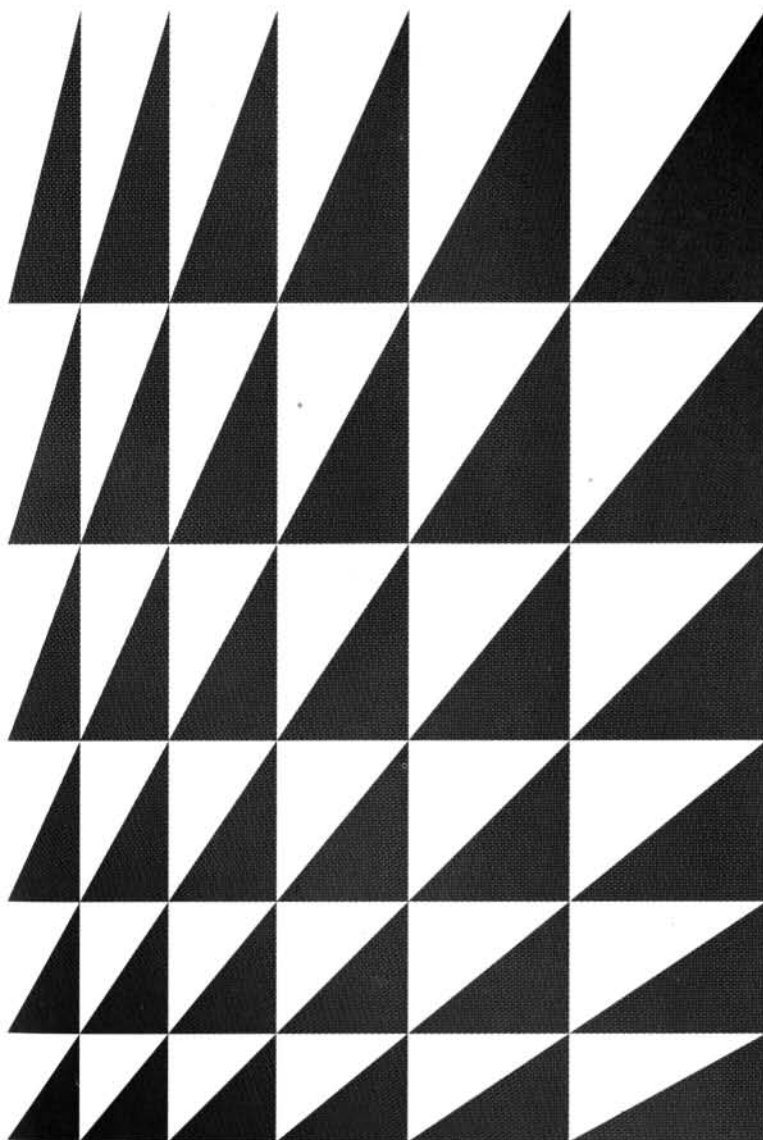

MARKKA & TALOUS

3 • 1995



SUOMEN
PANKKI

•

FINLANDS
BANK



3. vuosikerta/3:e årgången

Lehti ilmestyy
neljä kertaa vuodessa.
Tidskriften utkommer
fyra gånger per år.

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

Puhelin/Telefon (90) 1831
Telefax (90) 174 872

Toimitusneuvosto
Redaktionsråd

Martti Lehtonen,
puheenjohtaja/ordförande
Pekka Ilmakunnas
Antti Juusela
Kaarlo Jännäri
Pentti Pikkarainen
Kari Puumanen

Päätoimittaja
Chefredaktör
Sirkka Hämäläinen

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

Tilaukset
Beställningar
Puh./Tel. (90) 183 2634

Sähköposti/Elektronisk post:
X.400: S=PUBLICATIONS;
A=MAILNET;
P=BOFNET; C=FI
Internet: PUBLICATIONS@
BOFNET.MAILNET.FI

Painopaikka/Tryckeri
Oy Trio-Offset Ab, 1995

Lähde mainittava
lainattaessa.
Vid citat skall källan anges.

ISSN 1236-4231

Sisällys

Taloudellinen kehitys, inflaatio ja rahapolitiikka 3

Harri Hasko – Mika Kuisma
Uudistukset rahapolitiikan välineissä 9

Mikko Spolander
Inflaatio – kasvu – työllisyys 15

Heikki Koskenkylä
Pohjoismaiden pankkien tila ja
kriisin jälkeiset kehitysnäkymät 18

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita
koskevia toimenpiteitä 26

Rahapolitiikan välineet 27

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja 31

Kuviot KI

Kotimaisen kysynnän kasvu jatkui toisella neljänneksellä. Yksityinen kulutus oli ennakoarvioiden mukaan 4–5 % suurempi kuin edellisen vuoden vastaavalla jaksolla. Kuluttajabarometrin mukaan kotitalouksien kulutushalukkuus jatkuu edelleen. Myös investointien kasvu jatkui.

Investoinnit painottuvat edelleen teollisuuden koneisiin ja laitteisiin. Useissa teollisuusyrityksissä kapasiteetin puute ja hyvänä säilynyt markkinatilanne pitävät yllä kiinnostusta kapasiteetin laajentamiseen. Sen sijaan mm. asuntojen uustuotanto on edelleen vähäistä. Indikaattoritiedot eivät viittaa asuntojen kysynnän ja tuotannon voimistumiseen lähiaikoina huolimatta kotitalouksien optimismin vahvistumisesta. Asuntomarkkinoiden heikon tilan taustalla on useita pitkään vaikuttavia tekijöitä. Mm. asuntokannan käyttö on tehostunut vuokralla asumisen lisääntymisen vuoksi, ja se vaimentaa asuntojen kysyntää.

Vienti on jatkanut edelleen nopeaa kasvuaan huolimatta siitä, että kapasiteetista on puutetta. Kevään epävakaus kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla ei vaikuttanut juuri lainkaan vientiin. Dollarin ja kruunun vahvistuminen viime viikkoina helpottaa tuntuvasti useiden yritysten markkinointiponnisteluja. Viennin arvoa on lisännyt myös paperien hintojen nousu, tosin joissakin muissa vientituotteissa hintakehitys on ollut vaatimatonta. Sahatavaran hinnat ovat laskeneet selvästi ja tuotanto on jo supistumassa.

Kokonaistuotannon kasvu jatkui toisella neljänneksellä hivenen hidastuneena, sillä mm. markki-

Toimet valtion talouden tasapainottamiseksi ovat jatkuneet. Julkisten menojen leikkaukset lisäävät luottamusta talouspolitiikkaan, ja se heijastuu niin rahamarkkinoilla kuin investoinneissakin. Alentuneet inflaatio-odotukset ja myönteinen ilmaapiiri työmarkkinoilla viittaavat siihen, että ymmärtämys vakaiden rahaolojen ja alhaisen inflaation tärkeydestä on tuntuvasti lisääntynyt.

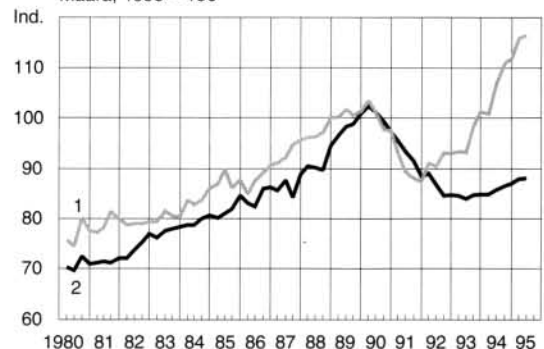
nahakkuiden tasaantuminen on vaimentanut kasvua. Bruttokansantuotetta kuvaava kuukausi-indikaattori kasvoi huhtikesäkuussa 3.8 % viime vuoden samasta ajanjaksosta. Tuotanto kasvaa edelleen teollisuuden vetämän vientisektorin ansiosta, sillä muun yksityisen sektorin tuotannon kasvu on pysynyt vielä hitaana kulutuksen toipumisesta huolimatta (kuvio 1).

Kotimaisen kysynnän elpyminen ei ole riittänyt vähentämään nopeasti työttömyyttä. Työllis-

Kuvio 1.

Tuotanto

Määrä, 1990 = 100



1. Vientisektori (teollisuus, energia ja metsätalous)
2. Muu yksityinen yritystoiminta

ten määrän kasvu näkyy enemmänkin työhönohallistumisasteessa kuin työttömyysasteessa. Viime kuukausina työttömyyden lasku näyttää mm. tästä syystä pysähtyneen. Suljetulla sektorilla monet yritykset, mm. pankit, vähentävät edelleen työvoimaansa ja kauppakaan ei ole kyennyt lisäämään työvoimaansa. Ainoastaan teollisuus on selvästi lisännyt työntekijöitä. Pitkäaikaistyöttömien ja nuorten vaikeudet työmarkkinoilla jatkuvat siten edelleen.

Vaihtotase voimakkaasti ylijäämäinen

Vaihtotase on ollut ennakkotietojen mukaan selvästi ylijäämäinen, noin 8.3 mrd. markkaa, kuluhan vuoden ensimmäisellä puoliskolla. Viime vuonna vastaavana aikana ylijäämää kertyi vain 2.7 mrd. markkaa. Yllättävän hyvin kasvanut vienti ja toisaalta tuonnin tasaantuminen ensimmäisellä vuosipuoliskolla ovat lisänneet kauppataseen ylijäämää. Myös vaihtosuhteen tuntuva paraneminen on vahvistanut kauppatasetta. Vaihtotasetta heikentäviä pääomankorvausten ja tulonsiirtojen eriä on ajoittunut vuoden alkupuoliskolle, joten vaihtotaseen ylijäämä kasvaa vielä vuoden loppua kohden.

Tilapäiset tekijät ovat heikentäneet valtiontalouden tasapainoa tammi-kesäkuussa. Valtion tuloverokertymä on supistunut alkuvuonna 1.9 % lähinnä helmikuussa maksettujen veronpalautusten vuoksi. Palvelualojen taannehtivat liikevaihtoveronpalautukset ja veronkannon viivästyminen arvonlisäverotuksessa EU-jäsenyyden takia ovat pienentäneet vastaavasti arvonlisäveron tuottoa. Muut tulot ovat lisääntyneet tammi-kesäkuussa lähes 35 % viimevuotisesta mm. EU:lta saatujen tulonsiirtojen vuoksi.

Valtiontalouden nettoraahoitustarve oli tammi-kesäkuussa 47.8 mrd. markkaa eli 15.3 mrd. markkaa suurempi kuin viime vuoden tammi-kesäkuussa. Kesäkuun lopussa 12 kuukauden kumulatiivinen nettoraahoitustarve kasvoi 80 mrd. markkaan. Vuoden toisella puoliskolla valtiontalouden tasapainon odotetaan paranevan, kun ajoitukseen liittyvät tekijät eivät enää vaikuta. Netto-rahoitustarpeen ennustetaan pienenevän vuoden loppuun mennessä noin 70 mrd. markkaan.

Hallitus on budjettineuvotteluissa päättänyt hallitusohjelman ja sen lisäpöytäkirjan mukaisesti, vuosille 1997–99 ajoittuvista 5.5 mrd. markan lisästäöstistä. Menojen lisäleikkaukset kohdistu-

vat työttömyysturvaan, kuntien valtionosuuksiin, elinkeinotukiin, maatalouteen ja puolustusmenoihin.

Vuoden 1996 talousarvioesityksen loppusumma on 193 mrd. markkaa. Esityksen keskeisenä tavoitteena on valtion velkakierteen pysäyttäminen suotuisan talous- ja työllisyyskehityksen sekä lähivuosien menoleikkausten avulla. Talouden nopeasta kasvusta ja säästötoimista huolimatta budjetin alijäämän odotetaan pysyvän suurehkona. Budjettitalouden nettoraahoitustarpeen ennustetaan alenevan noin 40 mrd. markkaan. Valtiontalouden velan sen sijaan arvioidaan nousevan 405 mrd. markkaan.

Ruuan hinta vaimentaa kuluttajahintojen nousua

Sekä kuluttajahintojen nousuvauhti että pohjainflaatio jatkuivat erittäin hitaina kesäkuukausina. Markan vahvistumisen ja osin myös dollarin heikentymisen vuoksi tuontihinnat eivät juurikaan lisänneet inflaatiopainetta. Heinäkuussa tuontihinnat olivat jopa hivenen alemmat kuin viime vuonna vastaavaan aikaan. EU-jäsenyyden myötä, mm. elintarvikkeiden rajasuojan purkamisen vuoksi, yhä useammat kotimaiset tuotteet ovat joutuneet kilpailemaan tuontitavaroiden kanssa. Kotimaiset tuottajat joutuvat siis ottamaan hinnoittelussaan huomioon ulkomaisen kilpailun. Valuuttakurssin vahvistuminen heijastuu tuontitavaroiden lisääntymisen ja halpenemisen kautta aiempaa enemmän suoraan kuluttajahintoihin.

Kilpailu kaupan piirissä on ilmeisesti lisääntynyt, ja se on vaikeuttanut viimesyksyisten palkkorotusten siirtämistä hintoihin. Työvoimatilastojen mukaan kauppa on vähentänyt työvoimaansa palkkojen noustua.

Kuluttajahintojen 12 kuukauden muutosvauhti laski kesällä alle yhden prosentin, kun viime vuoden arvonlisäveron noston vaikutus jäi vertailujaksosta pois. Kun elintarvikkeet ja asuminen jätetään pois, muut hinnat ovat nousseet keskimäärin 2.4 % viime vuodesta.

Pohjainflaatiota kuvaava indikaattori nousi puolestaan huhti-kesäkuussa 0.2 % sekä viime vuoden vastaavasta jaksosta että edellisestä neljänneksestä. Toisella neljänneksellä verotariffiindeksin nousu on vaimentanut pohjainflaation muutosvauhtia. Pohjainflaatioindikaattorin vuosi-muutos, josta on vähennetty elintarvikkeiden

hintojen kertaluonteisen alenemisen vaikutus, oli kesäkuussa runsas prosentti.

Sellua ja paperia lukuun ottamatta tuottajaintojen nousu on ollut viime kuukausina hidasta. Markkamääräiset vientihinnat puolestaan nousivat heinäkuussa 7 % viime vuoden vastaavasta kuukaudesta. Metsäteollisuuden vientihinnat ovat nousseet erittäin nopeasti viime aikoina. Suhteessa teollisuusmaiden yleiseen hintakehitykseen ne ovat jo korkeammat kuin vuoden 1989 huippusuhdanteessa. Sen sijaan sekä tukkuhinnat että tuontihinnat laskivat heinäkuussa viime vuoden vastaavasta ajasta.

Palkkojen nousuvauhti on toisella neljänneksellä nopeutunut. Koko kansantalouden palkka-kehitystä kuvaava ansiotasoindeksi nousi 4.6 % edellisen vuoden vastaavasta jaksosta (kuvio 2). Mikäli työmarkkinoiden keskusjärjestöjen sopimus hyväksytään myös liittotasolla, palkkasopimusten kustannusvaikutus on ensi vuonna keskimäärin 3 %. Siten koko kansantalouden ansiotason nousu, liukumat mukaan luettuna, olisi 5 prosentin tuntumassa ensi vuonna. Ansiotaso vahvistuu lähes 5 % myös tänä vuonna.

Inflaation kehityssuuntia ennakoivista varallisuushinnoista asuntojen hinnat ovat edelleen hienokseltaan laskussa. Myyntiaikojen pidentyminen viittaa siihen, että hintojen nousua ei ole odotettavissa lähiaikoina. Kotitalouksien varovaisuus asuntomarkkinoilla jatkuu edelleen. Kantohinnat ovat nopean nousupyrähdyksen jälkeen kääntyneet laskuun kesäkuussa. Sahatavaran maailmanmarkkinahinnan lasku on vetämässä tukkipuun hintoja mukaansa. Puunmyyntihalukkuus on kuitenkin edelleen vahvaa, joten kantohinnoissa ei näytä olevan nousupaineita.

Maltillinen hintojen nousu kansainvälisillä markkinoilla, markan vahvistuminen ja kotimaisen hinnoittelun varovaisuus ovat alentaneet viimekeväästä arviota hintojen nousuvauhdista. Pohjainflaation 12 kuukauden muutosvauhti lievästä nopeutumisestaan huolimatta pysyy alle 2 prosentissa kuluvan vuoden loppuun. Ensi vuoden alussakin, jolloin EU:n aiheuttamat ruuan hinnan muutokset eivät enää näy kuluttajahintaindeksissä, pohjahintainflaatio säilynee 2 prosentin tuntumassa nykyisillä valuuttakursseilla ja maltillisella palkkaratkaisulla. Sen sijaan ensi vuoden alussa voimaan tulevat energia- ja tupakkaveron nostot nopeuttavat kuluttajahintojen nousuvauhtia.

Kuvio 2.

Inflaatio



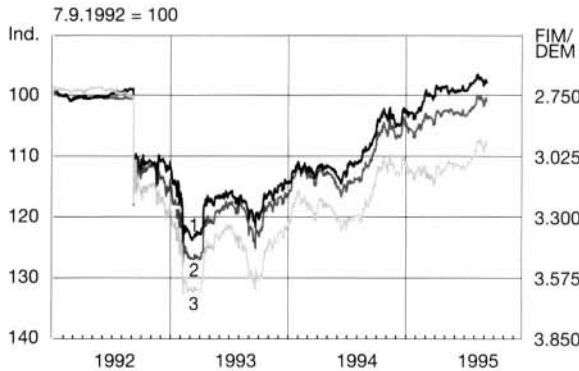
Vahva luottamus talouspolitiikan onnistumiseen vahvistanut markkaa

Meksikon kriisin jälkeen kansainväliset valuuttamarkkinat rauhoittuivat kesällä. Dollarin asema sijoitusvaluuttana on palautumassa. Elokuun alussa dollari alkoi vahvistua voimakkaasti tärkeimpiin valuuttoihin nähden. Japanilaisten sijoittajien dollarisijoitukset olivat keskeinen syy dollarin vahvistumiseen jenin suhteen. Useiden maiden keskuspankit tukivat dollaria. Elokuun puolessa välissä dollari oli jenin suhteen noin 17 % ja Saksan markan suhteen noin 7 % vahvempi kuin huhtikuun puolessa välissä, jolloin dollari oli heikoimmillaan.

Dollarin vahvistuminen Saksan markan suhteen elokuun alkupuolella perustui osin odotuksiin Saksan keskuspankkikorkojen alenemisesta. Elokuun loppupuolella Saksan keskuspankki laskei keskeisiä rahoituskorkojaan puoli prosenttiyksikköä: diskonttokorkoa 3.5 prosenttiin ja lombardikorkoa 5.5 prosenttiin. Keskeinen perustelu korkojen alentamiselle oli raha-aggregaatti M3:n supistuminen heinäkuussa. Myös myönteinen inflaatiokehitys puolsi korkojen alentamista. Repokorkoa, joka on rahapolitiikan tärkeä ohjauskorko, keskuspankki oli jo alentanut aikaisemmin kahteen otteeseen. Korkojen laskun jälkeen Saksan markka heikkeni dollarin suhteen. Maat, joiden valuutat ovat tiukasti sidoksissa Saksan mark-

Kuvio 3.

Markan ulkoinen arvo



1. Kauppapainoinen valuuttaindeksi (vasen asteikko)
2. ECU (vasen asteikko)
3. Saksan markkan markkaurssi (oikea asteikko)

Käyrän noustessa markka vahvistuu.

kaan, laskivat diskonttokorkojaan heti Saksan jälkeen. Itävallan, Belgian ja Tanskan keskuspankit laskivat diskonttokorkoa 0.5 prosenttiyksikköä ja Hollannin keskuspankki 0.25 prosenttiyksikköä.

Saksan markan heikkeneminen dollarin suhteen vahvisti elokuussa useita Euroopan valuuttoja. Samalla sijoituksia alettiin taas tehdä niiden maiden valuuttoihin, joissa korot ovat korkeat. Esimerkiksi Ruotsin kruunu vahvistui kesällä Saksan markan suhteen ja korot laskivat. Ruotsissa useat talouden indikaattorit kehittyivät kesällä myönteiseen suuntaan.

Suomen markan ulkoinen arvo muuttui dollarin ja Saksan markan suhteen heinä-elokuussa samalla tavalla kuin usean muunkin Euroopan maan valuutan arvo. Markka vahvistui Saksan markan suhteen 3.2 % ja ecun suhteen 1.8 %. Markka heikkeni dollarin suhteen heinä-elokuussa 2.7 % ja Ruotsin kruunun suhteen 2.0 %. Kauppapainoisella indeksillä mitattuna markka vahvistui 2.0 % (kuvio 3).

Markka on vahvistunut tasaisesti, mikä on hillinnyt ulkomaankauppahintojen kautta tulevia hintapaineita. Markan liian jyrkkiä vaihteluita Suomen Pankki on pyrkinyt vaimentamaan. Elokuun alkupuolella markka vahvistui voimakkaasti lähinnä Saksan markan ja ecun suhteen.

Saksan markan heikkenemisen lisäksi ongelmitta sujuneet budjettineuvottelut ja lisääntynt

optimismi maltillisesta palkkaratkaisusta ovat tukenet markan vahvistumista. Oman syyksensä markan vahvistumiselle antoi elokuun alkupuolella riskiluokitusyritys Standard & Poor's, kun se muutti riskinäkemystä valtion valuuttalainoista positiiviseen suuntaan. Riskiluonnehdinnan muutos perustui valtiontalouden tähänastisiin tervehdyttämistoimenpiteisiin.

Voimistuneet odotukset markan vahvistumisesta näkyivät elokuussa myös vilkastuneissa valuuttaliikkeissä. Yritysten valuutanmyynnit pankeille kohosivat 3.4 mrd. markkaan, kun ne alkukesästä olivat olleet hyvin vähäiset. Myös vientitulojen valuuttakurssisuojauskset termiinimarkkinoilla lisääntyivät elokuussa.

Valtio ei ole ottanut valuuttamääräistä luottoa

Vuosina 1991–94 valtion pääomantuonti oli huomattavaa, mutta tämän vuoden tammikuun jälkeen valtio ei ole nostanut juurikaan uusia valuuttamääräisiä lainoja. Myös tämän vuoden toisella puoliskolla valtion on tarkoitus tyydyttää lainatarpeensa niin pitkälle kuin mahdollista kotimaisilta markkinoilta. Rahoituksen saatavuus kotimaisilta markkinoilta on ollut viime aikoina hyvä. Esimerkiksi elokuun alkupuolella järjestetyssä valtion sarjaobligatioiden huutokaupassa valtiokonttori otti lainaa markkinoilta 4.6 mrd. markkaa. Valtion siirtyminen markkaluotonottoon hillitsee rahamarkkinoiden likviditeetin kasvua, sillä Suomen Pankin ei tarvitse sitoa valtion pääomantuonnista aiheutuvaa lisälikviditeettiä laskemalla liikkeeseen uusia sijoitustodistuksia.

Yksityisen sektorin pääomanvienti oli tammiheinäkuussa 4.2 mrd. markkaa. Kotimaiset yritykset ja rahoituslaitokset ovat kuolettaneet vanhoja valuuttamääräisiä lainoja. Valuuttamääräisessä luotonotossa on siten sama tilanne kuin markkamääräisessä luotonotossa. Luottojen kysyntä ei ole piristynyt.

Touko-heinäkuussa ulkomaalaisten kiinnostus suomalaisiin osakkeisiin vilkastui ja osakkeita myytiin ulkomaille nettomääräisesti 4.8 mrd. markan edestä. Valtaosa ulkomaisten sijoittajien hankkimista osakkeista oli Nokian osakkeita. Ulkomaisten sijoittajien ostot vauhdittivat HEX-yleisindeksin voimakasta nousua kesäkuussa. Ulkomaisten sijoittajien hallussa olevien osakkeiden arvo oli heinäkuun lopussa noin 88 mrd.

markkaa eli 39 % osakkeiden kokonaisarvosta. Kaiken kaikkiaan markkamääräisten obligaatioiden ja osakkeiden määrä ulkomaalaisten salkuissa oli heinäkuun lopussa 105 mrd. markkaa eli noin 40 % Suomen ulkomaisesta nettovelasta.

Valtion pidättäytyminen uusista valuuttalainoista ja markan vahvistuminen varantovaluuttojen suhteen pitivät valuuttavarannon suhteellisen vakaana kesä-heinäkuussa. Suomen Pankin valuuttatermiinisopimusten pankkien kanssa annettiin erääntyä heinäkuussa, kun valuuttavaranto oli laskussa. Elokuussa valuuttavaranto pysyi edelleen lähes ennallaan ja oli elokuun lopussa 51.7 mrd. markkaa.

Markkinakorot laskussa

Kotimaiset rahamarkkinat olivat keskikesällä hiljaiset. Valuuttamarkkinoiden tapaan rahamarkkinoilla jatkui myönteinen perusvire. Muutokset kotimaisissa koroissa johtuivat pääasiassa ulkomaisten korkojen liikkeistä.

Pisin obligaatiokorko (9 vuoden) nousi kesäkuussa huutokauppakoron noston yhteydessä ul-

komaisten pitkien korkojen vanavedessä jonkin verran, mutta palautui elokuun alkuun mennessä ennen nousua valliinelle tasolle. Keskikesällä pitkien korkojen vaihtelut noudattelivat melko tarkkaan Saksan vastaavien korkojen liikkeitä.

Elokuussa Saksan keskuspankkikorkojen alentaminen ja myönteiset uutiset budjettineuvotteluista ja odotukset maltillisesta palkkaratkaisusta vetivät korkoja alaspäin. Suomen pitkät korot alenivat kesä-elokuussa enemmän kuin monessa muussa EU-maassa. Esimerkiksi korkoero Saksan pitkiin korkoihin kaventui kesä-elokuussa noin 0.5 prosenttiyksikköä. Suomen pisin korko oli elokuun lopussa noin 1.5 prosenttiyksikköä korkeampi kuin Saksan vastaava korko ja noin 2 prosenttiyksikköä alempi kuin Ruotsin. Suomen pisin korko on nyt noin 8 % eli hieman korkeampi kuin Tanskan ja Englannin vastaavat korot.

Lyhyet markkinakorot pysyivät kesäkuun alun huutokauppakoron noston jälkeen lähes muuttumattomina aina elokuun alkupuolelle saakka, ja sen jälkeen ne alkoivat laskea. Odotukset lyhytaikaisten korkojen alenemisesta kasvoivat jyrkästi elokuun alkupuolella. Korkotermiinien mukaan tulevan joulukuun kolmen kuukauden helibor-koron odotettiin olevan elokuun lopussa noin prosenttiyksikön alempi kuin heinäkuun alussa.

Taulukko. Lyhytaikaisia markkinakorkoja (3 kk); prosenttia

	28.4.	30.6.	31.8.
Saksa	4.56	4.63	4.31
Ranska	8.11	6.94	5.81
Belgia	5.37	4.75	4.43
Englanti	7.00	7.00	6.81
Italia	10.75	11.06	10.31
Tanska	6.90	6.75	5.75
Ruotsi	8.95	9.34	9.15
USA	6.19	6.06	5.88
Suomi	5.88	6.21	5.99

Pitkäaikaisia markkinakorkoja; prosenttia

	28.4.	30.6.	31.8.
Saksa	7.04	6.90	6.66
Ranska	7.81	7.57	7.34
Belgia	7.86	7.55	7.17
Englanti	8.39	8.48	8.03
Italia	13.01	12.40	11.41
Tanska	8.63	8.56	7.98
Ruotsi	11.24	10.92	10.15
USA	7.04	6.25	6.36
Suomi	9.01	8.85	8.06

Yritysten pankkiluottojen kysyntä jatkuu vähäisenä

Markkaluottokannan supistuminen on jatkunut kesällä (kuvio 4). Uusien yritysluottojen ja kotitalousluottojen kysynnässä ei ole havaittavissa piristymistä. Uusien markkaluottojen korot olivat kesällä hienoisessa laskussa.

Teollisuuden rahoituskustannus -kyselyn mukaan yritykset rahoittavat vilkastuneet investoinnit lähitulevaisuudessa tulorahoituksella, joten markkaluottojen kysyntä pysynee ilmeisesti vähäisenä edelleenkin. Vain viidennes teollisuusyrityksistä aikoo hankkia uutta ulkoista rahoitusta investointien rahoittamiseen lähimmän puolen vuoden aikana. Pankkiluottojen vähäinen menekki viittaa pankkisektorin sopeutumispaineiden jatkumiseen.

Raha-aggregaatioiden kasvu on ollut alkuvuoden melko tasaista ja odotettua. M1 kasvoi tammi-kesäkuussa noin 7 % edellisen vuoden vastaavista kuukausista ja M2:n vuosikasvu oli noin 4 %. M3 pysyi ennallaan tai supistui hieman edel-

Kuvio 4.

Pankkien markka-antolainaus yleisölle



sa olevat sijoitustodistukset lisääntyivät noin 8 mrd. markkaa, kun valtio vähensi hallussaan olevien sijoitustodistusten määrää valtion kassaseaman supistamisen vuoksi.

Korkopolitiikan kiristämispaineet vähenevät

Onnistuneet budjettineuvottelut, kasvava luottamus maltilliseen palkkaratkaisuun, alhainen inflaatiovauhti ja odotettua parempi ulkoinen tasapaino ovat vahvistaneet markkaa ja laskeneet markkinakorkoja. Markan vahvistuminen on vähentänyt ulkomaankauppahintojen kautta tulevia inflaatiopaineita ja samalla korkopolitiikan kiristämispaineita. Myös finanssipolitiikan kiristäminen vaikuttaa samansuuntaisesti.

Markkinatilanteen säilyminen hyvänä edellyttää maltillista palkkaratkaisua. Maltillinen ja selkeä työmarkkinaratkaisu ja työmarkkinoiden toiminnan tehostaminen pienentävät tulevaan hintakehitykseen liittyvää epävarmuutta ja siten lisäävät rahapolitiikan liikkumavaraa lähivuosina. ■

lisen vuoden vastaavista kuukausista. M3 on vaihdellut yleisön hallussa olevien sijoitustodistusten mukaan. Kesä-heinäkuussa yleisön hallus-

Uudistukset rahapolitiikan välineissä

Harri Hasko
ekonomisti

Mikko Kuisma
ekonomisti
rahapolitiikan osasto
31.8.1995

Suomen Pankki on tehnyt kuluvan vuoden aikana merkittäviä muutoksia välineisiin, joilla se toteuttaa rahapolitiikkaansa. Tärkein muutos koskee vähimmäisvarantojärjestelmää, jossa ollaan ottamassa käyttöön velvoitteen täyttämisen kuukausikeskiarvon pohjalta. Myös vähimmäisvarantojen määräytymispohjaan on tehty pieniä muutoksia. Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmään tehdyt muutokset johtuvat vähimmäisvarantovelvoitteen keskiarvoistamisesta.

Rahamarkkinainterventioiden vastapuolien valintakriteerit yhtenäistettiin keskuspankin muiden järjestelmien osallistumisoikeuksien kanssa ja samalla muutettiin interventiomateriaalia.

Vähimmäisvarantojärjestelmä¹

Vähimmäisvarantovelvoitteella tarkoitetaan osuutta, joka pankkien on talletettava keskuspankkiin yleisöltä vastaanottamistaan talletuksista. Vähimmäisvarantovelvoitteen tehtävä on alun alkaen ollut pankkien maksuvalmiuden säilyttäminen suurtenkin talletuskannan nostojen varalta ja näin ollen rahoitusmarkkinoiden vakauden tukeminen. Vähimmäisvarantojen merkitys pankkien

Rahapolitiikan välineisiin on tehty tänä vuonna merkittäviä muutoksia. Uusi vähimmäisvarantojärjestelmä otetaan käyttöön lokakuun alussa. Tämä uudistus helpottaa pankkien päivittäistä maksuliikennettä ja tasoittaa yön yli -koron vaihtelua, joka on ollut Suomessa muita EU-maita suurempaa.

maksuvalmiudelle on kuitenkin pienentynyt rahoitusmarkkinoiden kehittyessä, koska tilapäisissä maksuvalmiusvaikeuksissa pankki voi lainata huomattaviakin summia rahamarkkinoilta tai viime kädessä keskuspankista.

Vähimmäisvarantojärjestelmällä on kuitenkin merkitystä rahapoliittisen ohjauksen kan-

nalta. Keskuspankki ei nimittäin maksa pankkien vähimmäisvarannoille korkoa tai sen maksama korko on markkinakorkoa pienempi. Sen vuoksi vähimmäisvarantovelvoite hillitsee pankkien luotonannon kasvua automaattisesti, koska pankit joutuvat pitämään osan ottolainauksen kasvusta vähimmäisvarantoina, mikä rasittaa pankkien kannattavuutta eikä vähimmäisvarantoja voi käyttää uusien luottojen myöntämiseen. Tätä automaattista vaikutusta voidaan tarvittaessa tehostaa kiristämällä tai lieventämällä vähimmäisvarantovelvoitetta rahapolitiikan vaatimusten mukaan.

Suomen Pankki määrää vähimmäisvarantovelvoitteen suuruuden prosentteina varantopohjasta, joka perustuu pankkien kuukausittaiseen taseeseen. Taseen velkaeriin liittyvät velvoiteprosentit on määritelty pääosin raha-aggregaattien mukaisiksi². Varantopohjaan on otettu kuitenkin myös muita eriä.

¹ Suomessa otettiin käyttöön kassavarantovelvoite ensimmäisen kerran vuonna 1955. Velvoite perustui viime vuosiin saakka pankkien ja Suomen Pankin neuvottelemaan sopimukseen. Vuonna 1993 järjestelmä muuttui lakiin perustuvaksi ja nimi muutettiin vähimmäisvarantovelvoitteeksi.

² Suppeaan rahakäsitteeseen (M1) kuuluvien talletusten velvoite on 2 %, laveaan rahakäsitteeseen (M2) kuuluvien 1,5 % ja laajimpaan rahakäsitteeseen (M3) sisältyvien erien sekä muiden erien velvoite 1 prosentti.

Luottolaitosten kirjanpito-ohjeistus muuttui vuoden 1995 alusta EU:n direktiivien mukaiseksi ja samalla vähimmäisvarantopohja täytyi määrittellä uudelleen. Suunniteltaessa uutta tasetta vastaavaa varantopohjaa varantovelvoite pyrittiin pitämään entisen suuruisena. Uudistuksen yhteydessä varantopohjan raportointia pyrittiin yksinkertaistamaan siten, että se perustuisi entistä tarkemmin tase-eriin. Lisäksi hankalaksi osoittautuneita vähennyseriä poistettiin.

Keskiarvoistettu vähimmäisvarantovelvoite ja korkovaihtelu

Suomen Pankin vähimmäisvarantojärjestelmä poikkeaa monien muiden maiden vähimmäisvarantojärjestelmistä siinä, että meillä vähimmäisvarannot talletetaan kuukaudeksi erillisille pankkien vähimmäisvarantotileille keskuspankkiin. Useimmissa maissa vähimmäisvarannot talletetaan pankkien sekkitileille keskuspankissa, jolloin pankit voivat käyttää niitä maksujen suorittamiseen. Velvoite täytetään keskiarvon pohjalta siten, että pankin sekkitilin päivittäisten saldojen kuukausikeskiarvon on oltava vähintään vähim-

mäsvarantovelvoitteen suuruinen. Suomen Pankki on päättänyt soveltaa tätä käytäntöä tämän vuoden lokakuusta alkaen.

Vähimmäisvarantovelvoitteen täyttäminen kuukausikeskiarvon pohjalta vaikuttaa korkojen ohjaukseen. Se, että pankit voivat käyttää harkintaa ja hyödyntää aktiivisesti korkonäkemystään velvoitteen täyttämisessä kuukauden aikana, vakaannuttaa erityisesti yön yli -koron vaihtelua. Pankin kannattaa nimittäin pitää sekkitilillään keskuspankissa suurempia talletuksia silloin, kun se uskoo lyhyimpien korkojen nousevan lähitulevaisuudessa, ja vastaavasti pienempiä talletuksia, jos pankki uskoo korkojen lähipäivinä tai viikkoina laskevan. Tämä johtuu siitä, että talletusten pidon kustannukset nousevat korkojen noustessa, koska vähimmäisvarantotalletuksille ei makseta korkoa. Tällainen pankkien käyttäytyminen (korkoarbitraasi) tasoittaa korkojen vaihtelua. Uudistus on erityisen ajankohtainen Suomessa, jossa yön yli -korko vaihtelee eniten EU-maista.

Kuukauden viimeisinä päivinä, kun pankkien joustovara velvoitteen täyttämisessä supistuu, korkovaihtelu voi kuitenkin kausiluonteisesti kasvaa riippuen siitä, miten hyvin pankit ovat onnistuneet jakamaan vähimmäisvarantotalletusten pidon kuukauden ajalle. Jos pankeilla on kuukauden lopussa esimerkiksi vajausta velvoitteen täyttämisessä, ne pyrkivät lainaamaan puuttuvat varannot kuukauden viimeisinä päivinä rahamarkkinoilta, mikä voi johtaa yön yli -koron nousuun.

Suomen Pankin tekemät tärkeimmät muutokset rahapolitiikan ohjausjärjestelmiin vuodesta 1987

- | | |
|-----------|--|
| 17.3.1987 | Aloitettiin rahamarkkinainterventiot sijoitustodistuksilla |
| 1.1.1990 | Ehtoja rahamarkkinainterventiossa hyväksyttävälle sijoitustodistuksille ja vastapuolille täsmennettiin |
| 1.1.1991 | Otettiin käyttöön repo-kaupat |
| 1.7.1992 | Korvattiin päiväluotot maksuvalmiusjärjestelmällä |
| 1.6.1993 | Otettiin käyttöön kassavarantotalletukset korvaava vähimmäisvarantojärjestelmä |
| 1.10.1994 | Muutettiin sekkitili- ja maksuvalmiusluotto-oikeuksien myöntämiskriteerejä |
| 1.6.1995 | Muutettiin rahamarkkinainterventioissa käytettävää materiaalia ja vastapuolten valintakriteerejä |
| 2.10.1995 | Keskiarvoistettu vähimmäisvarantovelvoite otetaan käyttöön |

Keskiarvoistaminen ja korkojen ohjaus

Pankkien päivätalletukset Suomen Pankissa ovat olleet nykyisen vähimmäisvarantojärjestelmän aikana noin 500–1 000 milj. markkaa päivässä. Vähimmäisvarantojen tallettaminen pankkien sekkitileille keskuspankkiin merkitsee pankkien vapaasti käytettävissä olevan rahamäärän kasvua ainakin vähimmäisvarantovelvoitteen suuruiseksi eli keskimäärin noin 7 mrd. markkaan. Keskiarvoistaminen helpottaakin pankkien likviditeetin hallintaa huomattavasti, eikä keskuspankin tarvitse säädellä rahan määrää niin aktiivisesti kuin aikaisemmin.

Keskuspankin kannalta keskiarvoistaminen merkitsee toisaalta myös sitä, että saman korkomuutoksen synnyttämiseen tarvitaan suurempi interventio kuin aikaisemmin juuri pankkien suu-

remman joustomahdollisuuden vuoksi. Viime aikoina interventiot on tosin tehty kiinteäkorkoisina rahamarkkina-huutokauppoina.

Muutokset maksuvalmiusjärjestelmässä

Keskuspankin maksuvalmiusjärjestelmän tarkoituksena on turvata pankin likviditeetti, jos pankin sekkitilille keskuspankissa on päivittäisten maksujen selvityksen jälkeen jäämässä velkasaldo. Maksuvalmiusjärjestelmän tärkein rahapoliittinen merkitys on siinä, että se asettaa rajat lyhyimpien markkinakorkojen vaihtelulle (kuvio 1).

Maksuvalmiusluoton korko on yläraja viikon korolle, koska luoton maturiteetti on tällä hetkellä seitsemän päivää. Pankkien ei kannata lainata markkinoilta tätä korkeammalla korolla, koska ne voivat lainata rahat keskuspankista. Vastaavasti pankkien väliset yön yli -korot eivät laske sen alapuolelle, mitä Suomen Pankki maksaa pankkien päivätalutuksille keskuspankissa.

Vähimmäisvarantovelvoitteen keskiarvoistaminen muuttaa maksuvalmiusjärjestelmää, koska pankkien päivätalutuksia Suomen Pankissa ei enää aikaisemmassa merkityksessä ole. Pankkien talletukset niiden Suomen Pankissa olevilla sekkitileillä ovat uudessa järjestelmässä pankkien vähimmäisvarantotalletuksia, joille ei lain mukaan voi maksaa korkoa. Päivätalutusten sijaan uudessa järjestelmässä syntyy ylimääräisiä talletuksia, jos pankin sekkitilin päivittäisten saldojen kuukausikeskiarvo ylittää pankin vähimmäisvarantovelvoitteen.

Jos pankin tietyn kuukauden vähimmäisvarantovelvoite on esimerkiksi 2 mrd. markkaa ja sen sekkitilin saldojen kuukausikeskiarvo 2 200 milj. markkaa, pankille on kertynyt kuukaudessa 200 milj. markkaa ylimääräisiä talletuksia, joille Suomen Pankki maksaa erikseen määräämänsä korkoa. Näin ylimääräisille talletuksille maksettavasta korosta tulee markkinakorkojen alaraja samaan tapaan kuin päivätalutuskorosta aikaisemmassa järjestelmässä.

Suomen Pankki muuttaa maksuvalmiusluoton ehtoja siten, että pankki voi ottaa maksuvalmiusluottoa myös vähimmäisvarantovelvoitteen täyttämiseen. Nykykäytännön mukaan maksuvalmiusluoton voi ottaa vain, jos pankin sekkitilille Suomen Pankissa on jäämässä päivän päättyessä velkasaldo.

Kuvio 1.

Maksuvalmiusjärjestelmän korot ja pankkien välinen yön yli -korko

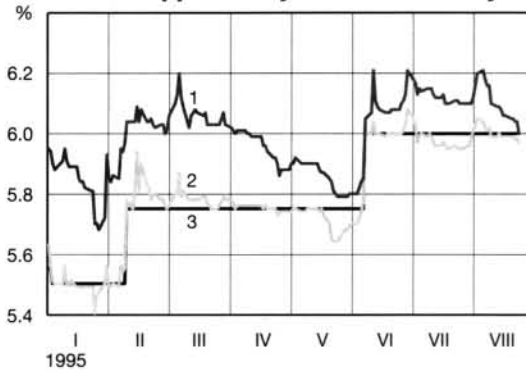


Maksuvalmiusluoton myöntäminen vähimmäisvarantovelvoitteen täyttämiseen tarjoaa pankille samanlaisen viime käden maksuvalmiuskanavan yllättävien tilanteiden varalle kuin nykyjärjestelmäkin, jossa luottoa käytetään pankin sekkitilin velkasaldon kattamiseen. Keskuspankin on kuitenkin katsottava, että pankit huolehtivat pääsääntöisesti itse velvoitteen täyttämisestä. Käytännössä maksuvalmiusluoton kustannus ja täysimääräinen vakuusvaatimus rajoittavat tehokkaasti luoton käyttöä.

Keskiarvoistaminen merkitsee myös huomattavaa muutosta vakuuskäytäntöön, jota Suomen Pankki soveltaa pankkien keskuspankkiluottoihin, sillä tähän saakka vähimmäisvarantoja on käytetty sekä pankkien päivänsisäisten sekkitililimiittien että maksuvalmiusluottojen vakuutena. Kun vähimmäisvarannot siirtyvät pankkien sekkitileille, niitä ei voi enää käyttää vakuutena. Pankit joutuvatkin toimittamaan Suomen Pankille muita vakuuksia, lähinnä valtion velkasitoumuksia ja Suomen Pankin sijoitustodistuksia. Niitä on tällä hetkellä liikkeellä noin 70 mrd. markan arvosta eli vakuusmateriaalia on markkinoilla runsaasti. Pankit voivat myös pienentää päivänsisäisiä sekkitililimiittejään Suomen Pankissa, koska

Kuvio 2.

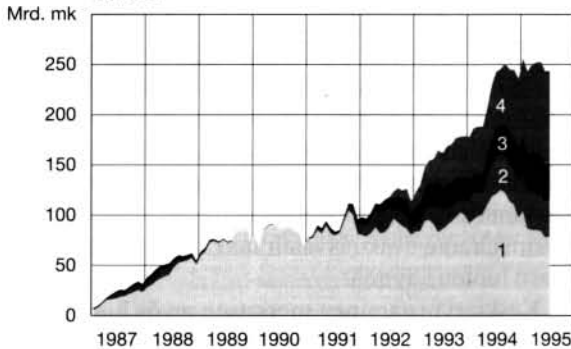
Huutokauppakorko ja markkinakorkoja



- 1. 3 kuukauden heliborkko
- 2. 1 kuukauden heliborkko
- 3. Huutokauppakorko

Kuvio 3.

Suomen Pankin rahamarkkina-interventioissa hyväksytyt arvopaperit, kanta



- 1. Pankkien sijoitustodistukset
- 2. Suomen Pankin sijoitustodistukset
- 3. Valtion velkasitoumukset
- 4. Valtion viitelainat

pankkien likviditeetti kasvaa keskimäärin vähimmäisvarantojen määrällä³.

Rahamarkkinainterventiot

Suomen Pankki vaikuttaa rahamarkkinainterventioillaan pankkijärjestelmässä olevan rahan määrään ja rahamarkkinoiden korkotasoon. Rahamarkkinainterventiot ovat tärkeimmät rahapolitiikan välineet, koska niiden pohjalta määräytyy Suomen Pankin tärkein rahapolitiikan linjasta kertova korko – huutokauppakorko.

Tällä hetkellä tärkein Suomen Pankin tekemä markkinaoperaatio on omien 1 kuukauden sijoitustodistusten liikkeeseenlasku (myyminen) huutokaupoilla. Suomen Pankki poistaa näin pankkijärjestelmään kerääntynyttä rahaa. Tarvittaessa pankkijärjestelmässä olevan rahan määrää lisätään repo-huutokaupoilla. Molemmat huutokaupat voidaan tehdä joko vaihtuvakorkoisina, jolloin vastapuolet tekevät tarjouksen korosta ja määrästä, tai kiinteäkorkoisina, jolloin Suomen Pankki ilmoittaa koron ja vastapuolet tekevät tarjouksen pelkästään määrästä. Viime aikoina huutokaupat on tehty kiinteäkorkoisena.

Huutokaupoissa syntyvä (vaihtuvakorkoinen huutokauppa) tai Suomen Pankin ilmoittama (kiinteäkorkoinen huutokauppa) korko eli ns. huutokauppakorko asettaa "kiinnepisteen" kuukauden rahamarkkina-koroille, koska pankit voivat myydä arvopapereita Suomen Pankille tai ostaa Suomen Pankin kuukauden sijoitustodistuksia tällä korolla. Yhden kuukauden heliborkko ei siten normaalioloissa poikkea merkittävästi huutokauppakorosta. Huutokauppakoron ja 1 kuukauden heliborkoron eroon vaikuttavat markkinoiden korko-odotukset ja pankkijärjestelmässä oleva rahan määrä (kuvio 2).

Rahamarkkinainterventioiden vastapuolet

Suomen Pankki muutti 1. päivästä kesäkuuta 1995 rahamarkkinainterventioiden vastapuolien valintakriteerejä siten, että se voi hyväksyä vastapuoliksi ne vähimmäisvarantovelvoitteen alaiset

³ Pankkien päivänsisäisten sekkitiilimiittien vakuustarve on tällä hetkellä yhteensä noin 10 mrd. markkaa. Vaikka keskiarvoistaminen pienentää limiittien tarvetta, vakuusvaatimuksen nouseminen 25 prosentista 100 prosenttiin ensi vuoden alussa voi kasvattaa vakuustarvetta muutamalla miljardilla markalla.

luottolaitokset, joilla on riittävät valmiudet vastapuolina toimimiseen. Vastapuolilta edellytetään riittäviä teknisiä valmiuksia, kuten sekkitiliä Suomen Pankissa ja yhteyttä Helsingin Rahamarkkinakeskukseen, sekä aktiivista ja merkittävää toimintaa rahamarkkinoilla. Suorien kahdenvälisen kauppajen vastapuolien on lisäksi noudatettava rahamarkkinoiden peli- ja käyttäytymissääntöjä. Pelisääntöissä sovitaan kaupankäynnin yleisistä toimintatavoista, kuten markkinoiden aukioloajasta.

Suomen Pankki valitsee rahamarkkinavastapuolensa siten, että markkinaoperaatioiden vaikutus rahapolitiikan tavoitteisiin olisi mahdollisimman tehokas. Koska rahapolitiikan ohjausvälineet ja vastapuolien valinta vaikuttavat myös markkinoilla toimivien asemaan, Suomen Pankki pyrkii kohtelemaan eri markkinaosapuolia mahdollisimman tasapuolisesti.

Rahapolitiikan kannalta keskeisin markkinoilla toimiva ryhmä on vähimmäisvarantovelvoitteen alaiset luottolaitokset, koska ne osallistuvat ns. luotonlaajennusprosessiin. Vähimmäisvarantovelvoite onkin määritelty keskeiseksi kriteeriksi myönnettäessä sekkitili- ja maksuvalmiusluotto-oikeuksia Suomen Pankissa. Nyt myös rahamarkkinainterventioiden vastapuolten valinta on yhdenmukainen muiden rahapolitiikan ohjausjärjestelmien osallistumisoikeuksien kanssa. Tarvittaessa uudistus mahdollistaa vastapuolien joukon laajentamisen vähimmäisvarantovelvoitteen alaisista luottolaitoksista muihinkin.

Rahamarkkinainterventioissa käytettävä materiaali

Rahamarkkinaoperaatioissa käytettävät arvopaperit valitaan rahapolitiikan tehokkuuden ja riskeiltä suojautumisen perusteella. Tämän takia arvopapereilta vaaditaan likvidiyyttä ja hyvää vakuusarvoa.

Kun sijoitustodistusmarkkinoiden toimintäsäännöistä sovittiin vuonna 1987, Suomen Pankki halusi tukea rahamarkkinoiden muotoutumista aloittamalla interventiot sijoitustodistusmarkkinoilla, ja samalla rahamarkkinaoperaatioiden merkitys rahapolitiikan toteuttamisessa kasvoi. Pankkien sijoitustodistukset ovat olleet tärkein Suomen Pankin interventioissa käyttämä arvopaperi aina viime vuoteen saakka.

Sijoitustodistusten vakuusarvon heikkenemisen vuoksi Suomen Pankissa alettiin valmistella

vakuuskäytännön muuttamista. Luotonannon vakuudellisuus kuuluu keskuspankkien periaatteisiin, ja samalla se rajoittaa pankkien velkaantumista keskuspankkiin ja ehkäisee siten keskuspankkiluoton väärinkäyttöä. Ensimmäinen askel siirtymisessä tiukempaan vakuuskäytäntöön otettiin vuonna 1991, kun Suomen Pankki aloitti repo-kaupat interventiovastapuoliensa kanssa. Pankkien sijoitustodistukset jäivät kuitenkin pääasialliseksi interventiomateriaaliksi. Interventiomateriaalin painopisteen muuttaminen muihin arvopapereihin jäi odottamaan parempaa ajankohtaa mm. pankkikriisin ja rahamarkkinoiden kaupunten takia.

Interventioissa hyväksyttäviä arvopapereita muutettiin 1. päivästä kesäkuuta 1995 siten, että valtion liikkeeseen laskemista arvopapereista tuli pääasiallinen interventiomateriaali. Suorissa rahamarkkinakaupoissa Suomen Pankki hyväksyy normaalisti vain valtion velkasitoumukset ja Suomen Pankin sijoitustodistukset. Repo-kaupoissa materiaaliksi hyväksytään Suomen Pankin ja pankkien sijoitustodistusten ja velkasitoumusten lisäksi valtion viitelainat ja Arsenalin velkasitoumukset. Interventioissa hyväksyttäviä arvopapereita on tällä hetkellä liikkeessä noin 250 mrd. markan arvosta (kuvio 3).

Suorissa rahamarkkinakaupoissa hyväksytään kaupan kohteeksi vain arvo-osuuksia ja käytettävän materiaalin on oltava mahdollisimman homogeenista. Kaupoissa käytettävien arvopapereiden on oltava myös rahamarkkinoiden keskeistä materiaalia, jotta keskuspankin operaatiot eivät vaikuttaisi liikaa itse markkinoiden toimintaan.

Valtion liikkeeseen laskemat arvopaperit ovat kansainvälisesti yleisimmin käytetty interventiomateriaali. Periaatteelliselta kannalta niiden käyttöön liittyy myös ongelmia. EU:n tekemien linjausten mukaan julkisen sektorin keskuspankkirahoitus on kielletty ja valtion liikkeeseen laskemista arvopapereita ei saisi suosia vakuusmateriaalina. Tämä olisi ongelma etupäässä silloin, kun keskuspankki ostaisi ne suoraan emissioista eikä jälkimarkkinoilta kuten Suomessa. Käytännössä valtion liikkeeseen laskemien arvopapereiden korvaaminen suorissa kaupoissa on kuitenkin vaikeaa niiden riskittömyyden ja homogeenisuuden takia. Suomessa muiden arvopapereiden käyttöä rahamarkkinainterventioissa rajoittaa lisäksi toimivien markkinoiden puuttuminen.

Materiaalin muuttamisen yhteydessä otettiin repo-kaupoissa käyttöön materiaalin aliarvostus eli ns. haircut. Aliarvostus on yleinen kansainvälinen käytäntö, jolla luoton antaja (arvopapereiden ostaja) suojautuu arvopapereihin liittyvää korko- ja likviditeettiriskiä vastaan siinä tapauksessa, että vastapuoli ei pysty maksamaan luottoa (eli ostamiaan arvopapereita) takaisin ja luoton antaja joutuu myymään vakuudet markkinoilla. Aliarvostuksessa arvopaperin hintaa pienennetään tietyllä prosenttiosuudella, eli sitä ei hyväksytä vakuudeksi koko markkina-arvostaan. ■

Kirjallisuutta

Kontulainen, Jarmo (1990) Sijoitustodistusmarkkinat. Teoksessa Rahoitusmarkkinat Suomessa. Suomen Pankki A:79. Helsinki.

Lahdenperä, Harri (1993) The Bank of Finland's new minimum reserve system. Bank of Finland Bulletin, Vol. 67 No. 11. Helsinki.

Lahdenperä, Harri (1995) The Finnish money market from the mid-1980s to the present day. Bank of Finland Bulletin, Vol. 69 No. 2. Helsinki.

Vuosikymmenen alussa iskeneen talouden syöksykierteen seurauksena viidennes työvoimasta jäi ilman työtä. Verotulot laskivat, työttömyyskorvausmenot kasvoivat ja valtiontalous alkoi velkaantua kiihtyvällä vauhdilla. Talouspolitiikan ensisijaiseksi tavoitteeksi oli kuitenkin asetettu viennin kasvattaminen ulkomaisen velkaantumisen pysäyttämiseksi. Katsottiin, että viennin kasvu antaisi aikanaan vauhtia myös kotimaantalouden kasvulle ja vähentäisi työttömyyttä. Markka päästettiin kellumaan ja rahapolitiikan ohjenuoraksi otettiin pyrkimys matalaan inflaatioon.

Vienti onkin vetänyt paremmin kuin koskaan jo neljän vuoden ajan ja kotimaantalouskin on alkanut elpyä. Vaihtotaseen alijäämä on vaihtunut ylijäämäksi, ja Suomi on alkanut lyhentää ulkomaista velkaa. Valtiontalouden velka kasvaa yhä, mutta aiempaa hitaammin. Markka on vahvistunut kellutusta edeltäneelle tasolle ja inflaatio pysynyt matalana. Vain työllisyys on kohentunut varsin nihkeästi. Edelleen lähes viidennes työvoimasta on vailla työtä. Missä on vika, kun työttömyys ei jo hellitä?

Perimätietoa ja yleisiä totuuksia

Tavan takaa kuulee väitettävän, että matala inflaatio ja alhainen työttömyys ovat toisensa poissulkevia tavoitteita. Toisin sanoen inflaation nujertamiseen tähtäävän talouspolitiikan katsotaan väistämättä lisäävän tai vähintäänkin ylläpitävän

Missä on vika, kun työttömyys ei jo hellitä?

Onko syy rahapolitiikan ohjenuoraksi valitussa pyrkimyksessä matalaan inflaatioon?

Rahapolitiikan keinot työttömyyden vähentämiseksi ovat välillisiä ja hitaita, vastaa Mikko Spolander. Rahapolitiikan avulla voidaan vain pyrkiä luomaan paremmat edellytykset vakaalle talouskehitykselle ja sitä kautta kohentamaan työllisyyttä.

työttömyyttä. Esitetään, että talouspoliittiset toimenpiteet pitäisi valita sen mukaan, kuinka suuriksi arvioidaan toisaalta inflaatiosta ja toisaalta työttömyydestä johtuvat taloudelliset menetykset. Koska korkeasta työttömyydestä aiheutuvat hyvinvointitappiot ovat tällä hetkellä suuret, inflaatio-tavoitetta vaaditaan hölennet-

täväksi, jotta työttömyys voisi pienentyä.

Ajatus inflaation ja työllisyyden välillä tehtävästä valinnasta perustuu alunperin A. W. Phillipsin 1950-luvulla tekemiin havaintoihin inflaation ja työttömyyden keskinäisestä vaihtelusta Englannissa vuosisadan vaihteen molemmiin puolin. Myöhemmin inflaation ja työttömyyden välistä käänteistä suhdetta on metsästetty muiden maiden ohella myös Suomessa. Erityisesti 1970-luvulla talouspolitiikan ohjenuoraksi omaksuttiin oppi, jonka mukaan työllisyyskehitystä voitiin ohjata aktiivisen suhdannepolitiikan avulla inflaatiosta piittaamatta. Hiipuvaa kasvua ja uhkaavaa työttömyyttä vastaan taisteltiin esimerkiksi keventämällä verotusta, lisäämällä julkista kulutusta, alentamalla korkoja tai löysäämällä luoton-säännöstelyä, jolloin inflaatio herkästi kiihtyi.

Kuitenkin jo 1970-luvulla alettiin olla yhtä mieltä siitä, ettei inflaation ja työttömyyden kesken voi käydä kauppaa pitkällä aikavälillä. Samalla huomattiin, ettei inflaation ja työttömyyden välinen suhde ollut vakaa edes lyhyellä aikavälillä. Myös käytännössä nähtiin, että toimenpiteiden vaikutukset eivät useinkaan olleet niin suoraviivaisia kuin yksinkertainen politiikkasääntö antoi aiheen olettaa. Useimpien teollisuusmaiden ohel-

la myös Suomessa päädyttiin siihen, että työttömyys ja inflaatio olivat samanaikaisesti korkeita.

Etsittäessä ratkaisuja tämän päivän ongelmiin on lähdeittävä liikkeelle siitä tosiasista, että talouden rakenteet ja toimintamekanismit ovat muuttuneet perusteellisesti viimeisen kymmenen vuoden aikana. Inflatorinen politiikka, joka toimi heikosti 1970-luvulla, ei toimi enää lainkaan tänä päivänä. Kilpailijamaita nopeampi hintojen nousu näyttää pikemminkin hidastavan talouskasvua kuin nopeuttavan sitä¹.

Ei ole maailma enää niin kuin ennen

Aikaisemmin inflaatiopolitiikkaa harjoitettiin säännöstelyn määrittelemissä rajoissa. Säännöstelyn avulla voitiin padota inflaation haitalliset vaikutukset markan ulkoiseen arvoon ja korkoon. Rajoittamalla kaupankäyntiä raha- ja valuuttamarkkinoilla Suomen Pankki pystyi säätelemään pääomanliikkeitä, luotonantoa ja luoton hintaa; lainakorot sidottiin viranomaisten harkinnan mukaan määräytyvään peruskorkoon. Kun taloutta tässä tilanteessa elvytettiin kysyntää lisäämällä, inflaatio kiihtyi, reaalikorko laski negatiiviseksi, investoinnit lisääntyivät ja kasvu sekä työllisyys oli turvattu lyhyellä aikavälillä. Kilpailijamaita korkeampi inflaatio kostautui kuitenkin vähitellen hintakilpailukyvyyn heikkenemisenä, tätä väistämättä seuranneena devalvaationa ja inflaation kiihtymisenä entisestään.

Raha- ja valuuttakaupan vapauttamisen jälkeen inflaation, kasvun ja työllisyyden välinen suhde on muuttunut. Kansainvälinen korkokehitys sekä raha- ja valuuttakauppioiden odotukset pääsevät nyt vaikuttamaan korkoon ja markan ulkoiseen arvoon täydellä tehollaan. Suomen Pankki voi vaikuttaa enää vain kaikkein lyhyimpiin korkoihin. Ne eivät kuitenkaan ohjaa investointi- ja sijoituspäätöksiä siinä määrin kuin täysin markkinoiden armoilla olevat pitkät korot.

Maailmanlaajuisilla pääomamarkkinoilla, joilla Suomen markatkin vaihtavat omistajaa päivittäin, raha liikkuu herkästi maasta toiseen, kun sijoitusten tuotto-odotukset ja riskiarviot muuttuvat. Nämä arviot perustuvat pitkälti sijoitusten

kohteena olevan maan tulevaa talouspolitiikkaa koskeviin odotuksiin. Sijoittajat reagoivat nopeasti virheellisinä pitämiinsä politiikkatoimenpiteisiin. Kun maiden välisiä tai sisäisiä hallinnollisia rajoja ei ole, pääomanliikkeet voivat tulla suuriksi ja aiheuttaa merkittäviä korko- ja valuuttakurssipaineita.

Mikäli käy ilmi, että talouspolitiikan tavoitteena on kasvun voimistaminen ja työllisyyden parantaminen inflaatorisista välittämättä, sijoittajat siirtävät odotetun inflaatiolisän nopeasti tuottovaatimuksiin. Korot nousevat jo ennen kuin inflaatio-odotukset muuttuvat inflaatioksi. Kasvu hidastuu, työttömyys kasvaa ja inflaatio-odotukset jäävät mitä todennäköisimmin toteutumatta.

Matalat inflaatio-odotukset antavat koroille tilaa laskea. Suomen Pankin kahden prosentin pohjainflaatiotavoitteen tarkoituksena on saada inflaatio-odotukset taittumaan ja luoda näin edellytykset pysyvästi alemmille koroille ja sitä kautta investointien ja tuotannon kasvulle ja työllisyyden paranemiselle. Laman aikana toteutunut inflaatio on ollut matala ja lyhyen aikavälin inflaatio-odotukset ovat olleet maltilliset. Valtion nopeana jatkuva velkaantumismuutos sekä vuosia jatkuneen inflaatio-devalvaatiokierteen jälkeensä jättämä huono maine pitävät kuitenkin maaperän otollisena inflaatio-odotusten kasvulle tulevaisuudessa.

Rahapolitiikan keinot vähentää työttömyyttä ovat välillisiä ja parhaimmillaankin varsin hidaskäyttöisiä. Pitkällä aikavälillä työttömyys määräytyy talouden rakenteellisista tekijöistä, joihin ei voi vaikuttaa rahapolitiikan keinoin. Rahapolitiikan avulla voidaan vain yrittää luoda edellytykset vakaalle talouskehitykselle. Sen sijaan vaikuttamalla palkkoihin, yritysten velkaantumiseen, tuottavuuteen, työläinsäädäntöön, verotukseen sekä työttömyys- ja sosiaaliturvaan päästään käsiksi työttömyyden todellisiin syihin.

Työttömyyttä vastaan rakenteita rasvaamalla

Uudelleen koulutus, työelämää säätelevien tapojen ja määräysten joustavoittaminen sekä yritysten työllistämiskustannusten pienentäminen ovat esimerkkejä keinoista kasvattaa työvoiman kysyntää nopeasti ja kestävästi. Tehokkaammat työmenetelmät vaativat käyttäjiltään huippuammattitaitoa ja uudet nousevat teollisuudenalat erikois-

¹ Tarkemmin Erkki Koskelan ja Juhana Hukkisen artikkelissa "Vapailla markkinoilla inflaatio tukahduttaa tuntuvasti kasvua", Kauppa-lehti 16.8.1995, sekä Anne Brunilan artikkelissa "Vakaa rahan arvo - kestävä kasvun edellytys", KOP Taloudellinen katsaus 1/1995, s. 20-25.

osaamista, jota on vain harvalla työttömällä. Menestyksekkäs toimiminen alati muuttuvilla markkinoilla edellyttää, että yrityksen johto ja työntekijät ovat valmiita toimimaan tilanteen mukaan ja joustamaan päätöksenteossa, työmenetelmissä ja -ajoissa sekä palkoissa.

Yritysten työllistämisen- ja työttömän työllistymishalukkuuden määrää kuitenkin viime kädessä työvoiman hinta. Jos hinta ei ole molempia työsopimuksen osapuolia tyydyttävä, työsuhde jää syntymättä. Tällä hetkellä se, mitä työnantaja maksaa pakollisina sosiaalivakuutusmaksuina ja palkansaaja tulonlisäyksestä ja tulonlisäyksen kuluttamisesta veroina, muodostaa leveän verokiilan työnantajan työvoimakustannusten ja työn-

tekijän käteen jäävän ostovoiman väliin. Mitä leveämpi verokiila on, sitä korkeampia ovat työntekijöiden palkkavaatimukset ja sitä haluttomammin yritykset palkkaavat uusia työntekijöitä.

Erityisen leveäksi verokiila kasvaa ostettaessa ja myytäessä palveluita, joiden välillinen verotus on korkea ja joiden hinta määräytyy pääasiassa palvelun antajan palkan perusteella. Lähivuosina valtaosan uusista työpaikoista on kuitenkin synnyttävä nimenomaan yksityisille palvelualueille. Tehokas ja pääomavaltainen teollisuus, supistuva maa- ja metsätalous tai alijäämien ja velan kanssa painiva julkinen sektori eivät varmasti kykene työllistämään kuin pienen osan kaikista työvoimaansa tarjoavista. ■

Pohjoismaiden pankkien tila ja kriisin jälkeiset kehitysnäkymät

Heikki Koskenkylä
valtiot. tri
rahoitusmarkkinaosasto
28.6.1995

Kaikkia Pohjoismaita on koetellut viime vuosina varsin syvälinen pankkikriisi. Kriisi oli pahin Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa, mutta myös Islannin ja Tanskan pankit olivat 1990-luvun alkuvuosina tappiollisia. Suhteellisesti suurimmat tappiot ovat olleet Suomessa. Suomen pankit olivat tappiollisia vielä viime vuonnakin.

Luottotappiot ovat vähentyneet kaikissa Pohjoismaissa huomattavasti vuoden 1993 jälkeen. Syyinä tähän on ollut ennen kaikkea Pohjoismaiden talouksien elpyminen, joka vauhdittui merkittävästi viime vuonna (taulukko 1).

Talouden taantuma on ollut selvästi syvin Ruotsissa ja Suomessa. Norjassa ja Tanskassa bruttokansantuote (BKT) ei supistunut yhtenkään lamavuotena. Bruttokansantuotteeseen suh-

Useita vuosia kestänyt pankkikriisi alkaa olla ohi Pohjoismaissa. Pankkien tulokset olivat viime vuonna positiiviset muissa Pohjoismaissa paitsi Suomessa. Pankkikriisin seurauksena pohjoismaiset pankit ovat joutuneet supistamaan henkilöstöä ja karsimaan kuluja voimakkaasti.

teutetut luottotappiot ovatkin olleet suurimmat Suomessa ja toiseksi suurimmat Ruotsissa (taulukko 2).

Norjan pankkikriisi näytti 1980- ja 1990-lukujen vaihteessa Pohjoismaiden pahimmalta. Myöhemmin pankkien tila huonontui Ruotsissa ja Suo-

messa kokonaisuudessaan huomattavasti enemmän kuin Norjassa.

Pohjoismaiden pankkikriisien syyt liittyvät talouden heikkoon kehitykseen, rahoitusmarkkinoiden liberalisointiin, pankkien voimakkaaseen luotonannon kasvuun ja puutteelliseen riskien hallintaan, valvonnan ongelmiin ja siihen, että pankkien omistajat ja muut sidosryhmät eivät kontrolloineet toimintaa riittävästi. Myöskään rahoitusmarkkinoiden lainsäädäntö ei täysin vastannut vapaiden rahoitusmarkkinoiden olosuhteita ja tarpeita. Pankkikriisin syytä on tarkasteltu yksityiskohtaisesti aiemmissa kirjoituksissa.¹

Taulukko 1. BKT:n volyymin muutos vuosina 1990-94, %

	Islanti	Norja	Ruotsi	Suomi	Tanska
1989	0.2	0.6	2.4	5.7	0.6
1990	1.1	1.7	1.4	0.0	2.0
1991	1.0	1.6	-1.1	-7.1	1.0
1992	-3.4	3.3	-1.9	-3.8	1.2
1993	0.8	2.5	-2.1	-2.6	0.8
1994	1.9	3.6	2.3	3.8	4.7

Taulukko 2. Pankkien luottotappiot suhteessa BKT:seen 1989-94, %

	Islanti	Norja	Ruotsi	Suomi	Tanska
1989	0.6	1.7	0.2	0.4	1.2
1990	0.7	1.9	0.8	0.5	1.6
1991	0.7	3.1	2.5	1.6	1.6
1992	1.9	1.8	4.9	4.6	1.9
1993	1.5	1.4	3.2	4.0	1.7
1994	1.1	0.2	1.0	2.1	0.8
keskimäärin	1.1	1.7	2.1	2.2	1.5

Luotonannon ja taseen kasvu

Kuviossa 1 on esitetty Pohjoismaiden pankkien luottokantojen nimellinen kasvunopeus vuosina 1982-94. Luottojen kasvuvauhti oli nopeata Norjassa ja Tanskassa 1980-luvun puolivälissä jo ennen muita Pohjoismaita, koska niiden rahoitusmarkkinat liberalisoitiin aiemmin. Luottojen keskimääräisessä kasvussa ei ole olennaista eroa Norjan, Ruotsin ja Suomen välillä. Pankkien ta-

¹ H. Koskenkylä, Pohjoismaiden pankkien kriisi ja kehitysnäkymiä, *Markka & talous* 2:1994. H. Koskenkylä, *The Nordic Banking Crisis*, *Bank of Finland Bulletin* No. 8:1994.

seiden kasvu oli kuitenkin Suomessa Pohjoismaiden nopeinta.

Pankkien luotonanto kääntyi laskuun 1990-luvun alussa muissa Pohjoismaissa paitsi Islannissa. Luottojen kysyntä on ollut edelleenkin heikkoa Ruotsissa, Suomessa ja Tanskassa huolimatta talouden suotuisasta kehityksestä. Niissä pankkien luottokanta supistui huomattavasti vielä viime vuonnakin. Yritykset ovat rahoittaneet investoinnit pääosin voitoilla ja uudella osakepääomalla sekä pyrkineet edelleenkin alentamaan velkaantumistaan. Islannissa ja Norjassa pankki-luottojen kysyntä elpyi selvästi vuonna 1994.

Pankkien liikevoiton ja luottotappioiden kehitys

Suomen pankeilla on selvästi Pohjoismaiden pienin suhteellinen korkokate (kuvio 2). Korkokatteen pienuudesta on jo tullut rakenteellinen ongelma pankeillemme. Suhteellinen korkokate supistui trendinomaisesti vuosina 1982–92. Sen jälkeen se on kasvanut hieman.

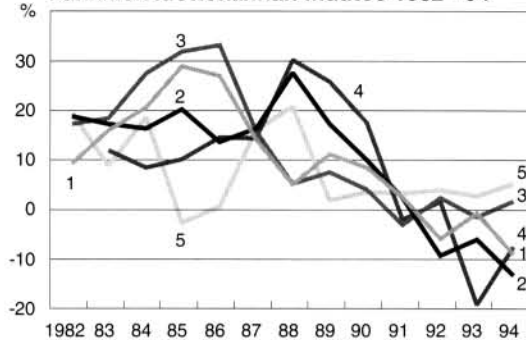
Islannissa pankeilla on Pohjoismaiden suurin suhteellinen korkokate. Myös Norjan ja Tanskan pankeilla se on varsin suuri. Norjassa, Ruotsissa ja Tanskassa suhteellinen korkokate on parantunut selvästi pankkikriisin jälkeen.

Suomen pankkien suhteellisen korkokatteen pienuus on pääosin seurausta järjestämättömien saamisten suuresta määrästä sekä vanhojen luottojen peruskorkosidonnaisuudesta. Suomen alhaista korkokatetta selittää myös sellaisten taseerien kasvu, joissa korkomarginaali on ollut varsin pieni. Tällaisia eriä ovat mm. sijoitustodistukset, ulkomaiset luotot ja asuntoluotot. Järjestämättömien ja huonotuottoisten luottojen määrä oli Suomessa viime vuonna selvästi Pohjoismaiden suurin (suhteellisesti vertaillen). Korkomarginaalien lasku uhkaa tulevaisuudessa pienentää suhteellisia korkokatteita kaikissa Pohjoismaissa (ks. jäljempänä).

Muut tuotot suhteessa taseeseen ovat kehittyneet varsin samansuuntaisesti muissa Pohjoismaissa paitsi Tanskassa (kuvio 3). Siellä muiden tuottojen vaihtelut ovat olleet erittäin suuret. Tanskan pankeilla on ollut erityisen paljon sijoituksia joukkovelkakirjoihin, joiden arvojen muutokset kirjataan tulokseen vuosittain eli siis realisoitumattomina voitoina tai tappioina. Pitkien korkojen nousu heikensi tästä syystä viime vuon-

Kuvio 1.

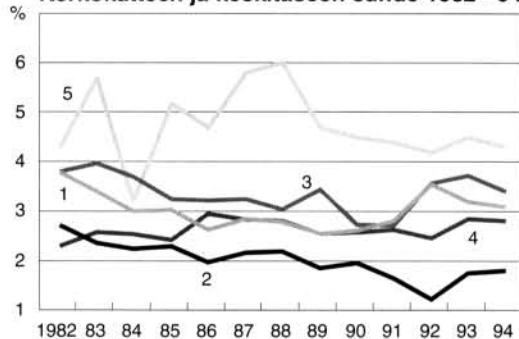
Pankkien luottokannan muutos 1982 - 94



1. Tanska 2. Suomi 3. Norja 4. Ruotsi 5. Islanti

Kuvio 2.

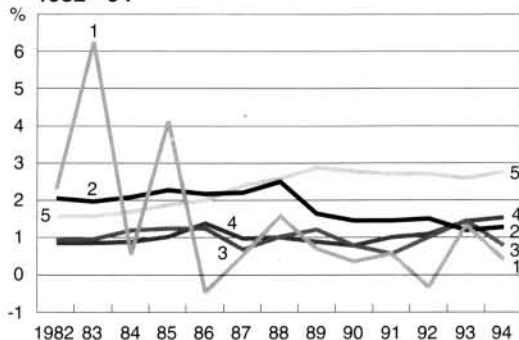
Korkokatteen ja keskitaseen suhde 1982 - 94



1. Tanska 2. Suomi 3. Norja 4. Ruotsi 5. Islanti

Kuvio 3.

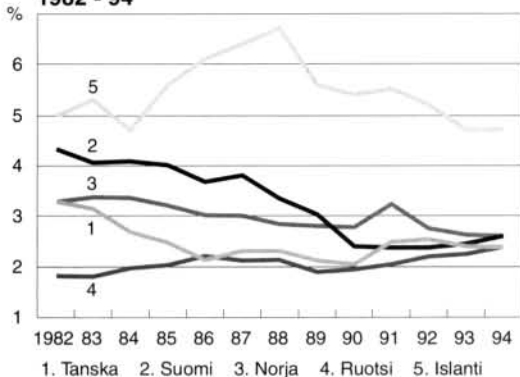
Muiden tuottojen ja keskitaseen suhde 1982 - 94



1. Tanska 2. Suomi 3. Norja 4. Ruotsi 5. Islanti

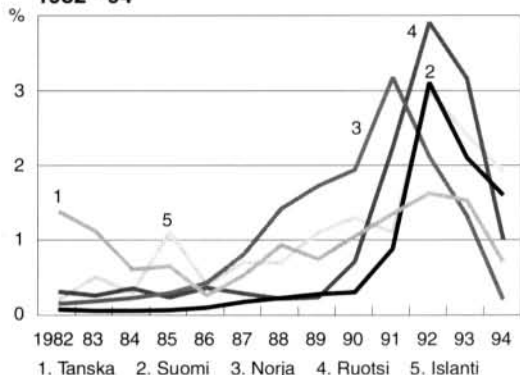
Kuvio 4.

Muiden kulujen ja keskitaseen suhde
1982 - 94



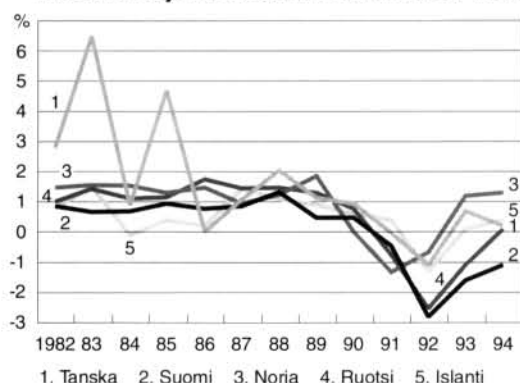
Kuvio 5.

Luottotappioiden ja keskitaseen suhde
1982 - 94



Kuvio 6.

Liikevoiton ja keskitaseen suhde 1982 - 1994



na muita tuottoja erityisesti Norjassa ja Tanskassa. Muiden tuottojen suhteellinen osuus jopa kasvoi Islannissa, Ruotsissa ja Suomessa viime vuonna. Myös niille pitkien korkojen nousu aiheutti kuitenkin realisoitumattomia pääomatappioita kiinteäkorkoisista sijoituksista.

Muut tuotot ovat olleet Suomessa suhteellisesti Pohjoismaiden suurimmat. Viime vuosina näiden tuottojen suhde taseeseen on kuitenkin pienentynyt suunnilleen Norjan, Ruotsin ja Tanskan tasolle. Suomen pankkien suuret muut tuotot ovat aiemmin tasapainoittaneet suhteellisen korkokatteen alinta arvoa Pohjoismaissa.

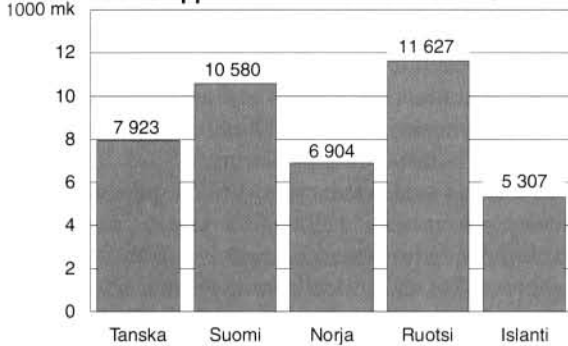
Pankkien muiden kulujen ja taseen suhde on pienentynyt Pohjoismaista selvimmin Suomessa, mutta etupäässä jo ennen pankkikriisiä (kuvio 4). Sen jälkeen aleneminen on Suomessa pysähtynyt, mitä voidaan pitää varsin yllättävänä, kun otetaan huomioon pankkikriisin vakavuus. Henkilökuntaa on supistettu ja konttoreita karsittu suuresti, mutta kulujen kehityksessä tämä ei ole juurikaan näkynyt. On todennäköistä, että vaikutus kuluihin näkyy vasta parin vuoden viiveellä. Norjassa, Tanskassa ja Islannissa suhteelliset kulut ovat kuitenkin supistuneet selvästi viime vuosina. Niissä pankkien kulujen vähentäminen on onnistunut Ruotsia ja Suomea paremmin. Henkilöstön supistamiseen liittyvät sopeuttamispaketit ovat olleet ilmeisesti Ruotsissa ja Suomessa selvästi "pehmeämmät" kuin muualla.

Suhteelliset luottotappiot ovat supistuneet voimakkaasti kaikissa Pohjoismaissa vuosien 1992–93 jälkeen (kuvio 5). Norjassa, Ruotsissa ja Tanskassa suhteelliset luottotappiot ovat jo lähes normaalit eli alle yksi prosenttia taseesta. Norjassa suhteelliset luottotappiot ovat jopa poikkeuksellisen vähäiset, 0,2 prosenttia taseesta vuonna 1994. Islannissa ja Suomessa suhteelliset luottotappiot olivat viime vuonna Pohjoismaiden suurimmat.

Kuviossa 6 on esitetty Pohjoismaiden pankkien liikevoitto suhteessa taseeseen. Pankkikriisin seurauksena tulokset olivat tappiolliset kaikissa Pohjoismaissa 1990-luvun alussa. Suhteellisesti suurimmat tappiot olivat Ruotsissa ja Suomessa. Pankkien tulokset ovat parantuneet parin viime vuoden aikana selvästi kaikissa Pohjoismaissa. Norjassa ja Tanskassa liikevoitto oli positiivinen sekä vuonna 1993 että 1994. Tanskassa tuloskehitys tosin huononi viime vuonna muiden tuottojen laskun vuoksi, ja se liittyi joukkovelkakirjasijoit-

Kuvio 7.

Luottotappiot henkeä kohden 1991 - 94



tusten realisoitumattomiin pääomatappioihin. Ruotsin pankeilla oli positiivinen tulos viime vuonna ensi kertaa vuoden 1990 jälkeen. Pohjoismaista vain Suomessa liike tulos oli tappiollinen vielä viime vuonna.

Kuviossa 7 on esitetty luottotappiot suhteessa väestöön eli henkilöä kohden.

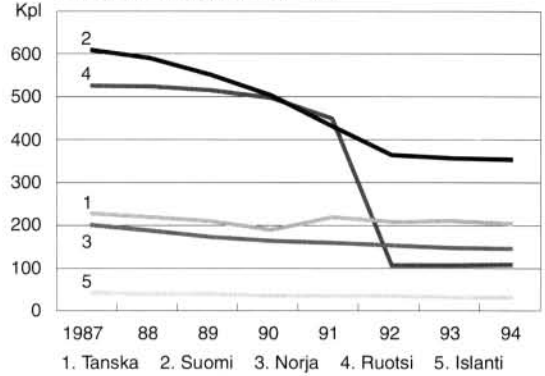
Pankkien ja niiden konttoreiden ja henkilöstön määrän kehitys

Pankkien sekä niiden konttoreiden ja henkilöstön määrät ovat vähentyneet viime vuosina kaikissa Pohjoismaissa (kuviot 8, 9 ja 10). Pankkien määrä on pienentynyt eniten Ruotsissa ja Suomessa. Molemmissa maissa on ollut kaksi paikallispankkisektoria (osuus- ja säästöpankit), joihin on kuullun runsaasti pieniä itsenäisiä pankkeja. Ruotsissa paikallispankkisektorilla on syntynyt kaksi yhteenliittymää eli kaksi suurta pankkia (Sparbanken Sverige ja Föreningsbanken). Ne ovat nyt molemmat Tukholman pörssissä. Fuusioiden ulkopuolelle jäi noin 90 pientä säästöpankkia.

Kriisin seurauksena suurin osa säästöpankeista hävisi Suomesta. Jäljelle jäi noin 40 itsenäistä keskisuurta tai pientä säästöpankkia. Osuuspankkiryhmässä on myös ollut paljon fuusioita. Tänä vuonna Suomessa tapahtui Pohjoismaiden suurin pankkifuusio, kun KOP ja SYP/Unitas liittyivät yhteen Merita Pankiksi. Osuuspankkiryhmässä on tekeillä yhteenliittymälainsäädäntö, joka toteutuessaan kaventaisi osuuspankkien itsenäisyyttä.

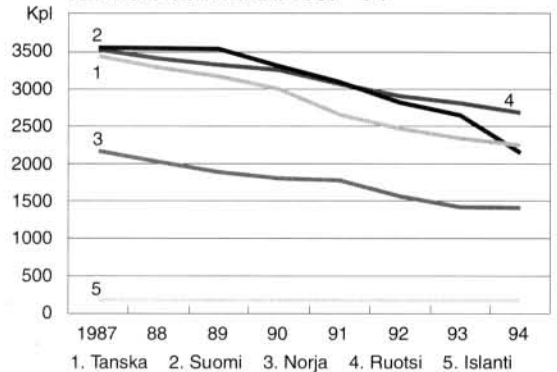
Kuvio 8.

Pankkien määrä 1987 - 94



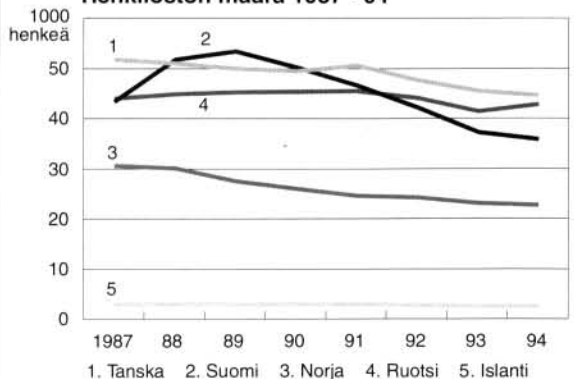
Kuvio 9.

Konttoreiden määrä 1987 - 94



Kuvio 10.

Henkilöstön määrä 1987 - 94



Myös Norjassa ja Tanskassa on ollut runsaasti varsinkin pienten pankkien välisiä fuusioita. Toisaalta varsinkin Norjassa ja Ruotsissa on syntynyt viime vuosina useita pieniä liikepankkeja. Pienten osuuspankkien suuren määrän vuoksi Suomessa on nyt selvästi enemmän itsenäisiä pankkeja kuin muissa Pohjoismaissa. Islannissa on neljä liikepankkia ja 29 säästöpankkia. Liikepankeista kaksi on valtion omistuksessa.

Pankkien konttoreiden määrä on pienentynyt huomattavasti Pohjoismaissa. Eniten konttorit ovat vähentyneet Suomessa ja Tanskassa, joissa onkin ollut Pohjoismaiden tihein konttoriverkosto.

Pankkikriisit ovat pakottaneet pankit supistamaan radikaalisti myös henkilöstön määrää. Pankkien henkilöstö on vähentynyt eniten Suomessa ja Tanskassa. Niissä on kuitenkin edelleen pohjoismaisittain vertaillen eniten pankkihenkilöstöä väestöä kohden laskettuna, Norjassa ja Ruotsissa taas vähiten.

Pankkien vakavaraisuus on parantunut

Pankkien vakavaraisuus pysyi pankkikriisistä huolimatta varsin hyvänä Pohjoismaissa, Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa tosin huomattavalla valtion tuella. Taulukossa 3 on esitetty Pohjoismaiden pankkien BIS:n riskipainotetun käsitteen mukaisen vakavaraisuuden kehitys.

Vakavaraisuus parantui vuosina 1993 ja 1994 kaikissa Pohjoismaissa, vuonna 1994 jopa huomattavasti. Tanskassa erittäin hyvä vakavaraisuus on saavutettu pelkästään pankkien omien pääomien avulla. Vakavaraisuuden kohentuminen on saatu aikaan osakepääoman korotuksilla, osin hyvällä voittokehityksellä ja riskipitoisten taseerien pienentymisellä. Viimeksi mainittu on ollut seurausta siitä, että luottokannat ovat supistuneet ja tilalle ovat tulleet pieni- tai nollariskiset joukkovelkakirjasijoitukset erityisesti valtion obligatioihin ja asunto-obligatioihin.

Taulukko 3. BIS-vakavaraisuus Pohjoismaissa vuosina 1991–94, %

	Islanti	Norja	Ruotsi	Suomi	Tanska
1991	9.5	7.9	13.1	9.3	11.6
1992	8.9	9.9	11.0	10.4	12.4
1993	10.7	12.2	14.9	10.8	12.5
1994	11.2	13.7	16.5	11.7	13.7

Julkinen tuki pankeille

Valtio ja osin myös keskuspankki ovat tukeneet pankkisektoria kriisin vuosina erityisesti Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa. Sen sijaan Islannissa ja Tanskassa julkinen tuki on ollut vähäistä ja se on kohdistunut varsinkin Tanskassa muutamiin pieniin tai keskisuuriin pankeihin. Islannissa on tuettu yhtä suurta liikepankkia.

Valtion vakuusrahasto (VVR) perustettiin Suomessa vuonna 1992. Sitä ennen Suomen Pankki osallistui yhden liikepankin (Skop) tukemiseen syksystä 1991 alkaen. Seuraavassa esitetään vain tuen ja tukiorganisaatioiden pääpiirteet.

Ruotsin pankkitukivirasto on nimeltään Bankstödsmånden ja se perustettiin vuonna 1993. Se on vastannut koko pankkituesta Ruotsissa. Keskuspankki ei ole varsinaisesti tukenut pankkeja Ruotsissa.

Norjassa perustettiin vuonna 1991 kaksi eritukivirastoa. Ne ovat Statens Banksikringsfond ja Statens Bankinvesteringsfond. Edellinen on tukenut pankkeja lähinnä pankkien omien vakuusrahastojen kautta ja jälkimmäinen suorilla pääomaisijoituksilla pankeihin. Norjassa myös keskuspankki osallistui pankkien tukemiseen, kuten pienessä määrin myös Islannissa ja Tanskassa. Pankkien omien vakuusrahastojen tuki oli merkittäväntä Norjassa, jossa rahastot myönsivät tukea pankeille omista varoistaan noin 8 mrd. kruunua. Suomessa vastaava tuki liikepankeille ja säästöpankeille oli varsin pieni, mutta osuuspankkiryhmä on kyennyt tukemaan vakuusrahastonsa omilla varoilla osuuspankkeja varsin huomattavasti (noin 4 mrd. markalla).

Vuosina 1991–92 Norjassa otettiin kolme suurinta liikepankkia valtion omistukseen ja näiden pankkien vanhat osakepääomat nollattiin. Valtion omistusosuudet olivat 31.12.1994 seuraavat: Den norske Bank (DnB) 72 %, Kreditkassen 68.9 % ja Fokus Bank 97.9 %.

Norjan parlamentti (Stortinget) päätti syksyllä 1994, että DnB:ssä ja Kreditkassenissa valtio säilyttää enemmistöomistuksen ainakin nykyisen parlamenttikauden (vuoden 1997 loppuun saakka) ja sen jälkeenkin mahdollisesti määräävän omistuksen. Sen sijaan Fokus Bank voidaan yksityistää mahdollisimman pian. Kreditkassen on yrittänyt aiemmin saada Fokusta omistukseensa, mutta tätä poliittiset päättäjät eivät ole hyväksyneet. Valtion omistus pankeissa keskitetään tulevaisuudessa kokonaan valtion pankki-investointi-

rahastolle. Valtion pankkivakuusrahastolle taas on päätetty vain määräaikainen olemassaoloaika. Norjassa ei annettu pankkikriisin aikana yleistä ja julkista parlamentin pankkitakuuta kuten Ruotsissa ja Suomessa. Norjassa ei myöskään perustettu pankkien omaisuudenhoitoyhtiöitä (ns. roskapankkeja) kuten Ruotsissa ja Suomessa. Pankkikriisi hoidettiin Norjassa lähinnä siten, että suuret liikepankit otettiin nopeasti valtion omistukseen. Säästöpankkeja sen sijaan ei ollut tarvetta siirtää valtion omistukseen. Norjan pankkikriisi koski huomattavasti enemmän liikepankkeja kuin säästöpankkeja.

Ruotsissa valtio antoi yleisen takuun pankkien muille sitoumuksille paitsi omalle pääomalle (joulukuu 1992). Ruotsissa perustettiin kaksi omaisuudenhoitoyhtiötä, Securum Nordbankenin ja Retriva Gota-Bankin huonolle omaisuudelle. Niillä on ollut keskeinen merkitys Ruotsin pankkikriisin hoidossa. Suuret yksityiset liikepankit selviytyivät Ruotsissa ilman valtion tukea (Handelsbanken ja Skandinaviska Enskilda Banken eli S-E-Banken). Valtion tukea saivat Ruotsissa jossain muodossa (laina, takaus, pääoma) Nordbanken, Gota-Bank, Föreningsbanken ja osa säästöpankeista. Nordbanken ja siihen fuusioitu Gota-Bank pyritään yksityistämään mahdollisimman pian.

Suomessa julkista pankkitukea on annettu neljällä eri tavalla. Skopin jouduttua syksyllä 1991 Suomen Pankin omistukseen Suomen Pankki sijoitti Skopiin pääomaa ja osti sen suurimmat riskikeskittymät. Varoja sitoutui operaatioihin noin 15.6 mrd. markkaa. Vuonna 1992 Skop myytiin Valtion vakuusrahastolle (VVR). Skopin omaisuuden myynnistä on saatu takaisin varoja tähän mennessä noin 6 mrd. markkaa. Vuonna 1992 valtio sijoitti pankkien pääomatodistuksiin noin 8 mrd. markkaa. Tätä tukea käyttivät kaikki pankkiryhmät. Tuella pyrittiin turvaamaan pankkien luotonantokyky.

Valtion vakuusrahasto ja valtio turvasivat Skopin ja SSP:n vakavaraisuuden hankkimalla niiden osakkeita ja pääomatodistuksia yhteensä noin 21 mrd. markalla. Tästä palautui SSP:n pilkkomisen ja myynnin yhteydessä noin 6 mrd. markkaa vuonna 1993 ja Skopin hyvätuottoisen omaisuuden myynnillä kesäkuussa 1995 noin puoli miljardia markkaa.

SSP:n myynnin yhteydessä perustettiin omaisuudenhoitoyhtiö Arsenal Oy, jota valtio on tuke-

nut tähän mennessä 19 mrd. markan osakepääomilla ja 28 mrd. markan takauksella varainhankinnalle. Arsenalin tuki on siis ollut yhteensä 47 mrd. markkaa. Arsenalin arvioidaan tarvitsevan tukea vielä jonkin verran.

Fuusioitaessa STS-Pankki KOP:iin vuonna 1993 sitoutui VVR:n varoja STS:n omaisuudenhoitoyhtiöön Siltapankkiin noin 3 mrd. markkaa. Yhteensä pankkitukea on annettu Suomessa noin 83 mrd. markkaa, ja siitä on ollut maksettua tukea noin 51 mrd. markkaa ja takaukset noin 32 mrd. markkaa. Pankkitukea on saatu takaisin tähän mennessä noin 12 mrd. markkaa. Skopin hyvätuottoisen omaisuuden myynti ruotsalaiselle Handelsbankenille kesäkuussa 1995 johtaa siihen, että jäljelle jääneestä tynkä-Skopista tehtä-
neen vuonna 1996 kolmas omaisuudenhoitoyhtiö.

Pohjoismaiden pankkituen vertailua

Julkista tukea on siis annettu kaikissa Pohjoismaissa pankkikriisien yhteydessä 1990-luvun alkuvuosina. Taulukossa 4 tarkastellaan tiivistetyssä muodossa Pohjoismaiden pankkitukea.

Suomessa pankkien saama julkinen tuki on ollut suhteellisesti selvästi suurinta Pohjoismaissa. Toiseksi eniten tukea on myönnetty Ruotsissa. Norjassa ja erityisesti Islannissa ja Tanskassa pankkitukea on täytynyt antaa varsin vähän.

Vakuusrahasto on arvioinut, että julkisen sektorin lopulliset menetykset olisivat Suomessa 42–49 mrd. markkaa. Tällöin ei ole otettu huomioon pankkituen korkomenoja, jotka tähän mennessä ovat olleet noin 7 mrd. markkaa. Tuen takaisinsaanti riippuu olennaisesti talouden kehityksestä, korkotasosta ja kiinteistömarkkinoiden elpymisestä. Omaisuudenhoitoyhtiöillä on varsin huomattava määrä kiinteistöomaisuutta.

Ruotsissa pankkitukea saadaan takaisin pääosin Nordbankenin myynnistä (arvio 10–15 mrd.

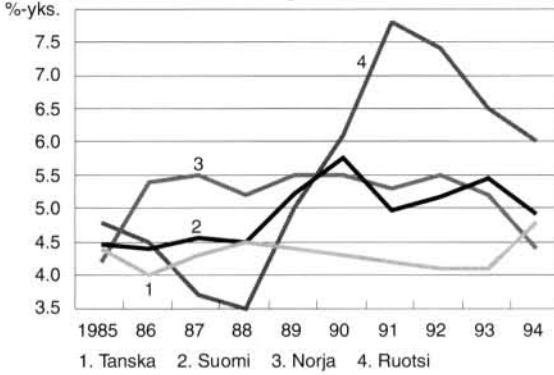
Taulukko 4. Julkisen pankkituen määrä Pohjoismaissa vuosina 1989–95

	Islanti	Norja	Ruotsi	Suomi	Tanska
Miljardia yksikköä, omana valuuttana	4.2	16.9	88.8 (75.0)	83.2 (51.4)	4.2
Suhteessa vuoden 1993 BKT:seen, %	1.0	2.6	6.1 (5.2)	17.2 (10.7)	0.5

Suluissa olevat luvut esittävät maksettua tukea, muu osasta on lähinnä takauksia.

Kuvio 11.

Pankkien korkomarginaali 1985 - 94



pankkimarkkinoilla on kiristynyt selvästi ja luottojen kysynnän arvioidaan pysyvän varsin heikkona. Ulkomaiset pankit lisäävät lähivuosina tarjontaansa Pohjoismaissa. Pankit joutuvat edelleenkin tehostamaan toimintojaan ja karsimaan kuluja. Tämä merkitsee henkilöstön ja konttorien vähentämistä. Henkilöstön vähentäminen on erityisen tarpeellista Suomessa ja Tanskassa, joissa pankkihenkilöstöä on suhteellisesti selvästi eniten Pohjoismaista. On arvioitu, että lähivuosina pankkien henkilöstö supistuu Suomessa vielä noin 10 000:lla, jolloin jäisi noin 26 000 pankki-toimihenkilöä. Henkilöstön vähentämiseen on tarvetta kaikilla suurilla pankeilla – Postipankilla, Merita Pankilla ja osuuspankkiryhmällä.

Pankkikilpailun kiristymistä on lisännyt luottojen vähäinen kysyntä. Tämä näkyy myös laskevissa korkomarginaaleissa. Kuviossa 11 on esitetty korkomarginaali eri Pohjoismaissa. Kyseessä on kunkin maan omana valuuttana myönnettyjen luottojen ja vastaanotettujen talletusten keskikorkojen erotus. Tanskan osalta marginaaliin sisältyy ilmeisesti myös valuuttamääräisiä eriä. Korkomarginaalit ovat laskeneet selvästi Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa. Lasku on jatkunut vuoden 1995 alkupuolella. Tanskassa marginaali nousi vuonna 1994. Paineita marginaalin supistumiseen on tulevaisuudessakin. Supistuminen kaventaa pankkien kannattavuutta ja pakottaa osaltaan tehostamaan toimintoja.

Pankkisektorin rakennemuutosten voidaan odottaa jatkuvan Pohjoismaissa. Fuusioita on tulossa lähivuosina lisää ainakin pienten pankkien kesken, mutta mahdollisesti myös muiden pankkien kesken. Norjassa on parhaillaan käynnissä useita lähinnä pienten ja keskisuurten pankkien välisiä fuusiosuunnitelmia. Uusia pieniä liikepankkeja saattaa syntyä muissakin Pohjoismaissa kuin Ruotsissa. Kyseessä ovat ns. niche-pankit, jotka erikoistuvat joillekin kapeille mutta kannattaville pankkimarkkinoiden lohkoille.

Pohjoismaiden suurimmatkaan pankit eivät ole vielä kansainvälisesti erityisen suuria. Merita Pankki on nyt Pohjoismaiden suurin, mutta maailman pankkien joukossa se on sijaluvulla 100 ja Euroopassa sijaluvulla 30. Taulukossa 5 on esitetty Pohjoismaiden suurimmat pankit. Taseet on muutettu Suomen markoiksi.

Eniten suuria pankeja on Ruotsissa. Norjan suurimmat pankit ovat selvästi pienempiä kuin suuret pankit muissa Pohjoismaissa. Taseeseen

kruunua) ja ehkä osin Securumin ja Retrivan kautta. Epävirallisesti on arvioitu, että lopulliset menetykset olisivat Ruotsissa noin 45–55 mrd. kruunua. Norjassa valtio saanee kaiken pankkituen takaisin, mutta pitkän ajan kuluessa, kun valtio joskus yksityistää liikepankit DnB:n ja Kreditkassenin. Norjassa valtio saattaa loppujen lopuksi tehdä jopa voittoa pankkitukisijoituksillaan, mikäli DnB ja Kreditkassen ovat riittävän kannattavia yksityistämisen tullessa ajankohtaiseksi.

Pohjoismaiden pankkien kehitysnäkymät ja kilpailuasema

Pohjoismaiden pankkien asema näyttää tällä hetkellä varsin valoisalta usean vaikean vuoden jälkeen. Suomen pankeilla ongelmat eivät kuitenkaan ole vielä ohi. Muissa Pohjoismaissa paitsi Suomessa pankit ovat keskimäärin jo varsin kannattavia ja vakavaraisuus on kansainvälisestikin vertaillen erittäin hyvä. Vuoden 1995 ensimmäisen neljänneksen tulokset ja koko vuotta koskevat arviot viittaavat voitolliseen tulokseen kaikissa muissa Pohjoismaissa paitsi Suomessa. Suomessa pankkien tuloksen arvioidaan olevan lievästi tappiollinen vielä vuonna 1995 mutta jonkin verran voitollinen vuonna 1996.

Vaikka pankkien asema nyt on helpottunut, ongelmia on tulevaisuudessa edessä. Kilpailu

Taulukko 5. Pohjoismaiden suurimmat pankit (tai pankkiryhmät) ja niiden tunnuslukuja

	KOP/SYP = Merita	PSP	OP- ryhmä	Den Danske Bank	Uni Dan- mark	Spar- banken Sverige	Handels- banken	S-E- Banken	Nord- banken	Den norske Bank (DnB) (N)	Kredit- kassen (Chris- tiania) (N)
	(S)	(S)	(S)	(T)	(T)	(R)	(R)	(R)	(R)	(N)	(N)
Tase, mrd. mk	310	114	163	265	180	300	250	265	220	110	90
Vakavaraisuus, %	10	10.7	10.3	13.0	11.8	12.7	13.7	14.2	13.7	11.2	12.8
Henkilöstö	18 000	6 100	11 800	12 500	11 000	9 900	7 000	10 500	7 500	6 100	4 300
Konttoreita	770	90 ¹	993	480	450	600	480	320	345	170	145
Tehokkuus (tuotot/ kulut), %	1.5	1.2	1.7	2.2	1.6	2.0	2.3	2.0	2.1	1.8	1.7
Tehokkuus (kulut/tase), %	2.1	2.6	2.5	1.8	2.5	1.7	1.3	1.9	1.9	2.3	2.4

¹ Lisäksi 950 postikonttoria välittää joitakin Postipankin palveluja.

S = Suomi, T = Tanska, R = Ruotsi, N = Norja

suhteutetuilta henkilömääriltään suuret pohjoismaiset pankit eroavat toisistaan huomattavasti. Tehokkaimmilta näyttävät tässä suhteessa norjalaiset ja ruotsalaiset pankit. Myös muut tehokkuusluvut tukevat tätä johtopäätöstä. Eniten tarvetta toiminnan tehostamiseen ja kulujen karsimiseen näyttäisi olevan Suomen ja Tanskan pankeilla.

Vakavaraisuus on kaikilla suurilla pankeilla varsin hyvä, osalla jopa erinomainen. Useat suuret Pohjoismaiset pankit ovat viime aikoina julistaneet pohjoismaiset markkinat kotimarkkinoikseen. Suurten pankkien välisestä kilpailusta Pohjolan pankkimarkkinoilla on tulossa erittäin kova. Mikään suuri yllätys eivät olisi suurtenkaan pankkien fuusiot tulevaisuudessa. ■

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita koskevia toimenpiteitä

Helmikuu

Huutokauppakorkoa nostettiin

Suomen Pankki nosti 10.2.1995 lyhyitä markkinakorkoja ohjaavan huutokauppakoron 5.5 prosentista 5.75 prosenttiin.

Maaliskuu

Omaisuu denhoito yhtiö Arsenal Oy:n pääomaa korotettiin

Valtioneuvosto päätti 23.3.1995 korottaa omaisuudenhoito yhtiö Arsenal Oy:n pääomaa 8 mrd. markalla. Korotus on välttämätön kulu van vuoden aikana syntyneiden tappioiden kattamiseksi.

Huhtikuu

Pitkäaikaiset viitekorot

Suomen Pankki kehotti 21.4.1995 luopumaan Suomen Pankin laskemien 3 ja 5 vuoden viitekorokojen käytöstä uusien lainojen korkojen määrittelyssä.

Kesäkuu

Heliborkorot

Heliborkorkojen laskentatapaa tarkistettiin siten, että 1.6.1995 alkaen laskentaan sisällytetään pääsääntöisesti kaikki rahamarkkinaosapuoliksi hyväksytyt pankit ja kunkin maturiteetin alin ja ylin noteeraus jätetään laskennasta pois.

Rahamarkkinainterventioiden vastapuolet ja arvopaperit

Suomen Pankki uudisti 1.6.1995 rahamarkkinainterventioiden vastapuolien valintaperusteet ja asetti riskittömät arvopaperit etusijalle intervensiomateriaalina.

Viikko-repo lopetettiin

Suomen Pankki on päättänyt 1.6.1995 alkaen lopettaa viikottaisen huutokaupan valtion viitelainojen markkinatakaajien kanssa.

Skopin myynti Svenska Handelsbankenille

Valtioneuvosto hyväksyi 2.6.1995 Valtion vakuusrahaoston esityksestä järjestelyn, jolla Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankin (Skop) terveet osat myydään ruotsalaiselle Svenska Handelsbankenille. Kaupan kohteena ovat lähinnä emopankki Skopin toimiva luotto- ja takauskanta sekä Skop-konserniin kuuluvien Teollistamisrahaston ja Skop-rahoituksen osakkeet. Tytäryhtiöiden kauppaan kuuluvat myös Suomen Kiinteistöpankki Oy ja Aktiiviraha Oy.

Huutokauppakorkoa nostettiin

Suomen Pankki nosti 9.6.1995 huutokauppakoron 5.75 prosentista 6.00 prosenttiin.

Vähimmäisvarantojärjestelmää uudistettiin

Suomen Pankki muutti pankkien vähimmäisvarantojärjestelmää siten, että lokakuusta 1995 alkaen vähimmäisvarantovelvoite täytetään kuukausikeskiarvon pohjalta.

Vähimmäisvarantojärjestelmä

Suomen Pankki saattoi 1.7.1993 lukien voimaan vähimmäisvarantojärjestelmän, joka korvasi aikaisemman sopimus pohjaisen kassavarantojärjestelmän. Vähimmäisvarantojärjestelmään siirtyminen kävi mahdolliseksi eduskunnan hyväksytyä lain Suomen Pankin ohjesäännön muuttamisesta. Laki tuli voimaan 30.6.1993.

Lain mukaan Suomen Pankki voi ohjesäännössä tarkoitetun tehtävänsä hoitamiseksi määrätä talletuspankin, luottolaitoksen ja ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttorin pitämään Suomen Pankissa korotonta vähimmäisvarantoa. Vähimmäisvarannon suuruus voi enimmillään olla 5 % varantovelvollisella olevan vieraan pääoman määrästä.

Tällä hetkellä Suomen Pankin asettama varantovelvollisuus koskee talletuspankkeja ja niitä ulkomaisten luottolaitosten sivukonttoreita, jotka harjoittavat Suomessa talletuspankkitoimintaa. Vähimmäisvarantojärjestelmässä Suomen Pankki määrää varantovelvollisuuden suuruuden prosentteina varantopohjasta. Vähimmäisvaranto lasjetaan kuukausittain kunkin kalenterikuukauden viimeisen päivän varantopohjan mukaan. Varantovelvollisen on toimitettava velvoitettaan vastaava määrä varoja Suomen Pankkiin viimeistään seuraavan kalenterikuukauden viimeisenä pankkipäivänä. Järjestelmää muutetaan lokakuusta 1995 siten, että vähimmäisvarantovelvoite täytetään kuukausikeskiarvon pohjalta (ks. Haskon ja Kuisman artikkelia tässä numerossa).

Varantovelvollisuus on porrastettu pankkien varainhankinnan koostumuksen mukaan siten, että mitä enemmän ns. rahaominaisuuksia johonkin varainhankinnan erään liittyy, sitä suurempaa varantovelvollisuutta siihen sovelletaan. Suppeaan rahakäsitteeseen (M1) kuuluvien talletusten velvoite on 2.0%. Laveaan rahakäsitteeseen (M2) kuuluvien erien velvoite on 1.5% ja laajimpaan rahakäsitteeseen (M3) sisältyvien sekä muiden erien velvoite 1.0%. Vähimmäisvarantojen määrä oli 31.8.1995 noin 6.6 mrd. markkaa.

Vähimmäisvarantovelvoite koskee seuraavia pankkeja:

Aktia Sparbank Ab
Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Citibank International plc Finland Branch
Interbank Osakepankki
Kansallisuottopankki Oy
Merita Pankki – Kansallis-Osake-Pankki,
Suomen Yhdyspankki
OP-kotipankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Skandinaviska Enskilda Banken,
Helsingin sivukonttori
Suomen Säästöpankki – SSP Oy
Suur-Helsingin Osuuspankki
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Ålandsbanken Ab
Muut säästöpankit ja osuuspankit.

Sekkitilijärjestelmä

Suomen Pankin nykyinen sekkitilijärjestelmä, joka on keskeinen osa Suomen maksu- ja selviytysjärjestelmää, otettiin käyttöön maaliskuussa 1991. Sekkitiliviennit voidaan jakaa kolmeen pääryhmään: Ensinnäkin järjestelmään kirjaantuvat ne tiliviennit, jotka aiheutuvat Suomen Pankin ja pankkien välisistä tapahtumista, kuten Suomen Pankin rahamarkkinainterventioista tai rahahuollosta. Toiseksi järjestelmässä hoidetaan pankkien keskinäisten tapahtumien katteiden siirrot. Näistä huomattava osa liittyy raha- tai valuuttakauppoihin. Kolmanteen ryhmään kuuluvat mm. pankkien maksuliikenneclearing ja Helsingin Rahamarkkinakeskuksen ja Helsingin Arvopaperipörssin kaupankäynnin selvitykseen liittyvät tiliviennit.

Marraskuun alusta 1994 Suomen Pankki uudisti sekkitilioikeuden saamista koskevat määräykset. Suomen Pankki voi hakemuksesta myöntää sekkitilioikeuden kaikille vähimmäisvarantovelvoitteen alaisille kotimaisille ja Suomeen sijoittuneille ulkomaisille luottolaitoksille, jotka täyttävät tietyt vähimmäisvaatimukset: luottolaitoksen on oltava rahoitustarkastuksen tai siihen rinnastetta-

vissa olevan julkisen valvonnan alainen, sen tulee täyttää lain mukaiset vakavaraisuusvaatimukset ja sen omien varojen on oltava vähintään 30 miljoonaa markkaa. Erityisistä syistä Suomen Pankki voi harkintansa mukaan avata sekkitilin myös muille rahoitusmarkkinoilla toimiville instituutioille.

Vähimmäisvarantovelvoitteen alaisen luottolaitoksen sekkitilille voidaan hakemuksesta myöntää päivänsisäinen luottolimiitti. Kaikkien luotto-oikeuden hakijoiden on 1.11.1994 voimaan astuneen päätöksen mukaan toimitettava limiitille täysimääräinen vakuus. Niiden sekkitilinhaltijoiden, joilta aikaisemman käytännön mukaan on vaadittu osittainen limiittivakuus, on saatettava vakuutensa täysimääräisiksi viimeistään 1.1.1996. Vakuutena käytetään Suomen Pankin kuittausoikeutta tilinhaltijan vähimmäisvarantotalletukseen tai muuta Suomen Pankin ohjeiden mukaista vakuutta.

Sekkitilinhaltijoilla on mikrotietokoneeseen perustuva työasemasovellus, joka on yhdistetty tietoliikenneverkon kautta Suomen Pankin sekkitilijärjestelmään. Työasemat ovat reaaliaikaisessa yhteydessä Suomen Pankin sekkitilitietokantaan, ja työasemien välityksellä kukin tilinhaltija hoitaa itse maksunsa muille Suomen Pankin sekkitilinhaltijoille.

Sekkitilioikeuden haltijat:

Aktia Sparbank Ab
Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Citibank International plc Finland Branch
Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunta
Helsingin Rahamarkkinakeskus Oy
Interbank Osakepankki
Kansallis-Osake-Pankki – Merita
Omaisuuksienhoito-yhtiö Arsenal Oy
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Skandinaviska Enskilda Banken,
Helsingin sivukonttori
Suomen Optimeklarit Oy
Suomen Vientiluotto Oy
Suomen Yhdyspankki Oy – Merita
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Valtiokonttori
Valtion vakuusrahasto
Ålandsbanken Ab.

Maksuvalmiusjärjestelmä

Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmä koostuu pankkien päivätalletuksista Suomen Pankissa sekä keskuspankin pankeille myöntämästä maksuvalmiusluotosta.

Maksuvalmiusluoton maturiteetti voi olla 1 päivä, 7, 14, 21 tai 28 päivää. Maturiteetista päättää Suomen Pankki. Lokakuusta 1992 alkaen maturiteetti on ollut 7 päivää. Maksuvalmiusluotolle vaaditaan täysimääräinen vakuus.

Päivätalletuksille maksettava ja maksuvalmiusluotosta perittävä korko on sidottu Suomen Pankin huutokauppakorkoon. Maksuvalmiusluoton korko on kaksi prosenttiyksikköä yli ja päivätalletuskorko kaksi prosenttiyksikköä alle Suomen Pankin huutokauppakoron.

Huutokauppakorko määräytyy tarjouskilpailuissa. Normaalisti pankit voivat jättää tarjouksen sekä korosta että rahamäärästä, ja huutokauppakorko määritetään hyväksytyjen tarjousten painotettuna keskikorkona. Ns. määrähuutokaupoissa Suomen Pankki ilmoittaa etukäteen huutokauppakoron, ja pankit voivat jättää tarjouksiaan haluamistaan rahamääristä. Voimassa oleva huutokauppakorko on painotettu keskikorko, joka lasketaan yhden kuukauden periodissa viimeksi pidetyn tarjouskilpailun hyväksytyistä tarjouksista ja ilmaistaan vuotuisena korkona.

Sekkitilioikeuksien myöntämistä koskevien uudistusten yhteydessä Suomen Pankki vahvisti 1.11.1994 myös maksuvalmiusluotto- ja päivätalletusoikeutta koskevat muutokset. Niiden mukaan kaikille vähimmäisvarantovelvoitteen alaisille luottolaitoksille, joilla on sekkitilioikeus, voidaan hakemuksesta myöntää myös oikeus osallistua Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmään.

Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmään hyväksytyt:

Aktia Sparbank Ab
Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Citibank International plc Finland Branch
Interbank Osakepankki
Merita Pankki – Kansallis-Osake-Pankki,
Suomen Yhdyspankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Skandinaviska Enskilda Banken,
Helsingin sivukonttori

Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Ålandsbanken Ab.

Markkinaoperaatiot

Raha- ja valuuttamarkkinavastapuolet

Suomen Pankki voi vaikuttaa korko- ja valuuttakurssikehitykseen markkinaoperaatioillaan eli käymällä valitsemiensa vastapuolten kanssa kauppaa arvopapereilla ja valuutoilla.

Rahamarkkinainterventiot voidaan toteuttaa joko suorina rahamarkkinakauppoina tai kaupoina takaisinmyyntisitoumuksin eli ns. repo-kauppoina. Rahamarkkinainterventioiden vastapuoliksi Suomen Pankki voi hyväksyä vähimmäisvarantovelvoitteen alaiset luottolaitokset, joilla on riittävät edellytykset vastapuolina toimimiseen. Vastapuolilta edellytetään, että niillä on sekkitili Suomen Pankissa, riittävät tekniset valmiudet, ja että ne harjoittavat aktiivista ja merkittävää toimintaa rahamarkkinoilla. Suorien kahdenvälisen kauppohen vastapuolilta edellytetään lisäksi keskeisten rahamarkkinainstrumenttien markkinatakaajana toimimista sekä rahamarkkinoiden peli- ja käyttäytymissäntöjen noudattamista. Suomen Pankki voi harkintansa mukaan hyväksyä vastapuolikseen myös muita markkinaosapuolia kuin vähimmäisvarantovelvoitteen alaisia luottolaitoksia.

Rahamarkkinainterventioiden vastapuoliksi on hyväksytty seuraavat pankit:

Aktia Sparbank Ab
Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Merita Pankki – Kansallis-Osake-Pankki,
Suomen Yhdyspankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Skandinaviska Enskilda Banken,
Helsingin sivukonttori
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Ålandsbanken Ab.

Valuuttainterventioiden vastapuoliksi Suomen Pankki hyväksyy pankit, jotka toimivat Suomen markan markkinatakaajina eli pystyvät antamaan

sitovat osto- ja myyntinoteeraukset kaupankäynnin kohteina oleville valuutoille.

Valuuttainterventioiden vastapuoliksi on hyväksytty seuraavat pankit:
Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Merita Pankki – Kansallis-Osake-Pankki,
Suomen Yhdyspankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Skandinaviska Enskilda Banken,
Helsingin sivukonttori
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori.

Rahamarkkinainterventioiden materiaali

Suomen Pankin tekemissä suorissa rahamarkkinainterventioissa kaupan kohteeksi normaalisti hyväksytään valtion velkasitoumukset ja Suomen Pankin sijoitustodistukset. Erityistapauksissa voidaan hyväksyä myös muita rahamarkkinapapereita.

Repo-kaupoissa materiaaliksi hyväksytään Suomen Pankin sijoitustodistukset, valtion velkasitoumukset, Arsenalin velkasitoumukset, valtion viitelainat sekä seuraavien pankkien sijoitustodistukset:

Aktia Sparbank Ab
Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Kansallis-Osake-Pankki – Merita
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Skandinaviska Enskilda Banken,
Helsingin sivukonttori
Suomen Yhdyspankki Oy – Merita
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Ålandsbanken Ab.

Repo-kaupoissa arvopaperit aliarvostetaan liikkeenlaskijan ja maturiteetin mukaan seuraavasti:

Liikkeeseenlaskija	Lyhyet alle 12 kk	Pitkät yli 12 kk
SP	Sijoitustodistukset	0 %
Valtio	Velkasitoumukset	0 %
	Viitelainat	0 %
	Arsenal	5 %
Pankit	Sijoitustodistukset	5 %

Peruskorko

Suomen Pankin peruskorosta päättää eduskunnan pankkivaltuusto Suomen Pankin johtokunnan tekemän esityksen perusteella. Peruskorko on eräs markkinoiden käyttämä viitekorko; noin 28 %

talletus- ja noin 25 % luottokoroista (heinäkuu 1995) on sidottu siihen, ja nämä korot muuttuvat peruskoron muuttuessa. Peruskorko on ollut 1.2.1994 alkaen 5.25 %.

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja

Suomen Pankin julkaisuista on saatavissa täydellinen luettelo osoitteesta Suomen Pankki, Asiakirjapalvelut/osoiterekisteri, PL 160, 00101 Helsinki, puh. (90) 1831.

Sarjajulkaisuja

Sarja A ISSN 1238-1683

A:93

Jarmo Kariluoto **Suomen maksutase. Laadintamenetelmät, tiedonhankinta ja vuosien 1975–92 aikasarjat.** 1995. 221 s. ISBN 951-686-456-2.

Sarja E ISSN 1238-1691

E:1

Jukka Vesala **Testing for Competition in Banking: Behavioral Evidence from Finland.** 1995. 206 s. ISBN 951-686-447-3.

E:2

Juha Tarkka **Approaches to Deposit Pricing: A Study in the Determination of Deposit Interest and Bank Service Charges.** 1995. 166 s. ISBN 951-686-457-0.

E:3

Timo Tyrväinen **Wage Determination, Taxes, and Employment: Evidence from Finland.** 1995. 212 s. ISBN 951-686-459-7.

Keskustelualoitteita ISSN 0785-3572

1/95

Olavi Rantala **Valuuttakurssimuutosten vaikutus yritysten kannattavuuteen.** 1995. 51 s. ISBN 951-686-439-2.

2/95

Liselotte Høj **Fundamental Equilibrium Exchange Rate – A Case Study of the Finnish Markka.** 1995. 30 s. ISBN 951-686-440-6.

3/95

Jean-Marie Viaene – Itzhak Zilcha **Multiple Uncertainty, Forward-Futures Markets and International Trade.** 1995. 23 s. ISBN 951-686-441-4.

4/95

Jorma Hilpinen **Analysis on the Errors and Omissions in the Finnish Balance of Payments: Restless Capital Movements, Floating Exchange Rate and Errors Since 1991.** 1995. 31 s. ISBN 951-686-442-2.

5/95

Juhana Hukkinen – Matti Virén **Assessing the Performance of a Macroeconomic Model.** 1995. 48 s. ISBN 951-686-443-0.

6/95

Tuomas Saarenheimo **Credit Crunch Caused Investment Slump? An Empirical Analysis Using Finnish Data.** 1995. 26 s. ISBN 951-686-444-9.

7/95

Sinimaaria Ranki **On the Role of the Single Currency ECU.** 1995. 37 s. ISBN 951-686-445-7.

8/95

Juhana Hukkinen – Erkki Koskela **Voidaanko Suomen pitkien korkojen tasoa selittää talouden perustekijöillä, vai onko kyse jostain muusta?** 1995. 27 s. ISBN 951-686-446-5.

9/95

Kari Takala – Matti Virén **Testing Nonlinear Dynamics, Long Memory and Chaotic Behaviour with Macroeconomic Data.** 1995. 55 s. ISBN 951-686-448-1.

10/95

Lauri Kajanoja **Aggregate Investment and Corporate Indebtedness: Some Empirical Evidence from Finland.** 1995. 28 s. ISBN 951-686-449-X.

- 11/95
Kari Takala **The Interest Rate Sensitivity of Output in Finland.** 1995. 49 s. ISBN 951-686-450-3.
- 12/95
Timo Tyrväinen **Wage Determination in the Long Run, Real Wage Resistance and Unemployment: Multivariate Analysis of Cointegrating Relations in 10 OECD Economies.** 1995. 94 s. ISBN 951-686-451-1.
- 13/95
Eddie George **Inflation Targeting in the UK Monetary Policy Framework.** 1995. 12 s. ISBN 951-686-452-X.
- 14/95
Risto Murto **The Banking Crisis, Banking Policy Regimes and the Value of a Bank.** 1995. 27 s. ISBN 951-686-453-8.
- 15/95
Kari Takala **Permanent Income Hypothesis and Saving in Finland.** 1995. 53 s. ISBN 951-686-454-6.
- 16/95
Heikki Koskenkylä – Jaana Rantama **Pankkien korkomarginaalit ja korkokatteet Pohjoismaissa.** 1995. 27 s. ISBN 951-686-455-5.
- 17/95
Mika Kuismanen **Exchange Rates and Import Prices in Finland: Estimation of Exchange Rate Pass-Through.** 1995. 33 s. ISBN 951-686-458-9.
- 18/95
Johnny Åkerholm – Timo Hämäläinen – Mika Kuismanen **Employment and the Structure of the Finnish Economy. A Model for Evaluating Scenarios.** 1995. 56 s. ISBN 951-686-460-0.
- 19/95
Kaare G. Andersen **Inflation Targeting: Analyzing Indicators of Inflation in Finland.** 1995. 32 s. ISBN 951-686-461-9.
- 20/95
Kari Takala **The Consumption Function Revisited: An Error-Correction Model for Finnish Consumption.** 1995. 44 s. ISBN 951-686-462-7.
- 21/95
Jouni Timonen **Nominal Income as an Intermediate Target for Monetary Policy.** 1995. 56 s. ISBN 951-686-463-5.
- 22/95
Maaria Kettunen **Korkojen aikarakenne, inflaatio-odotukset ja inflaatio.** 1995. 81 s. ISBN 951-686-464-3.
- 23/95
Dan Kovenock – Casper G. de Vries **Fiat Exchange in Finite Economies.** 1995. 27 s. ISBN 951-686-465-1.
- 24/95
Antti Ripatti **Leading Inflation Indicators in Finland: Pairwise Analysis of Granger-Causality and Cointegration.** 1995. 45 s. ISBN 951-686-466-X.
- Idäntalouksien katsauksia
ISSN 1235-7405**
- 1/95
Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys 1994.** 19 s.; Seija Lainela **Baltian maat vuonna 1994.** 21 s.; Vesa Korhonen **Itäisen Euroopan talouskehitys 1994.** 19 s.; Tilastotietoja. 5 s.
- 2/95
Urmas Sepp **Inflation in Estonia: the Effect of Transition.** 27 s.; Urmas Sepp **Financial Intermediation in Estonia.** 32 s.
- 3/95
Vesa Korhonen **EU:n ja Venäjän kumppanuus- ja yhteistyösopimus.** 31 s.; Jouko Rautava **Talousintegraatio ja Suomen turvallisuus – Suomi Euroopan unionin idän taloussuhteissa.** 21 s.; Jouko Rautava **Suomen idänkauppa 1985–94.** 10 s.; Tilastotietoja. 7 s.
- 4/95
Nina Oding **Evolution of the Budgeting Process in St. Petersburg.** 29 s.; Urmas Sepp **A Note on Inflation under the Estonian Currency Board.** 12 s.; Pekka Sutela **But ... Does Mr. Coase Go to Russia?** 14 s.

Julkaisujen tiivistelmiä

Sarjajulkaisuja

Suomen maksutase.

Laadintamenetelmät, tiedonhankinta ja vuosien 1975–92 aikasarjat

Jarmo Kariluoto

A:93

Selvityksessä kuvataan Suomen maksutaseen nykyiset laadintamenetelmät ja tietolähteet sekä esitellään uudistetut maksutaseen tilastoaikasarjat vuodesta 1975 lähtien. Lisäksi tarkastellaan perusaineistojen laadunvalvontaa ja arvioidaan julkaistujen maksutasetilastojen laatua. Erityisaiheena tutkitaan ulkomaisen nettovelan muutosten jakautumista eri osatekijöihinsä ja selvitetään näistä varsinaisiin maksutaseen virtoihin kuulumattomien tekijöiden (ns. arvostustekijöiden) määrääytymistä.

Suomen maksutasetilastointia on uudistettu merkittävästi viime vuosina. Tilastointiin on erityisesti vaikuttanut valuutansäännöstelyn purkaminen 1990-luvun alkuun mennessä. Sen seurauksena tiedonhankinnassa on laajalti siirrytty uusiin, vartavasten maksutasekäyttöön suunniteltuihin kyselyihin.

Suomen maksutasetilastojen laatu on säilynyt varsin hyvänä selvityksen kattamalla aikavälillä. Tilastoinnin virheitä ja puutteellisuuksia kuvaava erä on pysynyt kooltaan miltei poikkeuksetta kansainvälisesti hyväksytyyn vaihteluvälin rajoissa. 1990-luvulle tultaessa tilanne on kuitenkin muuttunut sikäli, että tilastoinnissa olisi entistä enemmän kiinnitettävä huomiota arvopapereiden hintojen vaihteluun. ■

Approaches to Deposit Pricing: A Study in the Determination of Deposit Interest and Bank Service Charges

Juha Tarkka

E:2

Väitöskirjatutkimuksen lähtökohtana on huomio, jonka mukaan tehokkaaseen kilpailuun ja kitkatomiin markkinoihin perustuva taloustieteen yleinen hintateoria ei riitä selittämään eräitä talletus-

markkinoiden keskeisiä piirteitä, kuten maksupalvelujen yleistä alihinnoittelua suhteessa kustannuksiin ja käyttelytileille maksetun koron alhaisuutta suhteessa rahamarkkinakorkoihin. Talletusten hinnoittelun teoriaa kehitetään tutkimuksessa tarkastelemalla mm. talletuskorkojen verotuksen, maksupalvelujen käyttöön liittyvän epävarmuuden ja pankkien markkinavoiman (eli kilpailun epätäydellisyyden) vaikutuksia käyttelytilien hinnoitteluun.

Korkotulon verokohtelu vaikuttaa erityisen merkittävästi pankkilpailun muotoihin ja edellytyksiin. Koska kotitaloustallettaja ei joudu maksamaan veroa alihinnoiteltujen pankkipalvelujen käytöstä, verojärjestelmään sisältyy pankkipalvelujen piilosubventiota. Sen vuoksi talletuksiin kytketyt ilmaisupalvelut ovat pankkien näkökulmasta usein verollisia talletuskorkoja tehokkaampi kilpailukeino. Verotuksen palvelutarjontaa vääristävä vaikutus on sitä suurempi, mitä korkeampi on korkotulojen yleinen veroaste.

Tutkimuksessa osoitetaan, miten suomalais-tyyppisessä järjestelmässä, jossa talletuksille saa maksaa säänneltyä, verovapaata korkoa, pankkipalvelujen käyttöön liittyvä kätkeyty verosubventio on vielä suurempi kuin järjestelmässä, jossa kaikki talletuskorot ovat verollisia. Mitä korkeampi on verovapaille käyttelytileille asetettu korkokatto, sitä suurempi on kätkeyty subventio. Tutkimuksessa osoitetaan myös, että verosubvention talletusmarkkinoita vääristävä vaikutus olisi periaatteessa kumottavissa riittävän ankaralla, käyttelytileihin kohdistuvalla kassavarantojärjestelmällä. ■

Wage Determination, Taxes, and Employment: Evidence from Finland

Timo Tyrväinen

E:3

Väitöskirja arvioi verotuksen vaikutusta palkkoihin, työvoimakustannuksiin ja työllisyyteen.

Tutkimuksessa tarkasteltavia veroja ovat tuloverot, työnantajain sotumaksut ja kulutukseen kohdistuva välillinen verotus. Nämä tekijät muodostavat ns. verokiilan. Verokiila mittaa sitä, paljonko työnantajan reaalin työvoimakustannus on suurempi kuin työntekijän käteen jäävä reaali-palkka.

Verokiila vaikuttaa palkkakehitykseen. Nyrkisääntönä voi pitää, että noin puolet verotuksen

kiristymisestä jää elämään korkeampina työvoimakustannuksina. Vastaavasti noin puolet verotuksen kiristymisestä näkyy vähennyksenä palkansaajien käteen jäävässä reaalityössä.

Verotus on kiristynyt voimakkaasti viimeisten kymmenen vuoden aikana Suomessa. Tämän työvoimakustannuksia nostava vaikutus lienee noin 10 prosentin luokkaa, mikä on vähentänyt työllisten määrää useilla prosentilla. Koska verotuksen vaikutukset eivät toteudu heti ja koska veronkorotuksia on tehty vielä 1993–94, verotuksen haittavaikutukset lisännevät vielä tulevina vuosina palkkapaineita ja heikentävät työllisyyden paranemista.

Siirtyminen yhdestä työntekoon tai työn teettämiseen kohdistuvasta veromuodosta toiseen ei ole pitkän aikavälin ratkaisu. Jos halutaan vähentää verotuksen haitallisia vaikutuksia työttömyyteen, on alennettava työntekoon kohdistuvan verotuksen kokonaistasoa. ■

Keskustelualoitteita

Exchange rates and import prices in Finland: Estimation of exchange-rate pass-through

Mika Kuismanen
17/95

Tutkimuksessa analysoidaan tuontihintojen ja valuuttakurssin välistä yhteyttä Suomessa aikavälillä 1980–94. Analyysi keskittyy pass-through-käsitteen ympärille. Kyseisellä termillä tarkoitetaan sitä, miten ulkomaiset yritykset muuttavat Suomeen myytävien hyödykkeiden hintoja Suomen markan ulkoisen arvon muuttuessa. Pass-throughin sanotaan olevan täydellistä silloin, kun hyödykkeen viejä ei muuta omana valuuttanaan olevaa hintaa. Tämä siis merkitsee, että valuuttakurssimuutokset näkyvät kokonaan markkamääräisissä hinnoissa. Jos taas markkamääräiset hinnat eivät muutu valuuttakurssin muuttuessa, ulkomaisen vientiyrityksen saaman hinnan täytyy joustaa. Tutkimuksessa esitetään yksinkertainen teoreettinen malli pass-through-ilmion selittämiseksi ja sovitetaan se Suomen tuontihintoja kuvaavaan tilastoaineistoon. ■

Employment and the Structure of the Finnish Economy.

A Model for Evaluating Scenarios

Johnny Åkerholm – Timo Hämäläinen –
Mika Kuismanen
18/95

Raportissa esitellään yksinkertainen kokonaistaloudellinen malli sen arviomiseksi, kuinka nopea taloudellinen kasvu ja millainen talouden rakenne vaaditaan, jotta Suomen nykyinen työttömyys vähenisi 200 000 henkilöön vuoteen 2000 mennessä.

Mallisimulointien mukaan työttömyys voidaan alentaa 8 prosenttiin eli noin 200 000 työttömään vain, jos talouden kasvu on verrattain nopeaa, yli 6 prosenttia vuodessa, ja se keskittyy yksityisiin palveluihin. Julkisen talouden alijäämää ei voi pienentää kovin nopeasti, koska tarvitaan tulonsiirtoja tai verohelpotuksia tukemaan yksityistä kulutusta. Nimellinen palkkataso työntekijää kohti voi nousta vain 5 prosenttia vuodessa. Kun inflaatiovauhdiksi oletetaan 2 prosenttia, reaalisesti palkat voivat nousta tällöin 3 prosenttia vuodessa. Tämä olisi 0.5 prosenttiyksikköä vähemmän kuin tuottavuuden nousu. ■

Inflation Targeting: Analyzing Indicators of Inflation in Finland

Kaare G. Andersen
19/95

Selvitys tutkii Suomessa käytössä olevia inflaatioindikaattoreita. Eri indikaattorit mittaavat talouden eri alueita, eri otoksia yleisestä hintojen kehityksestä. Kaikilla indikaattoreilla on vahvuutensa ja heikkoutensa, joten indikaattorin valinta on painotuskysymys. Selvityksen empiirinen osa keskittyy inflaatioindikaattorien tilastolistien ominaisuuksien testaamiseen.

Lopuksi tarkastellaan tiettyjä erityiskysymyksiä, jotka tulisi pitää mielessä, kun valitaan inflaatioindikaattoria rahapolitiikan tavoitteeksi. ■

The Consumption Function Revisited: An error-correction model for Finnish consumption

Kari Takala
20/95

Pysyväistulohypoteesin mukaan yksityinen kulu- tus riippuu inhimillisestä pääomasta eli odote-

tuista ansiotuloista ja varallisuudesta. Selvityksessä muotoillaan pysyväistuloteoriaan perustuva ekonometrinen kulutusta selittävä malli, joka perustuu kulutuksen, tulojen ja varallisuuden välisiin pitkän aikavälin riippuvuuksiin. Tutkimuksessa kulutus osoittautui yksikköjoustoiseksi pysyväistulomuuttujaan nähden. Tarkastelujen perusteella laajasti määritelty nettovarallisuus sopii eri varallisuusmittareista parhaiten kulutuksen ennustamiseen ja selittämiseen.

Kulutuksen, tulojen ja varojen lisäksi kulutuksen ennustamisessa voidaan käyttää reaalikorkoja, inflaatiota, työttömyysastetta sekä kestopulutusshyödykkeiden ja lyhytikäisten tavaroiden suhteellista hintaa. Systeemitarkastelujen perusteella näyttää kuitenkin siltä, että tulot ja nettovarallisuus ovat molemmat sidoksissa kulutukseen, joten tilastollisesti erillistä kulutusfunktiota ei tarkkaan ottaen ole olemassa. ■

Nominal Income as an Intermediate Target for Monetary Policy

Jouni Timonen
21/95

Tutkielman tavoitteena on selvittää nimellisen kokonaistuotannon käyttömahdollisuuksia rahapolitiikan välitavoitteena. Aluksi selvitetään rahapolitiikan sääntöjen ja välitavoitteiden logiikkaa. Sitten tarkastellaan teoreettisia tutkimuksia, jotka vertaavat raha-aggregaattien ja nimellisen BKT:n käyttöä rahapolitiikan välitavoitteena. Tämän jälkeen verrataan erilaisten rahapolitiikkasääntöjen empiirisiä ominaisuuksia.

Teoreettisten tutkimusten mukaan ei voida sanoa, että joko nimellisen BKT:n tai raha-aggregaatin käyttöön perustuva rahapolitiikkasääntö olisi kaikissa tilanteissa aina toista parempi. Empiiristen tutkimusten mukaan nimelliseen BKT:seen perustuvat säännöt toimivat kuitenkin paremmin kuin esimerkiksi raha-aggregaattiin perustuvat säännöt. Kirjallisuudessa on esitetty monia erilaisia nimellisen BKT:n sääntöjä, jotka näyttäisivät toimivan suhteellisen hyvin, jos tulosta arvioidaan hintatason ja kokonaistuotannon stabiilisuudella. Yhtä ylivertaista sääntöä ei kuitenkaan voida nostaa esiin. Suomen aineistolla tehdyn simuloinnin mukaan ns. McCallumin sääntö rahaperustaa tai raha-aggregaatti M1:tä käyttäen ei saa simuloituksi nimellistä BKT:tä seuraamaan asetettua tavoiteuraansa. Raha-ag-

gregaatti M2:tä käyttäen tulokset jossakin määrin parantuvat. ■

Korkojen aikarakenne, inflaatio-odotukset ja inflaatio

Maaria Kettunen
22/95

Tutkimuksessa selvitetään kysymystä, sisältääkö korkojen aikarakenne Suomessa tietoa tulevasta inflaatiosta. Aluksi kuvataan korkojen aikarakenteen, inflaatio-odotusten ja inflaation roolia rahapolitiikassa. Tämän jälkeen tarkastellaan korkorakenteen muodostumista koskevia perinteisiä teorioita ja eri korkorakennetyyppejä. Seuraavaksi tutkitaan korkorakenteen ja inflaation teoreettista yhteyttä ja sen pohjalta rakennettuja inflaation muutoksen ennustusmalleja. Empiirisessä osassa esitetään lyhyesti Suomen rahoitusmarkkinoiden muutokset 1980-luvulta lähtien ja tarkastellaan graafisesti inflaatio-odotusten vaikutusta kotimaiseen korkorakenteeseen. Tämän jälkeen arvioidaan sekä graafisesti että F. Mishkinin esittämän inflaation ennustusmallin estimoinnista Suomen aineistolla saatujen tulosten pohjalta korkorakenteen ennustuskykyä inflaatioon nähden.

Kansainvälinen tutkimus tukee käsitystä, jonka mukaan korkojen aikarakennetta voidaan käyttää arvioitaessa tulevaa inflaatiokehitystä. Kotimaisella korkoaineistolla saadut tulokset viittaavat siihen, että alle vuoden pituisten korkojen aikarakenteeseen sisältyy pääasiallisesti tietoa tulevasta reaalikorosta. Yli vuoden pituisilla koroilla puolestaan näyttää olevan jonkin verran kykyä ennustaa tulevaa inflaatiovauhtia. Suomen aineisto ei kuitenkaan anna mahdollisuutta testata tätä ominaisuutta kovin luotettavasti pitkien korkojen aikasarjojen lyhyiden vuoksi. ■

Fiat Exchange in Finite Economies

Dan Kovenock and Casper G. de Vries
23/95

On olemassa kaksi tapaa, joilla rahateoria selittää rahan arvon. Taloutta kuvaavissa malleissa voidaan joko asettaa jokin rajaehto rahan määrälle tai voidaan käyttää ääretöntä määrää markkinoita ja/tai talousyksiköitä. Esitämme kaksi rahatalouden toimintaa kuvaavaa mallia, jotka koskevat äärellisiä talouksia mutta joissa rahan määrää sisältävää rajaehto ei ole asetettu. Ensimmäisessä lä-

hestymistavassa talousyksiköillä on epätäydellistä informaatiota suhteellisesta asemastaan suhdannesyklin suhteen. Toisessa lähestymistavassa tarkastellaan rahan käyttöä maksuvälineenä ns. toistettujen pelien teoriaa käyttäen. ■

Leading Inflation Indicators in Finland: Pairwise Analysis of Granger-Causality and Cointegration

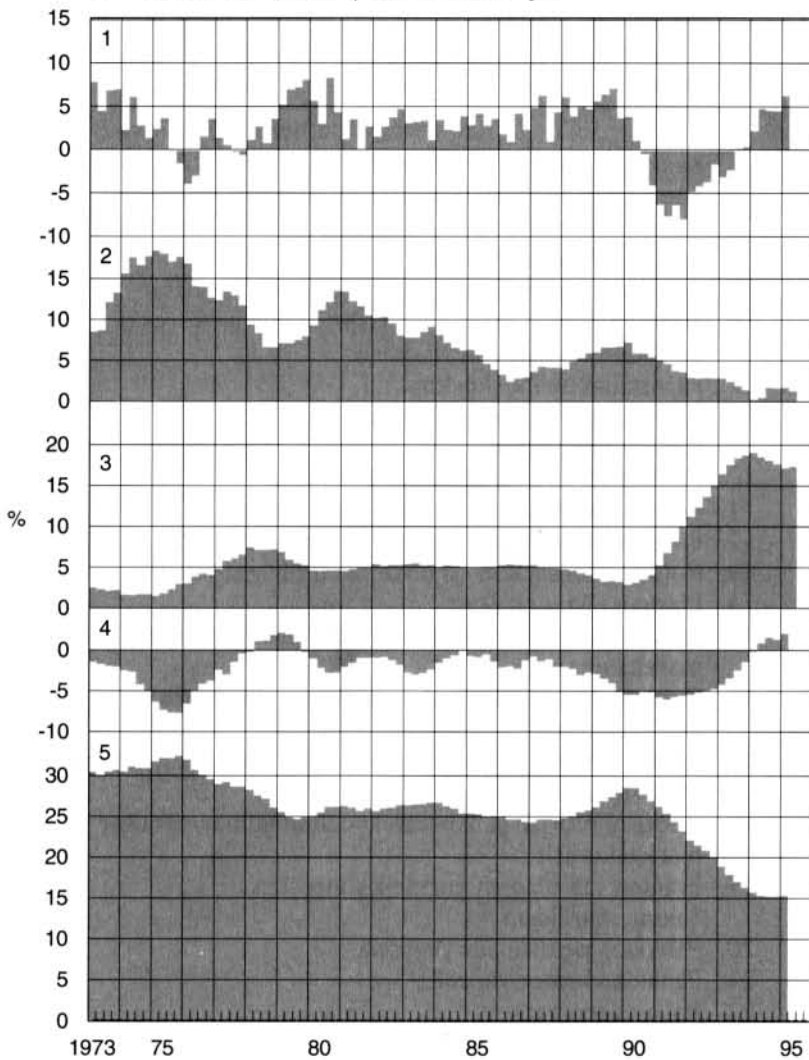
Antti Ripatti
24/95

Tutkimuksessa analysoidaan erilaisten taloudellisten tilastotietojen kykyä ennustaa inflaatiota.

Näitä taloustietoja ovat esimerkiksi raha- ja luottoaggregaatit, korot, varallisuushinnat ja kyselyihin perustuvat barometrimuuttujat. Menetelmänä on tilastosarjojen välisen pitkän ajan samansuuntaisuuden eli yhteisintegroituvuuden ja Grangerin kausaalisuuden testaaminen. Yhteisintegroituvuutta löytyy vain vähän. Ainoastaan rahamarkkinoiden tuottoindeksit ja eräät kustannusmuuttujat käyttäytyvät samansuuntaisesti kulutajahintojen kanssa ja ennustavat inflaatiota yli vuoden etukäteen. Talouden aktiviteettia kuvaavat muuttujat, sekä korot ja laveat raha-aggregaatit, nostavat myös inflaatiota yli vuoden etukäteen. ■

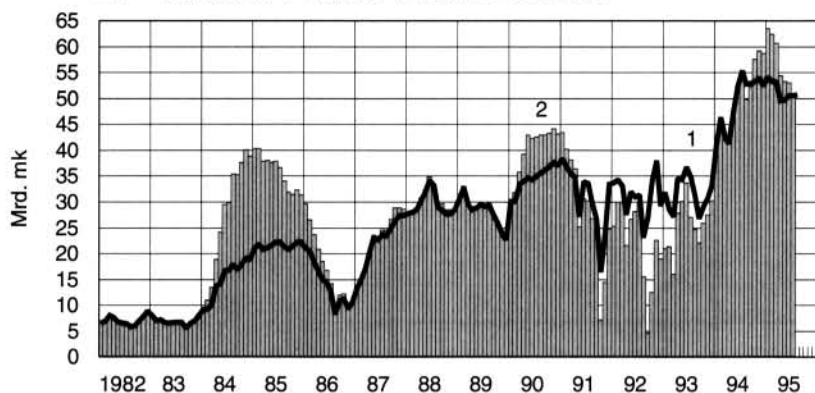
1. Keskeiset tasapainomuuttajat
2. Suomen Pankin valuuttavaranto
3. Valuuttatermiinisopimukset
4. Suomen Pankin korkoja
5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa
6. Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmän korot ja pankkien välinen yön yli -korko
7. Päivittäisiä heliborkorkoja
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja
9. Obligaatiokorkoja
10. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia korkoja
11. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia korkoja
12. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja
13. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja
14. Markan ulkoinen arvo
15. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkakurssit
16. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkakurssit
17. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkakurssit
18. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkakurssit
19. Eräiden valuuttojen kurseja suhteessa Saksan markkaan
20. Pankkien ottolainaus yleisöltä
21. Pankkien luotot yleisölle
22. Raha-aggregaatit
23. Viitekorkoja
24. Pankkien markkaluottokannan korkosidonnaisuudet
25. Pankkien uusien markkaluottojen korkosidonnaisuudet
26. Pankkien uusien asuntoluottojen korkosidonnaisuudet
27. Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet
28. Pankkien talletuskannan rakenne
29. Pankkien talletuskorot
30. Pankkien markkamääräisen anto- ja ottolainauksen keskikorkoja
31. Pankkien uusien kotitalousluottojen keskikorkoja
32. Vaihtotase
33. Suomen ulkomainen nettovelka
34. Maksutase
35. Valtion velka

1. Keskeiset tasapainomuuttujat



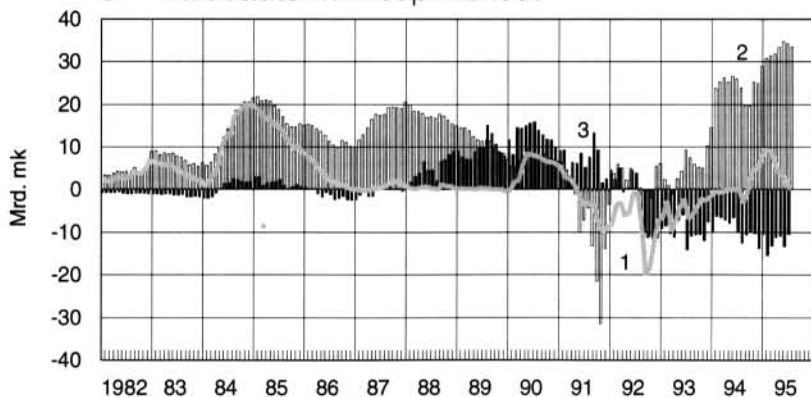
1. BKT, määrän muutos edellisen vuoden vastavasta neljänneksestä, %
2. Kuluttajahinnat, muutos edellisen vuoden vastavasta neljänneksestä, %
3. Työttömyysaste, %
4. Vaihtotaseen yli- tai alijäämä, % BKT:sta
5. Kiinteät investoinnit, % BKT:sta

2. Suomen Pankin valuuttavaranto



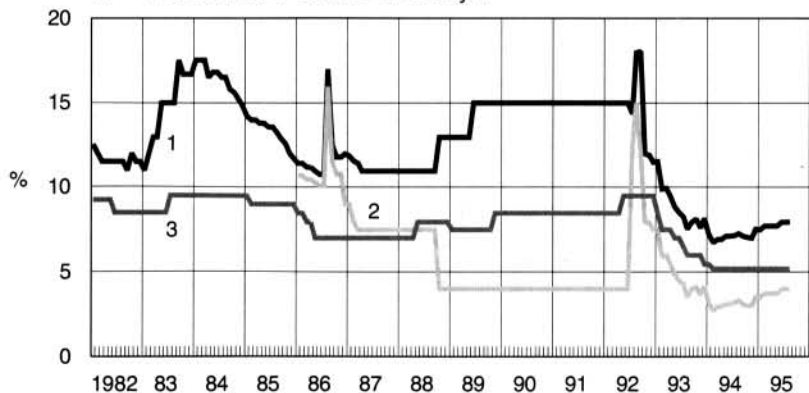
1. Vaihdettava valuuttavaranto
2. Vaihdettava valuuttavaranto + termiinasema

3. Valuuttatermiinisopimukset



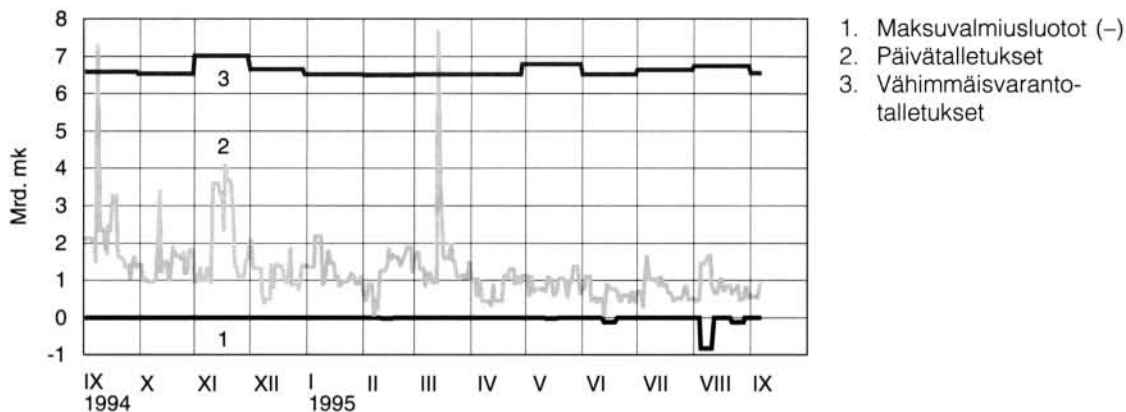
1. Suomen Pankin termiinisopimukset, valuutan netto-ostot
2. Suomalaisten pankkien termiinisopimukset suomalaisten asiakkaiden kanssa, valuutan netto-ostot
3. Suomalaisten pankkien termiinisopimukset ulkomaisten asiakkaiden kanssa, valuutan netto-ostot

4. Suomen Pankin korkoja

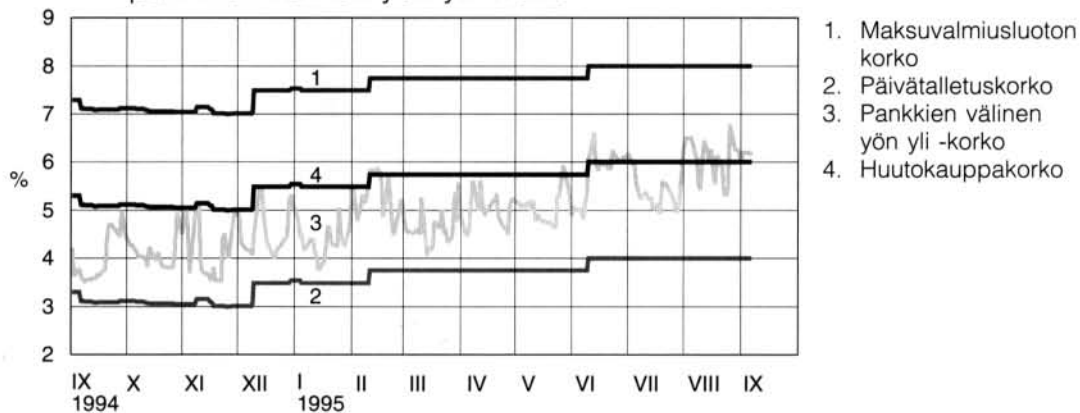


1. Maksuvalmiusluoton korko (ennen 3.7.1992 päiväluottokorko)
2. Päivätalletuskorko
3. Peruskorko

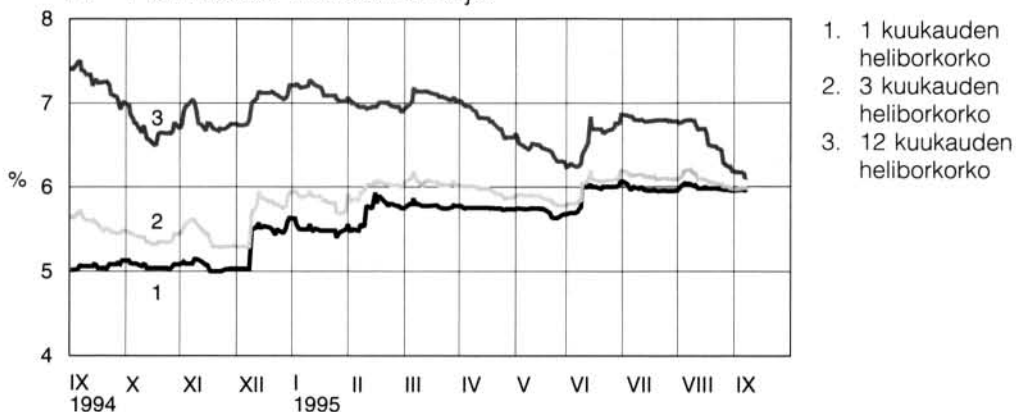
5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa



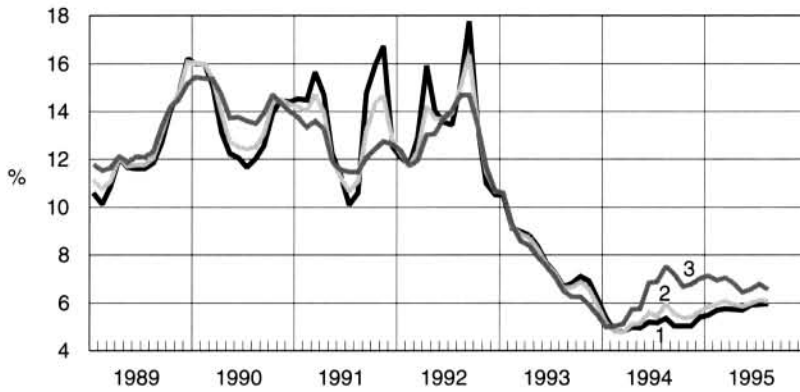
6. Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmän korot ja pankkien välinen yön yli -korko



7. Päivittäisiä heliborkorkoja



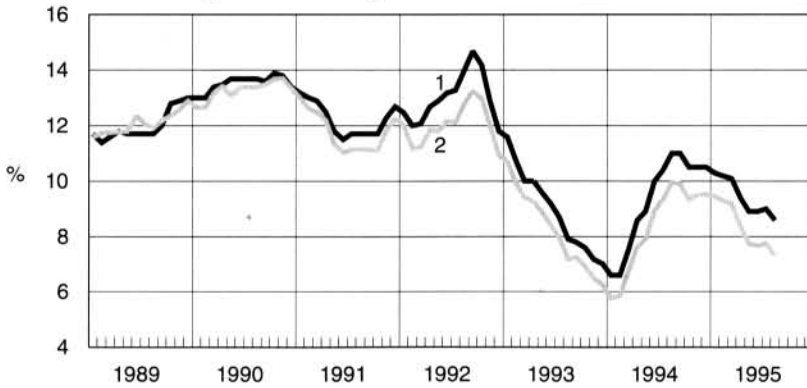
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja



Kuukausikeskiarvoja

1. 1 kuukauden heliborkkorko
2. 3 kuukauden heliborkkorko
3. 12 kuukauden heliborkkorko

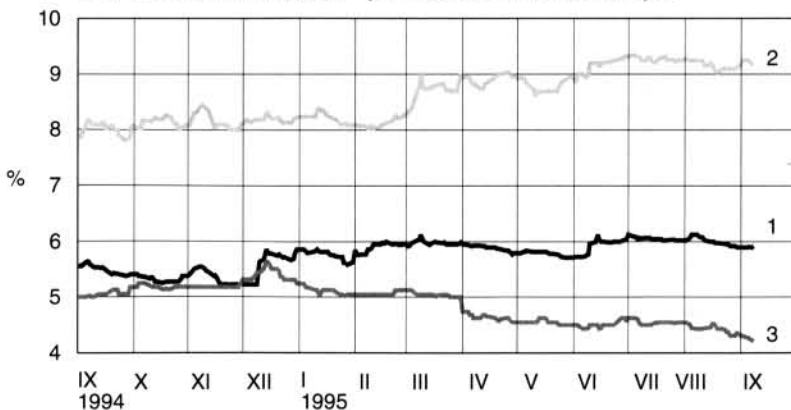
9. Obligaatiokorkoja



Kuukausikeskiarvoja

1. Suomen Pankin 5 vuoden viitekorko
2. Valtion 4-5 vuoden verollisten obligaatioiden tuotto

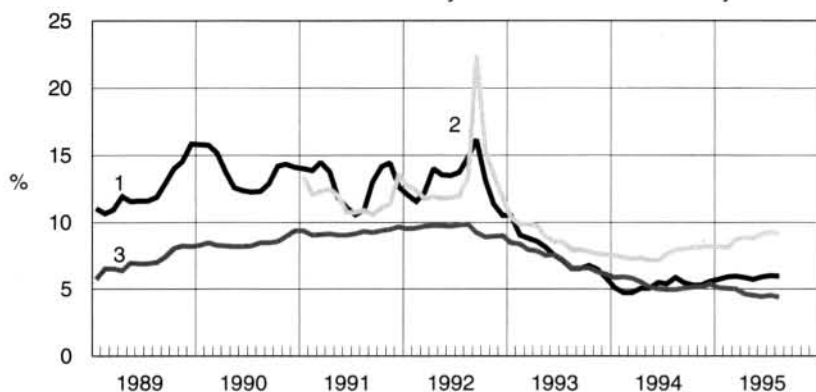
10. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia korkoja



3 kuukauden korkoja

1. Heliborkkorko
2. Ruotsin stiborkkorko
3. Saksan markan eurokorko

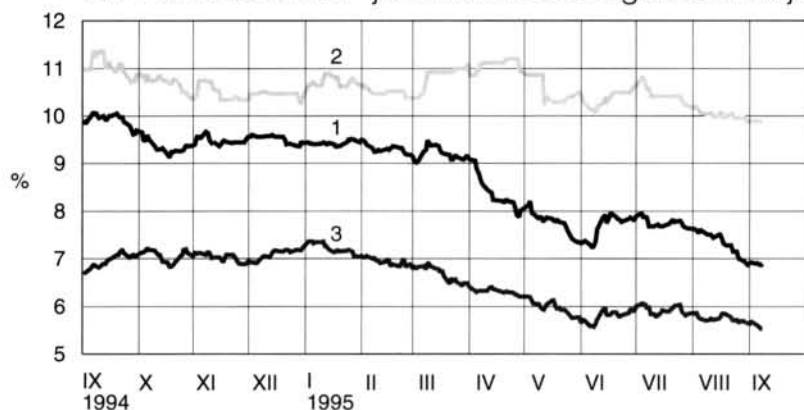
11. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia korkoja



3 kuukauden korkoja

1. Heliborkorko
2. Ruotsin stiborkorko
3. Saksan markkan eurokorko

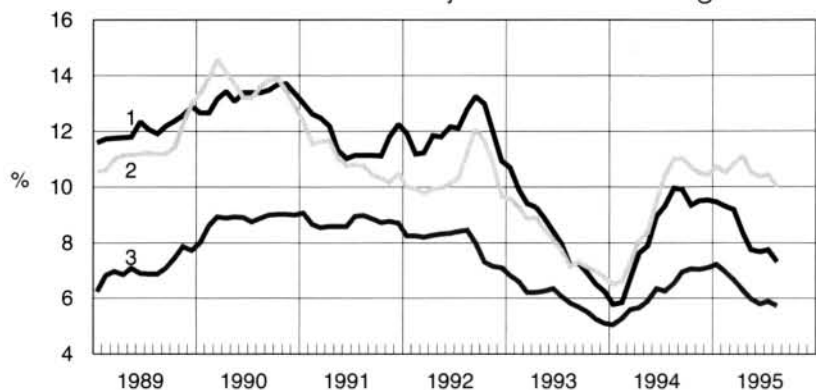
12. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja



5 vuoden obligaatiokorkoja

1. Suomen valtio
2. Ruotsin valtio
3. Saksan valtio

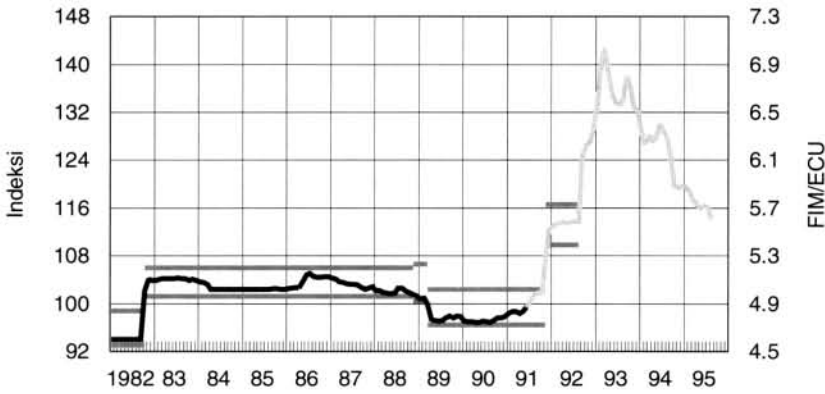
13. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja



5 vuoden obligaatiokorkoja

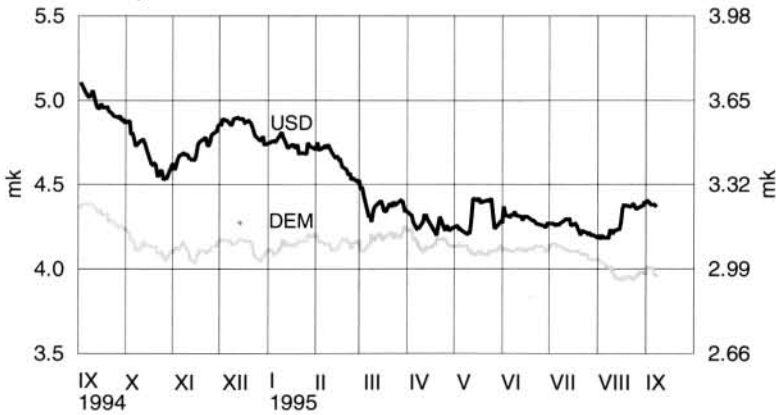
1. Suomen valtio
2. Ruotsin valtio
3. Saksan valtio

14. Markan ulkoinen arvo



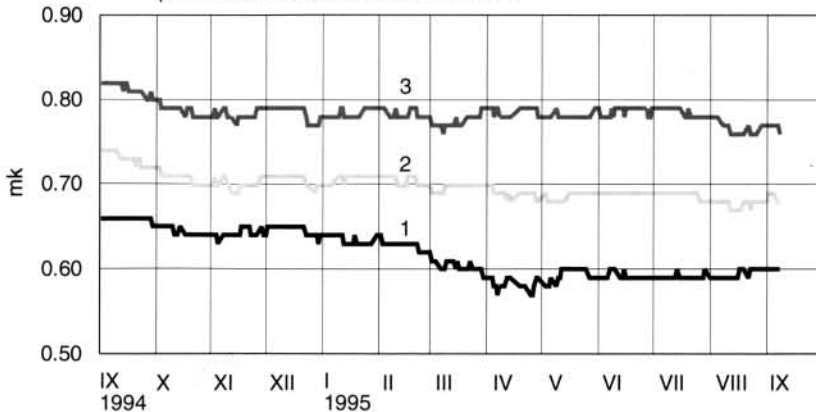
- Kuukausikeskiarvoja
- Suomen Pankin valuuttaindeksi ennen 7.6.1991.
- Ecun markkakurssi 7.6.1991 alkaen.
- Markan kurssi kelluu 8.9.1992 lähtien.

15. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkakurssit



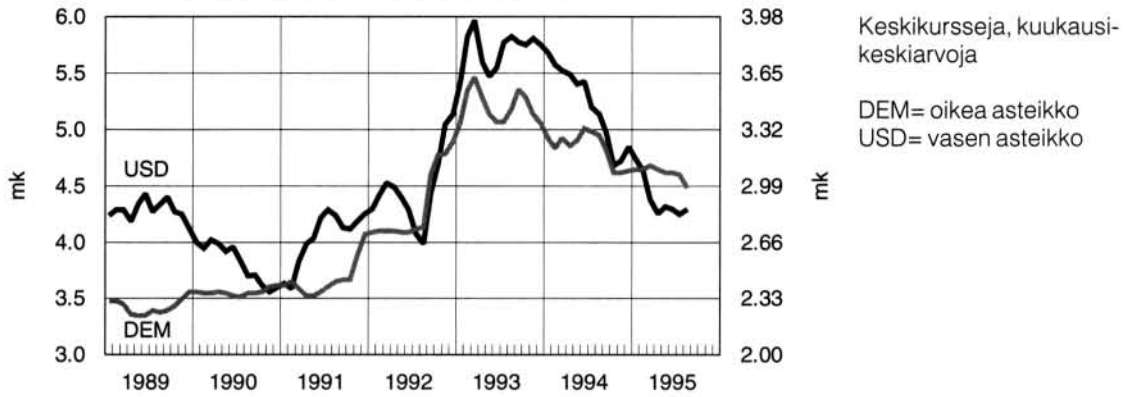
- Keskikursseja
- DEM = oikea asteikko
- USD = vasen asteikko

16. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkakurssit

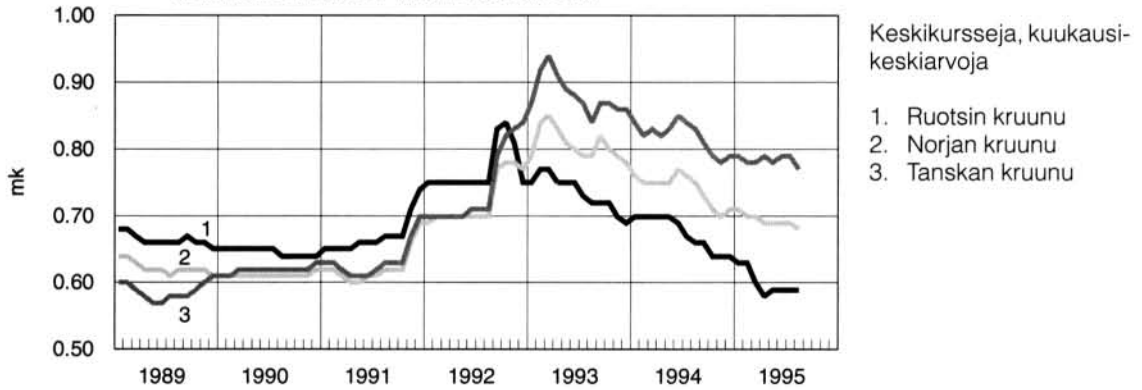


- Keskikursseja
- 1. Ruotsin kruunu
- 2. Norjan kruunu
- 3. Tanskan kruunu

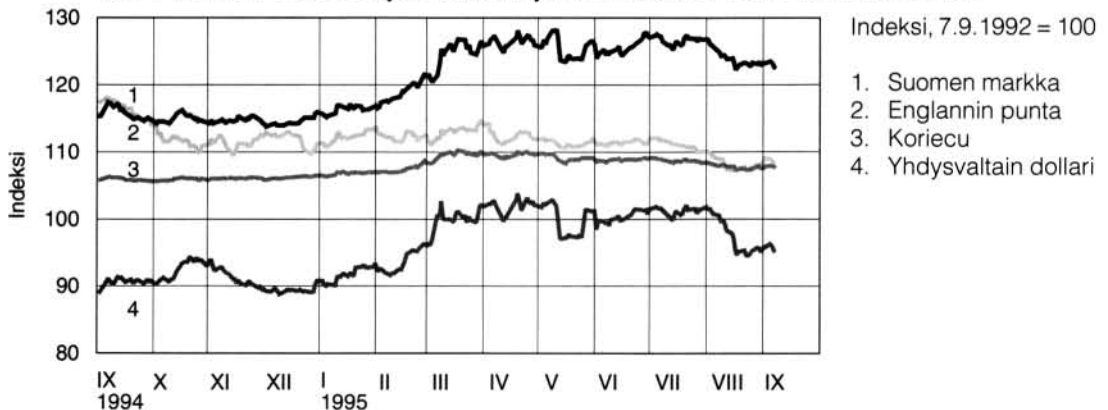
17. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkkurssit



18. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkkurssit



19. Eräiden valuuttojen kurssit suhteessa Saksan markkaan



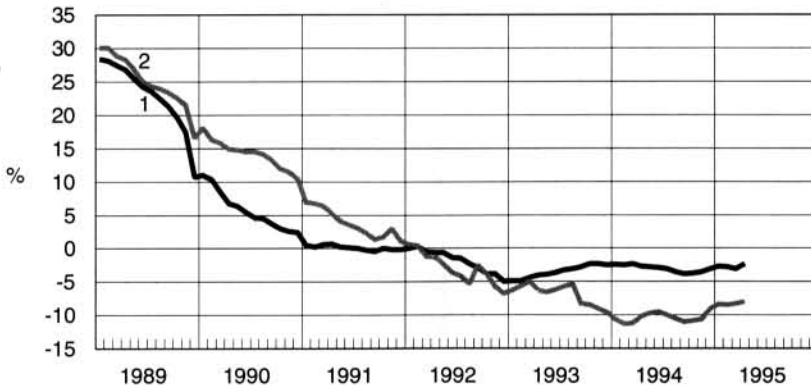
20. Pankkien ottolainaus yleisöltä



1. Markkatalletukset
2. Koko ottolainaus

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

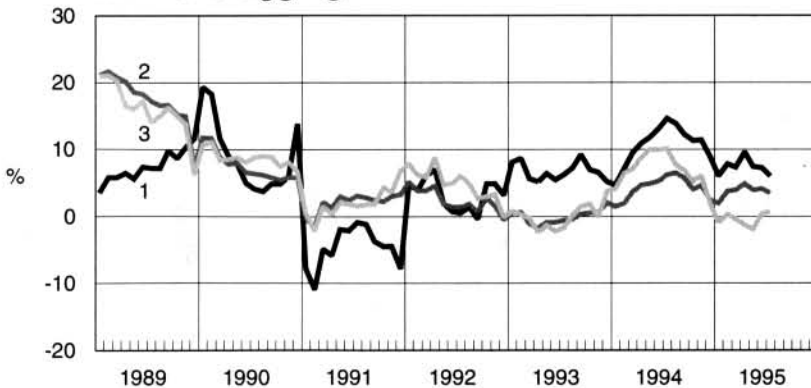
21. Pankkien luotot yleisölle



1. Markka-antolainaus
2. Markka- ja valuuttaluotot

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

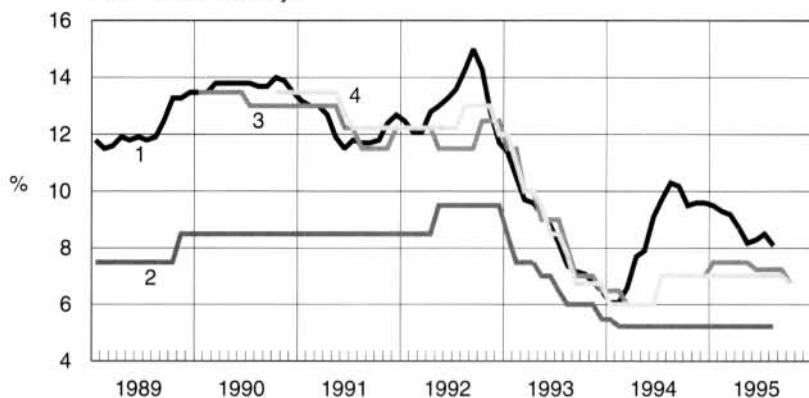
22. Raha-aggregaatit



1. Suppea raha (M1)
2. Lavea raha (M2)
3. Lavea raha + yleisön hallussa olevat pankkien sijoitustodistukset (M3)

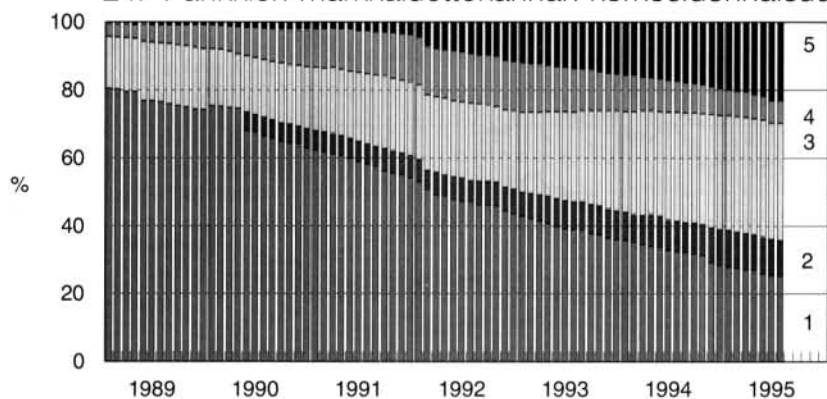
Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

23. Viitekorkoja



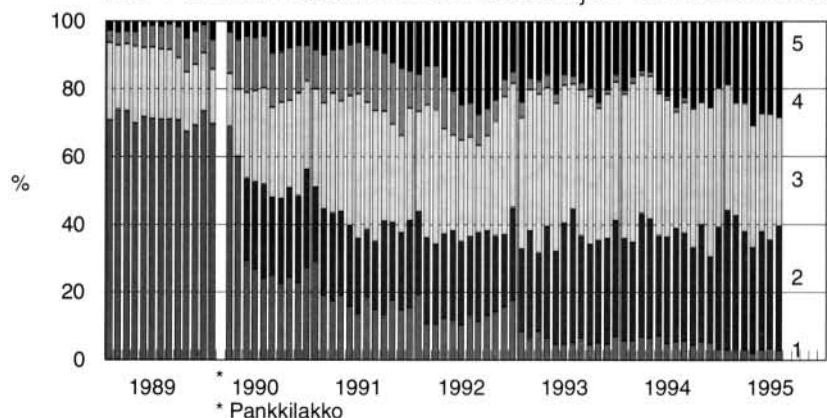
1. Suomen Pankin kolmen vuoden viitekorko
2. Peruskorko
3. Postipankki Oy:n primekorko
4. Osuuspankkiryhmän primekorko

24. Pankkien markkaluottokannan korkosidonnaisuudet



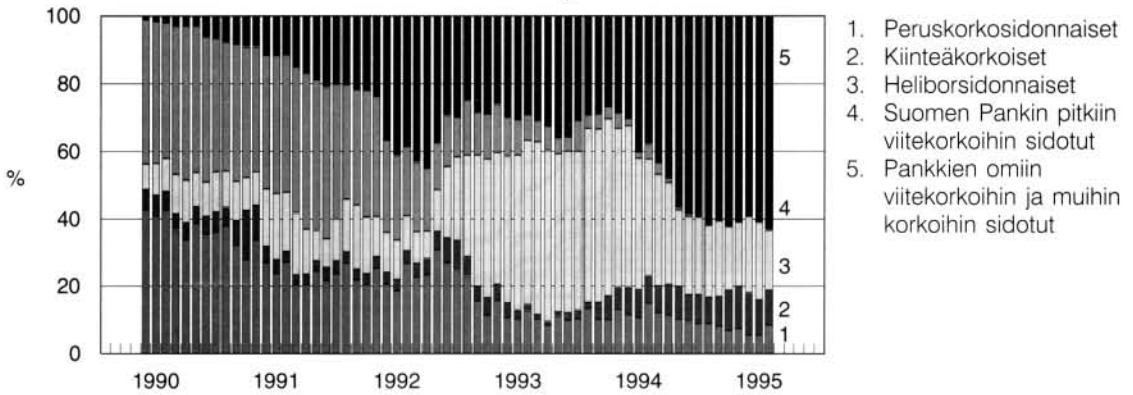
1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Pankkien omiin viitekorkoihin ja muihin korkoihin sidotut

25. Pankkien uusien markkaluottojen korkosidonnaisuudet

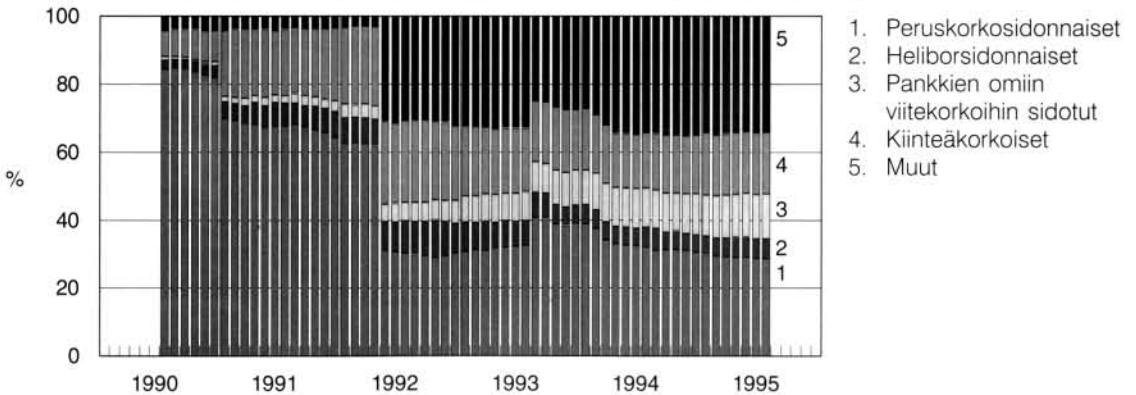


1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Pankkien omiin viitekorkoihin ja muihin korkoihin sidotut

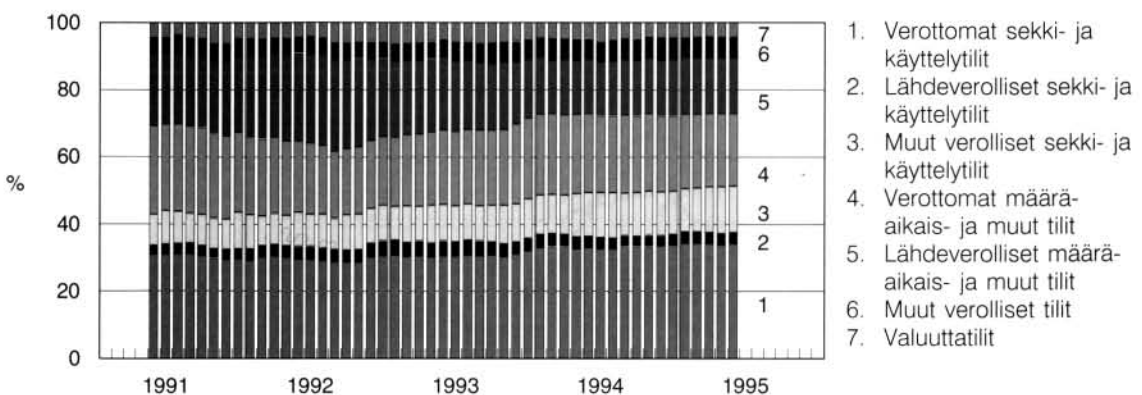
26. Pankkien uusien asuntoluottojen korkosidonnaisuudet



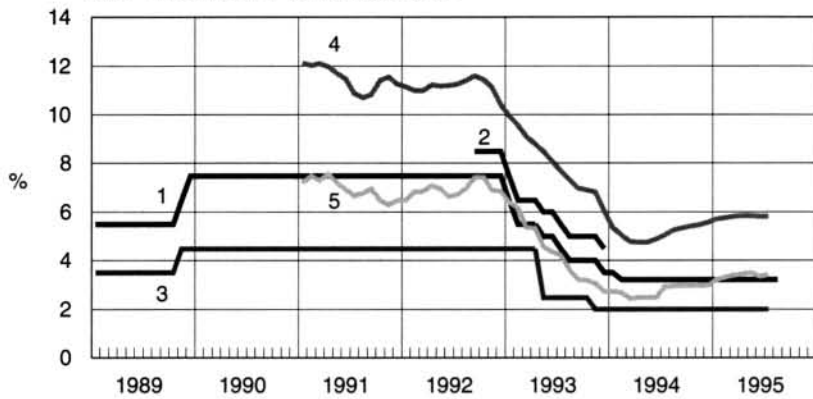
27. Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet



28. Pankkien talletuskannan rakenne

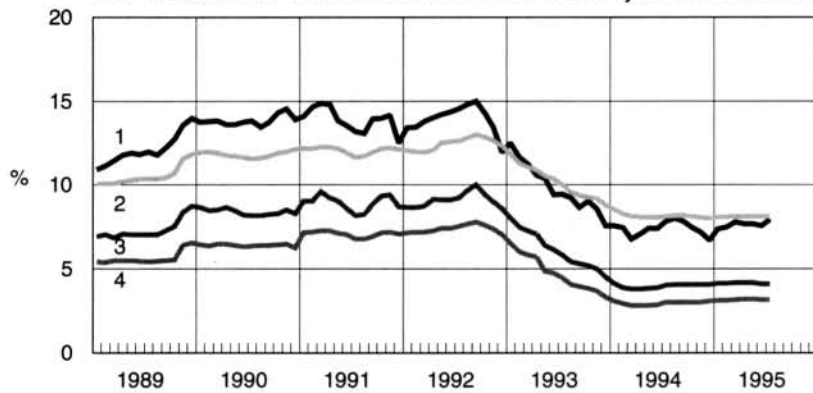


29. Pankkien talletuskorot



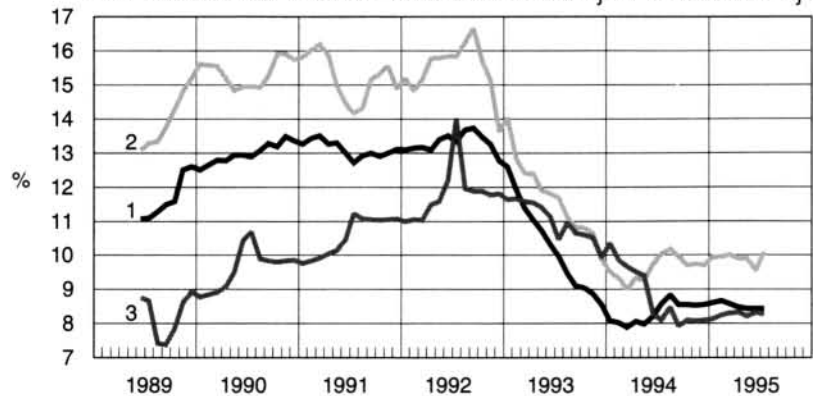
1. 24 kuukauden verottoman talletustilin korko
2. 36 kuukauden verottoman talletustilin korko
3. Verottoman käyttelytilin enimmäiskorko
4. Lähdeverollisten määräaikaistilien keskiporko
5. Lähdeverollisten käyttelytilien keskiporko

30. Pankkien markkamääräisen anto- ja ottolainauksen keskiporkoja



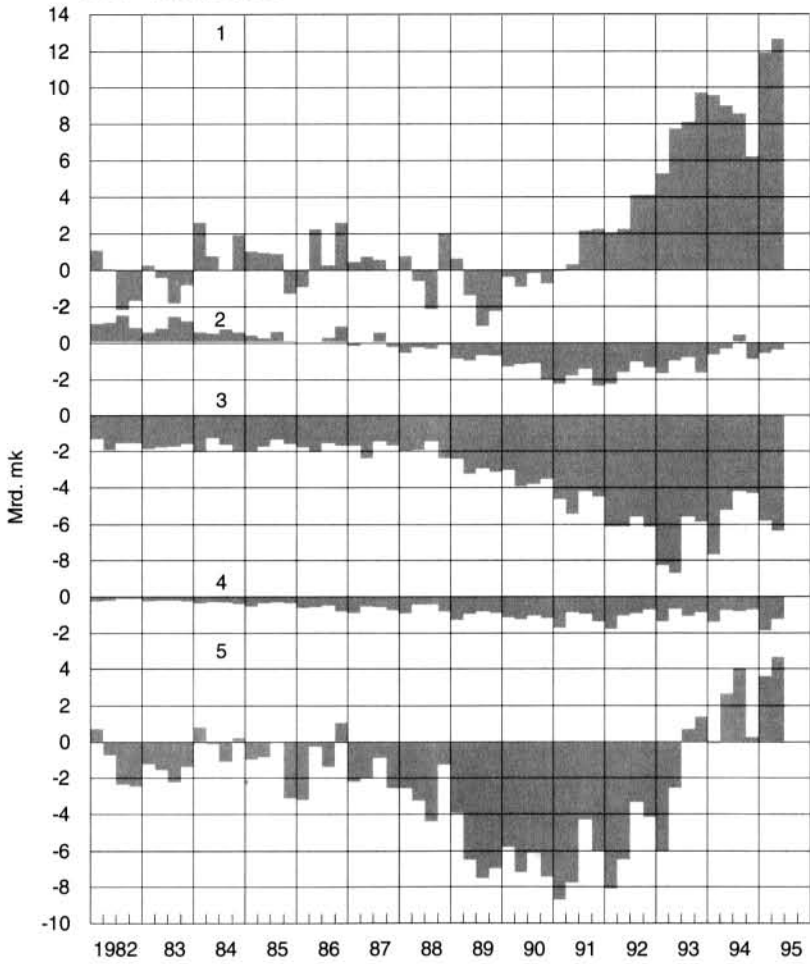
1. Uusi antolainaus
2. Antolainauskanta
3. Koko ottolainaus
4. Talletukset

31. Pankkien uusien kotitalousluottojen keskiporkoja



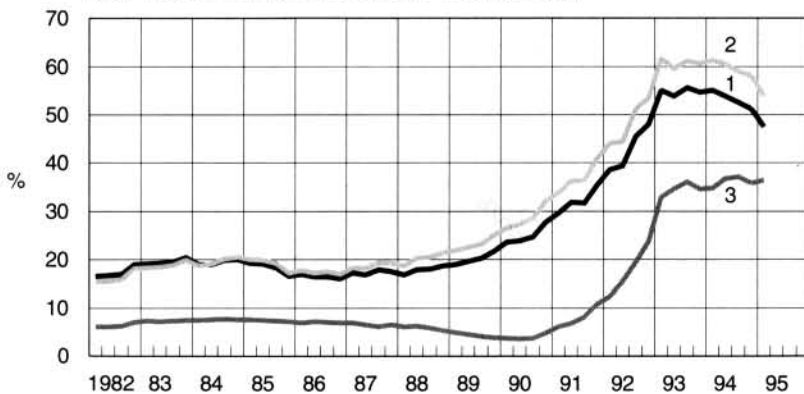
1. Asuntoluotot
2. Kulutusluotot
3. Opintoluotot

32. Vaihtotase



1. Kauppatase
2. Palvelutase
3. Pääomakorvaukset
4. Tulonsiirrot ja muut
5. Vaihtotase

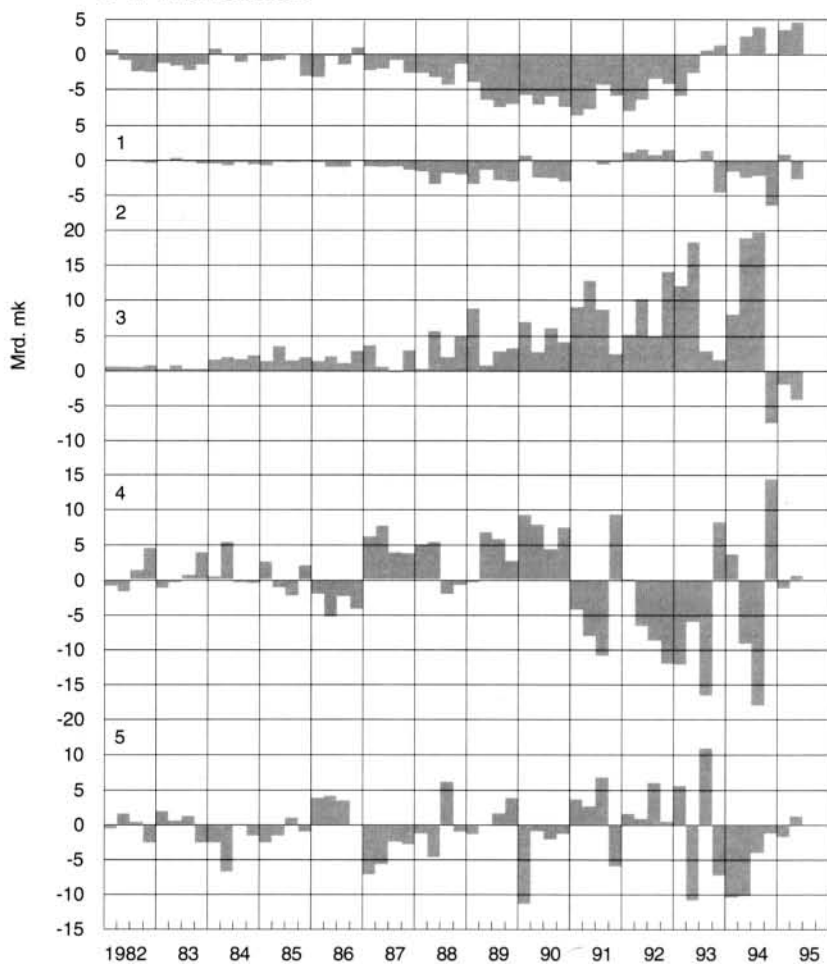
33. Suomen ulkomainen nettovelka



1. Koko nettovelka
2. Nettovelka ilman suoria sijoituksia
3. Valtion ulkomainen nettovelka

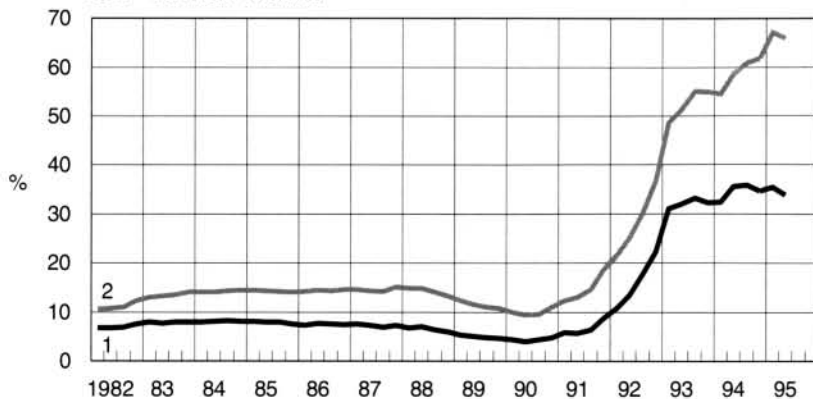
% BKT:sta

34. Maksutase



1. Vaihtotase
2. Suorat sijoitukset
3. Portfoliosijoitukset
4. Muut sijoitukset
5. Suomen Pankin valuuttavarannon muutos (lisäys = -)

35. Valtion velka



1. Valuuttamääräinen
 2. Yhteensä
- % BKT:sta