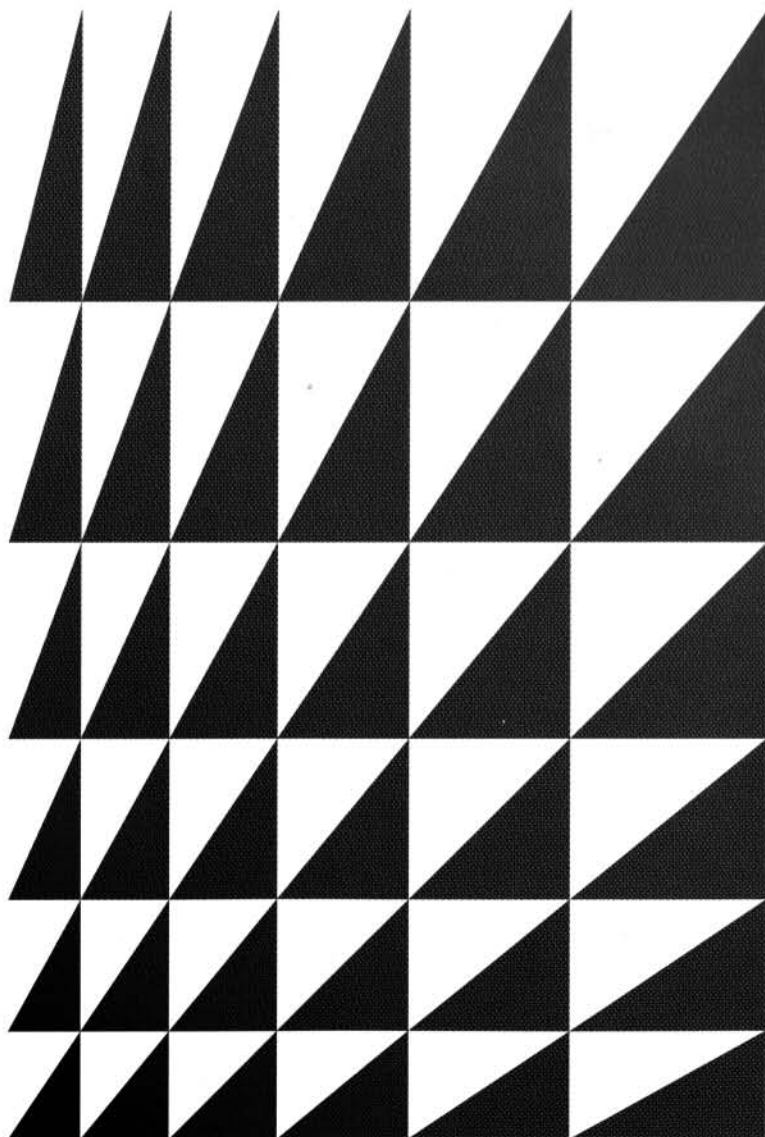

MARKKA & TALOUS

2 · 1994



SUOMEN
PANKKI

•

FINLANDS
BANK



2. vuosikerta/2:a årgången

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

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

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

Toimitusneuvosto
Redaktionsråd
Kaarlo Jännäri,
puheenjohtaja/ordförande
Pekka Ilmakunnas
Antti Juusela
Heikki Koskenkylä
Pentti Pikkarainen
Johnny Åkerholm

Päätoimittaja
Chefredaktör
Sirkka Hämäläinen

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

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

Painopaikka/Tryckeri
Painatuskeskus Oy, 1994

Lähde mainittava
lainattaessa.
Vid citat skall källan anges.

ISSN 1236-4231

Sisällys

Taloudellinen kehitys, inflaatio ja rahapolitiikka 3

Harri Lahdenperä

Rahan arvo ja talouspolitiikan tavoitteet 9

Heikki Koskenkylä

Pohjoismaiden pankkien kriisi ja kehitysnäkymiä 15

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita
koskevia toimenpiteitä 25

Rahapolitiikan välineet 26

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja 30

Kuviot KI

Kansainvälinen talous elpymässä

Teollisuusmaiden taloudellisen kehityksen eriytyminen on viime kuukausina vähentynyt. Pitkän taantumajakson jälkeen Manner-Euroopassakin on optimismi lisääntynyt ja talouden kasvuunlähdestä on merkkejä. Pohjois-Amerikassa ja Isossa-Britanniassa tuotanto on kasvanut edelleen. Yhdysvaltojen kokonaistuotannon kasvu tosin hidastui alkuvuodesta, mutta kyseessä oli eräistä poikkeuksellisista tekijöistä aiheutunut tilapäinen notkahdus. Ruotsin kokonaistuotanto kääntyi nousuun viime vuoden lopulla, ja kasvuodotukset ovat alkuvuodesta edelleen vahvistuneet.

Kansainvälinen inflaatio on pysynyt rauhallisena. EU-maissa kuluttajahintojen nousun vuosivauhti oli maaliskuussa kuuden kuukauden muutoksella laskettuna 1.6 %. Vuotta aiemmasta ajankohdasta kuluttajahinnat nousivat 3.2 %. Hintojen nousu on hidastunut olennaisesti myös niissä maissa, joilla on takanaan pitkä inflaatiohistoria ja valuuttakurssin heikkeneminen. Toteutunut kehitys on seurausta maltillisesta palkkakehityksestä, ja sitä on tukenut myös eri maiden talouspolitiikassaan korostama tavoite estää inflaatiopaineet. Lisäksi kansainvälisten raaka-aineiden hintataso on edelleen matala suhteessa teollisuustuotteiden hintoihin. Tosin aivan viime aikoina ovat joidenkin raaka-aineiden hinnat nousseet.

Merkit talouden kasvusta ovat vahvistuneet alkuvuodesta. Inflaatio on pysynyt maltillisena, eikä se todennäköisesti lähikuukausina kiihdy heikon kulutuskysynnän ja suurena jatkuvan työttömyyden vuoksi. Pitkät korot nousivat keväällä tuntuvasti, ja suhteellisen vakaina pysyneet lyhyetkin korot kääntyivät alkukesästä nousuun.

Maltillisesta inflaatiokehityksestä huolimatta pitkät korot ovat olleet nousussa niin Yhdysvalloissa kuin Euroopassakin. Korkojen nousu on tulkittu aiheutuvaksi sijoittajien portfolioiden sopeuttamisesta. Taustalla voi myös olla talouspolitiikkaan ja inflaatioon liittyvää epävarmuutta. Joka tapauksessa reaali-taloudelliselta kannalta korkojen nousuun ei ole kiistattomia perusteita, joten on edelleen syytä otaksua, ettei korkojen nykytaso jää

pysyväksi. Jos se osoittautuu tilapäiseksi, se ei myöskään uhkaa talouden kasvua.

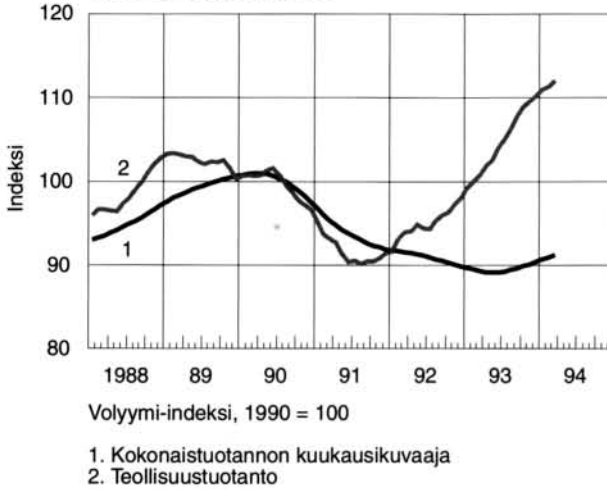
Kasvu vauhtiin Suomessa

Myös Suomessa ovat merkit talouden kasvuun lähdestä viime kuukausina vahvistuneet. Tuotannon viime kesänä alkanut kasvu jatkui alkuvuodesta. Kokonaistuotannon kuukausikuvaaja osoitti maaliskuussa 0.4 prosentin nousua vuoden lopusta (kuvio 1). Tuotannon kasvua hidastivat tilapäisesti sopimuskiista puun hinnasta tammi-helmikuussa ja elintarviketeollisuuden lakko maaliskuussa. Lähikuukausina kokonaistuotannon kasvua tulevat yhä enemmän lisäämään viennin kasvuvaikutusten laajeneminen teollisuuden ohella muille toimialoille.

Tuotannon kasvu on edelleen perustunut teollisuuden vientitoimituksiin. Tavaraviennin määrä kasvoi tammi-huhtikuussa 17 % ja teol-

KUVIO 1.

TUOTANNON TRENDIT



lisuustuotanto lisääntyi tammi-maaliskuussa 9.5 % edellisen vuoden vastaavasta ajasta. Maaliskuussa tehdyn suhdannebarometrikyseilyn mukaan yritykset arvioivat vientitilausten edelleen lisääntyvän lähikuukausina. Pitkään vilkkaana jatkunut vientituotanto on vaikuttanut jo kotimarkkinasektorinkin kasvuun. Alkuvuodesta lisääntyivät energian tuotanto, tukkukauppa ja kuljetukset.

Indikaattoritiedot kotimaisesta kulutuskysynnästä viittaavat siihen, että taantuman pohja on ohitettu. Tammi-helmikuun vähittäiskaupan myyntiluvut nousivat syksyn pohjalukemista, ja henkilöautoja rekisteröitiin ensimmäisellä neljänneksellä 17 % enemmän kuin vuotta aiemmin.

Selvimmän laman päättymisestä kertovat kuitenkin odotukset, jotka ovat olennaisesti aiempaa optimistisempia. Tilastokeskuksen kuluttajabarometri osoittaa kotitalouksien odottavan varsin myönteistä talouskehitystä. Teollisuuden ja työnantajain keskusliiton suhdannebarometrin mukaan myös yritysten myönteiset suhdanneodotukset ovat edelleen vahvistuneet. Yritysten investointiaktiivisuus on vielä alkuvuodesta ollut laimeaa, mutta kevään aikana on tehty joitakin mittavia investointipäätöksiä, jotka tulevat lisäämään loppuvuoden investointeja tuntuvasti.

Suotuisan viennin ansiosta kauppataseen ylijäämä kasvoi tammi-huhtikuussa 12.7 mrd. markkaan. Vaihrotase oli kuitenkin lievästi ali-

jäämäinen, koska alkuvuodesta ajoittui runsaasti korkomaksuja ulkomaille. Vuoden takaisesta ajasta vaihtotaseen alijäämä on supistunut runsaat 6 mrd. markkaa.

Talouden elpyminen on näkynyt myös työllisyyden hienoisena kohenemisena. Tilastokeskuksen mukaan työttömyysaste on pysytellyt tammi-huhtikuussa noin 19 prosentissa, ja työttömien työnhakijoiden määrä työnhakijainvälisyksessä väheni tammi-maaliskuussa 30 000 ja edelleen huhtikuussa 17 500 hengellä. Toiseen lisäbudjettiin sisällytetyllä ohjelmalla työllistettäneen loppuvuodesta noin 40 000 nuorta.

Valtiontalouden nettoraohoitustarve oli tammi-maaliskuussa noin 17 mrd. markkaa, eli lähes 2 mrd. markkaa pienempi kuin vuonna 1993. Alijäämän 12 kuukauden liukuva summa osoittaa tasapainottomuutta, mutta kirjaustekniset tekijät, mm. edellistä vuotta pienemmät veronpalautukset ja viime vuoden lopulle kirjatut henkilöstömenojen säästöt sekä satunnaisten tulojen lisäykset, antavat liian hyvän kuvan todellisesta kehityksestä.

Inflaatio maltillista

Inflaatio on pysynyt hitaana alkuvuonna (kuvio 2). Kuluttajahintaindeksin 12 kuukauden muutos oli huhtikuussa 0.2 %. Vuoden alusta hinnat ovat nousseet 0.5 %, eli vuositasolla 1.5 %. Kuluttajahintaindeksin nousua on hidastanut korkojen aleneminen yhteensä 1.1 prosenttiyksikköä. Pohjahintainflaatioindikaattori, josta on poistettu asumisen pääomakustannusten lisäksi julkisten tukipalkkioiden ja välillisten verojen vaikutus, nousi maaliskuussa 1.9 % edellisen vuoden maaliskuusta. Pohjahintainflaation vuosinousu on hidastunut edelleen hieman kuluvan vuoden aikana, ja viimeisen kolmen kuukauden muutos vuositasolle lasketuna oli 1.7 prosenttia.

Hintatasoa ovat vakauttaneet sekä ulkoiset että sisäiset tekijät. Ulkoisista tekijöistä keskeisiä ovat olleet hidastunut kansainvälinen inflaa-

tio ja markan vahvistuminen, joiden ansiosta raaka-aineiden hienoisesta noususta aiheutuneet hintapaineet on saatu hillittyä. Markan ulkoinen arvo vahvistui ulkomaankauppapainoiseen indeksiin nähden joulukuun lopusta huhtikuun loppuun noin 3 %. Samanaikaisesti raaka-aineiden dollarihintaa (HWWA-indeksi pl. energia) nousi noin 7 % ja Suomen tuontihinnat vajaan prosentin.

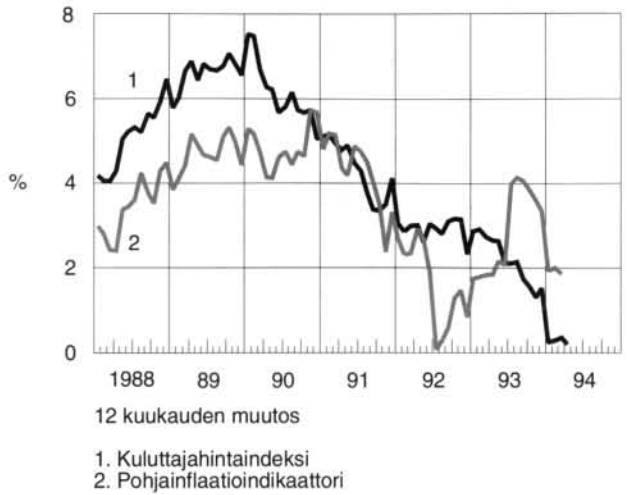
Kotimaiset kustannustekijät eivät ole myöskään aiheuttaneet hinnankorotuspaineita, sillä työvoimakustannukset suhteessa tuotannon määrään ovat alentuneet edelleen alkuvuonna ja pääomakustannuksia on vähentänyt korkojen lasku. Jonkinlaisia pyrkimyksiä nostaa kannattavuusmarginaaleja on ollut viime kuukausina havaittavissa hinnoittelussa, sillä tukku- ja tuottajahinnat ovat hieman nousseet kustannusten alenemisesta huolimatta. Viime kädessä hintojen nousua on jarruttanut heikko kysyntä, joka on rajoittanut yritysten mahdollisuuksia nostaa hintoja.

Tavoite vakiinnuttaa pohjahintainflaatioindikaattorin vuosimuutos kahden prosentin tasolle vuoteen 1995 mennessä on toteutunut odotettua aikaisemmin. Huhtikuun kuluttajahintaindeksin kehitys osoittaa, että pohjahintainflaatio tulee olemaan hidasta myös huhtikuussa. Kustannuspuolella ei toistaiseksi ole nähtävissä tekijöitä, jotka olennaisesti muuttaisivat inflaatiokehityksen suuntaa lähikuukausina. Toistaiseksi tuontihintojen nousu on rajoittunut lähinnä raaka-aineisiin, joiden vaikutus kuluttajahintoihin on vähäinen. Vuosimuutoksilla mitattuna indeksin pohja-arvo saavutettaneen vuoden puolivälissä, sillä pohjainflaation kuukausittaiset muutokset olivat viime vuoden jälkipuolella hyvin pieniä.

Varallisuushinnat ovat osoittaneet edelleen alkuvuodesta hienoisia nousun merkkejä. Asuntojen hintojen loppuvuodesta alkanut nousu jatkui tosin epäyhtenäisenä. Pääkaupunkiseudun pienten huoneistojen hinnat nousivat tammi-huhtikuussa 8 prosenttia, mutta muual-

KUVIO 2.

INFLAATIO



la maassa asuntojen hinnat pysyivät kutakuinkin vuoden lopun tasolla. Lisäksi pääkaupunkiseudullakin asuntojen hinnat ovat nousseet pääasiassa Helsingin ydinkeskustassa. Teollisuuden raaka-ainetarpeet nostivat puun hintaa hieman loppuvuodesta ja edelleen tammikuussa. Metsäkaupan osapuolten neuvottelutulos raakapuun keskikantohinnan noin 8 prosentin nostosta vuoden 1993 lopun tasoon verrattuna saatiin aikaan helmikuussa, ja sen jälkeen puun hinta on noussut lähelle sopimuksessa sovittua tasoa. Pörssiosakkeiden nousu taittui korkojen noustua helmikuussa. Pörssi-indeksi oli toukokuun lopussa noin viidenneksen korkeampi kuin vuoden alussa.

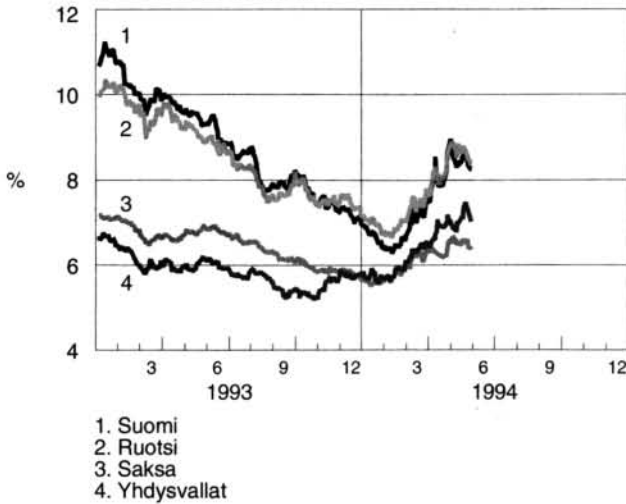
Varallisuushintojen nousu ei ole toistaiseksi ollut yleisen hintakehityksen näkökulmasta hälyttävää. Puumarkkinoilla kantohintojen nousussa oli kyse hintatason palautumisesta edellisvuotisten jyrkkien laskujen jälkeen. Suhteessa vientihintaan kantohinnat ovat viime vuosina olleet alhaisella tasolla. Puukaupan nopea vilkastuminen hinnan korotusten jälkeen osoittaa, ettei kantohintojen odoteta lähiaikoina enää merkittävästi nousevan.

Korkojen lasku pysähtynyt

Koko viime vuoden jatkunut korkojen lasku pysähtyi kuluvan vuoden alkukuukausina. Huomionarvoista on ollut pitkien korkojen selvä nousu helmikuusta alkaen (kuvio 3). Kun

KUVIO 3.

10 VUODEN KOROT



valtion 10 vuoden joukkolainan korko oli tammikuussa alimmillaan runsaat 6 %, oli se toukokuun lopussa runsaat 9 %. Pitkien korkojen nousun taustalla on useita tekijöitä. Nousu heijastaa sekä kansainvälistä kehitystä että kotimaisten tekijöiden vaikutusta.

Kansainväliset joukkolainakorot kääntyivät nousuun helmikuussa, kun Yhdysvaltojen keskuspankki korotti keskeistä korkoaan, mikä osoitti useita vuosia jatkuneen rahapolitiikan keventämisen päättyneen. Odotukset rahapolitiikan lisäkiristämisestä ja joukkolainamarkkinoiden johdannaiskauppaan liittyvät tekijät aiheuttivat pitkien korkojen nousun Yhdysvalloissa, ja se heijastui välittömästi muidenkin OECD-maiden korkoihin. Euroopassa korot nousivat eniten niissä maissa, joihin valuuttamarkkinoiden epävakaus kohdistui voimakkaimpana vuonna 1992 tai joissa on suuret julkisen talouden alijäämät. Ruotsissa ja varsinkin Suomessa korkojen nousua siivittivät pääomanliikkeet, kun ulkomaiset sijoittajat supistivat joukkolainasijoituksiaan. Koska kotimaiset joukkolainamarkkinat ovat edelleen ohuet ja markkinaosapuolia on vähän, myynnit ulkomailta aiheuttivat paineen korkojen nousuun. Tammi-huhtikuussa ulkomaalaiset myivät nettomääräisesti valtion markkamääräisiä joukkolainoja runsaan 5 mrd. markan arvosta takaisin Suomeen. 10 vuoden korkojen ero Suomen ja Saksan välillä kasvoi kevään aikana

alle prosenttiyksiköstä runsaaseen kahteen.

Ohuet markkinat eivät välttämättä yksin selitä kotimaisten ja kansainvälisten pitkien korkojen eron kasvua. Epävarmuus finanssi-politiikan mahdollisuuksista hillitää julkisen velan kasvua riittävästi sekä talouden kasvun mahdollisesti aiheuttamat inflaatiopaineet ovat saattaneet osaltaan lisätä korkopaineita. Lisäksi Suomen EU-jäsenyyteen liittyvä epävarmuus lienee vaikuttanut korkoeroon.

Pitkien korkojen noususta huolimatta lyhyet korot ovat olleet varsin vakaina koko

kevään. Suomen Pankin huutokauppakorko on pysynyt noin 5 prosentin tasolla, mutta 3 kuukauden heliborkorko on noussut maaliskuun aikana noin 0.5 prosenttiyksikköä runsaaseen 5 prosenttiin.¹ Kun samanaikaisesti Saksa kevensi rahapolitiikkaa laskemalla lyhyitä korkoja, ero Suomen ja Saksan lyhyiden korkojen välillä kapeni maaliskuun alkupuolelta alkaen ja toukokuun alkupuolella Suomen lyhyet korot olivat jälleen Saksan korkoja korkeammat.

Pitkien korkojen nousun vuoksi ns. tuottokäyrä on jyrkentynyt huomattavasti. Kun 10 vuoden ja 3 kuukauden korkojen ero oli tammi-helmikuussa keskimäärin 1.5 prosenttiyksikköä, oli se toukokuun loppuun mennessä kasvanut noin 3 prosenttiyksikköön. Tuottokäyrän jyrkentymisen kertoo paitsi kansainvälisistä taustatekijöistä myös inflaatio-odotuksista, koron nousun odotuksista samoin kuin joukkolainamarkkinoiden ohuuteen liittyvästä likviditeettiriskistä.

Peruskorko on pidetty ennallaan helmikuun alun laskun jälkeen. Myös pankkien primekorot ovat olleet muuttumattomat maaliskuun alun laskujen jälkeen. Pankkien uusien markkaluottojen keskikorko laski aina maaliskuun

¹ Artikkelin kirjoittamisen jälkeen lyhyetkin korot kääntyivät alkukesästä nousuun. Huutokauppakorko nousi 5.3 %:iin kesäkuun toisella viikolla.

hun saakka ja oli 6.74 prosenttia. Huhtikuussa korkotaso nousi hieman. Koko markkaluottokannan keski-korko oli huhtikuun lopussa 8.1 prosenttia, mikä on lähes 3 prosenttiyksikköä alhaisempi kuin viime vuoden huhtikuussa. Pitkien korkojen nousu ei siis ainakaan vielä ole heijastunut pankkiluottojen korkoihin merkittävästi.

Markka suhteellisen vakaana

Markan ulkoinen arvo on vaihdellut vain vähän kuluvana vuonna. Tammikuussa markka vahvistui selvästi, mutta helmikuussa, kun Yhdysvaltojen keskuspankki korotti korkoja, heikkeni markka tilapäisesti Ruotsin kruunun kanssa. Touko-kesäkuun vaihteessa markka on taas lievästi heikentynyt. Ajoittaiset markan heikkenemiset ovat liittyneet lähinnä markkamäärien joukkolainojen myyntien aiheuttamiin pääomanliikkeisiin. Suomalaisen yritysten luottamus markan arvon tulevaan kehitykseen on vahvistunut, mitä osoittaa yritysten valuuttatermiiniaseman kehitys. Yrityksillä oli maaliskuun lopussa lähes 40 mrd. markan netto-saatava valuuttojen termiinimarkkinoilla. Joulukuun lopusta nettosaatava on kasvanut lähes 14 mrd. markalla.

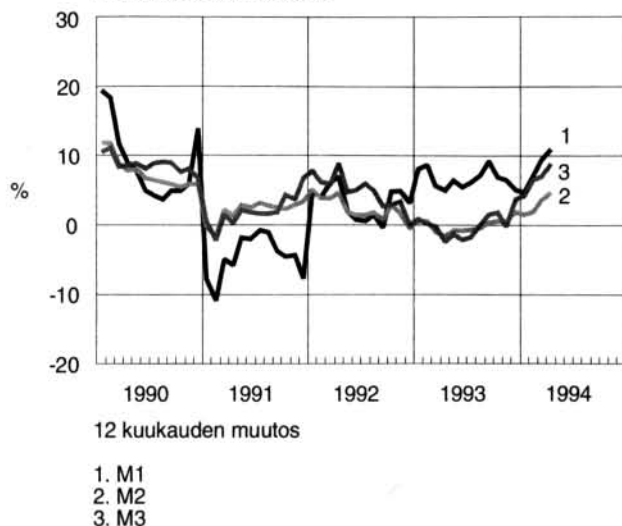
Markan vakauden ohella alkuvuoden kehitykselle on ollut tunnusomaista valuuttavarannon kasvu. Valuuttavarannon kasvu on perustunut pääosin valtion pääomantuontiin, joka suoraan vaikuttaa valuuttavarantoon. Myös yritykset ovat olleet nettopääomantuoja alkuvuonna.

Rahan määrä kasvussa, luotot supistuvat

Raha- ja luottomäärien muutokset ovat antaneet varsin ristiriitaisen kuvan rahoitusmarkkinoiden kehityksestä. Rahamäärien kasvu on nopeutunut, mutta luottomäärät supistuvat edelleen.

KUVIO 4.

RAHA-AGGREGAATIT



Suppean rahan (M1) kasvuvauhti kiihtyi huhtikuussa 11 prosenttiin edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta. Lavean rahan (M2) kasvu oli sitä vastoin maltillisempaa, 4.8 prosenttia. Laajimman rahamäärän (M3) kasvu on kiihtynyt taas 7.1 prosenttiin (kuvio 4). Suppean rahan kasvun kiihtyminen liittyy mitä ilmeisimmin talouden elpymiseen. Laajimman rahamäärän (M3) kasvu liittyy lähinnä valtion kassavarojen muutoksiin. Kassavarojen supistuminen on merkinnyt valtion hallussa olevien sijoitustodistusten myymistä markkinoille, minkä vuoksi yleisön hallussa olevien sijoitustodistusten määrä on kasvanut ilman, että pankkien liikkeeseen laskemien sijoitustodistusten määrä olisi kasvanut. Tämän erityistekijän vuoksi M2 on tällä hetkellä parempi rahan määrää kuvaava indikaattori kuin M3.

Luottomäärien supistuminen on jatkunut kevään aikana. Huhtikuussa pankkien kokonaisluotot supistuivat 10 prosenttia ja markkaluotot 2.4 prosenttia edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta.

Pankkien kannattavuus on kärsinyt jossain määrin, kun joukkolainasijoitusten markkina-arvo on laskenut pitkien korkojen noustessa. Jotkut pankit ovatkin kertoneet, että osittain tämän vuoksi tulokset saattavat olla alkuvuonna odotettua heikkommat.

Inflaationäkymät

Rahatalouden tilan arviointi rahatalouden indikaattorien perusteella ei ole yksiselitteistä. Lyhyiden ja pitkien korkojen ero kertoo yhtäältä markkinoiden likviditeettiongelmistä, toisaalta korkojen ja mahdollisesti inflaation nousu-odotuksista ja siinä tapauksessa myös keveästä rahapolitiikasta. Markkinoiden ohuuden takia tuottokäyrän jyrkentymistä ei voida suoraan tulkita odotuksiksi inflaation noususta. Vaikka M1:n ja M3:n kasvuvauhti on varsin nopea, ei raha- ja luottomäärien kehitys kokonaisuutena tarkasteltuna ainakaan vielä viittaa inflaation kiihtymiseen vaan talouden vähittäiseen elpymiseen.

Inflaation kiihtymiseen lähiaikoina ei näyttäisi olevan reaalitaloudellisia perusteita. Kysyntä on kokonaisuutena edelleen heikkoa ja laaja työttömyys hillitsee työkustannusten nousua, joten mihinkään yleiseen hintojen nousuun ei näyttäisi toistaiseksi olevan merkittäviä paineita. Sen sijaan joissakin tuotteissa ja

joillakin aloilla saattaa kysyntä aiheuttaa paineita kannattavuusmarginaalien kasvattamiseen. Arvonlisäverotukseen siirtyminen tulee aiheuttamaan nousupaineita kuluttajahintoihin muttei pohjainflaatioon. Arvonlisäveron vaikutuksesta hintatason arvioidaan kohoavan kertaluonteisesti noin prosenttiyksikön, mutta vaikutus jakautuu usean kuukauden periodille. Toisaalta mahdollinen EU-jäsenyys aiheuttaa vastaavanlaisen hintatason laskun lähivuosina.

Hintojen maltillinen kehitys on tukenut reaalityulojen muodostusta ja siten tältä osin vähentänyt paineita syksyn palkkaneuvottelujen suhteen. Inflaatiotavoitteen saavuttaminen riippuu kuitenkin ratkaisevasti syksyn palkkakerroksesta. On tärkeätä, että palkkakehitys voi viime syksyn tapaan määräytyä eri alojen palkanmaksukyvyn mukaan. Jos odotukset inflaation noususta kuitenkin lisääntyvät tai politiikkaan liitetään epävarmuutta, korot pysyvät korkealla tai nousevat. ■

Rahan arvo ja talouspolitiikan tavoitteet

Harri Lahdenperä
rahapolitiikan osasto
vs. toimistopäällikkö
31.5.1994

Alhainen inflaatio on ollut Suomen Pankin rahapolitiikan päämäärä sekä kiinteän valuuttakurssin että kelluvan valuuttakurssin kausilla. Vakaan rahan arvo ei ole itseisarvo vaan väline talouspolitiikan perimmäisten tavoitteiden kuten taloudellisen kasvun ja hyvän työllisyystilanteen saavuttamiseksi. Tinkimällä matalan inflaation tavoitteesta ei saavuteta pysyvää etua talouspolitiikassa.

Helmikuussa 1993 Suomen Pankki täsmensi rahapolitiikan tavoitteenasettelua ja mitoitusperiaatteet. Rahapolitiikan tavoitteeksi asetettiin vakiinnuttua inflaatiovauhti pysyvästi kahden prosentin tasolle vuodesta 1995 alkaen.¹ Inflaation mittarina käytetään ns. pohjainflaatioindikaattoria, joka saadaan poistamalla kuluttajahintaindeksistä verojen, tuki-palkkioiden sekä asumiseen liittyvien pääomakustannusten vaikutus.

Julkinen inflaatiotavoite selkeytti ne säännöt, joilla rahapolitiikka mitoitetaan kelluvan valuuttakurssin olosuhteissa. Inflaatiotavoitteen asettamisessa sinänsä ei ole mitään mullistavaa, pikemminkin se on pitkän kehitysprosessin luonnollinen tulos. Alhainen inflaatio oli pohjimmainen päämäärä myös kiinteän valuuttakurssin järjestelmässä, jollainen Suomessa on ollut pääasiallisesti siitä lähtien, kun hopeamarkasta tuli Suomen raha vuonna 1865.

Pysyvästi alhainen inflaatio merkitsee käytännössä sitä, että raha säilyttää ostovoimansa, toisin sanoen rahan arvo säilyy vakaana. Rahan arvon pitäminen vakaana on rahapolitiikan perinteinen päämäärä, joskin siihen on eri maissa suhtauduttu varsin vaihtelevasti eri aikoina. Viimeisten 15–20 vuoden aikana on kuitenkin vahvistunut näkemys, että rahapolitiikan pää-

määräksi on mahdollisimman selkeästi asetettava alhaisen inflaation tavoite. Tätä näkemystä ovat vahvistaneet erityisesti rahoitusmarkkinoiden voimakas kehittyminen, josta taas on seurannut eri odotustekijöiden merkityksen korostuminen, sekä eri maiden rahapolitiittiset kokemukset.

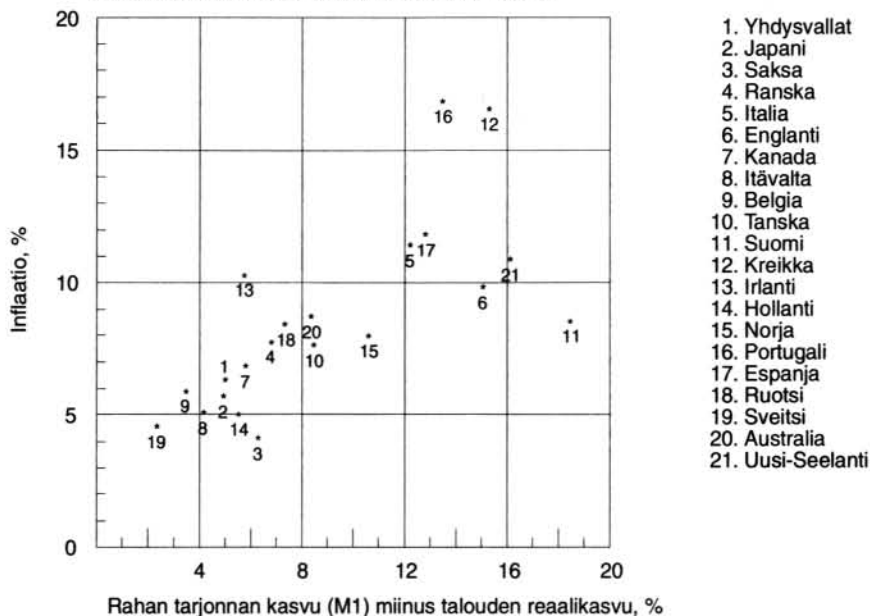
Kokemukset ovat osoittaneet, että sallimalla korkea inflaatio ei voida pysyvästi edistää taloudellista kasvua, työllisyyttä ja hyvinvointia. Päinvastoin, inflaatioon voi liittyä merkittäviä kustannuksia, erityisesti sen jälkeen, kun rahoitusmarkkinoiden säännöstely on purettu ja korot määräytyvät markkinoilla odotusten perusteella.

Rahapolitiikka ja rahan arvo

Talouspolitiikan perimmäinen päämäärä on turvata kansalaisten hyvinvointi ja kohottaa sitä. Hyvinvointi puolestaan on hyvin monitahoinen käsite, johon voidaan sisällyttää mm. nopea taloudellinen kasvu, täystyöllisyys, tulojaon tasaisuus, tasapainoinen alueellinen kehitys ja puhdas elinympäristö. Kapeammin taloudellisesta näkökulmasta tarkasteltuna hyvinvointi riippuu kansalaisten nykyisistä ja tulevista kulutusmahdollisuuksista, ts. ostovoimasta ja kansalaisvarallisuudesta sekä niiden jakautumisesta. Pitkällä aikavälillä kulutusmahdollisuuksia voi lisätä vain taloudellinen kasvu, tuottavuuden lisäys ja työllisyyden parantaminen.

¹ Ks. Pentti Pikkaraisen ja Timo Tyrväisen artikkelia Markassa & taloudessa nro 1–2/1993.

KUVIO 1.

INFLAATIO JA RAHAN TARJONNAN
KASVUVAUHTI OECD-MAISSA 1970 - 1992

Kun rahapolitiikan keskeiseksi tavoitteeksi asetetaan vakaa rahan arvo, taustalla on ajatus, että näin parhaiten edistetään talouden, tuottavuuden ja työllisyyden kestävästä kasvusta. Vakaa rahan arvo ei siis ole itseisarvo vaan väline talouspolitiikan perustavoitteiden saavuttamiseksi.

Miksi sitten rahapolitiikan ensisijaisena tavoitteena on alhainen inflaatio eivätkä suoraan esimerkiksi hyvä työllisyystilanne ja talouden kasvu, jotka kuitenkin ovat talouspolitiikan perimmäisiä päämääriä? Tausta-ajatus on, että vähänkin pidemmällä aikavälillä inflaatio on rahataloudellinen ilmiö sikäli, että siihen aina liittyy rahataloudellisten suureiden, raha- ja luottomäärien, vastaava kasvu. On siis luonnollista ja tarkoituksenmukaista, että rahapolitiikka, jolla voidaan vaikuttaa nimenomaan raha- ja luottomäärien kehitykseen, keskittää voimansa inflaation kurissa pitämiseen.

Käsitys inflaation rahataloudellisesta luonteesta on hyvin vanha. Jo 1700-luvulla syntyi ajattelu, jonka ydinväite on, että jos muut seikat pysyvät muuttumattomina, rahan määrän muutokset vaikuttavat vain yleiseen hintatasoon – eli toisin sanoen rahan ostovoimaan.²

² Ks. tarkemmin Juha Tarkan kirjasta Raha ja rahapolitiikka s. 15–20, Gaudeamus 1993.

Edellä oleva ei tietenkään merkitse sitä, että ainoastaan rahataloudellisilla tekijöillä olisi merkitystä inflaation määräytymisessä. Itsetään selvää on, että hyödyke- ja työmarkkinoiden kysyntä ja tarjonta vaikuttavat merkittävästi, koska ne nopeuttavat tai hidastavat inflaatiota. Sen sijaan pidemmällä aikavälillä inflaatio ratkaisevasti riippuu rahataloudellisten suureiden kehityksestä, ts. rahapolitiikasta (kuviot 1).

Inflaatio ja työllisyys

1930-luvun suuri lamakausi johti sekä talouspoliittisen ajattelun muutokseen että rahoitusmarkkinoiden säätelyn voimistumiseen. Keynesiläisyyden läpimurto muutti merkittävästi myös rahapolitiikan tavoitteenasettelua ja toteutusta. Keynesiläisen ajattelun mukaan talouspolitiikan oli sekä pyrittävä täystyöllisyyden ylläpitämiseen että otettava siitä vastuu. Myös rahapolitiikka oli suunnattava tukemaan täystyöllisyyteen tähtäävää talouspolitiikkaa.

Kultakannasta luovuttuaan monet maat ryhtyivät rajoittamaan valuuttansa vaihdettavuutta, ja maiden välille alkoi syntyä bilateraalaisia maksusopimuksia. Sodan sytyttyä vuonna

1939 siirryttiin myös Suomessa kattavaan valuuttasäännöstelyyn. 1930-luvun pankkikriisistä seurasi, että monet maat ryhtyivät säännöstelemään myös pankkitoimintaa. Suomessa solmittiin pankkien välinen kartellisopimus talletuskoroista vuonna 1931. Kymmenen vuotta myöhemmin vastaava sopimus ulotettiin myös pankkien antolainauskorkoihin. Sotien jälkeen korkosäännöstely vain tiukkeni, kun Suomen Pankki vuodesta 1953 lähtien ei enää myöntänyt diskonttoluottoja sellaisille pankeille, jotka sovelsivat diskonttokorkoa korkeampia korkoja antolainauksessaan yleisölle. Vaikka korkosäännöstelyä hieman lievennettiin vuonna 1960, varsin kattava valuutta- ja korkosäännöstely säilyi Suomessa 1980-luvulle saakka.

1950-luvulta 1970-luvulle talouspolitiikkaa hallitsi laajalti ajatus, että talouspolitiikassa on olemassa valintatilanne työttömyyden ja inflaation välillä:³ lievään työttömyyteen liittyy korkeampi, mutta vakioinen inflaatio, ja kääntäen, laajaan työttömyyteen liittyy vastaavasti alempi inflaatio. Talouspolitiikan päättäjien tehtävänä oli valita sopiva työttömyys-inflaatioyhdistelmä ja käyttää kaikkia talouspolitiikan välineitä tämän "optimin" saavuttamiseksi.

Tämä ajattelu tuntui kuitenkin sopivan vuosi vuodelta heikommin yhteen toteutuneen taloudellisen kehityksen kanssa. 1960-luvun lopulta lähtien inflaatio teollisuusmaissa kiihtyi jatkuvasti mutta samanaikaisesti työttömyys kasvoi, ja 1970-luvun puoliväliin tultaessa lähes kaikissa teollisuusmaissa vallitsi samanaikaisesti korkea inflaatio ja laaja työttömyys (ns. stagflaatio). Mäittäiset kehityserot osoittivat, että korkean inflaation maat eivät saavuttaneet muita parempaa työllisyystilannetta, pikemminkin päinvastoin.

Tämän kehityksen myötä talouspoliittisessa ajattelussa alettiin painottaa yhä enemmän odotusten roolia talousyksiköiden päätöksenteossa. Kun kysyntää lisäävällä talouspolitiikalla ja sen myötä korkeammalla inflaatiolla

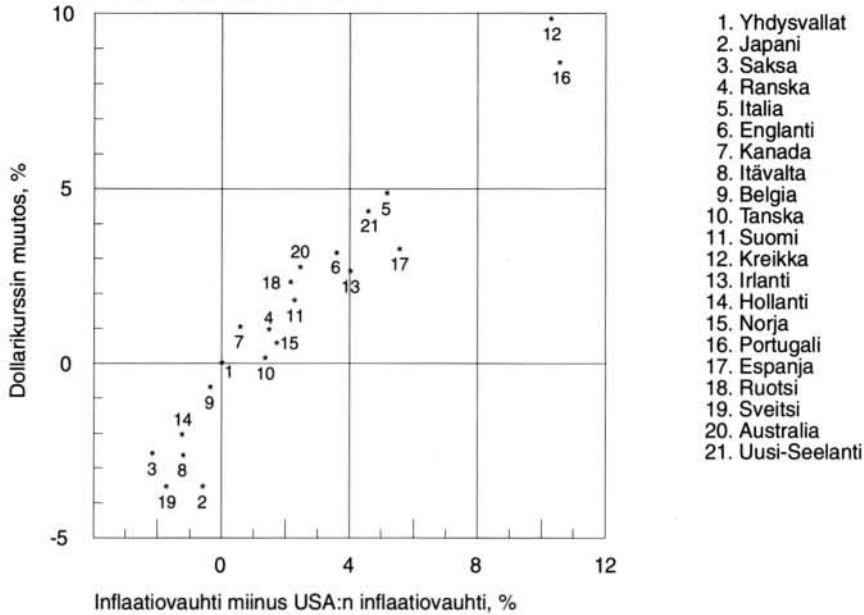
pyrittiin toistuvasti parantamaan työllisyyttä, odotukset korkeammasta inflaatiosta heijastuivat työntekijöiden ja yritysten käyttäytymiseen. Näin ollen talouspoliittiset toimenpiteet vaikuttivat nimellisiin palkkoihin ja hintoihin jo ennen varsinaisia toimenpiteitä, kun taas vaikutukset kasvuun ja työllisyyteen jäivät olemattomiksi. Nämä kokemukset heijastuivat eri maiden talouspolitiikkaan siten, että 1970-luvun lopulta lähtien teollisuusmaiden rahapolitiikka suunnattiin aiempaa selvemmin alhaisen inflaation saavuttamiseen ja ylläpitämiseen.

Suomessa keynesiläinen finanssipolitiikan aktiivisuutta ja täystyöllisyyttä painottava ajattelu ei saavuttanut yhtä suurta suosiota kuin useissa muissa länsimaissa. Sotien jälkeen talouspolitiikka yritettiin saada mahdollisimman voimakkaasti taloudellista kasvua ja investointeja suosivaksi. Myös rahapolitiikka oli osaltaan tukemassa tätä ekstensiivisen taloudellisen kasvun strategiaa siten, että korkosäännöstelyllä pidettiin luottojen reaalkorkoa alhaisena ja ohjattiin niukkoja rahoitusresursseja nopeaa kasvua tukeviin investointikohteisiin. Kun nopeasti kasvava, suhdanneherkkä talous aika ajoin törmäsi vakaviin maksutaseongelmiin, kriisin laukaisemiseksi oli markka devalvoitava. Bretton Woods -kaudella markka devalvoitiin vuosina 1949, 1957 ja 1967.

Vaikka devalvaatiot säännöstelyn oloissa vauhdittivat tilapäisesti vientiä ja investointeja, niiden kielteiset vaikutukset näkyivät ajan myötä yhä selvemmin. Devalvaatiot paransivat aluksi kilpailukykyä ja lisäsivät vientiä, mutta melko pian tuontihintojen kallistuminen ja kotimaisen aktiviteetin vilkastuminen nostivat palkkoja ja hintoja. Hintojen ja palkkojen nousu johti hintakilpailukyyn heikkenemiseen, jolloin alettiin odottaa taas uutta devalvaatiota. Devalvaatio-odotukset taas heijastuivat palkkojen ja hintojen kehitykseen, joten devalvaatiot vaikuttivat kilpailukykyyn parantavasti yhä lyhyemmän ajan ja inflaatio nousi yhä. Tämä ns. inflaatio-devalvaatioisykli näkyi selvästi öljykriisin jälkeistä lamaa seuranneissa vuosien 1976–1978 devalvaatioissa, jolloin jo alun alkaen oli erittäin korkea inflaatio. Erityisen huonoja olivat kokemukset vuoden 1982 devalvaatiosta, joka valui lähes välittömästi hintoihin ja palkkoihin.

³ Tämä ajattelu perustui ns. Phillips-käyrään. Ks. Phillips, A. W. (1958) The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861–1957, *Economica* 25:283–300.

KUVIO 2.

INFLAATIO JA VALUUTTAKURSSI
OECD-MAISSA 1970 - 1992**Rahapolitiikan uskottavuusongelma**

Samalla kun valintatilanne inflaation ja työllisyyden välillä osoittautui näennäiseksi, huomattiin, että inflaatioon liittyy merkittäviä haittoja. Nämä näkemykset vahvistuivat erityisesti sen jälkeen, kun rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden säännöstely purettiin ja valuuttakurssit ja korot alkoivat määräytyä markkinoilla odotusten perusteella. Vapaille markkinoilla odotettu inflaatio heijastuu välittömästi pitkien sijoitusten markkinakorkoihin. Mitä korkeampi ja vaihtelevampi inflaatio on, sitä suuremman korkoriskin pitkän obligaatiolainan ostaja joutuu ottamaan. Säännöstelemättömillä pääomamarkkinoilla inflaatiosta siis joudutaan maksamaan sellaista hintaa, jota vielä säännöstelyn aikana ei tarvinnut maksaa.

Kun pääomanliikkeiden säätely purettiin, reaalkorko-ongelma muuttui entistä vakavamaksi erityisesti Suomen kaltaisissa pienissä ja kansainvälisistä pääomamarkkinoista riippuvissa talouksissa. Jos inflaatio on pysyvästi muita maita korkeampi, se väistämättä myös heikentää valuuttakurssia asteittain pitkällä aikavälillä (kuvio 2). Kun sijoittavat tietävät tämän, ne vaativat pitkille lainoille korkeamman reaalkoron, toisin sanoen korkeamman inflaation

maa maksaa jatkuvasti inflaatioon ja valuuttakurssiin liittyvän riskilisän nimellis- ja myös reaalkoroissa.

Tällainen uskottavuusongelma saattaa johtaa siihen, että taloudellinen kasvu jää heikommaksi kuin niiden maiden, joissa usko rahan arvon vakauteen on vahvempi. Kun inflaatio-odotukset eivät muutu välittömästi, kotimaiset hinnat nousevat ulkomaisia hintoja nopeammin, joten kilpailukyky heikkenee. Vähitellen inflaatio alkaa kuitenkin hidastua, mutta nimelliset korot pysyvät korkeina, koska inflaation pysymiseen alhaisena myös pidemmällä aikavälillä ei riittävästi luoteta. Tällöin reaalkorko nousee korkeaksi, mikä entisestään vaikeuttaa investointeja ja heikentää taloudellista toimeliaisuutta.

Korkeamman ja vaihtelevamman inflaation vaikutukset eivät rajoitu pelkästään reaalkorkoon. Inflaatio lisää rahoitusmarkkinoihin liittyvää epävakaisuutta, kun sekä valuuttakurssi että nimelliset ja reaaliset korot vaihtelevat jyrkemmin kuin vakaan rahan arvon maissa. Kun korkeasta inflaatiosta aiheutuva epävarmuus lisääntyy, talousyksiköiden suunnitteluhorisontti lyhenee, halukkuus sitoutua pitkäaikaisiin sopimuksiin vähenee ja saatetaan siirtyä

lyhytaikaisiin likvideihin sijoituksiin. Tällöin pitkäaikaisten reaalijoitusten suhteellinen osuus taloudessa saattaa pienentyä. Tässä valossa ei liene sattuma, että esimerkiksi Suomessa ja Englannissa, joilla on takanaan korkean inflaation historia, rahoitusmarkkinat painottuvat voimakkaasti pankkitalletuksiin ja lyhytaikaisiin rahamarkkinasijoituksiin. Perinteisesti matalan inflaation Saksassa taas pitempi-ajaisen rahoituksen osuus on paljon suurempi erityisesti yritysinvestointien rahoituksessa.

Kiinteä valuuttakurssi ja inflaatio

Rahapolitiikan uskottavuusongelman ratkaisemiseksi monet maat pyrkivät 1980-luvulla sitomaan valuuttansa jonkin alhaisen inflaation maan valuuttaan, jotta kävisi selväksi, että rahapolitiikan tavoitteenasettelu on todella inflaation vastainen. Sotien jälkeen Saksa oli harrastanut tiukasti inflaation vastaista rahapolitiikkaa, ja niinpä Euroopan valuuttajärjestelmä (EMS) muotoutui käytännössä paljolti Saksan markkaa kohtaan tunnetun luottamuksen varaan. Muut maat liittyivät Euroopan valuuttajärjestelmään ja sitoivat valuuttansa Saksan markkaan pystyäkseen näin nopeammin vaimentamaan inflaatio-odotuksia ja alentamaan inflaatiota. Myös Suomen valuuttakurssipolitiikkaa 1980-luvulla aina syyskuun 1992 kellutukseen saakka hallitsi sama ajattelu sillä erotuksella, että Suomen markka oli yksipuolisesti sidottu valuuttakoriin eikä ollut osa monenkeskistä eurooppalaista valuuttayhteisyyttä.

Sinänsä valuuttakurssijärjestelmällä ei saisi olla vaikutusta rahapolitiikan keskeiseen tavoitteeseen; riippumatta valuuttakurssijärjestelmästä tavoite on hidas ja vakaa inflaatio. Sama perustavoite hallitsi Suomen Pankin rahapolitiikkaa sekä kiinteän että nykyisen kelluvan valuuttakurssin kaudella. 1980-luvun alkupuolella ja puolivälissä Suomen harjoittama kiinteän valuuttakurssin politiikka toimi tavoitteiden mukaisesti. Inflaatio ja inflaatio-odotukset vaimenivat samanaikaisesti, kun taloudellinen kasvu ja makrotaloudellinen tasapaino säilyivät vakaana.

1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alussa kiinteän valuuttakurssin politiikka Euroopassa ja sen myötä myös Suomessa ajautui vaikeuk-

siin poikkeuksellisen suurten koko maanosaa ravistelleiden muutosten johdosta. Näistä keskeisimpiä olivat valuutta- ja korkosäännöstellyn purkautuminen, Itä-Euroopan mullistukset ja Saksan yhdistyminen. Suomessa valuutta- ja rahoitussäännöstellyn purkautumiseen 1980-luvun jälkipuoliskon nousukauden oloissa liittyi luotonannon voimakas kasvu ja varallisuus-esineiden hintojen nousu. Maailmantalouden taantuma ja idänkaupan romahdus 1990-luvun alussa taas johtivat päinvastaiseen eli talouden supistuvaan kierteseen.

Samalla kun Suomessa jouduttiin taantumaan, tarve hillitä Saksan yhdistymisen aiheuttamaa kysynnän lisäystä ja inflaatiopaineita johti rahapolitiikan kiristymiseen Saksassa ja valuuttakurssikytkennän kautta koko Euroopassa. Kun markka oli kytketty eurooppalaiseen valuuttoihin, kesäkuusta 1991 lähtien ecuun, Euroopan korkojen nousu välitettiin korkoihin myös Suomessa, jonka taloudellinen tilanne päinvastoin olisi edellyttänyt rahapolitiikan keventämistä. Devalvaatiohistoriasta johtuva rahapolitiikan uskottavuusongelma vaikeutti tilannetta entisestään, sillä epäluottamuksen vallitessa korot pyrkivät olemaan ankkurimaan korkoja korkeammat sitä selvemmin, mitä vähemmän luotetaan rahapolitiikkaan ja yleiseen talouspolitiikkaan. Äärimmillään valuuttakurssin kytkennästä muiden maiden valuuttoihin saattaa näissä oloissa tulla kotimaan talouskehityksen kannalta deflatorinen, ts. kiinteän valuuttakurssin politiikka ei enää ole sopusoinnussa rahapolitiikan perimmäisen tavoitteen eli vakaan rahan arvon kanssa.

Samalla tavoin kuin inflaatio myös hintojen jyrkkä lasku eli deflaatio on taloudellisen kehityksen kannalta haitallista. Inflaatio merkitsee rahan arvon heikkenemistä, deflaatio taas sen vahvistumista. Deflaatio heikentää erityisesti yritystoimintaa ja tuotantoedellytyksiä, sillä se merkitsee lainojen reaaliarvon kohoamista, koska ne on maksettava takaisin entistä arvokkaammalla rahalla. Tämä johtaa yritysten konkurssiin ja työttömyyden kasvuun.

Markan päästämistä kelluntaan syyskuussa 1992 voidaan tarkastella myös tätä taustaa vasten. Kellunnan avulla voidaan varmistua rahapolitiikan perustavoitteiden saavuttamisesta poikkeuksellisen vaikeissa olosuhteissa, joissa

Suomen on sopeuduttava viime vuosien suurten mullistusten jälkivaikutuksiin. Lyhyellä aikavälillä markan kellunta edisti talouden deflatorisen kierteen katkaisemista ja talouskasvun käynnistymistä. Hieman pidemmällä aikavälillä kellunnan tarjoama liikkumavara parantaa myös mahdollisuuksia vakiinnuttaa saavutettu alhainen inflaatio.

Normaalioloissa kiinteän valuuttakurssin järjestelmä tarjoaa kuitenkin Suomen kaltaiselle ulkomaankaupasta riippuvalle kansantaloudelle paremmat ja vakaammat taloudellisen kasvun edellytykset. Nimittäin kansantalouden myönteisen kehityksen kannalta rahan sisäisen ostovoiman lisäksi myös sen ulkoisen arvon vakaus on tärkeää. Viime vuosien kokemukset ovat osoittaneet, että kiinteän valuuttakurssin sopusointu rahapolitiikan perustavoitteen, alhaisen ja vakaan inflaation kanssa, edellyttää eräiden perusehtojen täyttymistä. Perusehtoihin kuuluu, että ankkurimaan rahapolitiikan tulee olla suuntautunut saman perustavoitteen mukaisesti. Tämän lisäksi oman maan ja ankkurimaan talouksien tulee olla riittävissä määrin integroituneita, niin että niiden kauppavaihto on suurta ja tuotantorakenne riittävän samankaltainen. Valuuttasäännöstelyn purkaminen ja markkinoiden kehitys ovat tuoneet mukanaan myös kolmannen ehdon. Rahapolitiikan uskottavuuden täytyy olla niin luja, että markkinoilla luotetaan valuuttakurssikykennän pysyvyyteen.

Tässä mielessä Suomen liittyminen talous- ja rahaliittoon (EMU), johon se sitoutuisi EU-jäsenyyden myötä, on Suomen kannalta luonnollinen valinta. Kuuluminen talous- ja rahaliittoon on luonnollista myös sen takia, että Suomen taloudellinen yhentyminen muuhun Eurooppaan on jo nyt tiivistä, ja vauhti kiihtyy. Lisäksi tulevan Euroopan keskuspankin päämääräksi on Maastrichtin sopimuksessa selkeästi asetettu hintavakauden saavuttaminen eli sama perustavoite, jonka Suomen Pankki on omaksunut. Talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen liittyvät myös joko yhteinen valuutta tai peruuttamattomasti kiinteät kurssit, joten rahapolitiikan uskottavuusongelmaa yksittäisten jäsenmaiden osalta ei olisi enää olemassa.

Alhainen inflaatio ja muu talouspolitiikka

Kuten alussa esitettiin, vakaan rahan arvon asettaminen rahapolitiikan tavoitteeksi perustuu samoihin lähtökohtiin kuin muunkin talouspolitiikan tavoitteet: sillä parhaiten edistetään tasapainoista taloudellista kehitystä ja kohotetaan kansalaisten elintasoja. Rahapolitiikan ja muun talouspolitiikan välillä ei voikaan vallita mitään perimmäistä ristiriitaa, kun molemmat viime kädessä pyrkivät samaan päämäärään.

Perinteisessä makroteoriassa tarkasteltiin usein kysymystä, millä talouspolitiikan välineellä voidaan missäkin häiriötilanteessa tehokkaimmin vaikuttaa kokonaiskysyntään, ts. nopeimmin palauttaa täystyöllisyystasapaino. Äärimmillään tämä ajattelu johti käsityksiin, että joissakin tilanteissa vain rahapolitiikalla on tehoa ja finanssipolitiikka on täysin tehotonta, kun taas toisissa tilanteissa vain finanssipolitiikalla on tehoa.

Nykyisin raha- ja finanssipolitiikan koordinaatiota tarkastellaan enemmän talouspolitiikan uskottavuuden kannalta. Uskottavuusongelma koskee sekä raha- että finanssipolitiikkaa, mutta se heijastuu välittömimmin rahapolitiikkaa lähellä oleviin muuttujiin eli korkoihin ja valuuttakurssiin. Uskottavuusongelma vaikuttaa merkittävästi kahteen asiaan: talouspolitiikan työnjakoon ja koordinaatioon. Ensinnäkin, mitä vahvempi on yleisön luottamus alhaisen inflaation pysyvyyteen, sitä suurempi on rahapolitiikan liikkumavara suhdanepolitiikan harjoittamisessa. Toiseksi, uskottavuusongelma lisää talouspolitiikan koordinaation tarvetta; esimerkiksi finanssipolitiikan löysyys pakottaa suhteellisesti kireämpään rahapolitiikkaan.

Vaikka markan kellunta onkin jossain määrin lisännyt rahapolitiikan liikkumavaraa suhdanepolitiikassa, se ei silti poista eikä vähennä muun talouspolitiikan kurinalaisuuden ja yhteensovittamisen tarvetta. Valtion velkaantumisen hillitseminen on edelleen ensiarvoisen tärkeää, ja mitä paremmin siinä onnistutaan, sitä paremmiksi muodostuvat myös rahapolitiikan toimintaedellytykset. Sama koskee tulopolitiikkaa; jos palkkasopimuksiin jo niitä tehtäessä sisällytetään alhaisen inflaation tavoite, sitä helpompaa on korkopolitiikan harjoittaminen talouden kasvua tukevalla tavalla. ■

Pohjoismaiden pankkien kriisi ja kehitysnäkymiä

Heikki Koskenkylä
valtiot. tri
rahoitusmarkkinaosasto
1.6.1994

Kolmessa Pohjoismaassa – Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa – on jo muutaman vuoden vallinnut varsin laaja pankkikriisi, mikä on herättänyt huomiota maailmalla. Myös Tanskassa pankkien luottotappiot ovat olleet suuret, mutta kokonaisuute-

na katsoen Tanskassa pankkien tilanne on ollut selvästi parempi kuin kolmessa muussa Pohjoismaassa. Toisaalta Ruotsissa ja Suomessa pankkien tappiot näyttävät olevan suhteellisesti vertaillen suuremmat kuin Norjassa.

Norjassa pankkikriisin katsotaan alkaneen jo vuonna 1987 ja Suomessa sekä Ruotsissa vuonna 1991. Pankkien tulokset kuitenkin paranivat selvästi vuonna 1993. Norjassa ja Tanskassa pankit tekivät jopa voitollisen tuloksen viime vuonna. Luottotappiot ovat niissä supistuneet, osin jopa huomattavasti, ja pankkien tuloksenteekokyky on parantunut. Kriisin vuoksi pankkisektori on pienentynyt kaikissa Pohjoismaissa. Viranomaisten on täytynyt puuttua pankkien toimintaan varsin voimaperäisesti Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa sekä selvästi näitä vähemmän Tanskassa. Julkinen sektori (valtio sekä keskuspankit Norjassa ja Suomessa) on joutunut tukemaan pankkeja suurilla summilla Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa turvatakseen rahoitusmarkkinoiden vakauden yleensä ja tallettajien varat erityisesti.

Pankkikriisi on kestänyt Pohjoismaissa usean vuoden ajan. Pankkeja on jouduttu tukemaan merkittävästi Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa, Suomessa suhteellisesti eniten. Pankkien tulokset paranivat viime vuonna ja näyttävät paranevan edelleen jatkossakin. Norjassa ja Ruotsissa saadaan suurin osa tuesta takaisin.

Pankkikriisin syistä

Pohjoismaiden pankkikriisien syyt ovat varsin samankaltaiset.² Norjassa käytetty sanonta "bad luck, bad policies, bad banking" kriisin kolmesta pääsyystä pätee hyvin myös Ruotsiin ja Suomeen.

"Bad luck" viittaa kansainväliseen suhdannetaantumaa, joka on kestänyt ennätyskellisen kauan. Norjassa tähän sisältyy myös öljyn hinnan lasku 1980-luvun puolivälissä ja Suomessa idänviennin (pääosin Neuvostoliitto/Venäjä) romahdus.

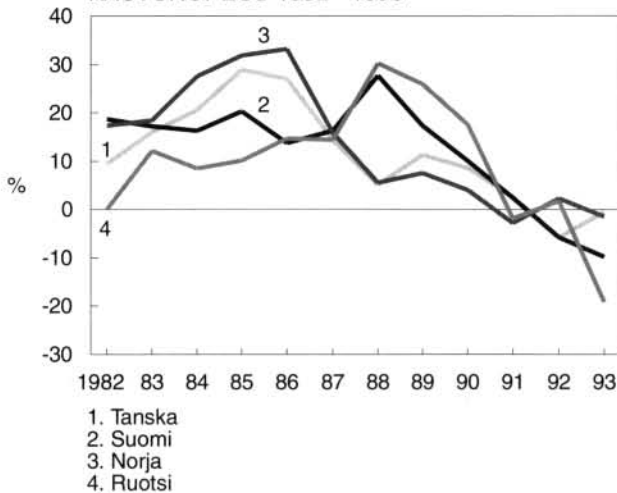
"Bad policies" tarkoittaa talouspolitiikan epäonnistumista 1980-luvun jälkipuoliskolla. Noususuhdanteen voimakkuuteen nähden talouspolitiikka oli "löysää" ja osin jopa elvyttävää. Rahoitusmarkkinat liberalisoitiin ja luottojen kysyntä kasvoi jyrkästi. Verotuksessa sallittiin laajalti korkojen vähennysoikeus, mikä yhdessä korkean tuloverotuksen kanssa teki luottojen todellisen hinnan varsin alhaiseksi. Korkojen vähennysoikeutta kaventaneet verouudistukset tehtiin vasta 1990-luvun alussa. Pankkien valvontaan ei kiinnitetty tarpeeksi huomiota. Valvonnan resurssit olivat niukat ja valvojat osin kokemattomia, mutta toisaalta valvojen varoituksia ei myöskään uskottu pankeissa. Pankkivalvonnalla ei ollut valmiita toimintamalleja suuren kriisin varalta. Pankkien omistajat, hallintoneuvostot ja tilintarkastajat eivät valvooneet pankkien johdon toimintaa riittävästi.

¹ Kirjoituksessa tarkastellaan emopankkeja.

² Ks. tarkemmin H. Koskenkylä ja J. Pensala, Kansantaloudellinen aikakauskirja nro 4/1992.

KUVIO 1.

POHJOISMAIDEN PANKKIEN LUOTTOJEN KASVUNOPEUS 1982 - 1993



Norjassa ja Tanskassa BKT:n volyyymi ei ole lainkaan supistunut pankkikriisin vuosina (taulukko 1).

Luotonannon ja taseen kasvu

Kuviossa 1 on Pohjoismaiden pankkien (emopankit) luottojen nimellinen kasvunopeus vuosina 1982–93. Norjassa ja Tanskassa kasvunopeudet olivat suuret jo 1980-luvun puolivälissä. Norja liberalisoi rahoitusmarkkinat pari vuotta ennen Ruotsia ja Suomea. Suomessa pankkien luotonannon ja taseen voimakas kasvu oli puolestaan jonkin verran aikaisemmin kuin Ruotsissa. Erityisen rajusti tase kasvoi Suomessa ja luotonanto puolestaan Ruotsissa ja Norjassa. Sekä luotonanto että erityisesti tase kääntyivät laskuun Pohjoismaissa 1990-luvun alussa, mutta lasku näyttää pysähtyneen viime vuonna.

Pankkien yhteenlasketun taseen suhde bruttokansantuotteeseen kasvoi huomatta-

vasti 1980-luvulla. Myös luotonannon kasvu ylitti selvästi BKT:n kasvun. Taseen ja BKT:n suhteen ero kasvoi eniten Suomessa (kuvio 2), ja ero ei ole pienentynyt kuten muissa Pohjoismaissa. Tämä on osin seurausta BKT:n selvästä supistumisesta Suomessa.

Kuviot 1 ja 2 osoittavat pankkisektorin muuta taloutta selvästi nopeamman kasvun rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin yhteydessä. Luotonannon jyrkkä kasvu oli seurausta sekä kysyntä- että tarjontatekijöistä. Taloudellisen kehityksen uskottiin jatkuvan suotuisana, joten velkaantumisen kasvua ei pidetty ongelmaksi. Toisaalta pankit tarjosivat aktiivisesti luottoja ja käytännössä "löysensivät" luotonannon kriteerejään kuten vakuusvaatimuksia. Luottojen kasvu edisti huomattavasti myös varallisuusesineiden (osakkeet, kiinteistöt, asun-

Taulukko 1. BKT:n volyymin muutos Pohjoismaissa vuosina 1990–93, %

	Norja	Ruotsi	Suomi	Tanska
1990	1.7	1.4	0.0	2.0
1991	1.6	-1.1	-7.1	1.0
1992	3.3	-1.9	-3.8	1.2
1993	2.5	-2.1	-2.6	0.8

"Bad banking" viittaa pankkien omiin virheisiin kuten varomattomuuteen ja liialliseen riskinottoon luotonannossa ja sijoitustoiminnassa. Pankeille aiemmin tyypillinen varovaisuus ja asiakkaiden huolellinen tutkiminen jäivät liian vähälle huomiolle. Luotonantotoiminnan päättyminen johti voimakkaaseen kilpailuun markkinaosuuksista ja tällöin kasvutavoitteesta tuli tärkeämpi kuin kannattavuudesta. Ulkomaisissa investoinneissa ja toiminnoissa oltiin myös varomattomia.

Pohjoismaissa on tutkittu varsin vähän näiden tekijöiden suhteellista ja kvantitatiivista merkitystä pankkikriisien syntyyn. Eri tekijöiden merkitys on saattanut vaihdella maittain. Ainakin taloudellinen kehitys on ollut erilainen eri maissa. Taantuma on ollut selvästi syvin Suomessa ja toiseksi syvin Ruotsissa.

not ja tontit) hintojen useita vuosia kestänyttä nousua, mikä puolestaan lisäsi luottojen kysyntää vakuusarvojen nousun kautta.

Pankkien tulosten ja luottotappioiden kehitys

Korkokatteen ja taseen suhde on ollut Suomessa selvästi alhaisin ja Norjassa korkein (kuvio 3). Suhteellinen korkokate aleni trendinomaisesti 1990-luvun alkuun saakka. Norjassa pankkien suhteellinen korkokate alkoi parantua jo vuonna 1992, Ruotsissa ja Suomessa viime vuonna.

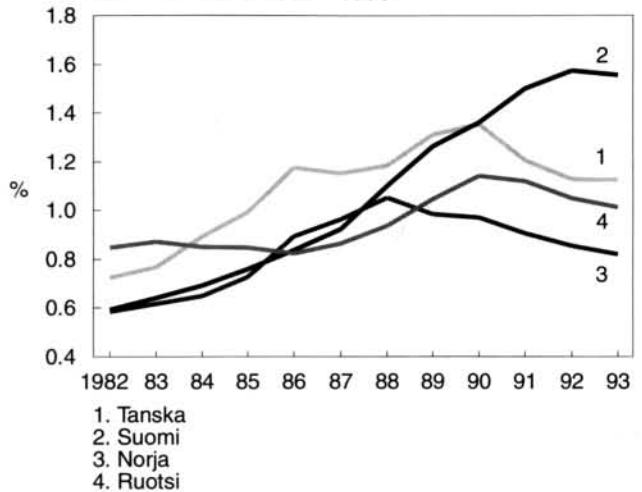
Alhaisesta korkokatteesta on tullut Suomen pankeille rakenteellinen ongelma. Pääosin tämä on seurausta järjestämättömien saamisten suuresta määrästä sekä vanhojen luottojen sidonnaisuudesta peruskorkoon. Suomen alhaista suhteellista korkokatetta selittää myös sellaisten tase-erien huomattava kasvu, joissa korkomarginaali on ollut varsin pieni (mm. sijoitustodistukset ja ulkomaisten luottojen välitys).

Kaikissa Pohjoismaissa korkokatetta ovat parantaneet vuonna 1993 kasvaneet korkomarginaalit, mutta viime aikoina korkomarginaalin leveneminen näyttää pysähtyneen.

Muut tuotot suhteessa taseeseen ovat kehittyneet varsin samansuuntaisesti Pohjoismaissa (kuvio 4). Poikkeuksen tekee Tanska, jossa muiden tuottojen vaihtelut ovat olleet erittäin suuret. Tämä johtuu siitä, että Tanskan pankeilla on ollut erityisen paljon sijoituksia joukkovel-

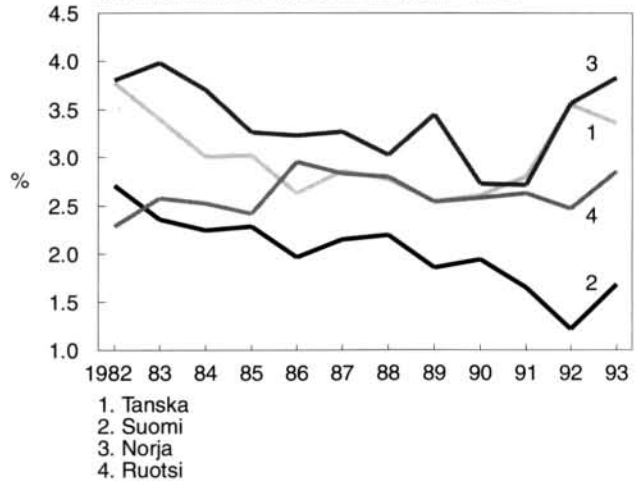
KUVIO 2.

POHJOISMAIDEN PANKKIEN TASEEN JA BKT:N SUHDE 1982 - 1993



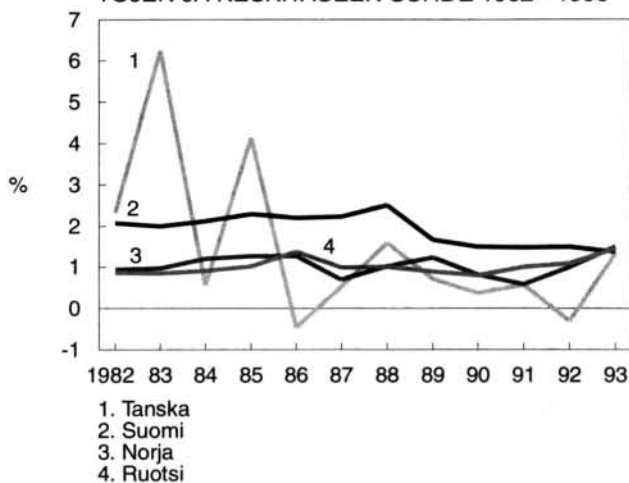
KUVIO 3.

POHJOISMAIDEN PANKKIEN KORKOKATTEEN JA KESKITASEEN SUHDE 1982 - 1993



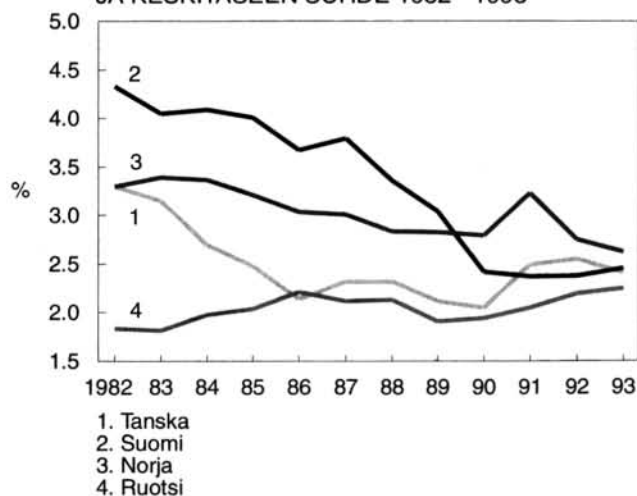
KUVIO 4.

POHJOISMAIDEN PANKKIEN MUIDEN TUOTOJEN JA KESKITASEEN SUHDE 1982 - 1993



KUVIO 5.

POHJOISMAIDEN PANKKIEN MUIDEN KULJEN JA KESKITASEEN SUHDE 1982 - 1993



kakirjoissa, joiden hintojen muutokset kirjataan tulokseen vuosittain. Suomessa taas muut tuotot suhteessa taseeseen ovat olleet keskimäärin Pohjoismaiden korkeimmat, mikä on tasapainottanut suhteellisen korkokatteen alhaisinta arvoa.

Pankkien muiden kulujen ja taseen suhdetta tarkastellaan kuviossa 5. Muiden kulujen ja taseen suhde on alentunut selvimmin Suomessa ja jo pitkän ajan kuluessa. Ruotsissa suhde on hieman yllättäen jopa kohonnut. Toisaalta taseen supistuminen on ollut siellä huomattavaa. Huomat takoon, että kulujen määrä on kuitenkin laskenut kaikissa Pohjoismaissa 1990-luvun alkupuolella, vaikka suhde taseeseen ei ole paljon muuttunut. Kuluja ovat vähentäneet pankkien saneeraukset ja rationalisoinnit sekä kontto-reissa että henkilöstössä ja muissa menoissa (kuviot 10 ja 11).

Luotto- ja takaustappioita suhteessa taseeseen tarkastellaan kuviossa 6. Suhteelliset luottotappiot ovat kasvaneet voimakkaasti kaikissa Pohjoismaissa, myös Tanskassa. Tanskan suhdeluvut eivät kuitenkaan yllä Norjan, Ruotsin ja Suomen tasolle. Suhteellisesti suurimmat luottotappiot on tehty Ruotsissa. Norjan pankeilla luottotappiot alkoivat supistua jo vuonna 1992 ja muilla viime vuonna. Huomattakoon, että eri Pohjoismaissa luottotappioiden kirjaustavoissa on eroja (ks. tarkemmin alaviitteen 2 artikkelista).

Liikevoittoa suhteessa taseeseen tarkastellaan kuvios-

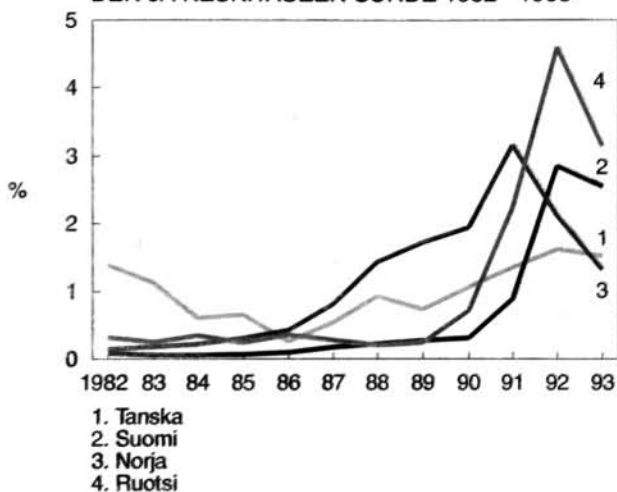
sa 7. Pankkikriisin vuoksi liikevoitto oli tappiollinen kaikissa Pohjoismaissa vuosina 1991–92. Suhteellisesti suurimmat tappiot ovat olleet Ruotsissa ja Suomessa. Norjassa tappiot alkoivat pienentyä vuonna 1992 ja muissa Pohjoismaissa viime vuonna. Norjan ja Tanskan pankit tekivät voitollisen tuloksen viime vuonna. Suomessa pankkien tappiot vuonna 1993 olivat suhteellisesti suuremmat kuin Ruotsissa.

Luottotappiot suhteessa väestöön ja mittattuna yhteisenä valuuttana esitetään kuviossa 8. Luottotappiot henkilöä kohden ovat olleet vuosina 1991–93 keskimäärin 13 000 markkaa Ruotsissa ja noin 10 000 markkaa Suomessa. Norjassa ja Tanskassa luottotappiot ovat olleet selvästi näitä pienemmät.

Pankit, niiden konttorit ja henkilöstö ovat vähentyneet kaikissa Pohjoismaissa (kuviot 9–11). Pankkien määrä on pienentynyt Ruotsissa ja Suomessa selvästi enemmän kuin Norjassa ja Tanskassa. Tämä johtuu osin siitä, että vain Ruotsissa ja Suomessa on ollut kaksi paikallispankkiryhmää (osuus- ja säästöpankit), joihin on kuulunut runsaasti pieniä pankkeja. Ruotsissa pääosa sekä osuusettä säästöpankkeja on sulautunut yhteen, jolloin on syntynyt kaksi suurta pankkia (Föreningsbanken ja Sparbanken Sverige). Norjassa ja Tanskassa on ollut paljon säästöpankkien fuusioita. Osuuspankkien suuren määrän johdosta Suomessa on nyt huomattavasti enemmän pankkeja kuin muissa Poh-

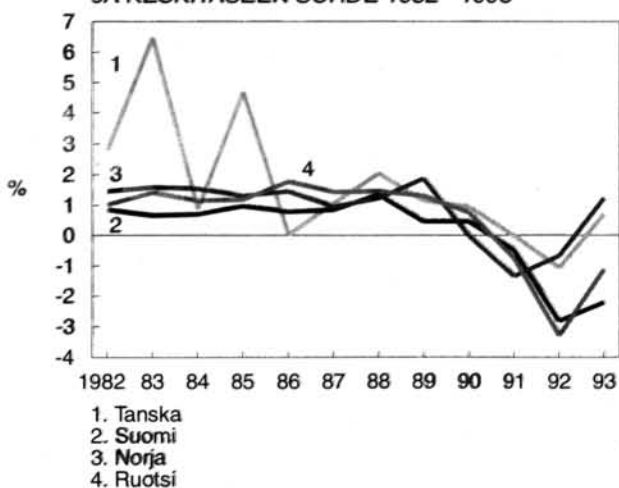
KUVIO 6.

POHJOISMAIDEN PANKKIEN LUOTTOTAPPIOIDEN JA KESKITASEEN SUHDE 1982 - 1993



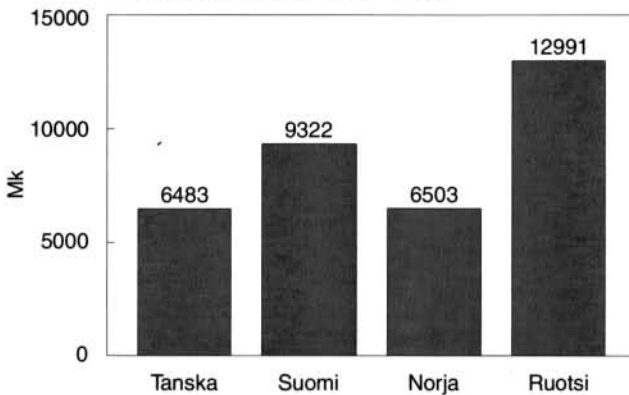
KUVIO 7.

POHJOISMAIDEN PANKKIEN LIIKEVOITON JA KESKITASEEN SUHDE 1982 - 1993



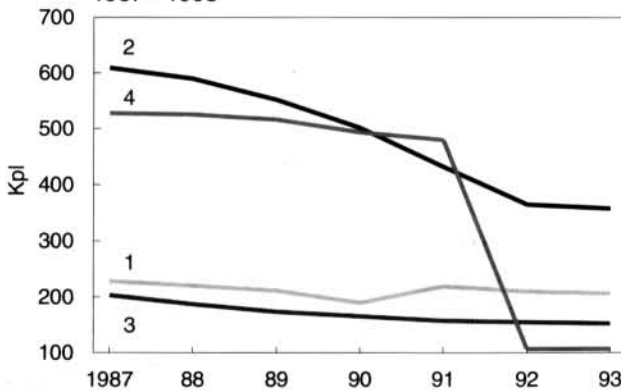
KUVIO 8.

POHJOISMAIDEN PANKKIEN LUOTTOTAPPIOT
HENKEÄ KOHDEN 1991 - 1993



KUVIO 9.

POHJOISMAIDEN PANKKIEN MÄÄRÄ
1987 - 1993



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

joismaissa (kuvio 9). Merkille pantavaa on, että suurten pankkien välisiä fuusioita on ollut pankkikriisin aikana vain yksi, kun Ruotsissa Nordbankeniin liitettiin viime vuonna Gotabanken.

Tosin Suomessa on ollut vastaavanlainen tapahtuma, kun Suomen Säästöpankki pilkottiin muiden suurten pankkien kesken. Tätä operaatiota voitaneen tavallaan pitää myös fuusiona usean pankin kesken. Myös pankkien sivukonttorien määrä on supistunut Pohjoismaissa (kuvio 10). Norjassa kontto-reita on huomattavasti vähemmän kuin muissa Pohjoismaissa.

Pankkikriisit ovat joututaneet myös pankkien henkilöstön vähentämistä. Henkilöstön määrä on supistunut kaikissa Pohjoismaissa. Vähäisintä supistuminen on ollut Tanskassa, jossa pankkikriisi on ollut lievintä, ja suurinta Suomessa, jossa kriisi on ollut syvin. Väestöä kohden laskettuna pankkihenkilöstöä on selvästi eniten Suomessa ja Tanskassa eli suhteellisesti vertaillen lähes kaksinkertainen määrä Norjaan nähden.

Pankkien vakavaraisuus on pysynyt hyvänä

Pankkien vakavaraisuus (BIS:n määrittelyn mukaan) on säilynyt pankkikriisistä huolimatta varsin hyvänä Pohjoismaissa. On kuitenkin todettava, että Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa tämä on saavutettu huomattavalta osin valtion tuen avulla. Taulukossa 2 on Pohjoismaiden

pankkien BIS:n riskipainotetun käsitteen mukainen vakavaraisuus.

Vuonna 1993 vakavaraisuus on parantunut kaikissa neljässä maassa. Tanskan hyvä vakavaraisuuden taso on saavutettu pelkästään pankkien omien pääomien avulla. Tanskan pankkien vakavaraisuus oli jo ennen BIS:n kahdeksan prosentin säännön voimaantuloa varsin hyvä. Hyvän vakavaraisuuden ansiosta Tanskan pankit ovat kestäneet hyvin suuretkin luottotappiot ilman, että niiden on täytynyt turvautua valtion apuun kuten muiden Pohjoismaiden.

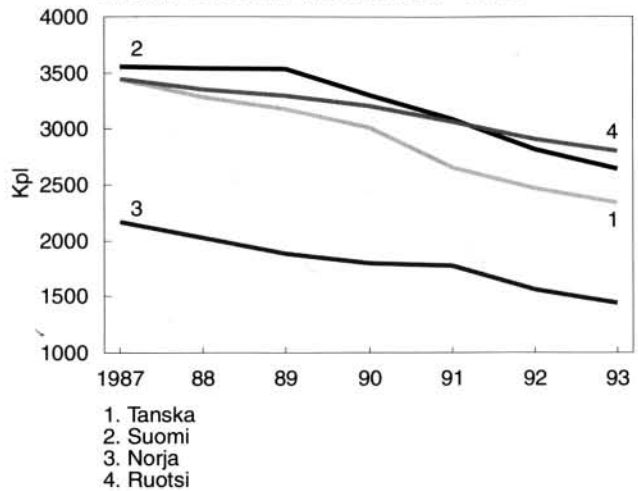
Valtion ja keskuspankkien tuki pankeille

Valtio ja osin myös keskuspankki ovat joutuneet tukemaan pankkisektoria kriisin vuosina huomattavasti Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa. Tanskassa julkinen tuki on ollut varsin vähäistä ja se on kohdistunut muutamaankin pieneen tai keskisuureen pankkiin (mm. Himmerlandsbanken, Varde Bank ja Fär-saarten pankit).

Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa perustettiin erityiset pankkituen organisaatiot. Norjan ja Ruotsin organisaatiot muistuttavat suuresti Valtion vakuusrahastoa (VVR) Suomessa. Ruotsin virasto on nimeltään Bankstödsnämnden ja Norjan kaksi virastoa ovat Statens Banksikringsfond ja Statens Bankinvesteringsfond. Norjan virastot perustettiin vuonna 1991, Suomen VVR ja Ruotsin virasto vuonna 1992.

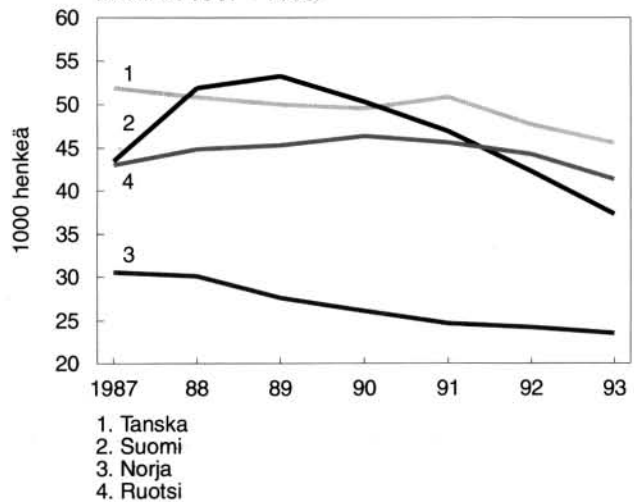
KUVIO 10.

POHJOISMAIDEN PANKKIEN SIVUKONTTOREIDEN MÄÄRÄ 1987 - 1993



KUVIO 11.

POHJOISMAIDEN PANKKIEN HENKILÖSTÖN MÄÄRÄ 1987 - 1993



Taulukko 2. BIS-vakavaraisuus Pohjoismaissa vuosina 1991-93, %

	Norja	Ruotsi	Suomi	Tanska
1991	7.9	13.1	9.3	11.6
1992	9.9	11.0	10.4	12.4
1993	12.3	14.9	10.8	12.5

Taulukko 3. Pankkituen määrä ja suhde BKT:een Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa 1989-93, kansallisina valuuttoina

	Norja ¹	Ruotsi ²	Suomi ³
Miljardia yksikköä (NOK, SEK ja FIM)	31.0	87.5 (65.0)	71.5 (39.5)
Suhteessa BKT:een (1992 arvoon), %	4.5	6.2 (4.7)	14.7 (8.4)

¹ Norjan Pankin osuus on 3.5 mrd. Norjan kruunua. Norjassa tukea on annettu v. 1989-93, pääosa v. 1991-92.

² Myönnetystä tuesta 87.5 mrd. Ruotsin kruunusta on käytetty 65.0 mrd., josta valtion osuus on 60.2 mrd. ja valtiokonttorin 4.8 mrd.

³ Julkinen tuki SSP:n myynnin jälkeen, suluissa maksettu tuki yhteensä; lähde VVR:n katsaus. Arsenal Oy:lle on arvioitu jouduttavan antamaan lisää tukea noin 10 mrd. markkaa, joten tuen kokonaismäärä nousisi Suomessa lähes 82 mrd. markkaan.

tuksesta ja senkin jälkeen vähemmistöosuuden. Sitä vastoin Fokus Bank voidaan yksityistää kokonaan. Tämä viittaa siihen, että merkitävät pankit halutaan pitää Norjassa kansallisessa omistuksessa ainakin toistaiseksi ja valtion omistus pankeissa nähdään tältä kannalta tärkeänä.

Norjassa pankkikriisiä on hoidettu pankkikohtaisesti lähinnä valtion kahden viraston kautta. Norjassa valtio ei ole antanut mitään yleistä takuuta pankkien sitoumuksille kuten Ruotsissa ja Suomessa. Norjassa ei myöskään ole perustettu omaisuudenhoitoyhtiöitä (ns. roskapankki), joihin olisi siirretty pank-

Norjassa ja Suomessa myös keskuspankit ovat osallistuneet pankkien tukemiseen kuten myös pienessä määrin Tanskassa. Norjan keskuspankki antoi vuosina 1991-93 halpakorkoista lainaa pankeille. Tämän tuen pankkien tulosta parantava vaikutus on ollut noin kaksi miljardia kruunua. Keskuspankin tukiluotot lopetettiin äskettäin Norjassa. Pääosan Norjan pankkituesta ovat antaneet valtion kaksi em. virastoa. Lisäksi liike- ja säästöpankkien omat vakuusrahastot ovat antaneet tukea pankeille. Valtion tukivirastot perustettiin siinä vaiheessa, kun pankkien omien rahastojen varat loppuivat vuonna 1991.

Vuosina 1991-92 Norjassa joutui kolme suurta liikepankkia valtion omistukseen. Tällä hetkellä valtion omistusosuudet ovat seuraavat: Fokus Bank noin 98 %, Den norske Bank (DnB) noin 88 % ja Kreditkassen noin 69 %. Ennen valtion omistukseen siirtymistä pankkien osakepääoma nollattiin ja valtio sijoitti niihin uutta osakepääomaa. Näiden kolmen pankin yksityistäminen on käynnistetty äskettäin. Kreditkassen on jo hankkinut uutta yksityistä osakepääomaa ja DnB on parhaillaan hankkimassa. Toisaalta Norjan eduskunta (Stortinget) on juuri päättänyt hallituksen esityksestä, että valtio säilyttää ainakin vuoteen 1997 saakka enemmistön DnB:n ja Kreditkassenin omis-

kien huonosti tuottavia luottoja tai muuta omaisuutta kuten Ruotsissa ja Suomessa. Norjassa säästöpankkien kriisi on ollut huomattavasti lievempi kuin Suomessa, mutta toisaalta liikepankkien kriisi on ollut laajempi.

Ruotsissa valtio on antanut yleisen takuun pankkien muille sitoumuksille paitsi omalle pääomalle (joulukuussa 1992). Mitään absoluuttista ylärajaa ei valtion tuelle ole asetettu. Ruotsissa on perustettu kaksi omaisuudenhoitoyhtiötä, Securum Nordbankenin ja Retriva Gota-Bankin omaisuudelle. Niillä on ollut keskeinen merkitys kriisin hoidossa. Huomattava osa tuesta on myönnetty Ruotsissa takauksina, osa on myös osakesijoituksia Nordbankeniin ja Gota-Bankiin. Hallitus on pitänyt tärkeänä, että pankit säilyisivät yksityisinä. Ulkomalaisomistukseen suhtaudutaan Ruotsissa suopeammin kuin Norjassa. Suuret yksityiset liikepankit S-E Banken ja Handelsbanken ovat selviytyneet ilman valtion tukea. Tässä suhteessa Ruotsin tilanne eroaa merkittävästi Norjan ja Suomen vastaavasta. Valtion tukea ovat jossain muodossa (laina, takaus, pääoma) saaneet Nordbanken, Gota-Bank, Föreningsbanken ja osa säästöpankeista.

Ruotsissa ollaan parhaillaan muodostamassa uutta holdingyhtiötä, jonka hallintaan siirretään Nordbanken ja siihen fuusioitu Gota-

Bank sekä näiden omaisuudenhoitoyhtiöt Securum ja Retriva. Holdingyhtiö tulee finanssiministeriön alaisuuteen, jolloin pankkitukiviraston tehtävät ja rooli pienenevät olennaisesti. Ruotsissa on jo alettu keskustella valtion yleisen pankkitakuun lopettamisesta, koska pankkikriisin katsotaan olevan pääosin ohi.

Suomessa julkista pankkitukea on annettu neljällä eri tavalla. SKOP:n jouduttua syksyllä 1991 Suomen Pankin omistukseen Suomen Pankki sijoitti SKOP:iin pääomaa ja osti sen suurimmat riskikeskittymät. Varoja sitoutui operaatioihin noin 15.6 mrd. markkaa. Sitten SKOP myytiin VVR:lle. SKOP:n omaisuuden myynnistä on saatu takaisin varoja tähän mennessä vajaat 6 mrd. markkaa. Vuonna 1992 valtio sijoitti pankkien pääomatodistuksiin noin 8 mrd. markkaa. Tällä pyrittiin turvaamaan pankkien luotonantokyky.

VVR tai valtio ovat turvanneet SKOP:n ja SSP:n vakavaraisuuden hankkimalla niiden osakkeita ja pääomatodistuksia noin 18 mrd. markalla. Tästä palautui SSP:n myynnin yhteydessä 5.6 mrd. markkaa. SSP:n pilkkomisen yhteydessä perustettiin omaisuudenhoitoyhtiö Arsenal Oy, johon valtio/VVR sijoitti omaa pääomaa 5 mrd. markkaa. Fuusioitaessa STS-Pankki KOP:iin sitoutui VVR:n varoja STS:n omaisuudenhoitoyhtiöön Siltapankkiin noin 3 mrd. markkaa.

Valtio on luvannut taata pankkien oman pääoman ehtoisen varainhankinnan korkoja ja/tai pääomaa KOP:lle, Unitakselle ja Osuuspankkien Vakuusrahastolle. Ne eivät kuitenkaan ole ainakaan toistaiseksi käyttäneet tätä mahdollisuutta hyväksi. Lisäksi valtio on myöntänyt 28 mrd. markan periaatetakauksen Arsenal Oy:n varainhankinnalle. Arsenalin arvioidaan myös tarvitsevan lisää omaa pääomaa ja/tai takauksia jatkossa.

Suomessa, kuten Ruotsissakin, valtio on antanut yleisen takauksen pankkien muille sitoumuksille kuin omalle pääomalle (ensin elokuussa 1992 ja uudelleen talvella 1993). Eduskunta on kuitenkin asettanut budjettikäsittelyn yhteydessä ylärajan pankkituen määrälle. Ylärajaa voidaan tarvittaessa korottaa, jos pankkien sitoumusten turvaaminen sitä edellyttää.

Pohjoismaiden pankkitukien vertailua

Julkista tukea on siis annettu Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa pankeille useassa eri muodossa. Lisäksi Norjassa ja Suomessa tukea ovat antaneet pankkien omat vakuusrahastot. Ruotsissa ei ole tällaisia rahastoja. Seuraavassa tarkastellaan annetun tuen kokonaismääriä jakamatta sitä erityyppiseen tukeen.

Taulukosta 3 havaitaan, että Suomessa pankkien saama tuki on suhteellisesti selvästi suurin Pohjoismaista. Suomessa tuki on ollut laajinta sekä maksetuista että periaatepäätösten pohjalta myönnettyistä tuista. Suomen pankkikriisi osoittautuu tämän valossa Pohjoismaiden syvimmäksi.

Norjassa on esitetty viime aikoina arvioita, joiden mukaan valtio saisi mahdollisesti koko pankkituen takaisin, koska valtion omistamien pankkiosakkeiden arvo on kohonnut huomattavasti. Lisäksi pankkien omien vakuusrahastojen uskotaan maksavan takaisin lainat, joita ne ovat saaneet valtion pankkitukivirastoilta. Myös Ruotsissa on tehty arvioita, että suurin osa pankkituesta voidaan saada takaisin. Pääosa takaisinsaanneista tulisi Ruotsissa Nordbankenin/Gota-Bankin myynnistä. Myös Securumista ja Retrivasta arvioidaan saatavan osa tuesta takaisin. Suomessa epäviralliset arviot ovat päättyneet siihen, että valtion ja Suomen Pankin menetykset tulevat olemaan yhteensä useita kymmeniä miljardeja markkoja.

Kehitysnäkymiä

Pohjoismaissa pankkien tulokset ovat parantuneet vuoden 1994 alkupuolella, Suomessa vähemmän kuin muissa Pohjoismaissa. Pääasiasa tulosten parantuminen on seurausta luottotappioiden pienentymisestä, osin myös korkokatteen ja muiden tuottojen noususta. Suomen pankeilla luottotappioiden ja korkokatteen arvioidaan olevan suunnilleen edellisen vuoden tasolla. Vuonna 1993 pankkien tulosta paransivat erityisesti joukkovelkakirjoista saadut pääomavoitot, jotka seurasivat koron alenemisesta. Tämän tekijän merkitys oli erityisen suuri Tanskassa, mutta myös tuntuva Norjassa ja Ruotsissa. Norjan ja Tanskan pankit ovat olleet voitollisia jo vuodesta 1993 lähtien ja Ruotsissakin päästäneen koko pankkisektorissa kuluvana vuonna voitolliseen tulokseen. Suomessa

pankkien tilanne on muita Pohjoismaita jonkin verran huonompi.

Laajan kriisin vuoksi pankkisektori on pienentynyt tuntuvasti Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa. Tämä koskee sekä pankkeja, konttoreita ja henkilöstöä. Kiristynvä kilpailu, joka tulevaisuudessa ilmeisesti koskee korkomarginaaleja, vaatii kuitenkin edelleen rationalisointeja. Eräät kansainväliset konsulttiyritykset ovat arvioineet, että Norjassa ja Ruotsissa on vieläkin liikaa kapasiteettia pankkialalla. Näin lienee myös Suomessa. Tanskassa pankkisektori on pienentynyt toistaiseksi varsin vähän.

Norjassa on lähivuosina keskeinen kysymys valtion haltuun joutuneiden pankkien yksityistäminen sekä yleensä valtion rooli pankkialalla. Norjassa oli jo ennen kriisiä useita valtion pankkeja ja nyt lisäksi valtion Posti-pankki on muuttumassa tavalliseksi pankiksi.

Ruotsin pankkisektorin keskeisin ongelma on Nordbankenin/Gota-Bankin sekä niiden

omaisuudenhoitoyhtiöiden myynti yksityiselle omistajalle. Myyntiä on jo alettu valmistella.

Suomessa pankit tekevät ilmeisesti tappiollisen tuloksen vielä kuluvana vuonna. Yleisen taloudellisen tilanteen elpyminen ja korkotason lasku voisivat tuoda täälläkin melko nopean ratkaisun pankkien akuutteihin ongelmiin. Hyvään kannattavuuteen pääseminen edellyttää pankeilta tehokasta toimintaa ja rationalisointien jatkamista. Myös lisääntyvä kilpailu ulkomaisten pankkien kanssa pakottaa tähän.

Kun pankkien tulokset todennäköisesti lähivuosina parantuvat, on Suomessakin Norjan ja Ruotsin esimerkin mukaisesti vähitellen ryhdyttävä arvioimaan, miten ja missä järjestyksessä pankkitukijärjestelmää puretaan. Pankkikriisin tukijärjestelmä on tarkoitettu tilapäiseksi. Toisaalta tallettajien suojajärjestelmää ollaan parhaillaan uusimassa mahdollisesti EU:n mallin mukaisesti kuten muissakin Pohjoismaissa. ■

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitus- markkinoita koskevia toimenpiteitä

Tammikuu

Obligaatiotermiini

Suomen Pankin ja päämarkkinatakaajien välillä allekirjoitetun sopimuksen mukaan markkinatakaajat 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
Svenska Handelsbanken,
Helsingin sivukonttori
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki.

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

Päämarkkinatakaajina toimivat seuraavat pankit ja arvopaperinvälittäjät:

Pankkiiriliike Evli Oy
Goldman Sachs International
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 saamiin, 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 kauppaerästä 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 takaaomat 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. Vähimmäisvarantojärjestelmään siirtyminen kävi mahdolliseksi edus-

kunnan hyväksytyä lain Suomen Pankin ohjesäännön muuttamisesta. Laki tuli voimaan 30.6.1993.

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

Tällä hetkellä Suomen Pankin asettama varantovelvollisuus koskee talletuspankkeja ja 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 %. Vähimmäisvarantojen määrä oli 31.5.1994 noin 6.4 mrd. markkaa.

Vähimmäisvarantovelvoite koskee seuraavia pankeja:

Banque Indosuez Helsingin Sivukonttori

Citibank Oy

Interbank Osakepankki

Kansallisuottopankki Oy

Kansallis-Osake-Pankki

OP-kotipankki

Osuuspankkien Keskuspankki 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: Ensinnäkin järjestelmään kirjaantuvat ne tiliviennit, jotka aiheutuvat Suomen Pankin ja pankkien välisistä tapahtumista, kuten Suomen Pankin rahamarkkinainterventioista tai rahahuollosta. Toiseksi järjestelmässä hoidetaan pankkien keskinäisten tapahtumien katteiden siirrot. Näistä huomattava osa liittyy raha- tai valuuttakauppoihin. Kolmanteen ryhmään kuuluvat mm. pankkien maksuliikenneclearing ja Helsingin Rahamarkkinakeskuksen ja Helsingin Arvopaperipörssin kaupankäynnin selvitykseen liittyvät tiliviennit.

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 International plc Finland Branch
Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunta
Helsingin Rahamarkkinakeskus Oy
Interbank Osakepankki
Kansallis-Osake-Pankki
Osuuspankkien Keskuspankki Oy
Postipankki 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 31 % talletus- ja 30 % (huhtikuu 1994) 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, julkaisu- ja kielipalvelut, PL 160, 00101 Helsinki, puh.(90) 1831.

Sarjajulkaisuja

Sarja A ISSN 0355-6034

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:79

Antti Ripatti **Econometric Modelling of the Demand for Money in Finland**. 1994. 134 s. ISBN 951-686-400-7.

Keskustelualoitteita ISSN 0785-3572

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.

6/94

Pia Ahlqvist **Käteisrahan kysyntä Suomessa 1992**. 1994. 52 s. ISBN 951-686-402-3.

7/94

Peter Nyberg – Vesa Vihriälä **The Finnish Banking Crisis and Its Handling (an update of developments through 1993)**. 1994. 49 s. ISBN 951-686-404-X.

8/94

Martin Dufwenberg – Heikki Koskenkylä – Jan Södersten **Manufacturing Investment and Taxation in the Nordic Countries**. 1994. 24 s. ISBN 951-686-405-8.

9/94

Paavo Peisa **Työn tuottavuuden kasvu toimialojen kokemusten valossa**. 1994. 27 s. ISBN 951-686-406-6.

10/94

Lauri Kajanoja **Spekulatiivisten hyökkäysten teoria ja paineet Suomen markan kurssia kohtaan 1985–1992**. 1994. 87 s. ISBN 951-686-407-4.

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 yksityistäminen 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.

5/94

Pekka Sutela **Production, Employment and Inflation in the Baltic Countries.** 22 s.; Seija Lainela **Private Sector Development and Liberalization in the Baltics.** 14 s.; Seija Lainela **Small Countries Establishing Their Own Independent Monetary Systems: the Case of the Baltics.** 17 s.

Julkaisujen tiivistelmiä

Sarjajulkaisuja

Econometric Modelling of the Demand for Money in Finland

Antti Ripatti

D:79

Tutkimuksessa selvitetään ekonometrisesti rahan kysyntään vaikuttavia tekijöitä Suomessa ajanjaksolla joulukuu 1980 – syyskuu 1991. Rahan kysynnässä erotetaan erikseen ns. suppea raha (M1) eli yleisön hallussa oleva käteisraha, sekki- ja käyttötilit ja laeva raha (M2) eli edellisten lisäksi määräaikais- ja muut talletukset.

Empiiristen mallien johtamisessa lähdetään liikkeelle rahan kysynnän viimeaikaisista teorioista, joiden perusteella päädytään selittävien tekijöiden valintaan. Näistä osa määräytyy mallissa mm. rahan pitkän aikavälin kysynnän perusteella ja osa muilla perusteilla. Metodiselta kannalta kiinnitetään erityistä huomiota rahan kysynnän dynamiikan sekä selittävien tekijöiden merkitykseen lyhyellä ja pitkällä aikavälillä.

Suppean rahan kysynnän mallissa rahan määrä riippuu hintatasosta, kokonaistuotannon määrästä ja koroista. Hintojen muutokset heijastuvat rahan määrään välittömästi täysimääräisesti. Maksuvälineiden tekniikan – esimerkiksi pankkikortit ja pankkiautomaatit – kehittymisen vuoksi rahan hallussapidossa on mittakaavaetuja. Monet muut tekijät kuten pääomatulojen myyntivoittoverotuksen uudistus, pankkilakko sekä lähdeveron käyttöönotto ovat vaikuttaneet rahan määrään.

Lavean rahan kysynnän mallit ovat suppean rahan mallin kaltaisia. Lavean rahan oman tuoton vuoksi sen kysyntä reagoi koron muutoksiin suppean rahan kysyntää hitaammin. Suhde lavean rahan määrään ja kokonaistuotannon välillä on vakaa vain, jos otetaan huomioon rahamarkkinoiden vapautuminen ja varallisuusesineiden voimakas hinnan nousu 1980-luvun lopussa. Poikkeamat rahan kysynnän tasossa pitkällä aikavälillä eivät heijastu kuluttajainnoin mitattuun hintatasoon. ■

Keskustelualoitteita

Käteisrahan kysyntä Suomessa 1992

Pia Ahlqvist

6/94

Tutkimus käsittelee erilaisten sosioekonomisten tekijöiden vaikutusta käteisrahan kysyntään. Näitä ovat ikä, sukupuoli, tulotaso, koulutus ja varallisuus. Työssä käydään läpi rahan kysynnän teoriaa, lähinnä rahan transaktiokykyntä, ja estimoidaan poikkileikkaus- ja aikasarja-aineistolla rahan kysynnän malli. Käteisraha määritellään kyselyhetkellä hallussa olevaksi rahaksi. Sosioekonomisten tekijöiden mukaan ottamisella pyritään parantamaan transaktiomallien luotettavuutta.

Tutkimuksesta saadut lyhyen ajan transaktio- tai tulojoustot olivat likimäärin noin 0.3–0.5. Paitsi tulojen ja menojen kasvaessa käteisrahan kysyntä kasvaa myös iän myötä. Käteisrahan kysyntään vaikuttaa myös pankki-automaattien ja -korttien sekä luottokorttien lisääntynyt käyttö. Erilaisten korttien (mm. puhelinkortit, pysäköintikortit) yleistymisen vähentänee käteisrahan kysyntää. Käteisellä maksetut maksut ovat arvoltaan melko pieniä, ja niiden maksamisessa on suhteellisen helppoa siirtyä erilaisiin kortteihin. Toisaalta korkotason lasku ja pankkipalvelujen hintojen nousu saattaa lisätä käteisrahan kysyntää. Tällä hetkellä käteisrahan hallussapidon vaihtoehtoiskustannus, jos sellaisena pidetään käyttelytilille maksettua korkoa, on nolla tai lähellä sitä. Jos korkotaso pysyy matalana ja pankkipalveluiden hintojen nousu jatkuu, saattaa olla, että yleisön hallussa oleva käteisraha tuleekin kasvamaan. ■

The Finnish Banking Crisis and Its Handling (an update of developments through 1993)

Peter Nyberg – Vesa Vihriälä

7/94

The Finnish Banking Crisis and Its Handling 7/94 on uusittu laitos aikaisemmasta samannimisestä keskustelualoitteesta (Suomen Pankin keskustelualoitteita 8/93). Uusittu laitos kattaa tilanteen vuoden 1994 alkuun saakka, ja siihen

sisältyy lyhyt kuvaus Suomen pankkikriisin kehityksestä ja sen hoidosta.

Ensimmäisen luvun alussa kuvataan Suomen pankkijärjestelmä pääpiirteissään. Sen jälkeen käsitellään lyhyesti säännöstelyn purkamista, makrotaloudellista ja säännöstelypolitiikkaa, luottoekspansiota ja sen kääntymistä syväksi taantumaksi. Luvun lopussa esitetään, miten rajut muutokset taloudellisissa oloissa ovat vaikuttaneet pankkien kannattavuuteen, ja käydään lyhyesti läpi Skopin kriisi ja pelastusoperaatio.

Luvussa 2 kuvaillaan julkista turvajärjestelmää kriisiä edeltävistä järjestelyistä lähtien. Luvussa 3 käsitellään vuosien 1992 ja 1993 toimenpiteitä, erityisesti Valtion vakuusrahas- ton perustamista, sen organisaatiota, valtuuksia ja toimintaperiaatteita. Luvussa 4 selvitetään Valtion vakuusrahas- ton tukitoimia vuosina 1992 ja 1993. Luvussa 5 käsitellään pankkien tämänhetkistä taloudellista toimintaympäristöä ja tulevaisuuden näkymiä, myös alkuvuoden 1994 osalta.

Lopun kirjallisuusluettelo sisältää viimeisimpiä pankkikriisiä käsitteleviä artikkeleita ja keskustelualoitteita. Luettelo ei pyri olemaan täydellinen; se on tarkoitettu lähinnä ulkomalaisille lukijoille avuksi lisämateriaalin löytämiseksi. Sen vuoksi mukaan on otettu vain ne suomalaiset ja ruotsalaiset artikkelit ja keskustelualoitteet, jotka ovat tärkeimpiä tämänhetkisen kriisin kannalta. ■

Manufacturing Investment and Taxation in the Nordic Countries

Martin Dufwenberg – Heikki Koskenkylä

– Jan Södersten

8/94

Tutkimuksessa analysoidaan teollisuuden investointeja Pohjoismaissa ajanjaksolla 1965–90. Erityistä huomiota kiinnitetään yritysverotuksen merkitykseen investointien näkökulmasta. Tutkimuksessa selvitetään, mitkä tekijät vaikuttavat investointeihin lyhyellä ja mitkä pitkällä ajalla. Kysyntä- ja kustannusmuuttujat vaikuttavat eniten teollisuuden investointeihin pitkällä ajalla. Lyhyellä ajalla taas kysyntänäkymien merkitys on suuri. Verotustekijät vaikuttavat vain vähän teollisuuden investointeihin. ■

Työn tuottavuuden kasvu toimialojen kokemusten valossa

Paavo Peisa
9/94

Selvityksessä tarkastellaan toimiala-aineistoa käyttäen tuottavuuden riippuvuutta pääomasta ja tuotannon mittakaavasta. Kasvulaskelmien yksinkertainen tuotantofunktio selittää hyvin toimialojen keskimääräisen tuottavuuden kasvun koko tarkastelujakson 1960–91 aikana, mutta huonosti sekä tarkasteltujen osajaksojen 1960–73 ja 1973–91 että eri toimialojen poikkeamat keskimääräisestä kasvusta. Pääoman estimoitu rajatuottavuus oli varsinkin jälkimmäisen osajakson aikana kasvulaskelmissa oletettua selvästi alhaisempi. ■

Spekulatiivisten hyökkäysten teoria ja paineet Suomen markan kurssia kohtaan 1985–1992

Lauri Kajanoja
10/94

Tutkimus käsittelee kiinteisiin valuuttakursseihin liittyviä spekulatiivisia hyökkäyksiä teoreettisesti ja empiirisesti. Aluksi esitellään helpotajuisesti keskustelua spekulatiivisten hyökkäysten teoriasta. Seuraavaksi tarkastellaan Suomen markan kiinteän kurssin järjestelmään vuosina 1985–1992 kohdistuneita paineita ekonometrisesti yksinkertaisen monetarisen mallin avulla. Lisäksi arvioidaan vallinneita odotuksia rahan kysyntään ja tarjontaan vaikuttaneiden tekijöiden kehityksestä ja sitä kautta spekulatiivisen hyökkäyksen todennäköisyydestä. Vastaavaa menetelmää ovat aiemmin käyttäneet muiden muassa Herminio Blanco ja Peter Garber.

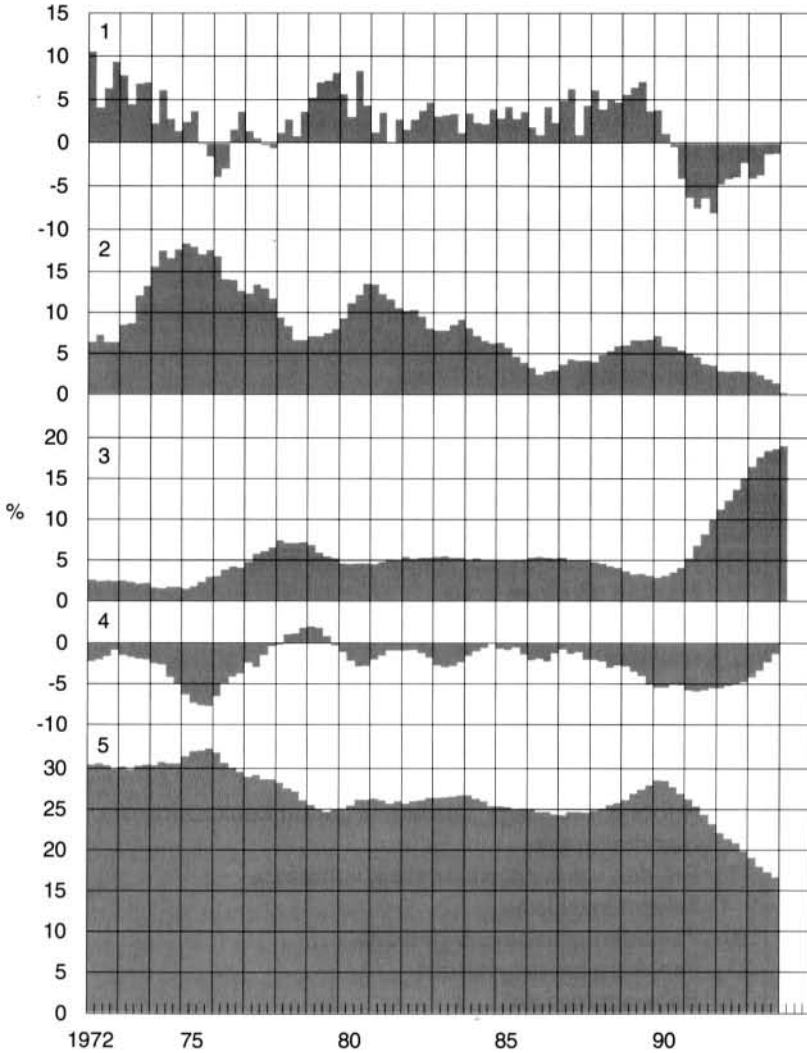
Uutta tässä tutkimuksessa on se, että valuuttakurssin devalvoitumisen mahdollisuuden lisäksi tarkastellaan myös paineita kurssin vahvistumiseksi. Saadut tulokset ovat mielekkäitä ja samansuuntaisia kuin niin sanottujen uskottavuustestien antamat tulokset.

Valuuttamarkkinainterventioiden osittainen steriloiminen rikkoo merkittäväällä tavalla käytetyn empiirisen menetelmän perusoletuksia. Saadut tulokset johtuvat eri kausaalisuhteista. Lisäksi sterilointi tekee tulokset harhaisiksi. Aiemmissä vastaavissa tutkimuksissa tulosten tulkinta on ollut tältä osin virheellistä.

Tutkimuksessa esitellään lyhyesti myös valuuttamarkkinainterventioiden steriloimisen merkityksestä käytyä keskustelua. Lopuksi muunnetaan spekulatiivisten hyökkäysten perusmallia siten, että keskuspankin oletetaan steriloivan osan valuuttamarkkinainterventioista. ■

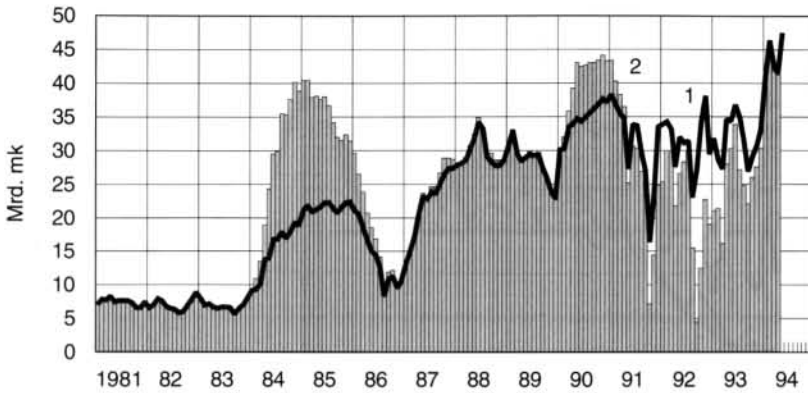
1. Keskeiset tasapainomuuttajat
2. Suomen Pankin valuuttavaranto
3. Vähimmäisvarantojärjestelmä
4. Suomen Pankin korkoja
5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa
6. Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmän korot ja pankkien välinen yön yli -korko
7. Päivittäisiä heliborkorkoja
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja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



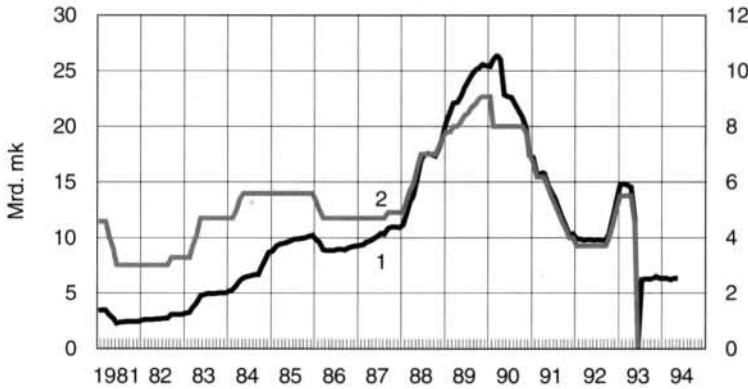
1. BKT, määrän muutos edellisen vuoden vastavasta neljänneksestä, %
2. Kuluttajahinnat, muutos edellisen vuoden vastavasta neljänneksestä, %
3. Työttömyysaste, %
4. Vaihtotaseen yli- tai alijäämä, % BKT:sta
5. Kiinteät investoinnit, % BKT:sta

2. Suomen Pankin valuuttavaranto



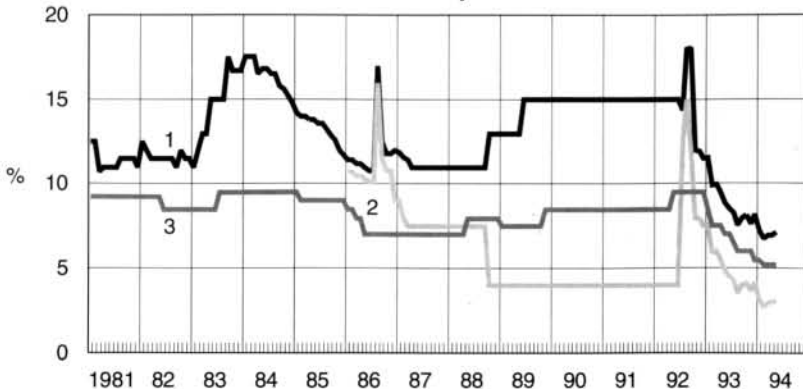
1. Vaihdettava valuuttavaranto
2. Vaihdettava valuuttavaranto + termiinasema

3. Vähimmäisvarantojärjestelmä



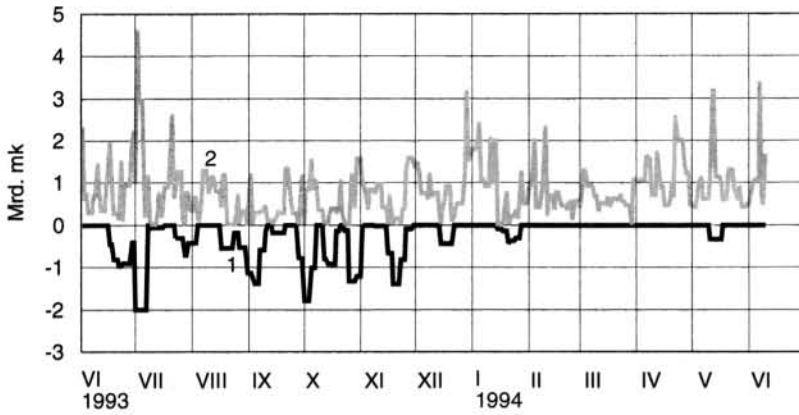
1. Pankkien vähimmäisvarantotalletukset, ennen 1.7.1993
2. kassavarantotalletukset (vasen asteikko)
3. Kassavarantoprosentti, ennen 1.7.1993 (oikea asteikko)

4. Suomen Pankin korkoja



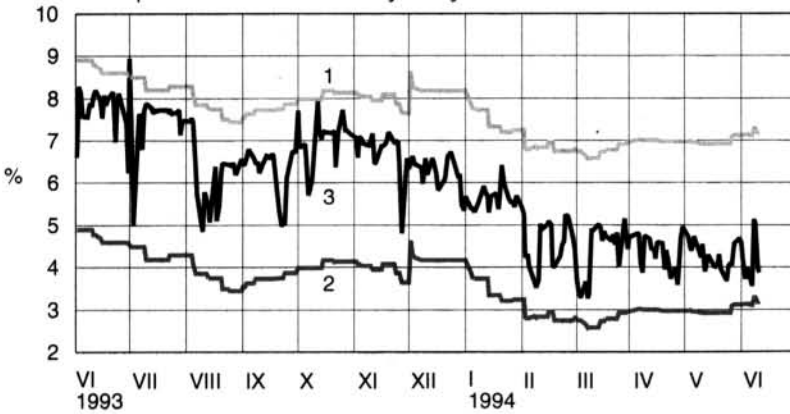
1. Maksuvalmiusluoton korko (ennen 3.7.1992 päiväluottokorko)
2. Päivätalletuskorko
3. Peruskorko

5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa



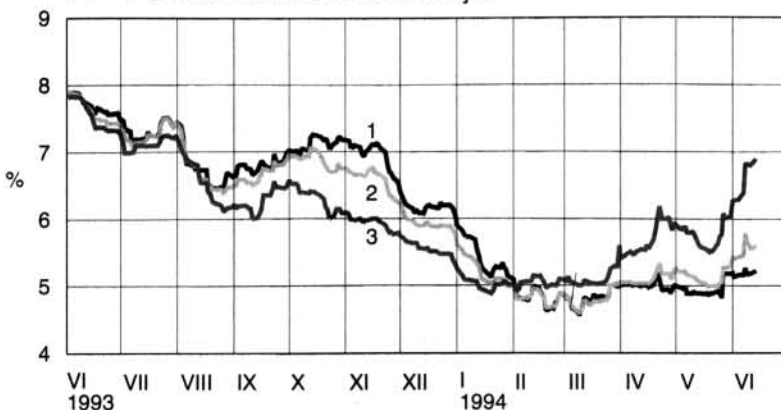
1. Maksuvalmiusluotot (-)
2. Päivätalletukset

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



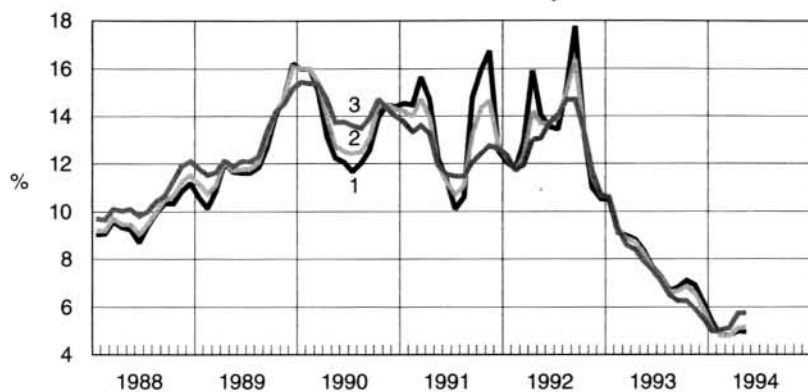
1. Maksuvalmiusluoton korko
2. Päivätalletuskorko
3. Pankkien välinen yön yli -korko

7. Päivittäisiä heliborkorkoja



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

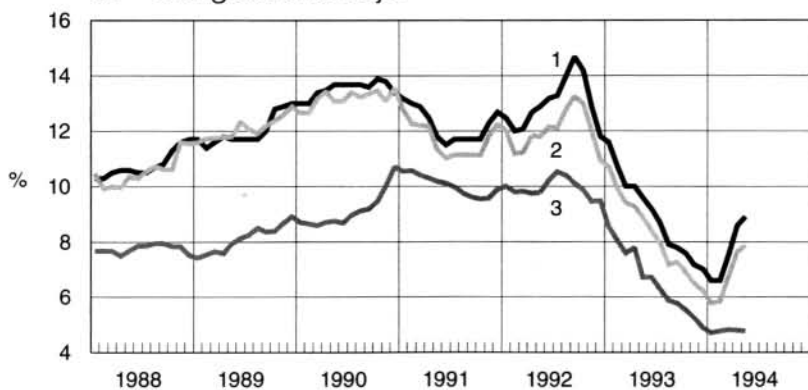
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja



Kuukausikeskiarvoja

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

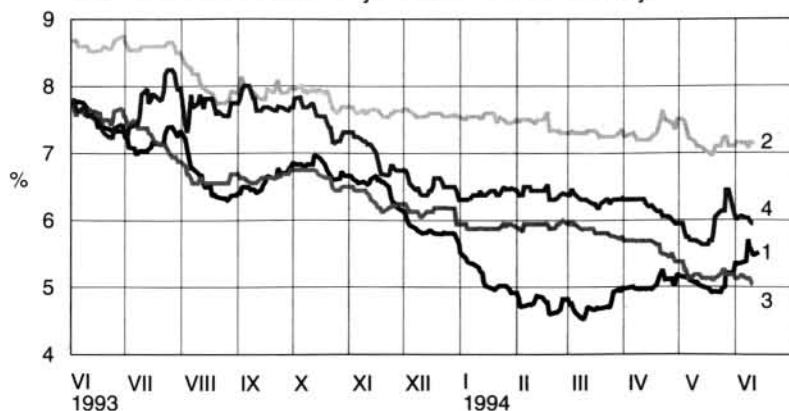
9. Obligaatiokorkoja



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

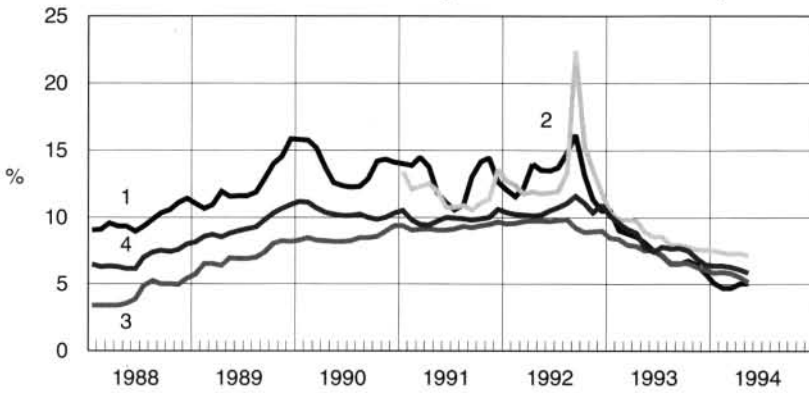
10. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia korkoja



3 kuukauden korkoja

1. Heliborkkorko
2. Ruotsin stiborkkorko
3. Saksan markan eurokorko
4. Markkinaeucun korko

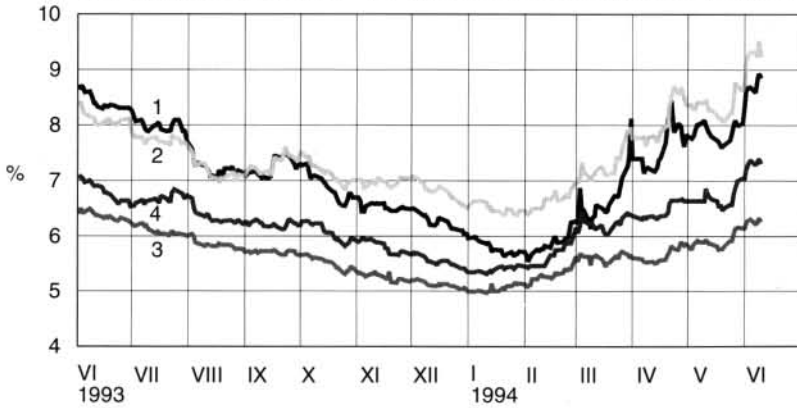
11. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia korkoja



3 kuukauden korkoja

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

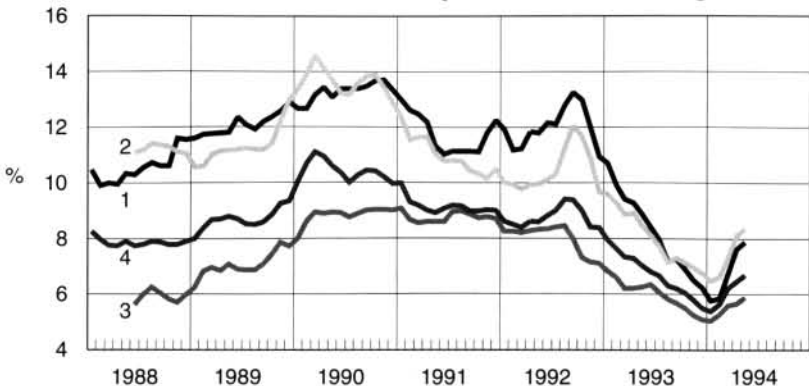
12. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja



5 vuoden obligaatiokorkoja

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

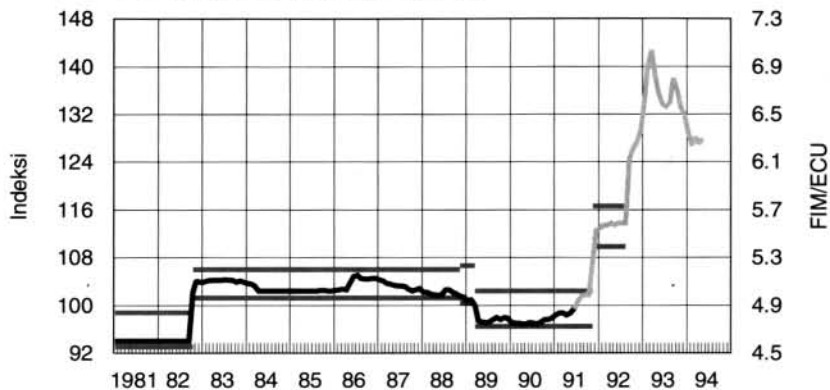
13. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja



5 vuoden obligaatiokorkoja

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

14. Markkan ulkoinen arvo



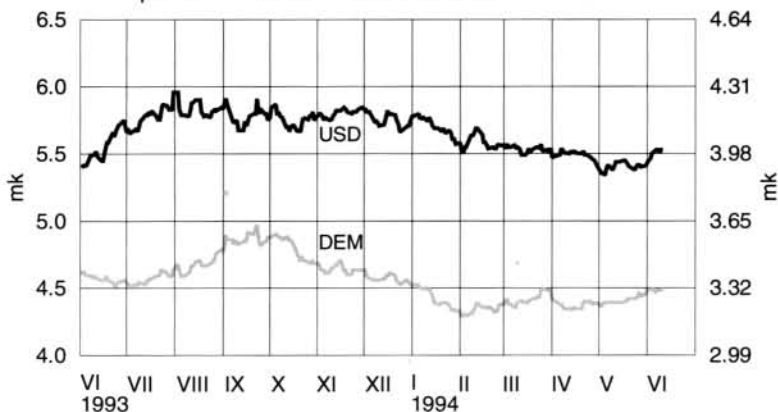
Kuukausikeskiarvoja

Suomen Pankin valuuttaindeksi ennen 7.6.1991.

Ecun markkakurssi 7.6.1991 alkaen.

Markkan kurssi kelluu 8.9.1992 lähtien.

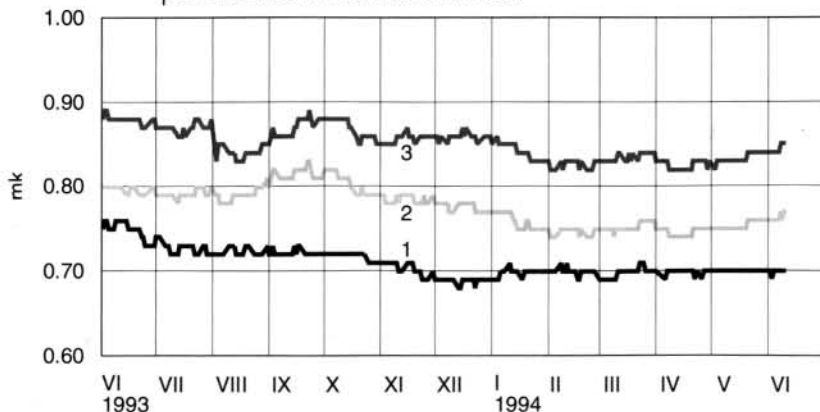
15. Saksan markkan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkakurssit



Keskikursseja

DEM = oikea asteikko
USD = vasen asteikko

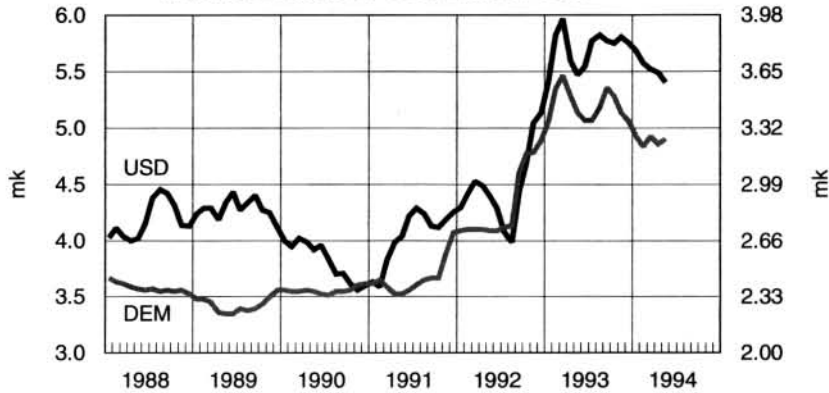
16. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkakurssit



Keskikursseja

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

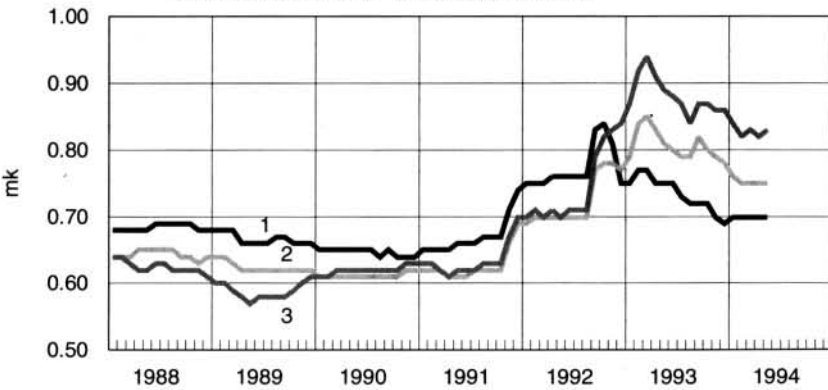
17. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkaurssit



Keskikursseja, kuukausikeskiarvoja

DEM= oikea asteikko
USD= vasen asteikko

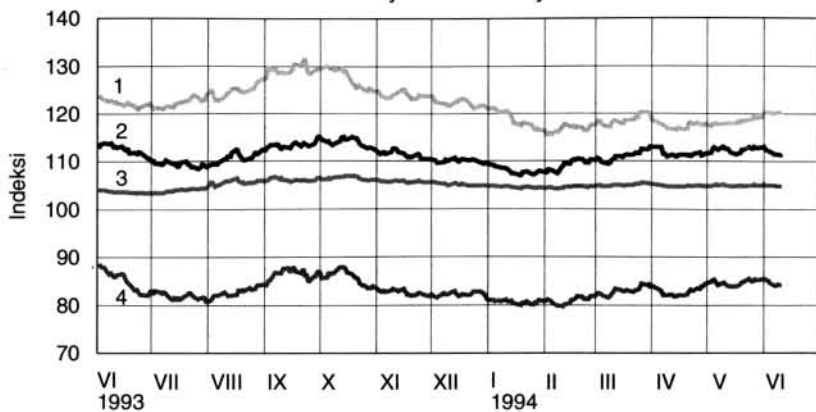
18. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkaurssit



Keskikursseja, kuukausikeskiarvoja

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

19. Eräiden valuuttojen kurssit suhteessa Saksan markkaan



Indeksi, 7.9.1992 = 100

1. Suomen markka
2. Englannin punta
3. Koriecu
4. Yhdysvaltain dollari

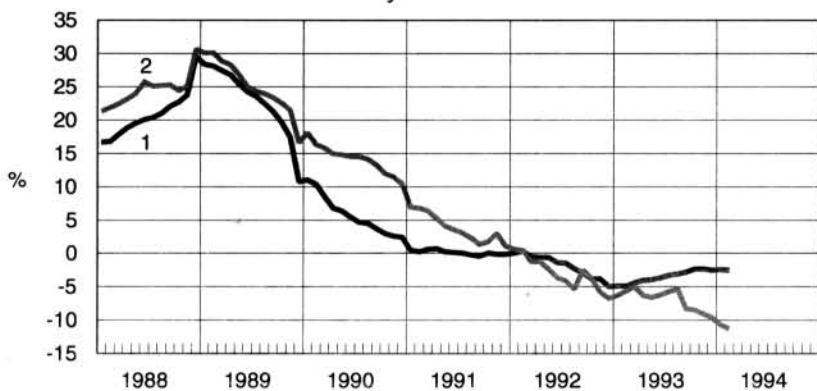
20. Pankkien ottolainaus yleisöltä



1. Markkatalletukset
2. Koko ottolainaus

Muutos edellisen vuoden
vastaavasta kuukaudesta,
%

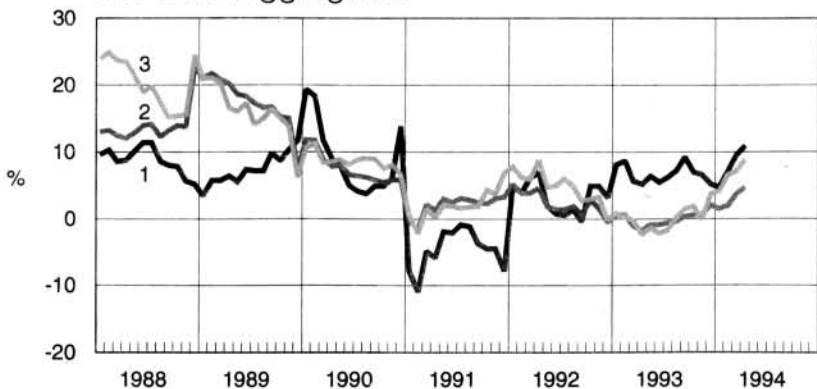
21. Pankkien luotot yleisölle



1. Markka-antolainaus
2. Markka- ja
valuuttaluotot

Muutos edellisen vuoden
vastaavasta kuukaudesta,
%

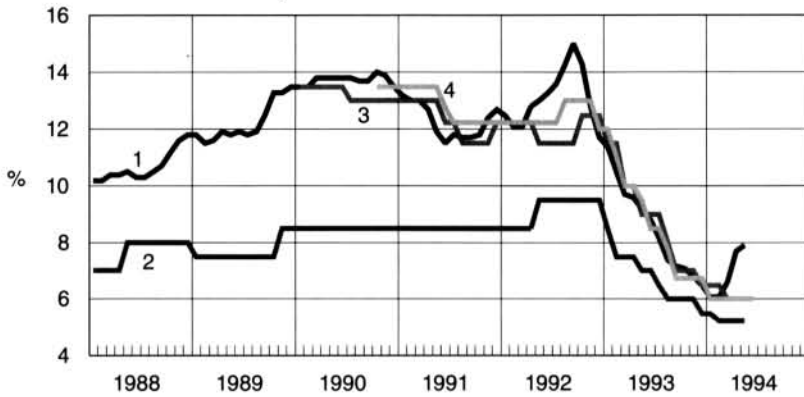
22. Raha-aggregaatit



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

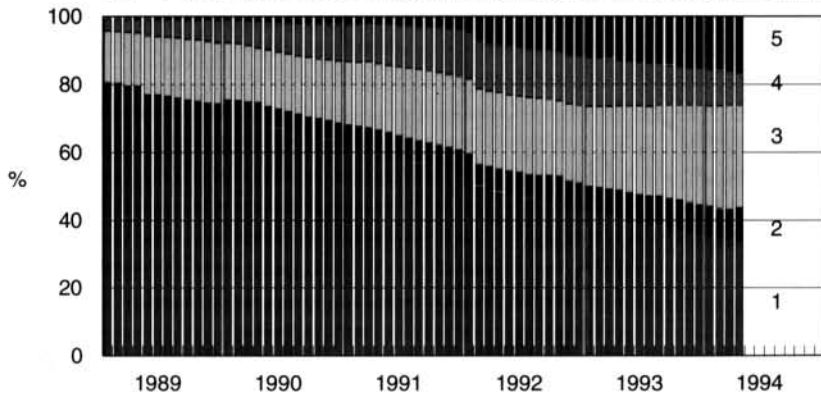
Muutos edellisen vuoden
vastaavasta kuukaudesta,
%

23. Viitekorkoja



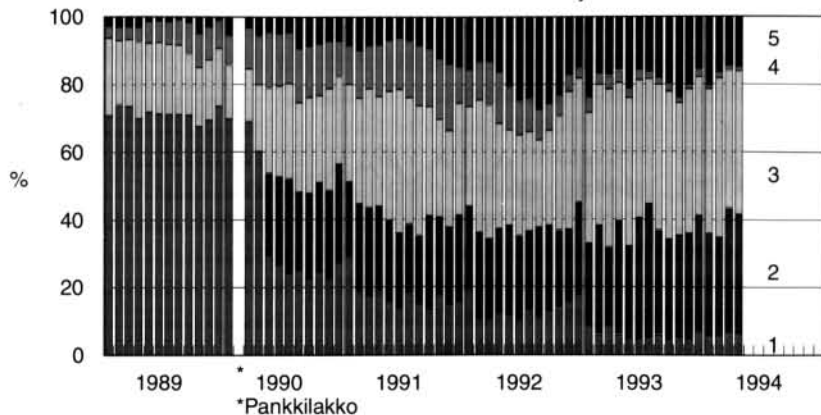
1. Suomen Pankin kolmen vuoden viitekorko
2. Peruskorko
3. Postipankki Oy:n primekorko
4. Osuuspankkiryhmän primekorko

24. Pankkien markkaluottokannan korkosidonnaisuudet



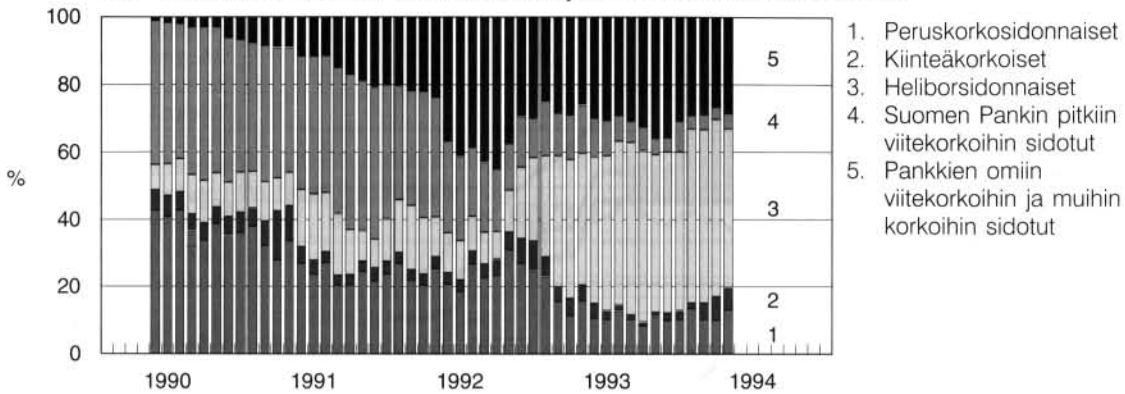
1. Pankkien omiin viitekorkoihin ja muihin korkoihin sidotut
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)

25. Pankkien uusien markkaluottojen korkosidonnaisuudet

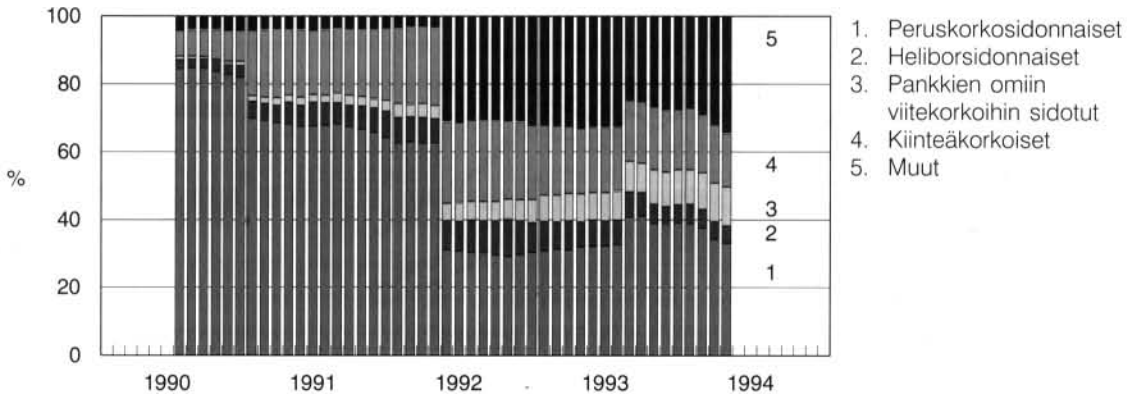


1. Pankkien omiin viitekorkoihin ja muihin korkoihin sidotut
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)

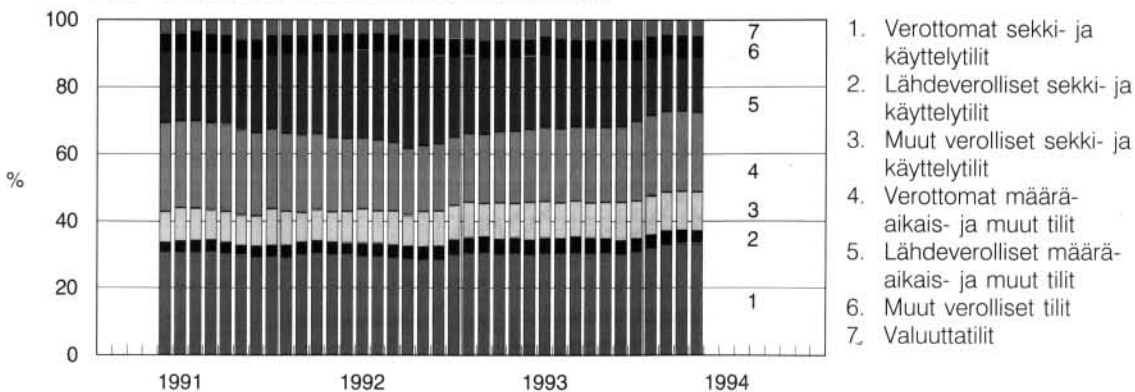
26. Pankkien uusien asuntoluottojen korkosidonnaisuudet



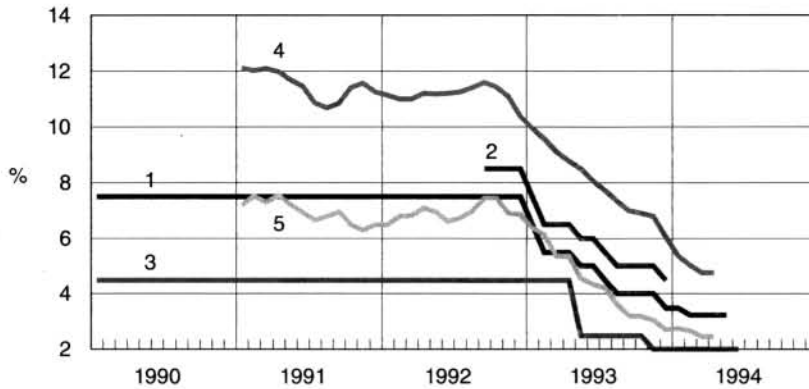
27. Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet



28. Pankkien talletuskannan rakenne

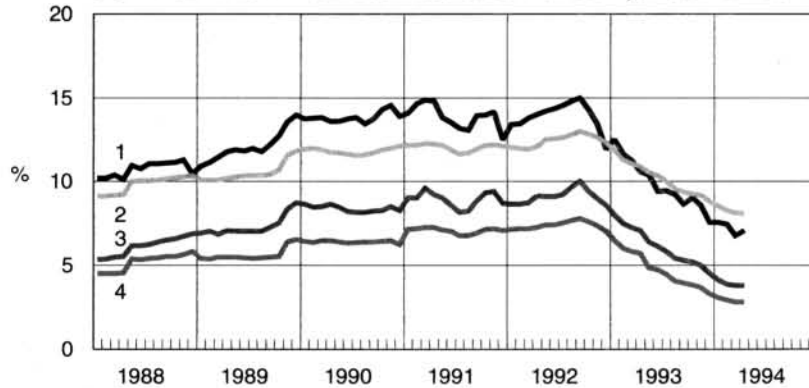


29. Pankkien talletuskorot



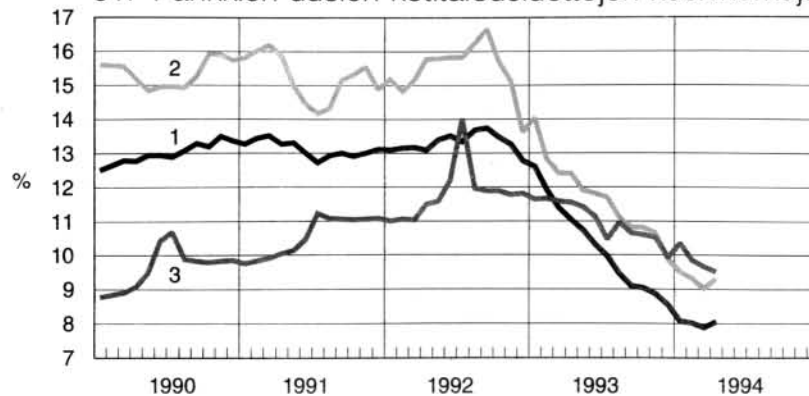
1. 24 kuukauden verottoman talletustilin korko
2. 36 kuukauden verottoman talletustilin korko
3. Verottoman käyttelytilin enimmäiskorko
4. Lähdeverollisten määräaikaistilien keskiporko
5. Lähdeverollisten käyttelytilien keskiporko

30. Pankkien markkamääräisen anto- ja ottolainauksen keskiporkkoja



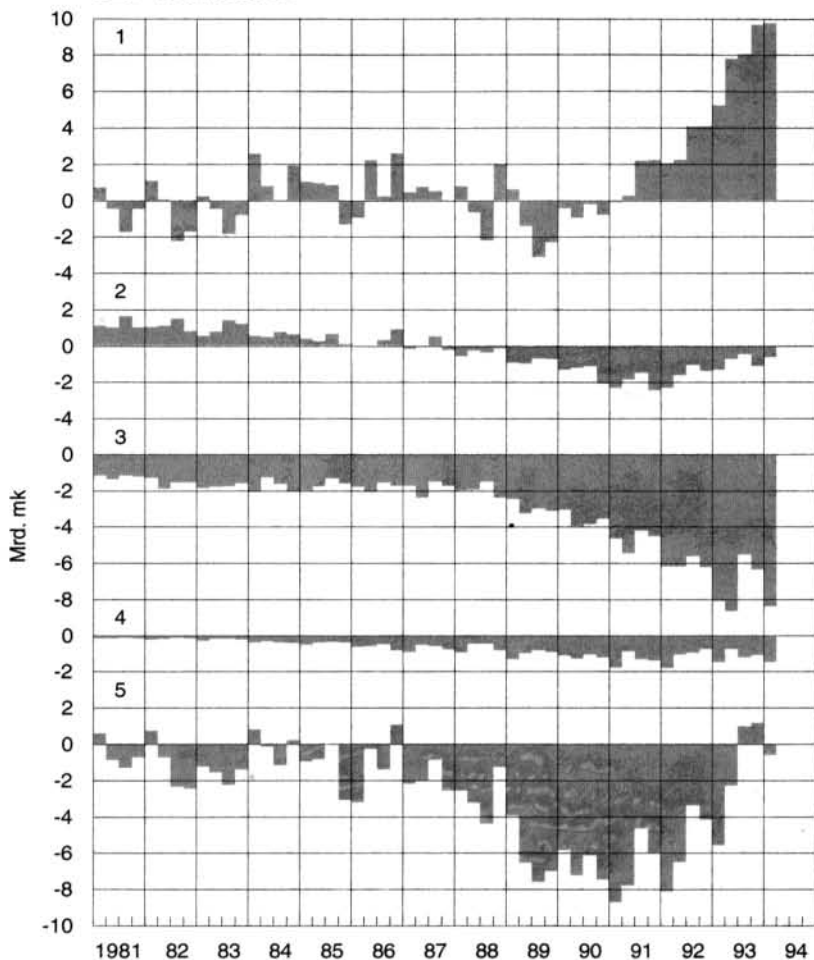
1. Uusi antolainaus
2. Antolainauskanta
3. Koko ottolainaus
4. Talletukset

31. Pankkien uusien kotitalousluottojen keskiporkkoja



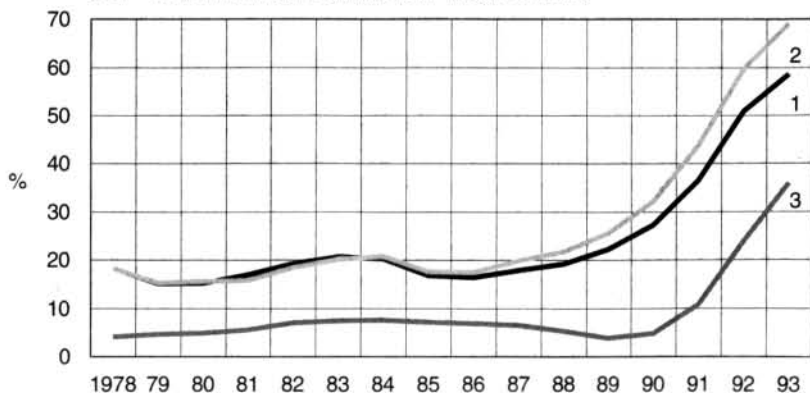
1. Asuntoluotot
2. Kulutusluotot
3. Opintoluotot

32. Vaihtotase



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

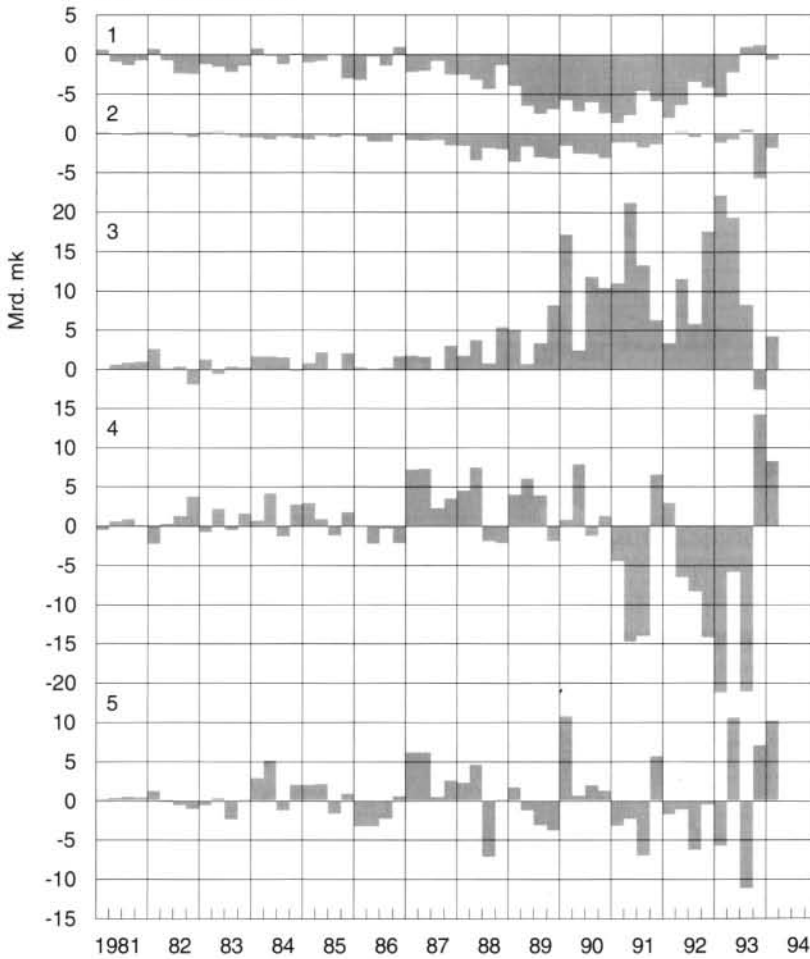
33. Suomen ulkomainen nettovelka



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

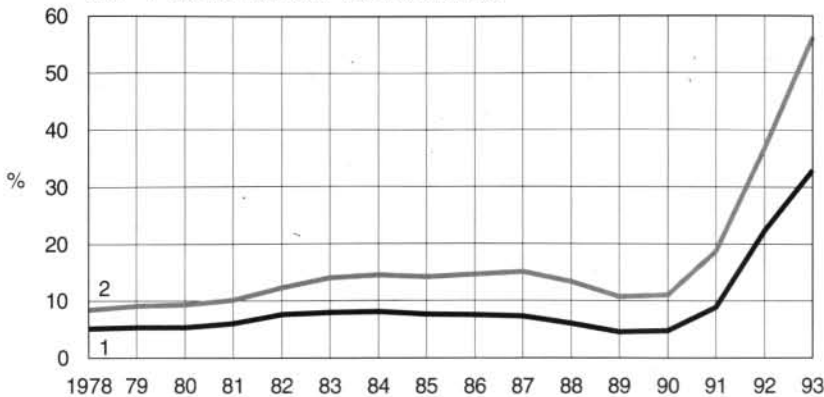
% BKT:sta

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 2.5.1994*

Eduskunnan pankkivaltuusto

Pentti Mäki-Hakola, puheenjohtaja
Jussi Ranta, varapuheenjohtaja
Paavo Väyrynen

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

Julkaisu- ja kielipalvelut

Antero Arimo

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

Tietopalveluosasto

Esa Ojanen

Turvallisuus

Jyrki Ahvonen

Tutkimusosasto

Pekka Ilmakunnas

Johtokunnan neuvonantaja

Kari Puumanen

Johdon sihteeristö, pankkivaltuuston ja johtokunnan sihteeri

Heikki T. Hämäläinen

Haarakonttorit

Kuopio, Oulu, Tampere, Turku, Vaasa

Setec Oy

Veli Tarvainen, toimitusjohtaja

* Suomen Pankin yhteydessä toimii 1.10.1993 lähtien rahoitustarkastus.