

Suomen Pankin Rahapolitiikan osasto
Bank of Finland Monetary Policy Department

Johnny Åkerholm

ESPANJAN RAHOITUSJÄRJESTELMÄSTÄ

RP 7/83

14.11.1983

Tausta

Rahapolitiikka on Espanjassa kokenut viime vuosikymmenen aikana voimakkaan muutosvaiheen. Vielä 1970-luvun puolessa välissä olivat miltei kaikki korot ja muut pankkien soveltamat luottoehdot keskuspankin tiukan säännöstelyn kohteena. Asteittaisen, joskin suhteellisen ripeän, muutosprosessin seurauksena säännöstely on lähes täysin purettu, ja rahoitusjärjestelmä on määrätietoisesti ja voimaperäisesti kehitetty markkinamekanismin toimintaan perustuvaksi. Melko puhtaasta luoton säännöstelytaloudesta on siirrytty järjestelmään, jossa vapaasti määräytyvät korot tasapainottavat kysynnän ja tarjonnan eri markkinoilla.

Espanjan muutosprosessiin sisältyy Suomen nykyisen kehitysvaiheen kannalta mielenkiintoisia piirteitä. Vaikka olosuhteet ja varsinkin ongelmien alkulähteet poikkeavat joissakin suhteissa merkittävästikin Suomen ja Espanjan välillä, Espanjan kokemuksilla on kuitenkin tiettyä informaatioarvoa ja yleispätevyyttä.

Seuraavassa tarkastellaan ensin rahoitusmarkkinoiden rakennetta ja yleisemminkin sitä ympäristöä, jossa rahapolitiikka Espanjassa toimii. Sen jälkeen kuvataan rahoitusmarkkinoiden ja rahapolitiikan toimintaa 1970-luvun alkuun mennessä. Rahoitusjärjestelmässä syntyneet kokemukset ja ongelmat esitetään taustaksi niille muutoksille, jotka suoritettiin 1970-luvun loppupuolella ja tämän vuosikymmenen alussa. Lopuksi tarkastellaan Espanjan rahapolitiikan välineiden nykytilaa sekä rahapolitiikan hoitoa käytännössä. Liitetaulukossa esitetään eräitä taloudellisia indikaattoreita.

Rahoitusmarkkinoiden rakenne

Espanjan rahoitusmarkkinoiden rakenne on monessa mielessä samanlainen kuin Suomessa. Pankkien osuus on do-

minoiva ja varsinaisten pääomamarkkinoiden merkitys on vähäinen. Pankkien lukumäärä on suhteellisen suuri: 130 liikepankkia (joista 28 ulkomaalaisten omistuksessa), 80 säästöpankkia ja muutama julkinen luottolaitos. Käytännössä 7 suurinta liikepankkia hallitsee markkinoita (yhteenlaskettu markkinaosuus 60 %) ja viranomaiset pitävät pankkikilpailua tyypillisenä oligopolistisena kilpailuna. Säästöpankit eivät ole aivan viime vuosia lukuunottamatta toimineet kovin tehokkaasti, vaan ne ovat lähinnä välittäneet asuntorahoitusta.

Pankkijärjestelmän korostunut rooli rahoitusmarkkinoilla käy selvästi ilmi taulukosta 1. Samoin siitä näkyy, että osakeannit ovat varsin marginaalisia koko rahoitustarpeeseen nähden. Sama pätee myös obligaatioiden osalta, jotka ovat lisäksi suureksi osaksi julkisen sektorin liikkeeseen laskemia. Silmiin pistävää on se, että viime vuosien aikana on tapahtunut nopea lyhytaikaisten papereiden kehitys. Niinpä keskuspankin sijoitustodistusten liikkeeseen lasku on kuusinkertaistunut vuodesta 1979 vuoteen 1982. Samana aikana muiden lyhytaikaisten papereiden emmitointi on kasvanut nollasta yli 400 mrd:iin. Yhteensä näiden papereiden lisäys oli vuonna 1982 lähes 40 prosenttia pankkien "normaalien" yleisötalletusten (M3) lisäyksestä.

Taulukossa 2 on esitetty talouden eri sektoreiden väliset rahoitusvirrat vuonna 1982. Siitä ilmenee eräitä mielenkiintoisia piirteitä:

- valtio kattaa rahoitustarpeensa keskuspankin ja eräiden pakkosijoitusten avulla (ks. myös liitetaulukko 1). Viimeksi mainitut ovat lähinnä erilaisia obligaatioita, joita ennen kaikkea pankit ovat pakotettuja pitämään salkuissaan. Sen sijaan valtion yleisö-

TAULUKKO 1. Koko kansantalouden kotimainen rahoitus eri instrumenttien mukaan (virtoja, mrd. pesetas)

	<u>1979</u>	<u>1982</u>
Koko rahoitus	4986	8420
Pankkien väliset operaatiot	825	1699
josta: keskuspankin sijoitustodistukset	62	376
Likvidit saatavat (M3)	1590	2134
Ei-monetaariset saatavat	163	256
Julkisen hallinnon talletukset	16	83
Rahamarkkinainstrumentit	- 4	428
josta: valtion lyhytaikaiset paperit (1)	-	85
pankkivekselit (2)	1	173
yritysten lyhyet paperit (3)	-	14
pankkien obligaatiot	- 5	91
hypoteekkiyhdistyksen paperit	-	79
obligaatiot	368	464
josta: julkisen sektorin	250	289
muut	118	174
Sisäiset luotot	1660	3064
Varaukset	38	50
Osakkeet	140	191
Luokittelematon	191	53

(1) Treasury bills

(2) Bankers acceptance

(3) Commercial papers

Lähde: Espanjan keskuspankin vuosikertomus 1982

TAULUKKO 2: Sektoreiden väliset rahoitusvirrat vuonna 1982

mrd. pesetas

	Valtio		Muu julkinen		Yleisö	
	S	V	S	V	S	V
1. Nettoasema	1054	-	43	-	-	611
2. Pankkien väliset operaatiot	-	-	-	-	-	-
3. Likvidit saatavat	-	16	-	-	2134	-
4. Ei-monetaariset saatavat	-	-	-	-	256	-
5. Julk.sekt. talletukset	-	-	83	-	-	-
6. Rahamarkkinainstrumentit	-	85	-	-	409	173
7. Obligaatiot	-	106	3	54	98	160
8. Ei-myytävät obligaatiot	-	130	-	-	-	-
9. Sisäiset luotot	265	871	13	31	2	1906
10. Ulkomaiset luotot	-	103	-	26	27	52
11. Varaukset	-	-	-	-	50	-
12. Osakkeet	7	-	3	-	122	116
13. Sijoitukset muihin maihin	-	-	-	-	22	195
14. Luokittelematon	62	79	-8	26	-	-92

	Keskuspankki		Muut pankit		Muut luottolaitokset		Ulkomaat	
	S	V	S	V	S	V	S	V
1.	160	-	-	178	-	21	-	448
2.	76	599	1496	1107	127	73	-	-
3.	-	186	-	1932	-	-	-	-
4.	-	-	-	149	-	107	-	-
5.	-	56	-	57	-	2	-	-
6.	-	-	14	170	6	-	-	-
7.	3	-	192	15	38	-	-	-
8.	20	-	110	-	-	-	-	-
9.	806	-	1894	260	83	6	-	-
10.	-345	-17	424	297	-	-	364	6
11.	-	-	-	-	-	50	-	-
12.	-	-	43	68	11	7	-	-
13.	-	-	47	-	-	-	199	69
14.	106	-	48	36	3	3	-41	-

S = saatavat V = velka

Lähde: Espanjan keskuspankin vuosikertomus vuonna 1982

- obligaatioiden myynti on suhteellisen vähäistä.
- Siltä osin kuin yleisöobligaatioita on laskettu liikkeeseen, suuri osa näistä on jäänyt pankkien salkkuihin.
 - Keskuspankilla ei ole suoria rahoitusyhteyksiä yleisön kanssa. Tämä on laissa kielletty.
 - Pankit hankkivat suhteellisen runsaasti ottolainausta lyhyiden rahamarkkinainstrumenttien avulla. Vuonna 1982 lyhytaikaiset paperit olivat vajaat 10 % "normaalin" ottolainauksen lisäyksestä.
 - Myös yleisö ja muut luottolaitokset hankkivat suhteellisen runsaasti rahoitusta laskemalla lyhytaikaisia papereita liikkeeseen. Muiden rahoituslaitosten osalta rahamarkkinainstrumentit muodostivat v. 1982 selvästi tärkeimmän rahoituslähteen.

Rahapolitiikan välineet 1960-luvulla ja 1970-luvun alussa

Perinteisesti Espanjan rahoitusmarkkinat ovat olleet tiukasti säännöstellyt ja rahapolitiikka on hoidettu määrällistä säännöstelyä käyttäen. Kaikki korot ja hyvin pitkälti myös valuuttaliikkeet ovat vuosikymmeniä olleet keskuspankin tiukassa hallinnassa. Valuuttaliikkeiden osalta säännöstelyä on ainakin muodollisesti jatkettu tähän saakka, mutta korkosäännöstelyä on radikaalisestikin liberalisoitu.

Espanjan sisällissodan jälkeen 1930-luvulla säädeltiin tarkoin kaikkia talletus- ja luottokorkoja. Rahapolitiikalla pyrittiin vaikuttamaan koko kansantalouden likviditeetin kehitykseen ja siten pankkijärjestelmässä vallitsevaan luotonsäännöstelyasteeseen. Tärkeimmät rahapolitiikan välineet olivat keskuspankin pankeille myöntämät luotot sekä keskuspankin asettamat likvidi-

teettivaatimukset (jotka vaihtelivat erityyppisten pankkien välillä). Lisäksi sovellettiin erilaisia luottojen ohjautumiseen vaikuttavia säännöksiä.

Rahapolitiikka oli kuitenkin 1960-luvulla kovin hampauton. Silloin vallitsevan yleisen suuntauksen mukaisesti talouspolitiikan lohkoista rahapolitiikka jäi vaille huomiota. Lisäksi rahapolitiikan välineet olivat kovin tehottomia. Keskuspankin oli automaattisesti jälleenrahoitettava tietyille suosituimmuusasemassa oleville projekteille (mm. valtio) myönnetyt luotot alhaiseen korkotasoon. Täten pankkijärjestelmään kertyi runsaasti maksuvalmiutta, ja keskuspankin asettamat likviditeettivaatimukset ylitettiin yleensä suurella marginaalilla. Näissä olosuhteissa valtion ja pääomanliikkeiden kehitys heilauttivat kansantalouden likviditeetin kehitystä keskuspankin jäädessä usein sivustakatsojaksi; markkinoiden kapeus ei myöskään sallinut avomarkkinaoperaatioita. Kriisitilanteissa sovellettiin luotonantokattoja ja/tai luotonannon kehitystä koskevia määräyksiä.

Rahatalouden tasapaino horjui pahasti 1960-luvun lopulla kun likviditeettiväljyys edelleen lisääntyi mm. Yhdysvaltojen vaihtotasealijäämän vuoksi. Tällöin alkoi esiintyä valmiutta kehittää uusia rahapolitiikan välineitä. Vuonna 1970 säädettiin reservivaatimukset liikepankeille ja seuraavana vuonna säästöpankeille. Samalla luovuttiin keskuspankin automaattisesta rediskonttauksesta. Osoituksena pyrkimyksestä aktiivisempaan rahapolitiikkaan otettiin (epävirallisesti) käyttöön tavoitteet lavean rahan (M3) kehitykselle.

Keskuspankin välineet (reservivaatimukset ja luotot pankeille) olivat kuitenkin edelleen liian karkeita pankkijärjestelmän maksuvalmiuden hienosäätöön, eikä keskuspankki siten voinut kovin aktiivisesti puuttua kehityksen kulkuun. Keskuspankin toimenpiteet leikkasi-

vat liian jyrkästi pankkien toimintaa, minkä vuoksi rahapolitiikka oli käytännössä hyvin passiivista. Rahapolitiikan välitavoitteena ollut rahan määrä lisääntyikin vuoden 1973 alussa melkein 30 prosentin vuosivauhtia.

Vasta vuonna 1973 luotiin edellytykset aktiiviselle rahapolitiikalle ja seuraavana vuonna rahan määrä (M3) otettiin virallisesti rahapolitiikan välitavoitemuuttujaksi. Tällöin laskettiin liikkeeseen valtion lyhytaikaisia papereita, joiden myynnistä saatava tuotto oli talletettava keskuspankkiin. Näiden papereiden käyttötarkoitus oli puhtaasti rahapoliittinen eikä valtio voinut käyttää varoja menojensa kattamiseen. Myymällä papereita pyrittiin vaikuttamaan pankkien reservien kehitykseen. Reservit olivat puolestaan reservivaatimusten kautta tiukasti sidotut pankkien velkojen kehitykseen.

Edellä esitetty kytkentä selittää sekä välitavoitte- että instrumenttimuuttujien valinnan Espanjassa. Sen sijaan valinta ei liity jo silloin monessa maassa orastavaan monetaristiseen ajatteluun; rahan kysynnän stabilisuutta ajatellen jokin M3:a suppeampi rahan käsite olisi saattanut sopia paremmin tavoitemuuttujaksi. Espanjassa katsottiin kuitenkin, että varsinaisen instrumentin ja välitavoitteen välillä vallitsee sen verran kiinteä yhteys, että instrumenttien asettaminen helpottuu. Siellä onkin oltu suhteellisen tyytyväisiä näihin valintoihin ja järjestelmä on tässä suhteessa pysynyt pääpiirteissään samanlaisena näihin päiviin saakka.

Vuonna 1974 interventiojärjestelmää oli laajennettava. Kun pankkien maksuvalmius vaihtotaseen alijäämän lisääntymisen myötä heikkeni, oli keskuspankin lisättävä likviditeettiä rahoitusmarkkinoille. Tämän mahdollistamiseksi otettiin keskuspankin lyhytaikaiset luotot käyttöön. Nämä olivat alunperin 7 päivän pituisia. Sit-

temmin järjestelyä on kehitetty siten, että on olemassa rinnakkain lyhyet luotot (1 ja 2 päivää) sekä pitkät luotot (14 pv, 1 ja 3 kk).

Korkojärjestelmän muutokset

1970-luvun loppupuolella toteutettiin tätä vieläkin tuntuvampia muutoksia rahoitusmarkkinoilla. Vuonna 1977 aloitettiin korkosäännöstelyn purkaminen vapauttamalla yli 3 vuoden pituisten aikatalletukset korkosäännöstelystä. Tätä prosessia jatkettiin vuonna 1979, jolloin vapaa korkojen asetanta ulotettiin koskemaan kaikkia yli vuoden pituisten talletusten sekä antolainauksen korkoja. Viimeisin askel otettiin vuonna 1982, jonka jälkeen vain lyhyet (alle 6 kk), pienet talletukset enää ovat korkosäännöstelyn piirissä. Antolainauksen puolella ovat tietyt korot (kuten osa asuntoluotoista sekä vientiluotot) edelleen säännösteltyjä.

Asuntorahoitus on Espanjassa järjestetty siten, että säästöpankit joutuvat sijoittamaan tietyn osan (tällä hetkellä n. 60 %) asuntoluottoihin. Tämä osa asuntoluottouksesta on korkosäännöstelyn piirissä ja loppuosa asuntorahoituksesta tapahtuu markkinakorkoon. Pankit saavat itse päättää, kenelle ne myöntävät halpakorkoista luottoa ja kuka joutuu maksamaan markkinakoron.

Syyt näin nopeaan etenemiseen ovat Espanjan viranomaisten mielestä sekä hallinnollisia että kilpailullisia. Keskuspankki säännösteli periaatteessa myös kaikkia pankkitoimintaan liittyviä maksuja. Pankit olivat kuitenkin vähitelleen keksineet erilaisia mahdollisuuksia kiertää säännöstelyä eikä keskuspankki pystynyt valvomaan järjestelmän toimintaa. Varsinkin suurten talletusten osalta ehdoista neuvoteltiin käytännössä suhteellisen vapaasti korkosäännöstelystä piittaamatta. Viranomaisten käsitys on se, että todelliset tuotot ja

kustannukset olivat vallan toiset kuin mitä virallisista tilastoista voi päätellä. Tämä on jälkeinpäin suuresti haitannut taloudellista analyysia ja tehnyt ekonometrisen tutkimuksen miltei mahdottomaksi.

Näin ollen informaation kulku oli rahoitusjärjestelmässä heikkoa, mikä haittasi kilpailua ja uhkasi heikentää resurssien kohdentumista. Espanjan viranomaiset ovatkin panneet paljon painoa informaation tehokkaalle välittymiselle. Pankit joutuvat nykyään mm. ilmoittamaan asiakkailleen todelliset vuotuiskorot (mihin sisältyvät kaikki mahdolliset lisäkustannukset).

Mitä on sitten tapahtunut korkosäännöstelyn purkamisen jälkeen? Korkotaso on yleisesti kohonnut hyvin selvästi (kts. kuvat 1-4), mutta tämä on viranomaisten mielestä lähinnä seurausta yleisestä kansainvälisten korkojen noususta sekä Espanjassa harjoitetusta rahapolitiikasta eikä se sinänsä liity korkosäännöstelyn purkamiseen. Antolainauspuolella ei ole myöskään ollut havaittavissa mitään mullistavaa korkojen vapauttamisen jälkeen. Antolainauskorot liikkuvat suhteellisen vähän ja pankit harjoittavat edelleenkin hyvin pitkälle menevää luoton-säännöstelyä. Tämä liittyy siihen, että pankit arvioivat tiettyjen projektien ja henkilöluottojen riskit niin suuriksi, ettei korko voi näiden kohdalla tasapainottaa kysyntää ja tarjontaa.

Pankit ovat ylipäänsä olleet suhteellisen varovaisia antolainauksen korkotason asetannassa minkä takia korkotaso on pysynyt vakaana. Sen sijaan talletuskorot ovat vaihdelleet jonkin verran enemmän, joskin vaihtelu on ollut selvästi vähäisempää kuin esimerkiksi dollarin koron vaihtelut euromarkkinoilla (kts. kuvio 1). Kilpailu eri pankkien kesken on selvästi lisääntynyt ja säästöpankkien toiminta-ajatus on muuttunut siten, että ne nykyään määrätietoisesti tavoittelevat liiketaloudellista voittoa. Lisäksi ulkomaisten pankkien toimin-

nan salliminen vuonna 1979 on tuonut uusia piirteitä. Ulkomaiset pankit ovat olleet erityisen aktiivisia uusien lyhyiden instrumenttien kehittämisessä. Lisääntynyt kilpailu on näkynyt mm. siten, että eri pankkiryhmiä soveltamat korot ovat lähestyneet toisiaan (kts. kuvio 3).

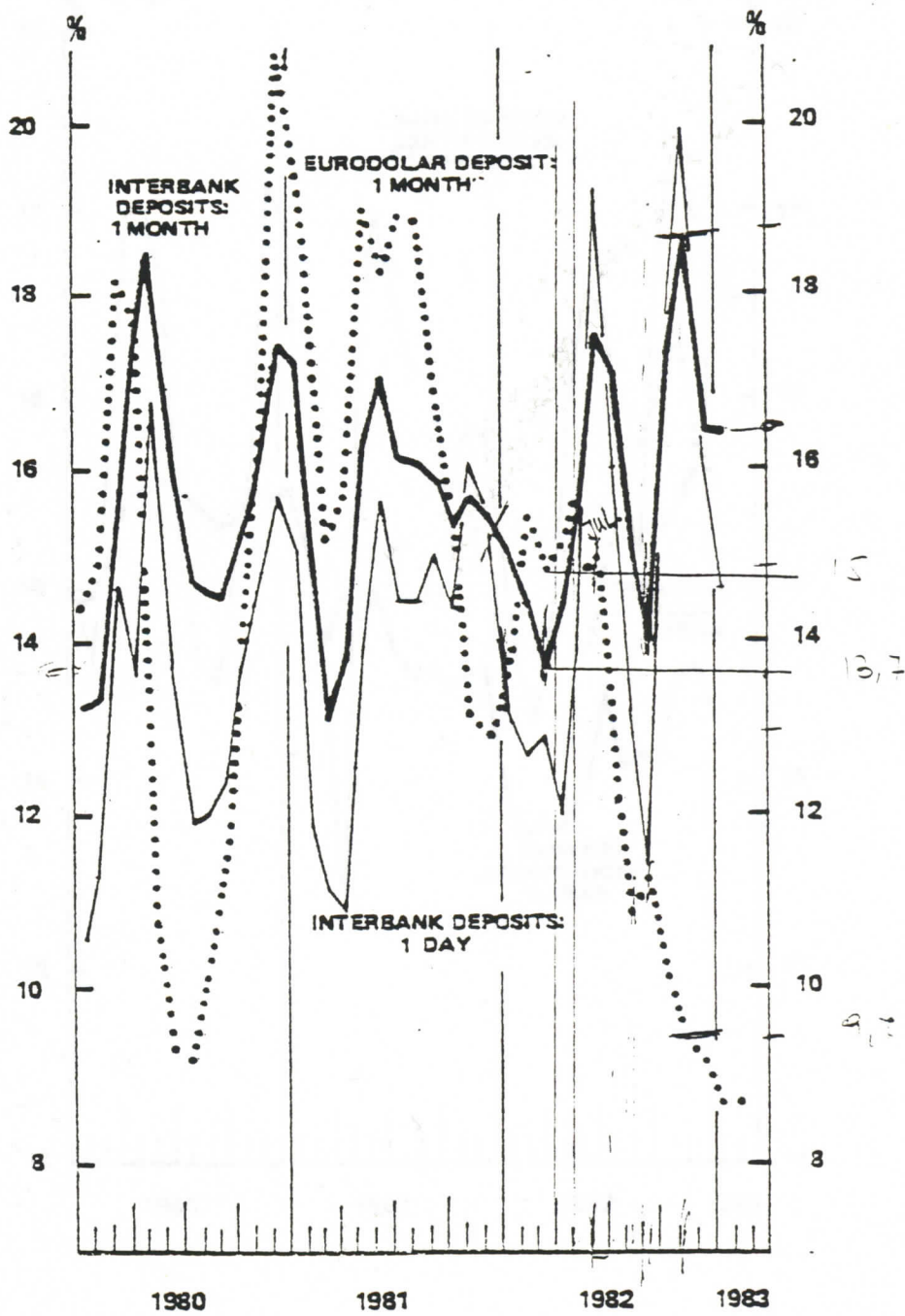
Rahapolitiikan välineet tällä hetkellä

Rahapolitiikan interventiojärjestelmä on periaatteessa pysynyt muuttumattomana 1970-luvun puolesta välistä lähtien. Rahapolitiikan ohjenuorana toimii edelleen laeva raha, jolle keskuspankki asettaa tavoitteet hallituksen inflaatiotavoitteen ja omien reaalikasvuennusteiden sekä rahan kiertonopeutta koskevien arvioiden perusteella. Instrumenttimuuttujana toimii edelleen pankkien reservit, joita säätelemällä pyritään ohjaamaan kansantalouden kokonaislikviditeetin kehitys. Lisäksi muutetaan aika ajoin reservivaatimuksia. Tästä asetelmasta on saatu verraten hyviä kokemuksia, ja se tulee ilmeisesti pääpiirteissään säilymään myös jatkossa. Uudet instrumentit jäävät kuitenkin tämän järjestelmän ulkopuolelle, ja viranomaiset pelkäävät rahapolitiikan toimenpiteiden mitoituksen vaikeutuvan. Tällä hetkellä harkitaan reservivaatimusten ja rahan käsitteen laajentamista niin, että ne alkaisivat myös koskea uusia lyhyitä instrumentteja.

Vaikka järjestelmä on säilynyt, on interventio politiikka kuitenkin vuosien varrella kehittynyt ja instrumentit ovat muuttuneet. Tämä koskee ennen kaikkea likviditeetin neutralointia. Sen sijaan lainojen myöntäminen pankeille tapahtuu suurin piirtein entisellä tavalla paitsi, että pankkikohtaiset kiintiöt ovat kokonaan

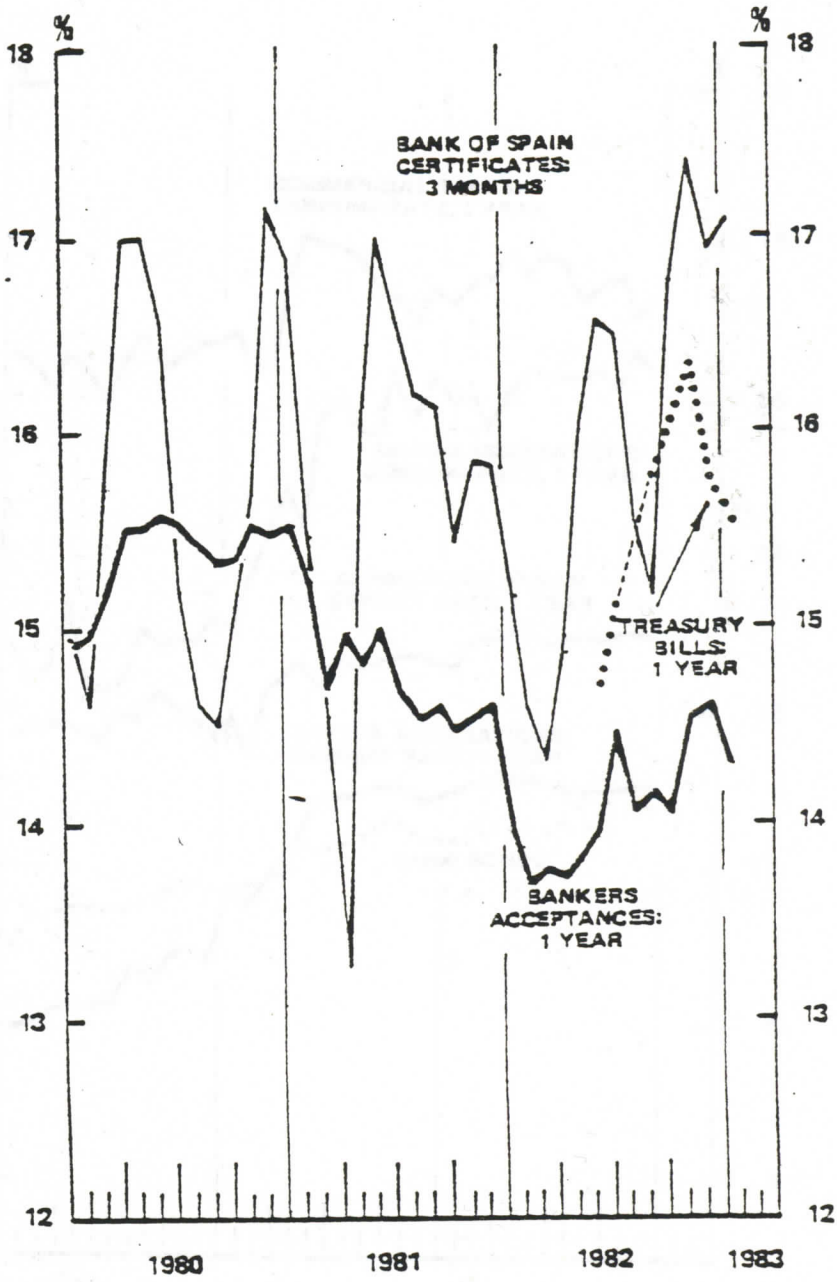
KUVIO 1.

INTEREST RATES: SHORT TERM



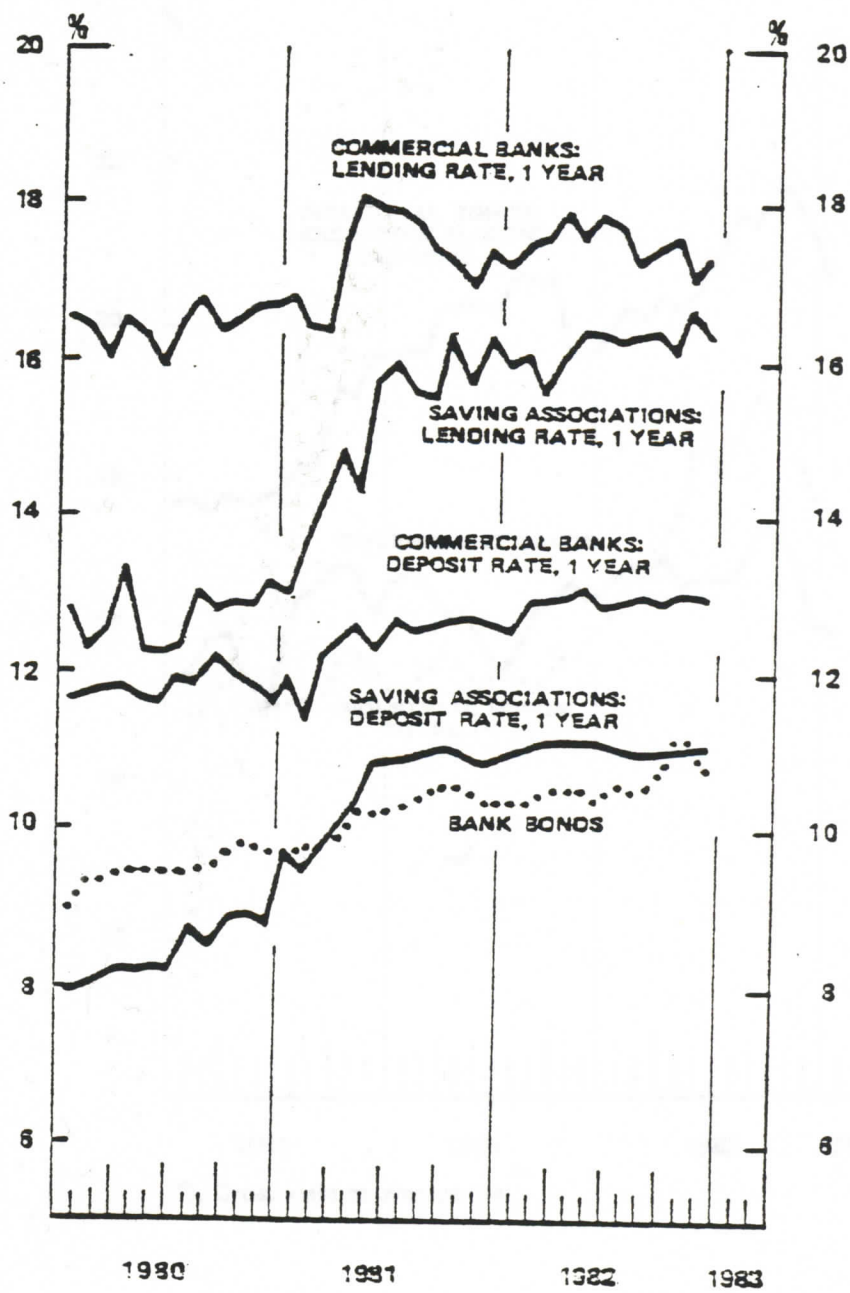
KUVIO 2

INTEREST RATES: SHORT TERM



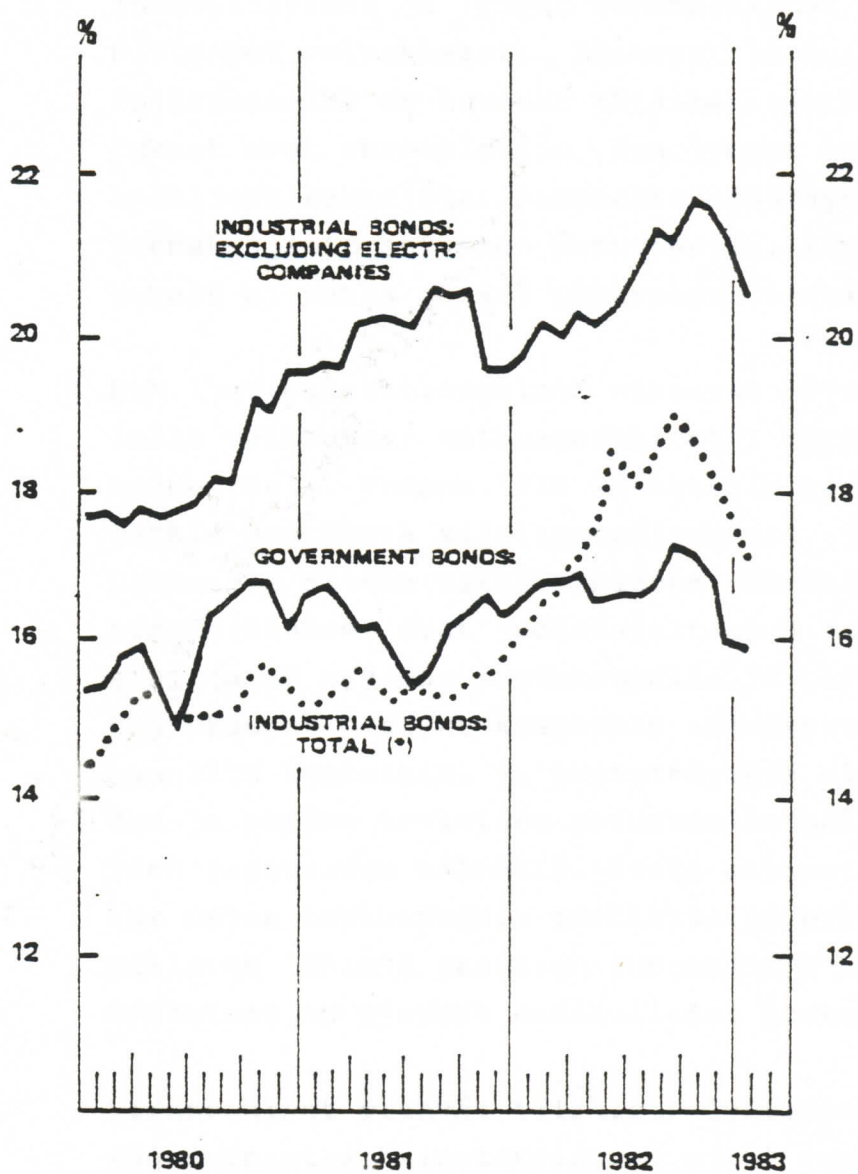
KUVIO 3

INTEREST RATES: BANKING SYSTEM



KUVIO 4

INTEREST RATES: MEDIUM AND LONG TERM



(*). Gross yield to average life.

poistuneet. Diskonttokorolla ei ole enää muuta merkitystä kuin, että se toimii säädeltyjen (asunto)luottojen korkotason ohjenuorana.

Valtion rahoitustarpeen kasvusta on viime vuosina seurannut voimakas likviditeetin kasvu, jonka neutraloiminen on edellyttänyt uusia rahapoliittisia välineitä. Keskuspankin lisäksi myös yksityinen sektori on ollut innovatiivinen ja lyhyet rahamarkkinat ovat siten kehittyneet voimakkaasti. Päinvastoin kuin Suomessa, verojärjestelmä on tukenut tätä kehitystä. Pankkitalletukset ovat veronalaisia. Kun lyhyet instrumentit ovat haltijavelkakirjoja, veronmaksu määräytyy pitkälti veronmaksajan omantunnon perusteella. Käytännössä juuri kukaan ei maksa näistä papereista veroa.

Kun likviditeettiongelmat alkoivat 1970-luvun loppupuolella vaikeutua, keskuspankki otti käyttöön uusia instrumentteja. Vuonna 1978 laskettiin liikkeeseen keskuspankin asettamia sijoitustodistuksia, jotka myytiin pankeille näiden maksuvalmiuden vähentämiseksi. Sijoitustodistukset ovat juoksuajaltaan 3 kuukauden pituisia, ja ne myydään huutokaupalla 10 päivän välein. Nämä huutokaupat ovat keskuspankin interventio politiikan kannalta keskeisiä, ja käytettävissä olevien ennusteiden ja muiden arvioiden perusteella päätetään kaupattavien papereiden määrästä. Koska ainoastaan pankit voivat ostaa keskuspankin asettamia papereita, nämä kilpailevat lähinnä pankkien luotonannon kanssa, ja niiden korkotaso on pysynyt suhteellisen korkealla.

Viranomaiset pitävät tällaista lyhyiden markkinoiden segmentointia keinotekoisena, minkä vuoksi on pyritty kehittämään uusia instrumentteja. Kun keskuspankki ei lain mukaan voi olla suoraan tekemisissä yleisön kanssa, valtio on vuodesta 1981 laskenut liikkeeseen 6 ja 12 kuukauden velkasitoumuksia. Nämä velkapaperit myy-

dään yleisölle ja ne kilpailevat lähinnä pankkitalletusten kanssa. Niiden korko onkin yleensä useita prosenttiyksikköjä alhaisempi kuin keskuspankin sijoitustodistusten korko. Kuten havaitaan taulukosta 1, näiden papereiden käyttö on kasvanut voimakkaasti viime vuosien aikana. Keskuspankissa pidetään todennäköisenä, että ennen pitkää voidaan luopua keskuspankin omista papereista ja käyttää interventioissa yksinomaan valtion papereita.

Kuten yllä jo todettiin, erilaisia papereita on laskettu liikkeeseen myös yksityisellä puolella (kts. taulukko 1). Näiden papereiden jälkimarkkinat ovat kuitenkin edelleen suhteellisen kehittymättömät, joten keskuspankki ei ainakaan toistaiseksi osallistu niihin, eikä näitä sitoumuksia voida käyttää interventio-politiikassa. Sen sijaan niitä käytetään instrumentteina pankkien välisillä markkinoilla sekä myös pankkien ja yleisön välisissä operaatioissa.

Kuten kuvioista 2 huomataan, yksityisten papereiden korkotaso on ollut selvästi alhaisempi kuin valtion lyhyiden velkasitoumusten korko. Tämä johtuu arvioiden mukaan siitä, että valtion velkapaperit ovat toistaiseksi olleet suhteellisen uusia ja yleisön keskuudessa tuntemattomia. Lisäksi niiden varantoa on pyritty kasvattamaan nopeassa tahdissa, ja pankit ovat yrittäneet hidastaa niiden myyntiä, koska ne pelkäävät pankkitalletusten kasvun hidastumista.

Keskuspankin interventiot

Yllä kuvatut 10 päivän väliajoin, tapahtuvat huutokaupat ovat pankkien maksuvalmiuden hienosäädön kannalta riittämättömät, ja keskuspankki joutuu niiden lisäksi päivittäin päättämään mahdollisista interventioista markkinoilla. Päivittäisessä interventio-politiikassa

käytetään lyhytaikaisempia instrumentteja kuin säännöllisissä huutokaupoissa.

Keskuspankissa tehdään päiväkohtaiset tavoiteurat pankkien reservien kehitykselle, jotka ovat sopusoinnussa asetettujen välitavoitteiden kanssa. Päiväkohtaisissa luvuissa otetaan huomioon kausivaihtelu sekä tiedossa olevat suuret transaktiot kuten valtion maksut, liikkessäolevien papereiden lyhennykset jne.

Markkinaoperaattorit saavat heti aamulla tiedon pankkien keskuspankkiasemasta sekä suurimpien liikepankkien kassatilanteesta edellisen pankkipäivän päättyessä. Tämän perusteella arvioidaan koko pankkijärjestelmän reservitilanne, jota verrataan alkavan pankkipäivän tavoiteuraan. Mahdollisten poikkeamien perusteella päätetään päivän interventio politiikasta, josta ilmoitetaan markkinoille klo 9.00. Päiväkohtaisissa interventioissa pyritään kuitenkin ylläpitämään tiettyä jatkuvuutta, joten vain tilapäisiksi arvioituihin poikkeamiin ei puututa.

Mikäli halutaan lisätä pankkien likviditeettiä, ilmoitetaan (1-2 pv) keskuspankkilainojen myynnistä. Mikäli on tarvetta imeä likviditeettiä pankkijärjestelmästä keskuspankkiin, myydään lyhyitä (tässä tapauksessa yleensä päivän) keskuspankin sijoitustodistuksia.

Kun keskuspankki on ilmoittanut lainojen tai sijoitustodistusten myynnistä, markkinat pidetään auki klo. 9.15 - 9.45. Tänä aikana pankit saavat tehdä omat määrät ja korkoa koskevat tarjouksensa. Kukin pankki saa tehdä yhteensä 3 tarjousta.¹ Tämän jälkeen kaikkien pankkien tarjoukset kumuloidaan koron perusteella ja päätetään päivän intervention suuruudesta. Tästä ilmoitetaan markkinoille niin kuin myös intervention

¹Yksittäinen pankki voi esimerkiksi ilmoittaa haluavansa ostaa sijoitustodistuksia seuraavasti: 5 milj.pst 20 prosentin korolla, 10 milj.pst 20.2 prosentin korolla ja 5 milj. pst 20.5 prosentin korolla.

marginaali- ja keskimääräisestä korosta. Tarjouksia tehneille pankeille ilmoitetaan hyväksymisestä tai hylkäämisestä. Joissain tapauksessa tarjous voidaan myös hyväksyä ainoastaan osittain.

Mikäli pankkien tarjoukset eivät riitä kattamaan suunniteltua interventiota, markkinat voidaan avata uudelleen. Tämä on kuitenkin hyvin harvinaista. Tällaisissa tapauksissa käytetään mieluummin markkinoilla toimivia yksityisiä välittäjiä ja myydään niiden kautta lisää lainoja tai sijoitustodistuksia. Toinen mahdollisuus on se, että operoidaan suoraan pankkien välisillä markkinoilla. Nämä toimivat klo 10.00 - 12.30 keskuspankin tarjoaman puhelinverkoston kautta. Keskuspankissa voidaan siten koko aamupäivän ajan seurata koron kehitystä ja kaupantekoa. Viranomaisten mukaan pienillä interventiolla on mahdollista vaikuttaa tuntuvastikin päivän koron kehitykseen. Keskuspankki ei kuitenkaan aseta varsinaisia korkotavoitteita, vaan se pysyy interventioidissaan määrällisissä tavoitteissa. Näin ollen suuretkin vaihtelut korkotasossa ollaan valmiita hyväksymään. Korkoa pidetään vain oireena sopeutumistarpeesta, jota ei välttämättä haluta rahoittaa.

Espanjan kokemusten yleispätevyyttä Suomen kannalta

Rahoitusmarkkinoiden säännöstely on perinteisesti ollut laajuudeltaan Espanjassa vähintään samaa luokkaa kuin Suomessa. Varsinaiset markkinat ovat kehittymättömät ja rahoitus kanavoituu valtaosaltaan oligopolistisen pankkijärjestelmän kautta. Pääomanliikkeiden säätely on laajaa, joskaan valuuttakursseille ei ole vuoden 1974 jälkeen ollut mitään virallisesti hyväksyttävää tavoitekurssia. Erot talouden rakenteessa sekä muissa (ei vähiten poliittisissa) olosuhteissa ovat kuitenkin Suomeen nähden sen verran tuntuvat, että Espanjan kokemusten hyväksikäyttöä ei pidä liioitella.

On kuitenkin todettava, että korkosäännöstelyn purkamisen on Espanjassa sujunut varsin hyvin. Tosin mm. verotusjärjestelmä on eräiltä osin toisenlainen kuin Suomessa, joten eräiden sijoitusten verovapaudesta aiheutuvia vinoutumia ei ole esiintynyt ainakaan samalla tavalla kuin Suomessa. Viranomaisien mukaan kilpailu rahoitusmarkkinoilla on näiden suuresta keskittyneisyydestä huolimatta selvästi lisääntynyt korkojärjestelmän liberalisoinnin jälkeen. Nyt noteeratut korot vastaavat entistä huomattavasti paremmin rahoituksen todellisia kustannuksia, joten koron informaatioarvo on sekä markkinoilla toimiville että viranomaisille selvästi lisääntynyt. Korkotason vaihtelu ei ole ainakaan toistaiseksi ollut mikään ongelma.

Rahapolitiikan ongelmat ovat Espanjassa viime vuosina liittyneet lähinnä valtion budjetin rahoitustarpeen kattamisesta aiheutuviin pulmiin. Likviditeettiä on pyritty neutraloimaan kehittämällä uusia sekä keskuspankin omia että valtion lyhytaikaisia instrumentteja. Espanjan kokemuksista on ilmeistä, että sellaiset instrumentit, joilla voidaan vaikuttaa suoraan yleisön likviditeettiin, ovat tässä suhteessa huomattavasti tehokkaampia kuin pelkästään pankkijärjestelmään ulottuvat instrumentit.

Espanjan keskuspankin operaatiot lyhyillä markkinoilla poikkeavat täysin Suomen Pankin operaatioista päiväluottomarkkinoilla. Espanjassa päätetään sijoitusten suuruudesta ja pankit saavat kilpailevien tarjoustensa perusteella määrätä hintakehityksen. Tällä järjestelmällä on se etu, että keskuspankki saa korkokehitystä seuraamalla nopeasti osviittoja valitun interventio-politiikan "purevuudesta". Suomessa joudutaan odottamaan toista kuukautta ennen kuin saadaan informaatiota pankkien luotonantopolitiikasta, ja korjaustarpeet saattavat sen takia muodostua kovin suuriksi.

Sen sijaan on vaikea arvioida, miten rahoitusjärjestelmän voimaperäinen kehittäminen liittyy nyt vallitseviin ongelmiin. Espanjan talous on kehittynyt varsin heikosti 1970-luvun puolen välin jälkeen (ks. liite 1). Työttömyysaste on tällä hetkellä 17 % ja investointiaste on laskenut selvästi alle 20 %:n. Liittyykö tämä kehitys millään lailla rahamarkkinoiden tuntuviin muutoksiin, on ulkopuolisen mahdotonta arvioida muutaman päivän pintapuolisen tutustumisen perusteella.

Liitetaulukko 1

Taloudellisia indikaattoreita

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
BKT, määrä $\Delta\%$	1.1	3.0	3.3	1.8	0.2	1.5	0.3	1.1
Kuluttajahinnat, $\Delta\%$	16.9	17.7	24.5	19.8	15.7	15.5	14.6	14.4
Työttömyysaste, %	3.7	4.7	5.2	6.9	8.5	11.2	14.0	15.9
Vaihtotase/BKT, %	-3.0	-3.5	-1.8	0.9	0.3	-2.4	-2.6	-2.2
Valuuttakurssi-indeksi (OECD, 1971Q1 = 100)	101.2	92.4	80.8	72.1	78.4	73.1	66.6	61.6
Valtion rahoitustarve/ BKT, %				1.6	1.9	2.6	3.3	3.3
Valtion rahoitustarpeen kattaminen								
keskuspankin (mrd. pst)				106	145	347	593	350
ulkomaille (mrd. pst)				32	5	-43	52	68
kotim.joukkovelkak. (mrd.pst)				40	95	76	114	221

Lähde: OECD katsaukset

Rahapolitiikan osastolta ilmestyneet keskustelualoitteet:

- Urho Lempinen: Setelistön ja metallirahan kysynnän ja valmistamistarpeen ennustamisesta
RP 1/82, 14.8.1980
- Harri Lautjärvi: Talletuspankkiryhmittymien kannattavuuden vertailu vuosina 1975 - 1980
RP 2/82, 30.11.1981
- Alex F. Creutzberg: The Liquidity Ratio and Monetary Policy: The Dutch Experience and Applicability in Finland
RP 3/82, 30.10.1981
- Harri Lautjärvi: Keskuspankkirahoituksen käyttöön oikeutettujen liikepankkien kannattavuus vuosina 1975 - 1981 (vain pankin sisäiseen käyttöön)
RP 4/82, 31.12.1982
- Eero Lehto: Rahoitusmarkkinat ja korot Suomessa 1960 - 1980
RP 1/83, 21.2.1983
- Johnny Åkerholm: Bankernas val av konkurrensmedel: en analysmodell
RP 2/83, 23.3.1983
- Gavin Bingham: Variable Interest Rates
RP 3/83, 31.3.1983
- Veikko Saarinen: Liikepankkien keskuspankkirahoituksen ehdot, määrä ja kustannukset vuosina 1950 - 1980,
osa I: Liikepankkien keskuspankkiluoton ehdot vuosina 1950 - 1980
RP 4/83, 15.4.1983
- Peter Johansson: Korkopolitiikan vaikutus kokonaistuotantoon ja hintatasoon
RP 5/83, 23.9.1983
- Johnny Åkerholm: Channels and Tools of Monetary Policy in Finland
- Gavin Bingham: Money and Banking in Finland: A Representative Survey of the Literature in English
RP 6/83, 9.11.1983
- Johnny Åkerholm: Espanjan rahoitusjärjestelmästä
RP 7/83, 14.11.1983