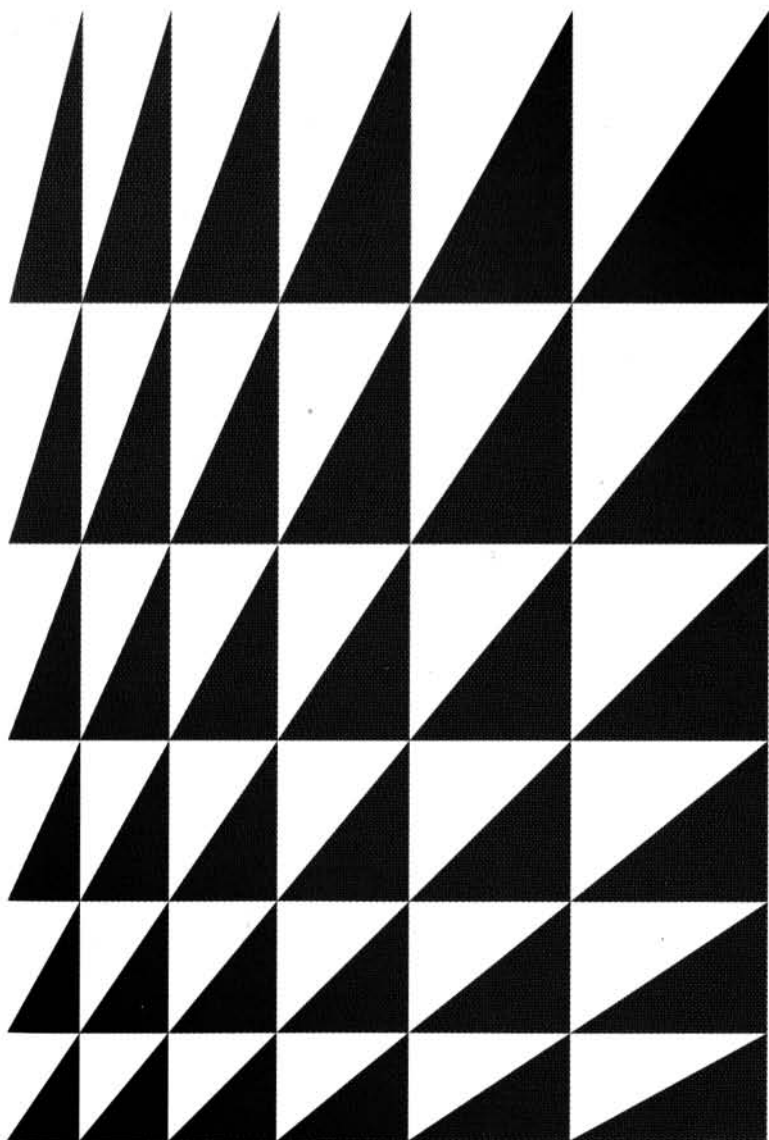

MARKKA & TALOUS

1 · 1994



SUOMEN
PANKKI

•

FINLANDS
BANK



2. vuosikerta/2:a årgången

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

Sisällys

Helka Jokinen

Taloudellinen kehitys ja rahapolitiikka 3

Johnny Åkerholm

Miten markka on kellunut? 9

Airi Heikkilä

Ulkomaisten suorien sijoitusten
laajuus ja kannattavuus Suomessa 15

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita
koskevia toimenpiteitä 21

Rahapolitiikan välineet 22

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja 26

Kuviot KI

Suomen Pankki

Finlands Bank

PL/PB 160

00101 HELSINKI

00101 HELSINGFORS

Puhelin/Telefon (90) 1831

Telefax (90) 174 872

Toimitusneuvosto

Redaktionsråd

Kaarlo Jännäri,
puheenjohtaja/ordförande

Antti Juusela

Heikki Koskenkylä

Pentti Pikkarainen

Johnny Åkerholm

Päätoimittaja

Chefredaktör

Antero Arimo

Toimittaja

Redaktör

Marja Hirvensalo-Niini

Tilaukset

Beställningar

Puh./Tel. (90) 183 2634

Painopaikka/Tryckeri

Painatuskeskus Oy, 1994

Lähde mainittava

lainattaessa.

Vid citat skall källan anges.

ISSN 1236-4231

Taloudellinen kehitys ja rahapolitiikka

Helka Jokinen
ekonomisti
rahapolitiikan osasto
21.3.1994

Luottamus Suomen talouspolitiikkaan on lisääntynyt. Viennin kasvu jatkuu, inflaatio on ennätyskellisen matala, korot ovat laskeneet ja markka on vahvistunut. Työttömyys ja julkisen talouden suuri budjettivaje rasittavat kuitenkin edelleen taloutta.

Suomen taloudessa on viime kuukausina ollut merkkejä talouden kääntymisestä nousuun. Vientiteollisuuden kasvu esimerkiksi on teollisuusmaiden nopeinta. Tämän lisäksi kotimarkkinoiden toimialojen tuotanto ei näytä enää supistuvan. Kuluttajahintojen nousu on lähes pysähtynyt. Luottamus Suomen talouspolitiikkaan on ulkoisen tasapainon parantuessa lisääntynyt, ja rahapolitiikka on saanut enemmän liikkumavaraa. Suomen Pankki onkin sallinut korkojen laskea, koska inflaatiopaineita ei ole ollut näkyvissä. Korkojen lasku puolestaan on auttanut monia vaikeuksissa olleita yrityksiä. Myönteisen kehityksen ohella taloudessa on kuitenkin edelleen ongelmia. Työttömyys jatkuu suurena ja julkista taloutta rajoittaa suuri budjettivaje.

Kun luottamus talouteen on kasvanut, pääomanliikkeet ovat kääntyneet Suomeen päin. Suomen Pankki on ohjannut markan vahvistuspaineita valuuttakurssiin ja korkoihin noudattaen periaatetta, ettei suuria yhtäkkisiä vaihteluja kummassakaan haluta. Tämän vuoksi keskuspankki on ostanut valuuttaa valuuttamarkkinoilla, mikä on kasvattanut valuuttavarrannon ennätyskellisen suureksi.

Talous kaipaa investointeja nousun vauhdittajaksi

Kokonaistuotanto supistui vielä viime vuonna, vaikkakin vuoden jälkipuoliskolla aktiviteetti kääntyi jo nousuun. Tilastokeskuksen ennakkotietojen mukaan bruttokansantuote pieneni viime vuonna 2.6 prosenttia edellisestä vuodesta. Kuukausikuvaajan mukaan kokonaistuo-

tanto on noussut viime kesästä lähtien. Marras- ja joulukuussa kokonaistuotannon kuukausikuvaaja osoitti 0.7 ja 1.4 prosentin nousua edellisen vuoden vastaavista kuukausista. Merkillä pantavaa

on, että kahdentoista kuukauden muutoksena mitattuna kuukausikuvaaja kasvoi tätä ennen viimeksi elokuussa 1990. Tuotannon kasvu perustui edelleen teollisuustuotannon ripeään kehitykseen viennin ansiosta, mutta myös energiahuolto, maatalous ja liikenne kääntyivät kasvuun. Teollisuustuotanto kasvoi tammikuussa kahdentoista kuukauden muutoksena mitattuna 9 prosenttia. Myös syvimmissä lamassa olleella palvelusektorilla oli merkkejä laman hellittämisestä. Erityisesti auto- ja kodinkonekauppa piristyivät vuodenvaihteessa.

Yritysten rahoitusasema parani vuoden 1993 aikana. Yritykset keskittyivät rahoitusrakenteensa vahvistamiseen, joten investoinnit vähenivät viime vuonna lähes 20 prosenttia. Näyttää siltä, että investointeihin ei ryhdytä lamakokemuksien jälkeen helposti. Toisaalta yritysten parantunut kannattavuus, käyttöasteen nousu ja pienentyneet velat antavat aiheen odottaa uusia investointeja, kuitenkin suuremmassa määrin vasta 1995. Kulutuskysyntä on edelleen heikkoa. Heikkoa kysyntää selittää kotitalouksien korkea säästämisaste, jossa heijastuvat laajan työttömyyden synnyttämä epävarmuus ja halu pienentää velkoja.

Työttömyyden kasvuvauhti hidastui vuoden loppua kohti, mutta tammikuussa Tilastokeskuksen kausipuhdistettu työttömyysaste saavutti uuden ennätysten eli 20 prosenttia.

Pitkäaikaistyöttömiä eli yli vuoden työttömänä olleita oli jo yli kaksinkertainen määrä edelliseen vuoteen verrattuna.

Markan heikkeneminen lisäsi ulkomaista velkaa

Viennin määrä kasvoi viime vuonna 17 prosenttia edellisestä vuodesta. Kauppatase oli viime vuonna yli 30 mrd. markkaa ylijäämäinen, ja 12 kuukauden ylijäämä kasvoi tammikuussa edelleen 32 mrd. markkaan. Vaihtotaseen alijäämä supistui viime vuonna 5.5 mrd. markkaan ja edelleen tammikuun ylijäämän jälkeen 12 kuukauden ajalta 4.3 mrd. markkaan. Ulkomaisista lainoista maksettavat pääomankorvaukset jarruttavat osaltaan vaihtotaseen paranemista.

Suomen ulkomainen nettovelka oli viime vuoden lopussa 277 mrd. markkaa. Nettovelka kasvoi edellisestä vuodesta 35 mrd. markkaa. Nettovelan suhde bruttokansantuotteeseen kasvoi 51 prosentista 59 prosenttiin. Markan heikkeneminen vuoden aikana vaikutti pääosin nettovelan kasvuun; vaihtotase lisäsi nettovelkaa vain 5.5 mrd. markkaa. Suomen Pankin uuden kuukausittaisen maksutasetiedotteen mukaan ulkomainen nettovelka oli kasvanut tammikuussa 278 mrd. markkaan.

Valtiontalouden tilanne hieman parantunut

Valtiontalouden viime vuoden tuloalijäämä oli 52 mrd. markkaa. Verotulot supistuivat palkkasumman pienenemisen ja heikon kotimaisen kysynnän vuoksi. Valtion menoja lisäsivät suuri työttömyys ja korkomenojen huomattava kasvu. Säästötoimien vuoksi valtion kulutusmenot vähenivät reaalisesti ja myös julkiset investoinnit supistuivat. Pankkituki oli viime vuonna 9.5 mrd. markkaa, mikä on yli kymmenen miljardia markkaa vähemmän kuin vuonna 1992. Valtion nettorahoitustarve oli joulukuun lopussa koko vuodelta 67 mrd. markkaa, mikä on 5 mrd. markkaa vähemmän kuin vuonna 1992.

Valtion lainanotto väheni viime vuoden loppua kohti. Valtionvelka oli helmikuun lopussa 270 mrd. markkaa (noin 55 % BKT:stä), ja siitä oli runsaat puolet valuuttamääräistä velkaa. Valtion velkaantumisvauhti on tasaantunut ja lainaa arvioidaan tarvittavan kuluvana vuonna nettomääräisesti 68 mrd. markkaa.

Hallitus on aloittanut vuoden 1995 talousarvioesityksen valmistelut neuvottelemalla eri ministeriöiden menokehyksistä. Hallitus pyrkii talousarvioesityksessään supistamaan menot reaalisesti vuoden 1991 tasolle eli 179 mrd. markkaan ilman Suomen mahdollisen EU-jäsenyyden vaikutuksia. Tämä edellyttää noin 10 mrd. markan verran uusia säästöjä. Helmikuun lisätalousarvioesityksessä hallitus antoi eduskunnalle esityksen erityisistä investointihyvityksistä, joiden tarkoituksena on houkuttaa yrityksiä aikaistamaan investointejaan. Samassa yhteydessä esitettiin julkisten investointien ja hankintojen aikaistamista.

Inflaatio ennätysellisen matala

Heikko kotimainen kysyntä, nopea korkojen aleneminen ja markan vahvistuminen ovat pysäyttäneet kuluttajahintojen nousun. Kuluttajahinnat nousivat 12 kuukauden muutoksena mitattuna tammikuussa ennätysellisen vähän eli 0.2 ja helmikuussa 0.3 prosenttia (kuvio 1). Vielä joulukuussa vastaava hintojen nousu oli 1.5 prosenttia ja vuoden 1993 keskimääräinen inflaatio 2.2 prosenttia. Korot alensivat kuluttajahintaindeksiä helmikuusta helmikuuhun 1.3 prosenttiyksikköä. Inflaatio on nyt Suomessa hitain läntisistä teollisuusmaista.

Pohjainflaatioindikaattori, jossa kuluttajahintaindeksistä on poistettu asumisen pääomakustannusten, julkisten tukipalkkioiden ja välisten verojen vaikutus, laski tammikuussa kahdentoista kuukauden muutoksena mitattuna 1.9 prosenttiin joulukuun 3.3 prosentista (kuvio 1). Tammikuuta edeltäneen puolen vuoden aikana pohjainflaatioindikaattori nousi vain 0.4 ja laski kolmen kuukauden aikana peräti 1.8 prosenttia vuositasolle muunnettuna. Pohjainflaatioindikaattorin kehityksessä heijastuivat tuontihintojen ja kotimaisen kustannustason kurissa pysyminen.

Jos hinnat eivät mistään erityisestä syystä lähikuukausina nouse, kuluttajahintaindeksillä mitattu inflaatio tulee pysymään lähellä nolaa. Samoin odotetaan pohjainflaatioindikaattorilla mitatun inflaation edelleen laskevan. Ensi kesäkuussa voimaan tuleva arvonlisäverouudistus nostaa kuluttajahintaindeksiä noin 1 1/2 prosenttiyksikköä. Ratkaisevaa kuluttajahintaindeksin kannalta on, millä viipeellä arvonlisäveron vaikutukset välittyvät kuluttajahintoihin.

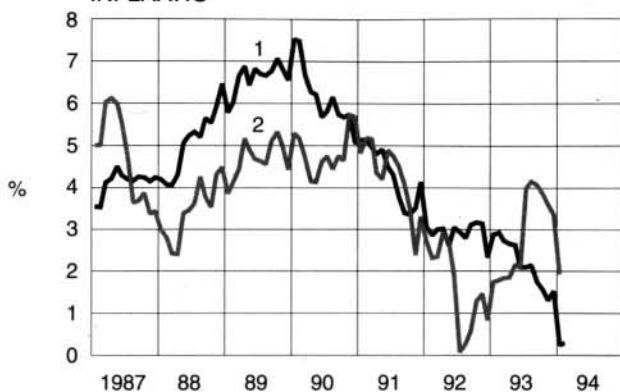
Tästä on esitetty hyvin erilaisia arvioita. Arvonlisävero voi periaatteessa siirtyä hintoihin heti. Toinen ääritapaus olisi, ettei etenään palvelusektorilla olisi varaa lisätä veroa hintoihinsa seuraavan vuoden aikana. Todellisuus lienee näiden väliltä; suurin osa arvonlisäverosta siirtynee hintoihin kuluvana vuonna ja loppuosa myöhemmin. Arvonlisäveron vaikutus poistetaan pohjainflaatioindikaattorista ja se joudutaan ajallisesti poistamaan ilman, että tiedetään veron todellista ajallista siirtymistä hintoihin. Jos veroindeksin pohjalta tehty arvio poikkeaa todellisesta hintojen noususta, myös pohjainflaatioindikaattorilla mitattu inflaatio poikkeaa toteutuneesta hintakehityksestä.

Vaikka hinnat ovat nousseet erittäin hitaasti, on olemassa merkkejä päinvastaisestakin. Varallisuushinnoista etenkin puun kantohinnat ovat kääntyneet nousuun (kuvio 2). Joulukuusta tammikuuhun raaka-puun hinta nousi keskimäärin 2.7 prosenttia ja puolen vuoden aikana peräti 14.4 prosenttia. Paineita hinnankorotukseen aiheutti teollisuuden akuutti raaka-ainepula, joka sai teollisuuden jo vuoden lopulla maksamaan väliaikaisesti normaalia kalliimpia hintoja. Metsäkaupan osapuolet tekivät helmikuussa sopimuksen, jossa sovittiin puun keskihintatasosta yhdeksi vuodeksi eteenpäin. Sopimuksen mukaan kantohinnat nousevat keskimäärin 8 prosenttia joulutammikuun tasolta.

Asuntojen hinnat ovat olleet koko maassa hienoisessa nousussa viime vuoden toisesta vuosineljänneksestä lähtien. Pääkaupunkiseudun pienten asuntojen hinnat ovat jonkin verran vaihdelleet. Ne kääntyivät indikaattoritietojen mukaan marras-joulukuun lievän laskun

KUVIO 1.

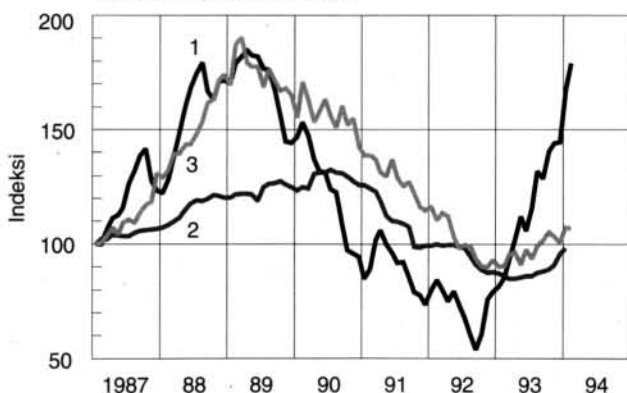
INFLAATIO



1. Kuluttajahintaindeksi
2. Pohjainflaatioindikaattori

KUVIO 2.

VARALLISUUSHINTOJA



Tammikuu 1987 = 100

1. Pörssikurssit
2. Puun kantohinnat
3. Asuntojen hinnat (pääkaupunkiseudun pienet asunnot)

jälkeen tammikuussa jälleen nousuun ja pysyivät helmikuussa lähes tammikuuisella tasolla. Viimeisten kuuden kuukauden aikana pienten asuntojen hinnat ovat nousseet 8 prosenttia (kuvio 2). Kyseisten asuntojen kauppa vilkastui helmikuussa selvästi vuoden vaihteesta.

Korkojen lasku kumentanut osakemarkkinoita

Syys-lokakuisen osakekurssien jyrkän nousun jälkeen tilanne osakemarkkinoilla rauhoittui, mutta heti vuoden vaihteen jälkeen pörssikurs-

sit nousivat uudelleen jyrkästi (kuvio 2). Osakekurssien nousua ylläpiti sekä ulkomaalaisten että suomalaisten sijoittajien ostorynnistys. Yleisindeksillä mitattuna pörssikurssit nousivat tammikuussa 20 prosenttia. Teollisuusosakkeiden hinnat kohosivat hieman yleisindeksiä vähemmän, mutta pankkiosakkeiden hinnat nousivat 23 prosenttia. Tammikuun osakevaihto Helsingin Arvopaperipörssissä oli enemmän kuin vuonna 1991 yhteensä.

Helmikuun alussa, ennen Yhdysvaltain keskuspankin koron noston aiheuttamaa laskua, pörssikurssit olivat yleisindeksillä mitaten lähes huippuvuoden 1989 tasolla ja teollisuusosakkeiden hinnat olivat jo ohittaneet tämän huipun. Kurssien nousua tukivat laskevien korkojen lisäksi uusien emissioiden puute ja sijoitusrahastojen huomattava kasvu vuoden vaihteen molemmin puolin. Yritysten ja pankkien tilinpäätöstietojen julkistaminen helmikuun aikana aiheutti vaihtelua osakekurseissa. Yleisindeksi laski helmikuussa yhden prosentin. Eniten laskivat pankkien osakkeiden hinnat eli runsaat 6 prosenttia.

Markan ulkoinen arvo vahvistunut

Markkaan kohdistui viime vuoden lopulla ja edelleen tämän vuoden alussa huomattavia vahvistumisodotuksia. Odotukset ovat perustuneet sekä reaalityalouden että vaihtotaseen suotuisaan kehitykseen. Myönteiset odotukset

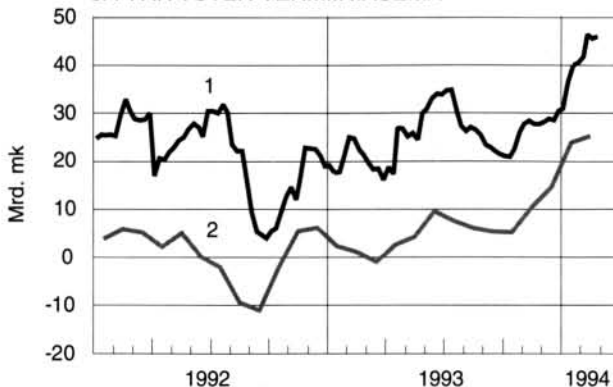
näkyivät selvästi jo ennen vuoden vaihdetta valuuttatermiinimarkkinoilla, joilla sijoitukset markkaan lisääntyivät. Joului-tammikuussa suomalaiset yritykset ostivat kotimaisten pankkien kautta termiinimarkkinoilta markkoja nettomääräisesti yhteensä 20 mrd. markan verran. Yritysten termiinipositio kotimaisten pankkien kanssa oli tammikuun lopussa 24 mrd. markkaa markan puolesta, mikä oli 22 mrd. markkaa enemmän kuin vuosi aikaisemmin (kuvio 3). Tämän lisäksi suomalaiset yritykset ovat tehneet runsaasti termiinimyntisopimuksia suoraan ulkomaisten pankkien kanssa. Ulkomaalaisten termiinipositio oli tammikuun lopussa 10 mrd. markkaa markkasuojauksen puolella.

Markka vahvistui ecukoriin nähden joulukuun alusta maaliskuun kolmannen viikon loppuun 3.5 prosenttia (kuvio 4). Ulkomaankauppapainoisella indeksillä mitattuna vahvistuminen jäi jonkin verran pienemmäksi eli 2.7 prosenttiin, koska markan vahvistuminen Saksan markan suhteen vaikuttaa pienemmällä painolla kauppapainoisessa indeksissä ja toisaalta markka heikentyi kyseisenä aikana jonkin verran Ruotsin kruunuun nähden. Devalvaatiota edeltäneestä lokakuusta 1991 helmikuuhun 1994 markka on heikentynyt Yhdysvaltain dollariin nähden 26 prosenttia ja Saksan markkaan nähden 24 prosenttia. Suurimmillaan markan heikentyminen oli ko. valuuttoihin nähden viime vuoden maaliskuussa eli 31 ja 33 prosenttia.

Suomen Pankki osti valuuttaa etenkin tammikuussa taasoittaakseen markan kurssin liian nopeita muutoksia. Markka vahvistuikin tasaisesti aina helmikuun ensimmäisen viikon loppuun asti, jolloin Yhdysvaltain keskuspankin päätös nostaa keskuspankkirahoituksen korkoa heikensi myös markan kurssia, koska dollari vahvistui muihin valuuttoihin nähden. Valuuttavaranto kasvoi joulukuun lopun 33 mrd. markasta 45 mrd. markkaan maaliskuun puolivälissä. Viime vuosina Suomen Pankin nettovaluutta-asemaa huomattavastikin pienentänyt termiinipositio supistui helmikuun

KUVIO 3.

SUOMEN PANKIN VALUUTTAVARANTO JA YRITYSTEN TERMIINIASEMA



1. Suomen Pankin valuuttavaranto (ml. termiiniasema)
2. Yritysten termiiniasema suomalaisten pankkien kanssa

lopussa 0.5 mrd. markkaan. Valuuttavaranto on nyt ennätyksellisen suuri (kuvio 3).

Rahamarkkinakorot ennätyksellisen matalia

Lyhytaikaiset korot laskivat jyrkästi marraskuun lopulla markkaan kohdistuneiden vahvistuspaineiden vuoksi. Tammikuun alkupuolella korkojen lasku oli vielä marraskuusta nopeampaa, ja kolmen kuukauden heliborkorko olikin tammikuun loppupuolella enää noin viisi prosenttia (kuvio 4). Korkojen laskiessa eri maturiteettien väliset erot samalla pienivät. Saksan keskuspankin päätös alentaa diskonttokorkoa puolella prosenttiyksiköllä helmikuun puolen välin jälkeen laski myös Suomen lyhytaikaisia markkinakorkoja. Pientä rauhattomuutta helmikuun lopulla markkinoilla aiheuttivat mm. loppusuoralla olevat neuvottelut Suomen EU-jäsenyydestä, mutta lyhytaikaiset korot pysyivät alle 5 prosentissa.

Pitkäaikaiset korot ovat laskeneet selvästi lyhytaikaisia korkoja verkkaisemmin. Valtion verollisen 5 vuoden obligaation korko oli marraskuun alussa noin 6.5 prosenttia, vuoden vaihteessa 6 prosenttia ja alimmillaan helmikuun alussa 5.6 prosenttia. Tämän jälkeen pitkäaikaiset korot nousivat pitkältä aikaa seuraten kansainvälistä pitkäaikaisten korkojen nousua. Maaliskuun alussa myös valtion obligaatiokorot olivat erittäin epävakaat, mutta ne olivat nousussa heijastaen yleismaailmallista pitkäaikaisten korkojen kehitystä.

Suomen Pankki laski peruskoron joulukuun alussa 5.5 prosenttiin ja edelleen helmikuun alusta 5.25 prosenttiin. Peruskorko on nyt alimmillaan moneen vuosikymmeneen.

Suomessa korkojen lasku on vuoden 1993 loppupuolelta lähtien ollut nopeampaa kuin muissa Euroopan maissa, mikä näkyy korkoeron muutoksessa Suomen hyväksi lyhytaikaisissa koroissa ja pitkäaikaisissa koroissa eron kaventumisena esimerkiksi Saksan korkoihin. Suomen lyhytaikaiset korot olivat vuoden alussa Euroopan toiseksi

alimmat Sveitsin korkojen jälkeen. Saksan lyhytaikaiset korot olivat maaliskuun kolmannen viikon lopussa runsaan prosenttiyksikön Suomen korkoja korkeammat. Suomen pitkäaikaiset korot olivat sen sijaan saman verran vastaavien Saksan korkojen yläpuolella, vaikka niissäkin ero pienentyi huomattavasti vuoden alussa. Vaikka korkojen lasku muihin maihin verrattuna on ollut huomattavaa, on Suomen reaalkorko edelleenkin kansainvälisesti korkea.

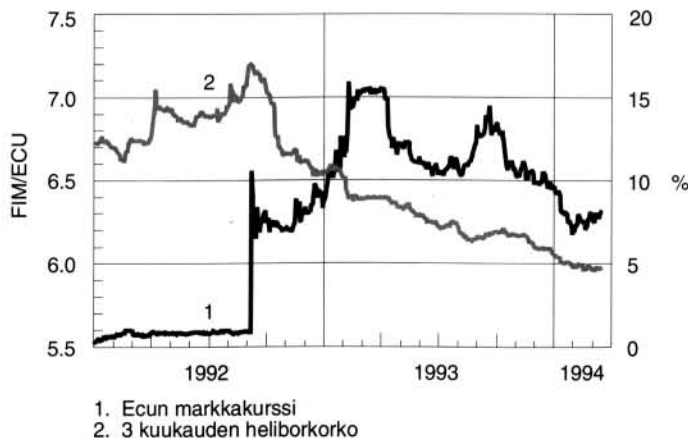
Luottojen kysyntä edelleen heikkoa

Yritysten ongelmana on jo pitkään ollut riittävien vakuuksien puute uuden pankkirahoituksen järjestymiseksi, koska pankit ovat tiukentaneet vakuusvaatimuksiaan. Vientä vähänkin harjoittavat yritykset ovat jo selviytyneet suurimmista vaikeuksista ja pystyvät luottonsa useimmiten hoitamaan, mutta kotimarkkinoista riippuvilla yrityksillä on vielä vaikeuksia.

Oma erityisongelmansa kotimarkkinasektorin yrityksille ovat vuosina 1989 ja 1990 otetut viiden vuoden valuuttamääräiset bullet-lainat, jotka erääntyvät kerralla maksettaviksi tänä ja seuraavana vuonna. Pankkien välittämiä valuuttaluottoja oli tammikuun lopussa vielä 67 mrd. markan verran. Valuuttaluottoja erääntyy runsas 20 mrd. markkaa normaalin kuole-tussuunnitelman mukaan kuluvana vuonna, joten niiden poismaksu vaatii paljon varoja ja uusiminen edellyttäisi ilmeisesti lisää vakuuksia. Markan viimeaikainen vahvistuminen auttaa

KUVIO 4.

ECUN MARKKAKURSSI JA
3 KUUKAUDEN HELIBORKORKO



tosin lainojen takaisinmaksussa. Yritysten markkaluottojen kanta kasvoi edellisen vuoden tammikuusta vuodessa 5 prosenttia, kun koko markkaluottokanta supistui samana aikana 2 prosenttia. Pääomamarkkinoiden piristyminen paransi erityisesti suurten yritysten rahoitumahdollisuuksia. Markkaluottojen korot ovat laskeneet yleisen korkotason laskun myötä, mutta pankit ovat nostaneet jonkin verran korkomarginaalejaan kannattavuutensa parantamiseksi.

Talletusmarkoista kilpailaan

Pankkitalletusten korkojen laskiessa pienten asuntojen ja osakkeiden kysyntä on kasvanut. Sijoitusrahastojen suosio nousi selvästi vuoden lopulla ja edelleen alkuvuodesta. Helmikuun lopulla rahastojen yhteisarvo oli arviolta vajaat 6 mrd. markkaa, jossa on lisäystä vuoden vaihteesta noin 2 mrd. markkaa. Rahastojen kasvuun vaikutti uusien sijoitusten ohella pörssikurssien voimakas nousu. Muihin maihin verrattuna sijoitusrahastojen merkitys Suomen rahoitusmarkkinoilla on kuitenkin vielä varsin pieni.

Joulukuussa oli voimassa olevan talletusten veronhuojennuslain mukaan viimeinen mahdollisuus tallettaa varoja pankeissa kolmen vuoden verottomille määräaikaistileille. Tätä tilaisuutta käytettiin runsaasti hyväksi, sillä näille tileille karttui joulukuussa lisää 6 mrd. markkaa talletuksia. Arviolta puolet näistä varoista siirtyi lähdeverollisilta määräaikaistileiltä, joihin markkinakorkojen laskun myötä väheni kiinnostus. Verottomalle 36 kuukauden tilille maksetaan korkoa yksi prosenttiyksikkö alle peruskoron.

Rahan määrä kasvoi pääomantuonnin vuoksi

Rahan määrän kasvu voimistui tammikuussa yritysten pääomantuonnin ja kokonaistuotannon elpymisen vuoksi. Rahan määrän kasvu on kuitenkin sopusoinnussa Suomen Pankin inflaatiotavoitteen kanssa. Suppea raha (M1) kasvoi viime vuoden aikana 5.1 prosenttia ja joulukuusta tammikuuhun 2.4 prosenttia. Yleisön hallussa olevan rahan määrä (käteisraha) palautui joulukuun loppuun mennessä tavanomaiselle tasolle pankkilakon uhkan jälkeen. Suppean rahan kasvu johtui sekki- ja

käyttelytilitalletuksista, joita taas kasvattivat joulukuussa maksetut veronpalautukset, aikatalletusten siirto käyttelytileille matalien korkojen vuoksi sekä yritysten sekkitilien kasvu pääomantuonnin takia. Lavean rahan (M2) kasvu oli sekä viime vuonna että tammikuussa suppeaa rahaa maltillisempi.

Lavein raha-aggregaatti (M3) on aggregaateista kaikkein epävakain. Siihen lasketaan lavean rahan lisäksi yleisön hallussa olevat pankkien sijoitustodistukset, joiden määrä voi vaihdella paljonkin kuukaudesta toiseen. Tammikuussa M3 kasvoi joulukuusta noin kaksi prosenttia. Suomen Pankki neutraloi tammikuussa rahamarkkinainterventioin pääomantuonnin aiheuttamaa rahamarkkinoiden likviditeetin kaventamista, mikä kasvatti liikkeessä olevien Suomen Pankin sijoitustodistusten määrää.

Pankkien tulokset

hieman edellisvuotista paremmat

Pankkien liiketappiot vähenivät alustavien tietojen mukaan selvästi edellisestä vuodesta. Tuloksia paransivat luottotappioiden pieneminen edellisen vuoden 22 mrd. markasta lähes 19 mrd. markkaan ja rahoitustoimintakatteen paraneminen korkotason laskun vuoksi. Muutamat pankit kirjasivat etukäteen myös ns. kohdistamattomia luottotappioita, jotka eivät vielä ole toteutuneet mutta joiden uskotaan toteutuvan. Näin ne varautuvat mahdollisiin nyt yritysaneerauksessa olevien suurten yritysten tuottamiin luottotappioihin. Järjestämättömiä (lainan kuoletukset tai korot hoitamatta yli kolme kuukautta) ja muita nollakorkoisia saamia oli vuoden vaihteessa pankeissa vielä noin 52 mrd. markkaa eli lähes yhtä paljon kuin vuotta aikaisemmin. Niiden määrän kasvu ennen luottotappiokirjauksia hidastui kuitenkin vuoden loppua kohti.

Viime lokakuussa valtion myymän Suomen Säästöpankki Oy:n (SSP Oy) tase-erien siirto ns. pilkkojapankeille (ostajille) on alkanut. Ostajapankkien vuoden 1993 tilinpäätöksissä SSP Oy:stä siirtyvät erät olivat laskennallisesti mukana. Tammikuussa toimintansa aloittaneeseen SSP Oy:n omaisuudenhoitoyhtiö Arsenaliin siirretään SSP:stä ongelmaluottoja ja -kiinteistöjä alkuvaiheessa yhteensä noin 30 mrd. markan arvosta. Lisäksi yhtiön vastuulle siirtyy takauksia. ■

Miten markka on kellunut?

Johnny Åkerholm
osastopäällikkö
kansantalouden osasto
11.3.1994

Suomen markka on nyt kellunut 1½ vuotta. Tämä on kovin lyhyt aika syvälle käyvään tarkasteluun siitä, miten tällainen valuuttakurssi-järjestelmä Suomen talouteen soveltuu ja miten se kaiken kaikkiaan toimii. Vaikka nyt kokemuksia on vain lyhyeltä ajalta ja sellaisesta kaudesta, jolloin Suomen talous on ollut harvinaisen suurissa vaikeuksissa, voidaan kuitenkin esittää joitakin havaintoja järjestelmän toiminnasta.

Suomessa – niin kuin muissakin Pohjoismaissa – on perinteisesti pidetty kiinteän kurssin järjestelmää taloudelle sopivampana kuin kelluvan kurssin järjestelmää. Tämä on perustunut erilaisiin enakkokäsityksiin markkinoiden toiminnasta:

– On ajateltu, että valuuttamarkkinat ovat pienessä maassa väistämättä ohuet ja sen vuoksi valuuttamarkkinat ovat epävakaita ja valuuttakurssi vaihtelee suuresti.

– Tämän puolestaan on ajateltu haittaavan tuonnin ja viennin kehitystä, mikä on ulkomaankaupasta riippuvalle taloudelle haitallista.

– Lisäksi ajatellaan, että suuri valuuttakurssivaihtelu lisää inflaatio-ongelmia. Valuuttakurssin heikkenemisen on yleensä heijastunut enemmän tai myöhemmin täysimääräisesti kotimaiseen hintakehitykseen hintojen nousuna, ja ellei valuuttakurssin vahvistuminen johda vastaavasti hintojen alenemiseen, on

Markan kellunnasta on sekä hyviä että huonoja kokemuksia. Rahamarkkinat eivät ole reagoineet ulkoa tuleviin häiriöihin yhtä herkästi kuin aikaisemmin. Inflaatio ei ole kiihtynyt markan tuntuvasta heikkenemisestä huolimatta, joskin on vaikea arvioida, mikä on markan kellunnan osuus. Myöskään markan kellunta ei ole estänyt viennin suotuisaa kehitystä. Toiveet siitä, että rahapolitiikkaan siirtyisi kellunnan myötä elvytysvara, ovat sen sijaan jääneet toteutumatta.

Kelluvan kurssin vaikutuksia pystytään kuitenkin arvioimaan paremmin vasta sitten, kun maan talous on elpynyt.

suuri vaara joutua inflaatio- ja valuuttakurssin heikkenemisestä johtuvaan kierteseen.

Kelluvan kurssin järjestelmää ei ole juurikaan vastustettu rahapoliittisin perustein. Tämä ei ollut aiheellista niin kauan kuin rahoitusmarkkinoita laajasti säännösteltiin. Rahoitusmarkkinoiden vapautumisen myötä rahapoliittisten kysymysten painoarvo on kuitenkin nousut. Aivan viime vuosina on esitetty, että

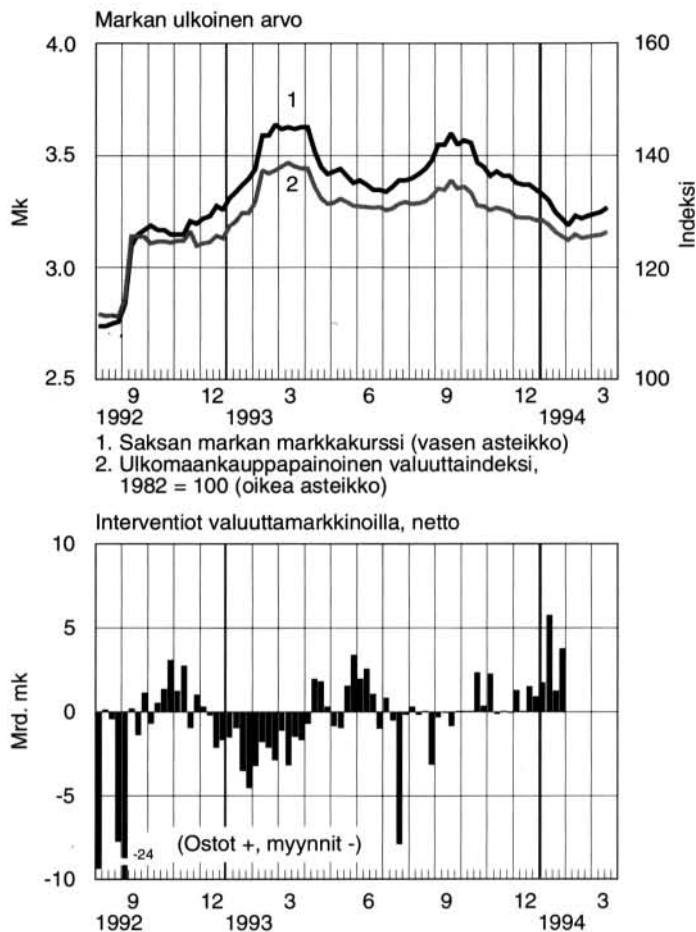
– kelluvan kurssin järjestelmä ei tarjoa tarpeeksi hyvää ns. odotusankkuria koron- ja palkanmuodostuk-

selle. Jos inflaatio-odotukset ovat tämän takia ylimitoitettut suhteessa toteutuvaan kehitykseen, reaalkorot ovat korkeat ja rahapolitiikka muodostuu tällaisessa järjestelmässä turhan tiukaksi.

Toisaalta on myös esitetty, että kelluvan kurssin järjestelmä on Suomen kaltaiselle suurista ulkomaankaupan vaihtosuhteen vaihteluista kärsivälle taloudelle paras vaihtoehto. Kelluvan kurssin järjestelmä sallii näet rahapolitiikan käytön suhdannepoliittisena välineenä. Tästä näkökulmasta katsottuna ei ole pidetty ongelmana rahapolitiikkaan liittyvää valuuttakurssivaihtelua eli sitä, että valuuttakurssi pyrkii vahvistumaan, kun rahapolitiikkaa kiristetään, ja vastaavasti heikkenemään, kun rahapolitiikkaa kevennetään. Päinvastoin valuutta-

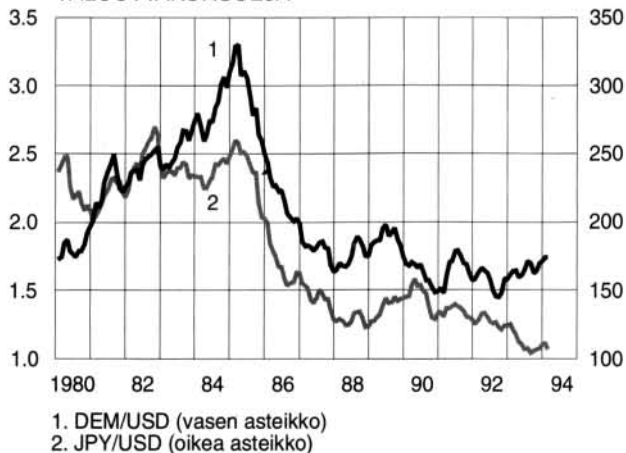
KUVIO 1.

MARKAN ULKOINEN ARVO JA
SUOMEN PANKIN INTERVENTIOT
VALUUTTAMARKKINOILLA



KUVIO 2.

VALUUTTAKURSSEJA



kurssivaihtelu vaimentaa parhaiten nimenomaan ulkomaankaupasta tulevia taloudellisia häiriöitä.

Tähänastisia kokemuksia valuutan kellunnasta voidaan ehkä parhaiten arvioida tarkastelemalla niitä esitettyjen ennakkokäsitysten pohjalta.

Kurssivaihtelu

Valuuttakurssi on eittämättä vaihdellut paljon kellunnan aikana (kuvio 1). Heti kellunnan alkaessa valuuttakurssi laski suhteessa tärkeimpien kauppakumppaneiden valuuttoihin runsaat 10 prosenttia. Se pysyi sen jälkeen kutaquinkin vakaana seuraavat 2 kuukautta, mutta vuoden 1992 lopusta lähtien se heikkeni uudestaan. Valuuttakurssi oli heikoimmillaan maaliskuussa 1993, jolloin se oli devalvoitunut 24 prosenttia kellunnan alkamisesta. Vuoden 1993 lokakuun jälkeen se on puolestaan vahvistunut 8 prosenttia, joten heikkeneminen syyskuusta 1992 helmikuun loppuun 1994 oli kaiken kaikkiaan runsaat 11 prosenttia.

Vaihtelut ovat Suomen oloissa suuret, mutta ne eivät ole kovin poikkeuksellisia kansainvälisen mittapuun mukaan. Tärkeidenkin valuuttojen arvo vaihtelee aika ajoin paljon, vaikka niiden kurssit määräytyvät syvillä ja hyvin toimivilla valuuttamarkkinoilla (kuvio 2).

Tosin suurten maiden valuuttamarkkinoilla viranomaiset intervenoivat suhteellisen harvoin ja markkinoiden kokoon nähden pienillä määriillä. Sen sijaan Suomessa kurssivaihtelut ovat toteutuneet

siitä huolimatta, että Suomen Pankki on ajoittain erittäin suurin interventioin pyrkinyt hillitsemään valuuttakurssin jyrkkää heikkenemistä tai vahvistumista. Niinpä Suomen Pankki myi joulukuun puolesta välistä 1992 maaliskuun loppuun 1993 valuuttoja 31 mrd. markan edestä. Vastaavasti joulukuusta 1993 tammikuuhun 1994 Suomen Pankki osti 16 mrd. markan arvosta valuuttaa (kuvio 1).

Epäilykset siitä, että valuuttakurssin vaihtelu lisääntyy valuutan kelluttamisen myötä, näyttävät siis saavan tukea toteutuneesta kehityksestä. Onkin selvää, että valuuttakurssi on turhan paljon vaihdellut talouden perustasa-

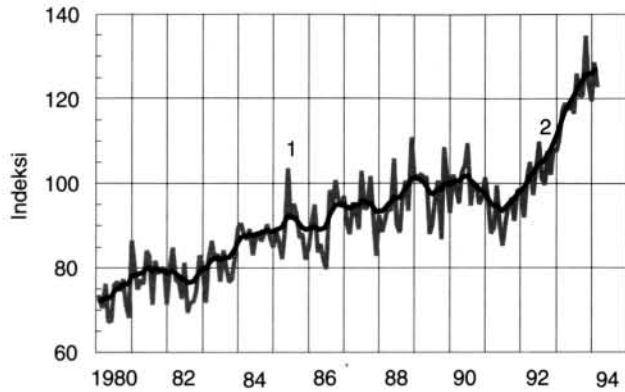
painoon nähden (ns. overshooting-ilmiö); Suomen hintakilpailukyky parani eräissä vaiheissa yli 60 % tärkeimpiin kauppakumppaneihin nähden.

Valuuttakurssin vaihtelua ei voida kuitenkaan tarkastella irrallaan muusta taloudellisesta kehityksestä, joten on vaikea arvioida, miten valuuttakurssit olisivat kehittyneet, jos voimassa olisi ollut kiinteän kurssin järjestelmä. Valuuttakurssin vaihteluihin ovat epäilemättä vaikuttaneet suuret taloudelliset vaikeudet ja epävakaus kansainvälisillä markkinoilla.

On sekä Suomen että useiden muiden Euroopan maiden viimevuotisten kokemusten perusteella ilmeistä, että kiinteiden valuuttakurssien ylläpitäminen on vaikeata, kun pääomaliikkeet ovat vapaita. Niinpä valuuttakurssihin on monessa maassa kohdistunut kovia paineita, eivätkä paineet ole loppuneet, vaikka valuuttakurssija on useampaan kertaan muutettu (esimerkiksi Espanjassa ja Portugalissa). Pikemminkin on ollut niin, että jo heikentyneiden valuuttojen on kansainvälisten kriisien yhteydessä odotettu heikentyvän lisää ja niihin on kohdistunut vaikeasti hallittavissa olevia paineita. Levottomuutta ja valuuttakurssipaineita oli jopa eräissä sellaisissa maissa, joissa ei näyttänyt olevan taloudellisia perusteita epävarmuudelle (kuten esimerkiksi Norjassa).

KUVIO 3.

TAVARANVIENTI



Määrän indeksi, 1990 = 100

- 1. Kausipuhdistettu
- 2. Trendi

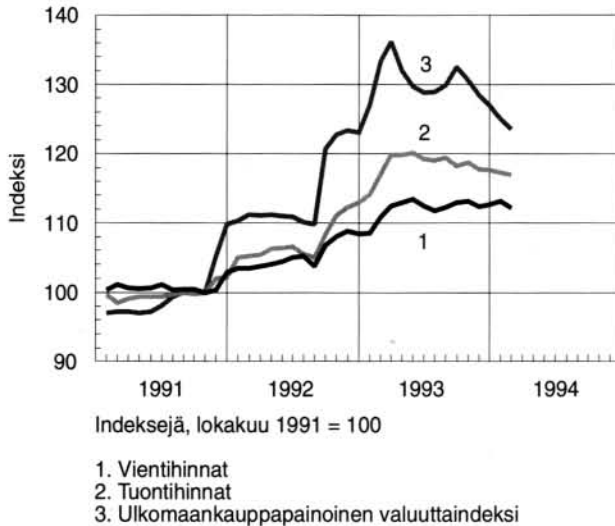
Näiden kokemusten perusteella voidaan arvioida, että Suomen markkaan olisi syksyn 1992 kansainvälisissä valuuttamelskeissä saatanut kohdistua jatkuvia paineita, vaikka markalle olisi vahvistettu uusi entistä heikompi ulkoinen arvo syyskuussa 1992. Markkinoilla olisi pelätty markan heikkenemistä vaihtokurssimekanismeissa, ERM:ssä, sen jälkeen Ruotsin ja lopulta Norjan ongelmien yhteydessä. Toisaalta on ilmeistä, että epävarmuus valuuttakurssin tulevasta kehityksestä vaikutti haitallisesti valuuttamarkkinoiden toimintaan talvelta 1992–93, jolloin valuuttakurssi heikkeni tuntuvasti.

Ulkomaankauppa

Markan kellunnan aikana viennin kehitys ei näytä vaikeutuneen. Vienti on kasvanut määrällisesti kellunnan aikana 17 prosentin vuosivauhtia (kuvio 3). Tämä on varsin suotuisaa, erityisesti maailmantalouden heikon kysyntätilanteen vuoksi. Tosin viennin kehitystä on tukenut hintakilpailukyvyyn tuntuva parantuminen ja heikko kotimainen kysyntä, joka on pakottanut osan yrityksistä hakeutumaan uusille markkinoille.

Vientirytyksistä kuului kellunnan alkuaikoina kritiikkiä, kun valuuttakurssien epävar-

KUVIO 4.

ULKOMAANKAUPAN HINNAT
JA VALUUTTAKURSSI

Indeksejä, lokakuu 1991 = 100

1. Vientihinnat
2. Tuontihinnat
3. Ulkomaankauppapainoinen valuuttaindeksi

muuden koettiin lisääntyneen. Tämä kritiikki kuitenkin tyrehtyi muutaman viikon jälkeen. Markkinoillahan on tarjolla runsaasti välineitä valuuttakurssiriskien poistamiseksi. Esimerkiksi lyhyet riskit voidaan suojata valuuttojen termiinimarkkinoilla. Pitkiin sopimuksiin sisältyvät riskit taas voidaan kattaa ottamalla lainaa ulkomaan valuuttana. Jonkinmoinen ongelma ovat kuitenkin tarjouspyynnöt. Näihin liittyvät riskit pystytään toki kattamaan valuuttaoptioilla, mutta kustannukset (premiot) ovat kuitenkin edelleen verraten korkeat, eli suojaus maksaa.

On myös mahdollista, että moni viejä on yhdistänyt markan kellunnan markan heikkenemiseen ja poikkeuksellisen hyvään hintakilpailukykyyn eikä ole näin ollen pitänyt markan kelluntaa hankalana. Jos näin on, kritiikki kelluntaa kohtaan tulee lisääntymään markan arvon vahvistumisen myötä.

Inflaatio

Kellunnan aikana, syyskuusta 1992 tammikuuhun 1994, inflaatio on hidastunut kuluttajahintaindeksillä mitattuna $\frac{1}{2}$ prosentista -2 prosenttiin.¹ Kun palkkoja ei ole juurikaan nostettu markan heikentymisestä huolimatta ja kun

¹ Kolmen kuukauden muutos vuositasona mitattuna.

työn tuottavuuden kehitys on ollut nopeaa, yksikkötyökustannukset ovat kellunnan aikana laskeneet 7 prosenttia.

Tuonti- ja vientihinnat eivät ole nousseet niin paljon kuin valuuttakurssin heikentyminen olisi antanut aiheen odottaa; syyskuusta 1992 tammikuuhun 1994 tuontihinnat nousivat 9 ja vientihinnat runsaat 5 prosenttia (kuvio 4). Tämä selittyy osittain hitaalla kansainvälisellä inflaatiolla ja raaka-ainehintojen laskulla kansainvälisillä markkinoilla. Kansainväliset tavarantoimittajat ovat myös reagoineet Suomen heikkoon kysyntään tinkimällä hintamarginaaleistaan, jotka olivat eräiden havaintojen mukaan

nousseet suuriksi edellisen korkeasuhdanteen aikana.

Mielenkiintoinen, joskin tässä vaiheessa varsin spekulatiivinen kysymys on se, onko hinnoittelu muuttunut markan kellunnan myötä. Aikaisemman kokemuksen mukaan markan ulkoisen arvon heikkeneminen siirtyi täysimääräisesti kotimaiseen hintatasoon ja siirtymäkauden pituus riippui kysynnästä. Luonnollista olikin, että hinnoittelu niin tuote- kuin työmarkkinoilla perustui kiinteään kurssin järjestelmässä valuuttakurssimuutosten jälkeen vahvistettuun uuteen valuuttakurssiin. Virallisen politiikan mukaan jokainen valuuttakurssimuutos oli viimeinen, ja uusi valuuttakurssi julistettiin ikuisiksi.

Kelluvan kurssin järjestelmässä kysymys ei ole enää näin yksioikoinen. Jos odotetaan markan voivan sekä heikentyä että vahvistua, hinnoittelu tulee pikemminkin perustaa odotettuun keskimääräiseen kuin kullakin hetkellä vallitsevaan valuuttakurssiin. Jos tuoja tai työntekijä hinnoittelee tuotteensa tai työpanoksensa liian heikon valuuttakurssin perusteella, hän huomaa hinnoitteleensa itsensä ulos markkinoilta. Markan heikentyessä on siis hinnoittelussa otettava huomioon, että heikentyminen voi olla vain tilapäistä ja valuutan arvo voi uudestaan vahvistua.

Epävarmuus tulevasta kurssikehityksestä on saattanut olla yksi syy siihen, etteivät viime vuosien suuret valuuttakurssimuutokset ole aiheuttaneet koettuja suurempia inflaatiopaineita. Onhan laajalti esitetty, että markka on ollut aliarvostettu ja että se todennäköisesti jossain vaiheessa vahvistuu.

Odotusankkuri

Kun markka päästettiin kellumaan, Suomen Pankki ilmoitti alhaisen inflaation pysyvän edelleen rahapolitiikkansa keskeisenä tavoitteena. Pankki ilmoitti myös, ettei se ainakaan siinä vaiheessa ota käyttöön uutta rahapolitiikan välitavoitetta kiinteän valuuttakurssin tilalle. Sen sijaan se kertoi käyttävänsä jatkossa useita indikaattoreita rahapolitiikan mitoituksen pohjaksi.

Aika nopeasti huomattiin, että tämä ei riittänyt markkinoilla toimiville, ja rahamarkkinoilla oltiin epävarmoja rahapolitiikan peruslinjasta. Hyvän rahapolitiikasta kertovan viestintävälineen puute onkin eräs keskeinen kelluvan kurssin järjestelmään liittyvä ongelma. Puute on sitä vakavampi, mitä heikompi on yleisön luottamus talouspolitiikkaan yleensä ja rahapolitiikkaan erityisesti. Tämä on ollut ongelmana useissa kelluntaan siirtyneissä maissa (mm. Kanadassa, Australiassa ja Uudessa-Seelannissa), ja se on Suomessakin selvä pulma.

Rahapolitiikan välitavoitteiden ilmoittaminen esimerkiksi raha-aggregaattien kasvunopeutena edellyttää, että yleisö ymmärtää niiden merkityksen ja että keskuspankki tuntee ilmoittamansa välitavoitteen ja reaalityökalouden väliset yhteydet kohtuullisella tarkkuudella. Suomessa on voitu identifioida suhteellisen vakaat yhteydet raha-aggregaateille 1980-luvulta saakka, erityisesti ns. suppeille aggregaateille (M1).

Nämä yhteydet voivat muuttua tulevaisuudessa. Näin on käynyt useimmissa muissakin maissa. Markan kelluttaminen sinänsä saattaa vaikuttaa näihin suhteisiin etukäteen vaikeasti arvioitavalla tavalla. Lisäksi on varsin ilmeistä, että pankkikriisi ja rahoituksen välityksen siirtyminen entistä enemmän arvopaperimarkkinoille muuttaa vanhoja riippuvuussuhteita.

Suomen Pankki pyrki korjaamaan välitavoitteen puutteesta aiheutuvan ongelman hel-

mikuussa 1993 ilmoittamalla konkreettisen inflaatiotavoitteensa vuodesta 1995 eteenpäin. Samalla se ryhtyi entistä järjestelmällisemmin julkaisemaan talouden kehitystä koskevia tarkasteluja kesäkuusta 1993 alkaen ilmestyneessä uudessa neljännesvuosijulkaisussaan *Markassa & taloudessa* ja *Bank of Finland Bulletinissa*.

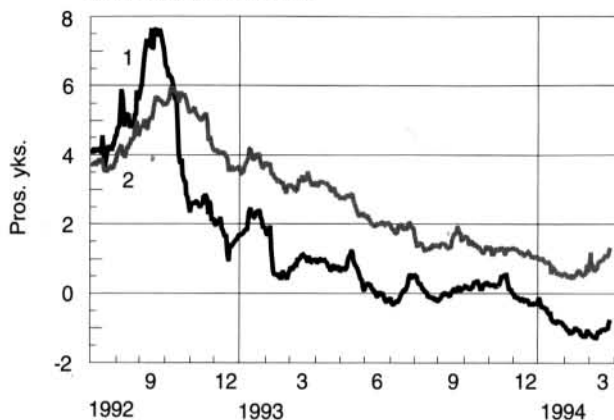
Näillä toimenpiteillä Suomen Pankki yritti luoda selvän odotusankkurin ja antaa konkreettisen kuvan rahapolitiikan mitoituksen perusteista. Kun valuuttakurssin reaalin arvo oli siinä vaiheessa pudonnut yli 50 prosenttia – eli hintakilpailukyky oli vastaavasti parantunut – oli syytä uskoa, että inflaatiotavoitteen saavuttaminen edellyttäisi markan vahvistumista jossain vaiheessa tulevaisuudessa. Tällaisten odotusten vallitessa korkotaso voisi laskea jopa kansainvälisen korkotason alapuolelle.

Helmikuinen ilmoitus ei kuitenkaan riittänyt markkinoille. Kun Suomen Pankki samanaikaisesti inflaatiotavoitteensa ilmoittamisen kanssa laski peruskorkoa yhdellä prosenttiyksiköllä ja salli lyhyiden markkinakorkojen laskea, markka lähti syöksykierteeseen. Suomalaiset yritykset lyhensivät seuraavien viikkojen aikana valuuttaluottojaan kymmenillä miljardeilla markoilla siinä pelossa, että markka heikkenee entisestään. Tilannetta vaikeutti Suomessa yritysten poikkeuksellisen suuri valuuttamääräinen velka, jonka vuoksi ne olivat haavoittuvia valuuttakurssin heikentymiselle. Tämä aiheutti valtavan paineen sekä valuuttakurssiin että korkotasoon, ja ainoastaan valtion suuri pääomantuonti pystyi estämään korkojen nousun ja markan ulkoisen arvon täydellisen romahduksen (kuvio 5).

Viime talven kokemukset osoittivat, ettei kelluvan kurssin järjestelmän lupaama rahapolitiikan itsenäisyys ollut käsillä. Toisin sanoen rahapolitiikkaa ei ollut mahdollista hellittää niin paljon kuin taloudellinen tilanne ja inflaationäkymät olisivat edellyttäneet ja sallineet. Onkin selvästi niin, että rahapolitiikan elvytysmahdollisuudet ovat vain teknisessä mielessä sidoksissa valuuttakurssijärjestelmään. Rahapolitiikan mahdollisuudet tukea kysynnän kasvua heikossa taloudellisessa tilanteessa riippuvat viime kädessä perusuottamuksesta rahan arvon säilymiseen.

KUVIO 5.

SUOMEN KOROT SUHTEESSA
SAKSAN KORKOIHIN



1. 3 kuukauden heliborkko - 3 kuukauden Saksan markan eurokorko
2. Suomen valtion 5 vuoden obligaatiokorko - Saksan valtion 5 vuoden obligaatiokorko

Sellaisissa maissa, joissa on vankka luottamus vakaaseen rahan arvoon – kuten Sveitsissä, Saksassa ja Japanissa – on voitu aika ajoin tuntuvasti elvyttää rahapolitiikalla. Vaikka valuutan arvo heikkenee korkojen laskun myötä, valuuttakurssi ei lähde hallitsemattomaan kierteseen. Voidaan jopa sallia inflaation tilapäinen kiihtyminen, kuten Saksassa yhdentymisen jälkeen, ilman että korko- tai valuuttakurssikehitys pahemmin häiriintyisi.

Tätä luottamusta ei ole ollut Suomessa, missä moni pelkäsi, ja ehkä vielä useampi toivoi, inflaation kiihtymistä. Ehdotettiin jopa setelirahoitusta. Inflaatiotavoitteen ilmoittaminen ei riittänyt niissä oloissa vahvistamaan uskottavuutta ja luomaan tilaa korkojen laskulle, vaikka niin työmarkkinajärjestöt kuin hallituskin myöhemmin ilmoittivat tukevansa alhaisen inflaation tavoitetta.

Tilanne on kuitenkin tässä suhteessa erilainen, kun rahapolitiikan kiristämisen aika tulee. Silloin rahapolitiikalla tulee olemaan enemmän liikkumatilaa, olkoonkin että rahapolitiikan käyttö tulee heikentämään viejien hintakilpailukykyä.

Päätelmät

Kaiken kaikkiaan kellunnasta on ollut sekä positiivisia että negatiivisia kokemuksia. Positiiv-

vista on keskuspankin kannalta ollut se, että rahamarkkinat eivät ole reagoineet niin herkästi ulkoa tuleviin häiriöihin kuin joskus aikaisemmin. Paras esimerkki tästä on syksyltä 1992. Myös valuuttakurssin tarjoama lisäjoustavuus on pienentänyt maksuvalmiuden ja korkojen vaihtelua erilaisten häiriöiden sattuessa.

Tärkeä positiivinen piirre on ollut inflaatiokasvun pysyminen maltillisena valuuttakurssin tuntuvasta heikkenemisestä huolimatta. On kuitenkin vielä liian aikaista arvioida, missä määrin tämä johtuu kellunnan aiheuttamista muutoksista hinnoittelupolitiikkaan ja missä määrin vain heikosta kysyntätilanteesta. Mar-

kan arvon vaihtelu ei ole myöskään estänyt viennin nopeata kasvua.

Toisaalta kellunta ei ole tarjonnut sellaista rahapolitiikan itsenäisyyttä kuin olisi ollut syytä odottaa. Kellunta ei esimerkiksi sallinut mainittavaa korkojen laskua, ja korkojen lasku kellunnan alkuaikoina perustui valtion erittäin suureen pääomantuontiin.

Sitten kun talous elpyy, kelluva valuuttakurssi tulee ensimmäistä kertaa sodan jälkeisessä historiassa sallimaan rahapolitiikan tehokkaan käytön inflaatiopaineiden torjumiseksi. Kelluvan kurssin järjestelmä mahdollistaa korkojen korottamisen tarvittaessa; tästä aiheutuva pääomantuonnin lisääntymisen uhka voidaan puskuroida sallimalla valuuttakurssin vahvistua. Vasta kokemukset tältä ajanjaksolta kertovat, miten kelluvan kurssin järjestelmä on Suomen oloissa onnistunut. ■

Ulkomaisten suorien sijoitusten laajuus ja kannattavuus Suomessa

Airi Heikkilä
ekonomisti
tilasto-osasto
4.3.1994

Ulkomaisten yritysten suorat sijoitukset suomalaisiin tytä- ja osakkuusyhtiöihin ovat jääneet varsin vähäisiksi aina 1990-luvun alkupuolelle asti (kuvio 1). Suorilla sijoituksilla Suomeen tarkoitetaan ulkomaisten yritysten pääomasijoituksia (ml. yritysten kaupahinnat) niihin Suomessa sijaitseviin yrityksiin, joihin nämä ulkomaiset yritykset ovat luoneet pitkäaikaisen taloudellisen suhteen ja hankkineet niissä määräysvaltaa. Sijoittajien omistusosuus tai äänivalta sijoituskohteissa on vähintään 10%. Muut sijoitukset Suomeen ovat portfoliosijoituksia.

Vaikka teollisuusmaiden yritykset kansainvälistyivät voimakkaasti 1980-luvulla, ne eivät olleet kiinnostuneita sijoittamaan merkittävässä määrin tavaroiden ja palveluiden tuotantoon Suomeen. Vuosittaiset suorat sijoitukset Suomeen olivat 1970-luvulta 1980-luvun puoliväliin asti keskimäärin 0,2% suhteessa bruttokansantuotteeseen. 1980-luvun jälkipuoliskolla vuosittaiset sijoitukset suhteessa bruttokansantuotteeseen nousivat keskimäärin 0,5%:iin. Merkittävät ulkomaiset sijoitukset ovat olleet yritysostoja.

Vuoden 1993 lopussa ulkomaisten suorien sijoitusten kirjanpitoarvoinen kanta Suomessa oli noin 22,7 mrd. markkaa. Tästä määrästä oli sijoitettu omana pääomana 77% ja osaksluottoina 23%. Tasetietojen mukaan ulko-

Ulkomaisen pääoman saaminen Suomeen olisi tärkeää nykyisessä suhdannetilanteessa. Investoinnit piristäisivät taloutta ja toisivat uusia työpaikkoja. Vaikka ulkomaalaisomistusta rajoittava lainsäädäntö vapautui vuoden 1993 alussa, ulkomaiset yritykset eivät ole osoittaneet kiinnostusta pitkäaikaisiin investointeihin vaan tavoittelevat voittoja lähinnä portfoliosijoituksista.¹

maisten sijoittajien pääomanostuksen osuus ulkomaalaisomisteisiin konserneihin sitoutuneesta pääomasta oli 1990-luvun alussa vain reilu neljännes. Siten ulkomaalaisomisteisten yritysten toimintaa rahoittavat merkittävästi muutkin kotimaiset ja ulkomaiset lähteet.

Ulkomaiset sijoitukset suomalaisen yritystoimintaan ylipäätäänkin ovat olleet vähäisiä. Aina 1990-luvun alkupuolelle asti myös ulkomaiset portfoliosijoitukset suomalaisyritysten osakkeisiin ovat olleet vähäisiä, ja vuosittaiset sijoitukset ovat jääneet suorilla sijoituksilla pienemmiksi. Vuonna 1993 ulkomaisten sijoittajien kiinnostus suomalaisiin osakkeisiin portfoliosijoituksina kuitenkin kasvoi merkittävästi. Osakkeiden nettomyynti ulkomaille nousi 12,7 mrd. markkaan, ja vuoden lopussa suomalaisia osakkeita markkinahintaan arvostettuina oli ulkomailta asuvien hallussa noin 30,5 mrd. markan arvosta. Sitä vastoin nettomääräiset suorat sijoitukset Suomeen nousivat vuonna 1993 vain 3,4 mrd. markkaan eli samalle tasolle kuin vuonna 1990.

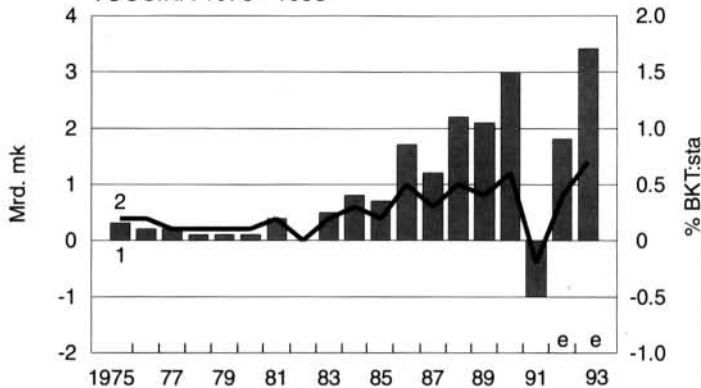
Sijoitusten sääntelyä purettu

Suomessa on rajoitettu yritysten ulkomaalaisomistusta ja säännelty ulkomaista yritystoimintaa. Suomessa, kuten muissakin OECD-maissa, poliittinen asennoituminen ulkomaalaisomisteista yritystoimintaa kohtaan muuttui 1980-luvulla aiempaa myönteisemmäksi. Tämä näkyi siten, että ulkomaalaisomistusta sekä ulkomaista yritystoimintaa sääntelevän

¹ Artikkelin perustuu Suomen Pankin keskustelualoitteeseen 2/94; Airi Heikkilä, Selvitys suorista sijoituksista Suomeen.

KUVIO 1.

SUORAT SIJOITUKSET SUOMEEN:
NETTOMÄÄRÄISET PÄÄOMAVIRRAT
VUOSINA 1975 - 1993

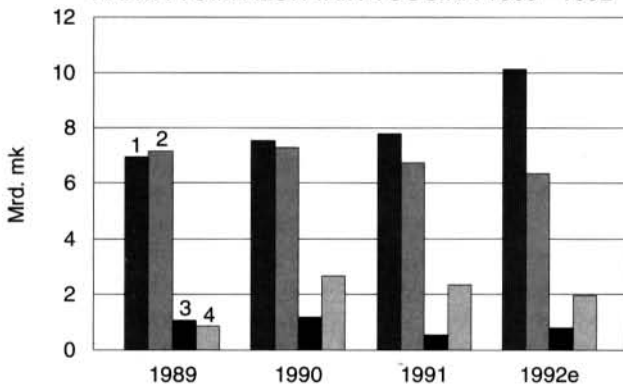


1. Sijoitukset Suomeen, mrd. mk (vasen asteikko)
2. Sijoitukset Suomeen, % BKT:sta (oikea asteikko)

e=ennakkotieto

KUVIO 2.

SUORAT SIJOITUKSET SUOMEEN:
KANTA TOIMIALOITTAIN VUOSINA 1989 - 1992



1. Teollisuus
2. Kauppa
3. Rahoitus ja vakuutus
4. Muut palvelut

e=ennakkotieto

lainsäädännön lupakäytäntö muuttui hyvin salivaksi.

Ulkomaalaisomistuksen sääntelyn vaikutusta suoriin sijoituksiin ja portfoliosijoitukseen on vaikea arvioida. Rajoitukset ovat saattaneet estää jotkut sijoitukset, mutta toisaalta sijoittajat ovat voineet jättää sijoituksensa tekemättä myös muista syistä. Lupakäytännön liberalisoitumisesta huolimatta sijoitukset Suo-

meen eivät kasvaneet. Tämä viittaa siihen, että julkisen sääntelyn lisäksi on todennäköisesti ollut muitakin tekijöitä, jotka ovat estäneet ulkomaisten sijoitusten kasvun Suomessa.

Konkreettisemmin ulkomaisten pääoman sijoittumista helpotettiin vuoden 1993 alussa, jolloin laki ulkomaalaisten sekä eräiden yhteisöjen oikeudesta hankkia kiinteää omaisuutta ja osakkeita (ns. rajoituslaki vuodelta 1939) kumottiin ETA-sopimusta silmällä pitäen ja voimaan tulivat uudet liberaalimmat ulkomaalaisomistusta sääntelevät lait. Suomen kokonaistalouden kannalta olisikin nyt erityisen tärkeää saada ulkomaista sijoituspääomaa Suomeen. Vuodesta 1990 lähtien maan kokonaistuotanto on supistunut ja samalla työttömyys on lisääntynyt rajusti. Jotta taloudellinen toiminta piristyisi ja sitä kautta työttömyys supistuisi, pitäisi investoida enemmän. Siten myös ulkomaalaisomisteisten yritysten investoinnit Suomessa omalta osaltaan edistäisivät talouden elpymistä.

Rajoituslain kumoamisen jälkeen kuitenkin vain portfoliosijoitukset suomalaisiin osakkeisiin ovat kasvaneet huomattavasti. Näyttää siltä, että ulkomaiset sijoittajat eivät tee Suomeen pitkäai-

kaisia suoria sijoituksia taloudellisen laman aikana vaan tavoittelevat voittoja portfoliosijoituksin. Valuuttakurssikehityskään on osaltaan lisännyt portfoliosijoituksia pörssiyrityiden osakkeisiin.

Teollisuus- ja myyntiyritykset suosittuja sijoituskohteita

Ulkomaaiset yritykset ovat sijoittaneet pääomaa

Suomeen suorina sijoituksina pääasiassa teollisuus- ja myyntiyhtiöihin (kuvio 2). Suorat sijoitukset myyntiyhtiöihin (kaupan alalle) olivat hallitsevia aina 1980-luvun puoliväliin asti, jolloin teollisuus yksittäisten suurten yritystösten ansiosta nousi kaupan rinnalle yhtä merkittäväksi sijoituskohteeksi. 1990-luvun alussa ulkomaalaisomisteisen yritystoiminnan laajentuminen kaupan alalla pysähtyi ja teollisuus nousi toimialoista merkittävimäksi sijoituskohteeksi. Ulkomaiset suorat sijoitukset muille palvelualoille ovat jääneet vähäisiksi, vaikkakin ne ovat selvästi kasvaneet viime vuosina. Vuoden 1992 lopussa suorien sijoitusten kanta Suomessa oli 19.3 mrd. markkaa. Tästä teollisuuden osuus oli 53 %, kaupan 33 % ja muiden palvelualojen 14 %.

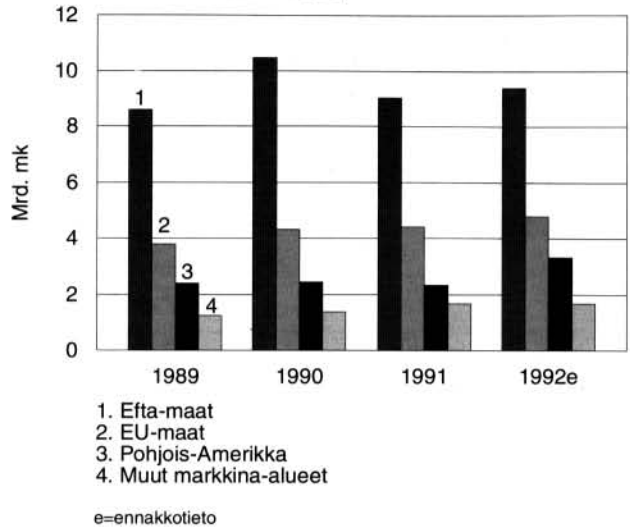
Teollisuuden toimialoista metalliteollisuus on ollut merkittävin sijoituskohde. Vaikka jo vuodesta 1981 lähtien suorat sijoitukset metalliteollisuuteen alkoivat kasvaa, vasta 1980-luvun puolivälin yritystöt nostivat sen selvästi sijoituskohteena tärkeimmäksi teollisuustoimialaksi. Vuoden 1992 lopussa metalliteollisuuteen tehtyjen sijoitusten arvo oli 6.4 mrd. markkaa. Sähköteknisten tuotteiden valmistukseen sijoitettu osuus koko metalliteollisuuteen tehdyistä sijoituksista oli 61 %.

Sijoitukset muille teollisuuden toimialoille ovat olleet vähäisiä. 1970-luvulta lähtien sijoituksia on tehty kemianteollisuuteen, tekstiiliteollisuuteen, elintarviketeollisuuteen ja savi-, lasi- ja kiviteollisuuteen. Vuoden 1992 lopussa elintarviketeollisuuden sijoituskanta oli 1.4 mrd. markkaa, kemianteollisuuden 1.1 mrd. markkaa ja muiden teollisuustoimialojen sijoituskannat jäivät alle 500 milj. markan.

On huomionarvoista, että Suomen tärkeimmälle teollisuuden toimialalle, metsäteollisuuteen, ei ole tehty sijoituksia juuri ollenkaan. Ulkomaalaisomistuksen rajoitukset estivät sijoitukset metsäteollisuuteen aina vuoden 1989 loppupuolelle asti, jolloin lupakäytännössä

KUVIO 3.

SUORAT SIOITUKSET SUOMEEN:
KANTA MARKKINA-ALUEITTAIN
VUOSINA 1989 - 1992



luovuttiin metsäteollisuudelle asetetusta ulkomaalaisomistuksen erityiskiellosta.

Ulkomaalaisomisteiset kaupan alan yritykset ovat harjoittaneet Suomessa lähinnä tukku- ja agentuuritoimintaa sekä autokauppaa. Muista palvelualoista ulkomaisia sijoittajia ovat eniten kiinnostaneet tekniset palvelut ja palvelut liike-elämälle, kuljetusala sekä rahoitustoiminta. Ensimmäiset kolme ulkomaista tytäryhtiötä aloittivat toimintansa Suomessa vuonna 1982. Vuoden 1991 alusta ulkomaisille pankkeille tuli mahdolliseksi perustaa sivukonttori Suomeen. Niinpä vuoden 1993 lopussa Suomessa toimi kaksi ulkomaista sivukonttoria ja yksi tytäryhtiö.

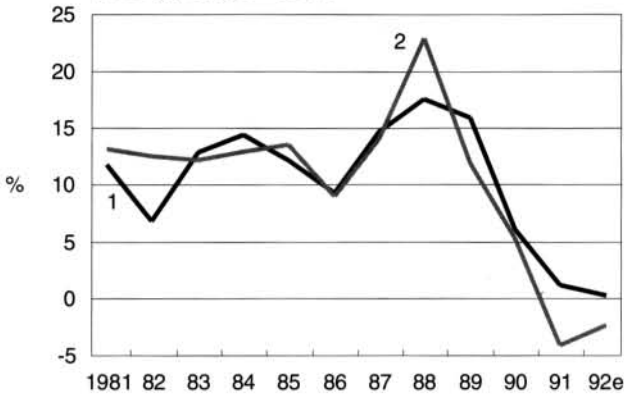
Taseiden mukaan ulkomaisia sijoituksia on tehty vähän suuriin yrityksiin. Vuonna 1992 taseeltaan yli miljardin markan suuruisia sijoituskohteita oli teollisuudessa seitsemän, kaupan alalla neljä ja muilla palvelualoilla neljä. Vuonna 1992 ulkomaalaisomisteisten yritysten taseen osuus koko teollisuuden taseesta oli noin 8 %. Vastaavasti kaupan alalla ulkomaalaisomisteisten yritysten taseen osuus oli noin 11 %.

Efta-maista eniten sijoituksia

Sijoituspääomaa Suomeen ovat tuoneet pääasiassa Efta-maiden yritykset (kuvio 3). Ruotsi

KUVIO 4.

ULKOMAALAISOMISTEISTEN YRITYSTEN JA
KAIKKIEN VASTAAVIEN ALOJEN YRITYSTEN
KANNATTAVUUS SUOMESSA
VUOSINA 1981 - 1992



1. Suorina sijoituksina Suomeen sijoitetun pääoman tuotot
2. Yritystoiminnan oman pääoman tuotot Suomessa*

* Teollisuuden ja kaupan oman pääoman tuottoja on painotettu osuuksilla, jotka vastaavat karkeasti näiden toimialojen osuuksia suorien sijoitusten kannasta Suomessa: teollisuuden osuudet 30 % v. 1981 - 1985 ja 50 % v. 1986 - 1992, kaupan osuudet 70 % v. 1981 - 1985 ja 50 % v. 1986 - 1992.

e=ennakkotieto

Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskuksen tilinpäätöstilastot.

la sijoitukset jakautuvat markkina-alueittain melko tasaisesti. Muilla palvelualoilla taas Eftan, lähinnä Ruotsin, asema korostuu.

Efta-maiden sijoitukset ovat keskittyneet teollisuuteen. EU-maat ovat sijoittaneet jokseenkin yhtä paljon teollisuuteen ja kaupan alalle. Sen sijaan Pohjois-Amerikka ja muut markkina-alueet ovat keskittäneet valtaosan sijoituksistaan kaupan alalle.

Tuotot vastanneet yritystoiminnan tuottoja Suomessa

Ulkomailta suorina sijoituksina Suomeen sijoitetun pääoman tuotot olivat vuosina 1981-1992 keskimäärin 10%. Tämä vastaa ulkomaisten sijoittajien suomalaisista sijoituskohteistaan saamaa oman pääoman tuottoa, koska valtaosa suorista sijoituksista Suomeen on tehty omana pää-

on aina ollut sijoittajajamaana merkittävin. Vuoden 1992 lopun sijoituskannasta Ruotsin osuus oli 24%. Ruotsalaisten yritysten on ollut vaikeaa etabloitua naapurimaahan Suomeen, joka on kulttuuriltaan ja talouden rakenteeltaan melko samanlainen kuin Ruotsi. Suomalaiset ja ruotsalaiset yritykset ovat myös yhdistäneet voimavarojaan joillakin toimialoilla ja omistavat ristikkäin osuuksia toisistaan.

1970-luvulta asti Ruotsin jälkeen merkittävin sijoittajamaa on ollut Yhdysvallat. 1980-luvun lopulla Sveitsi on noussut kolmen tärkeimmän sijoittajamaan joukkoon. EU-maista eniten sijoituksia on tehty Alankomaista, joka vuoden 1992 lopussa oli neljänneksi merkittävin sijoittajamaa. Muita merkittäviä sijoittajamaita ovat Saksa, Norja, Venäjä, Iso-Britannia ja Japani, joista Norja ja Japani ovat tehneet suurimmat sijoituksensa Suomeen vasta vuonna 1991.

Suomalaisiin teollisuusyrityksiin tehdyistä sijoituksista valtaosa on tullut Efta-maista, pääasiassa Ruotsista ja Sveitsistä. Kaupan alal-

omana ja sijoitusten tuotot ovat koostuneet pääasiassa sijoittajien tulososuudesta sijoituskohteissa. Suorien sijoitusten tuotot olivat korkeimmillaan vuosina 1987-1989, jolloin tuotto prosentit nousivat 15%:n tuntumaan ja ylikin (kuvio 4). Vuodesta 1990 lähtien sijoitusten tuotot supistuivat jyrkästi.

Suorien sijoitusten tuottojen perusteella ulkomaalaisomisteiset yritykset olivat vuosina 1981-1992 keskimäärin jokseenkin yhtä kannattavia kuin kaikki vastaavien alojen yritykset Suomessa. Suorien sijoitusten tuotot ja yritystoiminnan oman pääoman tuotot Suomessa noudattivat myös samaa kehitysuraa 1980-luvulla. Kun vuosina 1991-1992 yritys-toiminta Suomessa kääntyi selvästi tappiolliseksi, suorien sijoitusten tuotot sitä vastoin pysyivät vielä hieman voitollisina.

Ulkomaalaisomisteisten yritysten kannattavuus Suomessa on heikentynyt vuodesta 1990 lähtien kaikilla toimialoilla. Jyrkimmin kannattavuus on heikentynyt kaupan alalla ja muilla palvelualoilla. Vuosina 1991-1992 ul-

komaalaisomisteisten palvelu-alojen toiminta oli keskimäärin tappiollista. Sitä vastoin ulkomaalaisomisteinen teollisuustoiminta poikkeaa koko teollisuustoiminnasta, koska se on pysynyt voitollisena pääasiassa sähköteknisten tuotteiden ja kulkuneuvojen valmistuksen voittojen ansiosta.

Tuotoista suuri osa osinkoina ulkomaille

Verotuksen näkökulmasta ulkomaisille sijoittajille on ollut edullista sekä kotiuttaa Suomesta osinkoina sijoitus-pääomalle syntyneet voitot että sijoittaa uudelleen Suomeen nämä voitot. Valuutan-säännöstelyllä Suomen Pankki ei ole myöskään estänyt osinkojen kotiutusta.

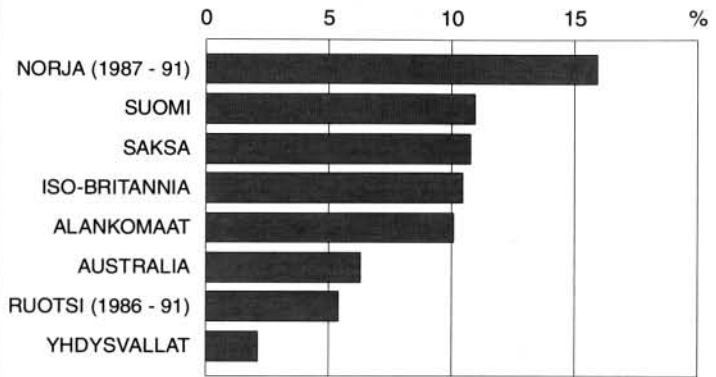
Vuoteen 1989 asti Suomeen tehtyjen suorien sijoitusten tuotoista yli puolet maksettiin ulkomaisille sijoittajille osinkoina ja korkoina ja loput tuotoista sijoitettiin uudelleen kohteeseen. Suuri osa ulkomaalaisomisteisista yrityksistä oli toiminut Suomessa jo pitkään ja siten pääomaa tulorahoituksena ei tarvittu toimintojen käynnistämiseen. Lisäpääomaa ei myöskään haluttu sijoittaa toimintojen laajentamiseen.

Eniten osinkoja ja korkoja maksoivat ulkomaalaisomisteiset kaupan alan yritykset, mutta 1980-luvun jälkipuoliskolla teollisuusyhtiöidenkin maksamat osingot ja korot olivat merkittäviä. Kaupan alan yritysten ja teollisuusyri-tysten muita toimialoja korkeammat omavaraisuusasteet ja oman pääoman tuotot selittävät sen, miksi juuri ne maksoivat eniten osinkoja ulkomaille.

Vuodesta 1990 lähtien ulkomaille maksettujen osinkojen osuus ulkomaalaisomisteisten yritysten voitoista on supistunut samalla kun voitot ja voitollisten yritysten määrä on supistunut. Kaupan alalla maksettujen osinkojen osuus voitoista oli 70 % vielä vuonna 1989, mutta osuus laski 52 %:iin vuonna 1991. Vastaavasti teollisuudessa maksettujen osinkojen osuus voitoista oli 66 % vuonna 1989 ja laski 26 %:iin vuonna 1991.

KUVIO 5.

ERÄISIIN TEOLLISUUSMAIHIN SUORINA SJOITUKSINA SJOITETUN PÄÄOMAN TUOTOT, VUOSIEN 1984 - 1991 KESKIAVARO



Lähteet: Kansainvälinen valuuttarahasto, Norjan keskuspankki ja Ruotsin keskuspankki.

Kansainvälisesti hyvät tuotot, vähäiset sijoitukset

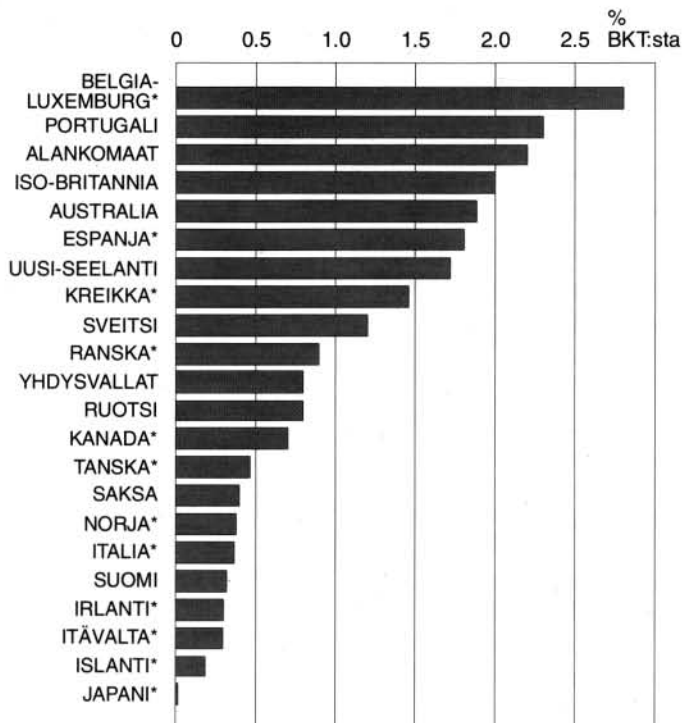
Kansainvälisesti verrattuna ulkomaiset sijoittajat ovat saaneet Suomeen sijoittamalleen pääomalle suhteellisen hyvät tuotot aina vuoteen 1989 asti (kuvio 5). 1990-luvun alusta lähtien teollisuusmaihin tehtyjen suorien sijoitusten tuotot ovat supistuneet selvästi, mutta Suomessa tuotot ovat supistuneet jyrkimmin. Kansainvälisiin tuottovertailuihin liittyy kuitenkin suuria tilastollisia ongelmia.

Suorien sijoitusten hyvistä tuotoista huolimatta sijoitukset Suomeen ovat jääneet sekä absoluuttisesti että maan kokonaistalouteen suhteutettuina vähäisiksi muihin teollisuusmaihin verrattuna (kuvio 6). 1980-luvun jälkipuoliskolla teollisuusmaiden yritykset kansainvälistyivät erittäin voimakkaasti, mutta Suomeen suuntautunut osuus kansainvälisistä sijoitusvirroista ei kasvanut. Erityisesti muille palvelualoille kuin kaupan alalle tehtyjen sijoitusten osuus sijoituksista Suomeen jäi kansainvälisesti verrattuna pieneksi.

Yrityksen kansainvälistymisen teorioiden mukaan eivät niinkään korkeat tuotot vaan markkinoiden kysyntä ja kysynnän potentiaalinen kasvu ohjaavat merkittävästi kansainvälistyneen yrityksen sijoittumista. Suorien sijoitusten vähäiset virrat Suomeen osoittavat, että ulkomaiset sijoittajat eivät ole päässeet Suomessa tai Suomen kautta riittävän laajoille

KUVIO 6.

SUORAT SIOJITUKSET TEOLLISUUSMAIHIN:
NETTOMÄÄRÄISET PÄÄOMAVIRRAT,
% BKT:STA, VUOSIEN 1984 - 1992 KESKIARVO



* Nettomääräiset pääomavirrat eivät sisällä sijoituskohteisiin uudelleen sijoitettuja voittoja.

Lähde: Kansainvälinen valuuttarahasto.

markkinoista eikä kuulu EU-maihin.

Suomi pienenä markkina-alueena ei ole houkutelut ulkomaisia palvelualan yrityksiäkään, vaikka 1980-luvulla teollisuusmaiden yritykset tekivät paljon suoria sijoituksia palvelualoille, erityisesti rahoitukseen. Koska palvelut tuotetaan ja kulutetaan samalla alueella, palvelujen markkinoiden laajuus korostuu kansainvälisen tuotannon sijoittumisessa.

Vaikka Suomen markkinat olisivatkin olleet sijoittumisen kannalta riittävän suuret joillekin ulkomaisille yrityksille, niiden markkinoille pääsyn ovat saattaneet estää ulkomaalaisomistuksen rajoitusten lisäksi suomalaiset kilpailijayritykset. Suuret suomalaisyritykset, lähinnä valtionyhtiöt ja yksityiset pörs-siyhtiöt, kansainvälistyivät voimakkaasti 1980-luvun jälkipuoliskolla. Yrityksen kansainvälistymisen teorioiden mukaan näillä yrityksillä on ollut erityisosaamiseen liitty-

vää voimavaraa, jonka turvin ne ovat voineet kansainvälistyä ja joka on tehnyt niistä kansainvälisesti kilpailukykyisiä. Nämä suomalaiset kilpailijayritykset ovat saattaneet ainakin osaltaan estää ulkomaisten sijoittajien pääsyn markkinoille.

Ulkomaisten sijoittajien yritysostot Suomesta osoittavat, että sijoittajat ovat jossain määrin pyrkineet myös ostamaan kilpailijoitaan Suomesta markkina-osuuksia. Yritysoston kohteena ei kuitenkaan ole ollut monia suuria yrityksiä. Tämä on voinut johtua siitä, että ulkomaiset yritykset tai suurten kansainvälistyneiden suomalaisyritysten omistajat eivät ole olleet edes kiinnostuneita yrityskaupasta tai yritysten määräysvaltaan oikeuttavien osakkeiden kauppahinnat ovat olleet liian korkeita ulkomaisille ostajille. ■

markkinoille, jotta tuotteiden valmistus olisi kannattanut siirtää Suomeen skaalaetujen perusteella. Suomen markkinoiden kysyntäpohja on suppea. Taloudellisten vaikeuksiensa tähden Venäjältä ei ole tullut sellaista markkina-alueita, joka vetäisi sijoituspääomaa myös Suomeen. 1980-luvullakaan ei entisen Neuvostoliiton markkinoiden läheisyys tuonut sijoituksia Suomeen. Silloin suomalaisten yritysten idänkaupan edellytyksenä oli clearingjärjestelmä, jossa Neuvostoliittoon vietävien tuotteiden tuotantopanosten alkuperämaan oli oltava Suomi.

Suoria sijoituksia tehtiin 1980-luvulla paljon EU-maihin, koska yritykset halusivat varmistaa mahdollisuuden hyötyä Euroopan taloudellisen integraation etenemisen tuomista eduista. Sijoitukset Suomeen taas jäivät vähäisiksi, koska Suomi on etäällä Euroopan

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita koskevia toimenpiteitä

Tammikuu

Obligaatiotermiini

Suomen Pankin ja päämarkkinataakaajien välillä allekirjoitetun sopimuksen mukaan markkinataakaajat aloittivat 20.1.1994 kaupankäynnin FIM-obligaatiotermeineillä.

Helmikuu

Peruskorkoa alennettiin

Eduskunnan pankkivaltuusto alensi Suomen Pankin peruskoron 5.5 prosentista 5.25 prosenttiin 1.2.1994 lähtien.

Rahapolitiikan välineet

Markkinaoperaatiot

Raha- ja valuuttamarkkinaosapuolet

Suomen Pankki vaikuttaa korko- ja valuuttakurssikehitykseen markkinaoperaatioillaan eli käymällä hyväksymiensä osapuolten kanssa kauppaa arvopapereilla ja valuutoilla.

Rahamarkkinaosapuoliksi voidaan hyväksyä pankit ja muut rahoituslaitokset, ml. arvopaperinvälittäjät, jotka toimivat aktiivisina markkinaosapuolina ja joilla on maksujen suorittamiseksi sekkitili Suomen Pankissa. Aktiivisena markkinaosapuolena toimiminen edellyttää rahoituslaitokselta, että se pystyy antamaan sitovat osto- ja myyntinoteeraukset vähintään Suomen Pankin edellyttämästä pienimmästä kauppäerästä ja että se kykenee toimittamaan arvopaperit arvopäivänä. Suomen Pankki myöntää sekkitilioikeuden hakemuksesta.

Markkinaoperaatioiden osapuoliksi hyväksytyjen pankkien ja rahoituslaitosten edellytetään allekirjoittavan sopimuksen rahamarkkinoiden pelisäännöistä.

Rahamarkkinaoperaatioiden markkinaosapuoliksi on hyväksytty seuraavat pankit:

Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Suomen Säästöpankki – SSP Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankki Aktia Oy
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Ålandsbanken Ab.

Valuuttainterventioiden osapuoliksi Suomen Pankki hyväksyy pankit, jotka toimivat Suomen markan markkinatakaajina valuuttamarkkinoilla eli pystyvät antamaan sitovat osto- ja myyntinoteeraukset kaupankäynnin kohteina oleville valuutoille.

Valuuttainterventioiden vastapuoliksi on hyväksytty seuraavat pankit:

Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori.

Valtion lainojen markkinatakaajajärjestelmä otettiin käyttöön elokuussa 1992. Päämarkkinatakaajilla eli primary dealereilla tarkoitetaan valtion viitelainojen huutokauppoihin oikeutettuja ja jälkimarkkinoiden ylläpitoon sitoutuneita pankkeja ja arvopaperivälittäjiä.

Päämarkkinatakaajina toimivat seuraavat pankit ja arvopaperivälittäjät:

Pankkiiriliike Evli Oy
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Unibörs Securities.

Suomen Pankki pitää viikoittain repo-huutokaupan valtion lainojen päämarkkinatakaajien kanssa. Kauppojen materiaalina käytetään valtion ja Suomen Pankin velkapapereita. Repo-huutokauppoihin voivat osallistua ensisijaisesti ne Suomen Pankin maksuvalmiusluottoon oikeutetut pankit, jotka ovat allekirjoittaneet sopimuksen valtion lainojen emissioista ja jälkimarkkinoiden ylläpitämisestä, sekä hakemuksesta muut Suomen Pankin hyväksymät Suomeen etabloituneet vastapuolet. Suomen Pankki voi harkintansa mukaan myöntää päämarkkinatakaajalle mahdollisuuden päivänsäiseen luottoon, jolle sen saaja antaa kattavan vakuuden.

Rahamarkkinainterventioiden materiaali

Rahamarkkinainterventioiden materiaaliksi hyväksytään valtion velkasitoumukset ja Suomen Pankin sijoitustodistukset. Lisäksi voidaan hyväksyä sellaisten pankkien sijoitustodistukset, jotka täyttävät seuraavat viisi ehtoa:

1. Pankin oma pääoma on vähintään 200 milj. markkaa.
2. Pankki täyttää Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) vakavaraisuusvaatimukset, eli pankin oman pääoman suhde riskipainotettuihin saamisiin, sijoituksiin ja taseen ulkopuolisiin sitoumuksiin on vähintään 8 %.
3. Pankki toimii sijoitustodistusten markkinatakaajana. Tämä edellyttää mm. sitä, että pankki noteeraa sitovan kaksipuolisen hinnan sijoitustodistuksille vähintään Suomen Pankin edellyttämästä pienimmästä kauppaeestä ja että se kykenee toimittamaan sijoitustodistukset arvopäivänä.
4. Pankki on Suomen Pankin riskienseuranan kohteena.
5. Pankki sitoutuu antamaan vakuudet, jotka Suomen Pankki saatavilleen vaatii.

Kun rahamarkkinainterventioita tehdään repo-kauppoina, vakuudeksi hyväksytään edellä mainittujen arvopapereiden lisäksi valtion liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjalainat sekä pankkien liikkeeseen laskemat tai takaa- mat joukkovelkakirjalainat.

Suomen Pankki hyväksyy interventiomateriaaliksi seuraavien pankkien sijoitustodistukset: Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Suomen Säästöpankki – SSP Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankki Aktia Oy
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Ålandsbanken Ab.

Vähimmäisvarantojärjestelmä

Suomen Pankki saattoi 1.7.1993 lukien voimaan vähimmäisvarantojärjestelmän, joka korvasi aikaisemman sopimus pohjaisen kassavarantojärjestelmän. Vähimmäisvarantojärjes-

telmään siirtyminen kävi mahdolliseksi eduskunnan hyväksyttyä 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 ulkomaisten luottolaitosten sivukonttoreita. Vähimmäisvarantojärjestelmässä Suomen Pankki määrää varantovelvollisuuden suuruuden prosentteina varantopohjasta. Vähimmäisvaranto lasketaan kuukausittain kunkin kalenterikuukauden viimeisen päivän varantopohjan mukaan. Varantovelvollisen on toimitettava veloitettaan vastaava määrä varoja Suomen Pankkiin viimeistään seuraavan kalenterikuukauden viimeisenä pankkipäivänä.

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 erien velvoite 1.0 %.

Vähimmäisvarantojärjestelmää sovellettiin ensimmäisen kerran kesäkuun varantopohjaan, ja pankkien oli saatettava varantovelvollisuutta vastaava määrä varoja Suomen Pankkiin viimeistään heinäkuun viimeisenä päivänä. Vähimmäisvarantoja kertyi tuolloin Suomen Pankkiin noin 6.3 mrd. markkaa.

Vähimmäisvarantovelvoite koskee seuraavia pankeja:

Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Citibank Oy
Interbank Osakepankki
Kansallisuottopankki Oy
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
OP-kotipankki Oy

Postipankki Oy
Suomen Säästöpankki – SSP Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Suur-Helsingin Osuuspankki
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankki Aktia Oy
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Ålandsbanken Ab
Muut säästöpankit ja osuuspankit.

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 yhden prosenttiyksikön yli ja päivätalletuskorko kolme 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.

Suomen Pankin maksuvalmiusluottoon oikeutetut pankit ovat seuraavat:

Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Citibank Oy
Interbank Osakepankki
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki Oy
Suomen Säästöpankki – SSP Oy
Suomen Yhdyspankki Oy

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

Sekkitilijärjestelmä

Suomen Pankin nykyinen sekkitilijärjestelmä, joka on keskeinen osa Suomen maksu- ja selvitysjärjestelmää, otettiin käyttöön maaliskuussa 1991. Sekkitiliviennit voidaan jakaa kolmeen pääryhmään: Ensimmäinen 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.

Pankeilla on mikrotietokoneeseen perustuva työasemasovellus, joka on yhdistetty tietoliikenneverkon kautta Suomen Pankin sekkitilijärjestelmään. Työasemat ovat reaaliaikaisessa yhteydessä Suomen Pankin sekkitilietokantaan, ja työasemien välityksellä pankit hoitavat itse maksunsa muille Suomen Pankin sekkitilinhaltijoille.

Pankkien sekkitileille asetettiin 1.3.1993 alkaen kokeiluluonteisesti päivänsisäiset luottolimiitit. Käytäntö muuttui pysyväksi 1.12.1993. Maksuvalmiusluoton ehdot täyttävän pankin on annettava limiitille 25 prosentin vakuus ja muiden pankkien täysimääräinen vakuus. Vakuutena käytetään Suomen Pankin kuittausoikeutta pankin vähimmäisvarantotalletukseen tai muuta pankin erikseen antamaa vakuutta. Pankin sekkitili voi myös olla luoton.

Sekkitilin haltijat:

Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori
Citibank Oy
Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunta
Helsingin Rahamarkkinakeskus Oy
Interbank Osakepankki
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy

Postipankki Oy
Siltapankki Oy
Suomen Säästöpankki – SSP Oy
Suomen Vientiluotto Oy
Suomen Yhdyspankki Oy
Suur-Helsingin Osuuspankki
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankki Aktia Oy
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki
Valtiokonttori
Valtion vakuusrahasto
Ålandsbanken Ab.

Peruskorko

Suomen Pankin peruskorosta päättää eduskunnan pankkivaltuusto Suomen Pankin johtokunnan tekemän esityksen perusteella. Peruskorko on eräs markkinoiden käyttämä viitekorko; noin 39 % talletus- ja 36 % (joulukuu 1993) luottokoroista 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, julkaisupalvelut, PL 160, 00101 Helsinki, puh.(90) 1831.

Sarjajulkaisuja

Sarja A ISSN 0355-6034

A:87

Matti Virén **Maksuvälineiden käyttö ja käteisrahan kysyntä Suomessa.** 1993. 91 s. ISBN 951-686-383-3.

A:88

Payment and Settlement Systems in Finland (Ralf Pauli **Payment Systems: Overview and Prospects**; Seppo Eriksson – Tom Kokkola **Cash**; Markku Hirvonen – Maija Keskinen – Eero Kostamo – Vuokko Pitkänen – Juhani Saarento – Timo Ylitalo **Banks' Payment Systems**; Marianne Palva **The Bank of Finland Interbank Funds Transfer System and Payment Clearing**; Jyrki Aarnio – Mervi Arponen – Jorma Hilpinen – Leena Karlsson – Markku Kempainen – Lea Latva-Pukkila – Hannu Lohikoski – Risto Savolainen – Olavi Setälä – Hannu Wiksten **International Payments**; Maritta Vehmas **Clearing and Settlement of Securities Transactions: Description, Regulation and International Recommendations**; Liisa Jauri **Book-Entry Securities System and Clearing and Settlement of Book-Entry Transactions**; Erkki Vehkamäki **Clearing and Settlement of Money Market Transactions at the Helsinki Money Market Center**; Juha Kaiponen **Trading, Clearing and Settlement on the Helsinki Stock Exchange**; Jan Forsbom – Timo Laitinen **Standardized Derivatives: Trading and Clearing**; Harri Hasko – Harri Lahdenperä – Ossi Leppänen – Antti Suvanto **New Payment Systems and the Central Bank**). 1993. 249 s. ISBN 951-686-388-4.

A:89

Ralf Pauli (toim.) **Pankkitoiminnan rakennemuutos Suomessa** (Anne Turkkila **Suomalaisten pankkien kansainvälistyminen**; Juha Savela **Ulkomaiset pankit Suomessa**; Helka Jokinen – Heikki Solttila **Pankkien varainhankinnan ja varainkäytön muutokset**; Juha Savela **Pankin taseen ulkopuolisen toiminnan rakenne ja kehitys vuosina 1989–1993**; Sinikka Salo **Pankkisektorin kapasiteetti ja keskittyneisyys Suomessa**). 1994. 176 s. ISBN 951-686-399-X.

Sarja D ISSN 0355-6042

D:78

Helvi Kinnunen **Kansainvälistymispäätös ja ulkomaisen tuotannon suuntautuminen: poikkileikkaustutkimus Suomen teollisuusyrityksistä vuonna 1987.** 1993. 91 s. ISBN 951-686-384-1.

Keskustelualoitteita ISSN 0785-3572

16/93

Risto Murto – Timo Eirola **Risky Debt, Bad Bank and Government.** 27 s. ISBN 951-686-382-5.

1/94

Juha Tarkka **Implicit Interest as Price Discrimination in the Bank Deposit Market.** 28 s. ISBN 951-686-385-X.

2/94

Airi Heikkilä **Selvitys suorista sijoituksista Suomeen.** 59 s. ISBN 951-686-386-8.

3/94

Erkki Koskela – Jouko Vilmunen **Tax Progression is Good for Employment in Popular Models of Trade Union Behaviour.** 22 s. ISBN 951-686-387-6.

4/94

Anne Brunila **Investment and Financing Considerations: Evidence from Finnish Panel Data**. 28 s. ISBN 951-686-398-1.

5/94

Jarmo Kontulainen – Jouko Vilmunen **Viewpoints on "Three Assessments of Finland's Economic Crisis and Economic Policy"**. 19 s. ISBN 961-686-401-5.

Idäntalouksien katsauksia ISSN 1235-7405

1/94

Pekka Sutela **Insider Privatization in Russia: Speculations on Systemic Change**. 22 s.; Inkeri Hirvensalo **Banking in St. Petersburg**. 18 s.

2/94

Merja Tekoniemi **Venäjän keskeiset taloustapahtumat loka-joulukuussa 1993**. 11 s.; Aleksei Tkatchenko **Pienyritysten yksityistämisen Venäjällä**. 23 s.; Jarmo Eronen **Konversio Venäjällä: tulosten tarkastelua**. 10 s.; **Idäntalouksien loka-joulukuu 1993**. 17 s.

3/94

Juhani Laurila **Direct Investment from Finland to Russia, Baltic and Central Eastern European Countries: Results of a Survey by the Bank of Finland**. 14 s.; Juhani Laurila **Finland's Changing Economic Relations with Russia and the Baltic States**. 11 s.; Jouko Rautava **EC Integration: Does It Mean East-West Disintegration**. 8 s.; Eugene Gavrilenkov **Macroeconomic Crisis and Price Distortions in Russia**. 20 s.; Eugene Gavrilenkov **Russia: Out of the Post-Soviet Macroeconomic Deadlock through a Labyrinth of Reforms**. 22 s.

4/94

Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys 1993**. 16 s.; Seija Lainela **Baltian maat vuonna 1993**. 19 s.; Jouko Rautava **Suomen idänkauppa 1990–93**. 7 s. **Tilastotietoja**. 8 s.

Julkaisujen tiivistelmiä

Sarjajulkaisuja

Maksuvälineiden käyttö ja käteisrahan kysyntä Suomessa

Matti Virén

A:87

Selvitys koostuu kahdesta osasta. Ensimmäisessä tarkastellaan maksuvälineiden ja maksujärjestelmien kehitystä sekä Suomessa että ulkomailla. Toisessa esitellään Suomen Pankissa tehdyn maksuväline tutkimuksen tuloksia. Kyseinen tutkimus perustuu yksilökohtaiseen haastatteluaaineistoon loka – marraskuulta 1992. Selvityksen tavoitteena on antaa yleiskuva maksujärjestelmien nykytilasta sekä arvioida tulevaisuuden kehitystendenssejä ja muutospaineita. Erityisesti tarkastellaan käteisrahan käyttöä ja siihen vaikuttavia tekijöitä.

Maksuväline tutkimuksessa tarkastellaan mm. sitä, miten maksujen koko ja ajoitus vaikuttavat eri maksuvälineiden ja erityisesti käteisrahan käyttöön. Saatuja tuloksia voidaan hyödyntää ennustettaessa eri maksuvälineiden kysyntää. Myös uusien rahakorttien tulevan käytön arviointiin selvityksestä saa eräitä välttämättömiä perustietoja.

Vaikka käteisrahan määrä Suomessa on kansainvälisesti ottaen vähäinen, käteisraha on yhäkin tärkein maksuväline kotitalouksissa. Käteisrahalla maksetaan 80 % kaikkien maksujen lukumäärästä ja 40 % markkamäärästä. Pienet maksut maksetaan lähes aina käteisellä. Eri kotitalouksien käteisrahan käytössä on suuria eroja. Selvimmin käyttöä erottelee ikä: vanhat ihmiset käyttävät suhteellisesti enemmän käteisrahaa. Myös tulotaso vaikuttaa käteisrahan käytön yleisyyteen.

Maksuvälinekyselyn perusteella kolmannes yleisön hallussa olevasta käteisrahasta on kotitalouksilla. Todellinen osuus lienee jonkin verran suurempi. Kyselyn perusteella saatu arvio on suurempi kuin useimmissa ulkomaisissa kyselyissä. Se taas kertoo siitä, että käteisrahan hallussapito ei ole Suomessa kovin yleinen säästämismuoto. Häiriöt rahamarkkinoilla voivat kuitenkin muuttaa tätä tilannetta. ■

Payment and Settlement Systems in Finland

A:88

Julkaisu on englanninkielinen käännös vuonna 1992 ilmestyneestä teoksesta "Suomen maksu- ja selvitysjärjestelmät" (A:84). Sen tavoitteena on antaa kokonaiskuva Suomen koti- ja ulkomaan maksuliikenteen järjestelmistä sekä arvopaperi- ja johdannaismarkkinoiden selvitysjärjestelmistä. Julkaisun kirjoittajat ovat pankki-, pörssi- ja keskuspankkitoiminnan asiantuntijoita.

Julkaisussa kuvataan Suomen maksu- ja selvitysjärjestelmiä sellaisina kuin ne olivat vuoden 1992 puolivälissä. Englanninkielisessä laitoksessa kerrotaan lisäksi mahdollisista muutoksista vuoden 1993 loppuun mennessä. Perinteisten maksuvälineiden ja -järjestelmien kuvauksen ohella julkaisu sisältää myös seikkaperäiset katsaukset maksu- ja selvitystointintaan raha- ja osakemarkkinoilla. Suomessa on vuoden 1992 keväästä aloitettu siirtyminen arvo-osuusjärjestelmään, jossa fyysisten arvopaperien hallinta korvataan arvo-osuusrekisterien arvo-osuustileille tehtävillä atk-kirjauksilla.

Viime vuosina keskuspankkien tehtävistä ovat korostuneet erityisesti suurten maksujen selvitysjärjestelmien riskienhallinnan kehittäminen ja häiriöiden estäminen. Rahapolitiikan harjoittamisen ja vaikutusten kannalta on tärkeää, että maksu- ja selvitysjärjestelmät toimivat ilman häiriöitä ja niiden perusrakenne vastaa kansainvälisiä vaatimuksia. Toimintavarmuuden ja turvallisuuden lisäksi maksujärjestelmiltä vaaditaan nopeutta, kustannustehokkuutta ja yhteensopivuutta muiden maiden järjestelmien kanssa. Tulevina vuosina pankkitoiminnan rationalisointi ja Euroopan integraatio asettavat haasteita maksujärjestelmien kehittämiseen myös Suomessa.■

Pankkitoiminnan rakennemuutos Suomessa

Ralf Pauli (toim.)

A:89

Suomalaisille pankeille 1980-luku merkitsi uuden aikakauden alkua. Hallinnollinen sääntely kieltoineen ja rajoituksineen lopetettiin ja annettiin aikaisempaa paremmat mahdollisuu-

det hinnoitella rahoituspalvelut ja käyttää rahoitusinstrumentteja markkinoiden mukaan. Yritysten kansainvälistyminen, tietotekniikan ja instrumenttien kehittyminen sekä asiakkaiden vaatimukset olivat alkaneet murentaa hallinnollisen sääntelyn perustaa jo aikaisemmin. Niinpä 1970-luvulta alkunsa saaneet muutos-paineet näkyivät pankkien toiminnassa jo ennen säännöstelyn vapautuspäätöksiä.

Julkaisun viidessä artikkelissa luodaan kat-saus murrosta seuranneisiin pankkitoiminnan rakennemuutoksiin. Uudet vapaudet toivat mukanaan uudet riskit. Vaikka rahoitusmarkkinoita ja -laitoksia koskevaa lainsäädäntöä ryhdyttiin kehittämään ja vakavaraisuusvaatimuksia tiukentamaan, ajautuivat pankit suuriin vaikeuksiin kuluvaan vuosikymmenen alussa. Pankkikriisiä ei julkaisussa varsinaisesti käsitellä, vaan kuvausten painopiste on kriisiä edeltäneessä jaksossa.

Pankkitoiminnan rakenteellisia muutoksia tarkastellaan kansainvälistymisen ja liiketoiminnan näkökulmasta. Lisäksi julkaisu sisältää selvityksen pankkisektorin kapasiteetista ja keskittyneisyydestä.■

Kansainvälistymispäätös ja ulkomaisen tuotannon suuntautuminen

Helvi Kinnunen

D:78

Tutkimuksessa selvitetään suomalaisten yritysten kansainvälistymistä ja analysoidaan teollisuusyritysten ulkomaantoimintaan vaikuttavia tekijöitä yrityskohtaisen aineiston avulla. Työ käsittää katsauksen kirjallisuuteen, kuvauksen suomalaisyritysten ulkomaantoiminnasta sekä yrityskohtaisen poikkileikkausaineiston avulla tehdyn analyysin kansainvälistymispäätöksestä ja ulkomaantoiminnan määrään ja suuntautumiseen vaikuttavista tekijöistä.

Aluksi käsitellään kirjallisuudessa esitettyjä selityksiä monikansallisille yrityksille ja tuotannon suuntautumiselle sekä empiirisiä tutkimustuloksia. Sen jälkeen kuvataan Suomen teollisuuden ulkomaisen toiminnan suuntautumista markkina-alueittain ja toimialoit-tain vuosina 1981–1991. Lisäksi esitellään empiirisessä analyysissä käytetty yrityskohtainen aineisto.

Yritysten kansainvälistymispäätösten analysoinnissa osoitetaan ensin teoreettisesti, että yritysten mahdollisuus laajentaa tuotantoa kansallisten rajojen ulkopuolelle riippuu niiden kilpailueduista kysynnässä ja tarjonnassa. Kvalitatiivisen valinnan menetelmiin perustuvan empiirisen analyysin mukaan taas yrityksen koko vaikuttaa olennaisesti kansainvälistymiseen. Myös aktiivisuus tutkimus- ja tuotekehittelyssä lisää ulkomaantoiminnan todennäköisyyttä.

Yritysten päätöstä suuntautua joko tuotantoon ulkomailla tai vientiin analysoidaan maatoimiala- ja yrityskohtaisia tekijöitä sisältävällä mallilla. Tulosten mukaan yritysten tuotantoalittiuteen eri maissa vaikuttavat maakohtaiset tekijät ainoastaan joillakin toimialoilla. Keskeisimpiä selittäjiä ovat sen sijaan yrityksen markkinaosuus kotimaassa ja kokemukset toiminnasta eri maissa. Ne lisäävät alttiutta ulkomaantoimintaan.■

Keskustelualoitteita

Risky Debt, Bad Bank and Government

Risto Murto – Timo Eirola
1/93

Selvityksessä johdetaan hinnoittelumalli sellaisille rahoitusvaateille, joiden korot vaihtelevat herkästi. Erityisesti tarkastellaan vakuudellisten lainojen hinnoittelua; hinta riippuu mm. lainan korosta, juoksuajasta, korkorakenteesta, vakuuden arvosta sekä konkurssiriskistä. Lainaajan ehdollista konkurssitodennäköisyyttä mallitetaan hazardifunktion avulla. Selvityksessä hinnoitellaan myös takauksia, verovelkaa ja työttömyysturvaa. Lisäksi hinnoittelumallin avulla tarkastellaan omaisuuden hoitoyhtiöihin liittyviä kysymyksiä.■

Implicit Interest as Price Discrimination in the Bank Deposit Market

Juha Tarkka
1/94

Tutkimuksessa sovelletaan epälineaarisen monituotehinnoittelun teoriaa pankkitalletusten,

erityisesti sekki- ja ns. käyttelytilien, hinnoitteluun. Voiton maksimoivat talletuskorko- ja palvelumaksuasteikot johdetaan sellaisesta tapauksesta, että pankilla on monopoliasema ja heterogeeninen asiakaskunta. Pankin kannalta parhaaseen hintastrategiaan voi näissä oloissa kuulua "implisiittisen koron" maksaminen eli pankkipalvelujen tarjoaminen alihintaan samaan aikaan kun ylläpidetään suurta talletuskorkomarginaalia. Välttämättömät ehdot tällaiselle ristisubventiolle ovat voimassa varas-toteoreettisessa pankkipalvelujen kysyntämallissa. Aikaisemmassa talletusten hinnoittelua koskevassa teoriassa ei ole juuri käsitelty hintadiskriminaation mahdollisuutta, ja se on tämän tutkimuksen valossa vakava puute.■

Selvitys suorista sijoituksista Suomeen

Airi Heikkilä
2/94

Selvityksessä kartoitetaan Suomen ulkomalaisomisteisen yritystoiminnan laajuutta ja kannattavuutta. Lisäksi etsitään selityksiä sille, miksi sijoitukset Suomeen ovat jääneet varsin vähäisiksi sekä koko maan talouden kannalta että kansainvälisesti aina 1990-luvun alkupuolelle asti.

Ulkomaiset yritykset ovat sijoittaneet pääomaansa pääasiassa teollisuus- ja myyntiyhtiöihin. Teollisuuden toimialoista ulkomaisia sijoituksia on tehty eniten metalliteollisuuteen, erityisesti sähköteknisten tuotteiden valmistukseen.

Ulkomaiset sijoittajat ovat saaneet Suomeen sijoittamalleen pääomalle kansainvälisesti hyvän tuoton aina 1980-luvun loppuun asti, mutta vuodesta 1990 lähtien sijoitusten tuotot ovat supistuneet jyrkästi, erityisesti palvelualoilla. Ulkomaalaisomisteisten yritysten toiminta on ollut keskimäärin jokseenkin yhtä kannattavaa kuin koko maan vastaava yritys-toiminta. Vuosina 1991 – 1992 ulkomaalaisomisteinen teollisuustoiminta koko teollisuustoiminnasta poiketen on pysynyt voitollisena pääasiassa sähköteknisten tuotteiden ja kulku-neuvojen valmistuksen ansiosta.

Suorien sijoitusten hyvät tuotot eivät ole kuitenkaan vetäneet Suomeen suuria määriä ulkomaista sijoitus-pääomaa. Ulkomaiset si-

joittajat eivät ole päässeet Suomen kautta riittävän suurille markkinoille, jotta tuotteiden valmistus olisi kannattanut siirtää Suomeen. Toisaalta suomalaiset kilpailijayritykset ja ulkomaalaisomistuksen rajoitukset ovat ehkä osittain estäneet ulkomaisten sijoittajien pääsyn markkinoille. ■

**Tax Progression is Good
for Employment in
Popular Models of
Trade Union Behaviour**

Erkki Koskela – Jouko Vilmunen
3/94

Melko yleisen käsityksen mukaan – ja se voidaan perustella kuluttajan valintateorialla – verotuksen progression kasvu annetulla verotulokertymällä ei kannusta työntekoon ja heikentää työllisyyttä. Tutkimuksessa selvittelin, pitääkö käsitys paikkansa talouksissa, joissa palkat eivät määräydy kysynnän ja tarjonnan mukaan, vaan niistä joko määräävät tai neuvottelevat ammattiyhdistysliike ja yritykset. Käyttämällä analyysikehiköinä kolmea tunnettua ammattiyhdistysliikemallia, monopoliunioni-, "right-to-manage"- ja tehokaiden sopimusten mallia, osoitetaan, ettei käsitys pidä paikkaansa: luontevilla oletuksilla verotulokertymän säilyttävä veroprogression lisäys alentaa palkkoja ja parantaa työllisyyttä. Verotuksen vaikutukset näyttävät siis olevan herkkiä työmarkkinoiden rakenteesta tehtävile oletuksille. ■

**Investment and Financing
Considerations: Evidence from
Finnish Panel Data**

Anne Brunila
4/94

Tutkimuksessa analysoidaan yritysten investointitoiminnan määräytymistä, kun investointien tuotto on stokastinen ja luottorahoituksen korko riippuu rahoitukseen liittyvästä riskistä. Jos yritysten investointeihin liittyvä riski ei täysin heijastu todellisessa luottokorossa, investoinnit riippuvat koron ja kysyntätekijöiden lisäksi yritysten rahoitusasemasta; velkaantuneisuuden kasvu vähentää investointeja, kun taas osake- ja tulo-rahoituksen kasvu lisää in-

vestointeja. Yritysten velkaantuneisuuden lisääntyessä rahoitusaseman vaikutus investointeihin voimistuu.

Empiirinen analyysi perustuu Etlatiето Oy:n suuryritystietokantaan vuosilta 1985–92. Paneeliestimoinneista saadut tulokset ovat sopusoinnussa teoreettisen mallin tulosten kanssa. ■

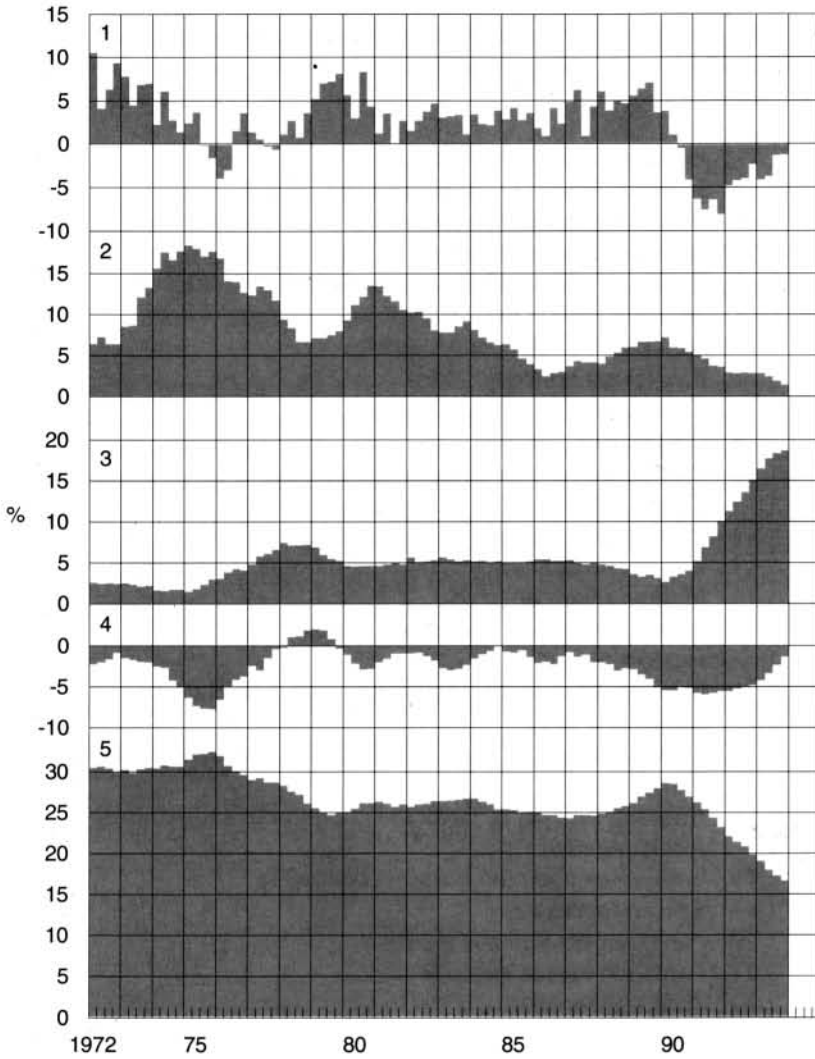
**Viewpoints on "Three Assessments
of Finland's Economic Crisis and
Economic Policy"**

Jarmo Kontulainen – Jouko Vilmunen
5/94

Julkaisussa arvioidaan ajatuksia, joita professorit Christian Bordes, David Currie ja Hans Tson Söderström raporteissaan esittävät Suomen talouden tilasta ja kehityksestä ennen vuoden 1993 puoltaväliä. Tarkastelussa painotetaan, ehkä liikaakin yksinkertaisten, professoreiden ajatusten yhteisiä analyttisiä lähtökohtia. Erityisesti korostetaan sitä, että professorit tulkitsevat Suomen talouden kymmenen viimeisen vuoden kehityksen luottosykliksi. Julkaisussa tarkastellaan luottosykliä taloudelliselta kannalta ja tulkitaan talouspolitiikan analyysin näkökulmasta. Tämän jälkeen raporttien politiikka-analyseja arvioidaan teemoittain ja esitettyjen talouspoliittisten ehdotusten mukaan. Erityisesti käsitellään niitä professorien analyysien näkökohtia, jotka liittyvät taannoin harjoitetun talouspolitiikan uskottavuuteen (tai sen puutteeseen) ja eri politiikkatoimenpiteiden käyttökelpoisuuteen. Julkaisun lopuksi kiinnitetään huomio joihinkin professoreiden ajatuksiin Suomen tulevista politiikkavaihtoehdoista. ■

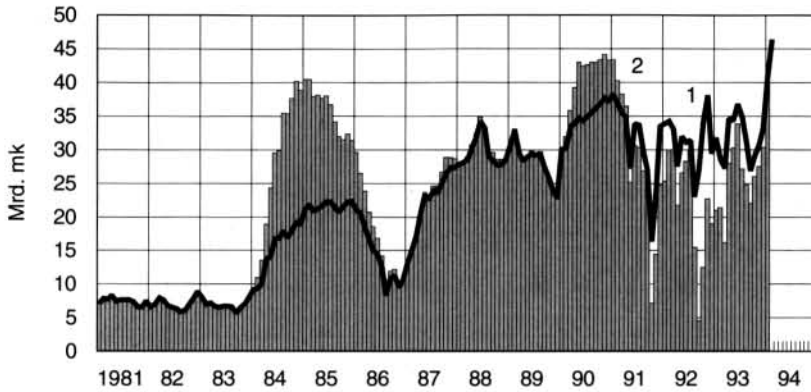
1. Keskeiset tasapainomuuttajat
2. Suomen Pankin valuuttavaranto
3. Vähimmäisvarantojärjestelmä
4. Suomen Pankin korkoja
5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa
6. Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmän korot ja pankkien välinen yön yli -korko
7. Päivittäisiä heliborkorkoja
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja
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 markkaurssit
16. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkaurssit
17. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkaurssit
18. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkaurssit
19. Eräiden valuuttojen kurssija 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. Pitkäaikainen valtionvelka

1. Keskeiset tasapainomuuttujat



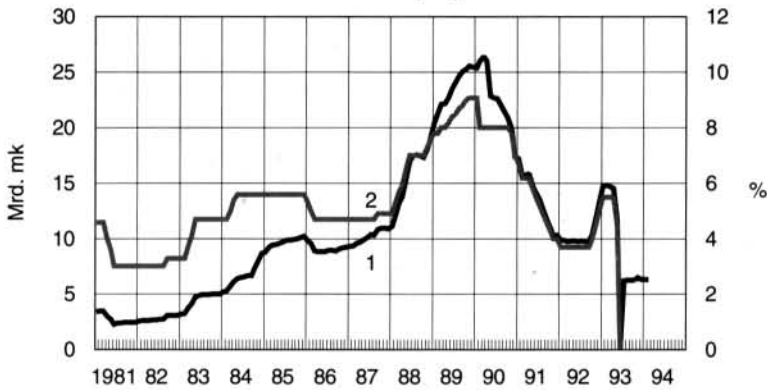
1. BKT, määrän muutos edellisen vuoden vastaavasta neljänneksestä, %
2. Kuluttajahinnat, muutos edellisen vuoden vastaavasta neljänneksestä, %
3. Työttömyysaste, %
4. Vaihtotaseen yli- tai alijäämä, % BKT:sta
5. Kiinteät investoinnit, % BKT:sta

2. Suomen Pankin valuuttavaranto



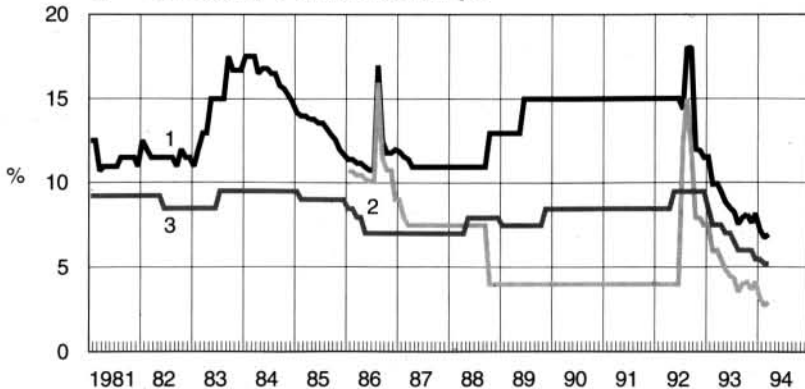
1. Vaihdeettava valuuttavaranto
2. Vaihdeettava valuuttavaranto + termiinasema

3. Vähimmäisvarantojärjestelmä



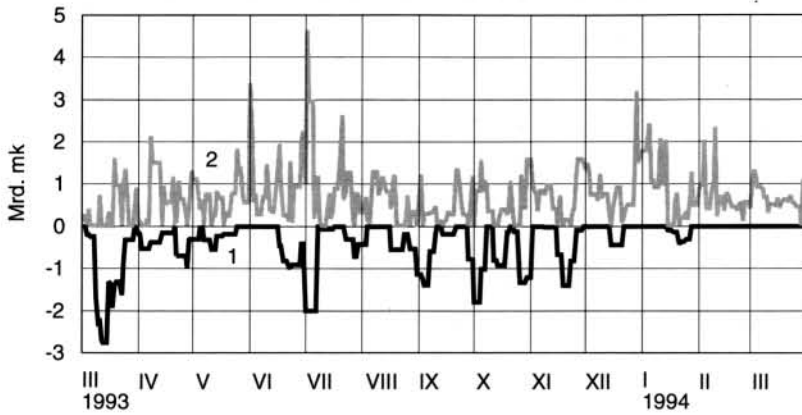
1. Pankkien vähimmäisvarantotalletukset, ennen 1.7.1993
kassavarantotalletukset (vasen asteikko)
2. Kassavarantoprosentti, ennen 1.7.1993 (oikea asteikko)

4. Suomen Pankin korkoja



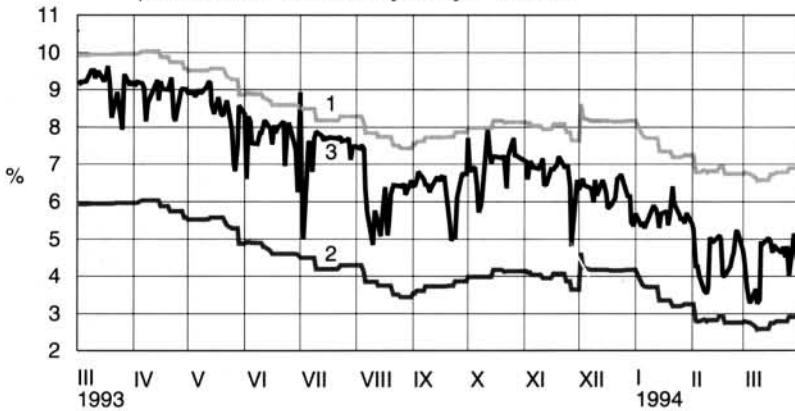
1. Maksuvalmiusluoton korko (ennen 3.7.1992 päivälouottokorko)
2. Päivätalletuskorko
3. Peruskorko

5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa



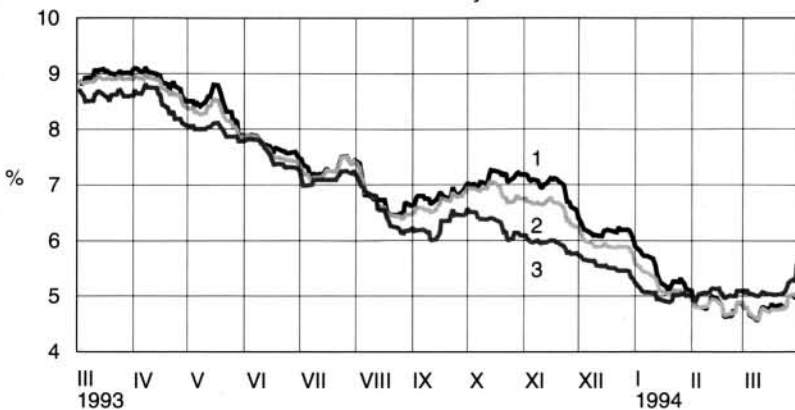
1. Maksuvalmiusluotot (-)
2. Päivätalletukset

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



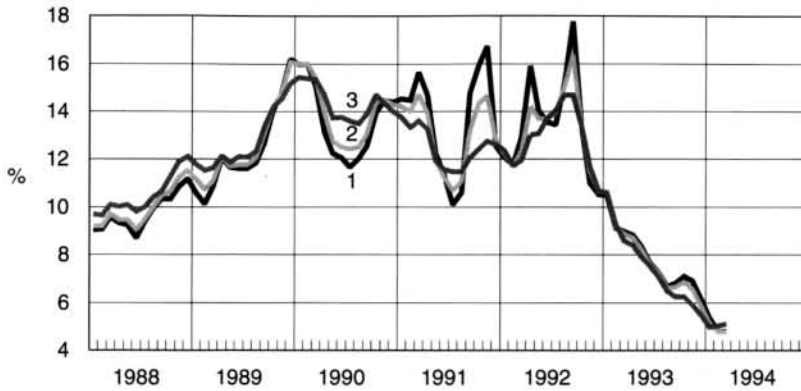
1. Maksuvalmiusluoton korko
2. Päivätalletuskorko
3. Pankkien välinen yön yli -korko

7. Päivittäisiä heliborkorkoja



1. 1 kuukauden heliborkorko
2. 3 kuukauden heliborkorko
3. 12 kuukauden heliborkorko

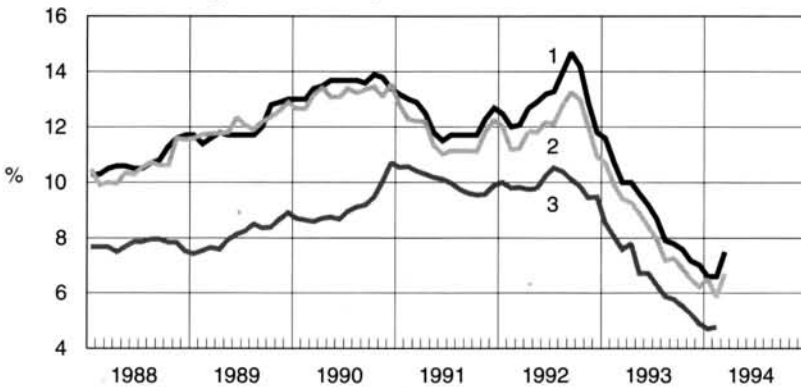
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja



Kuukausikeskiarvoja

1. 1 kuukauden heliborkorko
2. 3 kuukauden heliborkorko
3. 12 kuukauden heliborkorko

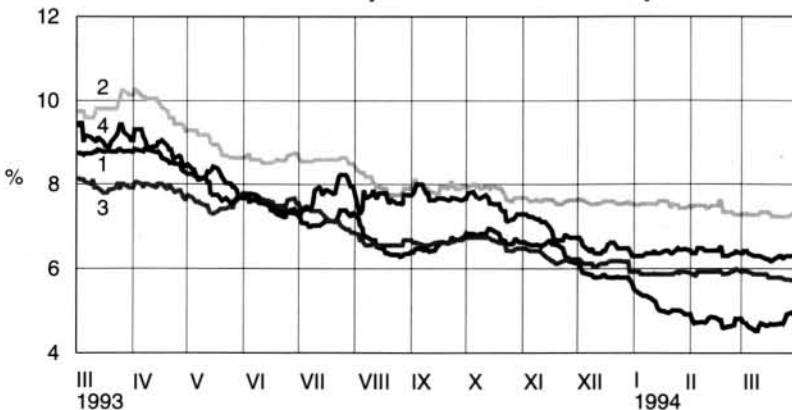
9. Obligaatiokorkoja



Kuukausikeskiarvoja

1. Suomen Pankin 5 vuoden viitekorko
2. Ennen toukokuuta 1991 valtion 4-5 vuoden verollisten obligaatioiden tuotto. Toukokuusta 1991 lähtien valtion 15.3.1996 erääntyvän verollisen obligaatiolainan tuotto (lainan kuponkikorko on 11.75 %)
3. Valtion 4-5 vuoden verottomien obligaatioiden tuotto

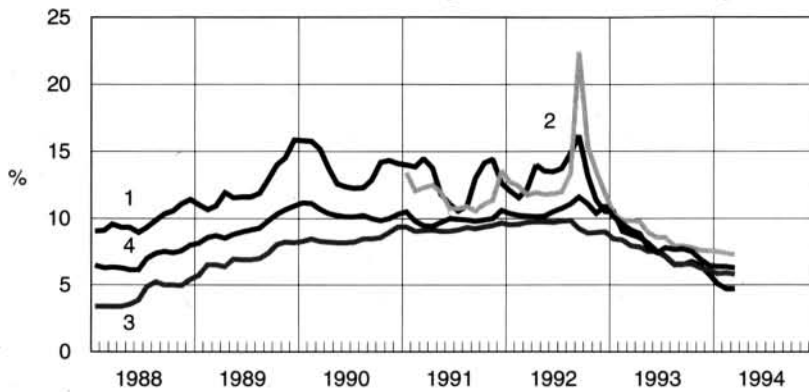
10. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia korkoja



3 kuukauden korkoja

1. Heliborkorko
2. Ruotsin stiborkorko
3. Saksan markkan eurokorko
4. Markkinaeucun korko

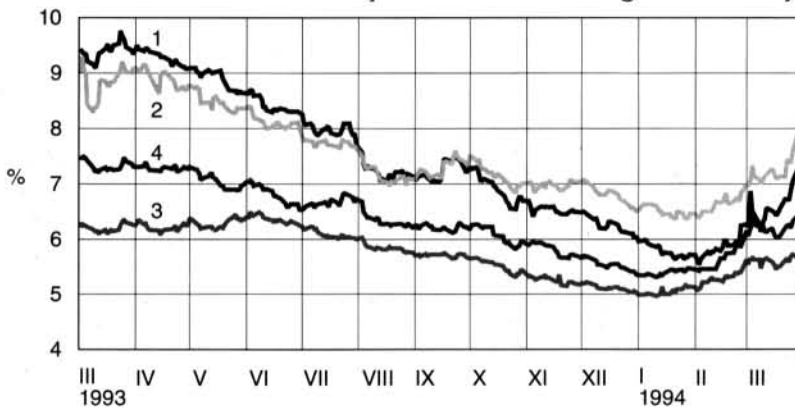
11. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia korkoja



3 kuukauden korkoja

1. Heliborkorko
2. Ruotsin stiborkorko
3. Saksan markan eurokorko
4. Markkinaecun korko

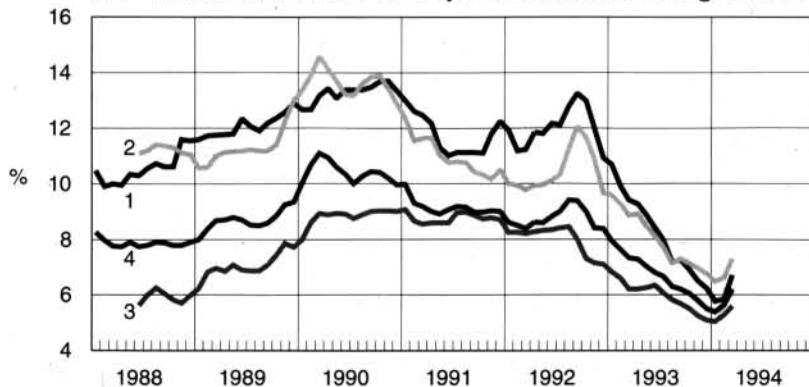
12. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja



5 vuoden obligaatiokorkoja

1. Suomen valtio
2. Ruotsin valtio
3. Saksan valtio
4. Markkinaecun korko

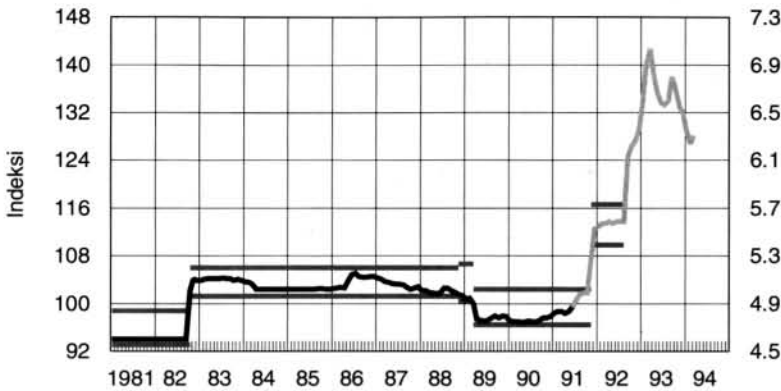
13. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja



5 vuoden obligaatiokorkoja

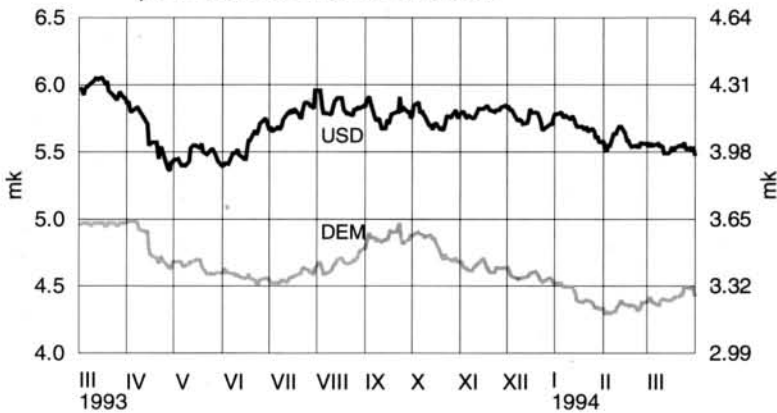
1. Suomen valtio
2. Ruotsin valtio
3. Saksan valtio
4. Markkinaecun korko

14. Markan ulkoinen arvo



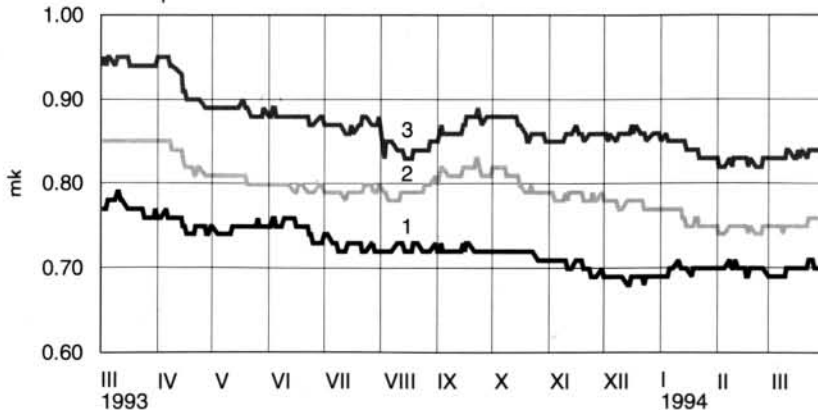
Kuukausikeskiarvoja
 Suomen Pankin valuutta-
 indeksi ennen 7.6.1991.
 Ecun markkakurssi
 7.6.1991 alkaen.
 Markan kurssi kelluu
 8.9.1992 lähtien.

15. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkakurssit



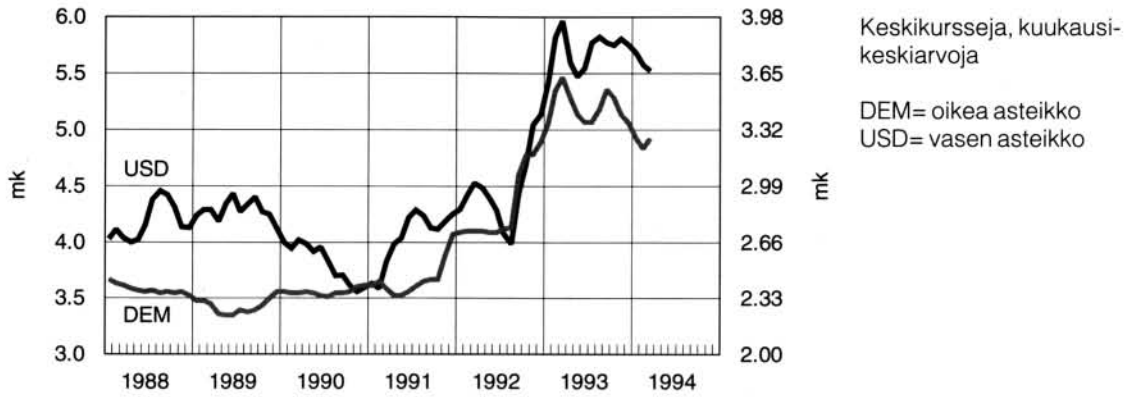
Keskikursseja
 DEM = oikea asteikko
 USD = vasen asteikko

16. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkakurssit

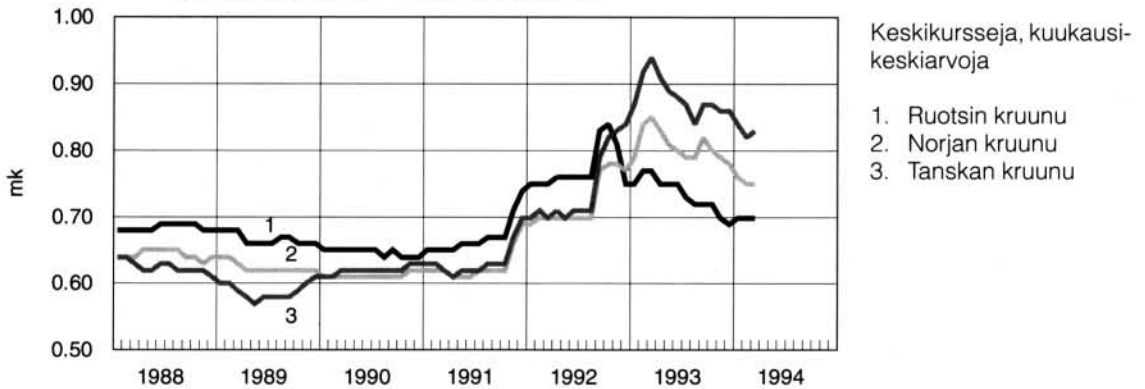


Keskikursseja
 1. Ruotsin kruunu
 2. Norjan kruunu
 3. Tanskan kruunu

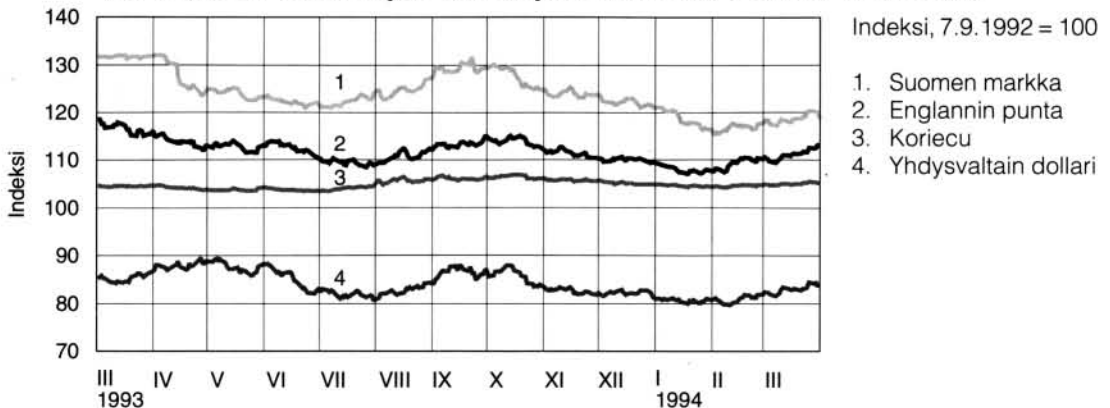
17. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkakurssit



18. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkakurssit



19. Eräiden valuttojen kurssit suhteessa Saksan markkaan



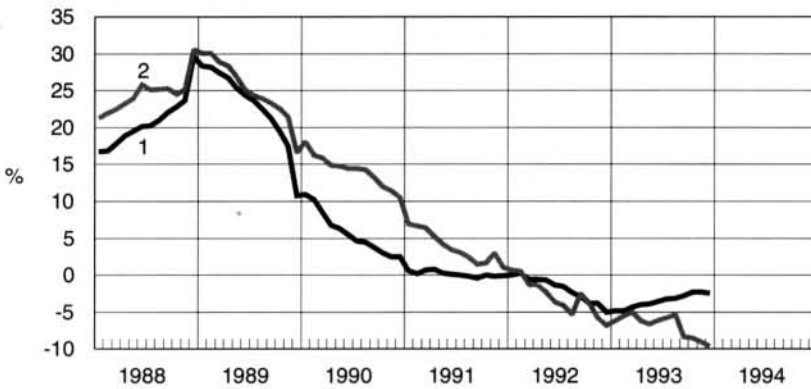
20. Pankkien ottolainaus yleisöltä



1. Markkatalletukset
2. Koko ottolainaus

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

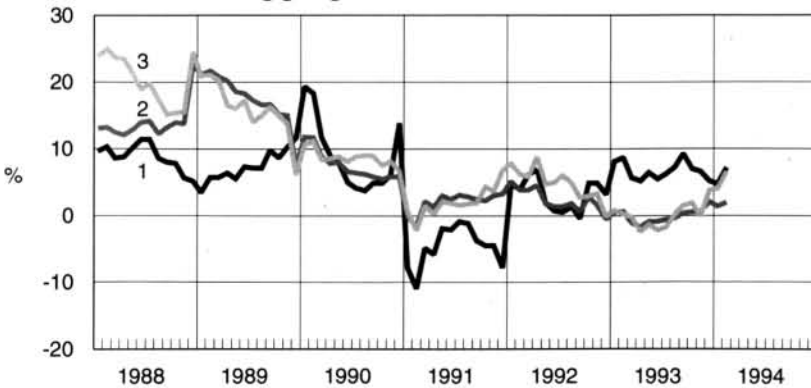
21. Pankkien luotot yleisölle



1. Markka-antolainaus
2. Markka- ja valuuttaluotot

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

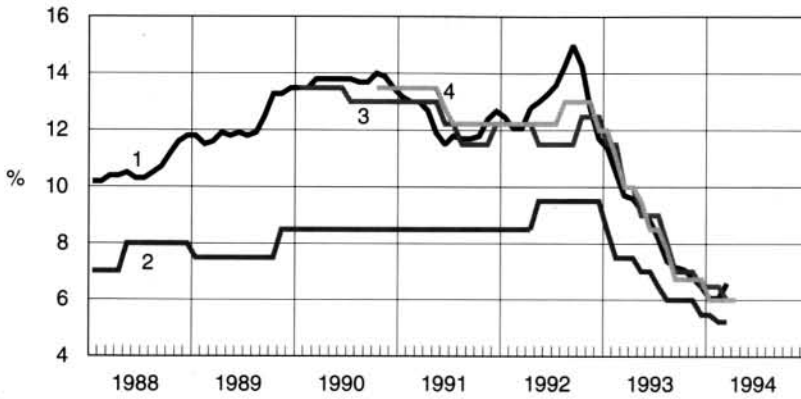
22. Raha-aggregaatit



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

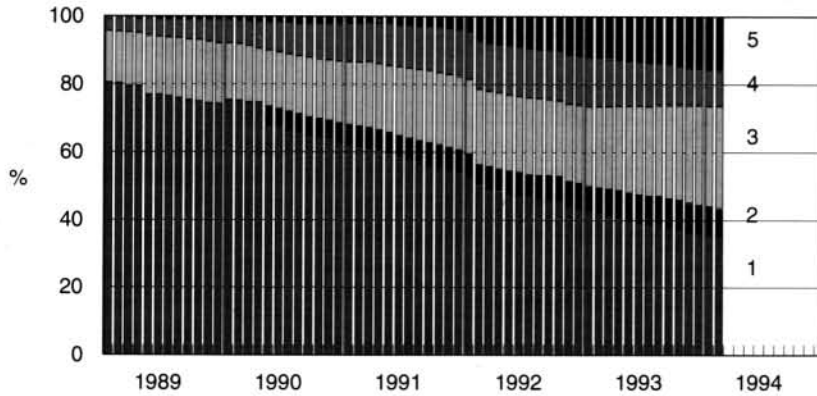
Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

23. Viitekorkoja



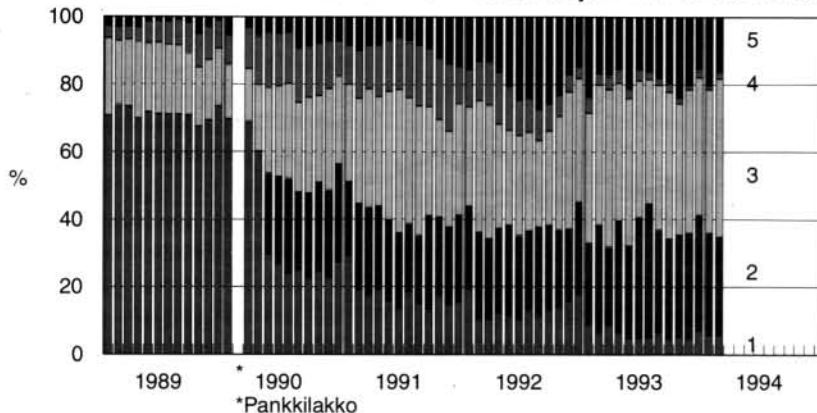
1. Suomen Pankin kolmen vuoden viitekorko
2. Peruskorko
3. Postipankki Oy:n primekorko
4. Osuuspankkiryhmän primekorko

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

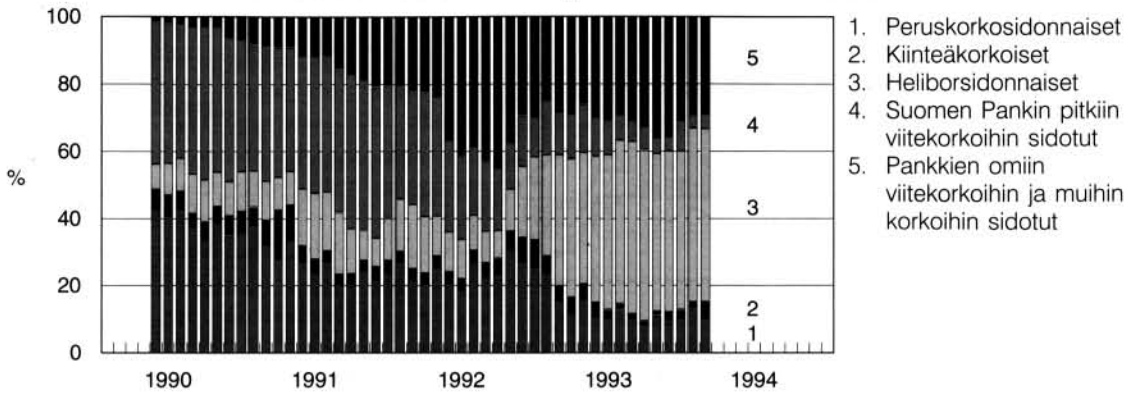
25. Pankkien uusien markkaluottojen korkosidonnaisuudet



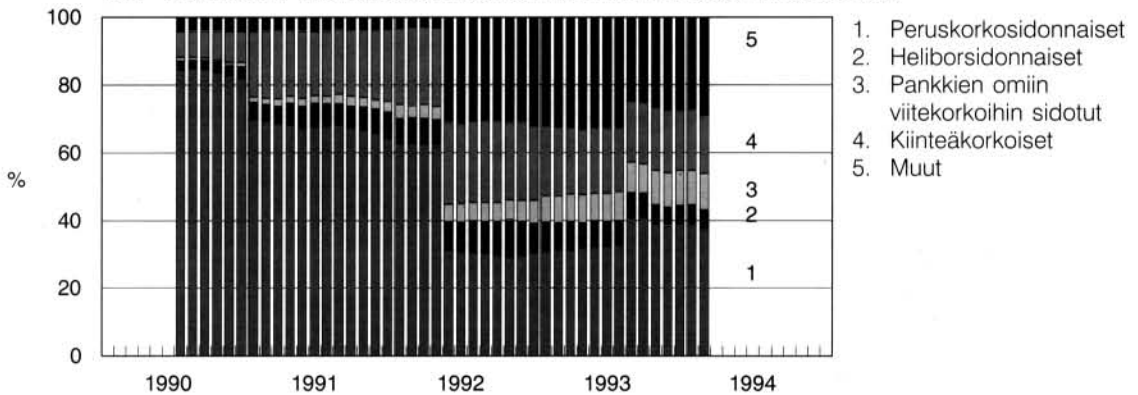
1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Pankkien omiin viitekorkoihin ja muihin korkoihin sidotut

*Pankkilakko

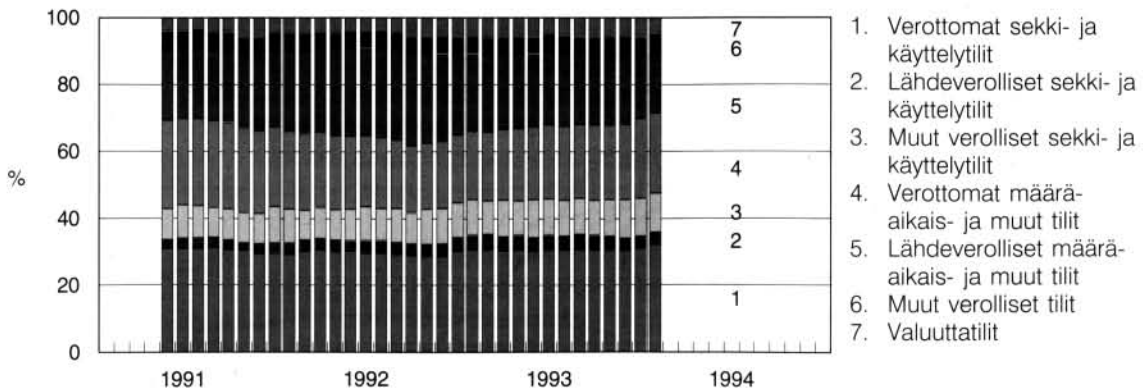
26. Pankkien uusien asuntoluottojen korkosidonnaisuudet



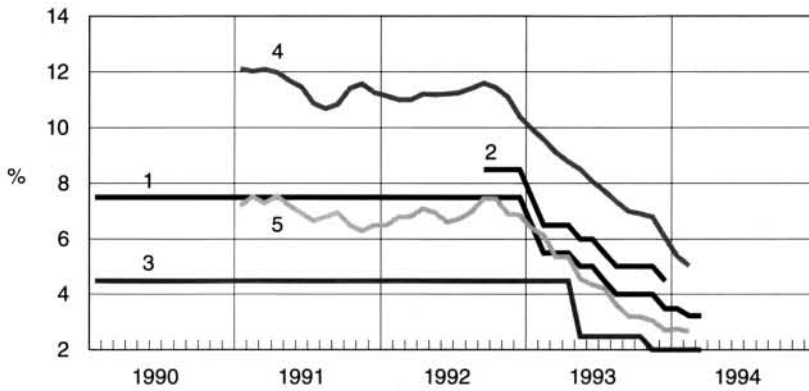
27. Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet



28. Pankkien talletuskannan rakenne

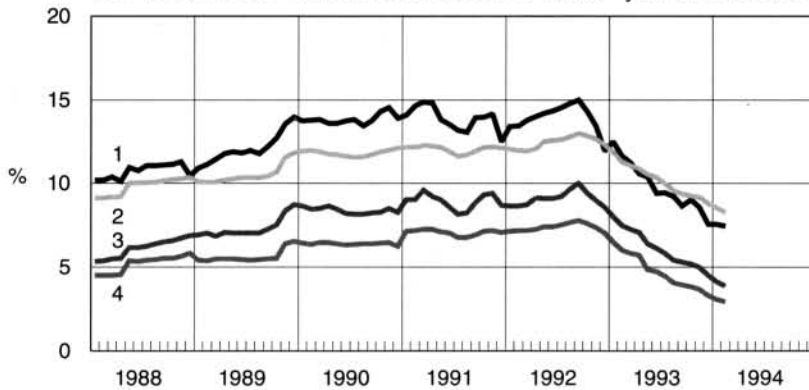


29. Pankkien talletuskorot



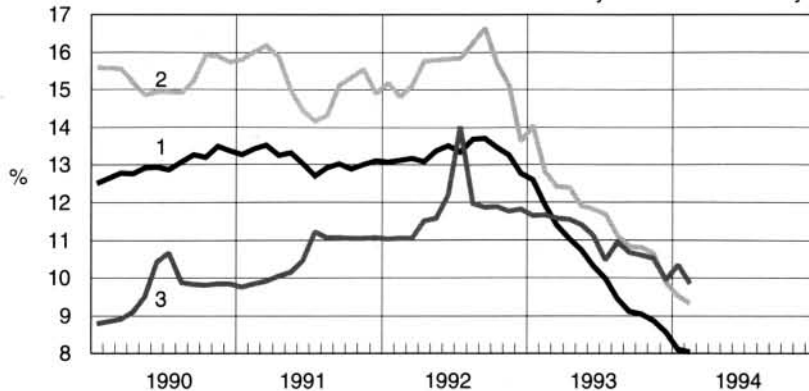
1. 24 kuukauden verottoman talletustilin korko
2. 36 kuukauden verottoman talletustilin korko
3. Verottoman käyttelytilin enimmäiskorko
4. Lähdeverollisten määräaikaistilien keskiporko
5. Lähdeverollisten käyttelytilien keskiporko

30. Pankkien markkamääräisen anto- ja ottolainauksen keskiporkkoja



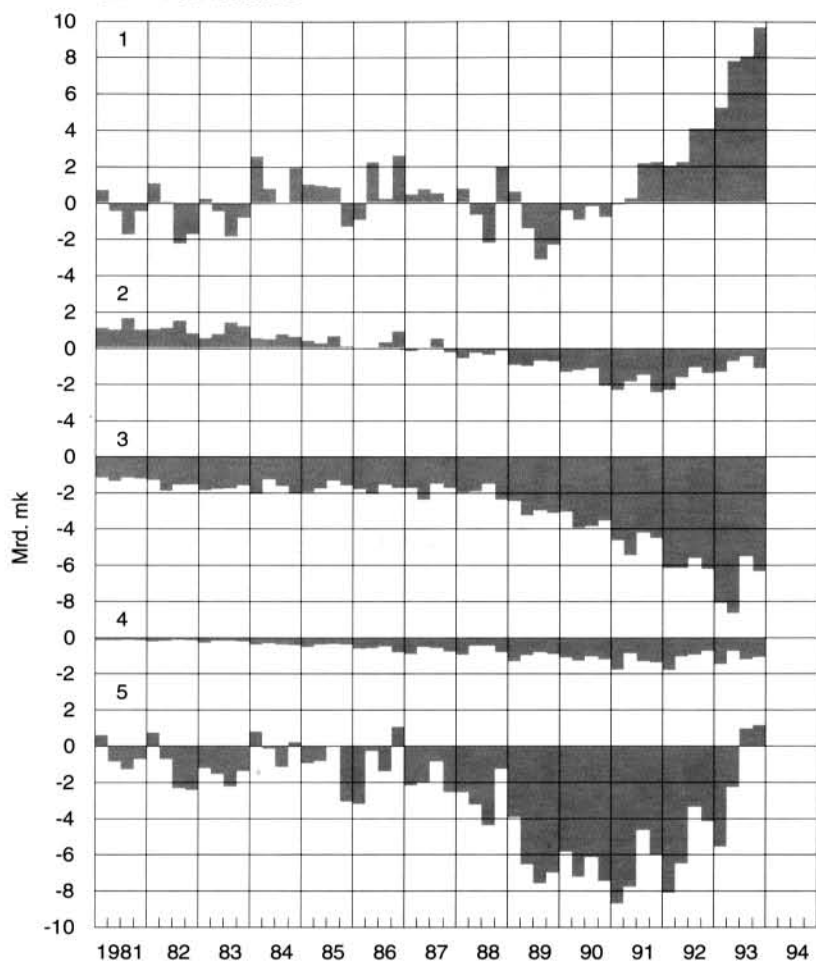
1. Uusi antolainaus
2. Antolainauskanta
3. Koko ottolainaus
4. Talletukset

31. Pankkien uusien kotitalousluottojen keskiporkkoja



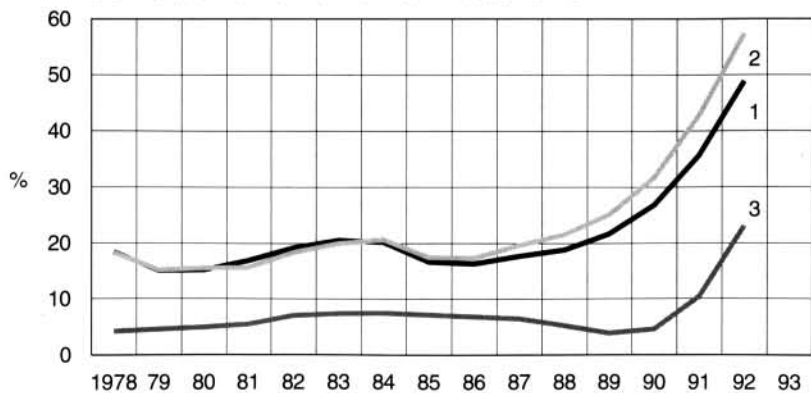
1. Asuntoluotot
2. Kulutusluotot
3. Opintoluotot

32. Vaihtotase



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

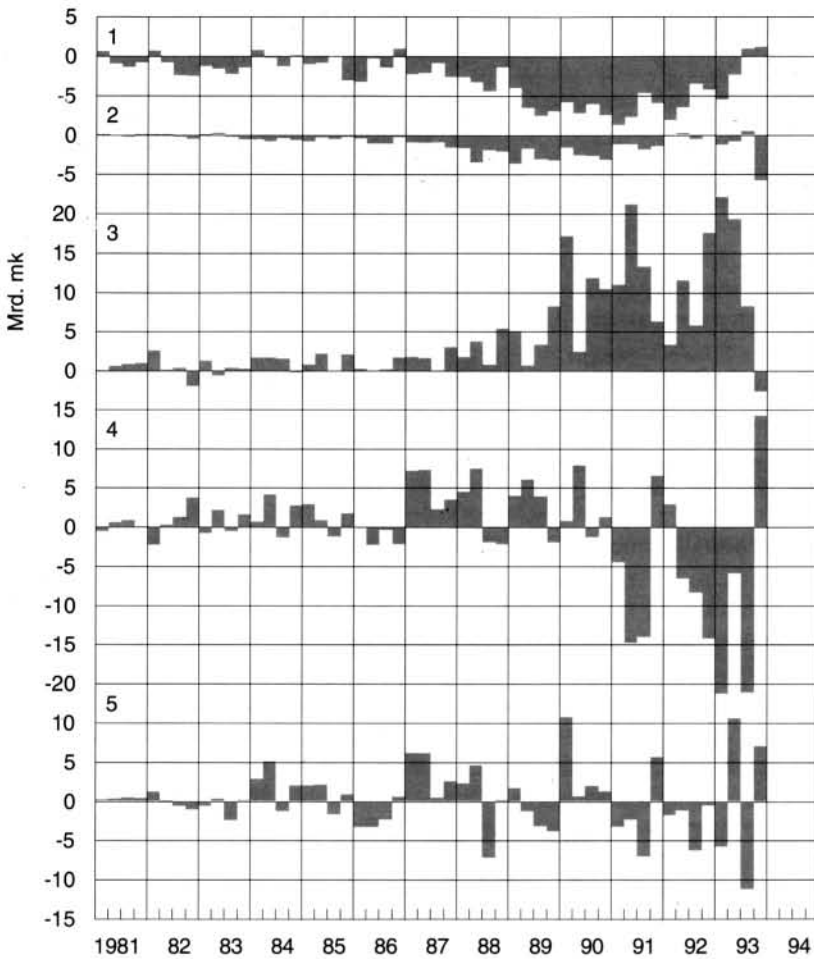
33. Suomen ulkomainen nettovelka



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

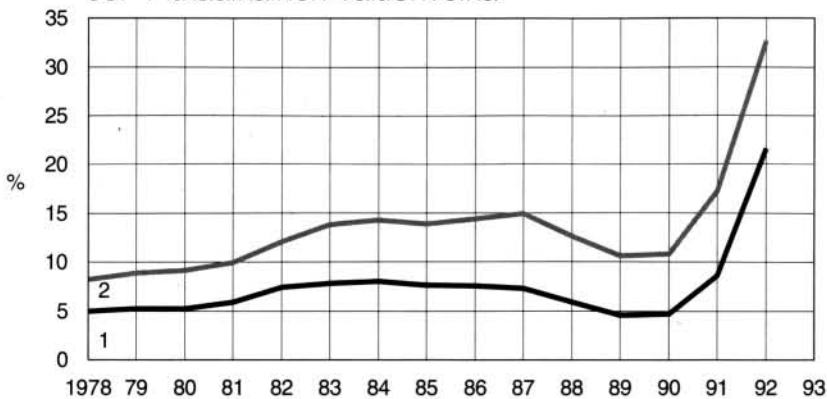
% BKT:sta

34. Maksutase



1. Vaihtotase
2. Suorat sijoitukset
3. Muu pitkäaikainen pääoma
4. Lyhytaikaisen pääoman tase
5. Yleistase = Suomen Pankin valuuttavarannon muutos

35. Pitkäaikainen valtionvelka



1. Valuuttamääräinen
 2. Yhteensä
- % BKT:sta

Suomen Pankki 11.4.1994*

Eduskunnan pankkivaltuusto

Pentti Mäki-Hakola, puheenjohtaja
Jussi Ranta, varapuheenjohtaja
Anneli Jäätteenmäki

Mauri Miettinen
Tuulikki Hämäläinen
Olavi Ala-Nissilä

Jörn Donner
Esko Seppänen
Tellervo Renko

Johtokunta

Sirkka Hämäläinen, johtokunnan puheenjohtaja
Harri Holkeri
Esko Ollila
Kalevi Sorsa
Matti Vanhala

Johtaja

Pentti Koivikko

Osastot ja yksiköt

Hallinto-osasto

Urpo Levo

Henkilöstöosasto

Riitta Jokinen

Johtokunnan neuvonantaja

Anton Mäkelä

Idäntalouksien yksikkö

Kari Pekonen

Julkaisupalvelut

Antero Arimo vt., oto.

Kansainvälinen sihteeristö

Kjell Peter Söderlund

Kansantalouden osasto

Johnny Åkerholm

Kehitysyksikkö

Pirkko Pohjoisaho-Aarti

Lakiasiat

Arno Lindgren

Laskentaosasto

Ossi Leppänen

Maksuliikeosasto

Raimo Hyvärinen

Maksuvälineosasto

Antti Heinonen

Markkinaoperaatioiden os.

Markus Fogelholm

Rahapolitiikan osasto

Pentti Pikkarainen

Rahoitusmarkkinaosasto

Kaarlo Jännäri

Johtokunnan neuvonantajat

Heikki Koskenkylä,
Peter Nyberg, Ralf Pauli

Tarkastusosasto

Timo Männistö

Tiedotus

Antti Juusela

Tietojenkäsittelyosasto

Pertti Simola

Tilasto-osasto

Esa Ojanen

Turvallisuus

Jyrki Ahvonen

Tutkimusosasto

Pekka Ilmakunnas

Johtokunnan neuvonantaja

Kari Puumanen

Johdon sihteeristö, pankkivaltuuston ja johtokunnan sihteeri

Heikki T. Hämäläinen

Haarakonttorit

Kuopio, Lahti, Oulu, Tampere, Turku, Vaasa

Setec Oy

Veli Tarvainen, toimitusjohtaja

* Suomen Pankin yhteydessä toimii 1.10.1993 lähtien rahoitustarkastus.