

K 1/2001 vp

**PANKKIVALTUUSTON
AJANKOHTAISKERTOMUS
EDUSKUNNALLE
14.2.2001**



HELSINKI 2001

ISSN 1457-9618

OY EDITA AB, HELSINKI 2001

SISÄLLYS

	Sivu		Sivu
SUOMEN TALOUS, EURO JA EUROJÄRJESTELMÄN RAHAPOLITIikka	5	Eurojärjestelmän rahapolitiikka ja euron kurssi	7
Euron ulkoinen arvo, eurojärjestelmän rahapolitiikka ja Suomen talous	5	Euroalueen hintavakaus	7
Euron ulkoiseen arvoon vaikuttavat tekijät	5	Eurojärjestelmän rahapolitiikka	8
Talouden perustekijät tukevat vahvaa euroa	6	Eurojärjestelmän rahapolitiikka ja Suomen talous	8
		Kotimainen inflaatio	9
		Johtopäätöksiä	10

SUOMEN TALOUS, EURO JA EUROJÄRJESTELMÄN RAHAPOLITIikka

Euron ulkoinen arvo, eurojärjestelmän rahapolitiikka ja Suomen talous

Euroopan unionin yhteinen raha euro otettiin käyttöön vuoden 1999 alussa. Kahden ensimmäisen vuoden keskeisin kehityspiirre oli euron ulkoisen arvon lähes yhtäjaksoinen heikkeneminen aina vuoden 2000 loka-marraskuuhun asti. Euro heikkeni suhteessa Yhdysvaltain dollariin, Japanin jeniin ja Englannin puntaan odottamattoman voimakkaasti. Rahaliiton käynnistyessä vuoden 1999 alussa euron arvo oli 1,20 Yhdysvaltain dollaria. Tästä lähtöarvostaan euro heikentyi vuoden 2000 lokakuuhun mennessä 0,83 dollariin eli noin 30 %. Tämän heikkenemisen käänköpuoli oli vastaava Yhdysvaltain dollarin vahvistuminen. Vuoden 2000 joulukuussa euro alkoi vahvistua ja sen arvo kohosi muutamassa viikossa 0,94 dollariin.

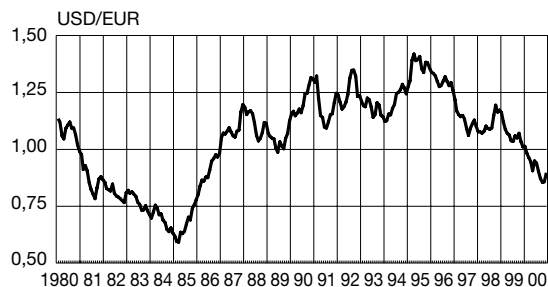
Euron pitkäaikainen heikkous kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla muodostui eurojärjestelmän (EKP ja euroalueen keskuspankit), Euroopan unionin ja myös yhteisen rahan arvostuksen kannalta ongelmalliseksi. Uuden valuutan arvon jatkuvalta vaikuttavan heikentymisen on monissa arvioissa katsottu olevan paitsi pettymys ja arvovaltatappio euromaille ja erityisesti eurojärjestelmälle, myös osoitus Euroopan unionin ja talous- ja rahaliiton sisäisestä ja rakenteellisesta heikkoudesta. Tällainen johtopäätös ei kuitenkaan välttämättä ole oikea.

Maailman keskeiset valuutat – dollari, euro ja jeni – kelluvat. Niillä ei ole kiinteää kurssia suhteessa toisiinsa. Tämän vuoksi on väistämätöntä, että näiden valuuttojen keskinäinen arvo vaihtelee jatkuvasti valuuttamarkkinoiden odotusten mukaan. Suuret muutokset valuuttamarkkinoilla ovat normaaleja. Markkinoita arvostellaankin monesti perusteettomasta ylireagoinnista, jonka vuoksi valuuttojen arvojen muutokset ovat talouden perustekijöiden muutoksiin verrattuna selvästi ylimittäisiä. Kun euron ja dollarin kurssi-kehitystä vuosina 1999–2000 arvioidaan, on syytä muistaa, että valuuttamarkkinoiden reaktiot voivat olla talouden perustekijöihin nähden liioiteltuja ja että vastaavia vaihteluita on koettu aikaisemminkin. Vuosina 1999–2000 nähty eu-

ron heikkeneminen ja vastaava dollarin vahvistuminen eivät ole poikkeuksellisia ilmiöitä, jos niitä verrataan aiempaan kehitykseen. Yhdysvaltain dollari oli edellisen kerran kalleimmillaan suhteessa länsieurooppalaisiin valuuttoihin vuonna 1985. Vuoden 1985 jälkeen dollari heikkeni ja menetti muutamassa vuodessa arvostaan yli kolmanneksen. Tämän ei kuitenkaan katsottu aiheuttavan vakavia uskottavuusongelmia Yhdysvaltain rahajärjestelmälle. Näin ollen ei ole syytä tehdä pitkälle meneviä johtopäätöksiä eurojärjestelmän uskottavuudesta ja toimivuudesta pelkkien lyhytaikaisten valuuttakurssimuutosten perusteella.

Euron ja dollarin välisen kurssin kehitys

Vuosina 1980–1998 kurssi on laskettu käyttäen Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin välistä kurssia sekä Saksan markan ja euron muuntokerrointa.



Euron ulkoiseen arvoon vaikuttavat tekijät

Valuuttamarkkinoiden toimintaa ja valuuttakurssien määräytymistä ei voida tyhjentävästi selittää minkään yksittäisen tekijän avulla. Valuuttojen arvoihin vaikuttavat paitsi talouden perustekijät eli fundamentit myös sijoittajien odotukset ja se, miten sijoittajat tulkitsevat talousuutisia. Euron heikkenemisen taustalla vuosina 1999–2000 oli sijoittajien halu siirtää varoja yhdysvaltalaisiin sijoituskohteisiin, joiden uskottiin olevan tuottoisampia kuin eurooppalaiset kohteet. Vuoden 2000 lopulla tämä näkemys alkoi muuttua.

Euron heikkenemiseen – tai vaihtoehtoisesti Yhdysvaltain dollarin vahvistumiseen – vuosina 1999–2000 vaikuttivat todennäköisesti keskeisellä tavalla erot Yhdysvaltain ja euroalueen rahapolitiikassa ja taloudellisessa kehityksessä. Nimelliskorot olivat eurojärjestelmän käynnistymisestä lähtien Yhdysvalloissa korkeammat kuin euroalueella, mikä houkutteli lyhytaikaisia sijoituksia Yhdysvaltoihin. Vaikka EKP nosti ohjauksorkoa useita kertoja vuoden 1999 syksystä lähtien, euroalueen korot jäivät kuitenkin selvästi Yhdysvaltain korkoja alhaisemmiksi.

Korkoeron ohella toinen merkittävä valuuttakurssiin vaikuttanut tekijä oli se, että Yhdysvaltain talouskasvu oli selvästi Euroopan talouskasvua nopeampi, mikä vahvisti sijoittajien luottamusta Yhdysvaltain talouteen ja piti osaltaan yllä pääomavirtaa euroalueen maista Yhdysvaltoihin. Vuosina 1999–2000 Yhdysvaltain talouden kasvuvauhti oli jo pitkään jatkuneesta voimakkaasta nousukaudesta huolimatta edelleen noin 4 % vuodessa. Kasvuun liittyi myös aiempaa nopeampi tuottavuuden koheneminen, mikä herätti runsaasti keskustelua niin sanotusta uudesta taloudesta ja Yhdysvaltain talouden suuresta kasvupotentiaalista. Samaan aikaan euroalueen kasvuodotukset olivat taloudellisen tilanteen selvästi paranemisesta huolimatta edelleen vaatimattomamat. Tällaiset käsitykset ja näkymät loivat pohjaa dollarin vahvistumiselle suhteessa euroon. Japanin jenin samanaikainen vahvuus suhteessa euroon on vaikeammin selitettävissä, koska Japanin talous on koko 1990-luvun kärsinyt vakavista ongelmista. Todennäköisesti jeni on pysynyt vahvana Japanin suuren vaihtotaseen ylijäämän ansiosta.

Paitsi dollarin ja jenin suhteen euro heikentyi myös suhteessa Englannin puntaan. Sen sijaan eurojärjestelmän ulkopuolella olevien Ruotsin ja Tanskan valuutat eivät vahvistuneet merkittävästi suhteessa euroon. Keskeinen syy tähän oli se, että nämä maat pyrkivät myötäilemään EKP:n rahapolitiikkaa. Isossa-Britanniassa taas korkotasoli Yhdysvaltain tapaan selvästi korkeampi kuin euroalueella, mikä osaltaan selittää punnan vahvuutta suhteessa euroon.

Talouden perustekijät tukevat vahvaa euroa

Euron heikentyminen vuosina 1999–2000 ei vastaa niitä odotuksia, joita useilla asiantuntijoilla oli ennen talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen käynnistymistä. Heikentymisen sijasta euron odotettiin pysyvän vahvana ja jopa vahvis-

tuvan eurojärjestelmän vaativan hintavakaustavoitteen edellyttämän tiukan rahapolitiikan vuoksi. Vaikka odotukset euron vahvuudesta suhteessa Yhdysvaltain dollariin eivät toteutuneetkaan lyhyellä aikavälillä, voidaan tämän näkemyksen perusteita edelleen pitää pätevinä.

Ensimmäinen vahvaa euroa tukeva perustekijä on inflaatioero. Euroalueen inflaatio on jo 1990-luvun puolivälistä lähtien ollut hitaampi kuin Yhdysvaltain inflaatio. Inflaatioero euroalueen hyväksi on ollut noin 1 prosenttiyksikkö vuodessa. Pitkään jatkuva inflaatioero todennäköisesti näkyy valuuttakursseissa ja vahvistaa euroa, muuten eri valuutta-alueiden hintatasojen ero kasvaa kohtuuttoman suureksi. Toiseksi Yhdysvaltain dollarilla on yliedustus maailman keskuspankkien reservivaluuttana. On syytä uskoa, että tämä asetelma muuttuu vähitellen ja euro saa euroalueen taloudellista painoarvoa vastaavan aseman reservivaluuttana. Muutos lisää eurojen kysyntää ja vahvistaa euron kurssia. Kolmanneksi Yhdysvaltain vaihtotase on koko 1990-luvun ollut alijäämäinen ja vuosina 1997–2000 alijäämä on syventynyt tuntuvasti. Syynä alijäämään on ollut liian vähäinen kotimainen säästäminen Yhdysvalloissa. Samaan aikaan euroalueen yhteinen vaihtotase on ollut joko tasapainossa tai lievästi ylijäämäinen. Yhdysvallat on onnistunut rahoittaman vaihtotaseensa alijäämän muusta maailmasta Yhdysvaltoihin virtaavilla sijoituksilla. Pääomavirtaan on vaikuttanut sijoittajien voimakas luottamus Yhdysvaltain talouteen. Tästä syystä vaihtotaseen vajeenkin on välillä katsottu olevan osoitus Yhdysvaltain talouden ylivertaisesta dynaamisuudesta. Jossain vaiheessa vaihtotaseen on kuitenkin tasapainotuttava. Muutos edellyttää dollarin heikkenemistä ja euron vahvistumista.

Euron arvoon keskeisesti vaikuttavana tekijänä on pidetty eroa Yhdysvaltain ja euroalueen talouksien kasvuvauhdissa. Kasvu on ollut Yhdysvalloissa 1990-luvulla selvästi nopeampaa kuin EU-maissa, ja tämä on osaltaan lisännyt sijoittajien luottamusta Yhdysvaltain talouteen. Useimpien ennusteiden mukaan kasvuero Yhdysvaltain ja Euroopan välillä on kuitenkin vuonna 2001 muuttumassa selvästi Euroopan hyväksi, kun Yhdysvaltain talouskasvun ennakoidaan hidastuvan selvästi edellisten vuosien kasvuun verrattuna. Yhdysvaltain talouden poikkeuksellisen pitkään jatkunut nopea, keskimäärin noin 4 prosentin kasvuvauhti ei voi enää jatkua, koska maan taloudessa ei ole kylliksi vapaita resursseja. Kasvu on viime aikoina pitä-

nyt käynnissä yksityisen sektorin jatkuva velkaantuminen, joka ei myöskään voi jatkua loputtomiin.

Euroalueen talouskasvu on jo vuoden 2000 aikana elpynyt voimakkaasti, ja sen odotetaan olevan ripeää myös vuonna 2001. Toisin kuin Yhdysvalloissa, euroalueella on edelleen käyttämättömää kapasiteettia, mikä mahdollistaa ripeän talouskasvun jatkumisen. Eri sektoreiden rahoitustasapaino on EU-maissa niin ikään hyvä, mikä sallii kysynnän kasvun. Samaan aikaan Yhdysvaltain talouden kasvumahdollisuuksia rajoittaa tarve supistaa vaihtotaseen vajetta ja lisätä kotimaista säästämistä. Kasvueroon kaventuminen ja muuttuminen todennäköisesti euroalueen hyväksi luo edellytyksiä euron vahvistumiselle suhteessa dollariin.

Eurojärjestelmän rahapolitiikka ja euron kurssi

Euro on kelluva valuutta, eikä eurojärjestelmällä ole valuuttakurssitavoitetta. Eurojärjestelmä on asettanut tavoitteen vain hintavakaudelle (yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin nousuvauhdin viitearvo 2 % vuodessa keskipitkällä aikavälillä) ja viitearvon rahan määrän kasvulle (4½ % vuodessa), mutta ei tavoitetta euron ulkoiselle arvolle. Eurojärjestelmä tähtää ensi sijassa euroalueen sisäiseen vakauteen. Koska eurojärjestelmällä ei ole valuuttakurssitavoitetta, euron ulkoisen arvon muutokset voivat vaikuttaa sen rahapolitiikkaan vain epäsuorasti. Jos valuuttan arvon muutokset ovat suuria ja pitkäaikaisia, ne alkavat vaikuttaa tuontihintojen kautta yleiseen hintatasoon ja keskimääräiseen inflaatiokehitykseen. Euron heikkeneminen nostaa euroalueen ulkopuolelta tulevan tuonnin hintoja, mikä vuorostaan kiihdyttää euroalueen inflaatiota. Jos eurojärjestelmän inflaatiotavoite tämän vuoksi vaarantuu, rahapolitiikan on reagoitava.

EU:n ja rahaliiton julkisuus kuvan kannalta euron heikkous on ollut ongelma, erityisesti tilanteessa, jossa rahaliiton toiminta on vasta vähän aikaa sitten käynnistynyt eikä eurojärjestelmän maine rahan arvon vakauden puolustajana ole vielä vakiintunut. Taloudellisessa mielessä euron ulkoisen arvon heikkenemisestä aiheutuneet ongelmat eivät kuitenkaan ole muodostuneet kovin suuriksi. Euron heikkous on hyödyntänyt euroalueen vientiteollisuuden asemaa parantamalla sen hintakilpailukykyä. Kilpailukyinen valuuttakurssi on vuosien 1999–2000 ai-

kana osaltaan auttanut euroalueen talouden voimakkaaseen ja osin vientivetoiseen kasvuun. Kasvun ansiosta euroalueen työllisyys kohentui ja työttömyysaste alentui odottamattoman nopeasti. Alueen keskimääräinen työttömyysaste on kahdessa vuodessa alentunut runsaat 2 prosenttiyksikköä eli selvästi alle 9 prosentin. Kun muistetaan, että useat Länsi-Euroopan taloudet ovat suurimman osan 1990-lukua kärsineet hitaasta talouskasvusta ja suuresta työttömyydestä, vuosikymmenen lopulla vihdoin saavutettua nopeaa ja työllistävää talouskasvua voidaan pitää varsin tervetulleena.

Euroalueen hintavakaus

Valuutan heikkenemisestä aiheutuva keskeinen haitta on tuontitavaroiden hintojen nousu. Jos maailmanmarkkinahinnat eivät muutu, valuuttan heikkeneminen nostaa tuontihintoja. Tämä taas nostaa keskimääräistä hintatasoa ja supistaa kuluttajien reaalitylöjä. Euroalueella euron heikentyminen yhdessä samanaikaisen raakaöljyn maailmanmarkkinahinnan nousun kanssa johti vuonna 2000 tuontihintojen noin 20 prosentin nousuun. Ulkopuolisen tuonnin osuus euroalueen kokonaistarjonnasta ei kuitenkaan ole kovin suuri, joten tuontihintojen nousun vaikutus keskimääräiseen hintatasoon on jäänyt suhteellisen vähäiseksi.

Enemmän kuin euron heikentyminen euroalueen inflaatiota kiihdytti vuoden 2000 aikana samanaikainen raakaöljyn maailmanmarkkinahinnan raju nousu. Euron heikkous ja öljyn hinnan nousu yhdessä kiihdyttivät euroalueen keskimääräistä inflaatiovauhtia noin 1 prosenttiyksikön vuodentakaisesta. Siten euroalueen keskimääräiseksi inflaatiiovauhdiksi vuonna 2000 muodostui noin 2,3 %. Vauhti on nopeampi kuin eurojärjestelmän keskipitkän ajan inflaatiolle asetettu 2 prosentin tavoite, mutta poikkeama ei ole kuitenkaan kovin suuri. Lisäksi on syytä huomata, että lievästä kiihtymisestä huolimatta euroalueen inflaatio on selvästi vähäisempi kuin Yhdysvaltain inflaatio. Tässä suhteessa euroalueella onkin parempi tilanne kuin Yhdysvalloissa, jossa inflaatio on kiihtynyt dollarin vahvuudesta huolimatta.

Verrattuna aiempiin öljykriiseihin eli vuosina 1973 ja 1979 koettuihin voimakkaisiin raakaöljyn hinnannousuihin inflaation kiihtyminen jäi vuonna 2000 kaikissa teollisuusmaissa varsin vähäiseksi. Inflaation tilapäinen kiihtyminen ei

myöskään näytä johtavan palkankorotuspaineiden kasvuun euroalueella. Nimellispalkkojen ja yksikkötyövoimakustannusten kehitys on säilynyt maltillisena, eikä öljyn hinnannousun vaikutusta ole siirretty nimellispalkkoihin toisin kuin 1970-luvulla. Euroalueen sisäisistä tekijöistä johdavat hintapaineet jäivät siten vähäisiksi. Palkka-kehityksen pysyminen maltillisena useimmissa euroalueen maissa antaa aiheen otaksua, että inflaation kiihtyminen jää niiden tapauksessa ohimeneväksi ja tasaantuu öljyn hinnan vakiintuessa tai alkaessa laskea. Kehitys ei kuitenkaan ollut täysin yhtenäistä kaikissa euroalueen maissa. Selvimmin keskiarvosta poikkesi Irlanti, jossa inflaatio kiihtyi vuoden 2000 aikana yli 5 prosentin vauhtiin. Vuonna 2001 hintapaineet näyttivät vähenevän selvästi vuoden 2000 tilanteeseen verrattuna ja euroalueen keskimääräinen inflaatiovauhti palautunee lähemmäksi 2 prosentin tavoitetta.

Eurojärjestelmän rahapolitiikka

EKP:n neuvosto on reagoinut vuoden 1999 syksystä lähtien kasvaneisiin hintapaineisiin toistuvilla koronnostoilla. Nopeutuvan talouskasvun ja inflaatiopaineiden vuoksi se nosti ohjauksorkoa jatkuvasti pienin askelin. Syksystä 1999 lähtien korkoa nostettiin 2,5 prosentista asteittain vuoden 2000 syksyn 4,75 prosenttiin. Samaan aikaan euribormarkkinakorot nousivat myös noin 2 prosenttiyksikköä. Korokojen nousu taitui vuoden 2000 lopulla. Euron heikkenemisen pysähtyminen ja myöhempi vahvistuminen muuttivat viimeisen vuosineljänneksen aikana markkinoiden korko-odotuksia ja erityisesti 12 kuukauden euriborkorko alkoi selvästi laskea. Euron vahvistumisen ja Yhdysvaltain rahapolitiikan keventämisen odotetaan luovan mahdollisuuksia myös eurojärjestelmän ohjauksorkojen laskuun.

Rahapolitiikan kiristämiseen vuosina 1999–2000 oli useita syitä. Keskeisin niistä on se, että euroalueen keskimääräinen inflaatio kiihtyi vuoden 2000 aikana selvästi yli 2 prosenttiin. Keskimääräinen hintojen nousuvauhti nopeutui $2\frac{1}{2}$ prosentin tuntumaan, ja useissa euroalueen maissa hintojen nousuvauhti oli syksyllä 2000 jo yli 3 %, joskin aivan vuoden lopulla inflaatiovauhti osoitti hidastumisen merkkejä. EKP:n neuvoston asettama rahan määrän kasvun $4\frac{1}{2}$ prosentin viitearvo myös ylittyi selvästi. Suhdanne-tilanne huomioon ottaen tämä on ymmärrettä-

vää. Viitearvon ylittymistä voidaan kuitenkin käyttää myös perusteena talouden ylikuumenemisriskiä hillitseville koronnostoille. On myös mahdollista, että kasvava huolestuminen euron heikkenemisestä antoi aiheen kiristää rahapolitiikkaa. Toistuvat koronnostot eivät kuitenkaan vuoden 2000 lokakuuhun mennessä onnistuneet pysäyttämään euron trendinomaista heikkenemistä. Toisaalta on mahdotonta sanoa, olisiko euron heikkeneminen ollut vieläkin tuntuvampaa, jos EKP:n neuvosto ei olisi nostanut korkoja.

Vuoden 2000 loka-marraskuussa Euroopan keskuspankki suoritti valuuttamarkkinoilla tukistoja, joilla se pyrki vahvistamaan euroa suhteessa dollariin. Euron arvo vahvistuikin hieman tukistojen ansiosta. Keskuspankkien valuuttainterventiot eivät välttämättä ole aina tehokkaita; niillä on vaikea saada aikaan pysyvää käännettä valuuttakurssikehityksessä. Parhaassa tapauksessa ne voivat estää markkinoiden yllälyöntejä ja auttaa käänteen aikaansaamisessa. Pidempiaikainen valuuttakurssikehitys riippuu kuitenkin valuuttamarkkinoilla toimivien sijoittajien odotuksista. Syksyllä 2000 tukistot ajoituivat tilanteeseen, jossa myös markkinoiden odotukset olivat muuttumassa euron kannalta suotuisampaan suuntaan.

Samalla kun euron ulkoisen arvon heikentyminen on parantanut euroalueen talouksien kilpailukykyä ja kiihdyttänyt viennin kasvua, on ollut nähtävissä merkkejä siitä, että toistuvat koronnostot ovat alkaneet hidastaa talouskasvua mm. Saksassa. Heikon euron ja kiristyvän rahapolitiikan yhdistelmä on osoittautunut ongelmalliseksi euroalueeseen kuuluvien maiden erilaisen taloustilanteen vuoksi. Rahapolitiikan kiristäminen on sopinut huonoimmin suurimmalle jäsenmaalle Saksalle. Samaan aikaan inflaation kiihtyminen joissakin euroalueen maissa antaa aiheen arvioida, että rahapolitiikka olisi näiden maiden kannalta voinut olla kireämpääkin.

Eurojärjestelmän rahapolitiikka ja Suomen talous

Suomen talouskehitys on jatkunut suotuisana jo seitsemän vuotta. Vuoden 2000 aikana ilmestyneiden kotimaisten talousnusteiden näkemys on, että vuoden 2000 talouskasvu on yli 5 % ja vuoden 2001 kasvu yli 4 %. Hieman ristiriidassa näiden valoisien kasvunäkymien kanssa on työt-

tömyyden hidas väheneminen. Nopeasta tuotannon kasvusta huolimatta Suomen keskimääräinen työttömyysaste vuonna 2000 jäi vajaaseen 10 prosenttiin eli hieman korkeammaksi kuin euroalueen keskiarvo. Työttömyysaste aleni sekä Suomessa että euroalueella keskimäärin noin prosenttiyksikön. Samaan aikaan työllisyyden kasvu on ollut kuitenkin voimakasta.

Suomen talouteen euron ulkoisen arvon muutoksilla on suurempi vaikutus kuin euroalueen maiden talouksiin keskimäärin, koska alueen ulkopuolisen kaupan osuus viennistä ja tuonnista on Suomessa suuri, noin kaksi kolmasosaa. Euron heikkeneminen näkyikin Suomessa vuonna 2000 viennin jo ennestään hyvän kilpailukyyn paranemisena, viennin määrän voimakkaana kasvuna ja vientiteollisuuden kannattavuuden parantumisena. Vuoden 2000 ennätysmäisen nopea talouskasvu onkin lähinnä erittäin voimakkaan viennin kasvun aikaansaamaa. Kauppa- ja vaihtotaseen ylijäämät muodostuivat tästä syystä hyvin suuriksi. Vaikka euron arvon muutoksilla on selviä kilpailukykyvaikutuksia Suomen talouteen, on syytä muistaa, että ne ovat selvästi vähäisempiä kuin ennen rahaliittoon liittymistä. Nyt noin kolmasosa Suomen viennistä suuntautuu euroalueelle ja valuuttakurssimuutosten vaikutukset ovat vastaavasti aiempaa pienemmät.

Euron heikentyminen vuonna 2000 paransi suomalaisen vientiteollisuuden jo ennestään hyvää kannattavuutta. Yritysten parantunut kannattavuus kasvatti osaltaan pääomatulojen kantantulo-osuutta. Teollisuuden investoinnit eivät kuitenkaan näytä merkittävästi lisääntyneen. Jos euro ei edelleen vahvistu vuoden 2001 aikana, vientilylijäämä ja yritysten kannattavuus jatkavat kasvuaan. Jos taas euro vahvistuu selvästi, viennin kasvu hidastuu. Suhteellisen voimakkaan euron vahvistuminen ei kuitenkaan aiheuttane suomalaisyrityksille merkittäviä ongelmia, koska niiden kilpailukyky on niin hyvä. Viennin poikkeuksellisen nopean kasvuvauhdin hidastuminen lähemmäksi pitkän ajan keskimääräistä kasvuvauhtia ei myöskään aiheuta kansantaloudelle ongelmia.

Kotimainen inflaatio

Hintojen nousuvauhti kiihtyi Suomessa vuonna 2000 selvästi nopeammaksi kuin euroalueella keskimäärin. Syksyllä 2000 Suomen kuluttajahintaindeksi osoitti jo noin 4 prosentin vuosinousua ja muiden euromaiden kanssa yhdenmu-

kainen YKHI (yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi) vajaan 3¹/₂ prosentin nousua. Inflaatiovauhti on siten Suomessa edellisvuotiseen verrattuna kiihtynyt laskutavasta riippuen noin 1,5–2 prosenttiyksikköä.

YKHIin mukainen hintojen nousu Suomessa johtui ensi sijassa öljyn ja öljytuotteiden hintojen noususta sekä vähäisemmässä määrin muiden tuontihintojen noususta ja lisäksi tavanomaisista verojen ja tariffien korotuksista. Siten ilman näitä tekijöitä laskettu aito kotimarkkinainflaatio jäi edelleen 2 prosentin tuntumaan. Myös yksityiskohtaisempien kustannusten nousun vaikutus inflaatioon oli vähäinen. Kohtuullisen hyvänä jatkuva tuottavuus pitänee myös jatkossa yksityiskohtaisempien kustannusten nousun kurissa, mikäli palkkakehitys pysyy syksyn 2000 keskitetyn tulo- ja palkkakehityksen mukaisena. Inflaation odottamattoman kiihtymisen ja maltillisen palkkakehityksen vuoksi palkansaajien reaaliensoiden kasvu jäi vuoden 2000 aikana hyvin vähäiseksi. Vuonna 2001 ostovoiman odotetaan tuutuvien verohelipotusten ansiosta kehittyvän suotuisemmin.

Tilastokeskuksen laskemassa kuluttajahintaindeksissä otetaan YKHIin sisältyvien kustannuserien lisäksi huomioon myös korkojen ja asuntojen hintojen vaikutus hintatasoon. Näiden tekijöiden vuosi-inflaatiota kiihdyttävä vaikutus oli Suomessa vuoden 2000 syksyllä noin 0,8 prosenttiyksikköä. Toisin sanoen EKP:n neuvoston inflaation hidastamiseksi tekemät koronnostot kiihdyttivät inflaatiota. Samoin asuntojen hintojen voimakas nousu erityisesti vuonna 1999 kiihdytti edelleen kuluttajahintaindeksillä mitattua inflaatiota vuoden 2000 aikana.

EKP:n neuvoston lukuisat koronnostot alkoivat hillitä Suomessa sekä kotitalouksien että yritysten lainanottoa ja siten myös kotimaisen kysynnän kasvua vuoden 2000 jälkipuoliskolla. Tätä näkemystä tukevat havainnot asuntojen hintojen nousun pysähtymisestä ja kääntymisestä laskuun sekä luotonkysynnän kasvun hidastumisesta. Vuoden viimeisen neljänneksen aikana kotimainen luottokanta pysyi lähes ennallaan. On myös syytä panna merkille, että useimpien osakkeiden hinnat Helsingin pörssissä laskivat vuoden 2000 aikana selvästi alkuvuoden huippuarvoista. Pörssikurssien lasku Suomessa oli osa maailmanlaajuisista osakekurssien laskua.

Kotimaisen kysynnän kasvun maltillisuus lieventää pelkoja Suomen talouden ylikuumenemisestä ja antaa aiheen uskoa, että nopea tasapainoinen kasvu voi jatkua edelleen. Muutoksen taustalla on mitä ilmeisimmin eurojärjestelmän

rahopolitiikan kiristyminen sekä öljyn hinnan nousun aikaansaama epävarmuuden lisääntyminen.

Euron vahvistuminen ja euroalueen korkojen nousun pysähtyminen ja jopa mahdollinen korkojen lasku muuttaisivat talouskasvun rakennetta Suomessa. Vuoden 2000 erittäin vientipainoiteisen kasvun sijasta kasvu voisi suuntautua enemmän kotimaiseen kysyntään. Euron vahvistuminen vähentää hintapaineita ja luo edellytyksiä kysynnän kasvulle. Kotimaisen kysynnän kasvun työllisyysvaikutukset ovat yleensä suuremmat kuin viennin kasvun vaikutukset työllisyyteen, koska tällöin työntensiviiset alat kuten palvelutuotanto ja rakentaminen yleensä lisäävät osuuttaan kokonaistuotannosta. Tällainen muutos olisi periaatteessa suotuisa, mutta siihen sisältyy riski, että kasvukeskusten asuntomarkkinat kuumenevat uudelleen, jos työllisyyden kasvu keskittyy ainoastaan kasvukeskuksiin. Jos asuntojen ja työvoiman tarjonta ei pysty kunnolla vastaamaan kysynnän kasvuun, on seurauksena inflaatiopaineiden lisääntyminen. Näihin paineisiin olisi vastattava työvoima- ja asuntopolitiikan avulla sekä työllistymistä ja työllistämistä tukevilla veroratkaisuilla. Tavoitteena tulisi olla poistaa mahdollisia inflaatiopaineita luovia ja talouden kasvumahdollisuuksia rajoittavia tekijöitä. Samalla olisi pohdittava mahdollisuuksia ja keinoja tasapainottaa työllisyyden kasvua alueellisesti.

Kaiken kaikkiaan euron ulkoisen arvon suhteellisen suurtenkin muutosten vaikutukset Suomen kansantalouteen ovat verrattain vähäisiä. Euron heikkeneminen nopeutti viennin kasvua ja loi hieman inflaatiopaineita, jotka osaltaan hidastivat reaalityulojen kasvua. Euron vahvistuminen taas hidastaa viennin kasvua ja vähentää hintapaineita. Valuuttakurssimuutosten suorat vaikutukset julkiseen talouteen ovat vähäisiä. Jos euron vahvistumiseen liittyy tulevaisuudessa korkotason selvä lasku, siirtyy päävastuu talouden mahdollisen ylikuumenemisen torjunnasta finanssipolitiikalle. Tällä hetkellä ylikuumenemisriskiä ei kuitenkaan ole näköpiirissä.

Johtopäätöksiä

Vuoden 2000 aikana euro heikentyi suhteessa Yhdysvaltain dollariin ja Englannin puntaan ja euroalueen inflaatio kiihtyi. Euron heikentymiseen ja dollarin vahvistumiseen vaikuttivat Yhdysvaltojen nopea talouskasvu sekä Yhdysval-

tain ja Ison-Britannian korkeammat korot. Vuoden 2000 loppuun mennessä tämä asetelma kuitenkin muuttui Yhdysvaltain talouskasvun alettua selvästi hidastua ja EKP:n neuvoston nostettua eurojärjestelmän ohjauskorkoja.

Euron heikkous yhdessä öljyn hinnan voimakkaan nousun kanssa oli keskeinen syy euroalueen inflaation kiihtymiseen. Useimmissa euroalueen maissa inflaatio kiihtyi vuoden 2000 loppuun mennessä yli 3 prosentin. Inflaation kiihtyminen johtui kuitenkin pääosin tilapäisistä tekijöistä, ja työvoimakustannusten nousu on euroalueella pysynyt toistaiseksi maltillisena inflaation kiihtymisestä huolimatta. Niissä maissa, joissa inflaatio on kiihtynyt eniten, on kuitenkin syytä huoleen. Inflaation hillintä ilman omaa rahapolitiikkaa luo suuria paineita muille talouspolitiikan lohkoille. Suomen inflaatio kiihtyi noin prosenttiyksikön nopeammaksi kuin euroalueen keskiarvo.

EKP:n neuvosto reagoi vuoden 2000 aikana mm. euron heikkenemisen aiheuttamaan inflaation kiihtymiseen useilla koronnostoilla. Rahapolitiikan kiristämällä onnistuttiinkin jonkin verran hillitsemään kysynnän kasvua. Korkeammat korot ja öljyn hinnan kallistuminen vähensivät tehokkaasti ylikuumenemisen uhkaa sekä euroalueella että myös Suomessa. Erityisesti Suomen nopea talouskasvu oli tästä syystä vientivetoista.

Tällä hetkellä eurojärjestelmän rahapolitiikka vaikuttaa onnistuneelta. Euroalueen hintapaineet ovat enimmäkseen johtuneet tilapäisistä tai ulkoisista tekijöistä, eikä uhkaa inflaation pysyvää kiihtymistä ole. Lisäksi euroalueen talouksien kasvunäkymät ovat hyvät. Samalla kun Yhdysvaltain talousnäkymät ovat heikentyneet, euron vahvistumisen edellytykset ovat parantuneet ja euroalueella on syytä varautua euron vahvistumisen seurauksiin. Euron vahvistuminen on hintavakauden ja kansalaisten ostovoiman kannalta myönteistä. Toisaalta euron vahvistuminen heikentää euroalueen ulkopuolisiin maihin suuntautuvaa viennin kilpailukykyä.

Suomen talouden tasapainoisen kehityksen kannalta euron vahvistuminen olisi varsin tervetullut. Euron vahvistuminen vähentäisi inflaatiopaineita ja parantaisi kotimaisen kysynnän kasvuedellytyksiä ilman, että viennille aiheutuisi kohtuutonta haittaa. Suomen viennin kilpailukyky on erinomainen ja vaihtotaseen ylijäämä ennätyksellinen. Talouden avoin sektori ei näissä oloissa tarvitse tuekseen heikentyneen valuuttakurssin tuomaa ylimääräistä etua.