

EURO & TALOUS

4 • 2006



Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Venäjän energiasektorin näkymät ja
merkitys EU:n energiahuollon kannalta

Euroalueen rahamarkkinat kehittyvät – lyhytaikaisten arvopapereiden
markkinat käynnistyivät

Hintakuplat ja niiden merkitys keskuspankin kannalta

Gloabalistumisen haasteet keskuspankkien rahoitustilastoinnille

Katsaus Yhdysvaltain rahapolitiikkaan



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

Sisälllys

Rahapolitiikka ja
taloudellinen tilanne.....1

Tuuli Juurikkala – Simon-Erik Ollus
Venäjän energiasektorin näkymät
ja merkitys EU:n energiahuollon
kannalta 15

Harri Labdenperä
Euroalueen rahamarkkinat
kehittyvät – lyhytaikaisten
arvopapereiden markkinat
käynnistyivät 31

Marko Melolinna – Katja Taipalus
Hintakuplat ja niiden merkitys
keskuspankin kannalta 41

Laura Vajanne
Globaalistumisen haasteet
keskuspankkien rahoitus-
tilastoinnille 49

Antti Suvanto – Mika Pösö
Katsaus Yhdysvaltain
rahapolitiikkaan 55

Julkaisut 63

Kuviot K1

Euro & talous 4 • 2006

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

Päätoimittaja
Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto
Jouko Marttila, puheenjohtaja
Heli-Kirsti Airisniemi
Heikki Koskenkylä
Pentti Pikkarainen
Antti Suvanto
Jouko Vilmunen
Petri Uusitalo, sihteeri

Toimitus
Suomen Pankin julkaisu- ja kielipalvelut

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

Painopaikka
Edita Prima Oy, Helsinki 2006

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata,
mutta lähde on mainittava.

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

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

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

7.12.2006

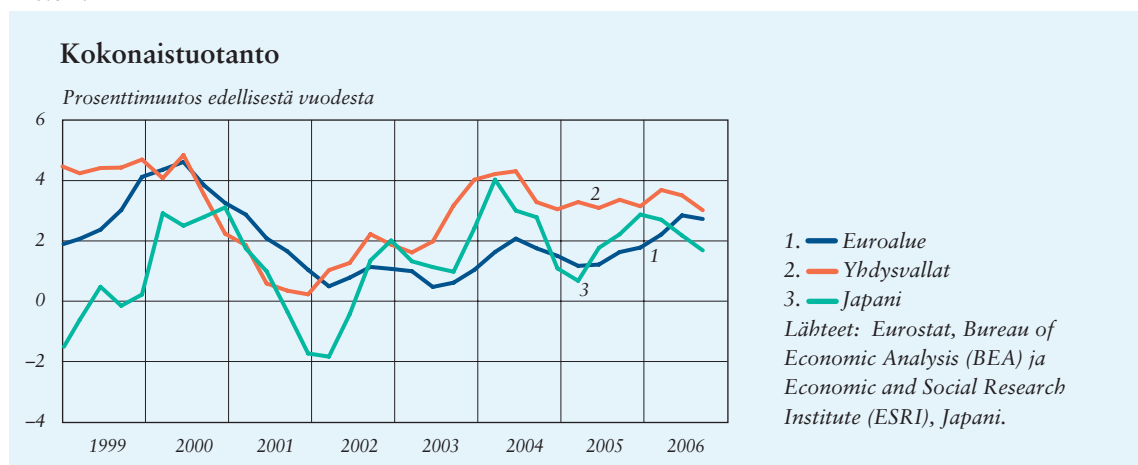
Maailmantalouden kasvu on jatkunut ripeänä, mutta kasvun hidastumisesta on selviä merkkejä osassa teollisuusmaita. Yhdysvaltojen kasvu on hidastunut asuntomarkkinoiden hiipumisen myötä, kun taas Japanissa kasvua on vaimentanut yksityinen kulutus. Euroalueella kasvu on pysytellyt suhteellisen vahvana enimmäkseen investointien elpymisen ansiosta. Suomen talouden laaja-alainen kasvu on jatkunut. Raakaöljyn maailmanmarkkinahinnan lasku on jarruttanut inflaatiota maailmanlaajuisesti viime kuukausina.

Osassa keskeisiä teollisuusmaita talouskasvu on vuoden 2006 kolmannelta neljännekseltä saatujen tietojen mukaan hidastunut jonkin verran (kuvio 1). Samalla myös luottamusilmapiiriin vahvistuminen on pysähtynyt, vaikka teollisuuden luottamus onkin yleisesti yhä vahvaa (kuvio 2).

Keskeisten teollisuusmaiden ulkopuolella kasvu näyttää jatkuneen ripeänä, minkä edesauttamana maailmantalous kasvaa melko nopeaa, noin 4 prosentin vauhtia. Maailmantalouden kasvun nopein vaihe on kuitenkin jo takanapäin, ja kasvun painopiste on muuttumassa. Kehittyvien talouksien kasvu jatkuu nopeana samalla, kun erityisesti Yhdysvalloissa tuotannon lisäys jäänee lähiaikoina hitaammaksi kuin viime vuosina. Euroalueellakin on siirrytty jo kasvun elpymisestä tasaisemman kehityksen vaiheeseen.

Raakaöljyn hinta alkoi elokuussa selvästi laskea lähinnä tarjontaan liittyvien lyhyen aikavälin epävarmuuksien hälvennyttyä. Öljyn hinnan laskun seurauksena inflaatio hidastui keskeisillä talousalueilla syys-lokuussa (kuvio 3). Erityisen selvästi näin kävi Yhdysvalloissa, jossa talouskasvun hidastuminen yhdessä inflaatiopaineiden vaimentumisen kanssa on saanut rahoitusmarkkinat uskomaan rahapolitiikan kiristämisen

Kuvio 1.



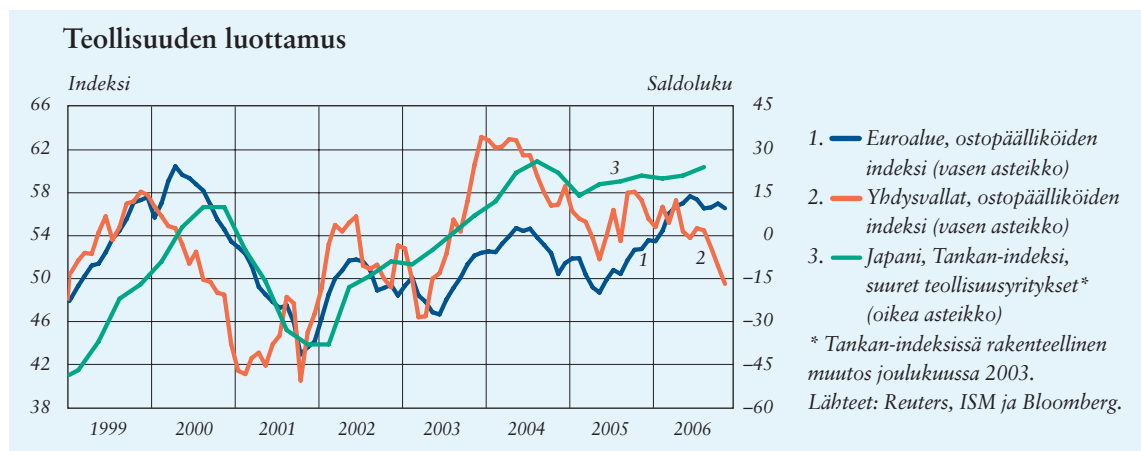
päättynyt.¹ Japanissa odotukset ohjauksen vähittäisestä nostamisesta poikkeuksellisen alhaiselta tasolta ovat hieman lykkääntyneet. Markkinoiden odotusten mukaan EKP:n uskotaan nostavan ohjauksorkkoa vielä vuoden 2007 alkupuoliskolla. Keskeisten talousalueiden korkosykli on näin ollen eri vaiheissa. Rahapolitiikka on kuitenkin yhä kasvua

¹ Yhdysvaltain rahapolitiikkaa on lähemmin tarkasteltu tämän julkaisun artikkelissa ”Katsaus Yhdysvaltain rahapolitiikkaan”.

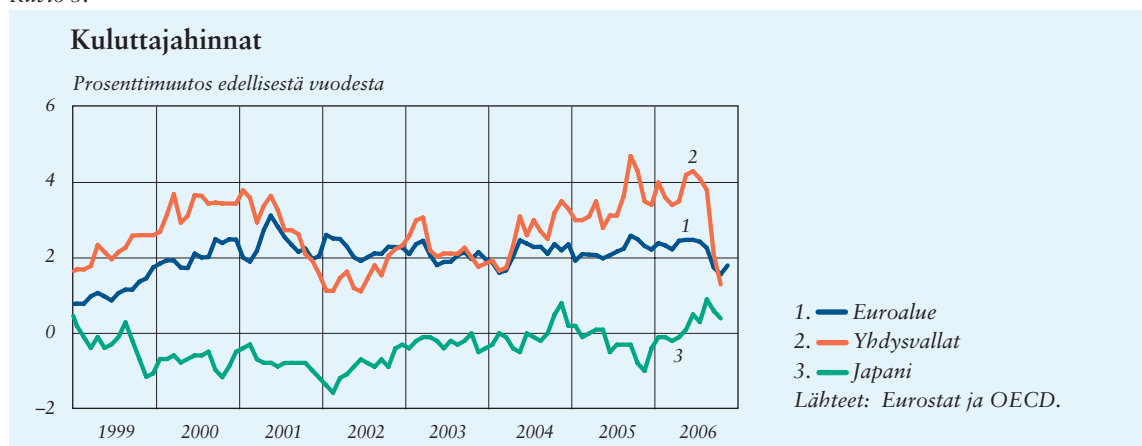
tukevaa sekä euroalueella että Japanissa.

Maailmantalouden kasvuun liittyvät riskit eivät ole viime kuukausien aikana kaikonneet. Näitä riskejä ovat mm. maailmantaloudessa vallitsevat tasapainottomuudet, jotka liittyvät lähinnä Yhdysvaltain suureen vaihtotaseen alijäämään ja kotitalouksien vähäiseen säästämiseen sekä useiden kehittyvien talouksien mittaviin vaihtotaseyliäämiin. Yhdysvaltain asuntomarkkinoihin on jo pitkään nähty

Kuvio 2.



Kuvio 3.



liittyvän riskejä, ja nämä riskit ovat osin alkaneet toteutua. Vaikka toistaiseksi Yhdysvaltain talouskasvu näyttää hidastuneen maltillisesti, ei kasvun pysähtymisen riski ole hälventynyt. Maan lähiaikojen talouskehitykseen liittyykin nyt poikkeuksellisen suurta epävarmuutta. Myöskään öljyn ja muiden raaka-aineiden tulevaan hintakehitykseen ja sen inflaatiovaikutuksiin liittyvä epävarmuus ei ole poistunut.

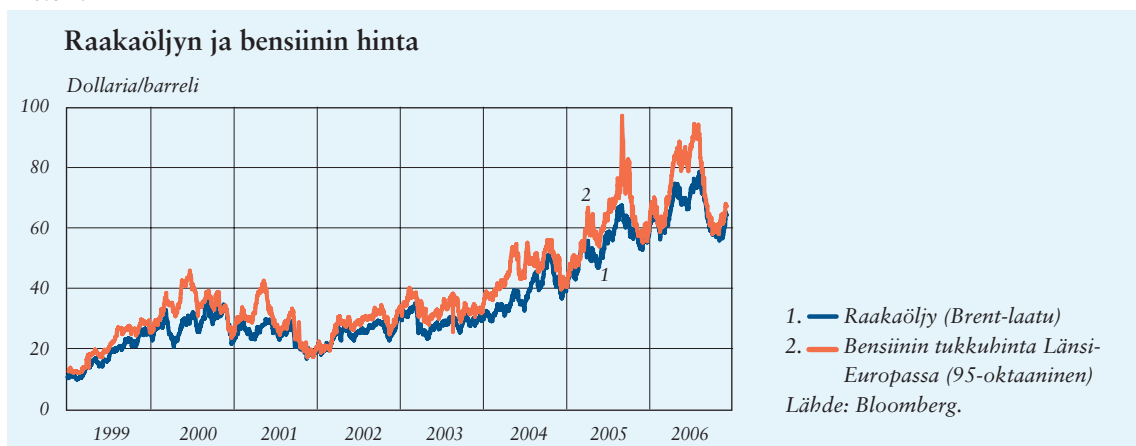
Euroalueen kasvu on jatkumassa viime vuosien kehityksestä poiketen lähinnä kotimaisen kysynnän varassa, kun taas nettoviennin vaikutus kasvuun vähenee maailmantalouden hidastumisen myötä. Toisaalta merkityksellisen kulutuksen elpymisestä ovat toistaiseksi olleet vähäisiä. Tällä hetkellä näyttää mahdolliselta, että euroalueellakin kasvun huippu nähtiin vuoden 2006 alkupuoliskolla. Kasvu on kuitenkin näillä näkymin jatkumassa kohtuullisena lähiaikoina.

Suomen talouskasvu on jatkunut vahvana sekä kotimaisen kysynnän että viennin tukemana. Kyselytietojen perusteella sekä liike-elämän että kotitalouksien tulevaisuudennäkymät ovat säilyneet suotuisina. Työttömyysasteen lasku on kuitenkin pysähtynyt. Öljyn hinnan aleneminen on hidastanut inflaatiota myös Suomessa, mutta toisaalta palveluiden hintojen nousu on kiihtynyt jonkin verran vuoden 2006 aikana.

Öljyn hinta laskenut selvästi

Raakaöljyn hinta kääntyi elokuussa 2006 laskuun ja on tällä hetkellä dollareissa mitattuna noin 20 % kesällä nähtyjä huippuja alhaisempi (kuvio 4). Samalla myös bensiinin hinta on laskenut voimakkaasti. Syitä öljyn hinnan laskuun on useita: Lähi-idän tilanteeseen liittyvän geopolitiittisen epävarmuuden väheneminen, suuret raakaöljyn ja sen lopputuotteiden varastot sekä maailmantalouden kas-

Kuvio 4.



vun vaimentumisen aiheuttama öljyn kysyntäpaineiden helpottaminen. Eri-tyisesti OPEC-maiden vähäiseen vapaaseen öljyntuotantokapasiteettiin liittyvä epävarmuus näyttää viime kuukausien aikana hälventyneen.

Öljyn hinnan laskusta on seurannut inflaatiovahdin hidastuminen kaikilla keskeisillä talousalueilla. Inflaation hidastumista on vahvistanut myös vuodentakaisen vertailu-ajankohdan vaikutus, sillä öljy kallistui syksyllä 2005 Yhdysvaltojen hirmumyrskyjen takia. Öljyn ja bensii- nin hintojen lasku saattaa piristää kotitalouksien kulutusta, kun reaali- nen ostovoima kasvaa. Tämä puoles- taan voi lisätä tulevia kotimaisia inflaatiopaineita erityisesti öljyntuoja- maissa. Öljyn hinnan laskun pysähty- misen vuoksi positiivinen vaikutus maailmantalouden kasvuun jäänee kuitenkin näillä näkymin suhteellisen pieneksi.

Öljyn hinta pysyttelee viimeai- kaisesta laskustaan huolimatta edel- leen suhteellisen kalliina, eikä laskun

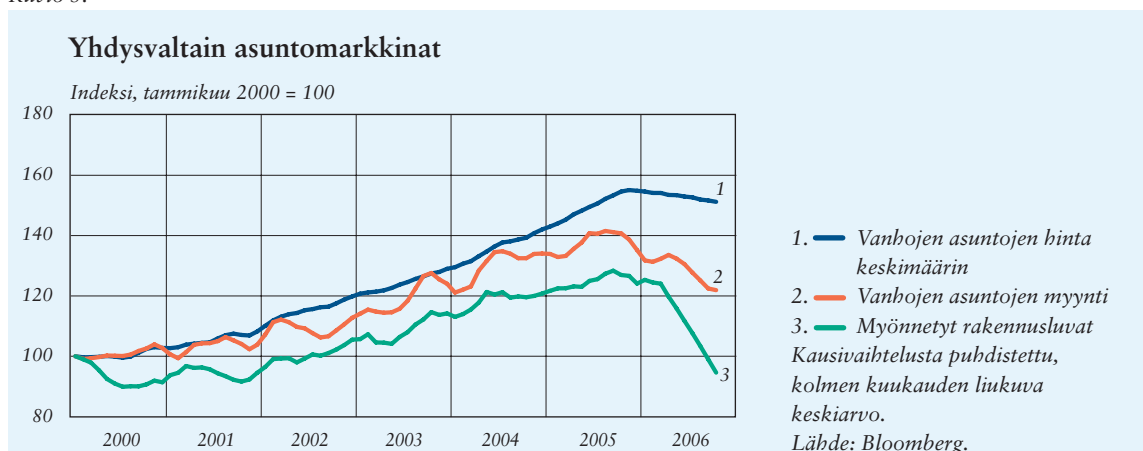
jatkumista esimerkiksi futuurimarkki- noiden perusteella yleisesti odoteta. Öljyntuottajamaiden järjestö OPEC ilmeisesti näkee hintatason pudon- neen riittävästi, koska se sai nopeasti sovitukseksi tuotantonsa leikkaamisesta marraskuun 2006 alusta lukien. Raa- kaöljyn tarjonnan riittävyteen liitty- vä epävarmuus ei ole kaikonnut, joten öljyn hinnan putoamista 1990- luvun lopun ja 2000-luvun alun aika- na vallinneille tasoille ei näillä näky- min ole luvassa.

Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden taantuma hidastanut talouskasvua

Yhdysvaltain talouskasvu hidastui odotettua nopeammin vuoden 2006 toisella ja kolmannella neljänneksellä. Kolmannella neljänneksellä kasvua edellisneljänneksestä kertyi vuosita- solle korotettuna 2,2 %. Edellisvuoe- teen verrattuna kasvua kertyi 3,0 %.

Yhdysvaltain kasvun hidastumi- sen taustalla on erityisesti asuinraken- tamisen supistuminen. Asuntojen hin- nat ovat kääntyneet laskuun, kun

Kuutio 5.



asuntokauppa on hiipunut ja myymättömien asuntojen määrä on lisääntynyt selvästi (kuvio 5). Vaikka merkkejä Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden rauhoittumisesta on ollut nähtävissä jo vuoden 2005 lopulta, viimeaikainen kehitys on ollut odotettua voimakkaampaa. Asuntomarkkinoiden piristymistä ei markkinoiden myyntimääriä kuvaavien viimeisimpien tilastojen perusteella ole luvassa lähitulevaisuudessa.

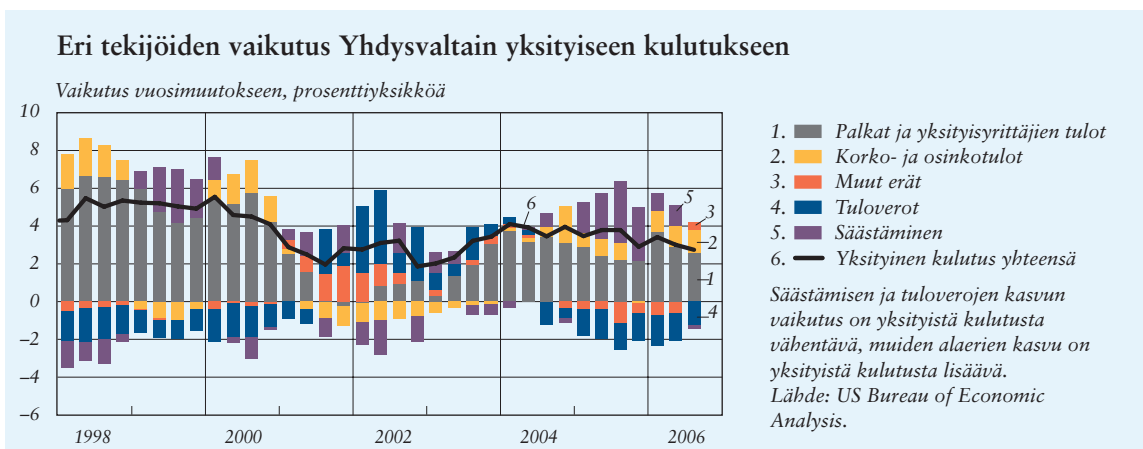
Asuntomarkkinoiden aktiivisuuden heikentymisestä huolimatta Yhdysvaltain kotitalouksien kulutus ei ole juuri osoittanut hidastumisen merkkejä vuoden 2006 aikana. Näin ollen asuntojen hintojen laskun kulu- tusta jarruttava varallisuusvaikutus on toistaiseksi jäänyt pieneksi. Kotitalouksien kulutus on viime aikoina saanut tukea erityisesti palkkojen nousuvauhdin nopeutumisen pönkitämistä tulojen kasvusta (kuvio 6). Sen sijaan 2000-luvun alun veronalennusten ja vuoden 2005 koti-

talouksien säästämistään laskun tuki kasvulle on poistunut vuoden 2006 aikana. Säästämistään on kuitenkin pysynyt miinusmerkkisenä ja oli kolmannella neljänneksellä $-1,3\%$ käytettävissä olevista tuloista.

Yhdysvaltain inflaatio hidastui selvästi öljyn hinnan laskun seurauksena syys-lokakuussa. Samaan aikaan kuitenkin pohjainflaatio (inflaatio ruokaa ja energiaa lukuun ottamatta) on pysynyt nopeahkona keväällä 2006 alkaneen kiihtymisen jälkeen. Yksikötyökustannusten nousuvauhti on puolestaan kiihtynyt, kun työkustannusten kasvu on nopeutunut ja tuottavuuden paraneminen hidastunut. Tämä saattaa pitää yllä inflaatiopaineita.

Yhdysvaltain kasvunäkymät ovat edelleen säilyneet kohtuullisina, vaikka kasvun onkin rauhoittumassa yksityisen kulutuksen hiipuessa. Alhaisena pysyneen säästämistään kääntymisen nousuun saattaisi kuitenkin jarruttaa yksityisen kulutuksen kasvua

Kuvio 6.



ennakoitua enemmän varsinkin, jos työ- ja asuntomarkkinat heikkenisivät samanaikaisesti ja merkittävästi.

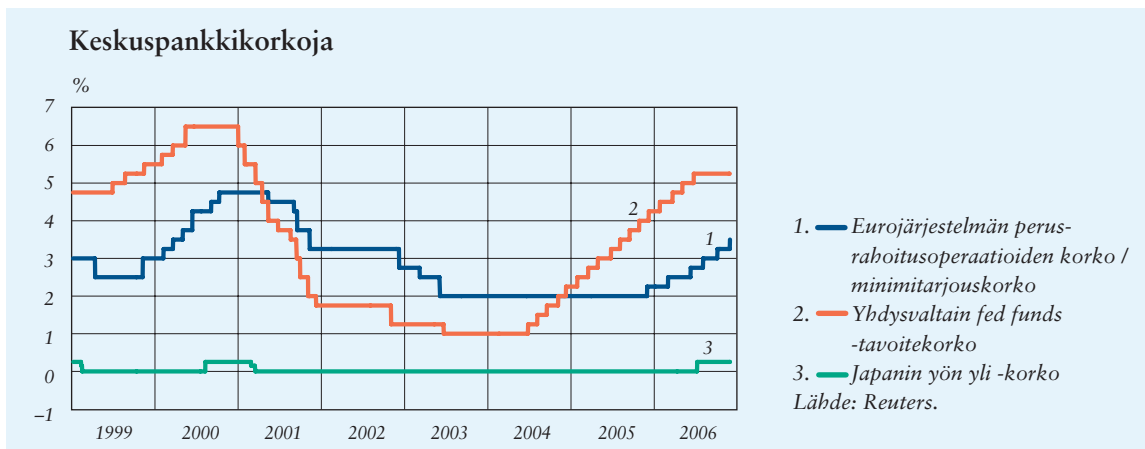
Osakkeiden hinnat nousseet, valuutoissa ja koroissa vähemmän liikettä

Päätalousalueista Yhdysvaltain ja Japanin rahapolitiittisia ohjauskorkoja ei ole muutettu kesän jälkeen, kun taas euroalueella ohjauskoron nostoa on jatkettu (kuvio 7). Yhdysvalloissa merkit talouskasvun hidastumisesta

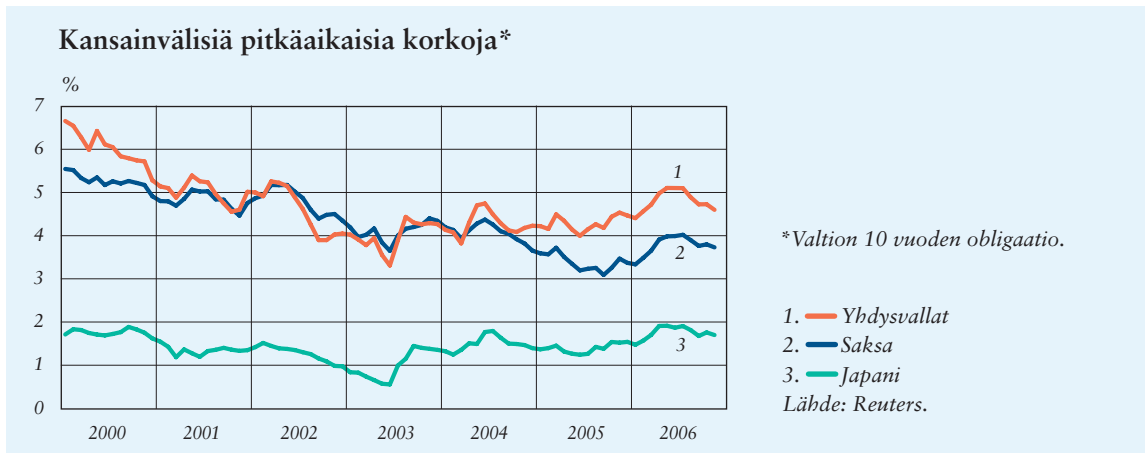
ovat lisänneet markkinatoimijoiden uskoa siihen, että rahapolitiikan kiristäminen alkaa olla ohitse. Japanissa puolestaan korkotason nousun odotetaan edelleen olevan vähittäistä.

Keskeisten talousalueiden pitkät korot ovat hieman laskeneet syksyn aikana (kuvio 8). Euroalueella rahapolitiikan kiristyminen on johtanut siihen, että esimerkiksi 12 kuukauden rahamarkkinakorko on noussut lähes 10 vuoden korkoa ja ajoittain sitä korkeammaksi. Yhdysvalloissa tällai-

Kuvio 7.



Kuvio 8.



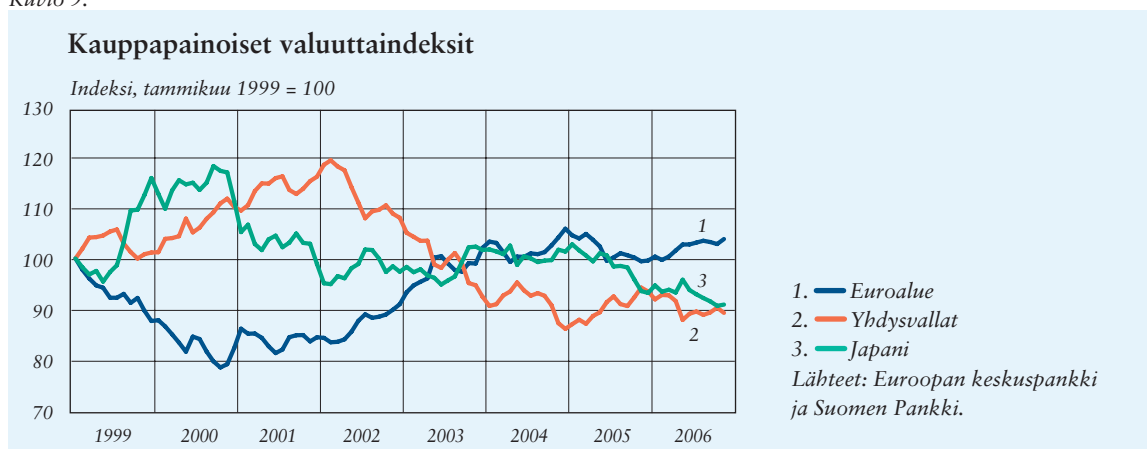
nen tilanne on vallinnut jo noin vuoden verran. Kuluttajahintaindeksihin sidottujen joukkolainojen perusteella näyttää siltä, että rahoitusmarkkinoiden pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat viime kuukausina hieman hiipuneet erityisesti Yhdysvalloissa mitä ilmeisimmin öljyn hinnan laskun seurauksena.

Osakemarkkinoiden kehitys on syksyn aikana ollut hyvin myönteistä, ja kurssit ovat nousseet kaikilla keskeisillä talousalueilla. Kurssien nousun taustalla on markkinatoimijoiden luottamus siihen, että yritysten vahva tuloskehitys jatkuu. Samalla osakemarkkinoiden tulevaa epävarmuutta kuvaavien mittareiden lukemat ovat laskeneet edelleen ja ovat hyvin alhaiset historiaan nähden. Tämä kuvastaa sitä, että sijoittajien riskinottohalukkuus palautui varsin nopeasti kevään rahoitusmarkkinaturbulenssin yhteydessä nähdyn notkahduksen jälkeen. Myös öljyn hinnan laskulla on todennäköisesti ollut positiivinen vaikutus

pörssikursseihin. Kaiken kaikkiaan näyttäisi siltä, että osakemarkkinoilla uskotaan maailmantalouden kasvun jatkuvan suhteellisen ripeänä eikä riskejä Yhdysvaltain talouskasvun selvästä hidastumisesta tai inflaation kiihtymisestä pidetä kovin suurina.

Valuuttamarkkinoilla euron ja Yhdysvaltain dollarin liikkeet ovat kauppapainoisella valuuttaindeksillä mitattuna olleet viime kuukausina vähäisiä, vaikka euro onkin viime viikkoina hieman vahvistunut. Japanin jeni on kevään tauon jälkeen puolestaan alkanut uudelleen heikentyä (kuvio 9). Osin tämä on ilmeisesti liittynyt siihen, että Japanin talousnäköymien heikkenemisen myötä koronosto-odotukset ovat hieman lykkääntyneet. Samaan aikaan riskinottohalukkuuden elpymisen on jälleen houkutellut käyttämään halpaa jenimääräistä lainarahoitusta parempi-tuottoisiin sijoituksiin Japanin ulkopuolella. Tämä valuuttojen korkoero ja hyödyntämään pyrkivä valuutta-

Kuvio 9.



Syynä euroalueen kasvuun kiihtymiseen alkuvuonna oli suurelta osin investointien elpyminen.

kauppa on omiaan heikentämään jeniä paremman tuotto-odotuksen valuuttoihin verrattuna.

Japanin kasvussa hidastumisen merkkejä, Kiinan kasvu edelleen ripeää

Japanin talouskasvu on hiipunut hie-
man vuoden 2006 toisella ja kolman-
nella neljänneksellä. Kolmannen nel-
jänneksen kasvu oli neljännesvuosita-
solla noin 2 % vuositasolle korotettu-
na. Kasvun hidastuminen on johtunut
erityisesti yksityisen kulutuksen kas-
vuvauhdin selvästä vaimenemisesta.
Kolmannella neljänneksellä kasvu
syntyi lähes täysin varastojen kerryt-
tämisestä ja viennin lisääntymisestä.
Viimeaikaisen kasvun rakenne saat-
taakin olla lähitulevaisuuden näkyymi-
en kannalta epäedullinen eritoten, jos
maailmantalouden kasvun hiipumi-
nen jarruttaa Japanin viennin kohene-
mistä eikä yksityinen kulutus toivu.
Inflaation kiihtyminen on Japanissa
puolestaan ollut edelleen verikkaista
vuosia jatkuneen deflaation jälkeen.

Kiinan talouskasvu jatkui vuo-
den 2006 kolmannella neljänneksellä
ripeänä noin 10,5 prosentin vauhtia
edellisvuoden vastaavasta ajankoh-
dasta. Kasvu kuitenkin hidastui toi-
sesta neljänneksestä lähes prosent-
tiyksikön, mikä johtui pitkälti inves-
tointien kasvun hidastumisesta. Kas-
vun hidastuminen saattaa olla merkki
siitä, että viranomaisten ja keskus-
pankin toimet mm. luotonannon kas-
vun hillitsemiseksi alkavat tehota.

Euroalueen kasvu hidastumassa vahvan alkuvuoden jälkeen

Euroalueen kasvu piristyi vuoden
2006 alkupuoliskolla selvästi. Vuo-
den toisella neljänneksellä kasvu oli
edellisestä neljänneksestä lähes 4 %
vuositasolle korotettuna. Tämä oli
nopein kasvuvauhti euroalueella vii-
teen vuoteen. Syynä euroalueen kas-
vun kiihtymiseen alkuvuonna oli suu-
relta osin investointien elpyminen, kun
taas yksityisen kulutuksen kasvu oli
erityisesti toisella neljänneksellä vai-
sua. Euroalueen kasvu hidastui noin
2 prosenttiin kolmannella neljännek-
sellä. Yksityisen kulutuksen kasvu oli
kuitenkin suhteellisen vahvaa.

Maakohtaisesti tarkasteltuna
euroalueen kasvu oli vuoden 2006
alkupuoliskolla laaja-alaista. Samalla
euroalueen suurten maiden väliset
kasvuerot supistuivat pienemmiksi
kuin aiempina vuosina. Toisella nel-
jänneksellä Saksan, Espanjan, Rans-
kan ja Alankomaiden kasvu oli 4–5
prosentin haarukassa edellisestä nel-
jänneksestä vuositasolle korotettuna,
kun taas Italian kasvu jäi alle 2 pro-
sentin. Italian talous kärsii yhä raken-
teellisista ongelmistaan, ja maa on
edelleen menettänyt ulkomaankaupan
hintakilpailukykyään muihin euroalu-
een suuriin maihin nähden. Suurim-
massa osassa euroalueen pienemmistä
maista kasvu oli toisella neljänneksellä
4 prosentin tuntumassa. Kolmannen
neljänneksen ennakkotietojen perus-
teella erityisesti Ranskan kasvu oli
heikkoa ja euroalueen kasvun mootto-

reina näyttävät toimineen Saksan ja Espanjan taloudet.

Euroalueen kasvu on jatkunut kohtuullisena vuoden 2006 lopulla, vaikka onkin hidastunut toisen neljänneksen vauhdistaan. Alueen yritysten luottamus on säilynyt vahvana samalla, kun teollisuustuotanto ja yritysten tilauskannat ovat jatkaneet voimakasta kasvuaan. Myös euroalueen yritysten tuloskehitys oli kuluvan vuoden kolmannella neljänneksellä pääosin edelleen suotuisaa. Näin ollen Yhdysvaltain kasvun hidastuminen ei ainakaan toistaiseksi näytä juuri heijastuneen euroalueen liike-elämän näkyymiin.

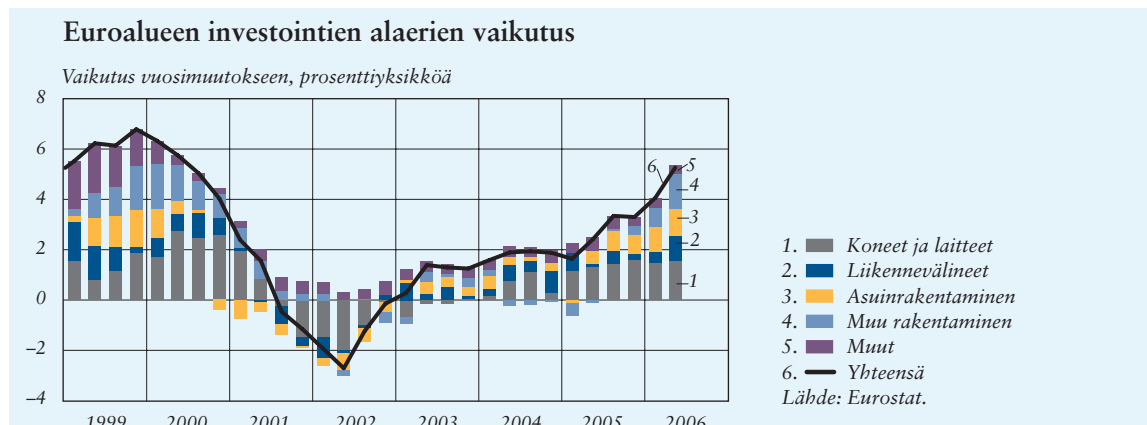
Myös euroalueen viennin veto on jatkunut syksyn aikana vahvana, joten euron aiemman vahvistumisen vientiä jarruttava vaikutus on ainakin toistaiseksi jäänyt vähäiseksi. Erityisesti vienti uusiin EU-jäsenmaihin, Kiinaan ja öljyntuottajamaihin on kasvanut. Sen sijaan vienti Yhdysvaltoihin on taantunut, mikä johtuu maan talouskasvun hidastumisesta. Euroalueen vaihtotase on kuitenkin muuttunut hieman alijää-

mäiseksi, koska tuontikin on kasvanut voimakkaasti.

Euroalueen yksityisen kulutuksen kasvun kiihtymisestä loppuvuoden aikana on olemassa joitakin merkkejä. Sekä vähittäiskaupan että kuluttajien luottamusindeksit ovat pysytelleet viime vuosiin verrattuna korkealla tasolla. Euroalueen työmarkkinoiden kehitys on kuluvana vuonna niin ikään ollut myönteistä, vaikka työttömyysasteen lasku onkin syksyn aikana pysähtynyt hieman alle 8 prosenttiin. Kotitalouksien kulutusta loppuvuoden aikana tukee myös öljyn hinnan laskun aiheuttama reaalityulojen kasvu. Saksassa puolestaan kotitaloudet aikaistanevat jonkin verran kestokulutushyödykkeiden hankintojaan vuoden 2007 alkupuoliskolta vuoden 2006 lopulle, koska maassa toteutetaan vuodenvaihteessa arvonlisäveron korotus.

Euroalueen investointien elpyminen on voimistunut vuoden 2005 alusta lähtien (kuvio 10). Vuonna 2006 investointien kasvu on kiihtynyt

Kuvio 10.



Euroalueen viime aikojen vahva talouskasvu on kohentanut julkisyhteisöjen rahoitustilannetta.

varsin laaja-alaisesti, sillä sekä kone- ja laite- että rakennusinvestoinnit ovat lisääntyneet vahvasti. Investointien voimistumista on auttanut yritysten usko euroalueen talouden elpymiseen ja maailmantalouden vahvan kasvun jatkumiseen. Samalla investointien rahoitusolot ovat olleet suotuisat, sillä yritysten tuloskunto on yleisesti ollut hyvä ja korkotaso matala.

Euroalueen viime aikojen vahva talouskasvu on kohentanut julkisyhteisöjen rahoitustilannetta. Euroopan komission ennusteen mukaan BKT:hen suhteutettu julkisen sektorin alijäämä pienenee vuonna 2006 lähes ½ prosenttiyksikköä 2 prosenttiin, ja pienemisen odotetaan jatkuvan myös lähivuosien aikana. Julkisyhteisöjen velan ennustetaan puolestaan vähenevän noin 3,5 prosenttiyksikköä 67 prosenttiin BKT:stä vuodesta 2005 vuoteen 2008. Julkisyhteisöjen taloutta on kohentanut erityisesti se, että verotulot ovat suotuisan suhdannekehityksen ansiosta kasvaneet. Euroalueen maista Saksa, Italia, Ranska, Kreikka ja Portugali kuuluvat kuitenkin yhä liiallisen alijäämän menettelyyn piiriin. Näistä maista myönteisintä julkisyhteisön talouskehitys on ollut Saksassa, ja kaikkien muiden paitsi Italian alijäämän odotetaan komission ennusteen mukaan supistuvan vuonna 2006.

Euroalueen inflaatio hidastunut öljyn hinnan laskun myötä

Euroalueen yhdenmukaistetulla kulutajahintaindeksillä (YKHI) mitattuna

inflaatio pysytteli kesällä 2006 yli 2 prosentissa mutta hidastui syyslokakuussa merkittävästi eli 1,6–1,7 prosentin tuntumaan. Hidastuminen johtui lähes täysin energian hinnan halpenemisestä syksyn aikana sekä energian hinnan vuodentakaisen vertailuajankohdan korkeasta tasosta.

Öljyn hinnassa viime vuosina nähdyn voimakkaan nousun välittyminen muiden tuotteiden hintoihin on euroalueella ollut edelleen hyvin rajallista. Sekä muiden teollisuustuotteiden että palveluiden hintojen nousu on pysytellyt lähes ennallaan vuoden 2006 aikana. Myöskään palkkainpaineiden lisääntymistä ei ole euroalueella nähty ainakaan toistaiseksi. Vaikka työkustannusten kasvuvauhti on hieman kiihtynyt, on tuottavuuden koheneminen myös ollut suhteellisen ripeää. Tämän seurauksena on tuleviin inflaatiopaineisiin vaikuttava yksikkötyökustannusten nousuvauhti pysynyt suhteellisen hitaana. Riski inflaation kiihtymisestä on kuitenkin yhä olemassa. Se liittyy lähinnä raakaöljyn aiemmin tapahtuneen hinnannousun välittymiseen muiden tuotteiden hintoihin sekä suotuisan talous- ja työllisyyskehityksen aiheuttamiin tarjontarajoitteisiin. Lähikuukausina inflaatio saattaa kiihtyä, mikä johtuu lähinnä Saksassa vuodenvaihteessa tehtävästä arvonlisäveron korotuksesta.

Euroalueen raha- ja luottomäärien kasvu on jatkunut nopeana syksyllä 2006, mikä on merkki rahatalouden tilan keveydestä. Erityisen

voimakasta on ollut yritysluottojen määrän lisääntyminen, kun taas kotitalouksien asuntoluottojen kysynnän kasvu on hieman rauhoittunut. Yritysluottoituksen vilkkaus kuvastaa osin euroalueen investointien elpymistä, kun taas asuntoluottojen kasvun hidastuminen on osin korkotason nousun seurausta.

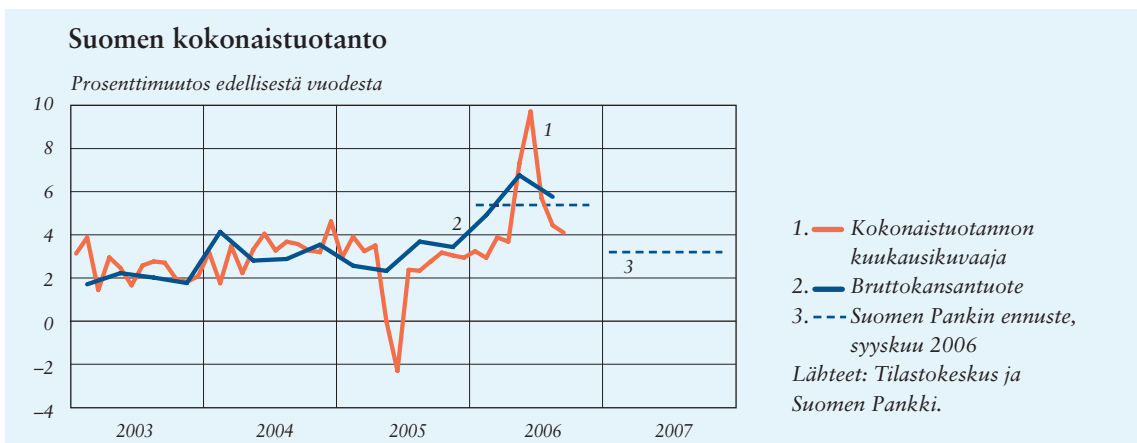
Euroopan keskuspankin neuvosto on jatkanut vuoden 2005 lopussa alkanutta rahapolitiikan keveyden vähentämistä. Ohjauskorko nousi joulukuussa 3,50 prosenttiin, eli nousua on vuodessa kertynyt 1,50 prosenttiyksikköä. Rahapolitiikka on ohjauskoron noususta huolimatta edelleen kasvua tukevaa. Ohjauskoron nostoilla EKP:n neuvosto pyrkii torjumaan hintavakauden pidemmällä aikavälillä liittyviä riskejä. Rahoitusmarkkinoilla odotetaan EKP:n jatkavan ohjauskorkonsa nostoa vuoden 2007 alkupuoliskolla.

Suomen talouden korkeasuhdanne jatkuu

Suomen talouskasvu jatkui vahvana vuoden 2006 ensimmäisellä puoliskolla (kuvio 11). Kasvua edellisvuoden vastaavasta ajankohdasta kertyi noin 5,6 %, mutta tätä lukua suurensi vertailuajankohtaan sijoittuva paperiteollisuuden työselkkäkaus. Kokonaistuotannon kuukausikuvaajan perusteella kasvu oli kolmannella neljänneksellä edelleen varsin ripeää, mutta joitakin merkkejä kasvun rauhoittumisesta on saatu Suomessakin.

Suomen talouskasvun vahvuus on ollut laaja-alaista. Kotitalouksien myönteinen luottamusilmapiiri, palkkasumman kasvu ja varallisuuden arvon nousu ovat tukeneet yksityisen kulutuksen kasvua. Samalla myös teollisuuden näkymät ovat säilyneet hyvinä ja vientimarkkinoiden – erityisesti Venäjän ja euroalueen – ripeä talouskehitys on pitänyt yllä viennin kasvua.

Kuvio 11.

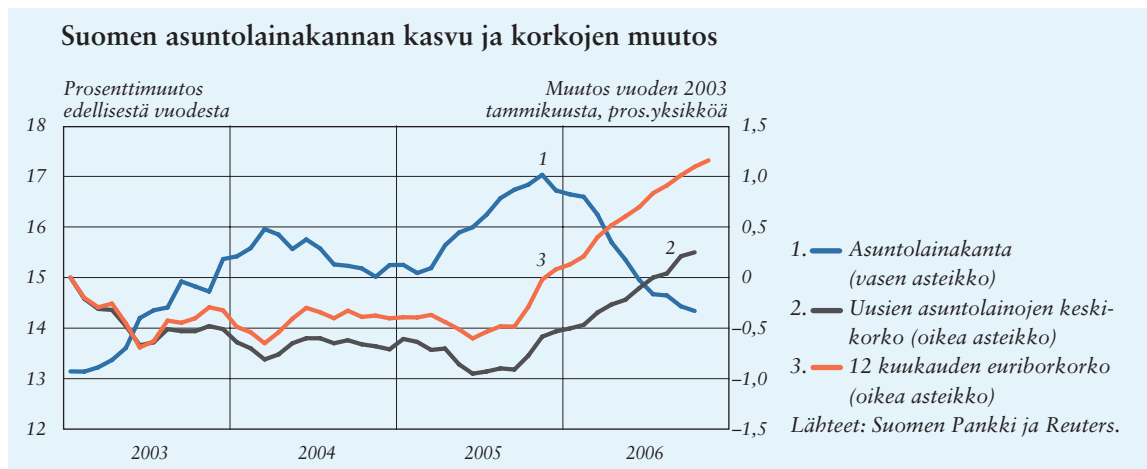


Suomen työttömyysasteen lasku on pysähtynyt vuoden 2006 aikana n. 8 prosentin tuntumaan. Samaan aikaan avoimien työpaikkojen määrä on lisääntynyt ja erityisesti rakennusalan yrityksillä on pulaa ammattitaitoisesta työvoimasta. Tämä viittaa siihen, että merkittävä osa maamme työttömyydestä on tällä hetkellä rakenteellista.

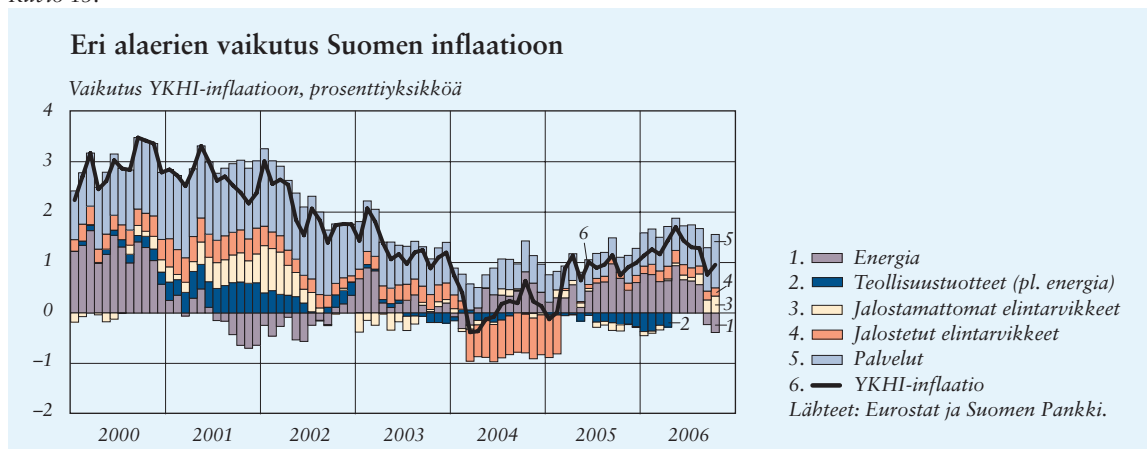
Suomen asuntomarkkinat ovat vähittäin viilentyneet vuoden 2006 toisella puoliskolla. Asuntolainakan-

nan vuosikasvu on hidastunut ja asuntokauppojen määrä vähentynyt vuoden 2005 tilanteeseen verrattuna. Suomen asuntolainakannan kasvuvauhti on hidastumisestaan huolimatta kuitenkin jatkunut suhteellisen ripeänä, varsinkin ottaen huomioon vuoden 2005 lopulla alkanut korkotason nousu. Tätä selittää osaltaan se, että yleisimpänä viitekorkona käytetyn 12 kuukauden euriborkoron nousu on välittynyt asuntolainojen korkoihin vain viiveellä (kuvio 12).

Kuvio 12.



Kuvio 13.



Asuntolainakannan kasvun hidastumisen voi odottaa jatkuvan, kun korkotason nousun välittyminen asuntolainakorkoihin etenee.²

Suomen inflaatio hidastunut, mutta palveluiden hintojen nousu nopeutunut

Öljyn hinnan lasku on hidastanut yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä mitattua inflaatiota myös Suomessa. Syys- ja lokakuussa Suomen vuotuinen inflaatio oli alle 1 prosentin, kun se vielä kesällä oli ollut 1,5 prosentin tuntumassa.

Muiden hyödykkeiden kuin energian keskimääräinen hintojen nousu on ollut melko tasaista viime kuukausien aikana (kuvio 13). Teollisuustuotteiden (lukuun ottamatta energiaa) hinnannousu on pysynyt suurin piirtein pysähdyksissä mm. lisääntyneen kilpailun seurauksena. Sen sijaan palveluiden hintojen nousu on hiljalleen kiihtynyt vuoden 2006 aikana. Tämän kehityksen syynä on ollut etenkin televiestintäpalveluiden hintojen kääntyminen nousuun vuosia jatkuneen laskun jälkeen.

Palkkojen nousuvauhti on Suomessa ollut vuonna 2006 ripeämpää kuin euroalueella keskimäärin. Suomessa yksikkötyökustannusten kasvuvauhti on kuitenkin pysynyt maltillisena suotuisan tuottavuuskehityksen takia, joten palkkojen nousun aiheuttamat inflaatiopaineet ovat toistaiseksi olleet vähäisiä.

Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne

² Kotitaloussektorin velkaantumista on käsitelty 14.12.2006 ilmestyneessä Suomen Pankin julkaisussa Rahoitusjärjestelmän vakaus.

Venäjän energiasektorin näkymät ja merkitys EU:n energihuollon kannalta

17.10.2006

Venäjä on maailmanlaajuisesti tärkeä öljyn- ja kaasuntuottaja. Erityisen tärkeää venäläinen energia on energiantuonnista riippuvaisille EU-maille. Viime aikoina Venäjä on ilmaissut halunsa laajentaa vientimarkkinoitaan Euroopan ulkopuolella ja on nostanut useille eurooppalaisille ostajille myymänsä kaasun hintaa. Energiakysymys onkin Venäjän talous- ja ulkopoliitikassa keskeisessä asemassa. EU:n riippuvaisuus Venäjästä näyttää lisääntyvän kasvavan energiantuonnin takia, ja energiakysymys pysynee pitkään EU:n ja Venäjän välisen vuoropuhelun asialistalla.

Venäjä on maailmanlaajuisesti tärkeä öljyn- ja kaasuntuottaja

Venäjän öljyntuotanto on lisääntynyt merkittävästi viime vuosina. Maan osuus maailman öljyntuotannon kasvusta vuosina 1998–2005 oli lähes 40 %. OPEC-maihin kuulumaton Venäjä on Saudi-Arabian jälkeen maailman toiseksi suurin öljyntuottaja. Vuonna 2005 sen osuus maailman öljyntuotannosta oli 12,1 % ja Saudi-Arabian osuus 13,5 %. Venäjän osuus maailman tunnetuista öljyvarannoista on vain 6 %, kun Saudi-Arabian varantojen osuus on 22 % (taulukko 1). Lisäksi Venäjän öljyteollisuus on yhä monin tavoin vajavaisesti kehittynyt.

Neuvostoliiton romahdettua entisten neuvostotasavaltojen öljyn-

tuotanto supistui huomattavasti 1990-luvun alkuvuosina. Vuoden 1998 talouskriisin jälkeen Venäjän öljyntuotanto alkoi kuitenkin jälleen kasvaa, ja vuodesta 1999 se on lisääntynyt yli 50 %. Vuoden 2004 lopusta lähtien tuotannon kasvu on tosin hidastunut. Vuonna 2005 Venäjän öljyntuotanto oli 9,6 miljoonaa tynnyriä päivässä, mikä oli yhä vähemmän kuin Neuvostoliiton tuotannon huippuvuosina, ja tuotannon vuotuinen kasvuvauhti oli alle 3 %.

Venäjä vie nykyään huomattavasti enemmän öljyä kuin Neuvostoliitto aikoinaan. Kotimaisen kysynnän vähennyttyä rajusti 1990-luvulla Venäjän öljynvientä kasvoi nopeammin kuin öljyntuotanto. Vuosina 1999–2004 viennin keskimääräiset vuotuiset kasvuluvut olivat kaksinkertaisia. Vuoden 2004 lopussa tähän tuli muutos, ja vuonna 2005 vienti itse asiassa supistui 2 % edellisvuos-



Tuuli Juurikkala
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto



Simon-Erik Ollus
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

Taulukko 1.

Maailman 10 suurinta tunnettua öljyvarantoa vuoden 2005 lopussa

Suurimmat öljyvarannot	Varannot (mrd. tynnyriä)	Osuus maailman varannoista (%)	Tuotanto vuonna 2005 (milj. tynnyriä / pv)	Varannot/ tuotanto (vuotta)
Saudi-Arabia	264,2	22,0	11,0	65,6
Iran	137,5	11,5	4,0	93,0
Irak	115,0	9,6	1,8	>100
Kuwait	101,5	8,5	2,6	>100
Arabiemiraatit	97,8	8,1	2,6	97,4
Venezuela	79,7	6,6	3,0	72,6
Venäjä	74,4	6,2	9,6	21,4
Kazakstan	39,6	3,3	1,4	79,6
Libya	39,1	3,3	1,7	63
Nigeria	35,9	3,0	2,6	38,1

Lähde: British Petroleum (2006).

den tasosta, 5,1 miljoonaan tynnyriin päivässä.

Venäjä tuottaa myös öljytuotteita, vaikka maan öljynjalostuskapasiteetti on pieni. Jalostus väheni voimakkaasti Neuvostoliiton hajottua, mutta alkoi jälleen vuoden 1998 jälkeen kasvaa hitaasti. Vuonna 2005 Venäjän osuus maailman öljyntuotannosta oli 12 %, kun sen osuus öljynjalostuskapasiteetista oli vain 6 %. Venäjän öljynjalostustuotteiden laatu on heikko. Suurin osa tuotteista päätyykin kotimaisille markkinoille ja vain noin kolmasosa vientiin.

Venäjän kotimainen öljynkulutus on vähentynyt Neuvostoliiton ajoista ja on nykyisellään noin 60 % vuoden 1992 tasosta. Kulutuksen väheneminen johtuu tuotannon yleisestä supistumisesta 1990-luvulla sekä Neuvostoliiton aikaisen infrastruktuurin uudelleenrakentamisesta. Öljyn kotimainen kulutus kasvaa Venäjällä tällä hetkellä hitaasti eli noin 1–2 % vuodessa.

Taulukko 2.

Maailman 10 suurinta tunnettua maakaasuvarantoa vuoden 2005 lopussa

Suurimmat kaasuvarannot	Varannot (biljoonaa m ³)	Osuus maailman varannoista (%)	Tuotanto (mrd. m ³)	Varannot/tuotanto (vuotta)
Venäjä	47,8	26,6	598,0	80
Iran	26,7	14,9	87,0	>100
Saudi-Arabia	6,9	3,8	69,5	99,3
Arabiemiraatit	6,0	3,4	46,6	>100
Yhdysvallat	5,5	3,0	525,7	10,4
Nigeria	5,2	2,9	21,8	>100
Algeria	4,6	2,5	87,8	52,2
Venezuela	4,3	2,4	28,9	>100
Irak	3,2	1,8	–	>100
Kazakstan	3,0	1,7	23,5	>100

Lähde: British Petroleum (2006).

Venäjän kaasuvarannot maailman suurimmat

Venäjän osuus maailman maakaasuvarannoista vuonna 2005 oli runsas neljännes (taulukko 2). Nykyisten tuotantomäärien perusteella kaasuvarantojen – toisin kuin öljyvarantojen – odotetaan riittävän pitkäksi aikaa eli 80 vuodeksi, vaikka suurin osa kaasusta tuotetaan kolmella suurella siperialaisella kentällä (Medvezhje, Urengoi ja Jamburg), joista ainakin kaksi on jo ohittanut tuotantohuippunsa. Vuonna 2005 Venäjän osuus maailman kaasuntuotannosta oli 22 %.

Venäjä on myös maailman suurin maakaasun kuluttaja ja viejä. Tuotetusta kaasusta noin kaksi kolmasosaa myydään kotimaisille markkinoille – säänneltyyn hintaan ja huomattavasti halvemmalla kuin ulkomaille. Kotitalous- ja teollisuussektorin osuus kaasun kotimaisesta kulutuksesta on lähes yhtä suuri. Kolmanneksi suurin kaasunkuluttaja on kuljetussektori. Kaasu on myös eniten käytetty polttoaine Venäjän sähköntuotannossa. Maakaasun merkityksen Venäjän kotimaisessa energiahuollossa odotetaan lisääntyvän: vuoteen 2030 mennessä kaasun osuuden Venäjän energiahuollosta ennustetaan kasvavan 56 prosenttiin, kun se vuonna 2000 oli 52 % (IEA 2004).

Neuvostoliiton aikana kaasua vietiin pääasiassa Itä-Euroopan maihin. Nyt kaasunviennin painopiste on kuitenkin muuttunut, ja vuonna 2005

IVY-maiden ulkopuolisesta kaasunviennistä EU:n osuus oli 80 % ja Turkin 12 %. Loppuosaa viennistä suuntautui EU:n ulkopuolisiin Euroopan maihin. Maailman energiankulutuksen ennustetaan tulevaisuudessa painottuvan yhä enemmän maakaasuun. Kun Venäjä toteuttaa osan tai kaikki tämänhetkiset suunnitelmansa kehittää kaasun viennissä tarvittavaa infrastruktuuria, vienti saattaa keskittyä nykyistä vähemmän Eurooppaan. Lähitulevaisuudessa EU-maat kuitenkin jatkanevat tärkeimpinä venäläisen kaasun tuojina.

Öljyn ja kaasun merkitys Venäjän taloudessa

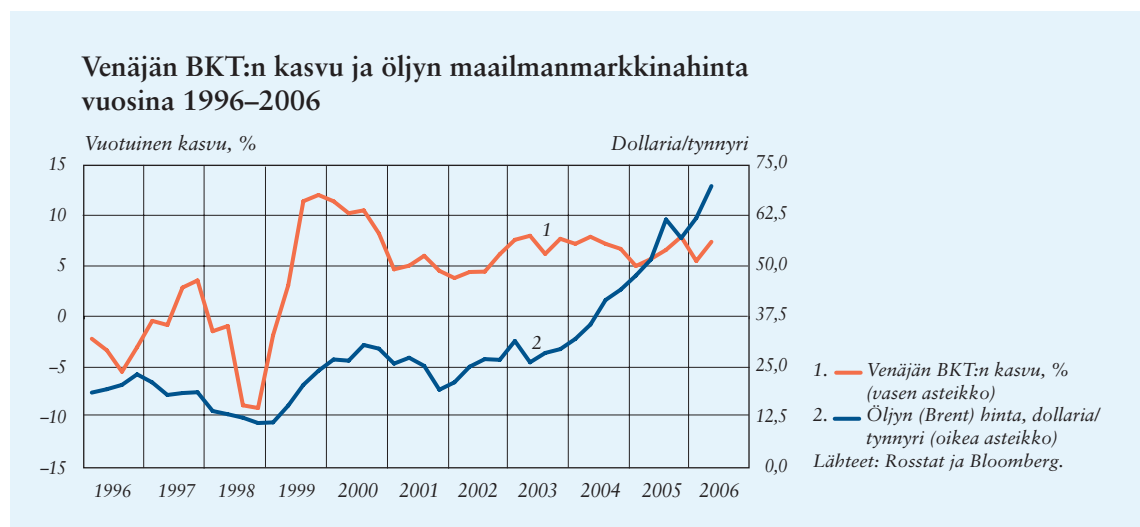
Ölly- ja kaasuteollisuus on erittäin tärkeä Venäjän talouden kannalta. Vuonna 1999 alkanut öljyn maailmanmarkkinahinnan nousu onkin nopeuttanut Venäjän BKT:n kasvua tällä vuosikymmenellä. Suomen Pankissa teh-

dyn arvion mukaan öljyn maailmanmarkkinahinnan pysyvä 10 prosentin nousu nostaa Venäjän BKT:n tasoa 2,2 % (Rautava 2004). On syytä huomata, että öljyn maailmanmarkkinahinta on noussut yli kuusinkertaiseksi vuoden 1999 ja vuoden 2006 puolivälin välisenä aikana (kuvio 1).

Venäjän hallituksen mukaan energiasektorin osuus Venäjän BKT:stä oli vuonna 2005 jopa noin 30 %. Vuonna 2005 öljyn ja kaasun viennin vuotuinen kasvu oli lähes 50 % ja osuus Venäjän vientituloista 56 %. Energiasektorin vaikutus työllisyyteen on kuitenkin paljon vähäisempi. Venäjän tilastoviranomaisen Rosstatin mukaan vain 1,6 % työllisistä työskenteli vuonna 2005 mineraalien (lähinnä hiilivetyjen) kaivannassa.

Öljyn hinnan nopea nousu on kiihdyttänyt vientitulojen kasvua vuodesta 1999 lähtien. Syyskuun

Kuvio 1.



2006 loppuun mennessä öljyn ja öljytuotteiden viennistä saadut dollari-määräiset tulot kasvoivat noin kolmanneksen edellisvuoden vastaavasta ajanjaksosta ja niiden osuus viennin kokonaisarvosta oli 46 %. Kaasunviennistä saadut tulot puolestaan kasvoivat samaan aikaan vientihintojen nousun seurauksena lähes puolella vuoden 2005 vastaavaan ajankohtaan verrattuna. Vientitulojen kasvu lisää likviditeettiä taloudessa ja pitää vaihtotaseen merkittävästi ylijäämäisenä (kuvio 2). Vuoden 2006 ensimmäisellä puoliskolla Venäjän vaihtotaseen ylijäämä oli 57 miljardia Yhdysvaltain dollaria eli 13 % BKT:stä, mikä on yksi maailman suurimmista ylijäämistä. Venäjä on näin ollen tärkeä maailman talouksien alijäämien rahoittaja.

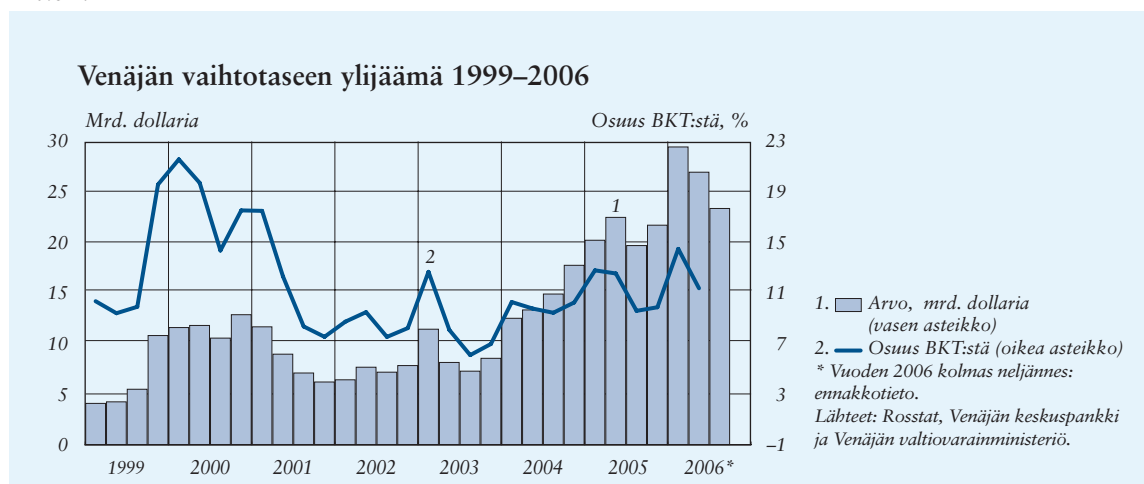
Suuret vientitulot puolestaan kasvattavat Venäjän valuuttavaroja. Syyskuun 2006 lopussa se olikin 261 miljardia Yhdysvaltain dollaria.

Lisäksi tällä hetkellä noin puolet liittovaltion budjetista muodostuu öljy- ja kaasutuloista. Tasoittaakseen likviditeetin vaihteluja Venäjän valtio on vuoden 2004 alusta lähtien ryhtynyt kartuttamaan erityistä vakausrahastoa verottamalla öljysektoria huomattavasti. Raakaöljyn viennin efektiivinen marginaalivero on noin 90 %.¹ Vakausrahasto on kasvanut nopeasti, ja lokakuun 2006 alussa sen varat olivat 71 miljardia dollaria, mikä on likimain yhtä paljon kuin liittovaltion ulkomainen velka (kuvio 3).

Vaikka Venäjä on steriloinut talouteen virtaavaa ylimääräistä likviditeettiä, inflaatio on edelleen nopea ja valuuttakurssi on vahvistunut

¹ Venäjän öljysektoria verotetaan huomattavasti ja eri tavoin. Yleisten verojen (esim. arvonlisä-, voitto- ja yhteisövero) lisäksi on neljä öljysektorikohtaista veroa: *mineraalien louhintaver*, *raakaöljyn vientitulli* (johon vaikuttaa progressiivisesti Uralin öljyn hinta), *öljytuotteiden vientitulli*, joka tarkistetaan kolmen kuukauden välein, sekä bensiinin, lämmitysöljyn ja moottoriöljyn *valmistevero*. Suuri osa öljysektorikohtaisista verotuloista talletetaan vakausrahastoon.

Kuvio 2.



nopeasti. Vuonna 2005 vuotuinen inflaatiovauhti oli 10,9 %, mikä johtui mm. asuntojen, bensiinin ja eräiden elintarvikkeiden hintojen noususta. Syyskuussa 2006 vuosi-inflaatio oli hidastunut 9,5 prosenttiin, mikä johtui osittain nimellisen valuuttakurssin hienoisesta vahvistumisesta. Ruplan reaalin efektiivinen valuuttakurssi nousi tammi-syyskuussa 8,1 % edellisvuoden vastaavan ajanjakson kurssiin verrattuna.

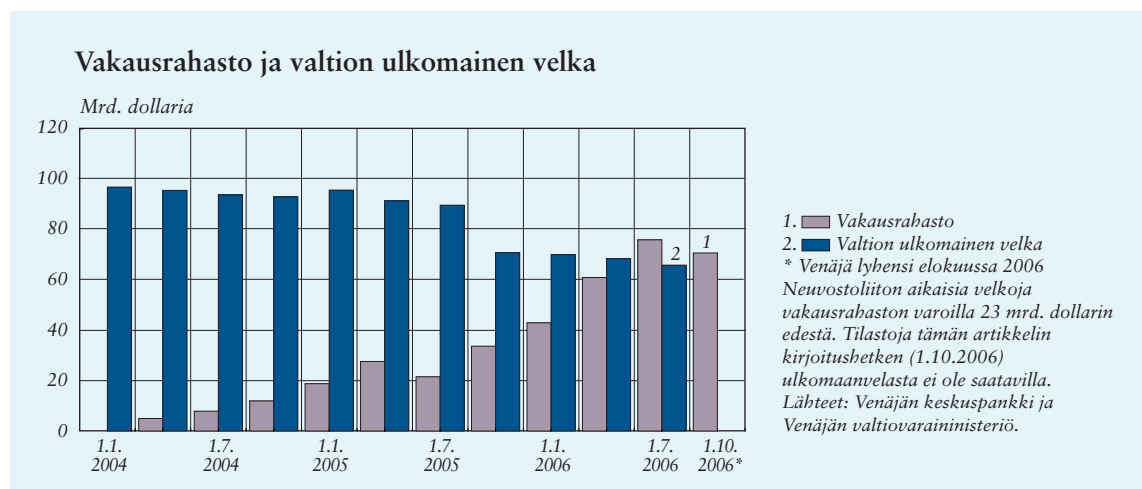
Venäjän öljyntuotannon ja viennin rajat

Venäjän öljyntuotanto pysynee lähitulevaisuudessa nykyisellä korkealla tasollaan. Maan kyky jatkaa näin merkittävänä öljyntuottajana pitkällä aikavälillä herättää kuitenkin paljon epäilyjä. Vaikka Venäjä on tällä hetkellä maailman toiseksi suurin öljyntuottaja, tunnettujen varantojen perusteella mitattuna se on vasta seitsemänneksi suurin (taulukko 1).

Varantojen ja tuotannon suhdeluku on Venäjällä paljon pienempi kuin muilla suurilla öljyntuottajamailla, ja nykyisellä tuotantovauhdilla Venäjän varannot ehtyisivätkin 22 vuodessa. Useimmat asiantuntijat uskovat kuitenkin, että Venäjän todelliset varannot ovat paljon suuremmat. Käsitys perustuu siihen, että useimmat saatavissa olevat geologiset tutkimukset tehtiin jo Neuvostoliiton aikoina.

Suurin osa tunnetuista öljyvarannoista sijaitsee Länsi-Siperiassa, jossa ne ovat helposti hyödynnettävissä. Löytämättömät öljyvarannot keskittyvät todennäköisesti Itä-Siperian ja Kaukoidän alueisiin, joissa öljy sijaitsee syvemmällä maan alla. Koska Länsi-Siperian öljylähteet ovat kuivumassa, öljy-yhtiöiden on pakko etsiä uusia lähteitä nykyistä syrjäisemmiltä seuduilta. Tähän mennessä yhtiöt eivät kuitenkaan ole olleet halukkaita investoimaan öljynetsintään laajassa mittakaavassa.

Kuvio 3.



Valtio ei luota yksityisen sektorin kykyyn johtaa yrityksiä valtion intressien mukaisesti.

Investoinnit öljyntuotantoon ovat vähentyneet viimeisten parin vuoden aikana. Useimmat yksityiset öljyntuottajat ovat keskittyneet nykyisten kenttien hyödyntämiseen. Lisäksi suurin osa porauskalustosta perustuu Neuvostoliiton aikaiseen tekniikkaan, joka olisi korvattava uudella tuottavuuden lisäämiseksi. Kansainvälisen energiajärjestön IEA:n (International Energy Agency) mukaan Venäjän on ensi tilassa uudistettava öljyntuotantokapasiteettiaan. Järjestö arvioikin, että Venäjän öljysektori tarvitsee noin 14 miljardia dollaria vuodessa pysyäkseen maan energiastategian mukaisessa, maltillisesti kasvavassa tuotantovauhdissa. Monet asiantuntijat ovat myös varoittaneet Venäjän öljyntuotannon tulevista riskeistä, jotka ovat seurausta siitä, että geologiseen tutkimukseen tehdyt investoinnit ovat jääneet vähäisiksi.

Valtionomistuksen viimeaikainen lisääntyminen energiasektorilla on herättänyt epäilyjä investointioloista ja markkinasäännöistä. Öljyn hinnan noustua valtio on lisännyt luonnonvaroista – erityisesti öljystä – saatavien tulojen verotusta. Raakaöljyn ja öljytuotteiden viennin entistä tiukempi ja progressiivisempi verotus tuli voimaan vuonna 2004. Aiempaa tiukempi verotus näyttää kuitenkin vähentäneen öljy-yhtiöiden investointihalukkuutta ja erityisesti halukkuutta lisätä vientiä öljyn korkeasta maailmanmarkkinahinnasta huolimatta. Verotusta ollaan tarkistamassa syk-

syn 2006 aikana, mikä lisännee valtion harjoittamaa luonnonvarojen valvontaa sekä verotuloja entisestään.

Valtionomistuksen lisääntyminen voidaan myös tulkita hallituksen vastaukseksi öljyntuotannon uhkiin. Näyttää siltä, että valtio ei luota yksityisen sektorin kykyyn johtaa yrityksiä valtion intressien mukaisesti. Näiden intressien mukaan yritysten tulisi lisätä pitkän aikavälin investointeja ja viennin kasvua sekä tuottaa huomattavat verotulot.

Mutta onko valtionomistuksen ja valtion vaikutusvallan lisääntyminen hyväksi öljysektorille? Se saattaa esimerkiksi lisätä investointeja öljynetsintään ja öljyntuotannon kehittämiseen – näitä molempiahan yksityiset yritykset ovat tähän asti pitkälti laiminlyöneet. Valtion vaikutusvallan lisääntyminen on myös kasvattanut verotuloja. Sillä voi kuitenkin olla myös kielteisiä seurauksia. Esimerkiksi Jukosiin kohdistetut verovaateet olivat valikoivia. Vaikka myös muita öljy-yhtiöitä (esim. TNK-BP ja Sibneft) tuomittiin pienempiin sakkoihin verorästeistään, yleinen käsitys on, että Jukosiin kohdistetuilla vaateilla oli poliittiset tarkoitukset. Useat tarkkailijat ovatkin panneet merkille, että Venäjän lakien toimeenpano on epäyhtenäistä ja että tästä kaikille yrityksille aiheutuva epävarmuus on lisääntynyt.

Valtionomistuksen lisääntyminen on tuonut mukanaan protektionismia suhteessa Venäjän öljysektorin ulkomaalaisomistuksiin: luonnonvaroja

pidetään Venäjän kansallisomaisuutena ja niillä katsotaan olevan strateginen asema. Valtio onkin alkanut suhtautua entistä vastahakoisemmin ulkomaisten yritysten aikeisiin hyödyntää Venäjän luonnonvaroja.² Valtio on kuitenkin myös täysin tietoinen siitä, että vain harvoilla venäläisillä yrityksillä on riittävästi öljysektorin investoinneissa tarvittavaa pääomaa ja tekniikkaa. Tämän vuoksi valtio näyttää hyväksyvän yritysten ulkomaalaisomistuksen – tosin rajoitettuna.

Viralliset tilastot ja arviot osoittavat, että öljyntuotannon kasvu on hidastumassa. Arviot kasvun hidastumisesta pitkällä aikavälillä vaihtelevat kuitenkin suuresti. Venäjän hallituksen hyväksymän energiasstrategian mukaan öljyntuotannon kasvu jatkuu

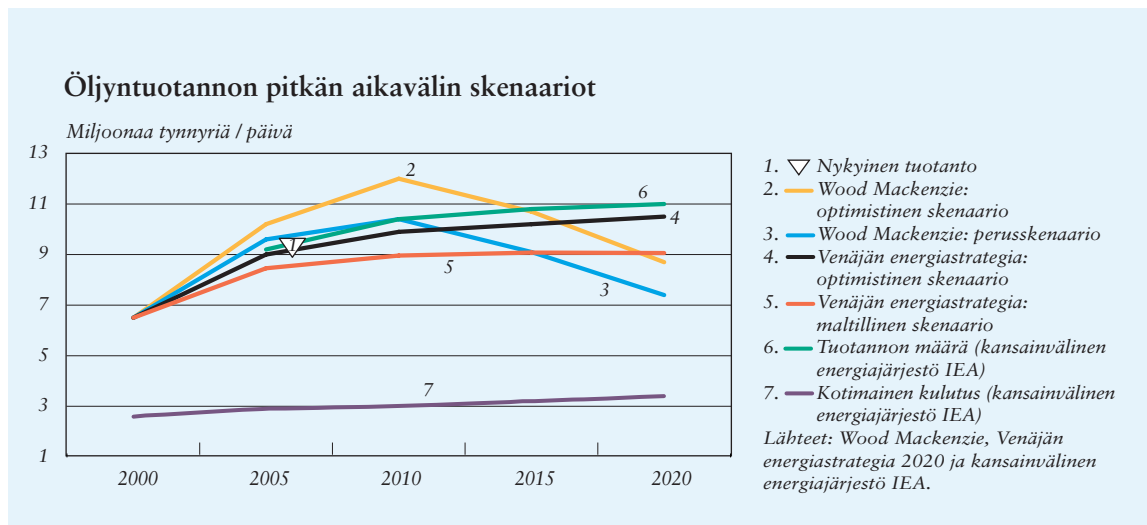
maltillisena vuoteen 2020 asti. Yhden pessimistisimmistä näkemyksistä on esittänyt energia-alan konsulttiyritys Wood Mackenzie. Se arvioi Venäjän öljyntuotannon itse asiassa pienentyvän vuoden 2010 jälkeen (kuvio 4). Yritys perustelee näkemystään pessimistisellä ennusteellaan tuotantolaitoksiin ja öljynetsintään tehtävistä investoinneista.

Hallitus ennustaa tuotannon siis edelleen kasvavan. Kotimaisen kysynnän kasvun ennustetaan olevan hitaampaa kuin tuotannon kasvun. Venäjän hallituksen vuoteen 2020 ulottuvan energiasstrategian mukaan Venäjän tavoitteena on kattaa primäärienergian tarve lähinnä kivihien ja kaasun avulla ja pitää öljyn osuus primäärienergiasta vakaana.³ Öljyn

² Uusi protektionistinen asenne ilmenee mm. Luonnonvaraministeriön keväällä 2006 käyttöön ottamissa rajoituksissa, jotka koskevat ulkomaisten yritysten osallistumista mineraalien etsintäluupia koskeviin tarjouksiin.

³ Lyhyellä aikavälillä hallitus aikoo kattaa primäärienergian tarpeen pitkälti ydinvoimalla. Sen kysynnän ennakoitu kasvu vuosina 2000–2030 on kuitenkin erittäin pieni verrattuna kaasun ja öljyn kysynnän kasvuun.

Kuvio 4.



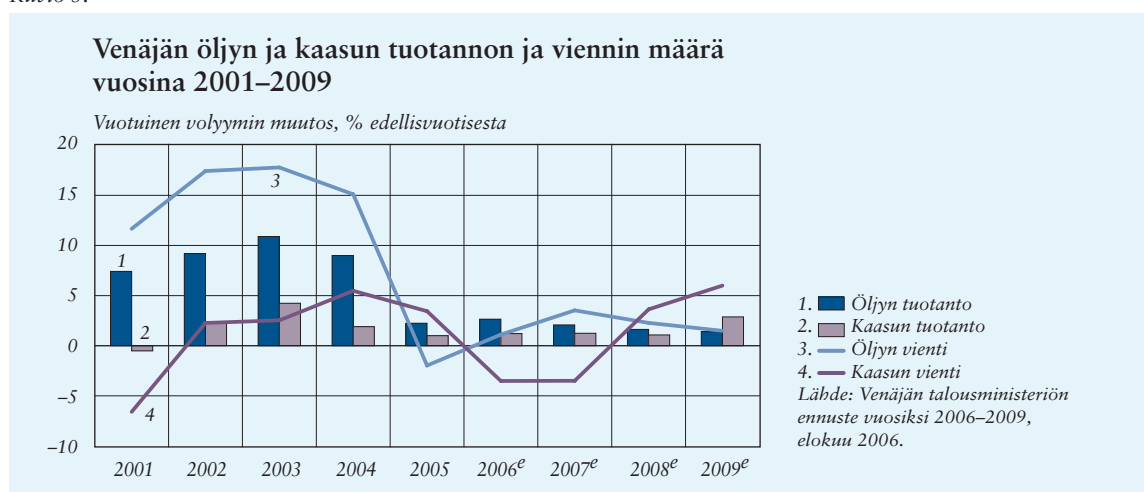
kotimaisen kysynnän arvioidaan olevan 3 miljoonaa tynnyriä päivässä vuonna 2010. Vuonna 2020 sen arvioidaan olevan 3,4 miljoonaa tynnyriä päivässä. Vuonna 2030 kotimaisen kysynnän oletetaan olevan 4 miljoonaa tynnyriä päivässä. Öljyn kysynnän vuotuisen kasvun ennustetaan siis olevan 1,6 % vuosina 2002–2030, mikä johtuu lähinnä kuljetus-sektorista. Kasvusta huolimatta kysyntä ei ole yhtä huomattavaa kuin Neuvostoliiton aikana.

Vuoden 2005 lopussa laadittujen, vuoteen 2015 ulottuvien Venäjän talousministeriön ennusteiden mukaan öljyn ja kaasun vienti kasvaa seuraavan 9 vuoden aikana alle 10 %. Tämä johtuu tuotannon vähäisestä kasvusta ja kotimaisen kysynnän hitaasta lisääntymisestä. Lisäksi vientiin menevän raakaöljyn määrä vähenee, mikä johtuu kotimaassa jalostettavan raakaöljyn ja kaasun määrän vähittäisestä kasvusta (kuvio 5).

Nykyään Eurooppa on Venäjän öljynviennin suurin markkina-alue ja noin kolmannes Euroopan unioniin tuotavasta öljystä on venäläistä. Venäjä on ilmoittanut haluavansa hajauttaa öljykauppaansa lisäämällä vientiä muille markkina-alueille. Tämä ilmenee suunnitelmista rakentaa uudet putkistot Tyynellemerelle ja Murmansiin. Venäjän teollisuus- ja energiaministeriön mukaan tavoitteena on, että tulevaisuudessa noin kolmasosa Venäjän öljynviennistä suuntautuu Euroopan ulkopuolelle. Vuonna 2004 Euroopan ulkopuolinen osuus Venäjän öljynviennistä oli vain noin 7 %. Tämä tavoite sekä Venäjän viennin kasvun hidastuminen viittavat siihen, että tulevaisuudessa entistä pienempi osa Euroopan kasvavasta energiantarpeesta katetaan venäläisellä öljyllä.

Vientikapasiteetin puute – joka koskee erityisesti valtion öljyputki-monopolia Transneftia – on viime

Kuvio 5.



vuosina lisännyt raakaöljyn vientiä rauta- ja vesiteitse. Vuonna 2004 raakaöljystä kuljetettiin 60 % vientiputkiston kautta ja 33 % rautateitse. Venäjän putkiverkko on laajentunut vain hieman Neuvostoliiton hajoamisen jälkeen, ja työt ovat keskittyneet putkiston ongelmien poistamiseen. Venäjän teollisuus- ja energiaministeriö esitteli Transneftin putkiverkon laajennussuunnitelmat vuoden 2004 lopussa (taulukko 3).

Lisätäkseen öljynvientiputkiston kapasiteettia ja välttääkseen Bosporsin salmen sekä Ukrainasta Eurooppaan ulottuvan Druzhba-putken ongelmakohdat Venäjän hallitus on suunnitellut vaihtoehtoisia reittejä vientiputkistolle. Ensimmäinen uusi öljyterminaali rakennettiin Primorskiin Suomenlahden rannalle, ja siitä on tullut lyhyessä ajassa suurin venäläisen öljyn vientisatama. Läheinen Itämeren vientiputkisto (Baltic Pipeli-

ne System) on toiminut täydellä kapasiteetilla vuoden 2005 alusta lähtien.

Venäjän hallitus on myös jatkanut suunnitelmaansa laajentaa nykyistä putkiverkostoa itään. Vuoden 2004 lopussa hallitus julkisti päätöksensä rakentaa yli 4 100 kilometriä pitkä öljyputki Itä-Siperian Taishetista Japaninmerelle Nahodkaan. Putken suunniteltu kapasiteetti on noin 1,6 miljoonaa tynnyriä päivässä, mikä vastaa lähes kolmasosaa Venäjän nykyisestä öljynviennistä. Venäjän hallitus harkitsee myös sivuhaaran rakentamista Taishetin – Nahodkan putkesta Kiinaan. Neuvotteluja on käyty myös Länsi-Siperiasta Kuolan niemimaalle ulottuvan putken rakentamisesta. Putki pienentäisi huomattavasti Venäjän öljykenttien ja Yhdysvaltain markkinoiden välisiä kuljetuskustannuksia. Ei kuitenkaan ole täyttä varmuutta siitä, onko hallituksen suunnitelmassa edelleen rakentaa putkistoa.

Taulukko 3.

Transneftin vientiputkiverkon laajennussuunnitelmat vuosina 2003–2020

Öljyputkien kapasiteetti miljoonina tynnyreinä päivässä

Transneftin vientiputket	2003	2005	2010	2015	2020
Primorskiin (BPS)	0,6	1,2	1,2	1,2	1,2
Baltian ja Puolan satamiin	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Ukraina – Eurooppa (Druzhba)	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Mustanmeren järjestelmä	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Kaspianmeren järjestelmä	0,4	0,6	1,3	1,3	1,3
Taishet – Nahodka			0,6	1,0	1,6
Länsi-Siperia – Murmansk				1,0	1,6
Yhteensä	3,7	4,7	6,1	7,5	8,7

Lähde: Venäjän teollisuus- ja energiaministeriö.

*Nykyinen
infrastruktuuri ei
todennäköisesti
kestä kaasun
vientimäärien
huomattavaa
kasvua.*

Kaasuntuotannon ja -viennin kasvupotentiaali

Venäjän kansallisessa energiastrategiassa maakaasun tuotannon odotetaan vuosina 2005–2010 kasvavan optimistisen skenaarion mukaan 598 miljardista kuutiometrillä 730 miljardiin kuutiometriin ja pessimistisen skenaarion mukaan 680 miljardiin kuutiometriin. Optimistisenkin skenaarion mukaan Venäjän maakaasuntuotannon vuotuinen kasvuvauhti vuosina 2002–2020 olisi vain 1,4 %.

Yksi syy pessimistisiin lyhyen aikavälin kasvuennusteisiin on valtion kaasuyhtiön Gazpromin monopoliasema. Tätä jättiyritystä – markkina-arvolla mitattuna se on yksi maailman kymmenestä suurimmasta yrityksestä – on pitkään kritisoitu tehottomaksi. Venäjän hallitus ei ole kuitenkaan tähän mennessä ryhtynyt mainittaviin toimiin Gazpromin uudistamiseksi tai sen toimintojen uudelleenjärjestelemiseksi. Lisäksi kaasun ja sähkön keinotekoisien alhaisten kotimaanmarkkinahintojen vuoksi Gazpromin kassavirta on liian pieni laajojen infrastruktuurin kehittämishankkeiden rahoittamiseksi. Uudelleenjärjestelyjen ja investointien laiminlyönti onkin esteenä kaasun viennin huomattavalle lisäämiselle.

Nykyinen infrastruktuuri ei todennäköisesti kestä myöskään kaasun vientimäärien huomattavaa kasvua. Arviot tästä tosin vaihtelevat. Uuden infrastruktuurin rakentaminen vie vuosia ja paljon voimavaroja – useita laajentamissuunnitelmia on

toisaalta jo tehty (kehikko). Nesteytetyn maakaasun terminaalien lisäksi kustannuksia aiheuttavat myös kaasun kuljetuksiin soveltuvat laivat. Asiakkaat taas joutuvat rakentamaan laitoksia, joita tarvitaan muunnettaessa nesteytetty maakaasu uudelleen kaasuksi.

Uudet suunnitellut vientiputket on lisäksi täytettävä kaasulla, joka ei sisälly virallisiin tuotannon kasvuarvioihin. Uusien vientiputkien rakennussuunnitelmat (kehikko) viittaavatkin siihen, että kaasun tuotantoa on lisättävä noin 135–155 miljardia kuutiometriä vuodessa. Lisäksi jopa pisimmälle edenneisiin hankkeisiin liittyy epävarmuuksia. Esimerkiksi Venäjän ja Saksan välinen North European Gas Pipeline -putki tulisi kulkemaan Suomen ja Ruotsin talousalueiden kautta, mikä tarkoittaa, että hankkeen ympäristövaikutukset on arvioitava ja arvio on hyväksyttävä ennen rakentamisen aloittamista. Erityisesti Ruotsi on ilmoittanut aikovansa tutkia suunnitelmat tarkkaan.

Yhdysvaltain energiavirasto (Energy Information Administration, EIA) arvioi, että suurimmat kaasunkuluttajat (mm. EU, Yhdysvallat, Intia ja Kiina) aikovat lisätä kaasun kulutusta ja tuontia seuraavien kahden vuosikymmenen aikana. Maailman maakaasunkulutuksen odotetaan lisääntyvän lähes 70 % vuosina 2002–2025. Entisten neuvostotasavaltojen yhteenlasketun kaasun tuotannon samoin kuin niiden kotimaisen

Kehikko.

Suunnitellut öljyputket

- 1. Baltian putki, 2. vaihe (energiastrategia 28.8.2003)**
 - Ensimmäisen ja toisen vaiheen yhteenlaskettu kapasiteetti 62 miljoonaa tonnia vuodessa
 - Valmistuu vuonna 2006
- 2. Länsi-Siperia – Kuolan niemimaa (Murmansk) (energiastrategia 28.8.2003)**
 - Öljy toimitetaan Yhdysvaltain markkinoille
 - Pituus 2 800–4 000 km
 - Kapasiteetti 120 miljoonaa tonnia vuodessa (80 tonnia vuodessa vuoteen 2020 mennessä)
- 3. Itä-Siperia –Tyynimeri (ESPO)**
 - Öljy toimitetaan Japanin ja Kaukoidän markkinoille
 - Pituus 4 200 km
 - Kapasiteetti 50 miljoonaa tonnia vuodessa
 - Valmis vuoteen 2010 mennessä
- 4. Itä-Siperia – Daqing (Kiina)**
 - Pituus 2 100 km
 - Kapasiteetti 30 miljoonaa tonnia vuodessa
 - Valmis vuoteen 2010 mennessä
- 5. Druzhban ja Adrian putkien yhdistäminen**
 - Kasvattaa Välimeren vientikapasiteettia 15 miljoonalla tonnilla vuodessa

Suunnitellut kaasuputket

- 1. Venäjä – Turkki ”Blue Stream”**
 - Gazprom (ENI)
 - Pituus 1 200 kilometriä
 - Valmis
 - Kapasiteettia lisätään nykyisestä 4,5 miljardista 16 miljardiin kuutiometriin vuodessa vuoteen 2010 mennessä
- 2. North-European Gas Pipeline (NGP) Venäjä-Saksa**
 - Gazprom (BASF, E.ON), sopimus 8.9.2005
 - Pituus 1 200 km
 - Kapasiteetti 27,5 miljardia kuutiometriä vuodessa
 - Valmis vuoteen 2010 mennessä
- 3. North-European Gas Pipeline, toinen vaihe**
 - Kapasiteetti 27,5 miljardia kuutiometriä vuodessa
 - Valmis vuoteen 2013 mennessä
- 4. Länsi-Siperia – Kiina (RBK 3.8.06)**
 - Gazprom (CNPC), sopimus 21.3.2006
 - Pituus 3 000 km
 - Kapasiteetti 30–40 miljardia kuutiometriä vuodessa
 - Valmis vuoteen 2011 mennessä
- 5. Itä-Siperia – Kiina (Jamestown 31.3.06)**
 - Gazprom (CNPC), sopimus 21.3.2006
 - Kapasiteetti 30–40 miljardia kuutiometriä vuodessa
 - Valmis vuoteen 2011 mennessä
- 6. Venäjä – Serbia (Turkish Daily News 29.7.06)**
 - Gazprom, Srbijagas
 - Pituus 400 km
 - Kapasiteetti 20 miljardia kuutiometriä vuodessa

Tällä hetkellä 38 % EU:ssa kulutetusta energiasta perustuu öljyyn, ja osuuden oletetaan pysyvän jokseenkin samana vuoteen 2025 ulottuvana ajanjaksona.

kysynnän ennustetaan samanaikaisesti kasvavan hieman yli 2 % vuodessa. Qatarin, Algerian, Iranin ja Venäjän odotetaan tuottavan suurimman osan maailman kaasuntuotannon lisäyksestä. Esimerkiksi Qatarin odotetaan vastaavan lähes neljänneksestä alueiden välisen kaasukaupan kasvusta vuosina 2004–2030 ja Venäjän alle 10 prosentista (IEA 2006).

Venäjän energiasektorin kehityksen vaikutukset Euroopan energiahuoltoon

Öljyn kalleus ja öljyntoimitusten epävarmuus ovat johtaneet siihen, että useat maat ovat pyrkineet monipuolistamaan käyttämiään energianlähteitä ja vähentämään öljyn kysyntää pitkällä aikavälillä. Vaikka öljyn viimeaikaiseen hintapiikkiin on vaikuttanut epävarmuus öljyntoimituksista, öljyn hinnan nousua on pohjimmiltaan vauhdittanut kulutuksen nopea kasvu sekä kehittyvillä (esim. Intia ja Kiina) että perinteisillä markkinoilla. Vuonna 2005 maailman raakaöljyn tarjonta kasvoi vain 1 prosentin. Tarjonnan kasvu oli nopeinta entisissä neuvostotasavalloissa – erityisesti Venäjällä. Öljyntuotannon kasvun viimeaikaisesta huomattavasta hidastumisesta huolimatta Venäjä pystyy edelleen lisäämään maailmanmarkkinoille suuntautuvaa öljyn tarjontaa.

Yhdysvaltain energiavirasto ennustaa maailman öljynkulutuksen kasvavan 34 % vuosina 2004–2025. Euroopan öljynkulutuksen kasvu poikkeaa tästä. Tällä hetkellä 38 %

EU:ssa kulutetusta energiasta perustuu öljyyn, ja osuuden oletetaan pysyvän jokseenkin samana vuoteen 2025 ulottuvana ajanjaksona. Euroopan komissio arvioi öljynkulutuksen kasvavan EU25-maissa vain noin 3 % vuosina 2005–2025.

EU-maiden toiseksi suurimman öljyntoimittajan Norjan tuotanto on supistumassa. Sen öljyntuotanto pieneni 2002–2005 keskimäärin 3 % vuosittain. Sitä vastoin Libya ja Saudi-Arabia, jotka ovat Venäjän ja Norjan jälkeen EU:n kolmanneksi ja neljänneksi tärkeimmät öljyntoimittajat, ovat samana ajanjaksona lisänneet vuotuista öljyntuotantoaan. Libyan lisäys on ollut 4,7 % ja Saudi-Arabian 4,6 %. Koska Pohjanmeren öljyntuotanto on jo saavuttanut huippunsa, EU:n öljyntuonti muista maista kasvaa tulevaisuudessa nopeammin kuin kulutus. On vaikea arvioida, kuinka Venäjän osuus EU:n öljyntuonnista kehittyy, mutta todennäköisesti se ei muutu kovinkaan paljon. On kuitenkin selvää, että Venäjä ei ole ehtymätön öljyn lähde.

Tuontikaasun osuuden Länsi-Euroopan kaasunkulutuksesta arvioidaan lisääntyvän nykyisestä kolmasosasta 50 prosenttiin vuonna 2025. Koko EU:n kaasunkulutuksen arvioidaan kasvavan 39 % vuosina 2005–2025 (Euroopan komissio 2005).

Jos Länsi-Euroopan maat aikovat turvautua nesteytettyyn maakaasuun, niiden on investoitava nestemäisen kaasun käsittelyyn tarkoitettuihin terminaaleihin ja erikoisaluksiin, joihin

liittyy myös turvallisuus- ja ympäristöriskejä. EU:n lisäksi myös esimerkiksi Yhdysvallat, Kiina, Intia ja Japani kilpailevat samoista kaasuntoimituksista. Eräät kasvavat kaasuntoimittajat saattavat myös aiheuttaa suuremman poliittisen riskin kuin Venäjä.

Ratkaisuksi on ehdotettu useita infrastruktuurihankkeita. Yhtäältä monet maat haluavat vähentää Venäjä-riippuvuuttaan Keski-Aasiasta tulevien energiatoimitusten suhteen. Toisaalta Venäjä haluaa vähentää riippuvuuttaan omien kaasuntoimitustensa nykyisistä kauttakulkumaista. Samanaikaisesti Gazprom on halukas säilyttämään monopoliasemansa kaasun kauttakuljetuksissa Venäjällä, ja sillä on liiketaloudellisesti luonnollinen – mutta monien mielestä poliittisesti ongelmallinen – tavoite laajentaa toimintaansa kaasun jalostuksessa ja markkinoinnissa. Yhtiön tavoitteena on hallita kaasuputkistoja ja parantaa asemiaan kaasun vähittäismyynnissä. Mikäli tilanteeseen ylipäätään löydetään ratkaisu, se voisi olla Venäjän putkien avaaminen muillekin kaasun toimittajille ja vastaavasti Gazpromin tulo muiden maiden kaasun vähittäismarkkinoille samaan aikaan.

Kaasulla ei ole varsinaista maailmanmarkkinahintaa. Venäjä on Gazpromin kautta ylläpitänyt hintaerottelua, joka perustuu ostajien varallisuuteen ja – ainakin aikaisemmin – poliittisiin seikkoihin. EU:n uudet jäsenvaltiot ovat yleensä maksaneet kaasusta vähemmän kuin vanhat. Tilanne näyttäisi olevan muuttu-

massa, ja tämä vaikuttaa sekä ostajien kustannuksiin että tarpeeseen löytää uusia toimittajia.

Investoinnit välttämättömiä koko energiasektorille

Venäjän öljy- ja kaasusektorit niputetaan usein yhteen, vaikka ne poikkeavat toisistaan huomattavasti. Öljysektori on näistä kahdesta suurempi ja painottunut enemmän vientiin. Vuoden 2006 alkupuoliskolla öljysektorin osuus Venäjän vientituloista oli 46 %, kun kaasusektorin osuus oli 14 %. Toisaalta Venäjän öljyvarannot ovat pienemmät suhteessa tuotantoon kuin sen kaasuvaramot, jotka ovat maailman suurimmat. Jos kaasusektoria hallitaan hyvin, sen merkitys Venäjän taloudelle kasvaa.

Viimeaikaisista toimista huolimatta Venäjän öljysektori on edelleen suurimmaksi osaksi yksityisessä omistuksessa, kun taas kaasusektori on lähes täysin valtion omistuksessa. Supistuttuaan voimakkaasti 1990-luvulla öljyn tuotanto kasvoi voimakkaasti vuoteen 2004 asti. Sitä vastoin kaasusektorin tuotanto ei ole missään vaiheessa romahtanut, vaan kasvanut maltillisesti. Öljysektori on maailmanlaajuisesti tärkeä, kun taas kaasusektori on tärkeä Venäjän lähialueille. Nestemäisen maakaasun tulo markkinoille muuttaa tätä tilannetta hitaasti.

Venäläinen energia on ja tulee olemaan tärkeä Euroopan unionille. Venäjä on EU-maiden suurin öljyn- ja kaasuntoimittaja, ja EU-maat ovatkin hyötäneet Venäjän öljyn- ja kaasun-

Öljysektori on maailmanlaajuisesti tärkeä, kun taas kaasusektori on tärkeä Venäjän lähialueille.

Viimeisten lähes 20 vuoden aikana Venäjän öljyteollisuus on keskittynyt lähes yksinomaan tuotantoon toiminnan tehokkuuden kehittämisen ja öljynetsinnän kustannuksella.

viennin kasvusta viime vuosikymmenen aikana. Jos maiden öljyntarve lisääntyy, uusien toimittajien hankkiminen on käytännössä helpompaa ja halvempaa kuin uusien kaasuntoimittajien hankkiminen, mm. erilaisten investointitarpeiden vuoksi.

Venäjän rooli öljyntoimittajana saattaa myös aiheuttaa ongelmia. Öljyntuotannon arvioidaan kasvavan vain maltillisesti, ja samanaikaisesti kotimainen kysyntä lisääntyy, ellei energiatehokkuutta paranneta Venäjällä huomattavasti. Ei ole itsestään selvää, että Venäjä lisää raakaöljyn vientiä ainakaan suuressa määrin. Investoinnit ovat todella tarpeen öljysektorilla. Viimeisten lähes 20 vuoden aikana Venäjän öljyteollisuus on keskittynyt lähes yksinomaan tuotantoon toiminnan tehokkuuden kehittämisen ja öljynetsinnän kustannuksella. Tämä johtuu epävakasta investointioloista, poliittisesta epävakaudesta ja öljysektorin kireästä verotuksesta. Investointien puute öljyn alkulähteillä on vaikuttanut epäsuotuisasti sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin kehittämiseen. Jopa Venäjän nykyisen öljyntuotannon kestävyys on asetettu kyseenalaiseksi, mikä liittyy tuotannon määrään suhteessa varantoihin. Myös putkiverkoston kehittäminen aiheuttanee ongelmia lähitulevaisuudessa. Öljy-yhtiöt ovat usein valittaneet, että nykyinen putkiverkkomonopoli rajoittaa huomattavasti vientimäärien lisäämistä.

Kaasusektorin tilanne herättää jokseenkin samanlaisia epäilyksiä. Sektoria hallitsee valtion monopoli-

yhtiö Gazprom, jonka saavutukset ja tulevaisuudennäkymät ovat herättäneet paljon keskustelua. Yhden näkemyksen mukaan Gazprom on esteenä kaasumarkkinoiden uudistamiselle ja hyödyntää monopoliasemaansa armottomasti saavuttaakseen taloudelliset tai poliittiset tavoitteensa. Toisen näkemyksen mukaan Gazpromin johtamistapaa on kehitetty eikä ole ollenkaan selvää, kuinka sektorin mahdollinen vapauttaminen etenisi. On myös otettava huomioon, että kaasun kotimaisten hintojen nostaminen on poliittisesti vaikeaa ainakin alueilla, joissa suurin osa kaasusta myydään. Tämän vuoksi on Gazpromin edun mukaista aiheuttaa edelleen paineita kansainvälisillä markkinoilla myytävän kaasun hintaan. Myös kaasusektorilla on todellinen pula investoinneista. Tuotannon mahdollisesta kasvusta huolimatta kaasun kauttakuljetukset aiheuttavat edelleen tulevaisuudessa monenlaisia ongelmia. Venäjän tavoite kasvattaa vientimarkkinoitaan – ja laajentaa toimintaa kaasun jalostukseen ja vähittäismyyntiin – on taloudellisesti perusteltu. Se aiheuttaa kuitenkin monia ongelmia – eikä vähiten EU-maille, sillä niiden energiastrategia on tähän asti perustunut suurelta osin kaasuun.

EU:n ja Venäjän suhde energia-asioissa on epäilemättä tulevaisuudessakin tapetilla. Yksi tulevista päätöksistä koskee sitä, missä määrin kaasun tulisi olla hyödyke muiden joukossa – hyödyke, jonka markkinat olisi parasta jättää markkinatoimijoi-

le. Vai olisiko viisaampaa tehdä energiemarkkinoista entistäkin poliittisemmat ja tavoitella tilannetta, jossa EU olisi ainoa toimija ja neuvottelisi suoraan hinnoista, määristä ja investoinneista? Ja olisiko EU:lla tähän tarvittavaa kykyä? Kuinka realistista on tavoitella yhteistä energiapolitiikkaa, jossa olisi kyse muustakin kuin sääntelyn ja infrastruktuurin yhtenäistämisestä, kun otetaan huomioon lainsäädännön ja olemassa olevan infrastruktuurin erot sekä energiapolitiikan vakiintuneet tavoitteet?

Venäjä on hyötynyt erittäin paljon – sekä taloudellisesti että poliittisesti – energian hinnan viimeaikaisesta kehityksestä. Maailma on myös

hyötynyt Venäjän hiilivetyteollisuuden, erityisesti öljyntuotannon, viimeaikaisesta kasvusta. Kaiken kaikkiaan Venäjä on toistaiseksi hoitanut tätä uutta varallisuuttaan hyvin. Sekä Venäjän teollisuus että palvelujen tuotanto kasvavat tällä hetkellä nopeammin kuin energiantuotanto. Hiilivetyjen tuotannon ennustetaan kasvavan enintään maltillisesti. Tällä on taipumus hidastaa kokonaistuotannon kasvua, mutta toisaalta se samalla ehkä vahvistaa sen perustaa pitkällä aikavälillä.

Asiasanat: Venäjä, energia, öljy, kaasu, EU

Lähteet

British Petroleum (2006) Statistical Review of World Energy 2006. Kesäkuu 2006. Lontoo.

Euroopan komissio (2005) The Energy Dialogue EU-Russia. Christian Cleutinixin esitelmä. Lokakuu 2005.

Kansainvälinen energiajärjestö IEA (2004) World Energy Outlook 2004. OECD/IEA. Pariisi.

Rautava, J. (2004) The role of oil prices and the real exchange rate in Russia's economy – a co-integration approach. *Journal of Comparative Economics* 32.

Venäjän federaation hallitus (2003) Energetitsheskaja strategija Rossii na period do 2020 goda. 28.8.2003. Moskova.

Venäjän talousministeriö (2006) Prognoz sotsialno-ekonomitsheskovo razvitija rossijskoj federatsii na 2007 god i osnovnye parametry prognoza do 2009 goda (Taloudellisen ja sosiaalisen kehityksen näkymät vuonna 2007). Elokuu 2006.

Wood Mackenzie (2004) Wood Mackenzie's view of Russian oil and the implications for investors. Moskova.

Yhdysvaltain energiavirasto (EIA) (2006) Annual Energy Outlook 2006.

Euroalueen rahamarkkinat kehittyvät – lyhytaikaisten arvopapereiden markkinat käynnistyivät

3.11.2006

Euron käyttöönoton myötä syntyivät koko euroalueen kattavat yhteiset rahamarkkinat, joilla rahoituslaitokset, institutionaaliset sijoittajat, suuryritykset ja julkisyhteisöt voivat tehokkaasti hallita maksuvalmiuttaan ja korkoriskejään. Euroajan alkuvaiheessa euroramarkkinoiden painopiste oli pankkien välisillä tukkutatletusmarkkinoilla, joille on myös kehitynyt laajat johdannaismarkkinat. Sittemmin markkinoiden kasvu on keskittynyt vakuudellisiin repomarkkinoihin, joiden kehitystä on tukenut viime vuosien nopea tuotekehitys. Myös kaupankäynti lyhyillä euroramarkkinapapereilla on vauhdittumassa, kun niille on vastikään luotu aiempaa yhtenäisempi ja läpinäkyvämpi markkinaympäristö.

Rahamarkkinoiden merkitys

Rahamarkkinoilla tarkoitetaan likvidien ja enintään vuoden pituisten velkasitoumusten tukkumarkkinoita mukaan luettuna näiden velkasitoumusten johdannaismarkkinat. Rahamarkkinoiden tarve syntyy pohjimmiltaan siitä, että näillä markkinoilla kauppaa käyvien instituutioiden, kuten pankkien, institutionaalisten sijoittajien, suuryritysten ja valtioiden tulevat ja lähtevät kassavirrat ajoittuvat eriaikaisesti. Kaikki edellä mainitut instituutiot pitävät kassavaroja varautuakseen tuleviin menoihin. Kassavarojen pitäminen on kuitenkin

kallista, koska niistä saatava tuotto on vähäinen muista sijoituskohteista ja liiketoiminnasta saatavaan tuottoon verrattuna. Toimivat rahamarkkinat mahdollistavat sen, että niillä kauppaa käyvät instituutiot voivat sijoittaa ylimääräiset kassavaransa vähäriskisiin ja likvideihin rahamarkkinainstrumentteihin, jotka ovat tarvittaessa nopeasti muutettavissa takaisin käteiseksi. Samalla rahamarkkinat tarjoavat mahdollisuuden lainata lyhytaikaisesti käteisrahaa yllättävien menojen rahoittamiseksi. Rahamarkkinoiden korkojohdannaisilla talousyksiköt taas voivat suojata rahoitustoimintaansa liittyvää korkoriskiä. Näin ollen hyvin toimivat rahamarkkinat edesauttavat pankkien, yritysten ja julkisyhteisöjen juoksevan liiketoiminnan rahoitusta ja vähentävät toimintaan liittyvää maksuvalmius- ja korkoriskiä ja tukevat siten liiketoiminnan yleistä kehitystä. Vähentäessään rahoituslaitosten maksuvalmiusriskiä toimivat rahamarkkinat myös tukevat rahoitusmarkkinoiden yleistä vakautta.

Rahamarkkinoilla käydään kauppaa monenlaisilla instrumenteilla. Perinteisesti rahamarkkinat on jaoteltu vakuudettomiin ja vakuudellisiin. Vakuudettomilla markkinoilla eli depomarkkinoilla lainataan rahaa eri ajanjaksoiksi perinteisinä aikatalletuksina. Vakuudellisilla markkinoilla eli repomarkkinoilla rahaa taas lainataan vähäriskisiä arvopapereita vastaan joko arvopapereiden osto- ja takaisinmyyntisopimuksilla tai siten,



*Harri Lahdenperä
toimistopäällikkö
pankkitoimintaosasto*

Hyvin toimivat rahamarkkinat lisäävät rahoitusmarkkinoiden vakautta.

että lainanottaja panttaa arvopaperin lainan antajalle vakuudeksi lainan juoksuajaksi. Rahamarkkinoihin luetaan myös kaupankäynti erilaisilla rahamarkkinapapereilla. Tärkeimpiä rahamarkkinapapereita ovat valtioiden ja muiden julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemat velkasitoumukset, pankkien sijoitustodistukset sekä yritysten ja rahoitusyhtiöiden yritystodistukset. Lisäksi rahamarkkinoihin sisällytetään kaupankäynti rahamarkkinainstrumenttien johdannaissojimuksilla, kuten lyhyillä korkotermineillä, -futuureilla ja koronvaihtosopimuksilla.

Keskuspankeilla on huomattavaa kiinnostusta tukea rahamarkkinoiden kehittymistä, koska hyvin toimivat rahamarkkinat lisäävät rahoitusmarkkinoiden vakautta. Lisäksi rahamarkkinat ovat keskuspankeille erityisen tärkeitä siitä syystä, että keskuspankit vaikuttavat yleisön luotto- ja talletuskorkoihin ja niiden välityksellä talouden kehitykseen rahamarkkinakorkojen kautta. Euroalueella Euroopan keskuspankki (EKP) ja kansalliset keskuspankit vaikuttavat rahamarkkinakorkoihin sekä maksuvalmiusjärjestelmän että avomarkkinaoperaatioiden kautta. Maksuvalmiusjärjestelmä koostuu maksuvalmiusluotosta ja talletusmahdollisuudesta, joita vastapuolet voivat käyttää omasta aloitteestaan. Maksuvalmiusluoton avulla vastapuolet voivat saada kansallisilta keskuspankeilta yön yli -likviditeettiä vakuuksia vastaan. Maksuvalmiusluoton korko

on käytännössä samalla pankkien välisen yön yli -koron yläraja. Talletusmahdollisuutta käyttäen vastapuolet voivat tehdä yön yli -talletuksia kansallisiin keskuspankkeihin. Yön yli -talletuksille maksettava korko on käytännössä pankkien välisten yön yli -markkinoiden koron alaraja. Avomarkkinaoperaatioilla eurojärjestelmä vaikuttaa pankkijärjestelmän maksuvalmiustilanteeseen ja siihen, missä määrin pankit joutuvat turvautumaan maksuvalmiusjärjestelmän luotto- ja talletusmahdollisuuteen. Lisäksi tärkeimmillä avomarkkinaoperaatioilla eli perusrahoitusoperaatioilla viestitään, millaista rahamarkkinakorkotasoa eurojärjestelmä tavoittelee. Näin ollen lyhimpien korkojen taso sekä odotukset näiden korkojen tulevasta kehityksestä määräytyvät pitkälti keskuspankin toiminnan perusteella – lyhimpiin korkoihin kohdistuvat odotukset puolestaan ohjaavat pidempien rahamarkkinakorkojen kehitystä. Laajasti ottaen keskuspankin maksuvalmiusjärjestelmä ja avomarkkinaoperaatiot voidaankin lukea osaksi rahamarkkinoita, koska niillä on niin keskeinen rooli rahamarkkinoiden likviditeetin ja korkojen määräytymisessä (kuvio 1).

Eurorahamarkkinat kehittyvät nopeasti

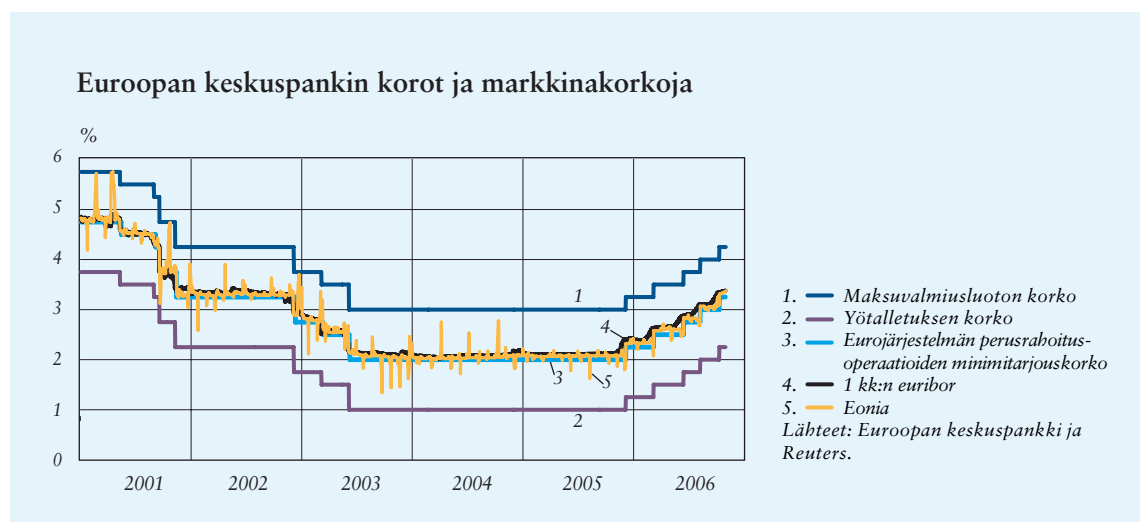
Käytettävissä olevien tilastotietojen pohjalta euromääräisten rahamarkkinainstrumenttien liikkeessä olevasta kannasta ja vaihdon määrästä voidaan

tehdä vain suuntaa antavia arvioita.¹ Eurojärjestelmän kokoamien tilastojen mukaan euroalueen rahoituslaitosten liikkeeseen laskemien sijoitustodistusten ja muiden lyhytaikaisten velkapaperien kanta oli noin 420 miljardia euroa kesäkuussa 2006. Samana ajankohtana euroalueen julkisyhteisöjen lyhytaikaisten velkapapereiden (valtion velkasitoumukset, kuntatodistukset yms.) kanta oli noin 375 miljardia ja yritystodistusten kanta noin 95 miljardia euroa. Nämä luvut tosin antavat euroramarkkinoiden koosta liian vaatimattoman kuvan,

¹ Kansainvälinen järjestelypankki (BIS) ja eurojärjestelmä julkaisevat sektorikohtaisia tietoja lyhytaikaisten velkapapereiden liikkeeseenlaskuista ja kannoista. EKP julkaisee säännöllisin väliajoin raportin euroramarkkinoiden tilasta ja kehityksestä. Tämän raportin tiedot perustuvat EKP:n ja eurojärjestelmään kuuluvien kansallisten keskuspankkien euroramarkkinoiden liikepankeille tekemään kyselyyn. Lisäksi International Capital Market Association -yhdistys julkaisee säännöllisesti myös liikepankeille ja muille rahamarkkinasapuolille osoitettuun kyselyyn pohjautuvan raportin Euroopan repomarkkinoista.

sillä euro on laajalti käytetty kansainvälinen valuutta ja myös euroalueen ulkopuoliset pankit ja yritykset laskevat liikkeeseen euromääräisiä rahamarkkinavelkakirjoja. Reposopimusten liikkeessä olevasta kannasta on vähemmän tietoa, mutta International Capital Market Association -yhdistyksen (ICMA) kyselyiden perusteella puhutaan kokoluokaltaan 2 000 miljardin euron sopimuskantasta. Liikkeessä olevien velkasitoumusten kanta on kuitenkin vajavainen markkinoiden koon mittari, sillä lyhytaikaisten velkapapereiden tapauksessa kaupankäynnin määrä voi olla hyvin suurta liikkeessä olevaan kantaan suhteutettuna. Eurooramarkkinoiden kokonaisvaihdoista on kuitenkin toistaiseksi olemassa vain hajanaisia tietoja. EKP:n ja eurojärjestelmän kansallisten keskuspankkien tekemien rahamarkkinakyselyjen perusteella voidaan karkeasti arvioi-

Kuvio 1.



Samalla kun euroramarkkinat ovat kasvaneet ja kehittyneet, ne ovat myös erikoistuneet siten, että rahamarkkinoiden eri lohkot yhä selvemmin palvelevat likviditeetti- ja korkoriskihallinnan eri osa-alueita.

da, että euroramarkkinoiden tyyppillinen päivävaihto liikkuu useissa sadoissa miljardeissa euroissa.

Euroramarkkinoiden kehitys on ollut nopeaa sen jälkeen, kun euro otettiin käyttöön yhteisenä rahana vuoden 1999 alussa. Euroajan alkuvaiheessa rahamarkkinoiden painopiste oli pankkien välisillä talletusmarkkinoilla, jotka integroituivat nopeasti koko euroalueen kattaviksi, likvideiksi markkinoiksi. Sittenkin markkinoiden kasvu on kuitenkin keskittynyt vakuudellisiin repomarkkinoihin, joilla kaupankäynnin määrä on kasvanut yli 20 prosentin vuosivauhtia ajanjaksolla 1999–2005. Repomarkkinoiden vaihto olikin jo vuonna 2002 suurempaa kuin talletusmarkkinoiden vaihto, ja on tätä nykyä jo yli kaksinkertainen talletusmarkkinoihin verrattuna. Repomarkkinoiden nopeaan kasvuun on useita syitä.² Ensinnäkin rahoitusmarkkinoiden nopea arvopaperistuminen on tuonut runsaasti uutta vähäriskistä ja likvidiä vakuusmateriaalia repomarkkinoiden käyttöön. Toiseksi repomarkkinoita on edesauttanut pankkien tarve rajoittaa luottoriskejään ja vähentää luottoriskistä aiheutuvaa lisäystä vakavaraisuusvaatimuksissa, mistä syystä pankit suosivat vakuudellista lainanantoa vakuudettomien talletusten sijasta. Kolmanneksi pankeilla ja muilla rahoituslaitoksilla on tarve hankkia lisätuottoja hallussa pitämilleen arvopapereille ja tähän ne

pääsevät mm. lainaamalla näitä arvopapereita niitä tilapäisesti tarvitseville. Lisäksi euroalueen selvitysjärjestelmien kehittyminen ja integroituminen ovat tehneet vakuuksien liikuttelun yli maiden rajojen huomattavasti aiempaa helpommaksi ja taloudellisemmaksi.

Samalla kun euroramarkkinat ovat kasvaneet ja kehittyneet, ne ovat myös erikoistuneet siten, että rahamarkkinoiden eri lohkot yhä selvemmin palvelevat likviditeetti- ja korkoriskihallinnan eri osa-alueita. Talletus- ja repomarkkinoita pankit ja muut rahamarkkinatoimijat käyttävät erityisesti lyhyen aikavälin likviditeettitilanteen hallintaan. Tämä näkyy siinä, että niin talletus- kuin repomarkkinoidenkin painopiste on hyvin lyhyissä, valtaosin yön yli -transaktioissa. Korkoriskien hallintaan rahamarkkinaosapuolet taas käyttävät yhä enemmän rahamarkkinoiden johdannaistuotteita. Niistä nopeimmin kasvavia ovat erilaiset koronvaihtosopimukset, joissa osapuolet voivat vaihtaa vaihtuvakorkoisen position kiinteäkorkoiseen ja päinvastoin. Kaikkein nopeimmin ovat yleistyneet yli yön -koronvaihtosopimukset, joissa sopimuksen vaihtuvakorkoinen osuus on sidottu euron yli yön -korkoa mittaavaan indeksiin (eonia), joka lasketaan pankkien välisten talletusmarkkinoiden perusteella päivittäin.³ Tällaiset koronvaihtosopimukset,

² EKP (2005) Euro Money Market Study 2004.

³ Eoniakorko (Euro overnight index average) on euroalueen pankkien keskinäisten yön yli -luottojen toteutunut painotettu keskikorko.

joille on syntynyt laajat ja likvidit markkinat euroalueella, tarjoavat pankeille, vakuutusyhtiöille sekä eläke- ja muille rahastoille joustavan mahdollisuuden suojautua lyhyiden korkojen muutoksilta tai muodostaa näkemys lyhyiden korkojen tulevista muutoksista.

Lyhyiden europapereiden markkinat yhä keskenkasvuiset

Euroramamarkkinoiden nopea kehitys on johtanut siihen, että nämä markkinat ovat nykyään sekä kooltaan että tehokkuudeltaan rinnastettavissa Yhdysvaltojen dollariramamarkkinoi-

hin. Itse asiassa euroalueen tukkupalletusmarkkinat ja niihin kytkeytyvät korkotermini- ja koronvaihtosopimusten markkinat ovat vaihdoltaan selvästi Yhdysvaltojen vastaavia markkinoita suuremmat.⁴ Yksi syy koronvaihtosopimusten nopeaan yleistymiseen euroramamarkkinoilla on se, että euroajan alussa nimenomaan pankkien väliset talletusmarkkinat integroituivat nopeimmin. Kun koronvaihtosopimusten hinnat heijastavat näiden markkinoiden tulevia

⁴ BIS (2004) Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004.

Reposopimustyyppiä

Perinteinen reposopimus	Käteisen rahan haltija sopii ostavansa arvopaperin ja myyvänsä sen takaisin sovittuun hintaan joko vaadittaessa tai tietyn ajan kuluttua.
Yleisvakuudellinen reposopimus	Luoton antaja saa lainan ajaksi hallintaoikeuden tiettyyn, etukäteen sovittuun vakuussalkkuun, eli kyseessä on käytännössä vakuudellinen laina. Yleensä markkinaosapuolet määrittelevät etukäteen vähäriskisistä velkاپapereista koostuvia salkkuja, joita voidaan käyttää yleisvakuudellisissa reposopimuksissa. Sopimukseen voi kuulua myös mahdollisuus vaihtaa salkun velkakirjojen koostumusta reposopimuksen aikana tiettyjen etukäteen sovittujen sääntöjen mukaisesti.
Kolmikantarepo	Repokauppa tehdään kolmannen osapuolen välityksellä siten, että kaupan käteismäärät ja vakuudet liikkuvat aina osapuolelta toiselle välittäjänä toimivan pankin kautta. Välittäjä pitää reposopimuksen pohjana olevat arvopaperit hallussaan reposopimuksen ajan ja huolehtii, että arvopapereita on riittävästi lainan vakuudeksi. Kolmikantajärjestelyllä reposopimuksen kumpikin osapuoli pystyy suojautumaan toiseen osapuoleen liittyvältä luottoriskiltä. Kolmikantasopimuksen välittäjänä toimii yleensä arvopapereiden haltijan säilyttäjäpankki, jolloin vältytään myös tarpeelta siirtää arvopapereita säilyttäjäpankista toiseen reposopimuksen ajaksi.

*Rahamarkkina-
papereiden
kaupankäynnissä
eurorahamarkkinat
ovat jäljessä
verrattuna
Yhdysvaltoihin.*

korvoja koskevia odotuksia, tämä tuki koronvaihtosopimusten laajaa käyttöä. Lisäksi koronvaihtosopimusten käyttöä tukee se, että euroalueella – toisin kuin Yhdysvalloissa – valtionlainamarkkinat eivät ole täysin yhtenäiset, vaan valtionlainoissa on eroja luottoluokituksen, käytettyjen selvitysjärjestelmien, verotuksen ja markkinakonventioiden osalta. Tämä epäyhtenäisyys vaikeuttaa valtionlainojen tuottokäyrän käyttöä korkojohdannaisten hinnoitteluperusteena, mikä on tukenut koronvaihtosopimusten laajaa käyttöä korkojohdannaisten hinnoittelussa. Samasta syystä koronvaihtosopimusten hinnoista on euroalueella tullut perusta luottoriskillisten velkapapereiden hinnoittelulle – luottoriskin osalta koronvaihtosopimusten hinnat heijastavat keskimääräistä pankkiriskiä.⁵

Repomarkkinoiden suhteen eurorahamarkkinat ovat edelleen askeleen jäljessä Yhdysvaltojen vastaavista markkinoista.⁶ Tämä johtuu mm. siitä, että Yhdysvalloissa on yhtenäisemmät valtionpaperimarkkinat sekä arvopaperimarkkinoita koskeva lainsäädäntö ja verotus kuin euroalueella. Lisäksi arvopapereiden selvitysjärjestelmä on Yhdysvalloissa integroituneempi ja tehokkaampi kuin euroalueella. Näistä esteistä

⁵ Remolona Eli M. – Wooldridge Philip D. (2003) The euro interest rate swap market. BIS Quarterly Review.

⁶ Esimerkkinä Yhdysvaltojen repomarkkinoiden koosta voidaan mainita, että yksinomaan maan valtionlainojen välittäjien reposopimuksilla hankittu rahoitus ylsi noin 3 390 miljardiin dollariin eli noin 2 700 miljardiin euroon huhtikuun 2006 lopussa.

huolimatta alun perin Yhdysvaltojen markkinoilla kehitetyt repomarkkinoiden innovaatiot on nopeasti omaksumattu myös eurorepomarkkinoilla. Tärkeimpiä näistä innovaatioista, jotka ovat viime vuosina merkittävästi tehostaneet repomarkkinoiden toimintaa, ovat yleisvakuudelliset reposopimukset (general collateral repo) sekä kolmikantarepot (tri-party repo).

Yhdellä osa-alueella eli rahamarkkinapapereiden kaupankäynnissä eurorahamarkkinat ovat kuitenkin edelleen selvästi jäljessä Yhdysvaltojen vastaavista markkinoista. Erityisesti tämä koskee yksityisen sektorin eli pankkien, rahoitusyhtiöiden ja muiden yritysten liikkeeseen laskemia lyhytaikaisia velkapapereita (kuvio 2). Niillä käydään kauppaa yhteisten euroalueen laajuisten markkinoiden sijasta edelleen leimallisesti kansallisilla paikallismarkkinoilla. Tällaisia rahamarkkinapapereita rahoituslaitokset ja muut yritykset käyttävät erityisesti käyttöpääoman (lyhytaikaiset saamiset ja varastot) rahoittamiseen. Heinäkuussa 2006 näiden rahamarkkinapapereiden kanta ylsi Yhdysvalloissa noin 1 400 miljardiin euroon, kun se euroalueella jäi noin 500 miljardiin euroon.⁷ Osana rahoitusmarkkinoiden yleistä arvopaperistumista varsinkin vakuudelliset (asset-backed) yritystodistusmarkkinat ovat viime vuosina kasvaneet erityisen nopeasti Yhdysvalloissa.

⁷ Yhdysvaltojen luvusta puuttuvat pankkien liikkeeseen laskemat sijoitustodistukset, kun sen sijaan euroalueen lukuun ne sisältyvät.

Vakuudellisia yritystodistuksia käytetään erilaisten lyhytaikaisten saamisten, kuten kauppaluottojen, kulutus- ja autolainojen rahoittamiseen. Niissä yritystodistuksen haltijalla on etuoikeus velkakirjan katteena olevaan saamissalkkuun ja tuon salkun tuottamia korkoja ja lyhennyksiä käytetään yritystodistuksen takaisinmaksuun.

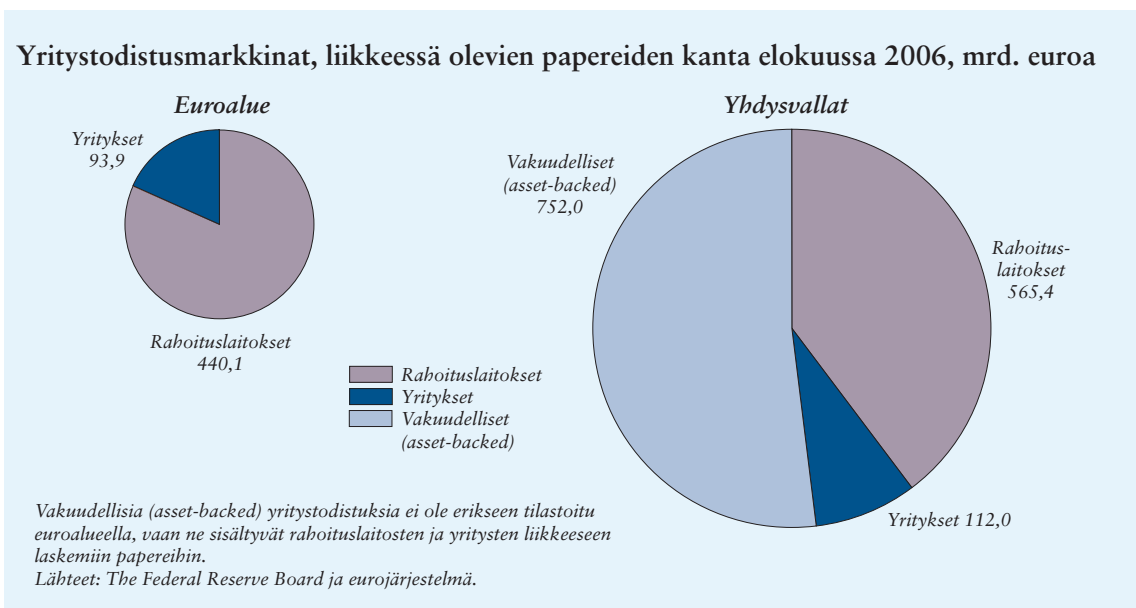
STEP-hanke – eurorahamarkkinoiden uusin innovaatio

Eurorahamarkkinapapereiden liikkeenlaskun ja kaupankäynnin esteisiin kiinnitettiin huomiota jo vuonna 2001 EKP:n perustamassa rahamarkkinoiden yhteistyöryhmässä, jossa EKP:n ja suurimpien eurorahamarkkinoilla toimivien pankkien edustajat keskustelevat eurorahamarkkinoiden

ajankohtaisista ja rakenteellisista asioista. EKP:n yhteistyöryhmän aloitteesta vastuu tämän markkinalohkon toimintaa rajoittavien esteiden analysoinnista ja kehitysehdotusten tekemisestä siirtyi pankkien valuutta- ja rahamarkkinatoimintoja edustavan ACI-rahoitusmarkkinayhdistyksen (The Financial Markets Association) asettamalle työryhmälle. Tämä työryhmä julkaisi syyskuussa 2002 alustavan raportin, joka sisälsi joukon ehdotuksia ja suosituksia yhteis-eurooppalaisen lyhytaikaisten velkاپapereiden markkinoiden eli ns. STEP-markkinoiden⁸ (Short-Term European Paper) luomiseksi. Tämä alustava raportti lähetettiin julkiselle

⁸ Vaikka yleisesti puhutaan STEP-markkinoista, on huomattava, että STEPin myötä ei luoda uutta markkinapaikkaa STEP-papereille, vaan kauppaa käydään edelleen OTC-markkinoilla.

Kuvio 2.



lausuntokierrokselle ja lopullinen raportti julkistettiin joulukuussa 2003.

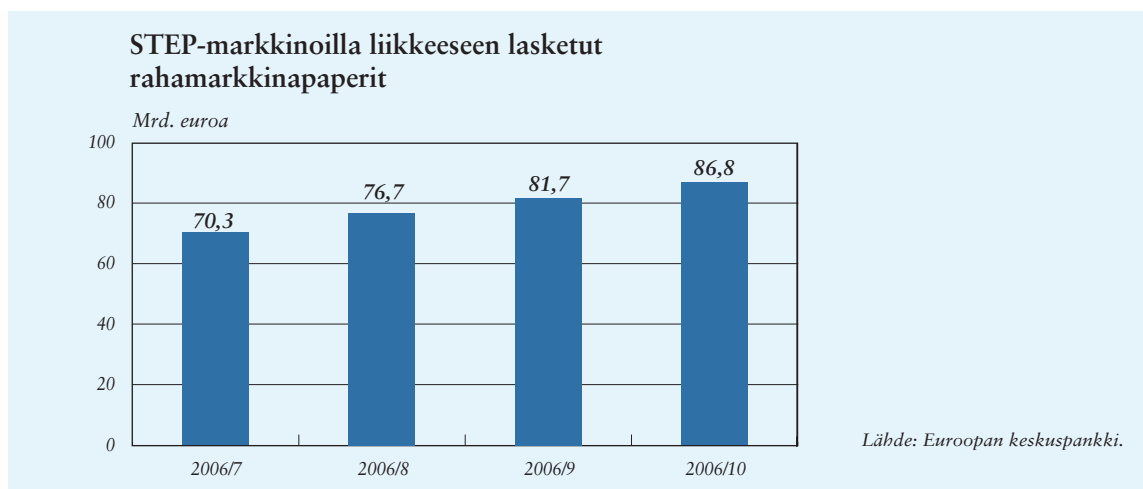
Käytännön tasolla STEP-hankkeen etenemistä tuki se, että Euroopan pankkiyhdistysten liitto (European Banking Federation, FBE) tuli vuonna 2005 hankkeen toiseksi pääpromootoriksi ACI-rahoitusmarkkinayhdistyksen rinnalle. Pankkiyhdistysten liitto ja ACI-rahoitusmarkkinayhdistys ovatkin sittemmin yhteistyössä valmistelleet STEP-markkinoiden elementit sekä vastaavat hankkeen organisoinnista ja valvonnasta. Myös EKP ja euroalueen kansalliset keskuspankit ovat alusta alkaen tukeneet STEP-hanketta toiminnallisella tasolla, vaikka vastuu STEP-markkinoista onkin edellä mainituilla pankeja ja rahamarkkinoita edustavilla eurooppalaisilla yhdistyksillä.

Ensimmäiset ns. STEP-leiman saaneet rahamarkkinapaperit laskettiin liikkeeseen heinäkuussa 2006. Lokakuun 2006 loppuun mennessä

STEP-markkinoilla olevien papereiden kanta oli reilut 86 miljardia euroa (kuvio 3), mikä on vielä varsin pieni osa kaikista euromääräisistä rahamarkkinapapereista. On kuitenkin odotettavissa, että STEP-leimattujen papereiden määrä kasvaa nopeasti lähiaikoina. Nimittäin lyhytaikaisten papereiden liikkeeseenlaskijoiden on luontevaa hakea STEP-leimaa uusille ohjelmilleen sitä mukaa kuin vanhat ohjelmat erääntyvät.

STEP-vaatimukset liittyvät rahamarkkinaohjelmia koskevien tietojen saatavuuteen, dokumentaation standardointiin, selvityskäytäntöjen yhtenäistämiseen ja tilastotietojen tuottamiseen STEP-markkinoista. Näillä vaatimuksilla pyritään luomaan aiempaa toimivammat ja yhtenäisemmät markkinat eurooppalaisille rahamarkkinapapereille. On kuitenkin huomattava, että STEP-hanke sinänsä ei kykene ratkaisemaan kaikkia markkinoiden kehityksen tiellä olevia

Kuvio 3.



STEP-markkinoiden pääelementit

- STEP-markkinoita hallinnoi kymmenhenkinen STEP-markkinakomitea, jonka jäsenet Euroopan pankkiyhdistysten liitto (FBE) ja ACI-rahoitusmarkkinayhdistys yhdessä nimitävät. Komitea on määritellyt ne informaatiotym. vaatimukset, jotka STEPin alla liikkeeseen laskettavien rahamarkkinaohjelmien on täytettävä. Nämä vaatimukset on koottu komitean laatimaan ns. STEP-markkinakäytäntöön (STEP Market Convention). Komitea valvoo myös näiden vaatimusten toteutumista. Komitealle on laadittu omat menettelytapaohjeet (Code of Conduct), joissa määritellään komitean kokoonpano, päätöksentekomenettelyt ja tehtävät sekä taataan komitean jäsenten riippumattomuus liikkeeseenlaskijoista ja muista sidosryhmistä. Käytännön toiminnassa komiteaa avustaa STEP-sihteeristö.
- STEP-rahamarkkinaohjelmia voivat laskea liikkeeseen pankit, muut rahoituslaitokset, yritykset, vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot, julkisyhteisöt ja kansainväliset rahoituslaitokset. STEP-ohjelmat voivat pohjautua minkä tahansa EU-maan lainsäädäntöön. Paperit voidaan laskea liikkeeseen minkä tahansa vaihdettavan valuutan määräisenä, joskin STEP-markkinoiden painopiste tulee olemaan euro-määräisissä rahamarkkinapapereissa. Yksittäisen ohjelman minimikoko on 150 000 euroa.
- Liikkeeseenlaskijan tai liikkeeseenlaskijan edustajan on laadittava kaikista STEPin alla liikkeeseen laskettavista rahamarkkinapaperiohjelmissa sisällöltään ja rakenteeltaan standardoitu liikkeeseenlaskuesite (STEP Information Memorandum). Tämä esite on päivitettävä säännöllisesti kolmen vuoden välein sekä aina kun kyseinen ohjelma tai liikkeeseenlaskijan taloudellinen tila muuttuu olennaisesti.
- Ohjelmalle, joka täyttää kaikki markkinakäytännössä esitetyt vaatimukset, myönnetään hakemuksesta ns. STEP-leima (STEP label). Leiman myöntää STEP-sihteeristö sen jälkeen, kun riippumaton taho on tarkistanut, että liikkeeseenlaskuesite sisältää kaikki vaaditut tiedot ja että liikkeeseenlaskija on sitoutunut muihin STEP-velvoitteisiin.¹ Myönnetty STEP-leima viestittää, että ohjelma täyttää kaikki STEP-standardit. Leima ei ole kannanotto papereiden tai niiden liikkeeseenlaskijan luotokelpoisuuteen.
- STEP-ohjelmien liikkeeseenlaskuesitteet sekä myös muut STEP-markkinoihin liittyvät tiedot ovat julkisesti saatavilla yhdestä osoitteesta (www.stepmarket.org).
- EKP kerää ja julkaisee säännöllisiä tilastoja STEP-markkinoilla liikkeeseen laskettujen papereiden määrästä ja hinnoista.
- STEP-rahamarkkinapaperit on laskettava liikkeeseen jossakin EU-alueen arvopaperikeskuksessa ja niiden on oltava vapaasti siirrettävissä arvo-osuusmuotoisina. Lista hyväksytyistä arvopaperikeskuksista julkaistaan STEP-markkinoiden kotisivulla.

¹ Eräät eurojärjestelmän keskuspankit, Suomen Pankki mukaan lukien, ovat sitoutuneet suorittamaan tämän tarkistustehtävän STEP-markkinoiden kahden ensimmäisen toimintavuoden ajan.

ongelmia. Monissa EU-maissa on esimerkiksi juridisia ja verotuksellisia esteitä, jotka vaikeuttavat sekä rahamarkkinapaperien liikkeeseenlaskua että sijoittamista näihin papereihin.⁹ EU-maiden kansallisessa lainsäädännössä on mm. eriäviä säädöksiä siitä, mitkä tahot ovat oikeutettuja laskemaan liikkeeseen rahamarkkinapapereita ja mikä on näiden papereiden minimi- ja maksimimaturiteetti. Verotuksessa puolestaan lyhyiden rahamarkkinapapereiden korkotuottoihin sovellettava lähdeverotus on epäyhtenäistä EU:n alueella. Myös Euroopan hajanainen arvopapereiden selvitysinfrastruktuuri hidastaa markkinoiden kehitystä, sillä toisin kuin Yhdysvalloissa, Euroopassa ei vielä pääasiassa pystytä rahamarkkinapaperikauppojen selvitykseen samana arvo-päivänä.

⁹ The European Financial Market Lawyers Group (EFMLG) (2002) The money market: Legal aspects of short-term securities. Consultation report.

Syyskuussa 2006 EKP:n neuvosto päätti, että eurojärjestelmän myöntämien luottojen vakuudeksi kelpaavia velkapapereita arvioitaessa STEP-markkinat hyväksytään ns. ei-säännellyiksi markkinoiksi sen jälkeen kun EKP alkaa julkaista tietoja STEP-papereiden tuotoista.¹⁰ Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että tällaisilla markkinoilla liikkeeseen lasketut paperit hyväksytään eurojärjestelmän myöntämien luottojen vakuudeksi, jos ne täyttävät myös muut vakuuksille asetetut kelpoisuusvaatimukset.¹¹

Asiasanat: rahamarkkinat, maksuvalmius, repo, euro, STEP

¹⁰ Toistaiseksi EKP julkaisee tilastoa vain liikkeeseen laskettujen STEP-papereiden kannasta.

¹¹ Toistaiseksi valtaosa STEP-markkinoilla liikkeeseen lasketuista papereista on luottolaitosten velkainstrumentteja, jotka voidaan hyväksyä keskuspankkiluoton vakuudeksi vain, jos niitä listataan tai noteerataan säännellyillä markkinoilla.

Hintakuplat ja niiden merkitys keskuspankin kannalta

27.10.2006

Niin akateemisessa kuin talouspoliittisessakin keskustelussa on viime aikoina yhä useammin kiinnitetty huomiota osake- ja asuntomarkkinoiden hintojen suuriin vaihteluihin. Näiden vaihteluiden yhteyksiä rahoitusmarkkinoiden vakauden ja reaali-talouden toiminnan kannalta on pohdittu. Samoin on keskusteltu siitä, pitäisikö – ja jos pitäisi, niin millä tavalla – keskuspankkien reagoida varallisuusesineiden voimakkaisiin hintavaihteluihin.

Tässä artikkelissa selostetaan osake- ja asuntomarkkinoiden hintakuplia, niiden vaikutuksia taloudessa sekä niiden merkitystä keskuspankin keskeisten tavoitteiden kannalta. Lisäksi artikkelissa esitellään lyhyesti Suomen Pankissa kehitetty menetelmä, jonka avulla varallisuusesineiden hintojen ylilyöntejä voidaan havaita ja ennakoita.

Mitä hintakuplat ovat?

Varallisuusesineen (esim. osakkeen) hintakuplalla voidaan tarkoittaa erilaisia ilmiöitä. Yleisimmällä tasolla voidaan puhua ripeään talouskasvuun kytkeytyvästä epävarmuudesta (ns. ”kuplatalous”), johon liittyy varallisuusesineiden hintakupla. Hintakuplalla voidaan tarkoittaa myös tilannetta, jossa jälkikäteen havaitaan varallisuusesineiden hintojen poikenneen taloudellisten perustekijöiden eli ns. fundamenttien mukaisista arvoista

talouden toimijoiden hintaodotusten osoittaututtua vääriksi. Näin voi käydä esimerkiksi sen takia, että odotukset fundamenteista osoittautuvatkin virheellisiksi. Toisaalta saattaa olla, että varallisuusesineen markkinahinta on muista syistä, esimerkiksi kysyntäpaineiden johdosta, irtaantunut odotettujen fundamenttien oikeuttamasta hinnasta, mikä on aiheuttanut varallisuusesineiden hintoihin kuplan. Tätä viimeksi mainittua talousteorian mukaista määritellyä käytetään tässä artikkelissa.

Hintakuplan havaitsemisen kannalta haasteellisinta on fundamenttien oikeuttaman hintatason määrittäminen. Yleensä ratkaisua tähän ongelmaan on haettu sellaisen hinnoittelumallin kautta, jossa kaikki varallisuusesineeseen liittyvät odotetut kassavirrat diskontataan nykyhetkeen ja muodostetaan tätä kautta varallisuusesineen nykyarvo. Tästä nykyarvosta merkittävästi poikkeavaa markkinahintaa voidaan sitten pitää kuplana. Tässä lähestymistavassa ongelmalliseksi muodostuu odotuksien määrittely. Odotettu kassavirta määrää varallisuusesineen hinnan, eikä realististen odotusten erottaminen epärealistisista ole käytännössä helppoa. Näin ollen kuplan olemassaoloa on mahdotonta todistaa koskaan täysin varmasti.

Vaikka kuplan määritelmään liittyy ongelmia, historiasta löytyy useita esimerkkejä sellaisista varallisuusesineiden hintojen voimakkaista nousuista, joita on jälkikäteen yleises-



*Marko Melolinna
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*



*Katja Taipalus
ekonomisti
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto*

Keskuspankin kannalta on olennaista, miten varallisuushintojen nousu tai kuplat varallisuushinnoissa vaikuttavat keskuspankin päätehtäviin.

ti ja varsin yksimielisesti nimitetty kupliksi. Varhaisena esimerkkinä voidaan pitää 1630-luvun Hollannissa tulppaaninsipuleihin kohdistunutta hintaspekulaatiota. Muita esimerkkejä ovat vuonna 1929 päättyneet voimakas osakekurssien nousu Yhdysvalloissa sekä lähihistoriassamme 1990-luvun lopun ns. teknokupla, jossa etenkin useiden informaatio- ja viestintäteknikka-alan yhtiöiden osakekurssit nousivat voimakkaasti liiallisten kasvuodotusten siivittämänä.

Mitä hintakuplat merkitsevät keskuspankille?

Keskuspankeilla on nykyään useimmiten kaksi päätehtävää: luoda suotuisat olosuhteet talouskasvulle ylläpitämällä hintavakautta sekä edistää rahoitusmarkkinoiden vakautta. Näin ollen keskuspankin kannalta on olennaista, miten varallisuushintojen nousu tai kuplat varallisuushinnoissa vaikuttavat näihin tavoitteisiin. Tällaisia vaikutuskanavia on useita, ja ne liittyvät siihen, miten talouden toimijat lisäävät talouden aktiivisuutta eli lähinnä investointeja ja kulutusta hintojen nousukuplan ansiosta.

Kupla osakkeiden hinnoissa houkuttelee yrityksiä laskemaan liikkeen lisää osakkeita. Osakeannit parantavat yritysten rahoitusasemaa ja kannustavat lisäämään investointeja. Varallisuushintojen kohoaminen myös nostaa yritysten ja kotitalouksien lainanoton vakuuksina käyttämän varallisuuden arvoa ja helpottaa näin uusien ja entistä suurempien lainojen

saantia (ns. vakuusvaikutus). Tämä puolestaan lisää investointeja ja kulutusta taloudessa. Erityisesti yksityisen kulutuksen kannalta merkittäviä kanavia ovat puolestaan kotitalouksien varallisuus- ja likviditeettivaikutukset. Varallisuusvaikutus lisää kotitalouksien kulutusta, koska näkemys käytettävissä olevan varallisuuden arvosta on kuplan myötä kohentunut. Likviditeettivaikutus taas liittyy kotitalouksien likvidien rahoitusvarojen, kuten osakkeiden, arvon nousuun. Kotitaloudet voivat ongelmatilanteessa myydä helpommin likvidejä kuin epälikvidejä varoja (kuten asuntovarallisuutta), joten likvidien varojen arvon nousun voidaan nähdä vähentävän kotitalouksien epävarmuutta tulevasta rahoitustilanteestaan. Tämä puolestaan lisää kulutusta.

Pohdittaessa sitä, miten edellä mainitut vaikutuskanavat näkyvät taloudessa ja myös keskuspankin toiminnan kannalta tärkeissä seikoissa, keskitytään yleensä kolmeen osaluueeseen: talouden resurssien allokointiin, inflaatioon sekä rahoitusmarkkinoiden vakauteen.

Kuplalla voi erilaisten vaikutuskanavien kautta olla huomattavia vaikutuksia siihen, miten talouden resurssit allokoituvat. Kuplan aikana yritysten investoinnit saattavat kohdistua aloille, joissa on epärealistiset odotukset tulevaisuuden kassavirroista ja tätä kautta investointien tuotoista. Samalla tehokkaan resurssien allokointi kannalta hyödyllisempiä investointeja saattaa jäädä toteutu-

matta. Myös kotitalouksien kulutus saattaa kasvaa todellisiin tulovirtoihin nähden liian suureksi kuplan ansiosta. Kuplan aikanaan puhjetessa saattavat muutokset kulutuksen ja investointien kasvussa olla hyvinkin voimakkaita. Esimerkiksi 1990-luvun lopun teknokuplan puhkeamisen katsotaan usein olleen suurin syy sitä seuranneeseen investointilamaan Yhdysvalloissa.

Kuplalla voi olla merkitystä myös inflaation kannalta. Voidaan ajatella, että kuplan kehittyminen ja varallisuushintojen nousu yleisemminkin johtavat kysynnän kasvuun tuotantoresurssien pysyessä ennallaan. Tätä kautta kupla saattaa ennakoida vapaiden tuotantoresurssien määrän pienenemistä ja siten inflaation kiihtymistä. Alan tutkimuksissa ei kuitenkaan ole selvää yksimielisyyttä siitä, pitääkö tämä näkemys paikkansa.¹

Kuplien ja rahoitusmarkkinoiden vakauden välinen yhteys liittyy edellä esiin tuotuun vakuusvaikutukseen.² Kuplaan liittyvät varallisuushintojen muutokset lisäävät kotitalouksien sekä yritysten mahdollisuuksia velkaantua, kun rahoituksen saatavuus helpottuu vakuusarvojen nousun myötä. Rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta uhkia syntyy, mikäli varallisuuden kasvu ja sen perusteella tehdyt lainapäätökset perustuvat vakuuksien arvojen har-

haisiin hintoihin. Yhtä olennaista on, millaisessa taloudellisessa tilassa pankit ovat mahdollisen kuplan puhkeamisen sattuessa. Jos pankkien taseet ovat vahvat, pankit saattavat kestää tällaisen korjausliikkeen hyvin. Mikäli taseet eivät kuitenkaan ole riittävän hyvässä kunnossa, kuplien puhkeaminen voi heikentää merkittävästi pankkijärjestelmän vakautta ja luoda pankkikriisin uhan sekä pankkikeisessä rahoitusjärjestelmässä luottolaman uhan.

Miten keskuspankin tulisi reagoida hintakupliin?

Viime vuosina on käyty paljon keskustelua siitä, pitäisikö keskuspankin reagoida voimakkaisiin varallisuushintojen muutoksiin - ja jos pitäisi, niin millä tavalla. Joidenkin näkemysten mukaan keskuspankin ei tulisi reagoida varallisuushintojen muutoksiin, kun taas toisen ääripään mukaan varallisuushintojen tulisi olla osa keskuspankin inflaatiotavoitetta. Varsin usein mielipiteet keskuspankin optimaalisista toimenpiteistä vaihtelevat sen mukaan, katsotaanko hinnannousun perustuvan kuplaan vai ei. Keskuspankin ongelmaksi muodostuikin ensinnä sen määrittäminen, onko kupla olemassa. Toiseksi tulisi määrittellä, kuinka suuri kupla on. Kolmas ongelma liittyy siihen, millä tavalla rahapolitiikan välinettä (eli ohjaukorkoa) tulisi käyttää kuplan poistamiseen.

Kuplan määrittelyyn ja käsitteeseen liittyvien suurien ongelmien

Rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta uhkia syntyy, mikäli varallisuuden kasvu ja sen perusteella tehdyt lainapäätökset perustuvat vakuuksien arvojen harhaisiin hintoihin.

¹ Esimerkiksi Filardo (2000) on tutkimuksessaan löytänyt merkkejä ennakoitavuudesta.

² Tätä on tutkinut mm. Bean (2004).

Kuplan tunnistaminen on vaikeaa, siksi on pyritty kehittämään kupla-indikaattoreita.

takia keskuspankkien vallitseva käytäntö on passiivinen politiikka. Sen mukaan keskuspankki ei reagoi suoraan varallisuushintojen nousuihin ja rahapolitiikalla reagoidaan vasta kuplan puhkeamisen jälkihoitona. Perusteluita passiiviselle politiikalle on useita.³ Keskuspankilla ei ole mitään sellaista tietoa, jota esimerkiksi osakemarkkinat eivät hinnoittelussaan ottaisi huomioon. Sen on näin ollen mahdotonta tietää, miten suuri todellinen virhearvostus esimerkiksi osakkeiden hinnoissa on. Tällöin aktiivisen politiikan täsmällinen oikeinmitoittaminenkin on mahdotonta. Liian voimakas reagointi voi sysätä varallisuushinnat suureen koraanukseen ja aiheuttaa talouskasvun selvän hidastumisen. Ylireagoinnin vaara saattaa sitä paitsi kasvaa kuplan kasvaessa, koska kuplan puhkaisemiseksi tarvittavat toimenpiteet ovat entistä voimallisempia. Lisäksi väärin ajoitettu rahapolitiikan kiristäminen saattaa pahimmillaan voimistaa kuplan puhkeamisen vaikutuksia, koska rahapolitiikan toimenpiteiden välittyminen talouteen vie aikaa.

Toisaalta hintakuplien merkitys saattaa edellä mainittujen vaikutuskanavien kautta olla huomattava, joten perusteluita aktiivisellekin politiikalle on olemassa. Optimaalista keskuspankkipolitiikkaa käsittelevässä akateemisessa kirjallisuudessaakin mielipiteet aktiivisen ja passiivisen politiikan paremmuudesta ovat varsin

jakautuneita. Aktiivista politiikkaa suosivan näkemyksen mukaan keskuspankin tulisi kiristää rahapolitiikkaa, mikäli varallisuushintojen todetaan nousevan liian nopeasti.⁴ Mielipiteet rahapolitiikan kiristyksen tarvittavasta suuruudesta ja parhaasta ajoituksesta kuitenkin vaihtelevat. Yhden näkemyksen mukaan rahapolitiikan kiristyksen on oltava maltillista kuplan kehittyessä, koska liian voimakas reagointi saattaisi jarruttaa merkittävästi talouskasvua kykenemättä silti välttämättä estämään kuplan syntymistä. Toisaalta voidaan nähdä, että kuplan alkuvaiheessa rahapolitiikkaa on kiristettävä voimakkaasti, jotta kuplan puhkeamisesta talouskasvulle aiheutuvat haitat olisivat mahdollisimman vähäiset.

Aktiivisen politiikan kannalta pääongelma on se, että kuplan identifiointi on varsin vaikeaa. Tästä syystä useissa alan tutkimuksissa on pyritty kehittämään erilaisia kupla-indikaattoreita. Tällaisten mittareiden tarve on suuri, mutta niiden kehittäminen on osoittautunut hyvin haasteelliseksi.

Miten hintakuplan voi havaita?

Kuplien havaitsemiseksi on ehdotettu monia erityyppisiä menetelmiä. Osa menetelmistä perustuu osakemarkki-

³ Tätä kantaa edustavat mm. Cecchetti et al. (2000).

⁴ Tähän tilanteeseen liitetään usein ns. moral hazard -ongelma. Tämä tarkoittaa sitä, että nousukausien aikana taloudenpitäjien riskinotto voi entisestään lisääntyä, mikäli ennakoita tiedetään keskuspankin ehkäisevän kuplan syntymiseen ja puhkeamiseen liittyvät haitat.

³ Ks. esim. Bernanke – Gertler (2001).

noiden tunnuslukujen tai osakemarkkinoiden ja joukkolainamarkkinoiden välisten suhdelukujen kehitykseen. Osassa menetelmistä kysymystä lähestytään hieman teknisemmin käyttäen hyväksi ekonometrisia menetelmiä. Menetelmät, joissa pyritään mittaamaan varallisuusesineen hintatason muutoksia suhteessa fundamentein perusteltuun arvoon, tarjoavat tällä hetkellä kaikkein mielenkiintoisimman lähestymistavan kuplien olemassaolon testaamiseen.

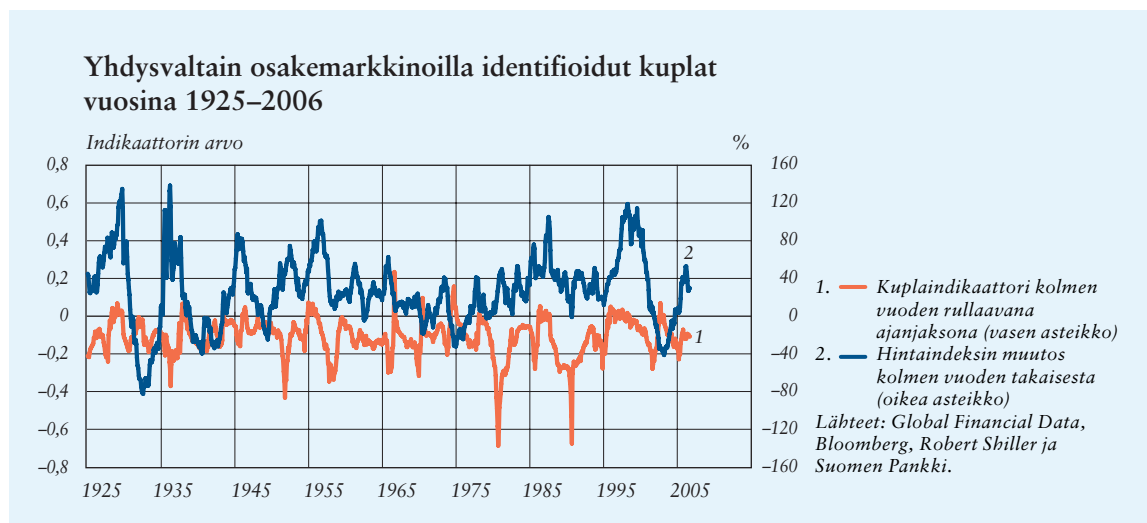
Myös Suomen Pankissa on kehitetty ekonometrisiin menetelmiin perustuva indikaattori⁵, jonka avulla on mahdollista saada tiheällä frekvenssillä päivittyviä arvioita varallisuusesineiden hintatasosta. Suomen Pankin indikaattorissa tarkastellaan ns. rullaavaa aika-ikkunaa, joka sisältää tiedon varallisuusesineen tulovir-

tojen (kuten osinkojen) ja hinnan suhteen kehityksestä vähintään kolmen edellisvuoden aikana. Suhdeluvun kehitystä analysoidaan tarkemmin aikasarja-analyysin ja yksikköjuurten testaamisen perusteella. Menetelmän perusajatus on hyvin yksinkertainen: osingot ja osakkeiden hinnat eivät tietyllä aikavälillä voi liikaa erota toisistaan. Jos näin käy, ja esimerkiksi osakkeiden hinnat nousevat osinkojen kasvua nopeammin, indikaattori antaa merkin hintakuplasta.

Kun tätä indikaattoria sovelletaan esimerkiksi Yhdysvaltain osakemarkkinoihin vuosilta 1871–2004, se toimii suhteellisen hyvin ja kykenee identifioimaan lähes kaikki osakkeiden hintojen merkittävät positiiviset tai negatiiviset poikkeamat normaalitasostaan (kuvio 1). Kuviossa 1 indikaattori antaa merkin kuplasta, kun sen arvo ylittää nollatason. Näin kävi

⁵ Taipalus (2006).

Kuvio 1.



useasti mm. 1990-luvun lopulla, kun taas tällä hetkellä Yhdysvaltain osakemarkkinoilla ei indikaattorin mukaan ole kuplaa. Myös Suomen osakemarkkinoiden osalta indikaattori viittaa samaan päätelmään (kuvio 2).

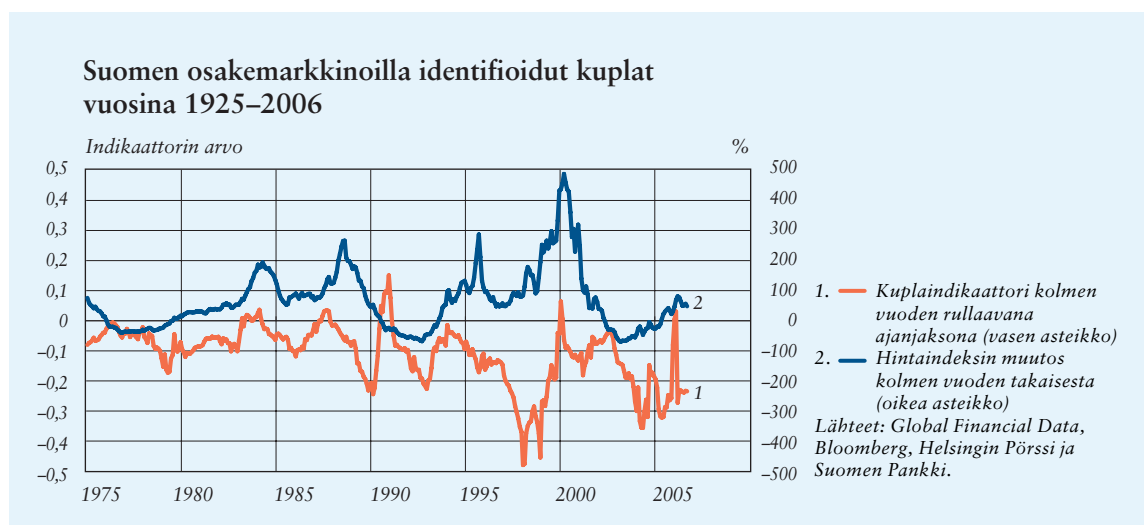
Asuntomarkkinoiden testaamista hankaloittaa useammassa maassa käytössä ollut tai oleva vuokrasäännöstely, sillä toimiakseen menetelmä edellyttäisi vapaasti määräytyviä vuokria. Kaiken kaikkiaan indikaattori näyttäisi tarjoavan yhden vaihtoehdon pyrittäessä havaitsemaan varallisuushintojen kuplia, joskin lisätutkimusta aiheesta vielä tarvitaan.

Kuplainsidikaattoreiden käytössä ongelma on se, että indikaattoreilla pystytään parhaimmillaankin haaroikoimaan kuplien ajankohtia sekä todennäköisyyksiä ajautua kupliin, mutta tuskin koskaan virhehinnoitte-

lun suuruutta. Suurin hyöty tällaisista indikaattoreista saadaankin, mikäli niiden antamaa informaatiota tutkitaan yhdessä muiden talouden kehityksestä kertovien indikaattoreiden kanssa. Tässä suhteessa keskeisintä keskuspankin kannalta on pyrkiä havaitsemaan useiden epävakauksien kehittyminen samanaikaisesti talouden eri osa-alueilla. Tätä varten keskuspankin on tarkkailtava talouden eri alueita kattavia indikaattoreita, yhdistettävä niiden antama tieto ja pohdittava tapauskohtaisesti, mihin ongelmiin epävakauksien kehittyminen voi johtaa. Vasta tällaisten arvioiden perusteella voidaan tehdä päätöksiä keskuspankin parhaista toimintavaihtoehdoista.

*Asiasanat: kuplat, varallisuus-
esineiden hinnat, rahapolitiikka,
rahoitusmarkkinoiden vakaus*

Kuvio 2.



Lähteitä

BEAN, C. R. (2004) Asset Prices, Financial Stability, and Monetary Policy. AEA Papers and Proceedings. Vol. 94, No. 2.

BERNANKE, B. S. – GERTLER, M. (2001) Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? American Economic Review. Vol. 91, No. 2.

CECCHETTI, S. – GENBERG, H. – LIPSKY, J. – WADHWANI, S. (2000) Asset Prices and Central Bank Policy. The Geneva report on the World Economy 2. CEPR and ICMB.

FILARDO, A. J. (2000) Monetary Policy and Asset Prices. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review. Third Quarter.

TAIPALUS, K. (2006) Bubbles in the Finnish and US equities markets. Bank of Finland Studies E:35.

Globaalistumisen haasteet keskuspankkien rahoitustilastoinnille

15.11.2006

Rahapolitiikan päätöksenteko ja rahoitusjärjestelmän vakauden edistäminen edellyttävät keskuspankeilta kattavaa tietopohjaa ja ajantasaista analyysia rahatalouden ja rahoitusmarkkinoiden kehityksestä. Tietoa rahatalouden ja rahoitusmarkkinoiden uusista kehityskuluista on markkinoilla runsaasti tarjolla. Globaalistuvista ja yhä monimuotoisemmiksi muuttuvista markkinoista on kuitenkin vaikea saada analyyttistä kokonaiskuvaa. Lisäksi päätöksenteon taustaksi tarvittava tarpeellinen tieto on hankittava minimoimalla sen hankinnasta aiheutuvat kustannukset.

Tilastoihin koottu tieto on luotettavin mahdollinen pohja arvioitaessa makrotaloutta ja rahoitusmarkkinoita sekä niiden vakauden kehitystä. Makrotaloudellista tietoa tarvitaan rahamäärien, luottojen ja korkojen kehityksestä. Myös säästämisen ja luotonannon kehitys sektoreittain on olennaista taloudellisessa analyysissa. Rahoitusmarkkinoiden kehitystä seurataan muun muassa valuuttamarkkinoiden, rahoitusinstrumenttien ja osakkeiden volyymien ja hintojen avulla. Rahalaitosten tulos- ja tasetiedot ovat puolestaan keskeisiä vakauden ja rahoitusmarkkinoiden systemisen riskin analyysivälineitä.

Näiden omien tarpeittensa ohella kansalliset keskuspankit palvelevat myös koko rahoitussektoria ja suurta

yleisöä julkaisemalla omalta vastuualueeltaan keskeistä tilastotietoa.¹

Kuvaavatko keskuspankkien tilastot globaaleja rahoitusmarkkinoita riittävän kattavasti?

Globaalistuminen kiihdyttää integraatiota sekä maiden ja alueiden, markkinoiden ja taloudellisten toimijoiden keskinäistä riippuvuutta. Sen vaikutukset ilmenevät kansantalouksien kilpailukyvyyn, yritysrakenteiden, pankkien kilpailuasetelmien ja kotitalouksien rahoituskäyttäytymisen muutoksina. Globaalistuminen yhdistyneenä nopeasti muuttuviin rahoitusmarkkinoihin kasvattaaakin päätöksentekijöille välttämätöntä tiedontarvetta. Tiedonpuutteen ongelmat tilastoissa kumuloituvat yleensä kansainvälisiin pääomanliikkeisiin. Kansainväliset rahoitusvirrat kasvavat huomattavasti nopeammin kuin tavaroiden ja palveluiden kauppa.

Globaalistuviin rahoitusmarkkinoihin liittyy riskejä, jotka voivat realisoitua hyvinkin nopeasti. Systemaattisen ja ajantasaisen tiedon puute on noussut esiin muun muassa kymmenen viime vuoden aikana kehittyvien talouksien rahoituskriisien yhteydessä. Ongelmia on esiintynyt myös arvioitaessa säästämisen ja



*Laura Vajanne
neuvonantaja
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto*

¹ Euroopan keskuspankki järjesti toukokuussa 2006 konferenssin, jossa käsiteltiin globalistumisen haasteita keskuspankkien rahoitustilastoinnin näkökulmasta. Alustajiksi oli pyydetty tunnettuja akateemisten piirien edustajia, keskuspankkiireja sekä pankkien edustajia. Tämän artikkelin näkemykset perustuvat konferenssissa esiin tulleisiin ajatuksiin. Konferenssin alustukset ovat luettavissa EKP:n verkkosivulta (<http://www.ecb.int/events/conferences/html/eastats3.en.html>).

Keskuspankkien on vaikea seurata rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta tärkeitä uusia ilmiöitä, koska niistä ei juuri ole järjestelmällistä ja luotettavaa tietoa saatavilla.

investointien epätasapainoa globaalilla tasolla samoin kuin Aasian maiden keskuspankkien valuuttavarantojen ja öljyntuottajamaiden vaihtotaseyliäämien sijoittamista. Lisäksi perinteisen säätelyn ulkopuolelle jäivät riskirahastot, mutkikkaat rahoitusjohdannaiset ja monet muut monimutkaiset uudet rahoitusinstrumentit kasvattavat rahoitusjärjestelmäkriisien mahdollisuuksia. Konkreettisina esimerkeinä voidaan mainita viime vuosina vahvasti lisääntynyt institutionaalinen sijoittaminen hyödykkeisiin ja ei-lisättuihin osakerahastoihin sekä luottoriskien siirtoinstrumenttien käytön kasvu. Keskuspankkien on vaikea seurata näitä rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta tärkeitä ilmiöitä, koska niistä ei juuri ole järjestelmällistä ja luotettavaa tietoa saatavilla. Keskuspankkien on pystyttävä kuitenkin asettamaan tilastosisällöille terveesti rajatut tavoitteet, ettei seuranta aiheuta kohtuuttomia kustannuksia tiedonantajille tai tilastojen laatijoille.

Tilastopohjan parantaminen on vaativa tehtävä

Globalistuminen näyttääkin kasvattavan paineita lisätä uusia ilmiöitä koskevien tietojen keruuta, mutta ei toisaalta anna aiheutta automaattisesti vanhojen tietovaatimusten purkamiseen. Näin ollen uusien ilmiöiden seuranta edellyttää useimmiten lisäresursseja ja aiheuttaa lisäkustannuksia. Vastauksena yleisesti tiukentuneisiin olosuhteisiin keskuspankit pyrkivät

nykyään kustannus-hyötyanalyysin avulla arvioimaan uusien tiedontarpeiden tärkeyttä ennen päätöstä ryhtyä keräämään uutta tietoa markkinoilta.

Kustannus-hyötyanalyysin laatimista hankaloittaa se, että uusista tiedoista saatavia hyötyjä on vaikea mitata. Hyödyn mittaamista mutkistaa ennen kaikkea sen arviointi, kuinka tärkeitä nämä ilmiöt ovat tulevaisuudessa rahapolitiikan päätöksenteon ja/tai rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta. Myös muille toimijoille, kuten itse rahoitustoimialalle, koituvaa hyötyä on vaikea mitata. Yleisesti rahoitussektorilla pidetään tärkeänä esimerkiksi omien tuotteiden markkinaosuuden seuranta, joka puolestaan edellyttää kokonaisnäkemyä markkinoiden koosta. Lisäksi tilastoista – tyypillisesti julkis-hyödykkeenä – on harvoin suoranaista rahallista tuottoa saatavissa, mikä helpottaisi hyödyn arviointia.

Uusissa tilastoissa saavutetaan hyvä kustannus-hyötysuhde, jos tilastojen käyttäjät ja laatijat toimivat riittävän läheisessä yhteistyössä sovittaessa uusista tietotarpeista ja tilastojen laatimisesta. Erityisen syvällistä yhteistyötä tarvitaan keskuspankkien ja muun rahoitussektorin välillä. Lisäksi globaalien rahoitustilastojen tapauksessa kansallisista lähtökohdistaan on pystyttävä joustamaan. Kotimaiset käyttötottumukset eivät ratkaise kyseessä olevien ilmiöiden tärkeyttä, ja kansallisvaltioiden asettamat rajat eivät ole merkityksellisiä

pohdittaessa kansainvälisiä rahoitusmarkkinoita. Jos kansallisista tiedoista tingittäisiin, olisi esimerkiksi euroalueen piirissä mahdollista saavuttaa tehokkuushyötyjä. Tällöin otantaa käyttävien tilastojen otoskoot määräytyisivät euroalueen tasolla eivätkä kansallisesti kuten nykyään.

Voitaisiinko rahapolitiikan ja rahoitusjärjestelmän valvonnan tietotarpeita yhdistää?

Euroalueella rahapolitiikka on keskitetty ja siihen liittyvät keskeiset tiedonkeruiden sisällöt on yhdenmukaistettu säädösten tasolla. Varsinaiset tiedonkeruut on kuitenkin hajautettu kansallisille keskuspankeille, joten raportoinnin yksityiskohtainen sisältö vaihtelee melkoisesti euromaiden välillä. Useat keskuspankit keräävät edelleen myös kansallisesti relevantteja tietoja eurojärjestelmän edellyttämien tietojen ohella. Tämä lisää merkittävästi varsinkin monikansallisten pankkien tiedonantorasitetta verrattuna siihen, että kullekin keskuspankille voitaisiin raportoida tiedot yhdenmukaisella tavalla.

Eurojärjestelmän tilastot ovat kehittyneet nopeasti viime vuosien aikana. EKP ja kansalliset keskuspankit vastaavat EKP:n (euromaat ja muut EU-maat) ja Eurostatin (Euroopan yhteistojen tilastotoimisto) välisen työnjaon mukaisesti yhteisön raha- ja pankkitilastoista, rahoitusmarkkinatilastoista sekä kansainvälisen pääomanliikkeiden, suorien sijoitusten ja valuuttavarantojen tilastoin-

nista.² Euroalueen rahoitussektorin tietojen kattavuudessa ja yhdenmukaistuksessa koetaan edelleen olevan puutteita liittyen esimerkiksi vakuutuslaitoksiin ja eläkerahastoihin, sijoitusrahastoihin ja arvopaperistamiseen sekä lainojen vakuuksiin. Paineet lisätä koko euroalueen taloudellisen kehityksen seurantaan näkyvät myös EKP:n kunnianhimoisessa aloitteessa saada aikaan reaali- ja rahoitustilinpidoon yhdistävä sektoritilinpito euroalueen tasolla.

Valvojen keskuudessa yhdenmukaistus on toistaiseksi vielä vähäisempää, ja rahalaitosten raportointi on kansallisen lainsäädännön alasta. Euroopan unionin 25 maan ja lisäksi muiden maiden rahoitusvalvojat kysyvät erilaisia ja eri muodossa toimitettavia tietoja rahoitussektorilta. Tämä on rahoituspalvelujen integraatiota hidastava tekijä. EU:n sisällä on edistytty koordinoinnissa ja yhdenmukaistuksessa, kun pankkien vakavaraisuuslaskenta uudistettiin (Basel II) ja pörssissä noteerattuja yrityksiä koskevia kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja (IFRS) yhdenmukaistettiin. Molemmat ovat isoja muutoksia, jotka vaikuttavat rahoitusjärjestelmän vakauden valvonnan lisäksi myös rahoitustilastoihin. Basel II:n soveltaminen alkaa vuonna 2007, ja IFRS-tilinpäätöskäytäntöön siirtyminen on jo käynnissä useissa maissa.

² EU-tasolla tilastovastuut on sovittu päällekkäisen työn välttämiseksi EKP:n ja Eurostatin välisessä yhteistyöpöytäkirjassa, joka on viimeksi päivitetty vuonna 2003. Ks. <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/mouecbeurostaten.pdf>.

Euroalueen rahoitussektorin tietojen kattavuudessa ja yhdenmukaistuksessa koetaan edelleen olevan puutteita.

Keskuspankkien haasteena on yhdistää rahapolitiikan ja valvonnan tiedontarpeet ja samalla minimoida tiedonantajille aiheutuvat kustannukset.

Euroopan pankkivalvojen komitea (Committee of European Banking Supervisors, CEBS) on pyrkinyt johdonmukaisesti yhdenmukaistamaan pankkien raportointivaatimuksia. Se on ajanut kahta aloitetta, joista toinen tähtää Basel II -vaatimusten mukaiseen yhteiseen vakavaraisuuden raportointikehikkoon (COREP) ja toinen yhdenmukaiseen IFRS-tilinpäätöksen tekevien luottolaitosten tase- ja tulosraportointikehikkoon (FINREP). Pankkivalvojen komitea on päättänyt myös tukea uuden raportointikielen (XBRL – eXtensible Business Reporting Language) käyttöönottoa molempien raportointikehikkojen yhteydessä.

Näihin aloitteisiin sisältyy monia etuja, kuten pankkien ja muiden rahoitusalan yritysten tasavertainen kilpailuasema koko Euroopassa. Yhteiset kehiöt vähentävät pankkien hallinnollisia kustannuksia ja helpottavat tietojen vaihtoa valvojen välillä. Yhtäläiset tiedonkeruulomakkeet, joissa käytetään XBRL-kieltä, mahdollistavat hajautetun tiedonkeruun, mutta luovat samalla mahdollisuuden käyttää tietoja joustavasti ja ikään kuin keskitetyssä tietokannassa. Tämä lisää valvontatehtävien kustannustehokkuutta.

Keskuspankkien haasteena on, miten yhdistää rahapolitiikan ja valvonnan näkökulmista tulevat tiedontarpeet kokonaisuudeksi, joka minimoisi tiedonantajien tilastoinnista aiheutuvat kustannukset. Tiedonantorasitteen pitäisi myös kohdistua tasa-

puolisesti eri tiedonantajiin riippumatta sijaintipaikasta. Muun muassa Lontoo kilpailee vahvasti euroalueen kanssa pankkien sijaintipaikasta. Ei olisi toivottavaa, että hallinnolliset kulut ratkaisisivat sijoittumisen ja ohjaisivat pankkeja siirtymään esimerkiksi pois euroalueelta.

Tiedonkeruun yhteisten elementtien lisääminen on saavutettavissa tiivistämällä keskuspankkien ja valvojen yhteistyötä. Keskusteluissa on tuotu esiin muun muassa ajatus, että rahoituslaitosten raportoinnissa siirryttäisiin vähitellen kohti yksikkö- ja arvopaperikohtaisia tietoja, koska tällä tasolla näkökulmaeroja rahapolitiikan ja vakauden seurannan välillä ei vielä esiinny. Yleisenä trendinä onkin jo nyt nähtävissä rahoitustilastojen laadinnassa erilaisten rekisteritietojen käytön yleistymisen. Arvopaperikohtaisten rekisterien ohella useassa euromaassa ylläpidetään yksittäisten lainojen tiedot sisältäviä lainarekistereitä. Näistä tiedoista voidaan koota sekä aggregaattitilastoja että tuottaa valvojen käyttöön tarpeellisia instituutiokohtaisia tietoja. Lisäksi raportointivaatimuksia mietittäessä keskuspankit pyrkivät ottamaan huomioon, että tiedot, joita rahoituslaitoksilta pyydetään, vastaavat niitä tietoja, joita pankkien ja muiden instituutioiden oma sisäinen johtamisjärjestelmä käyttää. Näin saavutetaan huomattavia kustannussäästöjä ja turvataan osaltaan tietojen käyttömahdollisuus toimialan riskien seurannassa.

Hyvä hallintotapa keskuspankkien tilastoinnissa

Rahoitussektorin tilastoja laativia tahoja on useita. Keskuspankkien, valvojen ja tilastoviranomaisten ohella useat kansainväliset järjestöt haluavat rahoituslaitoksilta tietoja. Niillä on myös useimmiten oikeus osallistua rahoitustilastojen suunnitteluun ja toteutukseen. Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF), Kansainvälinen järjestelypankki (BIS) ja taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö (OECD) keräävät kukin omiin tarkoituksiinsa rahoitussektorin tietoja, yleensä kansallisten keskuspankkien välityksellä.

Kansainvälisellä valuuttarahastolla on merkittävä rooli koordinoitavissa makrotalouden tärkeitä tilastoja koskevia kansainvälisiä tilastollisia standardeja. Se on keskeinen yhteistyön edistäjä kansainvälisten ja kansallisten toimijoiden välillä. IMF tukee myös parhaiden käytäntöjen käyttöönottoa kansallisissa tilastojärjestelmissä. Kansainvälinen järjestelypankki on puolestaan vastuussa pankkien maasta toiseen suorittamien liiketoimien tilastoinnista kuten pankkien maa- ja luottoriskeistä. OECD taas julkaisee muun muassa kansainvälistä likviditeettiasemaa ja kansainvälisiä emissioita koskevia tietoja.

Tietojen saattaminen maittain vertailukelpoisiksi ja aggregoitaviksi johtaa usein tiedonkeruussa lisäpyyntöihin ja aiheuttaa siten lisärasitteita tiedonantajille. Onkin hyvin perustul-

tua kysyä, sisältyykö näin monen toimijan olemassaoloon riski päällekkäisistä päätöksistä ja moninkertaisesta työstä.

Päällekkäisten päätösten välttäminen ja yhteensopivat käsitteet rahoitustilastoissa voidaan turvata noudattamalla hyvää hallintomenettelyä ja koordinoitua yhteistyötä. Tilastoja koskevassa päätöksenteossa viranomaiset pyrkivätkin noudattamaan tiettyjä, yleensä julkituotuja periaatteita. Moni organisaatio on vielä tehostanut omia hallintomenettelyitään julkaisemalla oman sääntökokonaisuuden (Code of Practice), jossa se sitoutuu noudattamaan sovitun menettelytapoja. Yhteisiä periaatteita näissä julkaistuissa menettelytapakuvauksissa ovat mm. tilastojen laadinnan poliittinen riippumattomuus, tilastojen julkisen luonteen korostaminen, niiden selkeys ja ymmärrettävyys sekä kustannustehokkuus.

Erityisen hyvää hallintotapaa vaaditaan niiden tilastojen laadinnalta, joita käytetään hallinnolliseen tai poliittiseen päätöksentekoon. Esi-merkkinä voidaan mainita Maastrichtin sopimuksen lähentymiskriteerit rahaliittoon liittymisestä ja euroalueen liiallisen alijäämän menettelyn edellyttämät tilastot. Tilastoviranomaiset ovat vastuussa näistä tilastoista, mutta voivat selkeästi hyötyä käsitteellisellä tasolla asiantuntemuksesta, jota on saatavissa keskuspankeista.

*Yhteensopivat
käsitteet
rahoitustilastoissa
voidaan turvata
noudattamalla
hyvää hallinto-
menettelyä ja
koordinoitua
yhteistyötä.*

Kansainvälisen yhteistyön ja koordinoinnin tarve korostuu

Keskeinen haaste keskuspankkien tilastoinnille on, miten tulla toimeen globaalien muutospainoiden alla. Eri-laisia uusia tietotarpeita on lukuisia, ja keskuspankkien on ratkaistava, miten laajasti niistä ryhdytään kerää-mään järjestelmällistä tilastoa.

Samoin on pystyttävä ratkaisemaan, riittäisivätkö otosperustainen tietojen saanti ja indikaattorityyppiset tiedot, jolloin välttyttäisiin raskailta kokonaisvaltaisilta tiedonkeruilta.

Toinen keskeinen kysymys on, mille taholle vastuu kansainvälisestä koordinoinnista ja uusien ilmiöiden seurannasta luontevimmin kuuluisi. Laajenevan globaalistumisen haasteisiin voidaan vastata vain lisäämällä kaikkien asianosaisten yhteistyötä ja jatkuvaa vuoropuhelua. EKP:llä voi eurojärjestelmässä olla johtava rooli, mutta läheisessä yhteistyössä kaikkien muiden asianosaisten kanssa.

Kun globaalistuminen on tiivistänyt kilpailua maiden välillä, hallinnollisten kustannusten merkitys on myös korostunut. Tilastojen laatijat pyrkivät tiedonantajien raportointikustannusten minimointiin ja olemassa olevien tietojen hyväksikäytön maksimointiin. Tämä edellyttää, että tilaston laatijoilla on rajoittamaton pääsy kaikkiin tärkeisiin tiedonlähteisiin – tietojen luottamuksellisuus tietysti huomioon ottaen. Tästäkin huolimatta laadukkaat tilastot edellyttävät jonkinasteista hallinnollista kuorimitusta myös liiketoiminnalle.

Asiasanat: globaalistuminen, rahoitustilastot, keskuspankit, valvojat, kansainvälinen yhteistyö ja koordinointi

Katsaus Yhdysvaltain rahapolitiikkaan

30.11.2006

Yhdysvaltain keskuspankki on yksi maailman vaikutusvoimaisimmista ja seuratuimmista instituutioista. Suurimman kansantalouden rahapolitiikan päättäjänä ja kansainvälisesti merkittävimmän valuutan vakauden turvaajana Yhdysvaltain keskuspankki vaikuttaa päätöksillään myös Suomen talouskehitykseen.

Yhdysvaltain keskuspankilla on takanaan kesäkuusta 2004 alkanut poikkeuksellisen aktiivinen rahapolitiikan kiristämisen vaihe, joka vuoden 2006 jälkipuoliskolla on – jos ei päättynyt – ainakin pysähtynyt. Viimeaikaiset tiedot osoittavat Yhdysvaltain talouden olevan herkässä tilassa. Lisääntyneet odotukset korkosyklin kääntymisestä ja arviot siitä, kuinka onnistuneesti keskuspankin uusi pääjohtaja ohjaa rahoitusmarkkinoita tässä muutoksessa, pitävät Yhdysvaltain keskuspankin huomion kohteena myös lähikuukausina.

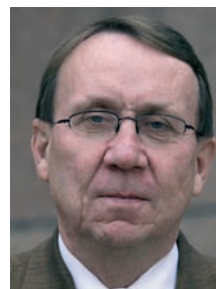
Yhdysvaltain keskuspankin institutionaalinen rakenne

Vuonna 1913 perustettu Yhdysvaltain keskuspankki on Euroopan keskuspankin tavoin keskuspankkijärjestelmä. Yhdysvaltain keskuspankkijärjestelmä koostuu kahdestatoista alueellisesta keskuspankista ja kahdesta merkittävästä päätöksentekuelimestä eli liittovaltion keskuspankkijärjestel-

män johtokunnasta ja avomarkkina-komiteasta.¹

Yhdysvaltain keskuspankilla on käytössään kolme rahapolitiikan välinettä: avomarkkinaoperaatiot, diskonttokorko ja pankeille asetetut reservivaatimukset. Kahdesta jälkimmäisestä ja vähemmän merkittävistä instrumentista vastaa johtokunta, joka koostuu seitsemästä Yhdysvaltain presidentin nimittämästä ja senaatin hyväksymästä jäsenestä.

Merkittävin rahapolitiikan väline ovat kuitenkin avomarkkinaoperaatiot ja erityisesti niihin sovellettava ohjauskorko (federal funds target rate), josta päättää avomarkkinakomitea. Avomarkkinakomitea koostuu kahdestatoista äänivaltaisesta ja seitsemästä äänivaltattomasta jäsenestä. Äänivaltaisiin jäseniin kuuluvat seitsemän johtokunnan jäsentä ja viisi alueellisten keskuspankkien pääjohtaja. New Yorkin alueen keskuspankilla on pysyvä äänivalta avomarkkinakomiteassa, kun taas muut yksitoista alueellista keskuspankkia on jaettu neljään ryhmään, joiden äänivaltaiset edustajat johtokunta valitsee rotaatioperiaatteella. Avomarkkinakomitea kokoontuu päättämään korosta kahdeksan kertaa vuodessa etukäteen tiedossa olevina ajankohtina. Tarvittaessa korosta voidaan päättää muidenkin ajankohtina.



*Antti Suvanto
osastopäällikkö
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*



*Mika Pösö
vs. toimistopäällikkö
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*

¹ Johtokunta tunnetaan nimellä Board of Governors of the Federal Reserve System ja avomarkkinakomitea nimellä Federal Open Market Committee.

Avomarkkinakomitean puheenjohtajaksi on perinteisesti valittu johtokunnan puheenjohtaja ja varapuheenjohtajana toimii New Yorkin alueen keskuspankin pääjohtaja. Tällä hetkellä johtokunnan ja avomarkkinakomitean puheenjohtajana toimii Ben S. Bernanke, joka otti tehtävän vastaan 1.2.2006. Häntä ennen puheenjohtajana toimi Alan Greenspan yli kahdeksantoista vuoden ajan.

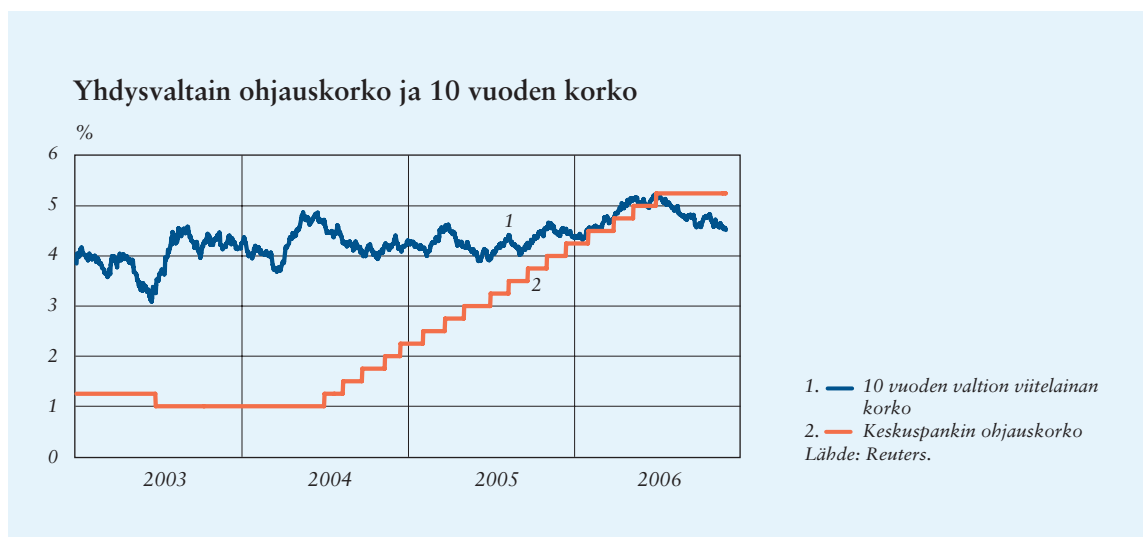
Keskuspankkilain (Federal Reserve Act) mukaan Yhdysvaltain keskuspankin tavoite on ylläpitää raha- ja luottoaggregaattien pitkän aikavälin kehitys yhdenmukaisena talouden pitkän aikavälin potentiaalisen tuotannon kasvun kanssa. Tähän keskuspankin tulee pyrkiä edistämällä tehokkaasti maksimaalista työllisyyttä, hintavakautta sekä pitkien korkojen kohtuullista tasoa.

Kaksi vuotta jatkunut yhtäjaksoisten koronnostojen sarja katkesi

Yhdysvaltain keskuspankki aloitti rahapolitiikan kiristämisen kesäkuussa 2004, jolloin ohjaukorko oli ollut 1 prosentin tasolla vuoden ajan. Seuranneiden kahden vuoden aikana Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitea nosti ohjaukorkoa jokaisessa kokouksessaan 0,25 prosenttiyksikköä (kuvio 1). Seitsemäntoista koronnoston jälkeen ohjaukorko saavutti 5,25 prosentin tason kesäkuussa 2006. Tämän jälkeen avomarkkinakomitea on kolmessa peräkkäisessä kokouksessaan päättänyt jättää ohjaukorkon ennalleen.

Korkopäätösten perusteluihin voi tutustua perehtymällä avomarkkinakomitean kokousten pöytäkirjoihin, jotka julkaistaan kolme viikkoa korkopäätösten jälkeen. Elokuun 2006 kokouksen pöytäkirjan mukaan

Kuio 1.



päätös jättää ohjauskorko ennalleen 17 peräkkäisen koronnoston jälkeen oli täpärällä, mutta avomarkkinakomitean suuri enemmistö näki talouskasvun hidastumisen hillitsevän inflaatiopaineita myös vallitsevalla ohjauskoron tasolla. Jättämällä ohjauskorko ennalleen haluttiin myös rajoittaa liiallisesta rahapolitiikan kiristämisestä aiheutuvia riskejä, varsinkin kun koronnostojen vaikutukset eivät kokonaisuudessaan olleet vielä välittyneet taloudelliseen toimintaan ja hintakehitykseen. Toisaalta avomarkkinakomitea halusi yhä korostaa, että inflaatiopaineet saattaisivat vielä vaatia rahapolitiikan kiristämistä.²

Syyskuun kokouksessa avomarkkinakomitean näkemykset talouskasvusta olivat synkentyneet edelleen, mikä teki päätöksen jättää korot ennalleen helpommaksi kuin elokuussa. Kasvun nähtiin lyhyellä aikavälillä pysyvän potentiaalista kasvuvauhtia hitaampana mutta nopeutuvan kuitenkin vuoden parin sisällä. Pohjainflaation nähtiin todennäköisimmin hidastuvan nopeutuneesta vauhdistaan, kun energian hinnan aiemman nousun vaikutukset hiipuvat ja tuotannon tekijöihin kohdistuvat kustannuspaineet hellittävät.³ Toisaalta avomarkkinakomitea näki yhä mer-

kittäväksi riskiksi sen, että inflaatio ei hidastu odotetulla tavalla, mistä syystä rahapolitiikan kiristäminen saattaisi vielä olla tarpeellista.⁴

Lokakuun kokouksen pöytäkirjan mukaan avomarkkinakomitean arvio kasvu- ja inflaationäkymistä oli muuttunut vain vähän syyskuusta. Riskien odotettua hitaammasta talouskasvusta ja odotettua nopeammasta inflaatiosta nähtiin kuitenkin hieman vähentyneen. Suurimmaksi huolenaiheeksi avomarkkinakomitea näki yhä riskin, että pohjainflaatio ei odotetusti hidastuisi huolestuttavan korkealta tasoltaan.⁵

Yhdysvaltain talouskasvu on hidastunut vuoden 2006 aikana

Puolivuositaisessa selonteossaan heinäkuussa 2006 Yhdysvaltain keskuspankin pääjohtaja kertoi kongressille johtokunnan jäsenten ja alueittaisten keskuspankkien arviot tulevasta talouskasvusta ja inflaatiosta. Näiden arvioiden mukaan BKT:n määrän kasvu on $3\frac{1}{4}$ – $3\frac{1}{2}$ % tänä vuonna ja hidastuu 3 – $3\frac{1}{4}$ prosenttiin vuonna 2007.⁶ Työttömyysasteen arvioitiin olevan $4\frac{3}{4}$ – 5 % samalla ajanjaksolla. Myös inflaation arvioitiin hidastuvan hieman vuonna 2007. Yksityisen kulutuksen deflaattorilla mitatun pohjainflaation arvioitiin olevan

Syyskuun kokouksessa avomarkkinakomitean näkemykset talouskasvusta olivat synkentyneet edelleen.

² Federal Open Market Committee (8.8.2006) Minutes of the Federal Open Market Committee.

³ Pohjainflaatiolla Yhdysvaltain keskuspankki yleensä viittaa yksityisen kulutuksen deflaattoriin, josta on poistettu ruoan ja energian hinnat. Yksityisen kulutuksen deflaattori ottaa huomioon muutokset kulutuskorissa, kun taas kuluttajahintaindeksin pohjana on kiinteä kulutuskori. Yksityisen kulutuksen deflaattorin hyödykekorin on myös jonkin verran laajempi kuin kuluttajahintaindeksin.

⁴ Federal Open Market Committee (20.9.2006) Minutes of the Federal Open Market Committee.

⁵ Federal Open Market Committee (24.–25.10.2006) Minutes of the Federal Open Market Committee

⁶ Kasvuennusteet viittaavat vuoden viimeisen neljänneksen vuosikasvuun edellisen vuoden viimeisestä neljänneksestä.

2¼–2½ % kuluvana ja 2–2¼ % ensi vuonna.⁷

Vuoden 2006 aikana Yhdysvaltain talouskasvu on kuitenkin hidastunut ennustettua enemmän. Ensimmäisellä ja toisella neljänneksellä BKT:n määrän vuosikasvu oli vielä vahvaa eli 3,7 ja 3,5 %. Kolmannella neljänneksellä vuosikasvu kuitenkin hidastui 3,0 prosenttiin. Työttömyyden väheneminen on sitä vastoin vielä jatkunut ja oli lokakuussa 4,4 % (kuvio 2).

Merkittävin syy Yhdysvaltain talouskasvun hidastumiseen on ollut asuntomarkkinoiden viileneminen, mikä osaltaan on seurausta rahapolitiikan kiristymisestä.⁸ Asuntojen myynti on vähentynyt voimakkaasti, ja myyntiaikojen pidentyminen on näkynyt asuntoinvestointien selvänä

väheneisenä. Myös asuntojen hintojen nousu on pysähtynyt ja hinnat ovat alkaneet laskea. Asuntojen hinnat ovat viimeisimpien tietojen mukaan yleisesti vuodentakaisia tasojaan alempana.

Asuntojen hintojen lasku voi ns. varallisuusvaikutusten kautta näkyä myös kotitalouksien kulutuksen heikentymisenä. Toistaiseksi tästä ei ole merkkejä, mikä saattaa osittain johtua elo-syyskuisesta bensiinin hinnan laskusta ja sen positiivisista vaikutuksista kotitalouksien luottamukseen ja käytettävissä oleviin tuloihin. Palkka-kehitys on myös jatkunut vahvana ja pitkät markkinakorot ovat hieman laskeneet viime kuukausina.

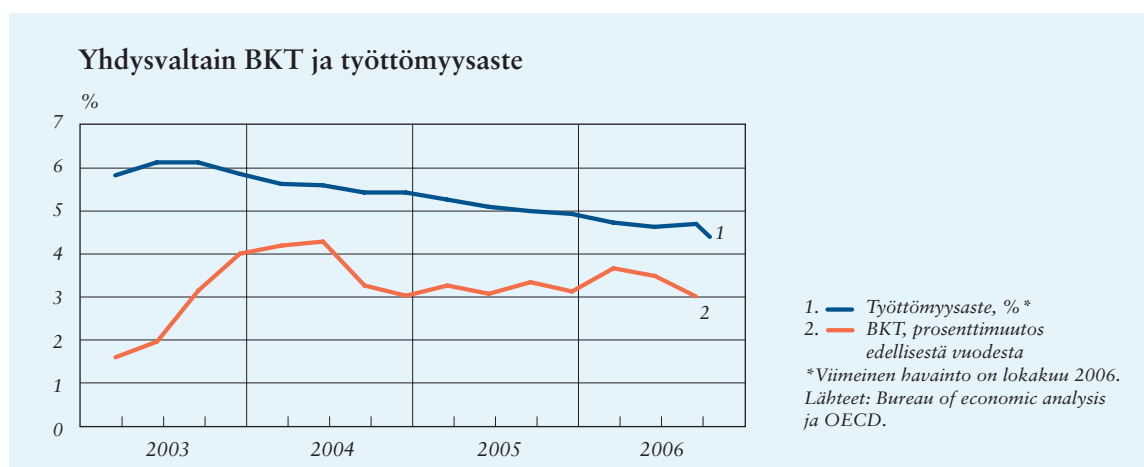
Pohjainflaatio yhä nopeaa

Viime vuosina myös Yhdysvalloissa inflaatiokehitykseen on merkittävästi vaikuttanut energian hinnan kehitys. Energian hinnat sisältävän kuluttajahintaindeksin vuosimuutos onkin heilahdellut voimakkaasti lähinnä

⁷ Board of Governors of the Federal Reserve System (19.7.2006) Monetary Policy Report to the Congress.

⁸ Yhdysvaltain suhdannetilannetta on käsitelty tarkemmin tämän julkaisun artikkelissa ”Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne”.

Kuvio 2.



raakaöljyn hintakehitystä mukaillen (kuvio 3). Arvioidessaan inflaatiopaineita Yhdysvaltain keskuspankki seuraa ensisijaisesti kuitenkin pohjainflaation kehitystä, jota se mittaa yksityisen kulutuksen deflaattorilla. Pohjainflaation kehitys on ollut vakaampaa, mutta samalla hitaasti kiihtyvää. Pohjainflaatio oli 2,4 % lokakuussa 2006, ja sitä on ylläpitänyt resurssien käyttöasteiden ja yksikkötyökustannusten nousu. Yhdysvaltain keskuspankki on ollut huolissaan nopeana pysyttelevän pohjainflaation suhteen, mutta odottaa inflaatiopaineiden kuitenkin hellittävän. Inflaatio-odotukset ja energian hinnat ovat laskeneet ja aiemmin toteutettujen koronnostojen vaikutukset ovat vasta osittain välittyneet talouteen.

Miten tästä eteenpäin?

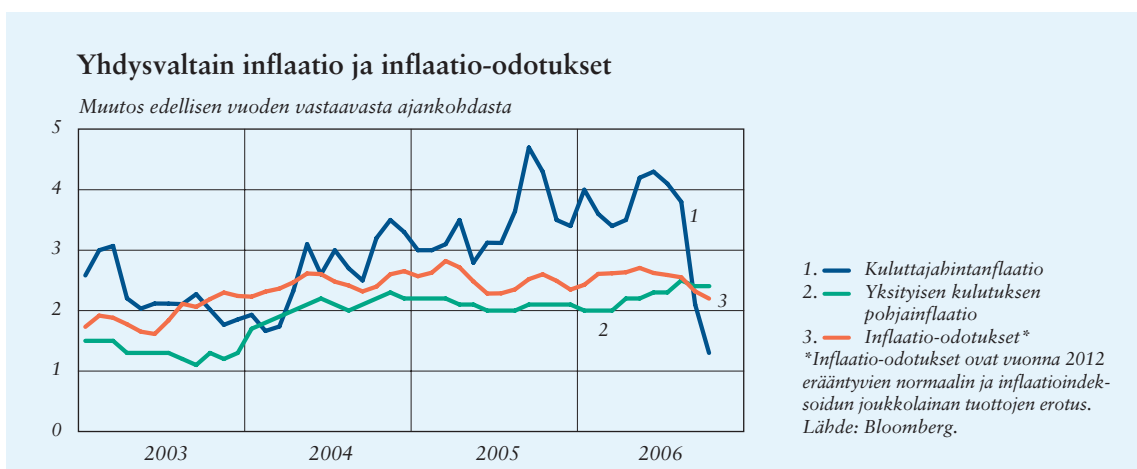
Pohjainflaation pysyminen nopeana ja taloudellisen kasvun hidastuminen luovat rahapolitiikan kannalta haas-

teellisen tilanteen. Avomarkkinakomitea on ottanut odottavan kannan eikä ole indikoinut mitään rahapolitiikan suunnasta lähiaikoina. Avomarkkinakomitean viestinnässä korostetaan merkittävää epävarmuutta lyhyen aikavälin näkymissä ja tulevien taloustietojen merkitystä tulevan korkokehityksen kannalta. Toisaalta avomarkkinakomitean jäsenet ovat myös huomauttaneet, että yleensä asuntomarkkinoiden heikentyminen on ollut samanaikaista heikon talouskehityksen kanssa ja että vallitsevat olosuhteet viittaisivat hidastuvaan inflaatioon.⁹ Lyhyellä aikavälillä talouskasvun arvioidaan pysyvän hitaampana, mutta tulevan vuoden aikana kasvun odotetaan kiihtyvän takaisin vauhtiin, joka vastaa potentiaalisen tuotannon kasvuvauhtia.¹⁰

⁹ Bies S. S. (2.11.2006) "The Economic Outlook". Remarks at the Drake-FEI Lecture, Des Moines, Iowa.

¹⁰ Bernanke B. S. (28.11.2006) "The Economic Outlook". Remarks before the National Italian American Foundation, New York, New York.

Kuvio 3.



Markkinat puolestaan uskovat nousevan korkosyklin päättyneen ja korkojen kääntyvän lievään laskuun vuoden 2007 aikana. Kun vielä kesällä markkinoiden hinnoittelu perustui odotukseen 5,5 prosentin ohjauskoron tasosta toukokuussa 2007, lokamarraskuussa markkinat ovat ajoittain hinnoitelleet ohjauskoron laskua 5 prosenttiin toukokuuhun 2007 mennessä (kuvio 4). Korko-odotukset ovat kuitenkin herkkiä uusille tiedoille talouskehityksestä ja keskuspankista tuleville viesteille, mikä on tyypillistä korkosyklien kääntyessä.

Tulevan rahapolitiikan arviointia vaikeuttaa se, että Yhdysvaltain keskuspankilla ei ole kvantitatiivisesti määriteltyä inflaatiotavoitetta. Sellainen kuitenkin saattaa olla tulossa. Siihen viittaavat nykyisen pääjohtajan Bernanken lukuisat puheenvuorot ennen hänen pääjohtajakauttaan.

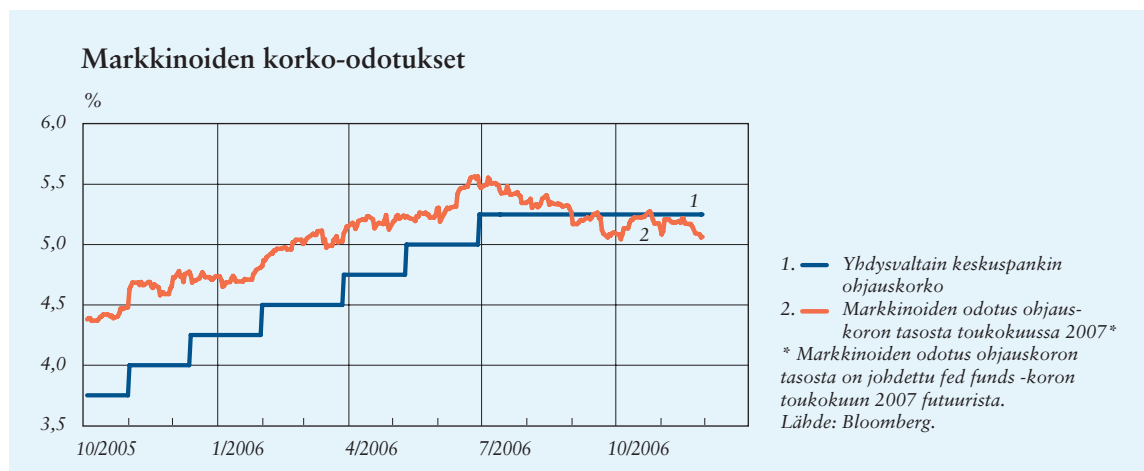
Tammikuussa 2000 Wall Street Journal julkaisi Ben Bernanken

yhdessä kahden yliopistokollegansa kanssa laatiman artikkelin, jossa kirjoittajat esittivät, että Yhdysvaltain keskuspankkijärjestelmän tulisi ottaa käyttöön suora inflaatiotavoite.¹¹ Kirjoittajat perustelivat ehdotustaan sillä, että inflaatiotavoitteen asettaminen turvaa rahapolitiikan jatkuvuuden senkin jälkeen, kun Alan Greenspanin jättää paikkansa jollekin toiselle, joka kenties ei ole yhtä taitava eikä yhtä sitoutunut hintavakautteen kuin Greenspan itse. Bernanke oli tuolloin vielä yliopistoprofessori eikä tiennyt, että Greenspanin kautta tultaisiin jatkamaan – puhumattaakaan sitä, että hänestä itsestään tulisi Greenspanin seuraaja.

Bernanke on puhunut suoran inflaatiotavoitteen puolesta useaan otteeseen myös tultuaan valituksi keskuspankkijärjestelmän johtokun-

¹¹ Bernanke, B.– Mishkin, F. – Posen, A. (5.1.2000) ”What happens when Greenspan is gone?”. Wall Street Journal.

Kuvio 4.



nan jäseneksi vuonna 2002. Inflaatio-tavoitteen kvantifiointi ankkuroi markkinoiden ja yleisön inflaatio-odotukset ja tekee rahapolitiikasta paremmin ennustettavaa. Tätä edesauttaisi Bernanken mukaan myös se, että avomarkkinakomitea julkaisi enemmän tietoa ennusteestaan ja pidentäisi ennusteen aikaväliä.¹² Nykyisin keskuspankki kertoo arvioistaan ainoastaan kongressin kuulemistilaisuuksien yhteydessä ja silloinkin vain runsaan vuoden aikavälille.

Avomarkkinakomitea keskusteli rahapolitiikkaa koskevasta kommunikoinnista ja inflaatiotavoitteen kvantifioinnin eduista ja haitoista viimeksi lokakuun 2006 kokouksessaan. Tuon kokouksen pöytäkirjan mukaan inflaatiotavoitteen kvantifiointi nostaa esiin useita monimutkaisia ja toisiinsa yhteydessä olevia seikkoja. Avomarkkinakomitea ei tehnyt näiden seikkojen suhteen päätöksiä, vaan päätti jatkaa keskustelua rahapolitiikan kommunikointiin liittyvistä asioista jälleen tammikuun 2007 kokouksessa.¹³

Tämän hetken pohjainflaation vauhti samoin kuin inflaatio-odotukset ylittävät sen tason, jota Bernanke muutama vuosi sitten piti tavoiteltavana. Tavoiteltava taso olisi hänen mukaansa lähellä kahta prosenttia tai

jossakin yhden ja kahden prosentin välillä pohjainflaatiolla mitattuna.¹⁴ Aiemman kokemuksen mukaan Yhdysvalloissa inflaatio reagoi suhteellisen nopeasti suhdannetilanteen muutokseen. Siksi pohjainflaation voi odottaa vaimenevan asuntomarkkinoiden rauhoittuessa ja kasvun hidastuessa.

Markkinoiden korko-odotukset ovat yhteensopivia tällaisen ns. pehmeän laskun skenaarion kanssa. Samanlainen skenario piirtyy esiin kaikista kansainvälisten järjestöjen tuoreimmista ennusteista. Toisaalta useimpien ennusteiden riskiarvion sisältyy myös ns. hätälaskuskenario, jossa asuntojen hinnat laskevat Yhdysvalloissa jyrkästi, kotitalouksien säästäminen lisääntyy, kulutus ja investoinnit supistuvat ja maa ajautuu taantumaan. Tämän skenaarion toteutuessa inflaatiohuolet voisivat äkkiä muuttua deflaatiohuoliksi eli huoleksi hintojen yleisestä laskusta. Silloin rahapolitiikka todennäköisesti kevennettäisiin nopeasti ja tuntuvasti. Tähän viittaa keskuspankin toiminta vuosina 2001 ja 2003. Oletusta tukevat myös Bernanken esittämät puheenvuorot tarpeesta torjua deflaatio ennakolta ja turvautua poikkeuksellisiin menetelmiin deflaatiosta irtautumiseksi, jos siihen kaikesta huolimatta ajaututaan.¹⁵

Yhdysvalloissa inflaatio reagoi suhteellisen nopeasti suhdannetilanteen muutokseen.

¹² Bernanke, B. (kesäkuu 2004) "Interview with Ben S. Bernanke", Federal Reserve Bank of Minneapolis. The Region.

¹³ Federal Open Market Committee (24-25.10.2006) Minutes of the Federal Open Market Committee

¹⁴ Bernanke, B. (lokakuu 2003) "Optimal Long-Run Inflation Rate (OLIR)", Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the 28th Annual Policy Conference: Inflation Targeting: Prospects and Problems, Federal Reserve Bank of St. Louis.

¹⁵ Bernanke, B. (21.11.2002) "Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here". Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club. Washington D.C.

Rahapolitiikkaa on Yhdysvalloissa voitu pitkään harjoittaa hyvin suotuisissa olosuhteissa, kun nopea tuottavuuden kasvu ja globalisaatio ovat pitäneet inflaation hitaana ja kompensoineet energian ja muiden raaka-aineiden hintojen nousun vaikutuksia. Pitkään jatkunut keveä rahapolitiikka Yhdysvalloissa – ja muuallakin – on kuitenkin vaikuttanut omaisuushintojen nousuun, kotitalouksien velkaantumiseen ja lopulta myös inflaatiopaineiden kasvuun. Rahapolitiikan kiristäminen on jo alkanut vaikuttaa asuntomarkkinoihin ja sitä kautta taloudelliseen kasvuun. Yhdysvaltain tilanne osoittaa, että rahapolitiikkaa joudutaan aina harjoittamaan epävarmuuden oloissa ja päätöksentekijät joutuvat tasapainoilemaan erisuuntaisten riskien välillä.

Asiasanat: Yhdysvallat, rahapolitiikka, arvomarkkinakomitea, inflaatiotavoite

Julkaisut

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

Suomen Pankin julkaisujen tuotannossa siirrytään entistä laajemmin sähköiseen julkaisemiseen ja jakeluun. Tutkimuksista ja selvityksistä mm. keskustelualoitteet sekä A- ja E-sarjan julkaisut julkaistaan vain sähköisinä Suomen Pankin verkkopalvelussa.

Suomen Pankin verkkosivuilla on avattu uusi maksuton palvelu, jonka kautta voi tilata sähköisiä julkaisuja Suomen Pankista.

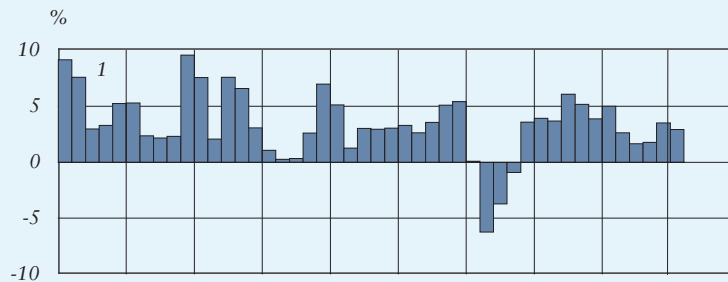
Tilaa saa sähköpostiinsa tiedon tilaamastaan julkaisusta heti sen ilmestyttyä. Julkaisuja voi tilata osoitteessa <http://www.bof.fi> tai <http://www.suomenpankki.fi/Tilaukset>.

Mikäli tietojen rekisteröimisessä ilmaantuu ongelmia, voi ottaa yhteyttä osoitteeseen publications@bof.fi. Suomen Pankin vanhoja painettuja julkaisuja voi tilata jälkitilauksena Suomen Pankin varastosta (ks. Julkaisut-osio Suomen Pankin verkkopalvelussa <http://www.bof.fi> tai <http://www.suomenpankki.fi>).

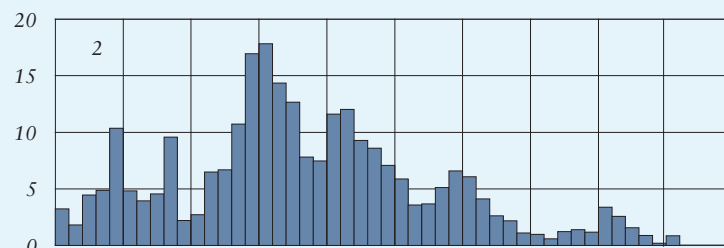
Kuviot

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

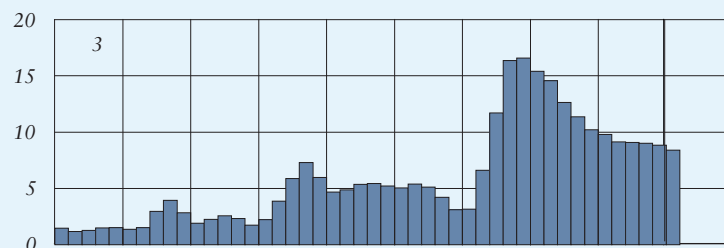
1. Keskeiset tasapainomuuttujat



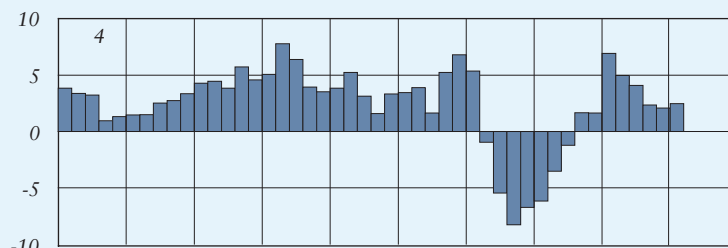
BKT, määrän muutos edellisvuotisesta



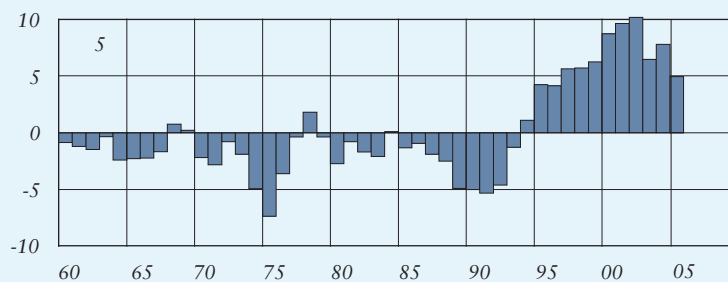
Kuluttajahinnat, muutos edellisvuotisista



Työttömyysaste, %



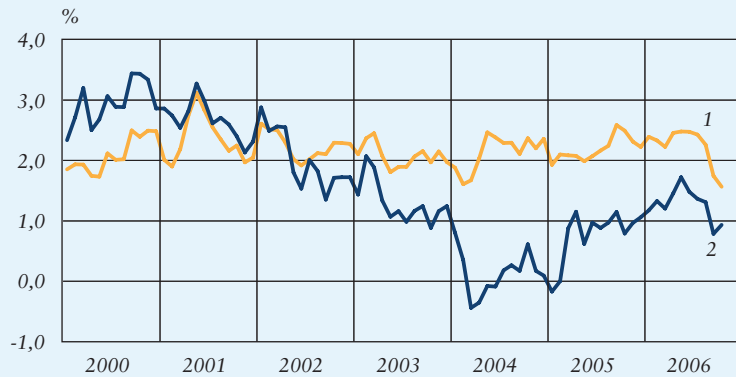
Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä, % BKT:stä



Vaihtotase, % BKT:stä

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

2. Hintavakaus euroalueella ja Suomessa

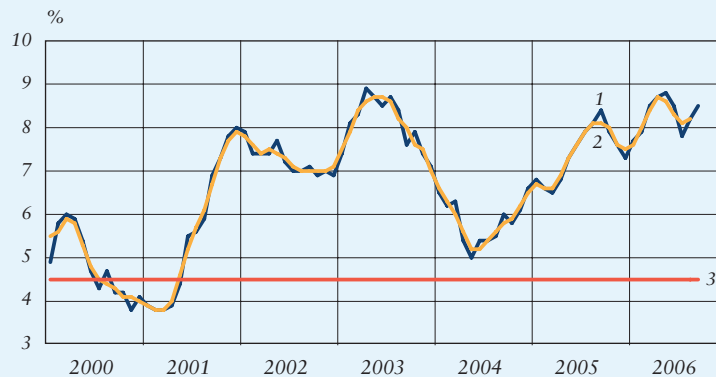


Yhdenmukaistettu kuluttajahinta-
indeksi, 12 kk:n prosenttimuutos

1. Euroalue
2. Suomi

Lähteet: Eurostat ja Tilastokeskus.

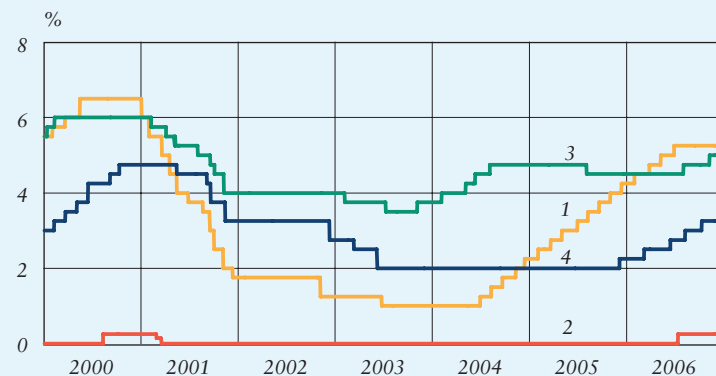
3. Rahamäärän kehitys euroalueella



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

Lähde: Euroopan keskuspankki.

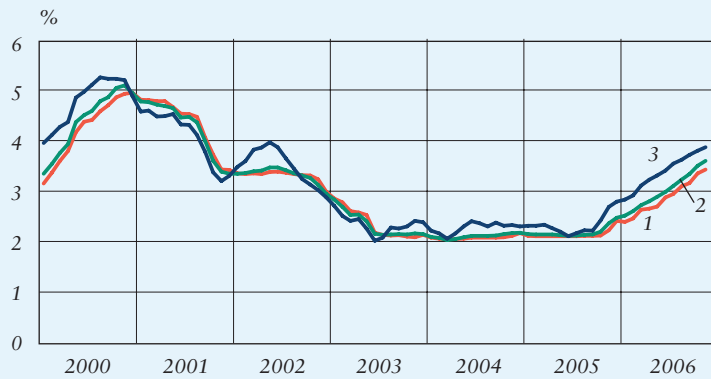
4. Keskuspankkikorkoja



1. Yhdysvaltain fed funds
-tavoitekorko
2. Japanin yön yli -lainakorko
3. Ison-Britannian repokorko
4. Eurojärjestelmän perus-
rahoitusoperaatioiden korko /
minimitarjouskorko

Lähde: Bloomberg.

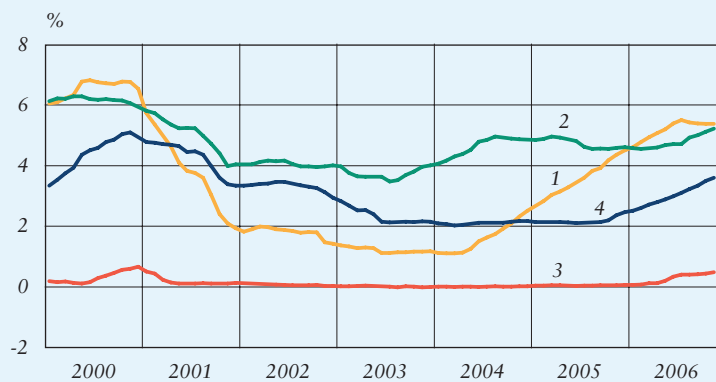
5. Euriborkorot



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

Lähde: Reuters.

6. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja

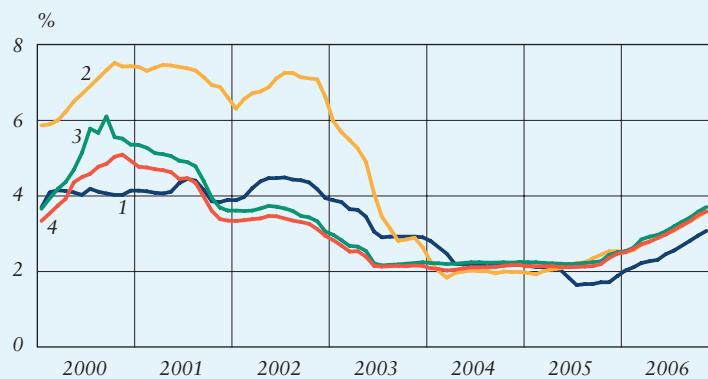


Pankkien välisiä korkoja

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

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Reuters.

7. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja

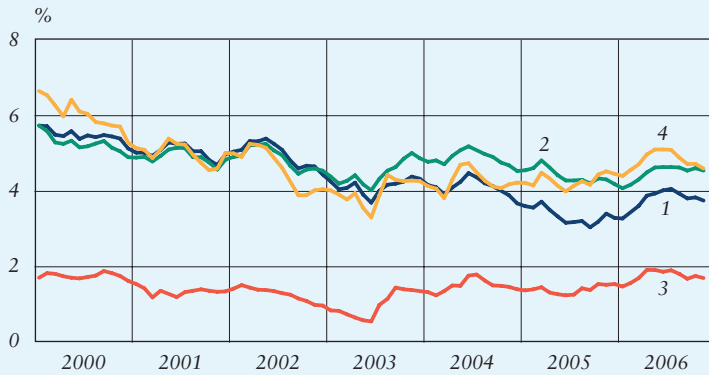


Pankkien välisiä korkoja

1. Ruotsi
2. Norja
3. Tanska
4. Suomi

Lähde: Reuters.

8. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja

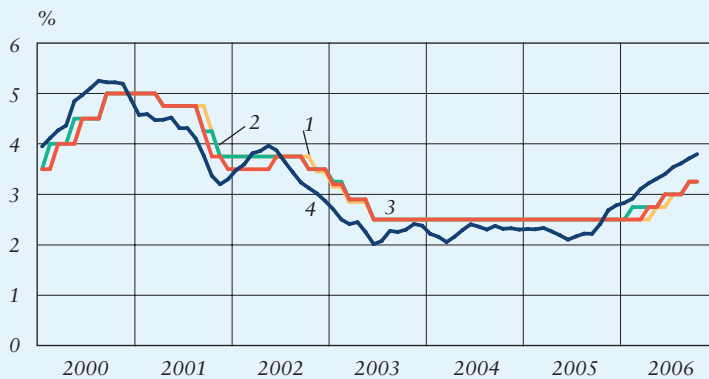


Valtion 10 vuoden obligaatiokorkoja

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

Lähde: Reuters.

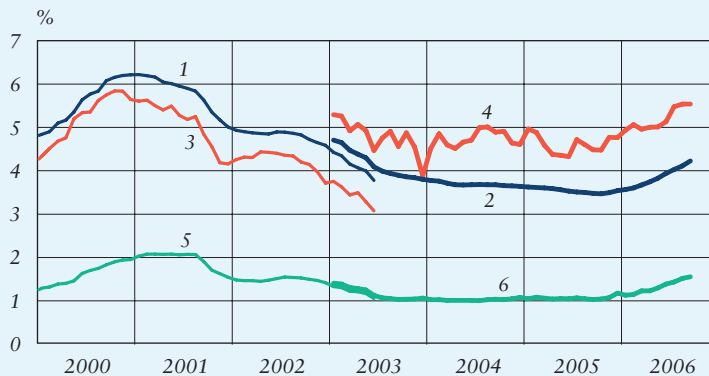
9. Suomalaisen pankkien viitekorkoja ja 12 kuukauden euribor



1. Nordea-prime kuukauden lopussa
2. Sampo-prime kuukauden lopussa
3. Osuuspankkiryhmän prime kuukauden lopussa
4. 12 kk:n euribor

Lähteet: Pankit ja EKP.

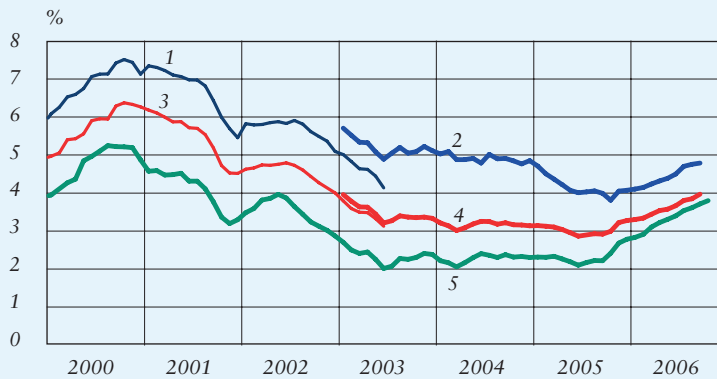
10. Lainojen ja talletusten keskikorot



1. Pankkien lainakanta
2. Rahalaitosten lainakanta
3. Pankkien uudet lainat
4. Rahalaitosten uudet lainasopimukset
5. Pankkien talletuskanta
6. Rahalaitosten talletuskanta

Lähde: Suomen Pankki.
Tiedonkeruu muuttui 1.1.2003. Uudessa tiedonkeruussa rahalaitokset sisältävät talletuspankkien lisäksi myös muut luottolaitokset.

11. Uusien kotitalousluottosopimusten keskkorot



1. Pankkien uudet kulutusluotot
2. Rahalaitosten uudet kulutusluottosopimukset*
3. Pankkien uudet asuntolainat
4. Rahalaitosten uudet asuntolainasopimukset
5. 12 kk:n euribor

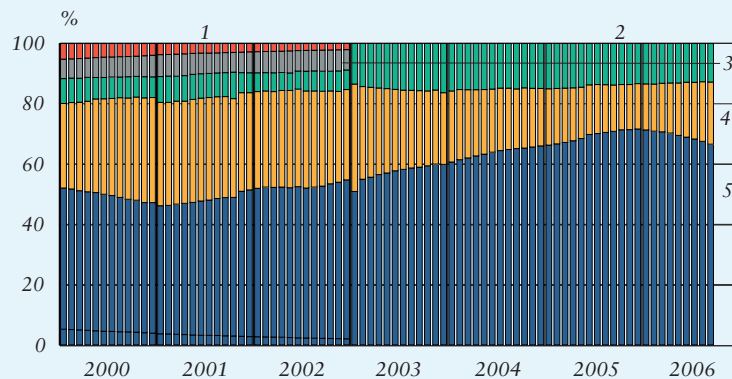
*Luokitusmuutos: Uusista kulutusluottosopimuksista on siirretty korttiluotot yhteen tililuottojen kanssa.

Lähde: Suomen Pankki.

Tiedonkeruu muuttui 1.1.2003.

Uudessa tiedonkeruussa rahalaitokset sisältävät talletuspankkien lisäksi myös muut luottolaitokset.

12. Pankkien luottokanta korkosidonnaisuuksittain

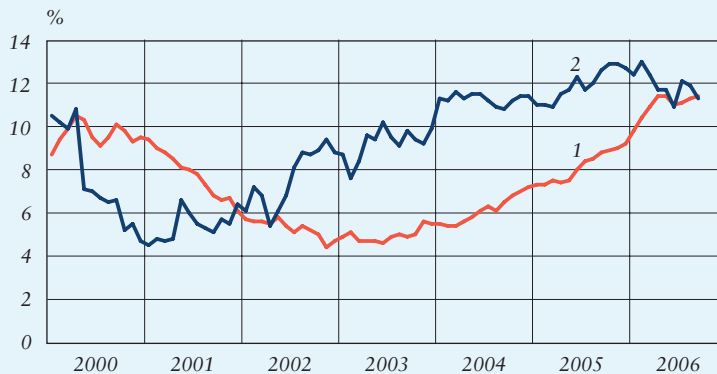


1. Peruskorkosidonnaiset
2. Muihin korkoihin sidotut (sisältää vuodesta 2003 alkaen myös peruskorkoon ja kiinteään korkoon sidotut)
3. Kiinteäkorkoiset
4. Pankkikohtaisiin viitekorkoihin sidotut (primekorot ja vastaavat pankkien omat viitekorot)
5. Euriborsidonnaiset

Lähde: Suomen Pankki.

Tiedonkeruu muuttui 1.1.2003 alkaen.

13. Rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät lainat

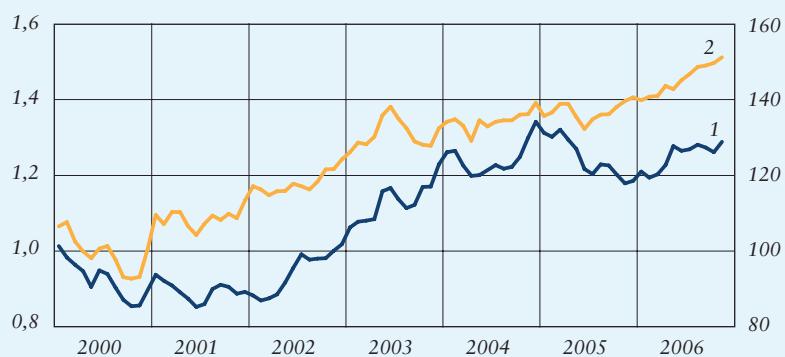


12 kk:n prosenttimuutos

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

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Suomen Pankki.

14. Euron kurssi dollariin ja jeniin nähden

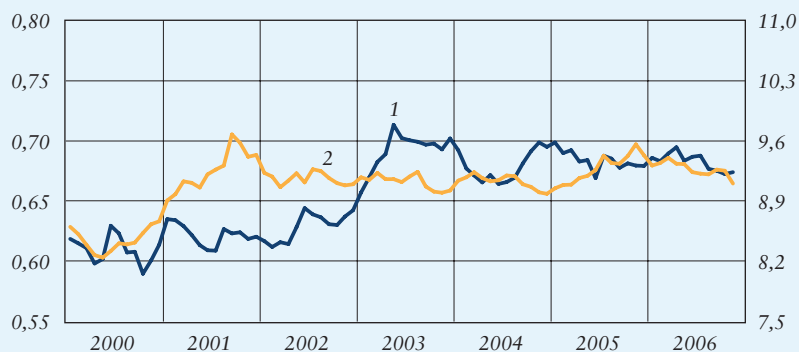


Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

1. Euron arvo Yhdysvaltain dollareina (vasen asteikko)
2. Euron arvo Japanin jeniinä (oikea asteikko)

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Reuters.

15. Euron kurssi Englannin puntaan ja Ruotsin kruunuun nähden

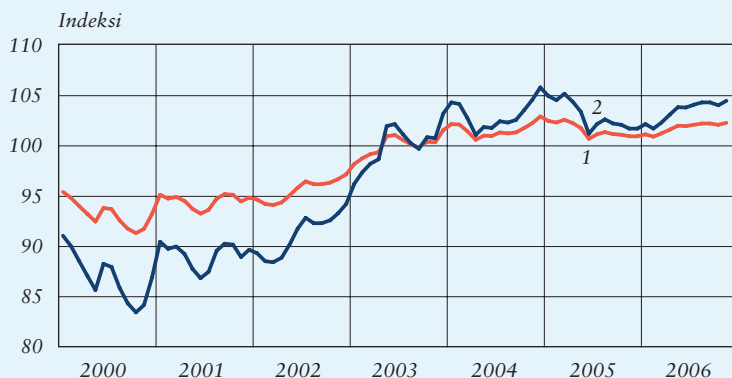


Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

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

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Reuters.

16. Suomen kilpailukykyindikaattoreita

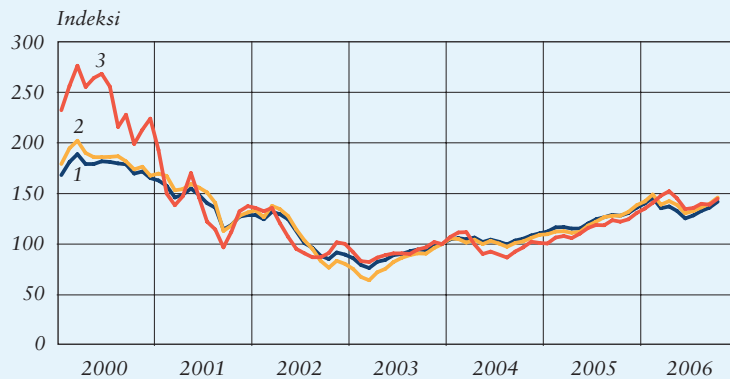


Tammi-maaliskuu 1999 = 100
Perustuvat ulkomaankauppapainoisiin valuuttakursseihin.
Kun Suomen hintakilpailukyky heikkenee, käyrä nousee.

1. Suppea kilpailukykyindikaattori euroalueen maat mukaan lukien
2. Suppea kilpailukykyindikaattori

Lähde: Suomen Pankki.

17. Euroalueen osakeindeksejä



31.12.2003 = 100

1. Koko euroalueen

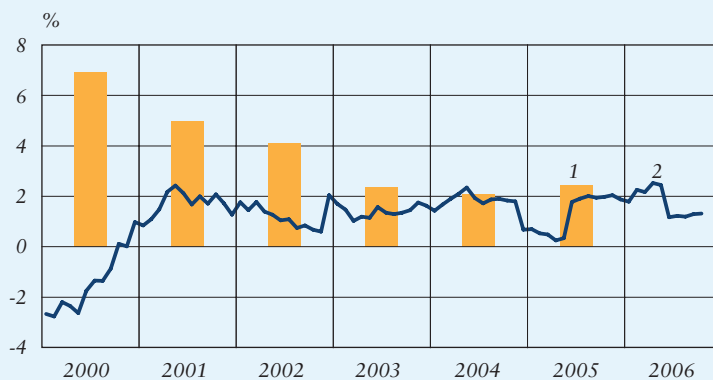
DJ Euro Stoxx -osakeindeksi

2. Saksan DAX-indeksi

3. Suomen OMX Helsinki-yleisindeksi

Lähteet: Bloomberg ja Helsingin Pörssi.

18. Suomen julkisen talouden tasapaino



% BKT:stä

1. Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä

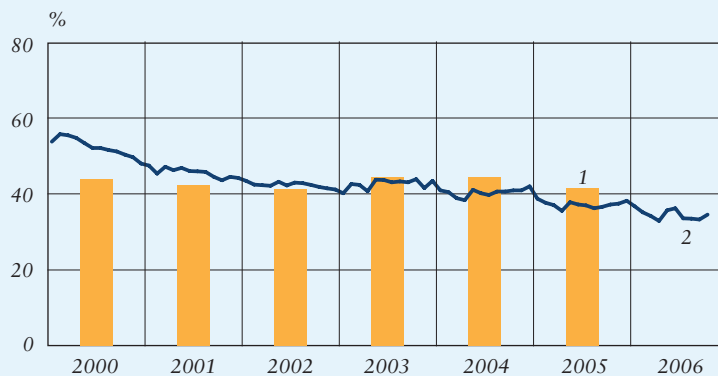
2. Valtion tulojäämä,

12 kk:n liukuva summa

Lähteet: Valtiokonttori,

Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

19. Suomen julkisen talouden velka



% BKT:stä

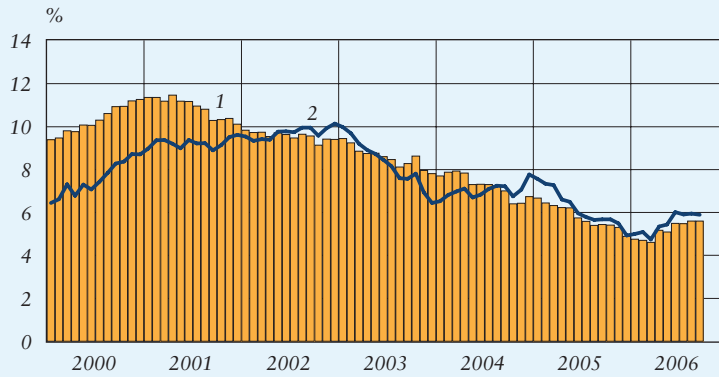
1. Julkisyhteisöjen velka

2. Valtion velka, 12 kk:n liukuva summa

Lähteet: Valtiokonttori,

Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

20. Suomen kauppataase ja vaihtotase

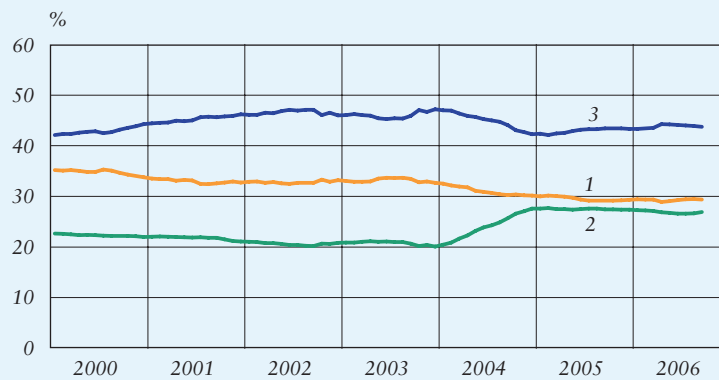


12 kk:n liukuva summa, % BKT:stä

1. Kauppataase, fob-arvo
2. Vaihtotase

Lähde: Suomen Pankki.

21. Suomen viennin aluejakauma

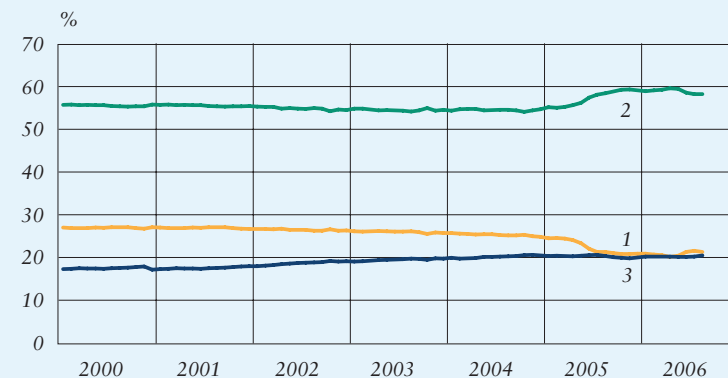


12 kk:n liukuva summa,
% koko viennistä

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

Lähteet: Tulli ja Tilastokeskus.

22. Suomen vienti toimialoittain

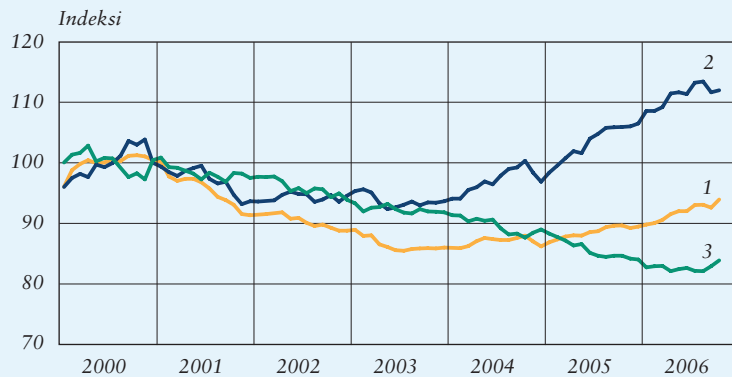


12 kk:n liukuva summa,
prosenttiosuus koko viennistä

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

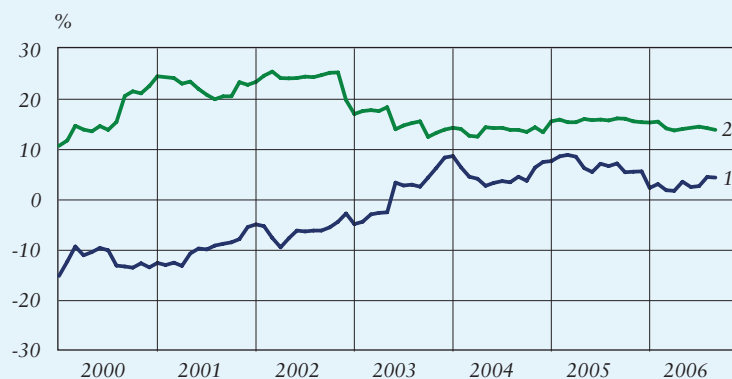
Lähde: Tulli.

23. Suomen ulkomaankauppahinnat



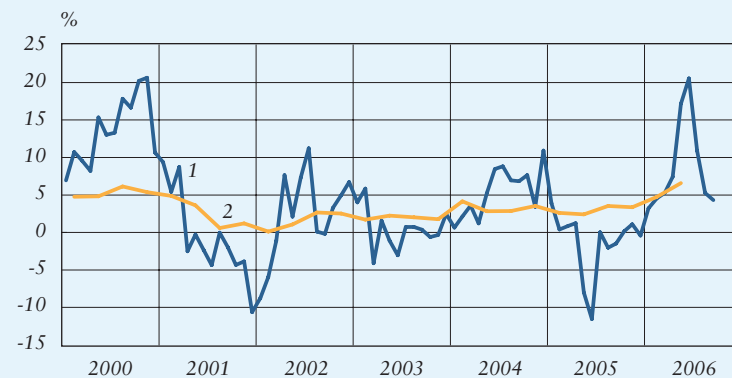
2000 = 100
 1. Vientihinnat
 2. Tuontihinnat
 3. Vaihtosuhte
 Lähde: Tilastokeskus.

24. Suomen ulkomaisen nettovarallisuuden eriä



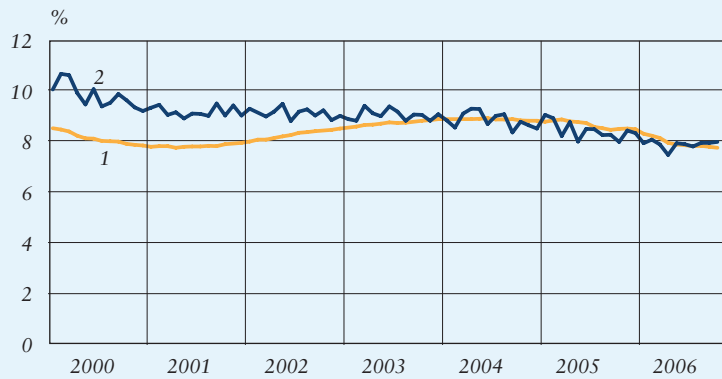
% BKT:stä
 1. Suomen ulkomainen nettovarallisuus ilman oman pääoman eriä
 2. Suorat sijoitukset Suomesta ulkomaille, netto
 Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

25. Suomen BKT ja teollisuustuotanto



Prosenttimuutos edellisvuotisesta
 1. Teollisuustuotanto
 2. Bruttokansantuote
 Lähde: Tilastokeskus.

26. Työttömyysaste

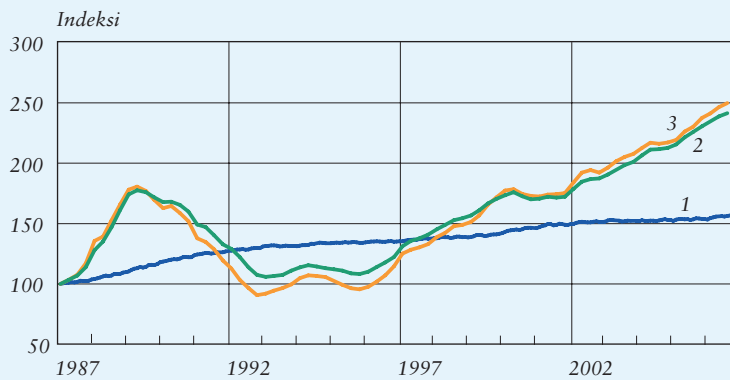


1. Euroalue

2. Suomi

Lähteet: Eurostat, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

27. Suomen varallisuushintoja



Tammi-maaliskuu 1987 = 100

1. Kuluttajabinnat

2. Asuntojen hinnat

3. Vanhojen kaksioiden velaton neliöbinta

Lähde: Tilastokeskus.

Suomen Pankin organisaatio

17.5.2006

PANKKIVALTUUSTO

Puheenjohtaja **Mari Kiviniemi**, varapuheenjohtaja **Jouni Backman, Jyri Häkämies, Arja Alho, Janina Andersson, Jyrki Katainen, Martti Korhonen, Markku Koski, Eero Lankia**

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

JOHTOKUNTA

Erkki Liikanen
johtokunnan
puheenjohtaja

Matti Louekoski
johtokunnan
varapuheenjohtaja

Sinikka Salo
johtokunnan jäsen

Pentti Hakkarainen
johtokunnan jäsen

Johtokunnan sihteeri Arno Lindgren

Yleisvastuu EKPJ-asioista	Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto <i>Heikki Koskenkylä</i> <ul style="list-style-type: none">• Vakaustoimisto• Yleisvalvontatoimisto Tilastoyksikkö <ul style="list-style-type: none">• Maksutasetoimisto• Rahoitustilasto-toimisto• Tilastojärjestelmä-toimisto	Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto <i>Antti Suvanto</i> <ul style="list-style-type: none">• Ennustetoimisto• Kirjasto ja tietopalvelut -toimisto• Seurantatoimisto Siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT) Tutkimusyksikkö	Pankkitoimintaosasto <i>Pentti Pikkarainen</i> <ul style="list-style-type: none">• Markkinaoperaatioiden toimisto• Riskienhallinta-toimisto• Sijoitustoimisto• Selvitys- ja maksu-toimisto• TARGET-toimisto
Johdon sihteeristö <i>Kjell Peter Söderlund</i> Johtokunnan sihteeripalvelut Kansainvälinen yksikkö Lakiasiain yksikkö Viestintäyksikkö Strategia- ja organisaatioryhmä			Hallinto-osasto <i>Esa Ojanen</i> <ul style="list-style-type: none">• Hallintopalvelu-toimisto• Kielipalvelutoimisto• Kiinteistötoimisto• Taloushallinto-toimisto Henkilöstöyksikkö IT-yksikkö Turvallisuusyksikkö
Sisäinen tarkastus <i>Erkki Kurikka</i>	Maksuvälineosasto <i>Mauri Lehtinen</i> <ul style="list-style-type: none">• Aluekonttorit Kuopio, Oulu, Tampere, Turku, Vantaa		

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

Suomen Pankki

PL 160, 00101 HELSINKI

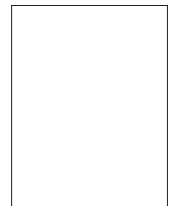
Puhelin: 010 8311, faksi: (09) 174 872, sähköposti: publications@bof.fi

Euro & talous -lehden tilaus tai jakelun muutosilmoitus

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

Suomen Pankin verkkosivuilla on avattu uusi maksuton palvelu, jonka kautta voi tilata sähköisiä julkaisuja Suomen Pankista. Tilaaaja saa sähköpostiinsa tiedon tilaamastaan julkaisusta heti sen ilmestyttyä. Julkaisuja voi tilata osoitteessa www.bof.fi/Tilaukset/.

Mikäli tietojen rekisteröimisessä ilmaantuu ongelmia, voi ottaa yhteyttä osoitteeseen publications@bof.fi.



SUOMEN PANKKI

PL 160
00101 HELSINKI

Suomen Pankki
Bank of Finland
PO Box 160
FI-00101 HELSINKI
FINLAND



P3D



.2343