.9. 29.10.

Vastattavaa

I	Liikkeessä olevat setelit	2 654	2 604	2 595	2 602
2	Euomääräiset velat euroalueen rahoitussektorille	1 656	1 736	1 510	2 022
2.1	RTGR-tilit (ml. vähimmäisvarantotalletukset)	1 656	1 736	1 510	2 022
2.2	Yötalletukset	0	0	0	0
2.3	Määräaikaistalletukset	0	0	0	0
2.4	Käänteiset hienosäätöoperaatiot	0	0	0	0
2.5	Vakuuksien muutospyyntöihin liittyvät talletukset	0	0	0	0
3	Euomääräiset velat muille euroalueella oleville	2	1	2	1
3.1	Julkisyhteisöt	0	0	0	0
3.2	Muut	2	1	2	1
4	Euomääräiset velat euroalueen ulkopuolelle	7 516	2 506	4 399	3 758
5	Valuuttamääräiset velat euroalueelle	0	0	0	0
6	Valuuttamääräiset velat euroalueen ulkopuolelle	90	60	109	67
6.1	Talletukset ja muut velat	90	60	109	67
6.2	ERM II:n luottojärjestelyihin perustuvat velat	0	0	0	0
7	Myönnettyjen erityisnosto-oikeuksien vastaerä	185	185	185	187
8	Eurojärjestelmän sisäiset velat	0	0	0	2 530
8.1	EKP:n sijoitustodistuksiin liittyvä velkajärjestely	0	0	0	0
8.2	Muut eurojärjestelmän sisäiset velat (netto)	0	0	0	2 530
9	Muut velat	193	206	241	235
10	Arvonmuutostili	917	917	917	1 004
11	Pääoma ja rahastot	3 116	3 116	3 116	3 116
Vastaavaa yhteensä		16 330	11 331	13 075	15 519

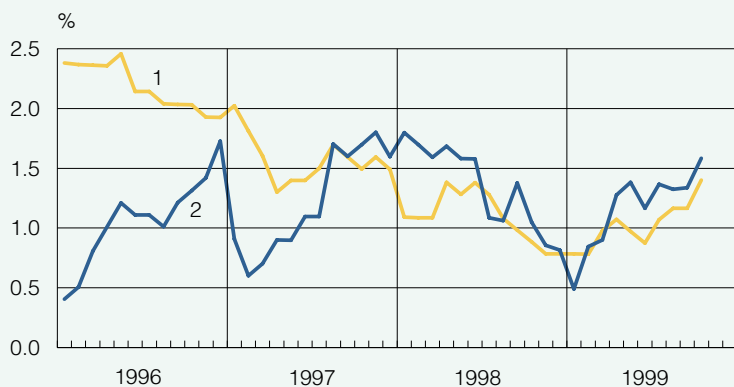
1. Keskeiset tasapainomuuttujat
2. Hintavakaus euroalueella ja Suomessa
3. Rahamäärän kehitys euroalueella
4. Rahamäärän kasvu
5. Eurojärjestelmän korot ja markkinakorkoja
6. Eurojärjestelmän (Suomen Pankin) korot
7. Keskuspankkikorkoja
8. Euriborkorot päivittäin
9. Euriborkorot kuukausittain
10. Eräiden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

1. Keskeiset tasapainomuuttujat

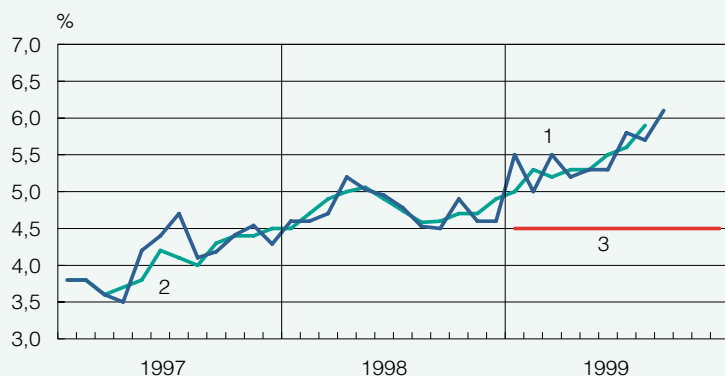


1. BKT, määrän muutos edellisvuotisesta
2. Kuluttajahinnat, muutos edellisvuotisista
3. Työttömyysaste, %
4. Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä, % BKT:stä
5. Vaihtotase, % BKT:stä

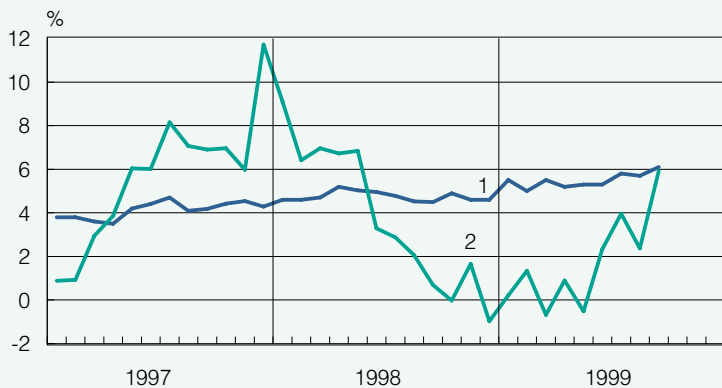
2. Hintavakaus euroalueella ja Suomessa



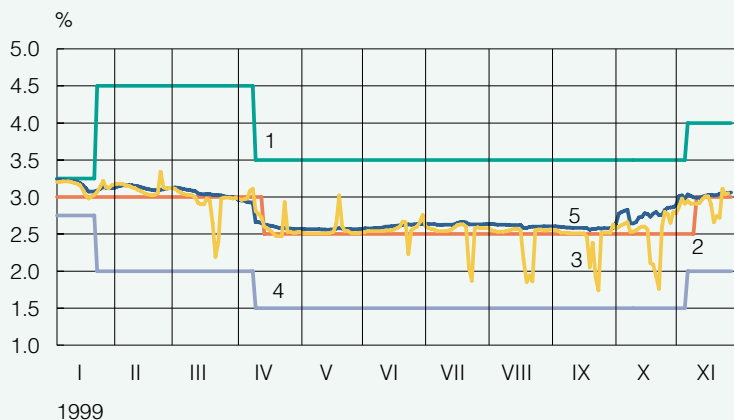
3. Rahamäärän kehitys euroalueella



4. Rahamäärän kasvu

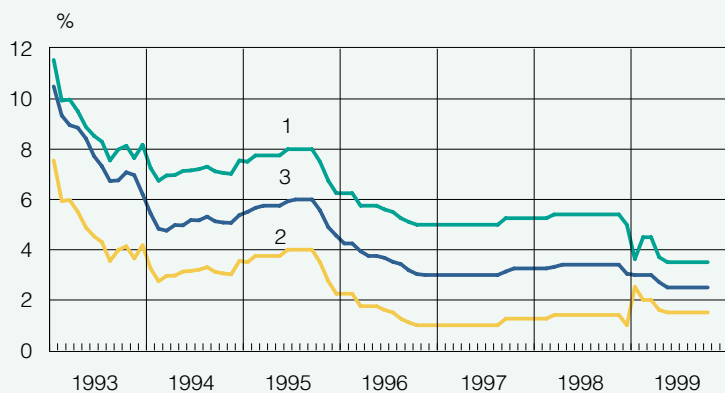


5. Eurojärjestelmän korot ja markkinakorkoja



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

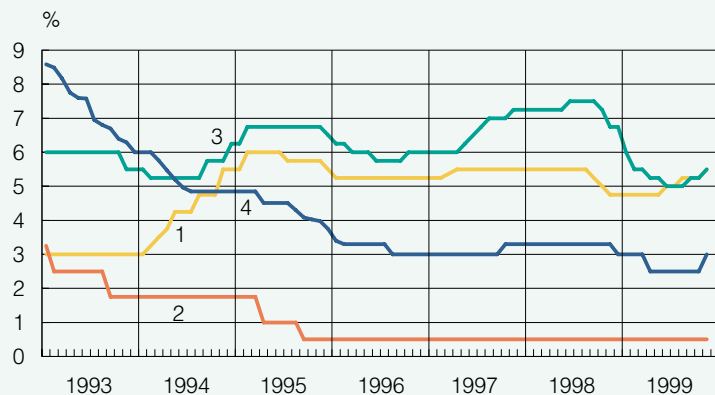
6. Eurojärjestelmän (Suomen Pankin) korot



Suomen Pankin korot ennen vuotta 1999

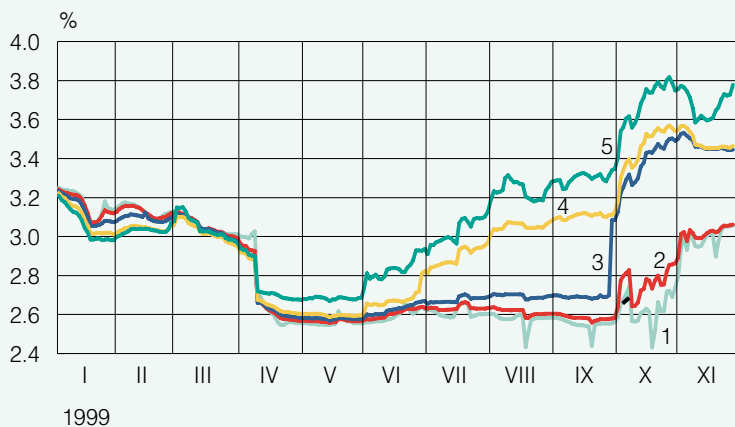
1. Maksuvalmiusluoton korko
2. Maksuvalmiusjärjestelmän talletusten korko
3. Perusrahoitusoperaatioiden korko (huutokauppakorko ennen vuotta 1999)

7. Keskuspankkikorkoja



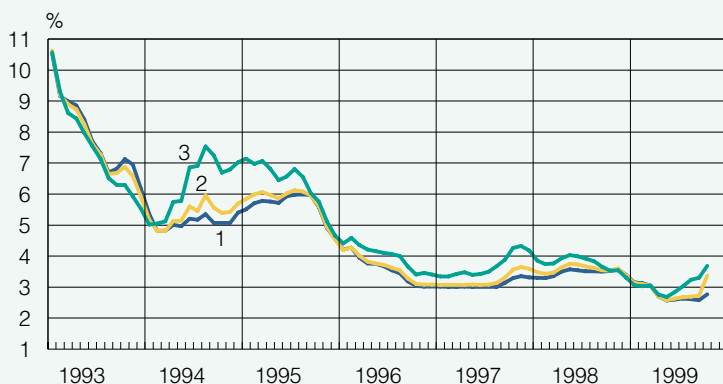
1. Yhdysvaltain fed funds-tavoitekorko
2. Japanin diskonttokorko
3. Englannin peruskorko
4. Eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden korko (Saksan repokorko ennen vuotta 1999)

8. Euriborkorot päivittäin



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

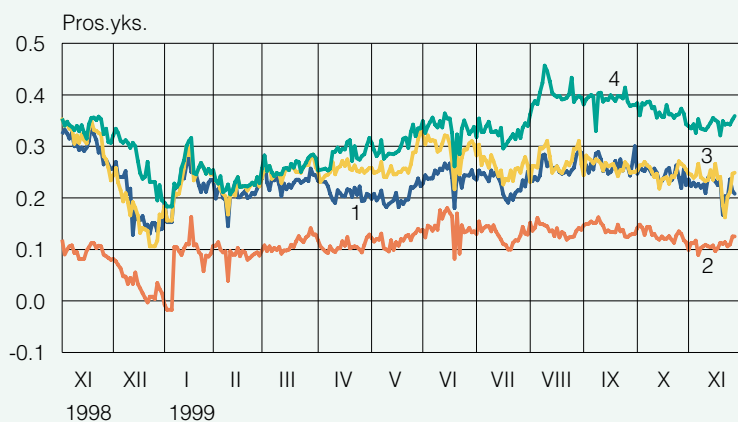
9. Euriborkorot kuukausittain



Ennen vuotta 1999
heliborkorot

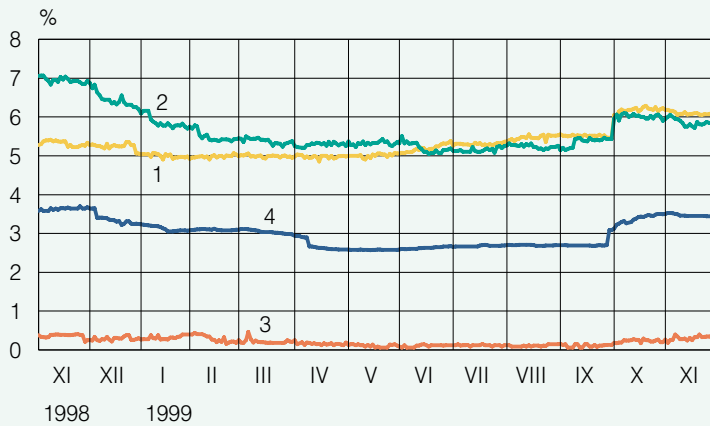
- 1. 1 kk
- 2. 3 kk
- 3. 12 kk

10. Eräiden euromaiden ja Saksan 10 vuoden korkojen ero



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

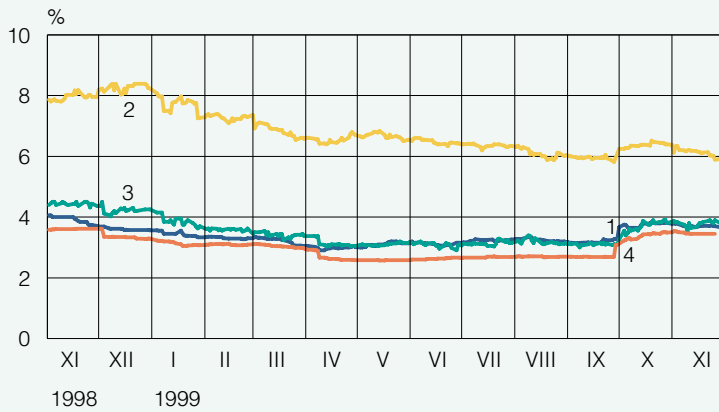
11. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja päivittäin



Pankkien välisiä korkoja

1. Yhdysvallat
2. Englanti
3. Japani
4. Euroalue (Saksa ennen vuotta 1999)

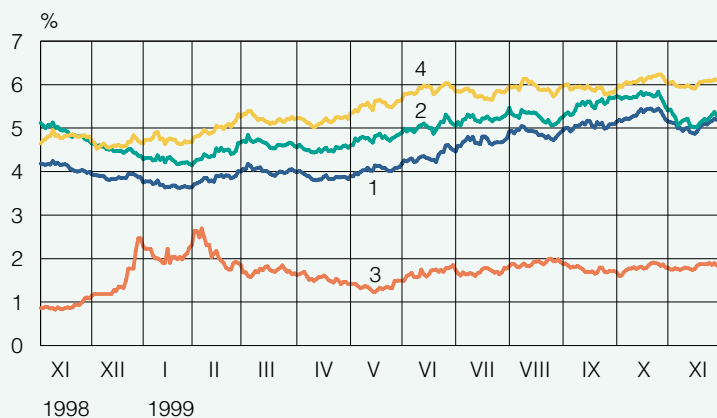
12. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja päivittäin



Pankkien välisiä korkoja

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

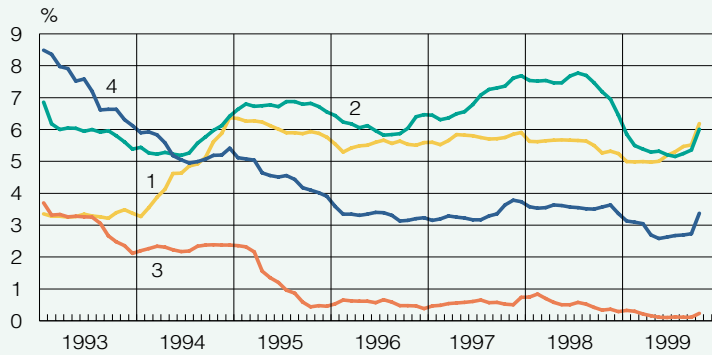
13. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja päivittäin



Valtion 10 vuoden obligatiokorkoja

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

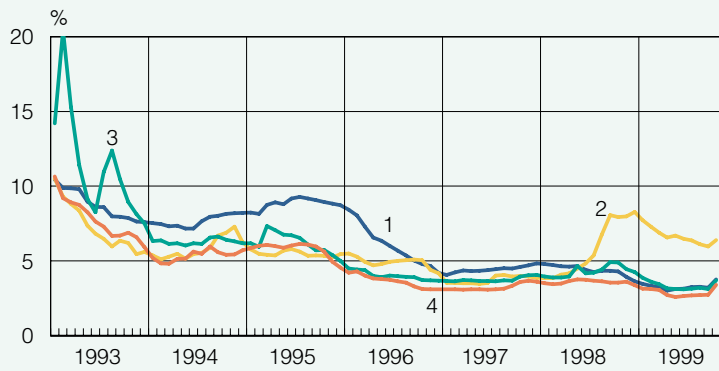
14. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja kuukausittain



Pankkien välisiä korkoja

1. Yhdysvallat
2. Englanti
3. Japani
4. Euroalue (Saksa ennen vuotta 1999)

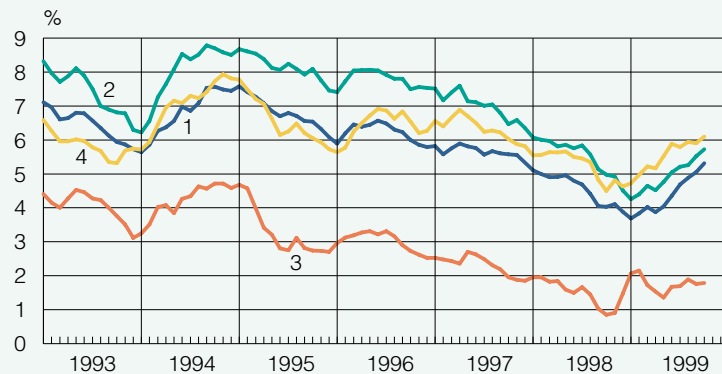
15. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja kuukausittain



Pankkien välisiä korkoja

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

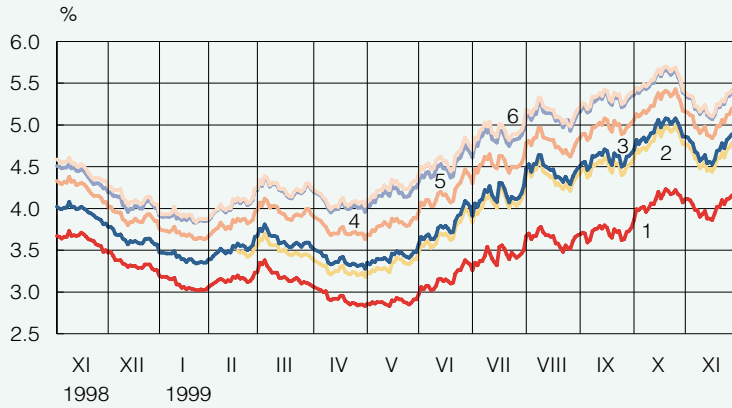
16. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja kuukausittain



Valtion 10 vuoden obligatiokorkoja

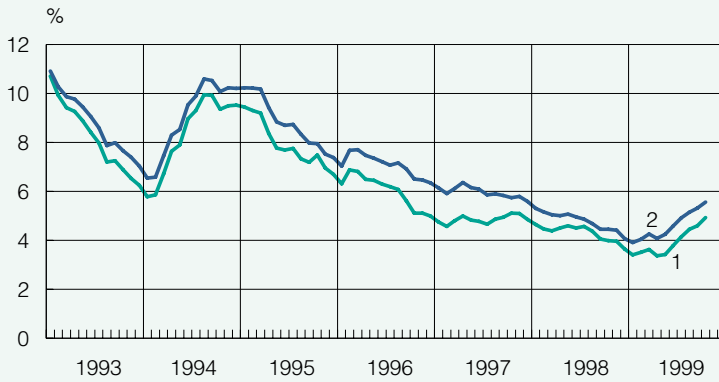
1. Saksa
2. Englanti
3. Japani
4. Yhdysvallat

17. Suomen valtion viitelainojen korot



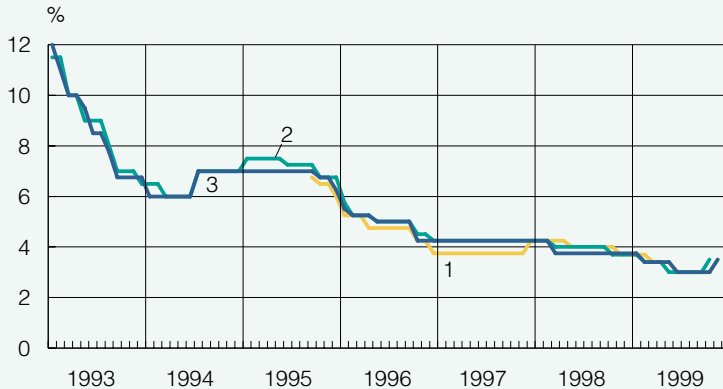
1. 15.9.2001 erääntyvä laina, 10 %
2. 12.11.2003 erääntyvä laina, 3.75 %
3. 15.3.2004 erääntyvä laina, 9.5 %
4. 18.4.2006 erääntyvä laina, 7.25 %
5. 25.4.2008 erääntyvä laina, 6 %
6. 25.4.2009 erääntyvä laina, 5 %

18. Suomen valtion 5 ja 10 vuoden obligaatioiden korot



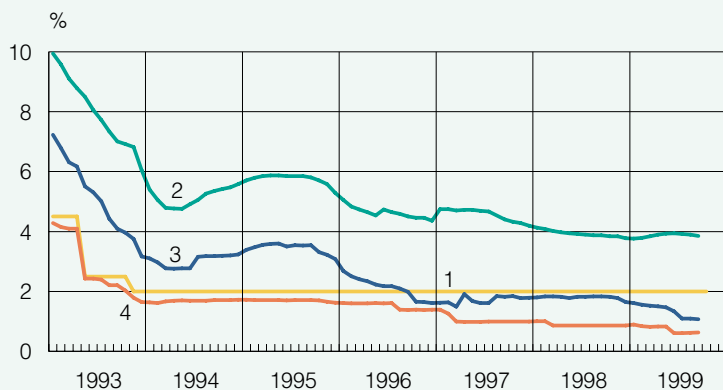
1. 5 vuotta
2. 10 vuotta

19. Suomalaisen pankkien viitekorkoja



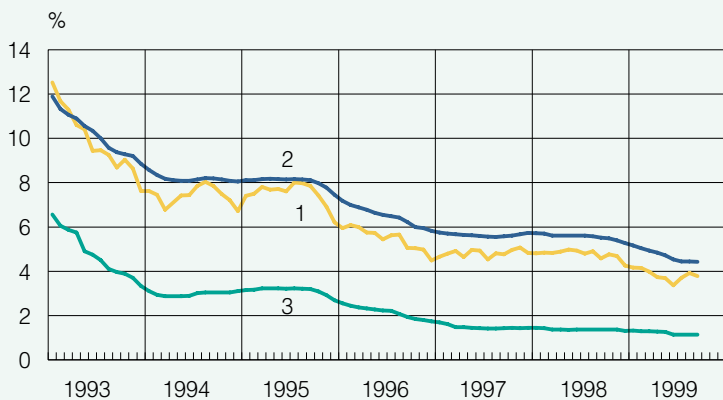
1. Merita-prime
2. Leonia-prime
3. Osuuspankkiryhmän prime

20. Suomalaisien pankkien talletuskorot



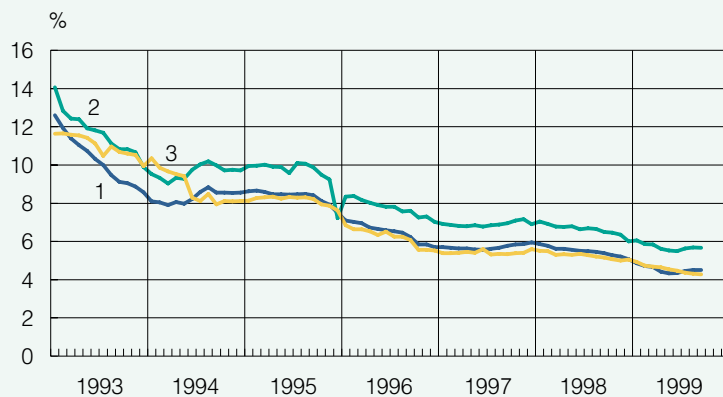
1. Verottoman käyttelytilin korko (yläraja)
2. Lähdeverollisten määräaikaistilien keskiporkko
3. Lähdeverollisten sekki- ja käyttelytilien keskiporkko
4. Verottomien sekki- ja käyttelytilien keskiporkko

21. Suomalaisien pankkien anto- ja ottolainauskorot



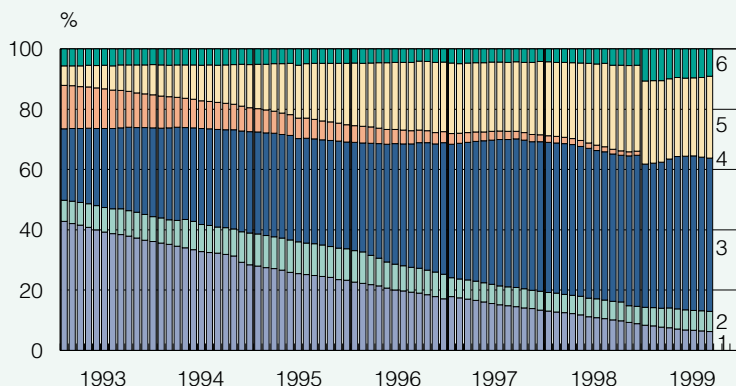
1. Uusien luottojen korko
2. Antolainauksen keskiporkko
3. Talletusten keskiporkko

22. Suomalaisien pankkien uusien kotitalousluottojen korot



1. Uudet asuntoluutot
2. Uudet kulutusluutot
3. Uudet opintoluutot

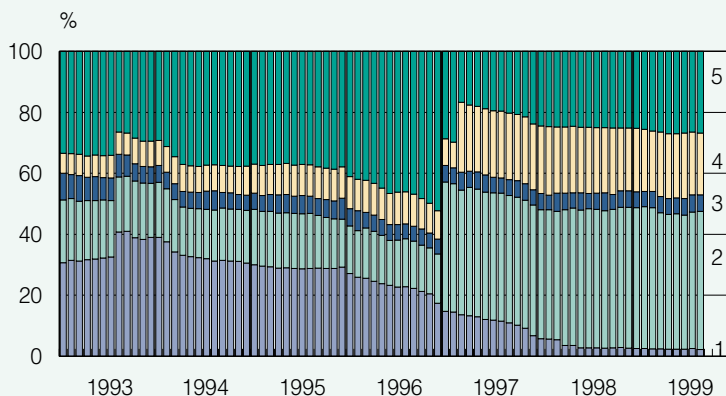
23. Suomalaisen pankkien luottokanta



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

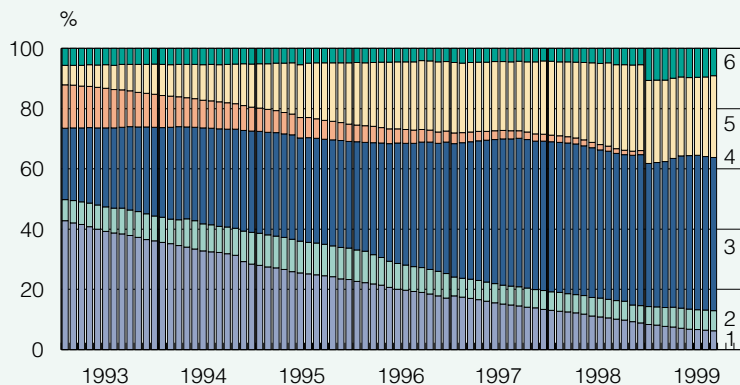
24. Suomalaisen pankkien talletuskanta korkosidonnaisuuden mukaan



Korkosidonnaisuudet, prosenttiosuudet

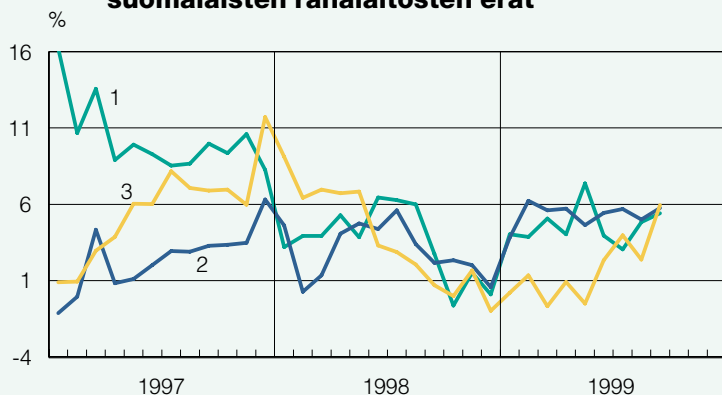
1. Peruskorkosidonnaiset
2. Kiinteäkorkoiset
3. Euriborsidonnaiset (ennen vuotta 1999 heliborsidonnaiset)
4. Pankkikohtaisiin viitekorkoihin sidotut (prime- ja vastaavat pankkien omat viitekorot)
5. Muut

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

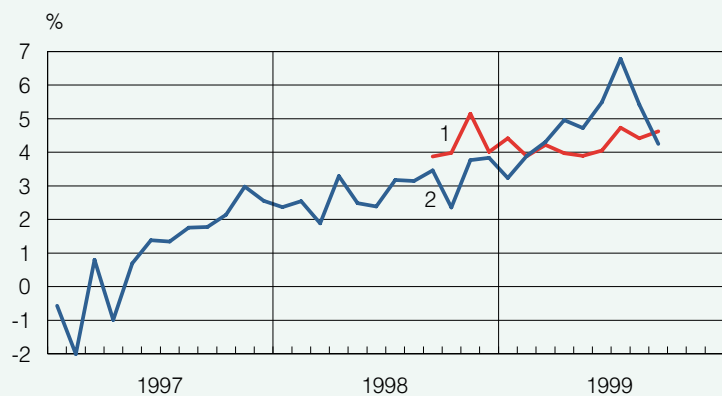
26. Euroalueen rahamääriin sisältyvät suomalaisten rahalaitosten erät



12 kk:n prosenttimuutos

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

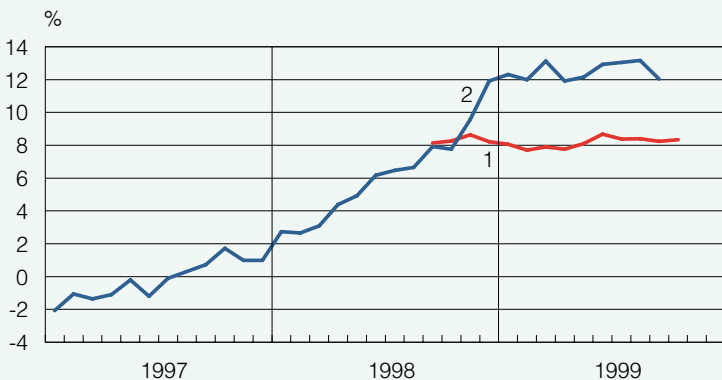
27. Euroalueen ja suomalaisten pankkien ottolainauksen kasvu



12 kk:n prosenttimuutos

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

28. Euroalueen ja suomalaisten pankkien luottojen kasvu



12 kk:n prosenttimuutos

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

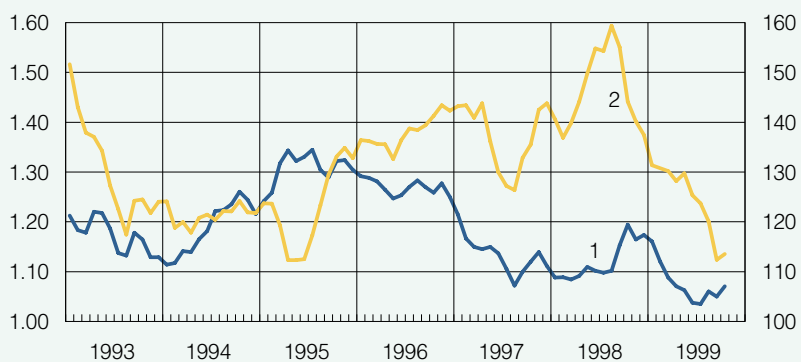
29. Euron dollari- ja jenikurssit päivittäin



Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

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

30. Euron dollari- ja jenikurssit kuukausittain

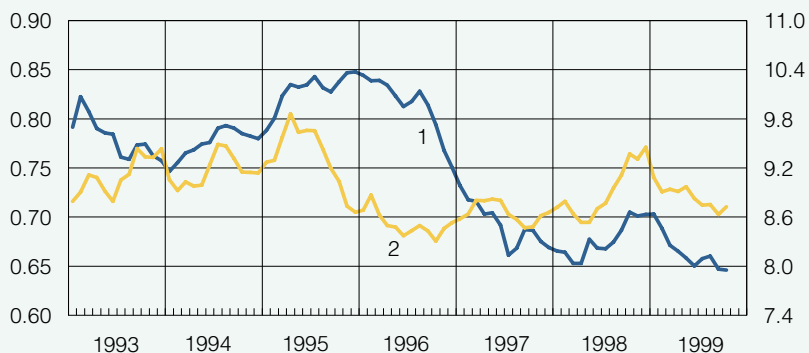


(31.12.1998 asti ecun kurssi)

Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

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

31. Euron kurssi Englannin puntaan ja Ruotsin kruunuun nähden

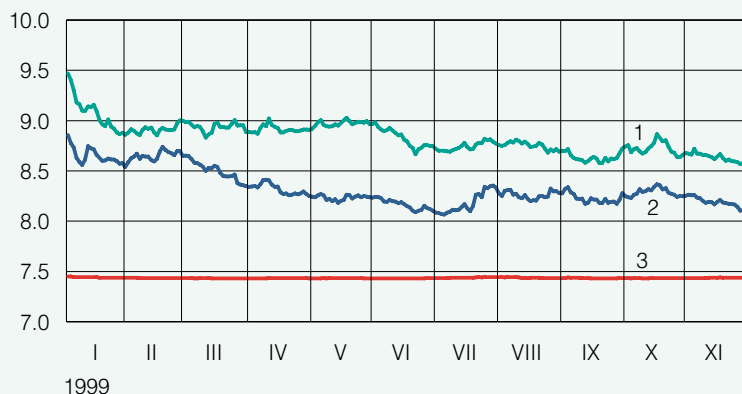


(31.12.1998 asti ecun kurssi)

Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

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

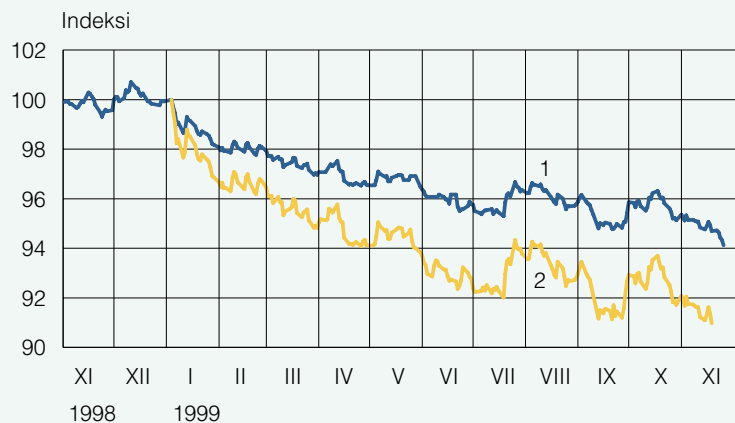
32. Euron kurssi Pohjoismaiden kruunuihin nähden



Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

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

33. Suomen ulkomaankauppapainoinen kilpailukykyindikaattori päivittäin



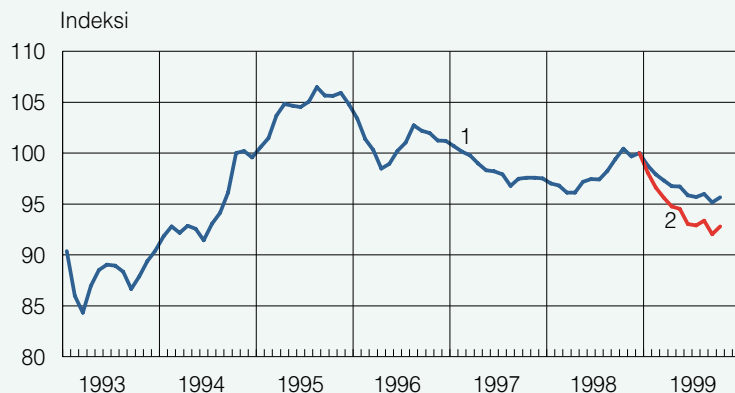
4.1.1999 = 100

Kun Suomen hinta-kilpailukyky heikkenee, käyrä nousee.

Suomen Pankin vanha valuuttaindeksi

1. Kaikkien maiden suhteen (ml. euroalue)
2. Euroalueen ulkopuolisten maiden suhteen

34. Suomen ulkomaankauppapainoinen kilpailukykyindikaattori kuukausittain



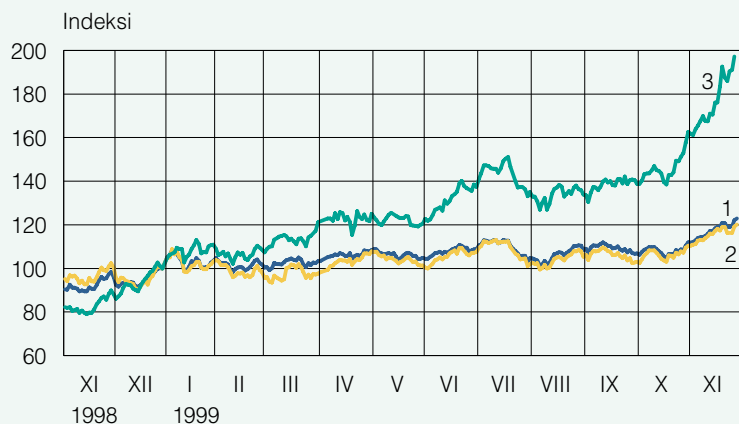
Joulukuu 1998 = 100

Kun Suomen hinta-kilpailukyky heikkenee, käyrä nousee.

Suomen Pankin vanha valuuttaindeksi

1. Kaikkien maiden suhteen (ml. euroalue)
2. Euroalueen ulkopuolisten maiden suhteen

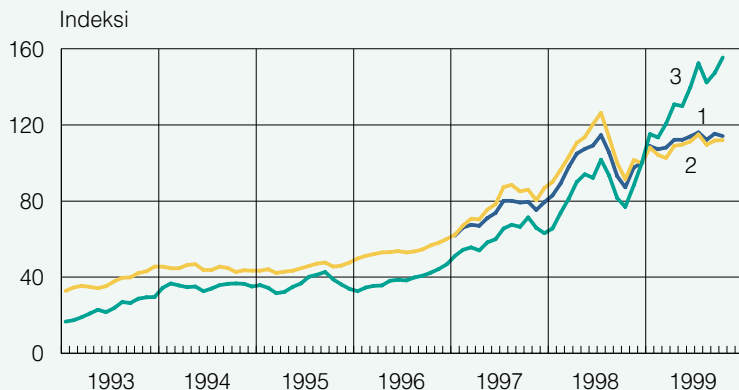
35. Euroalueen osakeindeksejä päivittäin



30.12.1998 = 100

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

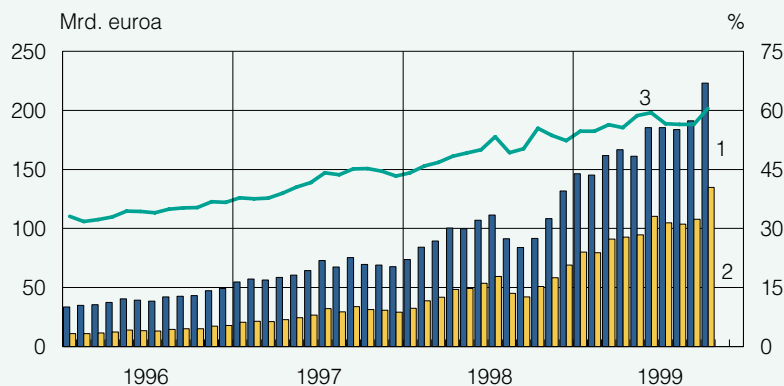
36. Euroalueen osakeindeksejä kuukausittain



30.12.1998 = 100

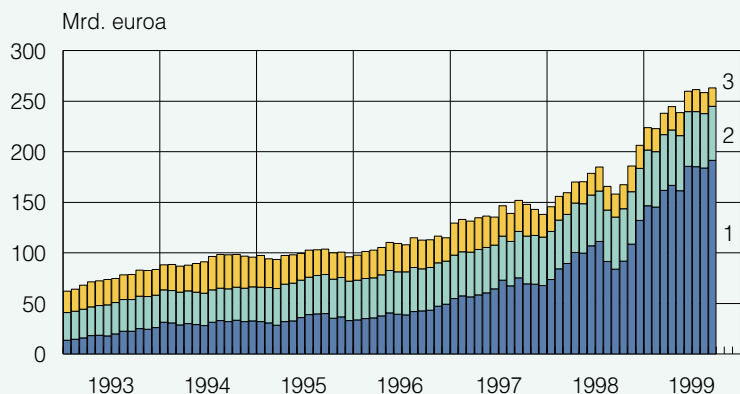
1. Koko euroalueen DJ Euro Stoxx -osakeindeksi
2. Saksan DAX-indeksi
3. Suomen HEX-yleisindeksi

37. Pörssiosakkeiden markkina-arvo ja ulkomaalaisomistus



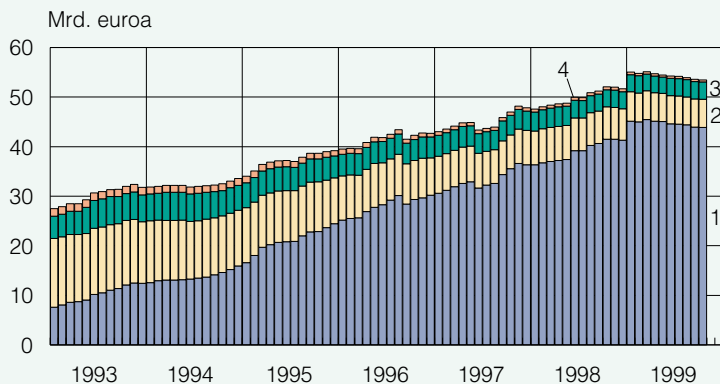
1. Kaikkien pörssissä listattujen osakkeiden markkina-arvo (vasen asteikko)
2. Ulkomaalaisten omistamien osakkeiden markkina-arvo (vasen asteikko)
3. Ulkomaalaisten omistus osakkeiden markkina-arvosta, % (oikea asteikko)

38. Suomessa liikkeeseen lasketut arvopaperit



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

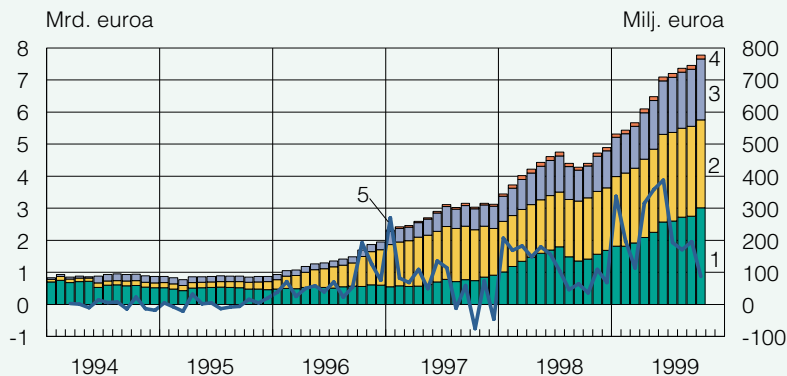
39. Suomessa liikkeeseen lasketut joukkovelkakirjalainat



Kanta kuukauden lopussa

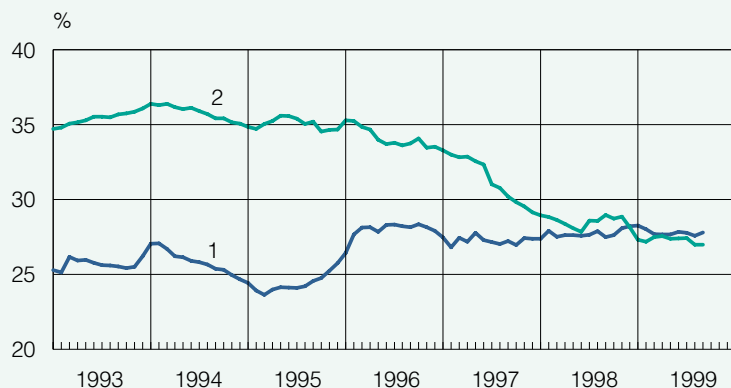
1. Valtio
2. Rahoituslaitokset
3. Yritykset
4. Muut

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)

41. Suomen valtiontalouden tulot ja menot

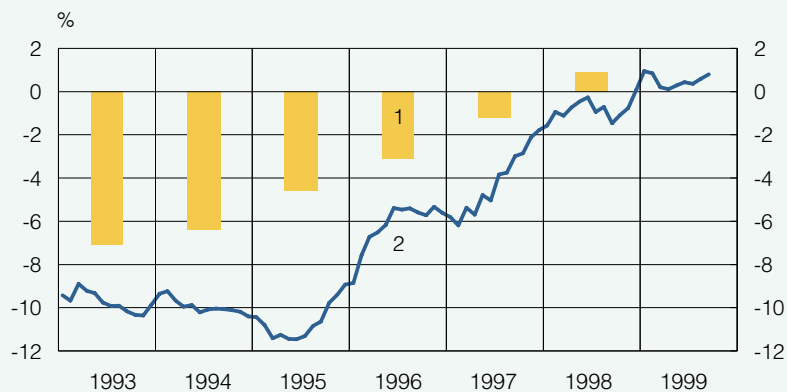


Lukuun ottamatta rahoitustoimia

12 kk:n liukuva summa, % BKT:stä

- 1. Tulot
- 2. Menot

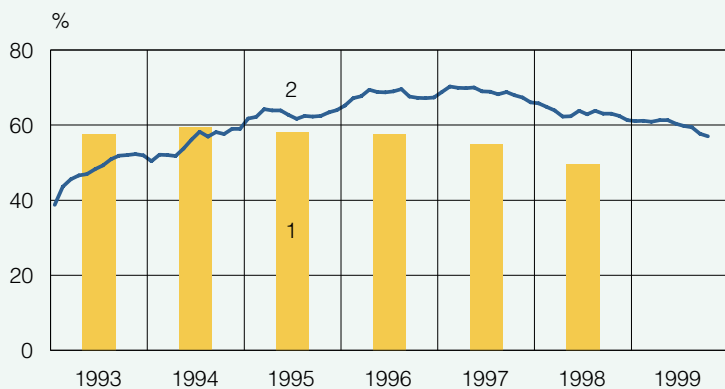
42. Suomen julkisen talouden tasapaino



% BKT:stä

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

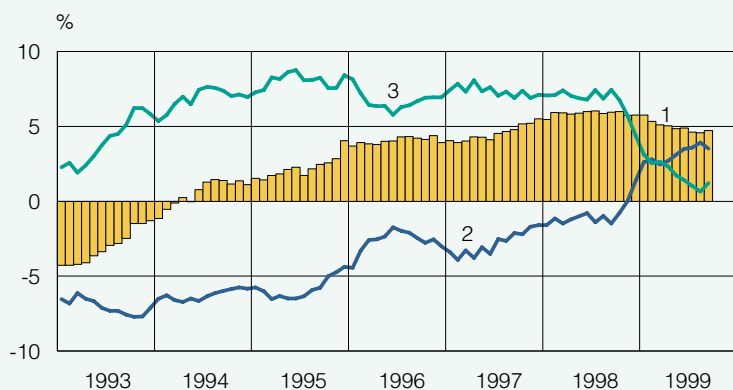
43. Suomen julkisen talouden velka



% BKT:stä

- 1. Julkisyhteisöjen velka
- 2. Valtionvelka

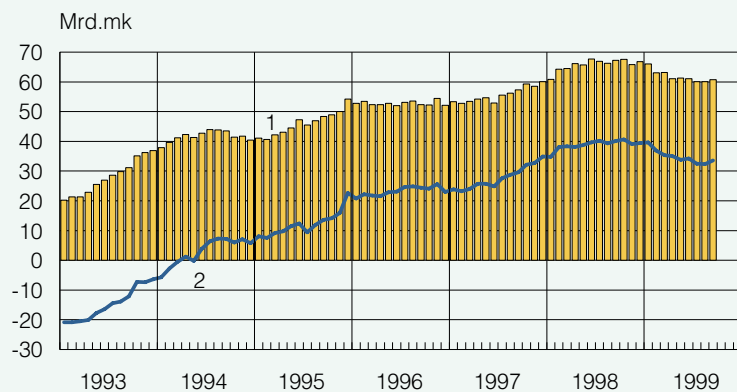
44. Nettoluotonanto sektoreittain



Suomen pääsektoreiden rahoitusylijäämien 12 kk:n liukuva summa, % BKT:stä

1. Vaihtotase
2. Julkinen sektori
3. Yksityinen sektori

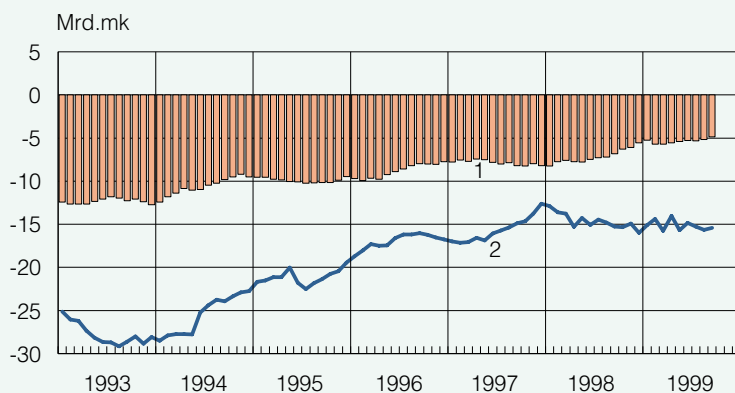
45. Suomen kauppataase ja vaihtotase



12 kk:n liukuva summa

1. Kauppataase, fob-arvo
2. Vaihtotase

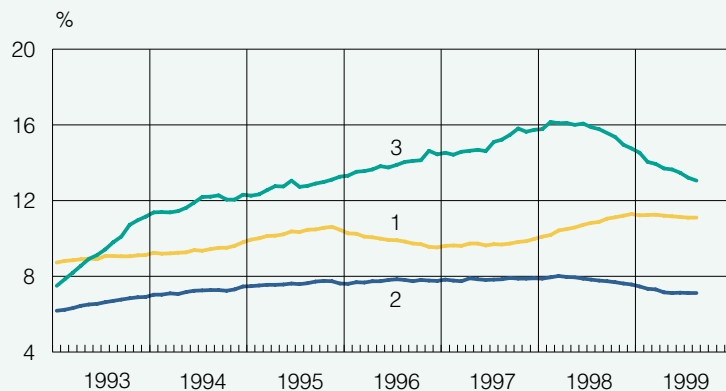
46. Suomen palvelutase ja tuotannontekijäkorvausten tase



12 kk:n liukuva summa

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

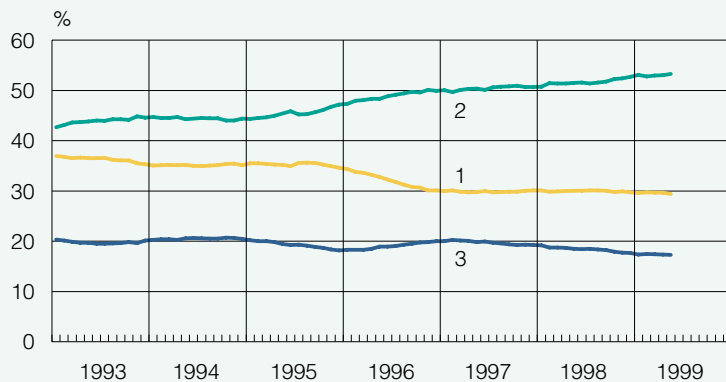
47. Suomen viennin aluejakauma



12 kk:n liukuva summa,
% BKT:stä

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

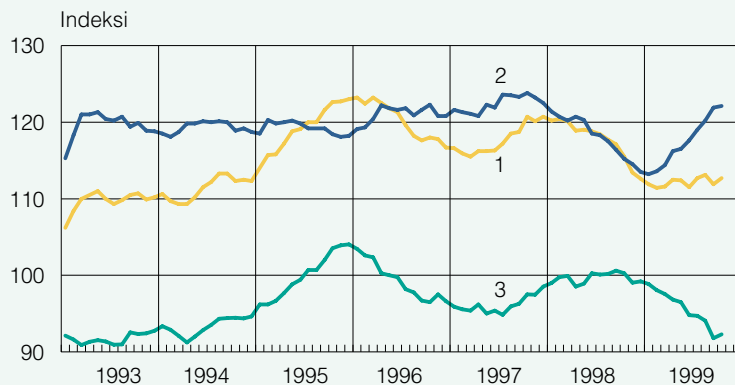
48. Suomen vienti toimialoittain



12 kk:n liukuva summa,
prosenttiosuus koko
viennistä

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

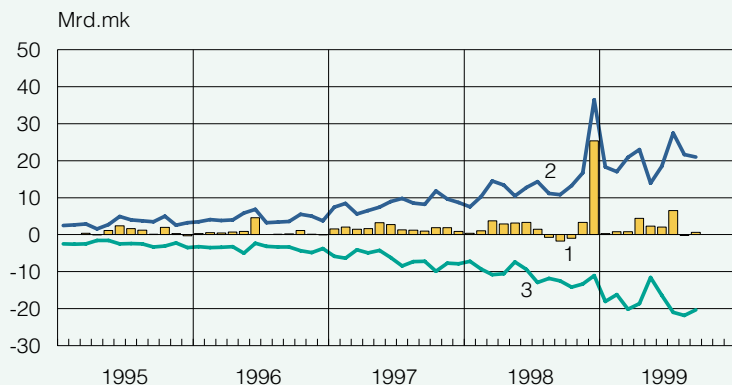
49. Suomen ulkomaankauppahinnat



1990 = 100

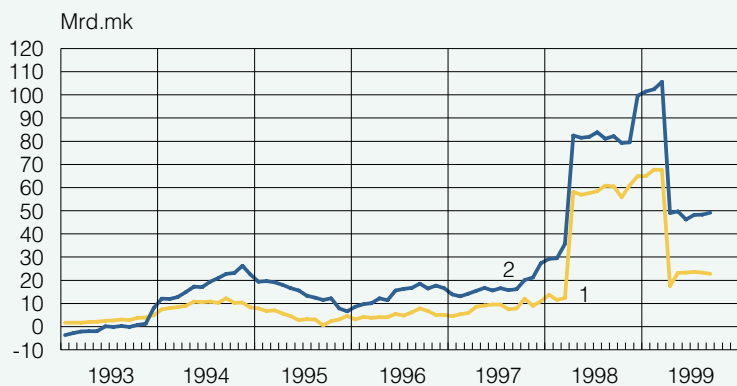
1. Vientihinnat
2. Tuontihinnat
3. Vaihtosuhte

50. Ulkomaalaisten arvopaperisijoitukset suomalaisiin osakkeisiin



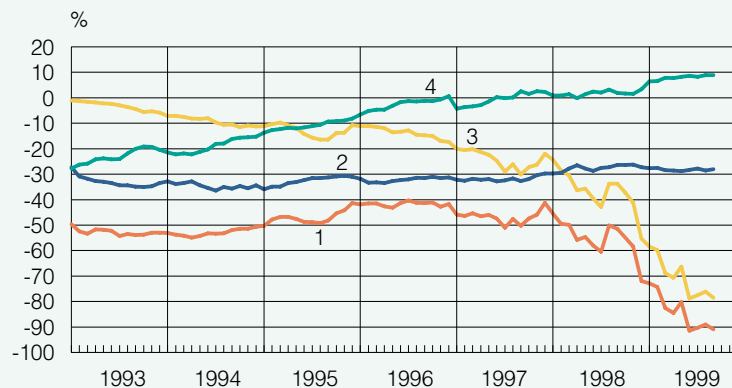
1. Nettomyynnit
2. Myynnit ulkomaille
3. Takaisinostot ulkomailta

51. Suorat sijoitukset



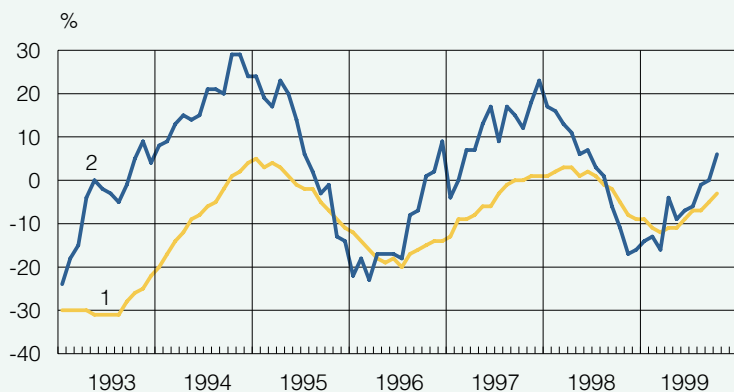
- 12 kk:n liukuva summa
1. Suomeen
 2. Suomesta

52. Suomen ulkomainen nettovarallisuus

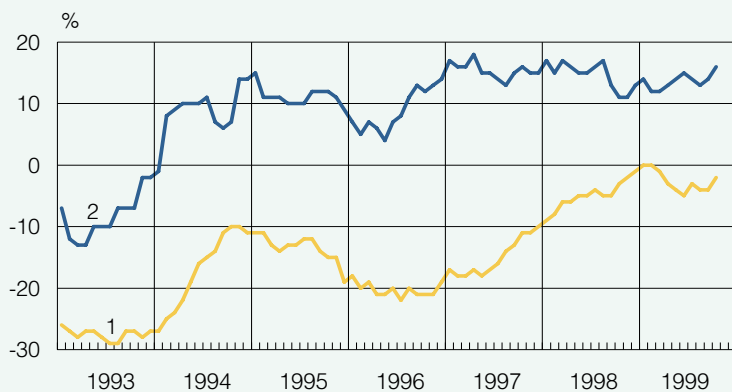


- % BKT:stä
1. Nettovarallisuus
 2. Valtion ulkomainen nettovarallisuus
 3. Pörssiosakkeet
 4. Muut erät (pl. valuuttavaranto)

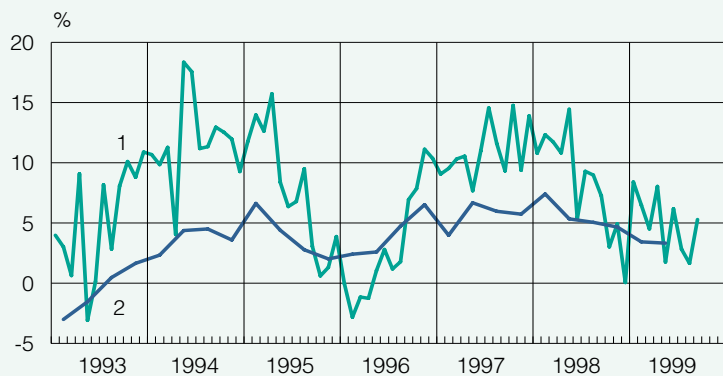
53. Teollisuuden luottamusindikaattori



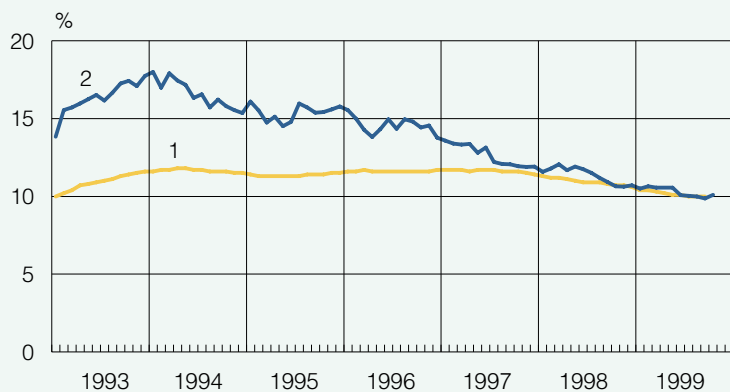
54. Kuluttajien luottamusindikaattori



55. Suomen BKT ja teollisuustuotanto

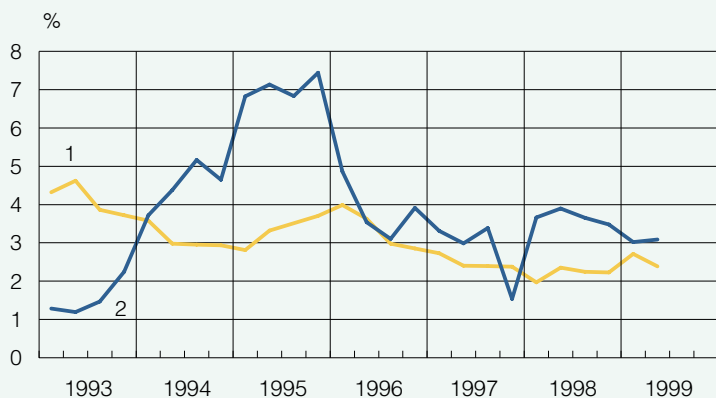


56. Työttömyysaste



- 1. Euromaat
- 2. Suomi

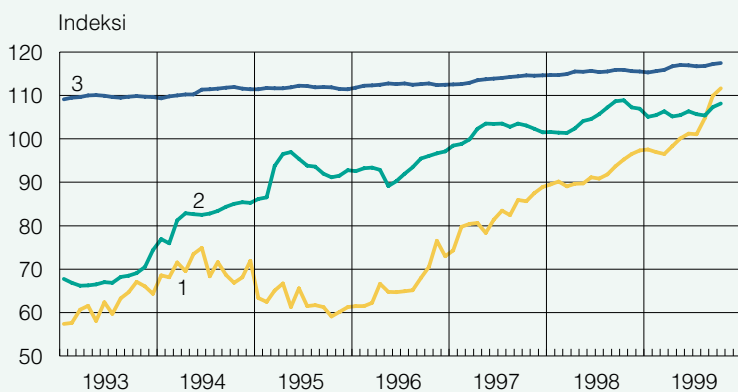
57. Teollisuuden ansiotaso



Prosenttimuutos edellisvuotisesta

- 1. Euromaat
- 2. Suomi

58. Suomen varallisuushintoja



Tammikuu 1990 = 100

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

Suomen Pankin organisaatio

16.11.1999

Pankkivaltuusto

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

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

Johtokunta

Matti Vanhala
johtokunnan
puheenjohtaja

Esko Ollila
johtokunnan
varapuheenjohtaja

Matti Louekoski
johtokunnan jäsen

Matti Korhonen
johtokunnan jäsen

Johtokunnan sihteeri Heikki T. Hämäläinen

Pentti Koivikko, johtaja

Osastot ja yksiköt

Pentti Pikkarainen
Kansantalous
Kari Puumanen*
Antti Suvanto*

Markus Fogelholm
Markkinaoperaatiot

Antti Juusela
Tiedotus

Taina Kivelä
Sisäinen tarkastus

Heikki T. Hämäläinen
Johdon sihteeristö

Kjell Peter Söderlund
Kansainvälinen
sihteeristö

Raimo Parviainen vs.
Tietojenkäsittely

Jyrki Ahvonen
Turvallisuus

Heikki Koskenkylä
Rahoitusmarkkinat
Harry Leinonen*
Ralf Pauli*

Raimo Hyvärinen
Maksuliike

Aura Laento
Henkilöstö
Anton Mäkelä*

Arno Lindgren
Lakiasiat

Terhi Kivilahti
Kehittäminen ja
budjetointi

Urpo Levo
Rahahuolto

Esa Ojanen
Hallinto

Juha Tarkka
Tutkimus
David Mayes*

Martti Lehtonen
Tilastointi

Antero Arimo
Julkaisu- ja kielipalvelut

Pekka Sutela
Siirtymätalouksien
tutkimuslaitos

*johtokunnan neuvonantaja

Haarakonttorit: Kuopio, Oulu, Tampere, Turku

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

SUOMEN PANKKI
PL 160
00101 HELSINKI

Telekopio: (09) 174 872
Sähköposti: publications@bof.fi

Varmistaaksenne Euro & talous -lehden jakelun oikeaan osoitteeseen pyydämme, että ilmoittaisitte meille yhteystietonne muutoksista.

Olkaa hyvä ja palauttakaa myös osoitelipuke, josta virheelliset tiedot näkyvät.

Uudet yhteystiedot:

Yritys:

.....

Nimi:

Osoite:

.....

Uusi tilaus

Kpl