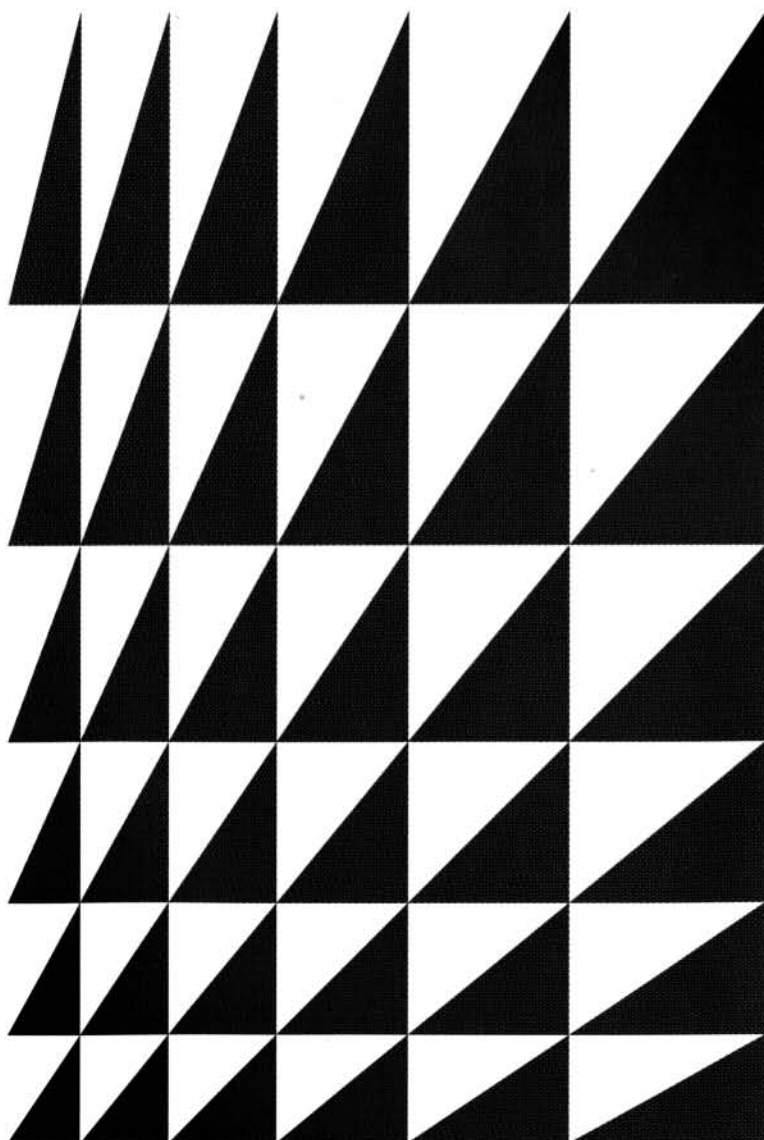

MARKKA & TALOUS

3 · 1993



SUOMEN
PANKKI

•

FINLANDS
BANK



I. vuosikerta/I: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
Heikki Koskenkylä,
puheenjohtaja/ordförande
Kaarlo Jännäri
Kari Puumanen
Johnny Åkerholm

Päätoimittaja
Chefredaktör
Antero Arimo

Toimittaja
Redaktör
Marja Hirvensalo-Niini

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

Ulkoasu/Layout
Kaisa Ahomaa-Krogell

Painopaikka/Tryckeri
Painatuskeskus Oy, 1993

Lähde mainittava
lainattaessa.
Vid citat skall källan anges.

ISSN 1236-4231

Sisällys

Ari Aaltonen
Taloudellinen kehitys ja rahapolitiikka 3

Sirkka Hämäläinen
Talouspolitiikan viisasten kiveä ei ole 9

Markku Malkamäki
Suomen arvopaperimarkkinoiden rakenne
monipuolistuu 14

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita
koskevia toimenpiteitä 20

Keskuspankkipolitiikan välineet 22

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja 25

Kuviot KI

Taloudellinen kehitys ja rahapolitiikka

Ari Aaltonen

neuvonantaja
keskuspankkipolitiikan osasto
1.9.1993

Suomen talouskehitystä on jo lähes kahden vuoden ajan hallinnut voimakas kahtiajakoisuus: Markan heikentyminen, maltillinen palkkakehitys ja hyvä tuottavuus ovat kohentaneet tuntuvasti Suomen hintakilpailukykyä. Vientiin suuntautuneiden yritysten laman pohja ajoitui syksyyn 1991, minkä jälkeen niiden tuotanto on kääntynyt vähittäiseen kasvuun. Sitä vastoin pääosin kotimaisen kysynnän varassa toimivien yritysten tilanne on edelleen heikentynyt.

Tämä kehitys on alkuvuodesta 1993 edelleen kärjistynyt. Tavaraviennin määrä kasvoi tammi-kesäkuussa 15 %. Kasvu oli voimakasta lähes kaikilla päätoimialoilla. Ainoastaan kemianteollisuuden vienti supistui, ja tekstiili-, vaate- ja nahkateollisuuden vienti jäi samansuuruiseksi kuin vuonna 1992. Vientihinnot nousivat vuoden ensimmäisellä puoliskolla 7.7 %.

Viennin voimakas kasvu on ylläpitänyt teollisuustuotannon kasvua. Erityisesti metsä- ja metalliteollisuuden tuotanto kasvoi alkuvuonna. Sitä vastoin kotimarkkinateollisuuden tuotanto ei elpynyt. Kotimaisista rakennusinvestoinneista riippuvan rakennusaineiteollisuuden tuotanto väheni tammi-kesäkuussa 7.3 %. Kotimarkkinoihin suuntautuneen teollisuuden ohella palvelualojen ja rakentamisen lama syveni edelleen. Viennin hyvästä kasvusta huolimatta bruttokansan-

Viime kuukausien talouskehitykselle on ollut edelleen tunnusomaista viennin voimakas kasvu ja kotimaisen kysynnän supistuminen. Samanaikaisesti kun ulkoinen tasapaino on kohentunut, valtiontalous ja työllisyys ovat heikentyneet. Positiivista talouskehityksessä on ollut maltillinen inflaatio. Markan arvo on vahvistunut valuuttamarkkinoilla. Markan vahvistuminen, kansainvälisen korkotason lasku ja kotimainen talouskehitys ovat mahdollistaneet korkotason maltillisen laskun.

tuote supistui tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä ennakkotietojen mukaan 3.4 % viime vuoden vastaavasta ajankohdasta. Tuotannon kehitystä ennakoivat ja kuvaavat indikaattorit osoittavat kotimaisen kysynnän ja kotimarkkinayritysten laman jatkuneen myös vuoden toisella neljänneksellä.

Odotukset lievästi aiempaa positiivisemmat

Kotimarkkinoiden syvästä lamasta huolimatta sekä yri-

tysten että kotitalouksien odotukset talouden tulevasta kehityksestä ovat kevään ja kesän aikana muuttuneet lievästi aiempaa positiivisemmiksi. Suomen Pankin tuorein eli toukuussa 1993 tehty investointikysely osoitti, että teollisuuden kiinteät investoinnit supistuvat vuonna 1993 edelleen voimakkaasti. Koko teollisuuden investoinnit vähenevät 17 % ja metsäteollisuuden jopa 40 %. Vuonna 1994 investointien alamäen arvioidaan päättyvän, mutta käännettä selvään nousuun ei odoteta. Teollisuudella on edelleen runsaasti käyttämätöntä kapasiteettia, mikä hidastaa investointien käynnistämistä.

Myös Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliiton (TT:n) heinäkuussa julkistama suhdannebarometri osoittaa teollisuuden toiveikkouden lisääntyneen. Tuotanto ja vienti kasvavat, tilauskanta vahvistuu vähitellen ja kannattavuus on parantunut selvästi. Toimi-

aloittaiset erot ovat kuitenkin huomattavat. Kun metsä- ja metalliteollisuus odottavat suhdannenäkymien kohentuvan varsin selvästi lähitulevaisuudessa, rakennus- ja rakennusaineiteollisuus ennakoivat näkymien edelleen heikentyvän.

Kotimaisen kulutuskysynnän kannalta kotitalouksien käyttäytyminen on avainasemassa. Tilastokeskuksen toukokuussa tekemän uusimman kuluttajabarometrin mukaan Suomen taloudellisen tilanteen odotetaan pysyvän likimain ennallaan. Enemmistö kotitalouksista ennakoivat kuitenkin oman taloudellisen tilanteensa heikentyvän lähimmän vuoden aikana. Vaikka ajankohtaa pidetään hyvänä suurien hankintojen kannalta, ostoaikomukset ovat edelleen vähäiset. Lähinnä suunnitelmat omistusasuntojen hankkimiseksi ovat lisääntyneet tämän vuoden aikana.

Ulkoisen tasapaino kohentuu ...

Suomen talouden kahtiajakoinen kehitys on nopeuttanut ulkoisen tasapainon kohentumista. Kotimaisen kysynnän lama on supistanut tuonnin määrää. Kun vienti on samanaikaisesti kasvanut voimakkaasti, myös kauppataseen ylijäämä on kasvanut: tammi-kesäkuussa se oli 12.8 mrd. markkaa. Palvelutaseen alijäämä supistui 2.5 mrd. markkaan; matkustustaseen alijäämä supistui alkuvuonna selvästi. Ulkomaisen velan korkomenot lisääntyivät edelleen vuodesta 1992. Korkomenojen vuoksi koko kansantalouden ulkoista velkaantumista kuvaava vaihtotase oli alkuvuonna 7.3 mrd. markkaa alijäämäinen. Vaihtotaseen alijäämä oli kuitenkin noin puolet pienempi kuin viime vuoden vastaavana ajankohtana. Vaihtotaseen alijäämäisyyden ja valuuttakursimuutosten vuoksi Suomen ulkomainen nettovelka kasvoi alkuvuonna 264 mrd. markkaan, mikä on noin 55 % bruttokansantuotteesta ja 168 % vaihtotaseen tuloista.

... valtiontalous ja työllisyys heikkenevät

Ulkoisen tasapainon parantuminen on perustunut pitkälti yksityisen sektorin rahoitustasapainon kohentumiseen. Tämän taustalla on investointien voimakas väheneminen. Julkisen sektorin rahoitustasapaino sitä vastoin on

heikentynyt olennaisesti 1990-luvun alun laman aikana, ja heikentyminen on viime kuukausina jatkunut. Valtiontalouden (budjetti- ja rahastotalous yhteen laskettuina) tulojen ja menojen erotus, ns. tulojäämä, oli tammi-kesäkuussa 25.7 mrd. markkaa alijäämäinen. Viime vuoden vastaavana aikana alijäämä oli 20.8 mrd. markkaa. Kun tulojäämään lisätään rahoitustoimet, kuten pankkituki, saadaan ns. nettoraahoitustarve, joka oli 31.6 mrd. markkaa. Odotettua heikompi talouskehitys on vaikuttanut ennen kaikkea valtion verotulojen karttumiseen: ne supistuivat alkuvuonna 7.4 %.

Työllisyystilanne on heikentynyt edelleen tänä vuonna. Työministeriön tilastojen perusteella työttömien työnhakijoiden määrä oli heinäkuussa yli 500 000. Samalla työttömyysaste nousi yli 20 prosentin. Eniten on tänä vuonna kasvanut palvelualueen työntekijöiden työttömyys. Teollisuus- ja rakennustyöstä työttömäksi jäänti taas oli tuntuvinta laman alkuvaiheessa vuosina 1991 ja 1992.

Inflaatio hallinnassa

Kotimaisen kysynnän syvän laman ja maltillisen kustannuskehityksen vuoksi kuluttajahintojen nousuvauhti hidastui alkuvuonna. Heinäkuussa kuluttajahintojen 12 kuukauden muutos oli 2.1 %. Suomen Pankin ns. pohja-inflaatioindikaattorin nousuvauhti sitä vastoin on nopeutunut hieman kevään aikana, ja kesäkuussa pohjainflaatio oli 2.1 % (kuvio 1). Heinäkuussa sen nousuvauhti tulee edelleen kiihtymään. Pohja- ja kuluttajahintainflaation erilainen kehitys johtuu lähinnä siitä, että asuntolainojen korkojen lasku näkyy kuluttajahinnoissa, mutta pohjahintaindeksiin näitä korkoja ei lasketa. Pohjainflaation kiihtyminen yli 2 prosentin rajan, jonka Suomen Pankki on asettanut inflaatiotavoitteekseen vuoden 1995 alusta alkaen, ei ollut yllätys. Nousu johtuu lähinnä markan heikentymisen aiheuttamasta tuontihintojen korotuksesta. Tilapäisen nousun mahdollisuus ilmoitettiin jo helmikuussa, kun inflaatiotavoite asetettiin. Markan vahvistumisen seurauksena tuontihintojen nousu pysähtyi keväällä.

Myös inflaatio-odotukset ovat pysyneet kohtuullisen maltillisina. Tilastokeskuksen kuluttajabarometrin mukaan kuluttajahintojen

nousuvauhdin ennakoidaan hieman nopeutuvan, mutta pysyvän hyvin maltillisena lähimmän vuoden aikana. TT:n suhdannebarometrin mukaan teollisuus odottaa yleisen inflaation nopeutuvan syksyn aikana. Odotukset inflaation kiihtymisestä ovat kuitenkin selvästi vaimeammat kuin esimerkiksi vuoden 1991 devalvaation jälkeen.

Rakennuskustannukset alenivat voimakkaimmin vuoden 1992 kesällä. Vuoden 1993 aikana rakennuskustannusten nousuvauhti on kiihtynyt. Nousu johtuu lähinnä tarvikkepanosten hintojen noususta, koska työpanosten hinnat ovat pysyneet likimain ennallaan. Asuntojen hintojen lasku näyttää useilla paikkakunnilla pysähtyneen. Pääkaupunkiseudulla pienten asuntojen hinnat ovat kääntyneet jopa lievään nousuun. Lähinnä asuntolainojen korkojen lasku on piristänyt asuntokauppaa ja siten tukenut hintatason vakiintumista.

Markka vahvistui

Raha- ja valuuttamarkkinoilla tapahtui selvä käänne, kun markka alkoi vahvistua huhtikuun puolivälissä. Alkuvuonna, tammi-maaliskuussa, valuuttojen maastavirtaus oli huomattavaa, kun yritykset muuttivat huomattavia määriä valuuttaluottoja markkaluotoiksi. Ilman valtion pääomantuontia Suomen Pankin valuuttavaranto olisi tuolloin supistunut merkittävästi.

Markan vahvistuminen huhtikuun puolivälisestä alkaen johtui ennen kaikkea kotimaisista tekijöistä. Hidas inflaatio ja ulkomaankaupan suotuisa kehitys kevään aikana osoittivat, että markan lisäheikentyminen ei ollut tarpeen vientiteollisuuden toimintaedellytysten parantamiseksi. Talousnäkymien lievä parantuminen houkutteli lähinnä vientiyrityksiä jälleen terminoimaan valuuttsaataviaan, mikä merkitsi valuuttavirran kääntymistä takaisin Suomeen. Myös ulkomaisten sijoittajien kiinnostus markkaan kasvatti valuuttavirtaa Suo-

KUVIO 1.

POHJAINFLAATIO
prosenttimuutoksia edellisen vuoden vastaavasta
kuukaudesta



1. Kuluttajahinnat

2. Pohjaininflaatioindikaattori (= kuluttajahintaindeksi pl. välillisten verojen, tukipalkkioiden sekä asumiseen liittyvien pääomakustannusten vaikutus)

meen. Markka vahvistui edelleen touko- ja kesäkuussa. Suomen Pankki pyrki hillitsemään valuuttakurssivaihteluita – nyt markan liian nopeaa vahvistumista – myymällä markkoja valuuttamarkkinoilla. Samalla valuuttavaranto vahvistui. Heinäkuun lopulla markka heikkeni tilapäisesti, kun Euroopan valuuttajärjestelmä (EMS) ajautui jälleen voimakkaiden spekulatiivisten hyökkäysten kohteeksi. EMS:n vaihtokurssimekanismin (ERM) valuuttakurssille asetettujen vaihteluvälien tunnetun laajentamisen jälkeen tilanne kuitenkin rauhoittui ja markan asema ecua vastaan vahvistui valuuttamarkkinoilla. Suomen Pankki pyrki häiriön aikana hillitsemään markan arvon liiallista vaihtelua ostamalla markkoja valuuttamarkkinoilla. Kellumisen ansiosta Euroopan valuuttamarkkinoiden häiriöt heijastuivat varsin vaimeina Suomen markan, kuten muidenkin kulluvien valuuttojen kurssiin.

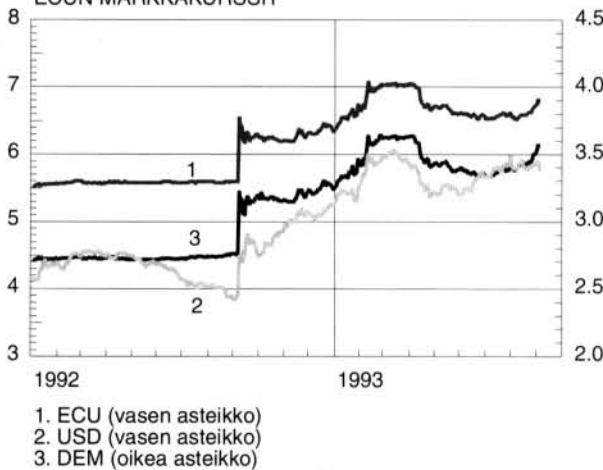
Korot laskivat

Markan arvo on voinut vahvistua samanaikaisesti kun lyhyet markkinakorot ovat kevään ja kesän aikana lähentyneet kansainvälistä korkotasoa, joka myös on laskenut (kuvio 2). Tämä viittaa luottamuksen vahvistumiseen ja tilanteen asteittaiseen normalisoitumiseen rahoitusmarkkinoilla. Kesäkuussa lyhyet markkinakorot olivat jopa alemmat kuin vastaavat

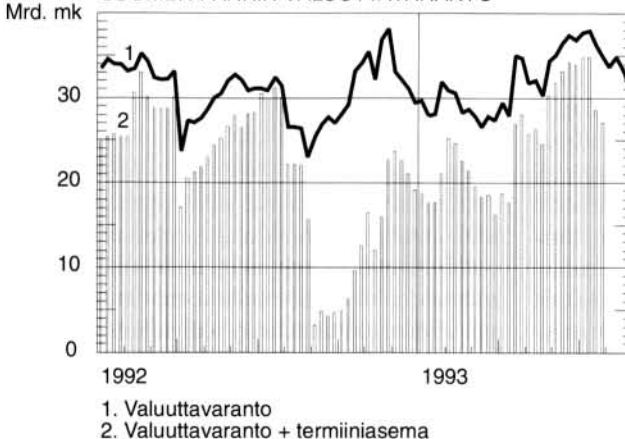
KUVIO 2.



SAKSAN MARKKAN, YHDYSVALTAIN DOLLARIIN JA ECUN MARKKAKURSSIT



SUOMEN PANKIN VALUUTTAVARANTO



Saksan markkan korot. Heinäkuun lopulla korot tosin nousivat tilapäisesti Euroopan valuuttamarkkinahäiriön aikana, mutta elokuussa ne jälleen laskivat vuoden alimmalle tasolle eli alle 7 prosenttiin. Suomen Pankki on pyrkinyt osaltaan hillitsemään korkojen vaihteluita. Kevään ja kesän aikana se toisaalta hillitsi korkojen liian nopeaa laskua, toisaalta vaimensi korkojen nousupaineita tilapäisissä häiriötilanteissa.

Talousoikeudesta saatu informaatio on tukenut rahapolitiikan vähittäistä keventämistä. Inflaatiovauhti on pysynyt maltillisena, ja rahan määrän ja luottojen kasvuvauhti eivät ole muuttuneet merkittävästi. Kun lisäksi syksyn 1992 työmarkkinaratkaisut sekä lakonuhan poistuminen keväällä 1993 tukivat Suomen kilpailukykyä ja hitaan inflaation tavoitetta pitkällä aikavälillä ja kun kansainvälinen korkotaso on laskenut, mahdollisuudet korkojen alentamiseen ovat olleet olemassa. Korkojen alentamisessa pyrittiin kuitenkin välttämään tilanne, jossa liian nopea lasku johtaisi uudelleen markkan ulkoisen arvon tuntuvaan heikentymiseen. Tällöin olisi pahimmassa tapauksessa ajaututtu voimakkaasti vaihtelevien korkojen tilanteeseen.

Rahapolitiikan vähittäinen keventäminen ja siihen liittynyt maltillinen korkopolitiikka ovat osaltaan lisänneet talouspolitiikan uskottavuutta. Tästä ovat merkeinä markkan arvon vahvis-

tuminen ja pitkien korkojen tuntuva lasku joukkolainamarkkinoilla. Esimerkiksi Suomen Pankin noteeraama 3 vuoden viitekorko oli vielä viime vuoden syyskuussa 15 %, mutta tämän vuoden elokuussa 7.4 %. Yli vuoden periodeissa ns. tuottokäyrä on edelleen nouseva, mutta ei aiempaa jyrkempi, vaikka lyhyet korot ovat laskeneet. Pitkien korkojen lasku heijastaa osaltaan inflaatio-odotusten vaihemista, mikä talouden ja varsinkin investointien elpymisen kannalta on ensiarvoisen tärkeää.

Pitkät korot ovat Suomessa edelleen korkeammat kuin useimmissa muissa Euroopan maissa, mutta ero on kaventunut tuntuvasti tämän vuoden aikana. Ero Euroopan vastaaviin korkoihin ei välttämättä heijasta sitä, että markkinat odottaisivat Suomen inflaatiovauhdin ajan mittaan ylittävän eurooppalaisten vertailumaiden inflaation, vaan ero selittyi osittain Suomen markkaan liittyvän likviditeettiriskin kautta. Ruotsiin nähden pitkien korkojen ero poistui elokuun alkupuolella.

Markkinakorkojen alenemisen seurauksena myös peruskoron laskulle on tullut tilaa: heinäkuun puolivälissä peruskorkoa laskettiin puoli prosenttiyksikköä 6.5 prosenttiin ja elokuun puolivälissä oli vuorossa jo viides peruskoron alennus tänä vuonna; nyt korko laski 6 prosenttiin.

Markkinakorkojen ja peruskoron alenemisen myötä myös pankkien otto- ja antolainauskorot ovat laskeneet tänä vuonna. Kun pankkien markkatalletusten keskikorko vielä joulukuun 1992 lopussa oli runsaat 7 %, oli korkotasoa laskenut heinäkuun 1993 loppuun mennessä 4.5 prosenttiin. Vastaavasti markkaluottojen keskikorko laski samana aikana 12.23 prosentista 9.86 prosenttiin. Uusien luottojen korkotasoa on laskenut enemmän kuin luottokannan keskikorko. Kun uusien luottojen keskikorko oli vielä vuoden 1992 syksyllä 14–15 prosentin tasolla, oli se kesä-heinäkuussa 1993 enää hieman yli 9 %.

Markkinakorkojen ja peruskoron ohella myös pankkien primekorot ovat laskeneet tämän vuoden aikana. Talletuskorkojen laskuun on vaikuttanut lisäksi päätös alentaa korkein verottoman käyttötilin korko 4.5 prosentista 2.5 prosenttiin toukokuussa.

Talletusten ja luottojen rakenteessa muutoksia

Korkojen lasku on osaltaan vaikuttanut pankkien luotonantoon. Markkaluottojen kannan supistuminen, joka alkoi vuonna 1991, näyttää alkuvuoden aikana päättyneen ainakin tilapäisesti. Heinäkuun lopussa markkaluottojen kanta oli likimain sama kuin vuodenvaihteessa. Tämä johtuu ennen kaikkea siitä, että yritykset ovat vuoden 1993 aikana vaihtaneet valuuttaluottoja markkaluotoiksi. Pankkien markka-antolainaus kotitalouksille sitä vastoin on edelleen supistunut. Markkaluottojen korkojen aleneminen suhteessa valuuttaluottojen korkoihin sekä pyrkimys valuuttariskien pienentämiseen ovat lisänneet markkaluottojen kysyntää. Valuuttaluottojen määrä on supistunut tuntuvasti, tammi-heinäkuussa 12.6 %.

Vaikka suppean rahan (M1) kasvu oli vuodenvaihteessa varsin nopeaa, laajat raha-aggregaatit (M2, M3) ovat olleet melko vakaita alkuvuonna. M1:n kasvu perustuu lähinnä tilisiirtymiin. Laajojen raha-aggregaattien kehitys on hyvin sopusoinnussa markkaluotonannon vakaan kehityksen kanssa.

Pankkien markkatalletusten määrä supistui alkuvuonna hieman. Lähinnä kausiluonteisten tekijöiden vuoksi supistuminen pysähtyi touko-kesäkuussa. Tarkasteltaessa erityyppisten talletusten kehitystä silmiinpistävää on ollut lähdeverollisten tilien kannan pieneminen. Tammi-heinäkuussa ne supistuivat jopa 11.2 %. Verottomien ja muiden tilien kannat ovat samanaikaisesti jopa hieman kasvaneet. Lähdeverollisten tilien supistumisen taustalla lienee markkinakorkojen voimakas lasku ja lähdeveroprosentin nousu vuoden alusta. Korkeisiin talletuskorkoihin totuneet sijoittajat ovat siirtäneet osan varoistaan paremmin tuottaviin joukkolainoihin, käyttelytileille odottamaan tulevia sijoituspäätöksiä tai osake- sekä asuntomarkkinoille.

Suomen Pankille vähimmäisvarantojärjestelmä

Osana rahapoliittisen välineistön tehostamista Suomen Pankki päätti heinäkuun alussa ottaa käyttöön vähimmäisvarantojärjestelmän, joka korvasi vanhan sopimus pohjaisen kassavaran-tojärjestelmän. Lakiin perustuvassa vähim-

mäisvarantojärjestelmässä pankeilla on velvollisuus pitää Suomen Pankin kulloinkin vahvistama prosenttiosuus varainhankinnastaan korottomana talletuksena Suomen Pankissa. Varantovelvoite vakauttaa automaattisesti raha- ja luottomäärien kasvua. Varantovaatimus on pyritty kohdistamaan Suomen Pankin käyttämien rahakäsitteiden (raha-agregaattien) mukaan. Suppeaan rahakäsitteeseen (M1) kuuluviin likvideihin talletuksiin kohdistuu suurin eli 2 prosentin velvoite. Laveaan rahaan (M2) kuuluvien, lähinnä määräaikaistalletuksien velvoitteeksi on asetettu 1.5 % ja pankkien muun kotimaisen varainhankinnan velvoitteeksi 1 % . Ensimmäiset vähimmäisvarannot talletettiin heinäkuun lopussa, ja niitä kertyi 6.3 mrd. markkaa.

Pääomamarkkinat kasvussa

Vuoden 1992 syksystä alkaen Suomen rahoitusmarkkinoita on leimannut pääomamarkkinoiden voimakas kasvu. Sekä osake- että joukkolainamarkkinat ovat kasvaneet nopeasti. Helsingin Arvopaperipörssissä osakkeiden vaihto on kasvanut voimakkaasti ja kurssit ovat nousseet tuntuvasti. HEX-yleisindeksi on noussut viime vuoden elokuun lopusta tämän vuoden heinäkuun loppuun 150 %. Vuoden alusta nousu oli 68 %. Eniten ovat nousseet pankkien ja vientiteollisuuden kurssit.

Myös joukkolainamarkkinat ovat kehittyneet nopeasti. Tähän on vaikuttanut erityisesti vuoden 1992 elokuussa käynnistetty valtion joukkolainamarkkinoiden ylläpitoon sitoutuneiden päämarkkinatakaajien (primary dealers) järjestelmä kaupankäynnin tehostamiseksi. Joukkolainojen vaihto on moninkertaistunut alle vuodessa niin Helsingin Arvopaperipörssissä, pankkien ja asiakkaiden välillä kuin interbank-markkinoillakin. Joukkolainamarkkinoiden syventymisen seurauksena markkinoiden likviditeetti on parantunut ja koronmuodostus tehostunut.

Suomen Pankki on osaltaan pyrkinyt tukemaan joukkolainamarkkinoiden kehittymistä. Kesäkuun 1993 puolivälissä keskuspankki päätti useista toimenpiteistä, joilla edistetään kaupankäyntiä valtion velkapapereilla. Suomen Pankki päätti tuolloin aloittaa viikoittaiset repo-huutokaupat päämarkkinatakaajien kanssa. Samaan aikaan se ilmaisi valmiutensa myöntää päämarkkinatakaajille päivänsisäistä luottoa kaupankäynnin helpottamiseksi. Lisäksi Suomen Pankki ilmoitti voivansa poikkeustilanteissa myöntää erityisrahoitusta niille arvopaperivälittäjille, jotka toimivat päämarkkinatakaajina, mutta eivät ole pankkeja. Näiden toimenpiteiden avulla pyrittiin helpottamaan ennen kaikkea arvopaperivälittäjien toimintaedellytyksiä joukkolainamarkkinoilla.■

Talouspolitiikan viisasten kiveä ei ole

Sirkka Hämäläinen
pääjohtaja
8.9.1993

Kun Suomen Pankki alkuvuodesta 1993 pyysi kolmea tunnettua ja tunnustettua ulkomaista professoria arvioimaan Suomen taloudellista tilannetta ja tulevan talouspolitiikan painotuksia, tavoitteena oli tuoda ulkopuolisia, rakentavia virikkeitä Suomessa käytävään – usein repiväänkin – keskusteluun. Ranskalaisen Christian Bordesin, englantilaisen David Currien ja ruotsalaisen Hans Tson Söderströmin raportit saatiin kesäkuun lopulla ja niiden pohjalta on käyty jo julkistakin keskustelua. Keskustelua tullaan jatkamaan raporttien tekijöiden ja suomalaisten talousasiantuntijoiden kesken syksyn mittaan.

"Kolmen viisaan" raportit arvioivat Suomen talouspolitiikkaa ja sen eri osapuolien yhteispeliä laajasti. Kirjoittajien erilaisista taustoista ja lähestymistavoista huolimatta suositukset ovat pääpiirteissään varsin samantyyppiset, joskin tietyillä alueilla niissä on ajoitus- ja vivahde-eroja. Kuten oli odotettavissakin, raportit eivät tarjoa Suomelle mitään uusia, helppoja keinoja, vaan seuraavat pitkälti niitä linjauksia, joita Suomessa on jo pyritty noudattamaan. Tämä ei tietenkään yhtään vähennä suositusten arvoa.

Vaikka raporteissa käsitellään myös joitakin rakenteellisia kysymyksiä, niissä keskitytään paljolti lyhyen ajan ongelmiin ja talouspolitiikan mahdollisuuksiin lieventää lamaa ja nopeuttaa talouden elpymistä. Tämä on ymmärrettävää ottaen huomioon laman syvyys

Uusia, helppoja keinoja – viisasten kiveä – Suomen talouden ongelmien ratkaisemiseksi ei löytynyt kolmen kansainvälisesti arvostetun professorin arvioista, jotka julkistettiin kesäkuun lopussa. Ulkomaisen velkaantumisen pysäyttäminen ja valtiontalouden tasapainottaminen ovat myös ulkomaisten arvioijien mielestä etusijalla Suomen taloutta elvytettäessä.

ja pitkittyminen. Professorit katsovat, että vaikka rakenteellisia korjauksia tarvitaan, laajamittaisesti niihin voidaan ryhtyä vasta lama-kierteen katkaisemisen jälkeen.

Pyrin seuraavassa arvioimaan raporteissa esiintulleitä, omasta mielestäni tärkeimpiä talouspoliittisia suosituksia.

Velkaantuminen hidastaa elpymistä

Kaikki kolme asiantuntijaa ovat yhtä mieltä siitä, että talouden nousua vaikeuttaa ja hidastaa velkaongelma. Kun yksityinen sektori ylivelkaantui voimakkaasti edellisen nousun aikana, se on taantumassa pyrkinyt ja pyrkii edelleen alentamaan velkaantumistasettaan. Tämä hidastaa yksityisen kulutus- ja investointikysynnän elpymistä. Yksityisen kysynnän supistumisen vuoksi verotulot ovat romahtaneet ja työllisyys- ym. menot lisääntyneet, joten yksityisen velan supistumista on viime vuosina vastannut julkisen velan lisääntyminen. Koko talous on velkaantunut ulkomaille, ja ulkomaanvelka on lähes kaksinkertainen suhteessa vuotuisen tavaroiden ja palvelusten vientiin; OECD-maista vain Australiassa tämä suhde on suurempi. Lisäksi Suomen ulkomaisesta nettovelasta noin 80 % on ulkomaanvaluuttana, mikä tekee velkasuhteen herkäksi valuuttakurssien muutoksille.

Velkarajoite merkitsee vääjäämättä, että noususta tulee hidas ja sopeutumisprosessista pitkä: kotimaantalous voi vilkastua vain hi-

taasti ja siten julkisen talouden alijäämät pienentyä vain pitkän ajan kuluessa. Kaikki professorit kuitenkin ovat yhtä mieltä siitä, että ulkomaisen velkaantumisen pysäyttäminen ja julkisen velkaantumisen pitäminen hallinnassa ovat välttämättömiä tavoitteita lähivuosina. Vain näin voidaan talouspolitiikan liikkumavaraa parantaa ja luoda edellytykset keskeiselle tavoitteelle, työttömyyden lisääntymisen pysäyttämiseksi ja työttömyyden vähentämiseksi. Ulkomaisen velan hoitaminen edellyttää vientijohteista kasvua ja tarpeeksi suurta vientisektorin kapasiteettia.

Asiantuntijat pitävät tärkeänä, että löydetään sellainen talouspolitiikkayhdistelmä, joka mahdollistaa hyvän kansainvälisen hintakilpailukyvyyn ja alhaisen korkotason. Tämähän on ollutkin Suomessa noudatetun talouspolitiikan linja, ja mahdolliset erimielisyydet ovat koskeneet lähinnä politiikkayhdistelmän osien mitoituksia ja ajoituksia.

Julkisen velka saatava hallintaan

"Kolme viisasta" ovat varsin yksimielisiä siitä, että rahapolitiikan liikkumavaran luomisen ja erityisesti pitkien korkojen alenemisen keskeinen edellytys on valtiontalouden tasapainon vahvistaminen.

Kun verotus on Suomessa kansainvälisesti tarkastellen erittäin raskasta ja kun mm. kansainvälinen verokilpailu ja tuotannon tekijöiden liikkuvuuden lisääntyminen vaikeuttavat verotuksen kiristämistä, julkista taloutta täytyy tasapainottaa leikkaamalla julkisia menoja.

Julkisen talouden tasapainottamisen ajoituksesta asiantuntijat ovat lievästi erimielisiä. Professorit Bordes ja Currie katsovat, että tasapainottamiseen on ryhdyttävä välittömästi – taantumasta huolimatta – ja että valtiontalouden velkaantumisvauhdin on taituttava. Professori Söderström puolestaan katsoo, että olennaista olisi sopia tasapainottamisesta pitkällä aikavälillä. Siten saataisiin lyhyellä aikavälillä tilaa finanssipoliittiselle lisäelvyttämiselle, mikä hänen mielestään on tarpeen kotimaisen kysynnän vähenemisen ja työttömyyskierteen katkaisemiseksi.

On helppo tuntea sympatiaa professori Söderströmin esittämiä ajatuksia kohtaan. Suomessa on jo jonkin aikaa vallinnut tilanne,

jossa on melko vähäiset mahdollisuudet vahvistaa julkisen sektorin tasapainon säästöillä ja veronkorotuksilla. Molemmat toimenpiteet leikkaavat kysyntää, syövät veropohjaa ja kasvattavat työttömyydestä aiheutuvia menoja. Toimenpiteiden lopulliset vaikutukset valtiontalouden tasapainon ja kierteen katkaisemisen kannalta ovat näin suuren talouden tasapainottomuuden olosuhteissa varsin epäselvät.

Hallitus on hyvin selvillä tästä ongelmas- ta, ja vuoden 1992 lokakuusta lähtien se on pyrkinyt toteuttamaan toimenpiteensä useaa vuotta koskevan ohjelman avulla. Ongelmana on kuitenkin ollut, että lyhyen aikavälin – ja varsinkin väliaikaisiksi tarkoitetuista – toimenpiteistä on ollut mahdollista päättää; sen sijaan pitkälle tulevaisuuteen tähtäävät rakenteelliset toimenpiteet eivät ole vielä konkreetisoituneet lopullisiksi päätöksiksi siinä määrin, että rahoitusmarkkinoilla toimivat kaikilta osin olisivat tulleet niistä vakuuttuneiksi. Näin ohjelman lyhyen ajan kysyntää vähentävät vaikutukset ovat toteutuneet, mutta uskotavuutta lisäävät ja korkotason alenemista edistävät vaikutukset ovat vielä jääneet vähemmälle. Myöskään lyhyen aikavälin finanssipoliittista liikkumavaraa ei voi syntyä, ellei eduskunta ensin saa aikaan sitovia ja riittävän uskottavia päätöksiä julkisten menojen pysyvistä keskipitkän tähtäimen karsimisesta.

Asiantuntijat sivuuttavat melko vähällä budjettiin liittyvät rakenteelliset ongelmat. He toteavat vain, että tukijärjestelmiä, erityisesti maataloustukijärjestelmiä, tulee purkaa ja verotuksen rakennetta kehittää. On ymmärrettävää, että ulkomaisilla asiantuntijoilla on ollut vain vähäiset mahdollisuudet perehtyä budjetin rakenteellisiin ongelmiin käytettävissä olleena lyhyenä aikana. Haettaessa ratkaisuja taloutemme ongelmiin budjetin ja koko talouden rakenteeseen liittyviä kysymyksiä ei ole kuitenkaan varaa sivuuttaa. Kun työllisyyden kasvu on Suomessa pitkään perustunut julkisen työvoiman kasvattamiseen, nykyinen työttömyysongelma täytyy ratkaista kasvattamalla yksityisen sektorin työllisyyttä. Tämä edellyttää politiikkaa, jolla voidaan välttää tai ainakin minimoida budjettipoliittisten toimenpiteiden yritystoimintaa vinouttavia vaikutuksia.

Työmarkkinoiden joustoa lisättävä

Alhaisen ja vakaan korkotason aikaansaaminen edellyttää, että inflaatio-odotukset pysyvät kurissa ja että päästään eroon tupo-sopimusten tekemiseen liittyvästä draamatiikasta. Työllisyyden parantaminen ja välttämättömät rakennemuutokset edellyttävät lisäksi, että palkka-palkkasidonnaisuuksia höllennetään ja työvoiman liikkuvuutta lisätään. Työmarkkinoiden joustavuutta tulisikin kaikkien asiantuntijoiden mielestä lisätä. Professorit esittävät joitakin, myös kotimaisessa keskustelussa esiintulleita ajatuksia tästä joustavoittamisesta, mutta eivät juuri ota kantaa siihen, millaisia institutionaalisia muutoksia saatettaisiin tarvita.

Bordesin ja Currien mielestä Suomen keskitetty työmarkkinajärjestelmä on menneisyydessä toiminut aika hyvin. Sen sijaan Söderström tarkastelee tulopolitiikkaa ja katsoo sen epäonnistuneen ja johtaneen työvoimamarkkinoiden ja suhteellisten palkkojen jähkkyytteen. Vaikka nimellispalkkoja ei kahden viimeisen vuoden aikana ole korotettu, kaikki asiantuntijat epäilevät, miten keskitetty työmarkkinajärjestelmä voisi toimia jatkossa, kun tilanne eri sektoreilla ja yrityksissä on kovin erilainen ja edellyttäisi suhteellisten palkkojen muutoksia sektoreiden välillä ja yrityskohtaista joustoa.

Nykyinen lähes 20 prosentin työttömyysaste on sietämätön. Tavoitteena tulee olla työttömyysasteen asteittainen aleneminen. Ulkomaisen velan maksamiseksi teollisuustuotannon on kasvatettava, mutta pääomaintensivisenä teollisuus ei kuitenkaan juuri pysty vastaamaan työllisyyden lisääntymisestä. Kun lisäksi työllisten määrä julkisessa sektorissa, pankeissa ja maataloudessa tulee väheneään, kasvaa yksityisen palvelusektorin (pl. pankit) rooli työllisyyden lisäämisessä ajan mittaan avainasemaan. Tällöin on todella syytä kysyä, millainen työmarkkinarakenne ja työehtosopimusjärjestelmä parhaiten vastaisi näihin haasteisiin.

Hintakilpailukyky säilytettävä

Hintakilpailukyky pysyvä kohentaminen eli reaalian valuuttakurssin heikentäminen 1980-luvun lopun tasosta on ollut Suomen talous-

politiikan tavoite. Ulkomainen velkaantuminen, idänviennin supistuminen ja mm. metsäteollisuuden maailmanlaajuiset ylikapasiteettiongelmat ovat edellyttäneet kilpailukykyyn merkittävää kohentamista.

Viimeisen kahden vuoden aikana reaalian valuuttakurssi on heikentynyt kaikkiaan yli 50 %: nimellinen valuuttakurssi on heikentynyt kilpailijoihin nähden keskimäärin noin 35 % ja tuottavuuden kasvu yhdistettynä maltillisiin tupo-ratkaisuihin on lisäksi parantanut hintakilpailukykyä 15–20 %. Reaalian valuuttakurssin heikentymisen vuoksi resursseja on siirtymässä suljetusta sektorista vientiin, kuten on ollut välttämätöntä – tähän asti se vain on tapahtunut kotimaisen sektorin kovin syvän kapasiteetin vajaakäytön ja rajun ja vaikean työttömyyden kasvun kautta.

Jotta ulkomaisen velkaantumisen rajoitteesta ei muodostu Suomen taloudelle pysyvää kasvun estettä, on – professoreidenkin mielestä – myös jatkossa turvattava se, että avoimen sektorin hintakilpailukyky säilyy sellaisena, että se pysyvästi takaa aiempaa suuremman viennin osuuden. Ei ole kuitenkaan helppoa tarkkaan arvioida, miten paljon 1980-luvun lopun tason alemmaa reaalista valuuttakurssia tarvitaan yhtäältä lyhyellä ja toisaalta pitkällä aikavälillä.

Reaalian valuuttakurssin kovin jyrkkä aleneminen lyhyen ajan kuluessa tappaa kohtuuttomasti aktiviteettia kotimaisilla sektoreilla ja lisää siten työttömyyttä. Pitkällä aikavälillä kovin heikko reaalian valuuttakurssi taas aiheuttaa helposti inflaatiopaineita, ja tällöin se purkautuu itsestään hintojen nousun nopeutumisen kautta.

Reaalian valuuttakurssin "optimaalisen" uran kysymykseen professorit eivät anna vastausta. On kuitenkin todennäköistä, että talouden tasapainon säilyttäminen tulee edellyttämään reaalkurssien vahvistumista eli hintakilpailukykyyn heikkenemistä lähivuosina. Suomen Pankki on halunnut vuoden 1995 inflaatiotavoitteensa ilmoittamalla viestittää, että se mitoittaa rahapolitiikkansa siten, että reaalian valuuttakurssi vahvistuu nimellisen valuuttakurssin vahvistumisen eikä inflaation kiihtymisen kautta. Vain tällä tavalla voidaan turvata korkojen ja erityisesti pitkien korkojen matalana säilyminen, koska vapaiden rahoi-

tusmarkkinoiden olosuhteissa inflaatio-odotukset heijastuvat koroissa.

Professorit eivät ole kovin huolestuneita valuuttakurssin mahdollisesta "liiallisesta" heikkenemisestä. Heidän raporteistaan syntyy vääjäämättä se kuva – tietyiltä osin aika eksplisiittisestikin – etteivät he ole kiinnittäneet huomiota Suomen reaalisen valuuttakurssin jo tähänastiseen tuntuvaan alenemiseen.

Valuuttavelka rajoittaa rahapolitiikan liikkumavaraa

Reaalikorkojen aleneminen on siis välttämätön ehto ylivelkaantuneen talouden elpymiselle. Professoreiden raporteista ja edellä olevasta käy selville, etteivät korot voi aleta yksinomaan rahapolitiikan keinoin, vaikka rahapolitiikalla sinänsä on nyt markan ulkoisen arvon kellumisen myötä periaatteessa enemmän itsenäisyyttä kuin 1980-luvun lopulla. Käytännössä rahapolitiikan liikkumatila ei kuitenkaan ole tuntuvan velkaantumisen vuoksi kovinkaan suuri.

Suomen velkaantuminen on kasvanut niin huomattavaksi, että siinä herkästi syntyy voimakkaita itseään voimistavia vaikutuksia. Tämä koskee niin valtiontalouden velkaantumista kuin kansantalouden ulkoista velkaantumista. Jos talouden kasvu jää vähäiseksi ja/tai reaali-korko korkeaksi, velkaantumisesta pyrkii kasvamaan korkomenojen takia jatkuvasti. Velkaantumisen lopettamiseksi olisi tärkeää, että talouden reaalinen kasvu ylittää reaalkorot.

Mutta me olemme Suomessa nyt erityisesti ja oleellisesti riippuvaisia **ulkomaisesta** reaali-korosta. Valtaosa maan ulkomaisesta velasta on otettu ulkomaanvaluuttana, ja jo 2/3 valtion velasta on ulkomaanvaluuttana. Velkaantumiskehitys riippuu siten pitkälti ulkomaisen reaali-koron kehityksestä, eikä Suomen Pankki rahapolitiikan keinoin tietenkään pysty alentamaan ulkomaista reaali-korkoa. Päinvastoin sellaiset rahapoliittiset toimenpiteet, joilla ilman muun talouspolitiikan tukea alennetaan kotimaisia korkoja ja sen seurauksena saadaan aikaan valuuttakurssien heikkeneminen, nostavat herkästi nettomääräisesti valtion velan reaali-korkoa ja myös niiden yritysten reaali-korkoa, joilla on valuuttamääräistä nettovelkaa.

Suomen talouden velkaongelman ratkaisemisessa ovat siten avainasemassa yhtäältä kansainvälisen talouden elpyminen ja kansainvälisen korkotason aleneminen ja toisaalta finanssi- ja tulopolitiikan korkojen alenemista ja valuuttakurssin vahvistumista tukevat linjaukset.

Pohjoismainen valuuttaunioni?

Lienee myös aihetta kommentoida Bordesin ja Currien raporteissaan esille ottamaa kysymystä pohjoismaisesta valuuttayhteistyöstä. Toisin kuin kaksi muuta asiantuntijaa professori Bordes toteaa ensinnäkin selkeästi, että Suomen kaltaisen pienen avotalouden on hyödyllistä rajoittaa valuuttakurssin voimakkaita liikkeitä ja että markan ulkoinen arvo tulisi kiinnittää uudelleen, kun olosuhteet sen sallivat. Kellunnan lopettaminen edellyttää, ettei valuuttakurssia kohtaan ole merkittäviä koti- tai ulkomaisia paineita ja että valuuttavaranto on kasvanut niin suureksi, että markan ulkoista arvoa voidaan puolustaa. Lähitulevaisuudessa ei kuitenkaan ole näkyvissä tilannetta, jossa markan ulkoinen arvo voitaisiin kiinnittää.

Kun markan uudelleen kiinnittämistä aikanaan harkitaan, professori Bordesin mielestä tulisi yhtenä mahdollisuutena harkita Pohjoismaiden valuuttayhteistyön tiivistämistä jopa niin pitkälle, että Pohjoismaat muodostaisivat valuuttaunionin, ts. Pohjoismaissa olisi yksi yhteinen raha ja keskuspankki. Ajatusta pohjoismaisesta valuuttaunionista hän perustelee mm. sillä, että Pohjoismaiden – erityisesti Suomen ja Ruotsin – taloudet ovat rakenteeltaan hyvin samankaltaisia, maat käyvät keskenään paljon kauppaa ja että Pohjoismaissa on pitkälti yhteiset työmarkkinat. Myös professori Currie näkee Pohjoismaiden välillä vallitsevan voimakkaan taloudellisen riippuvuuden. Hän viittaa mahdollisuuteen, että nämä maat muodostaisivat ns. optimaalisen valuutta-alueen. Hän ei kuitenkaan ehdota valuuttaunionin muodostamista vaan yhteistyöhön perustuvaa valuuttakurssijärjestelmää erityisesti muihin eurooppalaisiin valuuttoihin nähden.

On aika selvää, ettei valuuttaunioni vähentäisi rahapolitiikan uskottavuusongelmia Pohjoismaissa. Se kyllä estäisi kilpailevat deval-

vaatiot siihen osallistuvien maiden kesken, ja se voisi myös helpottaa rahapolitiikan koordinaointia Pohjoismaiden ja muiden maiden välillä. Ehdotus ei kuitenkaan ole kovinkaan

realistinen. Niin Suomen kuin muidenkin Pohjoismaiden ratkaisut ovat nykytilanteessa riippuvaisia EY-ratkaisusta ja Euroopan rahataloudellisen integraation etenemisestä. ■

Suomen arvopaperimarkkinoiden rakenne monipuolistuu

Markku Malkamäki
vs. toimistopäällikkö
rahoitusmarkkinaosasto
1.9.1993

Arvopaperimarkkinoiden merkitys Suomen pankki-keskeisillä rahoitusmarkkinoilla on kasvanut olennaisesti. Pankkitalletusten osuus rahoitusvaateista on pienentynyt 1980-luvun alun 80 prosentista vajaaseen 50 prosenttiin (kuvio 1). Kehitys jatkuu samansuuntaisena ja heijastelee pankkien toimintaympäristössä tapahtuneita muutoksia.

Rahoituslaitosten uusien luottojen korot nousivat suhteellisesti korkosäännöstelyn purkamisen myötä 1980-luvun puolivälissä, sillä uudet luotot ovat sidoksissa rahoitusmarkkinakorkoihin. Arvopaperimarkkinoista tuli siten varteen otettava vaihtoehto pankkijärjestelmän välittämälle rahoitukselle. Arvopaperi-instrumenttien suosiota on lisännyt myös markkinoiden nopea tekninen ja lainsäädännöllinen kehitys ja ulkomaisten sijoittajien vapaa pääsy joukkovelkakirjamarkkinoille vuoden 1991 alusta ja osakemarkkinoille tämän vuoden alusta alkaen (kuvio 2).

Sekä joukkovelkakirja- että osakemarkkinoiden koko suhteessa bruttokansantuotteen on kansainvälisesti vertailtuna kuitenkin edelleen melko pieni, ja molemmilla markkinoilla on vielä tilaa kasvaa huomattavasti (kuvio 3). Vuoden 1993 kehitys ennakoikin Suomen arvopaperimarkkinoiden kantojen hyvin nopeaa kasvua.

Arvopapereiden suosion kasvuun ovat vaikuttaneet taloudellisten odotusten paraneminen, arvopaperimarkkinoiden nopea tekninen ja lainsäädännöllinen kehitys sekä ulkomaisten sijoittajien pääsy suomalaisille joukkovelkakirja- ja osakemarkkinoille. Markkinoiden rakenteellinen kehitys jatkuu edelleen myönteisenä. Arvopapereiden hintojen kehitys riippuu kuitenkin olennaisesti reaalityökalouden odotuksista.

Joukkovelkakirja-markkinat kehittyvät nopeasti

Pörssissä noteerattujen joukkovelkakirjojen kannan viimeaikainen nopea kasvu johtuu pääasiassa julkisen sektorin lainanottotarpeen kasvusta ja markkamääräisten joukkovelkakirjojen myynnin sallimisesta ulkomaalaisille (kuvio 4). Myös korkotulojen lähdeveron voimaantulo vuoden 1991 alusta lisäsi joukkovelkakirjojen

kiinnostavuutta kotimaisten sijoittajien keskuudessa.

Joukkovelkakirjojen kanta kasvaneen edelleen valtion rahoitusaliäämän vuoksi. Lainanottoa on myös suunnattu yhä enemmän markkamääräisten arvopapereiden markkinoille. Vuoden 1993 heinäkuun loppuun mennessä valtio on emittoinut obligaatiomarkkinoille uusia lainoja yli 22 mrd. markan edestä ja velkasitoutusmarkkinoille lähes saman verran, mikä vastaa lähes puolta lainanoton tähänastisesta määrästä. Velkasitoutumusten lisääntyneen emittointi on jo herättänyt markkinoiden mielenkiinnon, ja kaupankäynti on aktivoitunut.

Vuonna 1994 valtion lainanottotarve on edelleen suuri, ja valtio pyrkii kattamaan sen mahdollisimman pitkälle markkapapereita liikkeeseen laskemalla.

Yrityksiä pitkäaikainen joukkovelkakirjarahaus ei ole viime vuosina kiinnostanut, koska korot ovat olleet korkealla ja vaihdelleet

huomattavasti. Nyt markkinoiden tarjontavaliokoman odotetaan monipuolistuvan, koska pitkät korot ovat laskeneet tasolle, joka saa myös yksityiset liikkeeseenlaskijat kiinnostumaan joukkovelkakirjarahoituksesta. Markkalainojen pitkät korot ovatkin laskeutuneet suhteellisesti enemmän kuin useiden muiden valuuttojen vastaavat korot (kuvio 5).

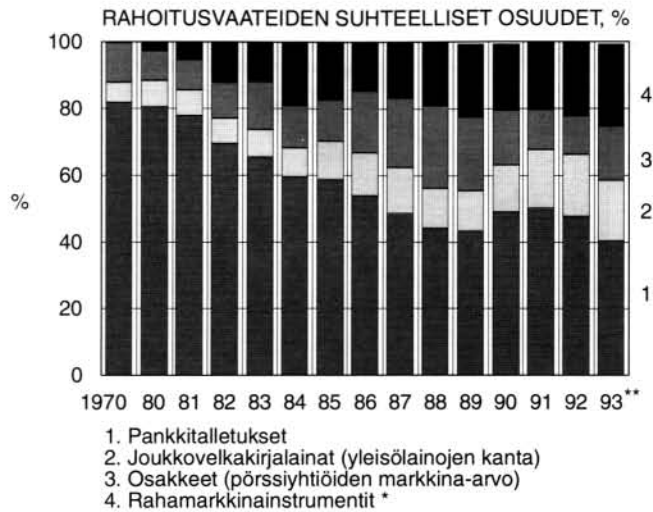
Yrityksille joukkovelkakirjarahoitus on relevantti vaihtoehto myös siitä syystä, että pankkien lainanantokyky on heikentynyt meneillään olevan pankkikriisin vuoksi. Yritykset ovatkin jo laskeneet uusia joukkovelkakirjoja alkuvuodesta enemmän liikkeeseen kuin koko viime vuonna. Sen sijaan rahoituslaitokset eivät ole saaneet joukkovelkakirjojaan kaupaksi tappiollisten tulostensa vuoksi (kuvio 6). Tilanne voi tosin tältä osin muuttua lähiaikoina, jos odotukset rahoitustoimialan kannattavuudesta kohenevat ja valtio periaatepäätöksensä mukaisesti myöntää pankeille takauksia.

Viitelainojen päämarkkinatakaaja-järjestelmä

Valtio ottaa markkamääräistä velkaa pääosin sarjaobligatioiden avulla. Näiden paperien kaupankäynnin vilkastuttamiseksi luotiin syksyllä 1992 ns. valtion viitelainojen¹ päämarkkinatakaaja-järjestelmä eli primary dealer system. Järjestelmä perustuu kahteen eri sopimukseen. Valtiokonttorin kanssa solmimassaan sopimuksessa päämarkkina-

¹ Valtion viitelainoiksi valitaan likvidejä sarja- ja asunto-obligaatioita, joiden kanta on riittävän suuri.

KUVIO 1.



* Yleisön hallussa olevat rahamarkkina- arvopaperit: sijoitustodistukset, yritystodistukset, valtion velkasitoumukset, kuntatodistukset, notariaattisijoitukset, erityisottolainaus ja yritysten pankkeihin tekemät valuutan termiiniymynnit (nettoarvoisina)

**1993/6

KUVIO 2.

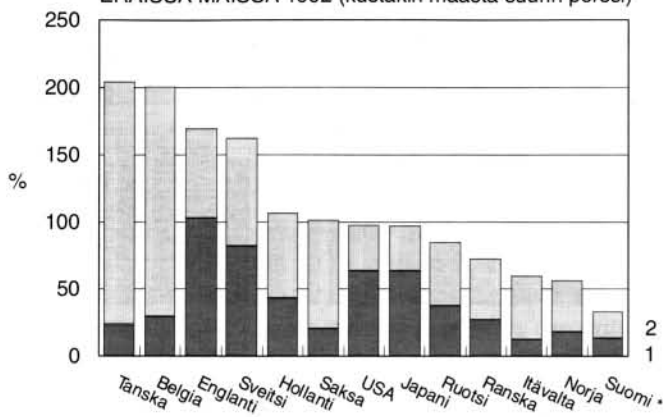


takaajat sitoutuvat osallistumaan valtion lainojen emissiohuutokauppoihin ja ylläpitämään jälkimarkkinoita. Markkinatakaajien käyttäytymissäännöt taas on määritelty Suomen Pankin ja päämarkkinatakaajien välisessä sopimuksessa.

Sopimukset ovat osittain päällekkäisiä ja toisiansa vahvistavia. Valtiokonttorin kanssa

KUVIO 3.

PÖRSSIOSAKKEIDEN JA JOUKKOVELKAKIRJALAINOJEN MARKKINA-ARVOT SUHTEESSA BKT:HEN ERÄISSÄ MAISSA 1992 (kustakin maasta suurin pörssi)

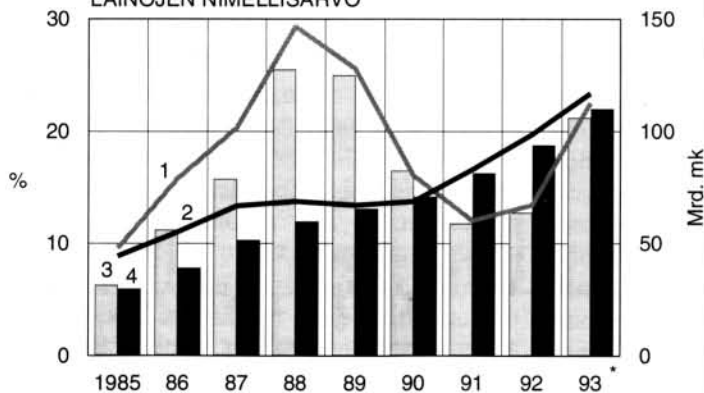


1. Pörssiosakkeet
2. Joukkovelkakirjalainat

* Joukkovelkakirjalainojen markkina-arvon sijasta käytetty nimellisarvoa.

KUVIO 4.

PÖRSSISSÄ NOTEERATTUJEN OSAKKEIDEN MARKKINA-ARVO JA JOUKKOVELKAKIRJALAINOJEN NIMELLISARVO



1. Pörssiyritysten markkina-arvo, % BKT:sta (vasen asteikko)
2. JVK-lainojen nimellisarvo, % BKT:sta (vasen asteikko)
3. Osakkeiden markkina-arvo (oikea asteikko)
4. JVK-lainojen nimellisarvo (oikea asteikko)

* 1993 = kesäkuun 1993 tilanne.

sitovan ja vallitsevaan markkinahintatasoon nähden kohtuullisen tarjouksen merkittävänä olevasta lainasta. Asuntorahaston lainoista velvollisuus koskee vain viitelainoja, mutta sarjaobligatiolainoista kaikkia valtion liikkeeseen laskemia sarjaobligatiolainoja.

Valtiokonttorin kanssa solmimansa sopimuksen jälkimarkkinoita käsittelevässä osassa päämarkkinatakaajat ovat sitoutuneet osallistumaan valtion lainojen jälkimarkkinakauppaan aktiivisesti ja hyvien kaupankäyntitapojen mukaisesti. Sopimuksen mukaan päämarkkinatakaajat antavat toiselle markkinatakaajalle kaksipuolisen ja sitovan hintanoteerauksen 10 miljoonan markan kauppaerästä. Asiakkaalle ne ovat velvollisia antamaan sitovan ostohinnan.

Päämarkkinatakaajien käyttäytymissääntöjä koskevan sopimuksen mukaan päämarkkinatakaajat pyrkivät muun muassa osto- ja myyntihinnan perusteella määräytyvässä tuotossa enintään viiden peruspisteen marginaaliin, josta ne voivat yleisen markkinahäiriön vallitessa luopua ilmoittamalla siitä välittömästi toisille markkinatakaajille ja Suomen Pankille. Sopimuksen mukaan hyvä markkinaetiikka edellyttää lisäksi, että päämarkkinatakaaja antaa pyynnöstä asiakkaalle sitovan osto- ja myyntihinnan.

solmimassaan sopimuksessa päämarkkinatakaajat Pankkiiriliike Evli, Kansallis-Osake-Pankki, OKO, Postipankki, Skop ja Suomen Yhdyspankki sitoutuvat tekemään valtion sarjaobligatiolainoja ja asuntorahaston obligatiolainoja koskevilla tarjouskilpailuilla

Päämarkkinatakaajat eivät saa rahallista korvausta toiminnastaan, mutta niillä on yksinoikeus osallistua valtion lainojen huutokauppoihin. Koska järjestelmän ulkopuoliset pankit ja pankkiiriliikkeet joutuvat ilmaisemaan kiin-

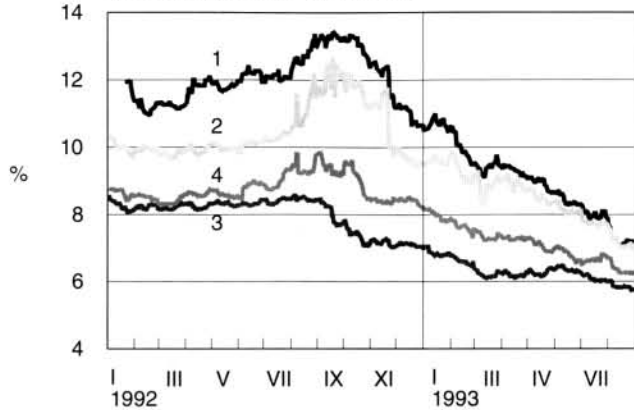
nostuksensa osallistua näihin huutokauppoihin päämarkkinataakaajille, nämä saavat tietoa myös järjestelmään kuulumattomien markkinaosaosapuolten toiminnasta joukkovelkakirjalainamarkkinoilla. Lisäksi päämarkkinataakaajilla on yksinoikeus osallistua valtiokonttorin huutokaupan jälkeisenä päivänä mahdollisesti tekemään, samaa lainaa koskevaan merkintätarjoukseen. Valtiokonttori voi tarjota markkinataakaajien ostettavaksi määrän, joka on enintään 30 % tarjouskilpailussa liikkeeseen lasketusta määrästä. Myyntikurssi, jonka valtiokonttori päättää, on kaikille markkinataakaajille sama.²

Valtion joukkovelkakirjojen likviditeetti on moninkertaistunut syksyn 1992 jälkeen, jolloin päämarkkinataakaajajärjestelmä aloitettiin (kuvio 7). Järjestelmän lähdettyä käyntiin kaupankäynti oli aluksi päämarkkinataakaajien välistä, mutta painopiste on sittemmin siirtynyt asiakaskauppaan. Likviditeetin lisääntymisen myötä kauppajen koko on suurentunut, ost- ja myyntinoteerauksien erot pienentyneet ja ulkomaisten sijoittajien mielenkiinto herännyt. Viitelainamarkkinoiden kehittymistä ovat osaltaan edistäneet myös kansantaloutta ja Suomen markan arvoa koskevien odotusten parantuminen ja odotukset pitkien korkojen laskusta.

Tällä hetkellä viitelainoja on viisi, ja niiden yhteenlaskettu kanta on noin 35 mrd. markkaa

KUVIO 5.

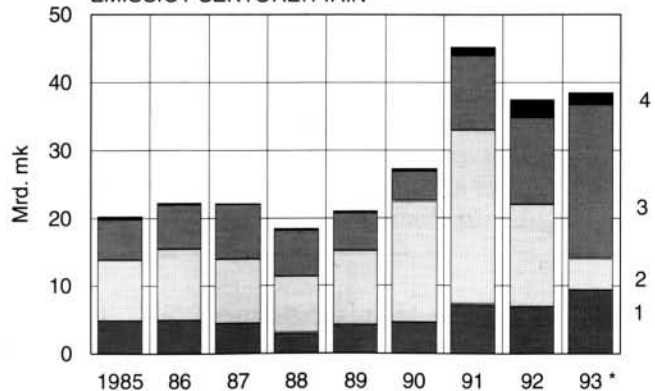
OBLIGAATIOKORKOJEN EROT



1. Valtion verollinen JVK 1/92, eräpäivä 15.1.1999
2. Ruotsin kruunun 5 vuoden obligaatiokorko
3. Saksan markan 5 vuoden obligaatiokorko
4. Ecutin 5 vuoden korko

KUVIO 6.

MARKKAMÄÄRÄISET JOUKKOVELKAKIRJALAINA-EMISSIOT SEKTOREITTAIN



1. Yritykset
2. Rahoituslaitokset
3. Valtio
4. Kunnat

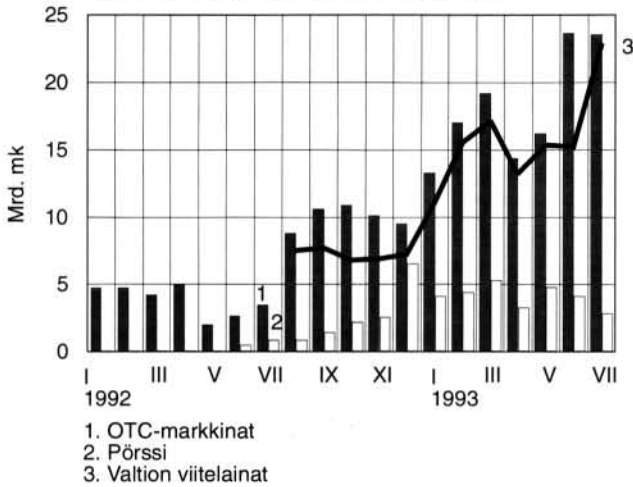
* 1.1. - 31.7.1993

(taulukko). Kaupankäynnin lisääntymisen myötä järjestelmässä olisi tilaa muutamalle uudelle päämarkkinataakaajalle.

²Tarkemmin Kristina Rantalaisen artikkelissa Bank of Finland Bulletinin numerossa 2/93.

KUVIO 7.

JOUKKOVELKAKIRJALAINOJEN VAIHTO



Keskuspankki on harkintansa mukaan valmis niin ikään antamaan poikkeuksellisissa tilanteissa lyhytaikaista erityisrahoitusta niille arvopaperivälittäjille, jotka toimivat päämarkkinatakaajina mutta eivät ole pankkeja.

Joukkovelkakirjamarkkinoiden rakenteita kehitetään edelleen. Varsinkin tukku-markkinoilla pyritään poistamaan fyysiset arvopaperit mahdollisimman nopeasti ja siirtämään ne elektroniseen arvo-osuusjärjestelmään. Arvo-osuusjärjestelmän avulla päästään eroon monista fyysisiin arvopapereihin perustuvien markkinoiden käytännön ongelmista. Tukku-markkinoiden toiminnan tehostamiseksi on suunnitteilla myös pitkiin korkoihin perustuvien futuurimarkkinoiden avaaminen.

Taulukko. Päämarkkinatakaajajärjestelmän tämänhetkiset viitelainat

Viitelaina	Laina-aika	Kuponkikorko	Lainakanta 31.7.1993, milj. markkaa
3/91	15.6.1991 – 1995	11 % p.a.	3 370
2/92	15.6.1992 – 1997	11 % p.a.	10 822
1/92	15.1.1992 – 1999	11 % p.a.	9 982
1/92*	15.3.1992 – 2002	10.75 % p.a.	6 371
1/93	15.3.1993 – 2004	9.50 % p.a.	4 567

Yht. 35 112 milj. mk

*Asunto-obligaatio

Osakkeiden hintojen nopea nousu

Suomalaisiin osakkeisiin on kohdistunut voimakas kysyntä alkuvuoden kuluessa: Helsingin Arvopaperipörssin yleisindeksi nousi tammi–heinäkuussa 55.6 %. Ulkomaiset sijoittajat ovat ostaneet suomalaisia osakkeita alkuvuodesta useilla miljardeilla (kuvio 2), ja myös kotimainen kysyntä on jatkunut vilkkaana.

Nousun taustalla ovat pääasiassa samat tekijät kuin korkomarkkinoidenkin kasvun taustalla eli parantuneet taloudelliset odotukset. Muita osakkeiden kysyntää ja markkinoiden likviditeettiä lisääviä tekijöitä ovat olleet leimaveron poistaminen osakekaupoilta toukuun 1992 alussa ja ulkomaisia portfoliosijoituksia koskevien rajoitusten poistaminen vuoden 1993 alusta lähtien.

Tammikuun alussa voimaan astunut pääomatulojen verotuksen uudistus selkeytti ja kevensi osakesijoittajien verotusta. Useimpiin

Valtion velkakirjamarkkinoita tehostettiin

Edistääkseen kaupankäyntiä valtion viitelainoilla ja parantaakseen päämarkkinatakaajien toimintaedellytyksiä keskuspankki päätti kesäkuussa aloittaa viikoittaiset repo-huutokaupat päämarkkinatakaajien kanssa. Huutokaupoilla pyritään helpottamaan päämarkkinatakaajien kaupintasalkun rahoitusta. Kauppojen materiaalina käytetään valtion ja Suomen Pankin velkapapereita. Näitä repo-kauppoja ei tehdä rahapoliittisin perustein.

Suomen Pankki ilmoitti lisäksi, että se voi harkintansa mukaan myöntää päämarkkinatakaajalle mahdollisuuden päivänsisäiseen luottoon, jolle sen saaja antaa kattavan vakuuden.

pääomatuloihin sovelletaan uudistuksen jälkeen 25 prosentin verokantaa entisen marginaaliverokannan ja omistusaikaan sidottujen veronhuojennusten sijasta.

Kotitalouksien sijoitukset ovat kanavoituneet pörssiin entistä enemmän sijoitusrahastojen kautta. Suomalaiset sijoitusrahastot ovatkin alkuvuoden kuluessa kasvaneet nopeasti. Rahastoista on selvästi tulossa uusi keski-suuri sijoittajaryhmä markkinoille, mikä parantaa markkinoiden likviditeettiä edelleen.

Pörssiyhtiöt ovat hyödynneet osakemarkkinoiden piristymisen tekeillä huomattavia osake-emissioita alkuvuoden kuluessa. Toteutuneiden emissioiden määrä oli heinäkuun lopussa noin 4,5 mrd. markkaa. Suoraan emissiosta ulkomaille myytyjen osakkeiden yhteismäärä on runsaat 2 mrd. markkaa.

Osakkeiden hintojen kehitys on ollut toimialoittain hyvin erilainen syksystä 1991 lähtien. Markan arvon heikkenemisestä hyötyivät eniten vientiä harjoittavat yritykset, joiden kassavirtaodotukset parantuivat olennaisesti. Tämä on havaittavissa myös metalli- ja metsäteollisuuden osakeindeksien suotuisasta kehityksestä (kuvio 8).³

Osakkeet arvo-osuusjärjestelmässä

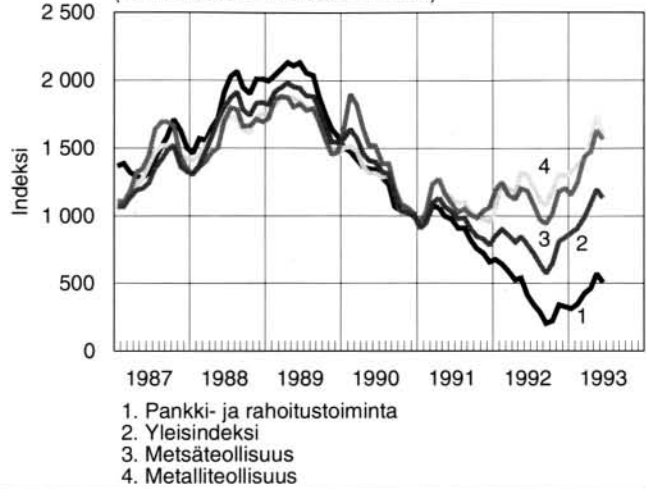
Suomen arvo-osuusjärjestelmä⁴ on paperiton järjestelmä, jossa fyysiset arvopaperit korvataan yksinomaan tietojärjestelmään tehtävillä kirjauksilla. Suomalaisen sijoittajien omistukset ovat julkisia mutta ulkomaalaiset voivat halutessaan hallintarekisteröidä omistuksensa ja välttää julkisuuden.

³ Suomalaisen osakkeiden dynamisesta hinnoittelusta ks. Markku Malkamäki, Essays on Conditional Pricing of Finnish Stocks, Bank of Finland, Series B:48, 1993.

⁴ Lisätietoja saa Arvo-osuusyhdistyksen julkaisusta Suomen Arvo-osuusjärjestelmä, 1992.

KUVIO 8.

OSAKKEIDEN HINNAT SUOMESSA
(HEX-indeksi 28.12.1990 = 1 000)



Pörssissä listattujen osakkeiden siirtämisen arvo-osuusjärjestelmään aloitettiin keväällä 1992. Tällä hetkellä noin puolet osakkeista on siirretty arvo-osuuksiksi ja loppujen siirtäminen saataneen suoritetuksi vuoden 1995 aikana.

Arvo-osuuksilla käydään kauppaa Helsingin Arvopaperipörssin elektronisessa HETI-järjestelmässä samalla tavoin kuin arvopapereilla. Järjestelmässä tehdyt kaupat selvitetään pörssin automaattisessa KATI-selvitysjärjestelmässä. Arvo-osuusjärjestelmän myötä pörssikauppojen selvitysaika aiotaan lyhentää nykyisestä neljästä kolmeen päivään.

Kehitysodotukset suotuisia

Suomen arvopaperimarkkinoiden suotuisaa kehittymistä tukevia tekijöitä on useita. Kansantalouden tila on vakiintumassa, mikä pienentäneet markkinoiden volatiliteettiä. Viranomaiset ja markkinaosapuolet kehittävät sekä korko- että osakemarkkinoiden rakenteita edelleen, ja tällä toivotaan olevan likviditeettiä lisäävä ja transaktiokustannuksia alentava vaikutus. Kansantalouden tasapainottuminen on kuitenkin vielä kesken. Tämän vuoksi talouskehitystä koskevien odotusten muutokset voivat vaikuttaa arvopapereiden hinnoitteluun tavallomaista enemmän. ■

Raha- ja valuuttapolitiikkaa ja rahoitusmarkkinoita koskevia toimenpiteitä

Tammikuu

Peruskorkoa alennettiin

Eduskunnan pankkivaltuusto alensi Suomen Pankin peruskoron 9.5 prosentista 8.5 prosenttiin 1.1.1993 lähtien.

Kassavarantovelvoitetta korotettiin

Suomen Pankki korotti pankkien kassavarantovelvoitteen 5.0 prosentista 5.5 prosenttiin joulukuun 1992 lopun kassavarantopohjasta.

Kassavarantotalletusten korkoa alennettiin

Suomen Pankki päätti 1.1.1993 lukien alentaa kassavarantotalletuksille maksettavan koron voimassa olevan kassavarantosopimuksen mukaiseksi. Uusi korko on 3 prosenttiyksikköä alle kolmen kuukauden heliborkoron, kuitenkin vähintään 8 %.

Pohjoismaiden keskuspankit uudistivat keskinäisen valuuttatukisopimuksensa

Pohjoismaiden keskuspankit päättivät uudistaa ja olennaisesti laajentaa vuoden 1984 alusta voimassa ollutta, lyhytaikaista valuuttatukea koskevaa sopimusta. Uudistettu sopimus tuli voimaan 1.1.1993 ja on voimassa toistaiseksi.

Ulkomaalaisomistus vapautettiin

Ulkomaalaisten omistusoikeutta Suomessa rajoittanut laki kumottiin joulukuun 1992 lopussa, ja suomalaisten yritysten ulkomaalaisomistuksen rajoitukset poistanut uusi lainsäädäntö astui voimaan 1.1.1993. Uusi lainsäädäntö helpottaa myös ulkomaalaisten kiinteistöhankintoja Suomessa.

Helmikuu

Rahapolitiikan linjaa täsmennettiin

Suomen Pankki täsmensi periaatteet, joiden mukaan lähivuosien rahapolitiikka mitoitetaan. Tavoitteena on vakiinnuttaa inflaatiovauhti pysyvästi kahden prosentin tasolle vuodesta 1995 alkaen. Inflaation mittana on kuluttajahintaindeksi, joka kuitenkin lasketaan si-

ten, että julkisista maksuista ja veroista samoin kuin asuntojen hintojen kehityksestä aiheutuneita muutoksia ei oteta siinä huomioon.

Peruskorkoa alennettiin

Eduskunnan pankkivaltuusto alensi Suomen Pankin peruskoron 8.5 prosentista 7.5 prosenttiin 15.2.1993 lähtien.

Valtiolta päätös taata pankkien toiminta

Eduskunta hyväksyi 23.2. yksimielisesti päätöksen, jonka mukaan valtio takaa suomalaisten pankkien kyvyn vastata sitoumuksistaan kaikissa oloissa. Samalla eduskunta sitoutui myöntämään hallitukselle kaikki tähän tarkoitukseen tarvittavat varat ja valtuudet.

Maaliskuu

Valtion vakuusrahaston organisaatiota uudistettiin

Valtion vakuusrahaston organisaatiota muutettiin lain nojalla 12.3.1993 alkaen. Muutoksilla pyritään parantamaan vakuusrahaston toimintaedellytyksiä pankkien tukemisessa. Keskeiset muutokset ovat seuraavat:

– Vakuusrahaston johtokunnan enintään viidestä jäsenestä yhden tulee edustaa valtiovarainministeriötä. Uusi laki ei siis enää sisällä säännöksiä muiden viranomaisten edustuksesta johtokunnassa. Eduskunnan pankkivaltuusto toimii edelleen vakuusrahaston hallintoneuvostona ja mm. nimittää johtokunnan jäsenet.

– Vakuusrahastolle valitaan päätoiminen johtaja ja riittävä muu päätoiminen henkilöstö. Ennen uudistusta rahastolla ei ollut omaa pysyvää henkilöstöä.

– Vakuusrahasto avustaa valtiovarainministeriötä valtion talousarviossa pankkitukeen varattujen määrärahojen käyttöä koskevien päätösten valmistelussa. Näistä tukitoimista päättää valtioneuvosto.

Toukokuu

Peruskorkoa alennettiin

Eduskunnan pankkivaltuusto alensi Suomen Pankin peruskoron 7.5 prosentista 7.0 prosenttiin 17.5.1993 lähtien.

Kassavarantovelvoitetta alennettiin

Suomen Pankki alensi pankkien kassavarantovelvoitteen 5.5 prosentista 4.5 prosenttiin huhtikuun lopun kassavarantopohjasta.

Verottomien käyttötilien enimmäiskorkoa laskettiin

Tulo- ja varallisuusverolakiin tehdyn muutoksen mukaan verottoman käyttötilin vuotuisen enimmäiskorko laskettiin 4.5 prosentista 2.5 prosenttiin toukokuun 6. päivästä alkaen.

Kesäkuu

Kassavarantotalletukset maksettiin takaisin pankeille

Suomen Pankki alensi pankkien kassavarantovelvoitteen 4.5 prosentista nolnaan (0) prosenttiin toukokuun kassavarantopohjasta ja maksoi kassavarantotalletukset takaisin pankeille 1.6.1993.

Käteisvaraluottosopimus irtisanottiin

Suomen Pankki irtisanoi pankkien kanssa tekemänsä käteisvaraluottosopimukset. Sopimuksen viimeinen voimassaolopäivä on 30.6.1993, jolloin pankeille myönnetyt käteisvaraluotot erääntyvät.

Valtion velkakirjamarkkinoita kehitettiin

Suomen Pankki ilmoitti 15.6. toimenpiteistä, joiden tarkoituksena on edistää valtion velkakirjamarkkinoiden toimintaa parantamalla päämarkkinatakaajien (primary dealers) toimintaedellytyksiä. Suomen Pankki mm. pitää päämarkkinatakaajille viikoittaisia repo-huutokauppoja, joiden materiaalina käytetään valtion ja Suomen Pankin velkapapereita. Suomen Pankki voi myös harkintansa mukaan myöntää päivänsisäistä luottoa päämarkkinatakaajille sekä lyhytaikaista erityisrahoitusta niille arvopaperivälittäjille, jotka toimivat päämarkkinatakaajina mutta eivät ole pankeja.

Heinäkuu

Vähimmäisvarantojärjestelmä otettiin käyttöön

Suomen Pankki sanoi 30.6. irti pankkien kanssa solmimansa kassavarantosopimuksen ja korvasi sen vähimmäisvarantojärjestelmällä. Järjestelmässä talletuspankkien ja ulkomaisten luottolaitosten konttoreiden edellytetään pitävän 2.0 % avistatalletuksistaan, 1.5 % muista talletuksistaan ja 1.0 % muusta kotimaisesta varainhankinnastaan korottomana vähimmäisvarantona Suomen Pankissa. Järjestelmää sovellettiin ensimmäisen kerran kesäkuun varantopohjaan ja vastaavat talletukset tuli tehdä viimeistään heinäkuun lopussa.

Peruskorkoa alennettiin

Eduskunnan pankkivaltuusto alensi Suomen Pankin peruskoron 7.0 prosentista 6.5 prosenttiin 15.7.1993 lähtien.

Elokuu

Peruskorkoa alennettiin

Eduskunnan pankkivaltuusto alensi Suomen Pankin peruskoron 6.5 prosentista 6.0 prosenttiin 16.8.1993 lähtien.

Valtion takaus SYP:lle ja KOP:lle

Valtioneuvosto teki 19.8.1993 periaatepäätöksen taata Suomen Yhdyspankin ja Kansallisen Osake-Pankin oman pääoman hankintaa. Lopullisen päätöksen edellytyksenä on, että eduskunta hyväksyy tarvittavat tarkistukset budjettivaltuuksissa.

SYP:lle annettava takaus koskee pääomatodistusten liikkeeseenlaskua enintään 1 miljardiin markkaan saakka. KOP:n pääomatodistuksia ja vastuudebentuurilainoja valtio takaa enintään 1.8 miljardiin markkaan saakka. Pääomatodistuksille annettava takaus koskee sekä korkoa että pääomaa ja on voimassa enintään 10 vuotta.

SSP:lle lisää tukea

Valtioneuvosto myönsi 19.8.1993 Suomen Säästöpankki - SSP Oy:lle pääomatukea miljardi markkaa. Tästä 250 mmk käytettiin SSP:n osakepääoman korottamiseen ja 750 mmk pankin pääomatodistusten merkitsemiseen. Samalla valtion omistus SSP:sta nousi 99 prosenttiin.

Keskuspankkipolitiikan välineet

Markkinaoperaatiot

Rahamarkkinaosapuolet

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. Suomen Pankki myöntää sekkitilioikeuden hakemuksesta. Aktiivisena markkinaosapuolena toimiminen edellyttää rahoituslaitokselta, että se pystyy antamaan kaikissa kaupattavissa maturiteeteissa sitovat osto- ja myyntinoteeraukset vähintään Suomen Pankin edellyttämästä pienimmästä kauppaerästä ja että se kykenee toimittamaan arvopaperit arvopäivänä.

Suomen Pankki pitää säännöllisesti viikoittain repo-huutokaupan valtion lainojen päämarkkinatakaajien kanssa. Kauppojen materiaalina käytetään valtion ja Suomen Pankin velkapapereita. Suomen Pankki voi harkintansa mukaan myöntää päämarkkinatakaajalle mahdollisuuden päivänsisäiseen luottoon, jolle sen saaja antaa kattavan vakuuden.

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.

Viikoittaisten repo-huutokauppojen osapuoliksi hyväksytään päämarkkinatakaajat eli primary dealerit. Näillä tarkoitetaan valtion viitelainojen huutokauppoihin oikeutettuja ja jälkimarkkinoiden ylläpitoon sitoutuneita pankkeja ja arvopaperivälittäjiä. Suomen Pankki voi hakemuksesta hyväksyä huutokauppojen osapuoleksi myös muun valtion velkapapereilla aktiivisesti kauppaa käyvän rahoituslaitoksen.

Viikoittaisten repo-huutokauppojen vastapuoliksi on hyväksytty seuraavat päämarkkinatakaajat:

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

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

Valuuttainterventioiden vastapuoliksi on hyväksytty seuraavat pankit:

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

Rahamarkkinainterventioiden materiaali

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

1. Pankin oma pääoma on vähintään 200 milj. markkaa.

2. Pankki täyttää Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) vakavaraisuusvaatimukset, eli pankin oman pääoman suhde riskipainotettuihin saamisiin, sijoituksiin ja taseen ulkopuolisiin sitoumuksiin on vähintään 8 %.

3. Pankki toimii Suomen Pankin käsityksen mukaan sijoitustodistusten markkinatakaajina. Tämä edellyttää mm. sitä, että pankki noteeraa sitovan kaksipuolisen hinnan sijoitustodistuksille vähintään Suomen Pankin edellyttämästä pienimmästä kauppaeerästä ja että se kykenee toimittamaan sijoitustodistukset arvopäivänä.

4. Pankki on Suomen Pankin riskienseuranan kohteena.

5. Pankki sitoutuu antamaan vakuudet, jotka Suomen Pankki saatavilleen vaatii.

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

Pankit, joiden sijoitustodistukset Suomen Pankki hyväksyy interventiomateriaaliksi, ovat seuraavat:

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

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

Tällä hetkellä Suomen Pankin asettama varantovelvollisuus koskee talletuspankkeja ja ulkomaisten luottolaitosten sivukonttoreita. Vähimmäisvarantojärjestelmässä Suomen Pankki määrää varantovelvollisuuden suuruuden prosentteina varantopohjasta. Vähimmäisvaranto lasketaan kuukausittain kunkin kalenterikuukauden viimeisen päivän varantopohjan mukaan. Varantovelvollisen on toimitettava velvoitettaan vastaava määrä varoja Suomen Pankkiin viimeistään seuraavan kalenterikuukauden viimeisenä pankkipäivänä.

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

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

Vähimmäisvarantovelvoite koskee seuraavia pankeja:

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

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

Maksuvalmiusjärjestelmä

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

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

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 raha-

määristä. Voimassa oleva huutokauppakorko on yhden kuukauden periodissa viimeksi pidetyn tarjouskilpailun hyväksytyjen tarjousten painotettu keskikorko vuotuisena korkona ilmaistuna.

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.

Peruskorko

Suomen Pankin peruskorosta päättää eduskunnan pankkivaltuusto Suomen Pankin johtokunnan tekemän esityksen perusteella. Suomen Pankki ei myönnä peruskorkoon sidottua keskuspankkiluottoa. Peruskorko on markkinoiden käyttämä viitekorko; noin 30 % talletus- ja 40 % luottokoroista on sidottu siihen, ja nämä korot muuttuvat peruskoron muuttuessa.

Peruskorko on ollut 16.8.1993 alkaen 6 %.

Suomen Pankin uusia tutkimusjulkaisuja

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

Sarjajulkaisu

Sarja A ISSN 0355-6034

A:86

Pekka Sutela (toim.) **The Russian Economy in Crisis and Transition** (Pekka Sutela **Overview**; Sergei Alexashenko **The Collapse of the Soviet Fiscal System: What Should Be Done?**; Terhi Kivilahti, Jukka Kero – Merja Tekoniemi **Russia's Financial and Banking System**; Seija Lainela – Pekka Sutela **Russian Privatization Policies**; Pekka Sutela – Jukka Kero **Russian Trade Policies with the West: 1992 and Beyond**; Juhani Laurila **The External Debt of the Soviet Union and Russia**; Sergei Alexashenko **Distribution of Taxes and Transfers in the Former Soviet Union**). 1993. 192 s. ISBN 951-686-362-0.

Sarja B ISSN 0357-4776

B:48

Markku Malkamäki **Essays on Conditional Pricing of Finnish Stocks**. 168 s. ISBN 951-686-353-1.

Sarja C ISSN 0781-4429

C:9

Christian Bordes – David Currie – Hans Tson Söderström **Kolme arviota Suomen taluskriisistä ja talouspolitiikasta**. 224 s. ISBN 951-686-376-0.

Keskustelualoitteita ISSN 0785-3572

1/93

Shumin Huang **Determinants of Country Creditworthiness: An Empirical Investigation, 1980–1989**. 57 s. ISBN 951-686-363-9.

2/93

Rami Hakola **Pääoma- ja yritysverouudistuksen vaikutukset teollisuuden rahoitusrakenteeseen**. 45 s. ISBN 951-686-364-7.

3/93

Pentti Forsman – Pertti Haaparanta – Tarja Heinonen **Waste Paper Recycling and the Structure of Forest Industry**. 20 s. ISBN 951-686-365-5.

4/93

Risto Murto **Pankkiluottojen hinnoittelu vuosina 1987–1992: Mikä meni vikaan?** 33 s. ISBN 951-686-366-3.

5/93

Johanna Pensala – Heikki Solttila **Pankkien järjestämättömät saamiset ja luottotappiot vuonna 1992**. 21 s. ISBN 951-686-367-1.

6/93

Harri Hasko **Valuuttakauppojen netotus ja riskien hallinta**. 41 s. ISBN 951-686-368-X.

7/93

Jon Hirvilahti **Ensimmäisestä maailmansodasta toiseen kultakantaan**. Katsaus kulluvien valuuttakurssien ajanjaksoon vuosina 1914–1925. 120 s. ISBN 951-686-369-8.

8/93

Peter Nyberg – Vesa Vihriälä **The Finnish Banking Crisis and Its Handling**. 43 s. ISBN 951-686-370-1.

9/93

Anne Brunila – Kari Takala **Private Indebtedness and the Banking Crisis in Finland**. 39 s. ISBN 951-686-371-X.

10/93

Johanna Pensala – Heikki Solttila **Banks' Nonperforming Assets and Write-Offs in 1992**. 20 s. ISBN 951-686-372-8.

11/93

Sinimaaria Ranki **The ECU as the Future Currency of Financial Transactions.** 35 s. ISBN 951-686-373-6.

12/93

Matti Suominen **Fixed Rate Loan Contracts Maturity Transformation and Competition in the Deposit Market.** 19 s. ISBN 951-686-374-4.

Idäntalouksien katsauksia **ISSN 1235-7405**

1/93

Pekka Sutela **Taloudellinen transiitio Venäjällä.** 11 s.; Pekka Sutela **Venäjän taloudellinen voima 2000-luvulla.** 9 s.; Pekka Sutela **Itäinen Eurooppa integraatiossa: ottopolkia, sisarpuolia vai ...** 11 s.; Tuula Ryttilä **Venäjän keskeiset taloustapahtumat loka-joulukuussa 1992.** 9 s.; **Idäntalouksien loka-joulukuu 1992.** 16 s.

2/93

Inkeri Hirvensalo **Changes in the Competitive Advantages of Finnish Exporters in the Former USSR after the Abolition of the Clearing Payment System.** 35 s.; Miroslav Hrnčič **The Exchange Rate Regime and Economic Recovery.** 17 s.; Gábor Oblath **Real Exchange Rate Changes and Exchange Rate Policy under Economic Transformation in Hungary and Central-Eastern Europe.** 31 s.; Gábor Oblath **Interpreting and Implementing Currency Convertibility in Central and Eastern Europe: a Hungarian Perspective.** 19 s.

3/93

Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys 1992.** 19 s.; Seija Lainela **Baltian maiden talous vuonna 1992.** 25 s.; Pekka Sutela **Itäinen Eurooppa vuonna 1992.** 14 s.

4/93

Jouko Rautava **Monetary Overhang, Inflation and Stabilization in the Economies in Transition.** 17 s.; Jarmo Eronen **Manufacturing Industries before and after the Collapse**

of Soviet Markets: a Comparison of Finnish and Czechoslovak Experience. 19 s.

5/93

Pekka Sutela **Uusi hanke entisen rupla-alueen kaupankäynnin monenkeskeistämiseksi.** 8 s.; Juhani Laurila **Venäjän velkakriisin kehitys ja nykytilanne.** 10 s.; Tuula Ryttilä **Venäjän keskeiset taloustapahtumat tammi-maaliskuussa 1993.** 12 s.; **Idäntalouksien tammi-maaliskuu 1993.** 20 s.

6/93

Jouko Rautava **Yritystuesta sosiaaliturvaan: Julkisen tuen muospaineet Venäjällä.** 7 s.; Jarmo Eronen **Venäjän uusi hallinnollinen aluejako.** 7 s.; Aleksei Tkatchenko **Pienyritysjäyys Venäjällä: Nykytilanne ja kehitysnäkymät.** 35 s.; Tuula Ryttilä **Venäjän keskeiset taloustapahtumat huhti-kesäkuussa 1993.** 9 s.; **Idäntalouksien huhti-kesäkuu 1993.** 18 s.

Julkaisujen tiivistelmiä

Sarjajulkaisuja

Kolme arviota Suomen talouskriisistä ja talouspolitiikasta

Christian Bordes – David Currie – Hans Tson Söderström

C:9

Julkaisu sisältää kolmen kansainvälisesti arvostetun asiantuntijan toisistaan riippumattomat analyysit Suomen talouden nykyisen tilan syistä samoin kuin talouden ja talouspolitiikan tulevista mahdollisuuksista. Selvitykset laadittiin Suomen Pankin pyynnöstä alkuvuoden 1993 aikana ja ne julkaistiin sellaisinaan englanninkielisinä 29. kesäkuuta 1993. Toimeksiantossa asiantuntijoita pyydettiin esittämään näkemyksensä seuraavista kysymyksistä:

- Mitkä ovat talouden nykyiseen tilaan johtaneet lyhyen ja pitkän aikavälin syyt, talouspolitiikan osuus mukaan lukien?

- Mitkä ovat vakaaseen rahanarvoon tähtäävän politiikan ja talouden rakennekehityksen (työllisyys ja kasvu) väliset yhteydet?
- Mikä talouspolitiikka, mukaan lukien rahapolitiikka, näyttäisi suositeltavalta tänä päivänä ja keskipitkällä aikavälillä?

Lisäksi asiantuntijoita pyydettiin keskittymään talouden kokonaiskehitykseen ja talouspolitiikan eri lohkojen merkitykseen tässä yhteydessä.

Talouden nykytilaan johtaneita syitä käsitellessään analyysit ovat keskeisiltä osiltaan varsin yhdenmukaisia. Laman syyt nähdään pääosin sisäsyntyisiksi. Keskeisimpänä tekijänä pidetään 1980-luvun jälkipuoliskoon ajoitunutta rahamarkkinoiden riittämättömästi valmisteltua vapauttamista, joka johti luotonannon räjähdysmäiseen kasvuun ja talouden ylivelkaantumiseen sekä edelleen varallisuushintojen poikkeukselliseen nopeaan nousuun. Tätä kehitystä olisi arvioiden mukaan pitänyt hillitä tiukalla finanssipolitiikalla, mutta niin ei tehty. Seurauksena oli aluksi talouden kaksinpuolinen ylikuumeneminen ja sitten romahdus, jota vielä voimistivat Neuvostoliiton suuntautuneen viennin ehtyminen sekä taantuma läntisissä vientimaissa. Noissa olosuhteissa ei aiemmin hyvin motivoitu vakaan markan politiikka ollut selvitysten mukaan enää perusteltua.

Selvitysten talouspoliittisissa suosituksissa on niin ikään yhtäläisyyksiä, mutta myös selviä painotuseroja. Kaikissa tähdennetään talouden uskottavan ja laaja-alaisen uudistamissuunnitelman sekä uudenlaisten tuloratkaisujen tarpeellisuutta. Nykytilanteessa tämä merkitsee ennen kaikkea julkisten menojen tiukkaa karsintaa, korkojen alentamiseen tähtäävän rahapolitiikan ja kelluvan valuuttakursin yhdistelmää sekä yleistä palkkatasoa vakauttavaa, mutta samalla resursseja suljetulta avoimelle sektorille ohjaavaa tulopolitiikkaa. Lisäksi korostetaan mm. luottolaman ehkäisyn tärkeyttä sekä pankkien pelastamisen ja saneerauksen välttämättömyyttä. Merkittävin eroavuus suosituksissa koskee valtion nykyistä velkaantumisarvaa ja finanssipolitiikkaa: kahdessa selvityksessä korostetaan kireän finanssipolitiikan välttämättömyyttä ja kolmannessa

tähdennetään elvyttävän finanssipolitiikan tarvetta vaikean työttömyysongelman lievittämiseksi. Viimeksi mainittu suositus kuitenkin edellyttää uskottavaa ja pitkäaikaista sitoumusta saattaa valtion talous tasapainoon myöhemmin, laman alkaessa väistyä. Ennen pitkää olisi selvitysten mukaan myös toteutettava useita kansantalouden perusrakennetta tervehdyttäviä toimenpiteitä, kuten esimerkiksi julkisen talouden keventäminen mm. valtionyhtiöitä yksityistämällä, verotuksen edelleen kehitäminen sekä tuotantorakennetta ja kilpailua vääristävien tukimuotojen karsiminen. Sen sijaan paluusta ajan myötä kiinteään valuuttakurssiin arviot käyvät ristiin – sitä suositellaan, mutta sen mahdollisuus ja mielekkäisyys myös kyseenalaistetaan.■

Banks' Nonperforming Assets and Write-Offs in 1992

Johanna Pensala – Heikki Soltila
10/93

Julkaisu on ilmestynyt aiemmin suomenkielisenä (5/93) ja esitelty tämän lehden edellisessä numerossa.■

The ECU as the Future Currency of Financial Transactions

Sinimaaria Ranki
11/93

Euroopan valuuttayksikkö (ecu) on ainoa valuuttakori, joka kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla on saavuttanut valuuttoihin verrattavan aseman. 1980-luvun alkupuolella ecun katsottiin olevan tehokas, helppo ja halpa suoja korko- ja valuuttakurssiheilahteluita vastaan. 1990-luvun alussa ecun suosiota lisäsivät myönteiset odotukset talous- ja rahaliitosta (EMU). Jos EMU toteutuu ecusta tulisi EY-maiden yhteinen valuutta. Vuonna 1992 Euroopan valuuttamarkkinoita heiluttanut kriisi on kuitenkin aiheuttanut epävarmuutta EMU:n kohtalosta.

Koska EMU:n kohtalo riippuu paljolti Euroopan valuuttajärjestelmän (EMS) kitkattomasta toiminnasta, raportissa testataan ns. target zone -teoriaan nojautuen muutamien bilateraalisten EMS-valuuttakurssien uskottavuutta. Havaitaan, että valuuttakurssien uskottavuus ei inflaatiövauhtien konvergenssista huolimatta

ta ole pitkällä aikavälillä parantunut, mikä on johtunut mm. joidenkin maiden poliittisesta haluttomuudesta sitoutua EMS:n edellyttämään tiukkaan rahapolitiikkaan myös laskusuhdanteen aikana.

Selvityksessä esitetään näkökohtia myös ecun tulevasta käytöstä. Edellytyksenä ecun käytölle kansainvälisenä sijoitusvaluuttana olisi Maastrichtin sopimuksen ratifiointi kaikissa EY-maissa. Myös kaikki lailliset ecun käytön esteet on poistettava. Lisäksi EY:n instituutioiden olisi rohkaistava yhteisen valuuttayksikön käyttöä ennen kaikkea laskemalla liikkeeseen eculainoja.■

**Fixed Rate Loan Contracts,
Maturity Transformation and
Competition in the Deposit Market**

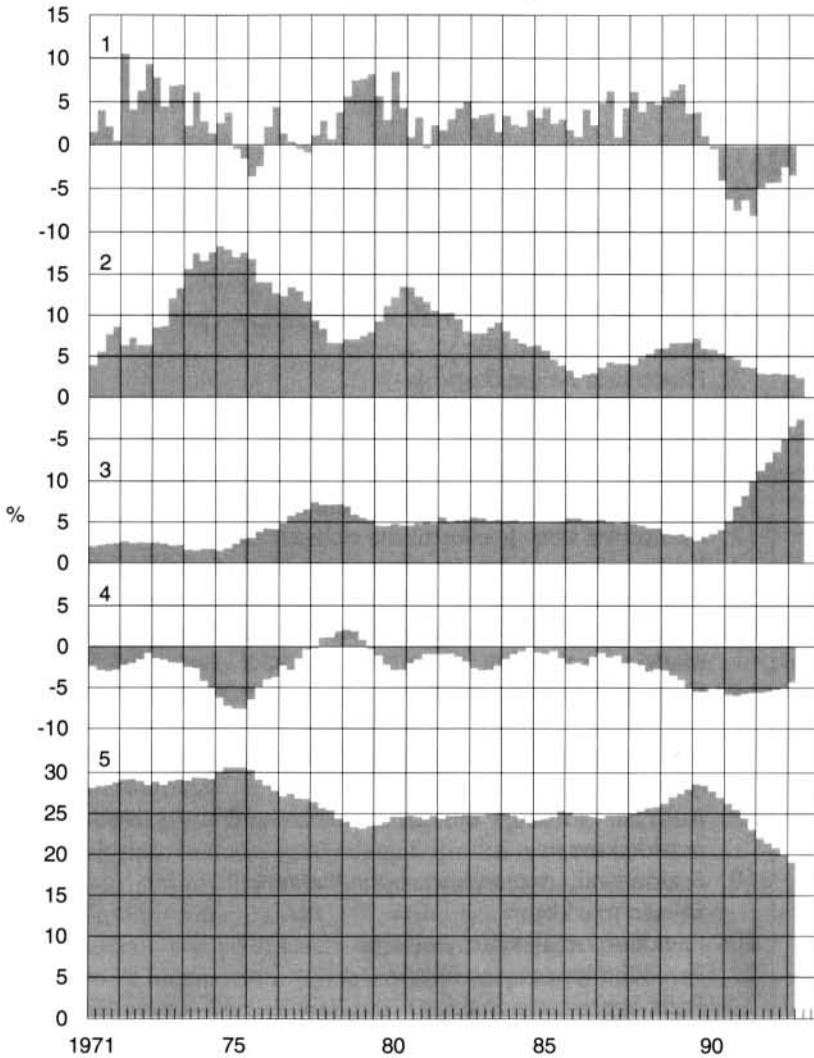
Matti Suominen

12/93

Tutkimuksessa etsitään teoreettista selitystä siihen, miksi pankit usein myöntävät kiinteäkorkoisia luottoja. Tätä varten osoitetaan, että epätäydellisen kilpailun vallitessa talletusmarkkinoilla talletuskorot vaihtelevat vähemmän kuin muut lyhytaikaisen rahoituksen korot. Näin ollen talletuspankeilla on muita rahoituslaitoksia paremmat edellytykset tarjota luottoja, joiden maturiteetti on niiden varainhankinnan maturiteettia pidempi. Lisäksi osoitetaan, että soveltamalla luotonannossaan kiinteäkorkoisuutta pankki voi rajoittaa halukkuuttaan voimakkaaseen talletuskorkokilpailuun. Lainanannon kiinteäkorkoisuus tukee tästä syystä kartellinomaista käyttäytymistä oligopolistisilla talletusmarkkinoilla.■

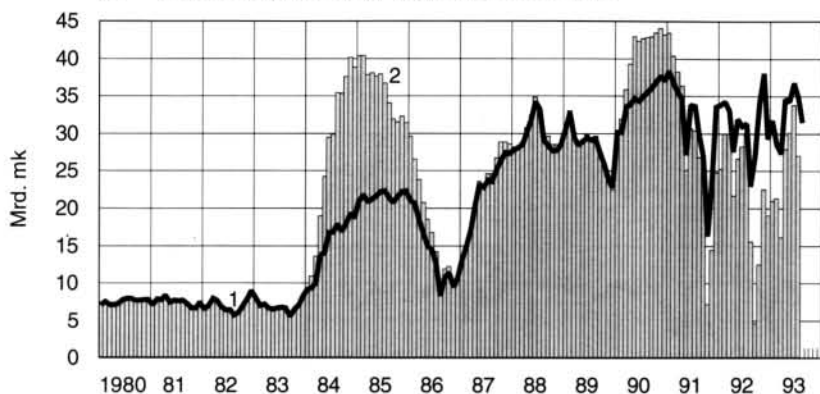
1. Keskeiset tasapainomuuttajat
2. Suomen Pankin valuuttavaranto
3. Kassavarantojärjestelmä
4. Suomen Pankin korkoja
5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa
6. Suomen Pankin maksuvalmiusjärjestelmän korot ja pankkien välinen yön yli -korko
7. Päivittäisiä heliborkorkoja
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja
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 kurssveja 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



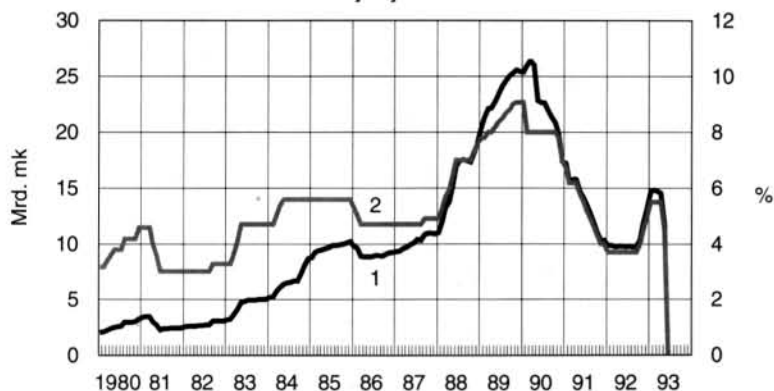
1. BKT, määrän muutos edellisen vuoden vastavasta neljänneksestä, %
2. Kuluttajahinnat, muutos edellisen vuoden vastavasta neljänneksestä, %
3. Työttömyysaste, %
4. Vaihtotaseen yli- tai alijäämä, % BKT:sta
5. Kiinteät investoinnit, % BKT:sta

2. Suomen Pankin valuuttavaranto



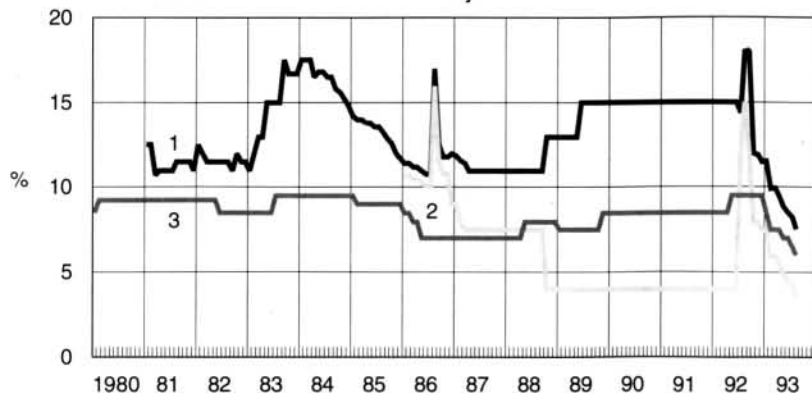
1. Vaihdeettava valuuttavaranto
2. Vaihdeettava valuuttavaranto + termiinasema

3. Kassavarantojärjestelmä



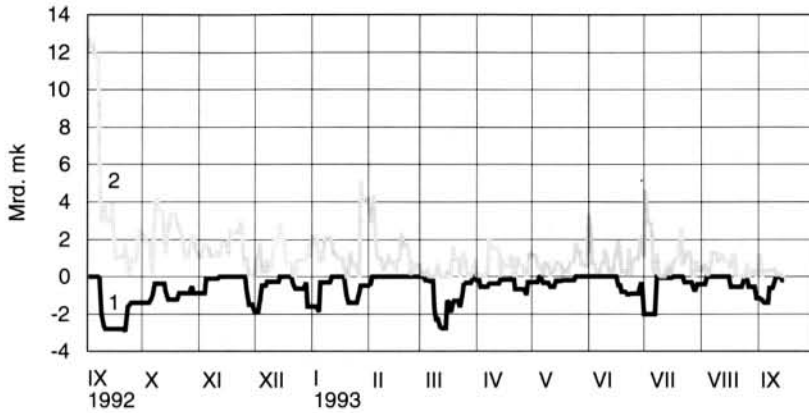
1. Pankkien kassavarantotalletukset (vasen asteikko)
2. Kassavarantoprosentti (oikea asteikko)

4. Suomen Pankin korkoja



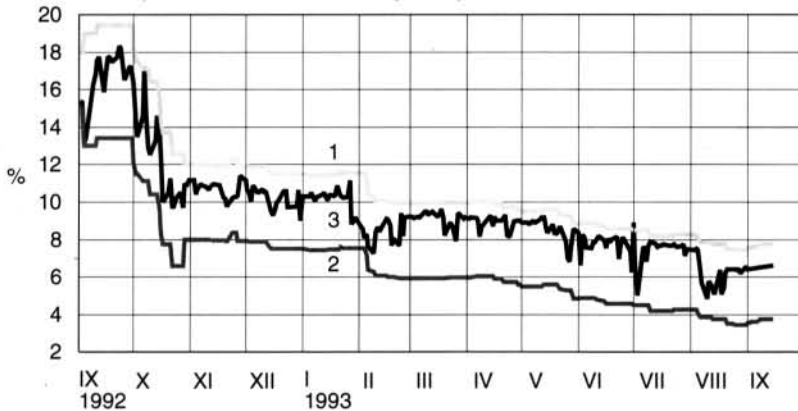
1. Maksuvalmiusluoton korko (ennen 3.7.1992 päivälüottokorko)
2. Päivätalletuskorko
3. Peruskorko

5. Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa



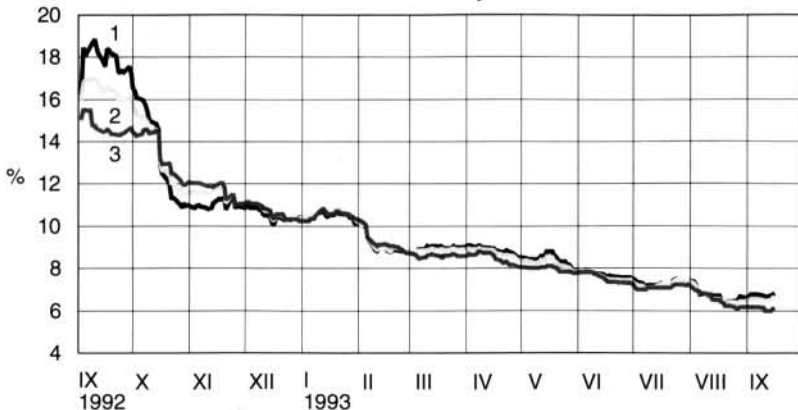
1. Maksuvalmiusluotot (-) (ennen 3.7.1992 päiväluotot)
2. Päivätalletukset

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



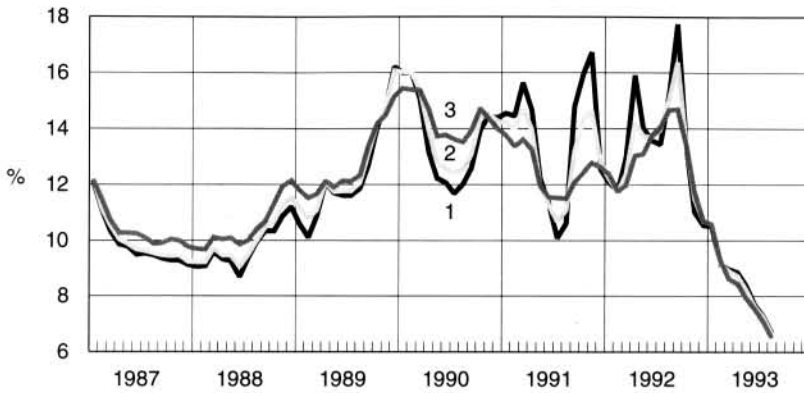
1. Maksuvalmiusluoton korko (ennen 3.7.1992 päiväluottokorko)
2. Päivätalletuskorko
3. Pankkien välinen yön yli -korko

7. Päivittäisiä heliborkorkoja



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

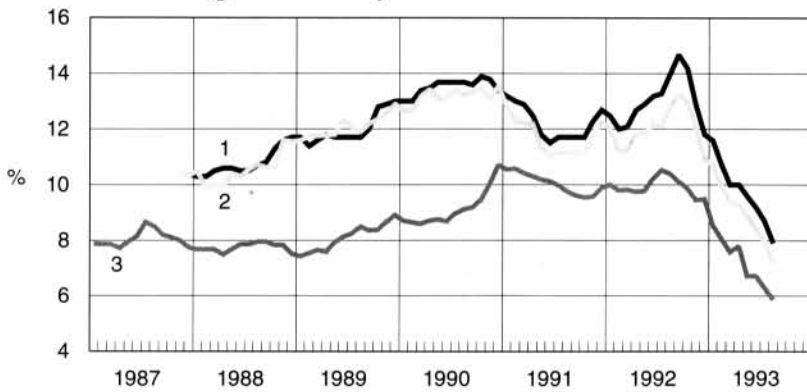
8. Kuukausittaisia heliborkorkoja



Kuukausikeskiarvoja

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

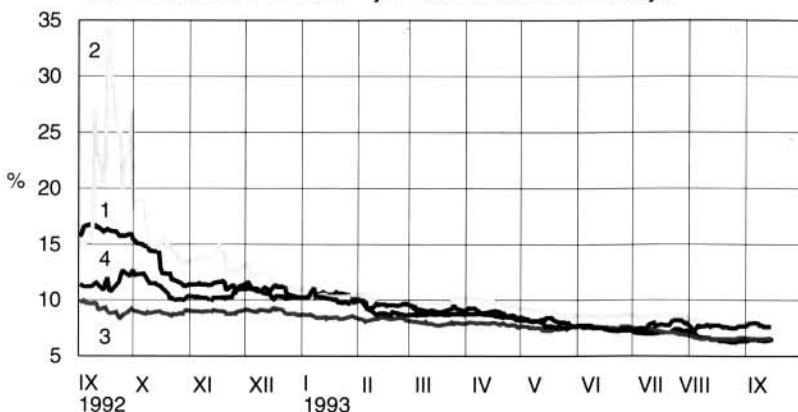
9. Obligaatiokorkoja



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

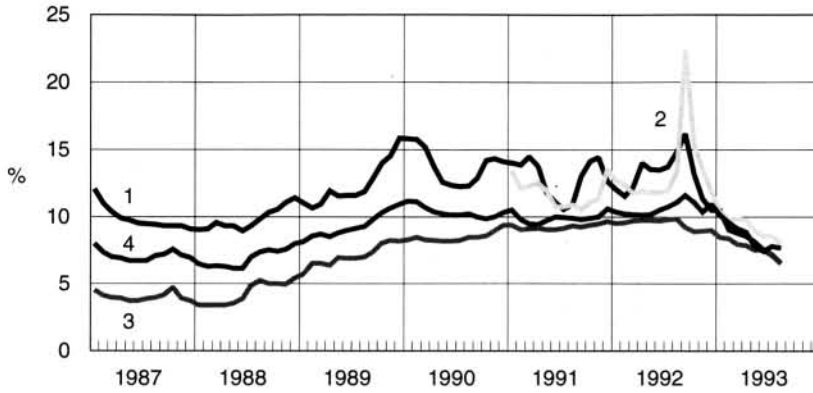
10. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia korkoja



3 kuukauden korkoja

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

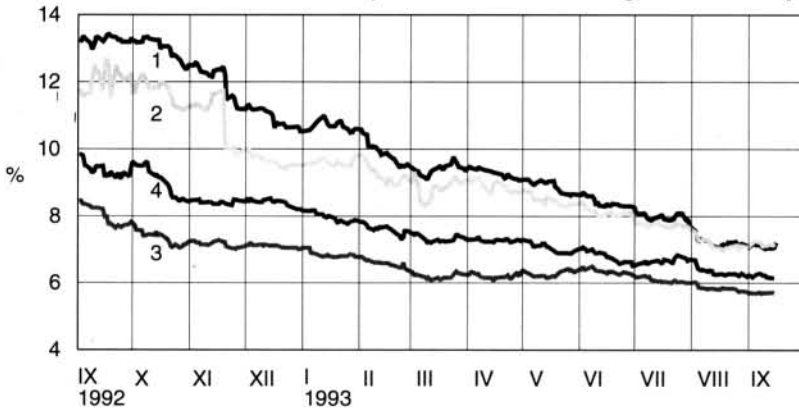
11. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia korkoja



3 kuukauden korkoja

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

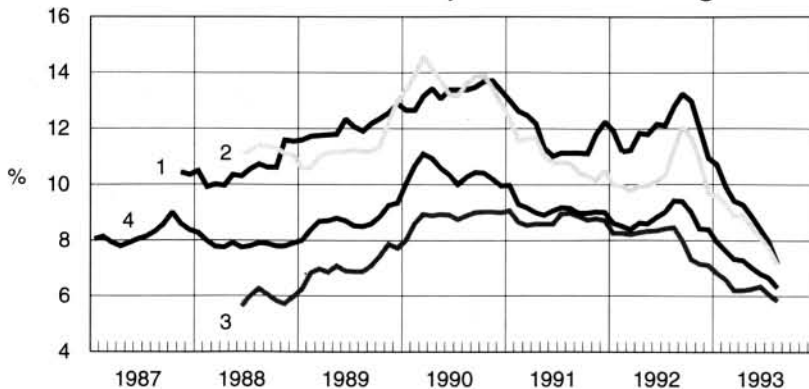
12. Päivittäisiä koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja



5 vuoden obligaatiokorkoja

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

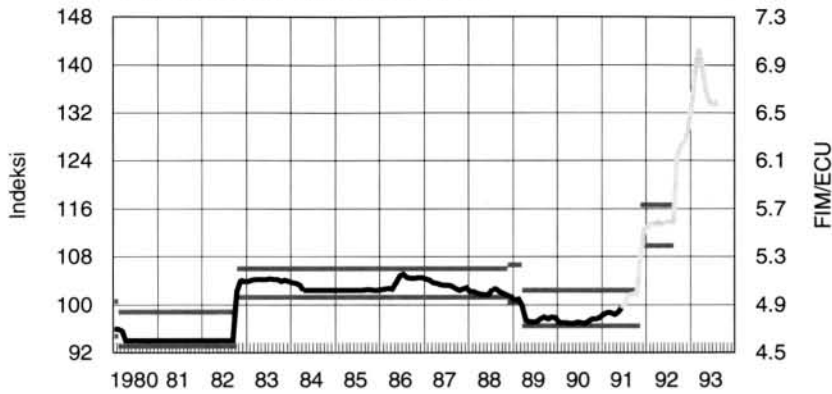
13. Kuukausittaisia koti- ja ulkomaisia obligaatiokorkoja



5 vuoden obligaatiokorkoja

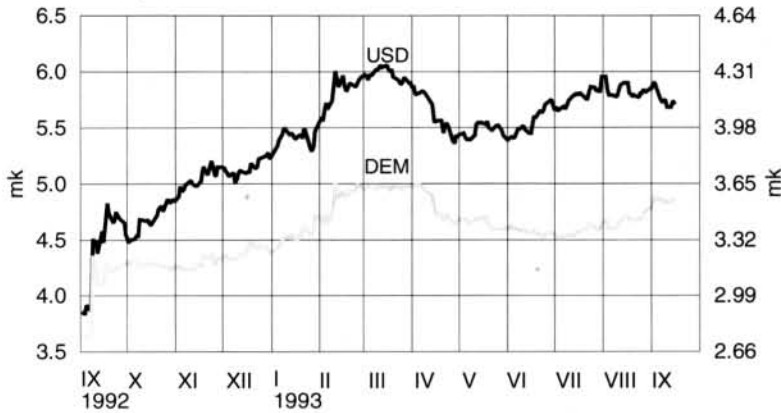
1. Suomen valtio
2. Ruotsin valtio
3. Saksan valtio
4. Markkinaecun korko

14. Markan ulkoinen arvo



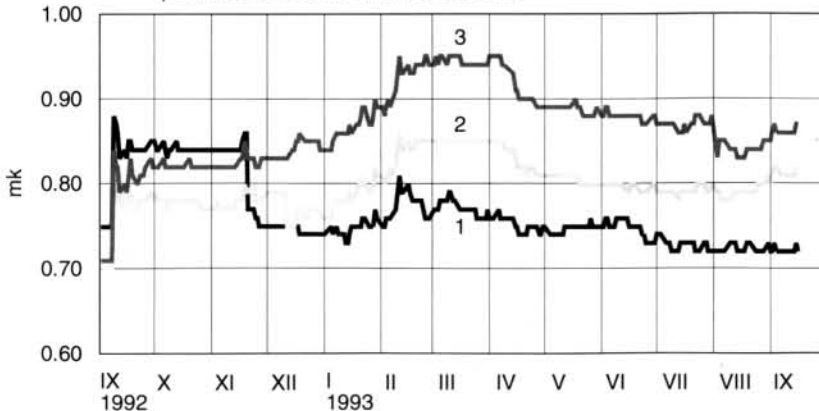
Kuukausikeskiarvoja
 Suomen Pankin valuuttaindeksi ennen 7.6.1991.
 Ecu:n markkakurssi
 7.6.1991 alkaen.
 Markan kurssi kelluu
 8.9.1992 lähtien.

15. Saksan markan ja Yhdysvaltain dollarin päivittäiset markkakurssit



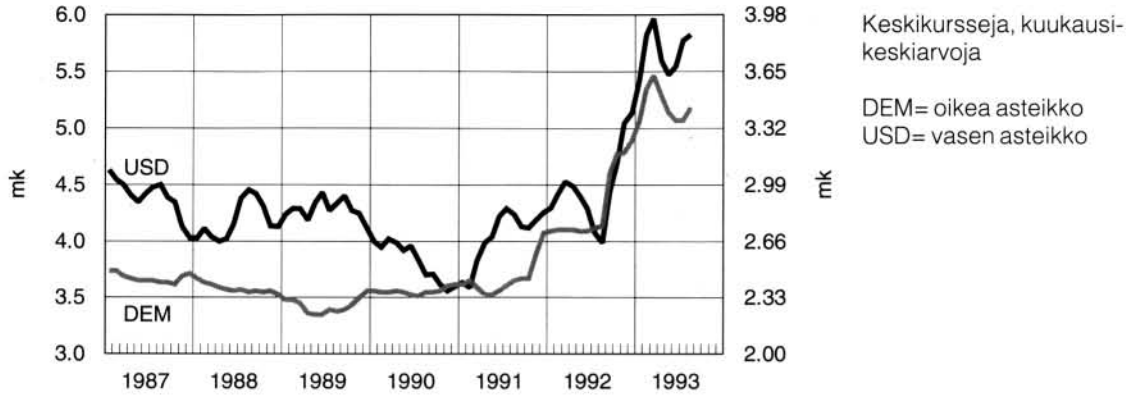
Keskikursseja
 DEM = oikea asteikko
 USD = vasen asteikko

16. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun päivittäiset markkakurssit

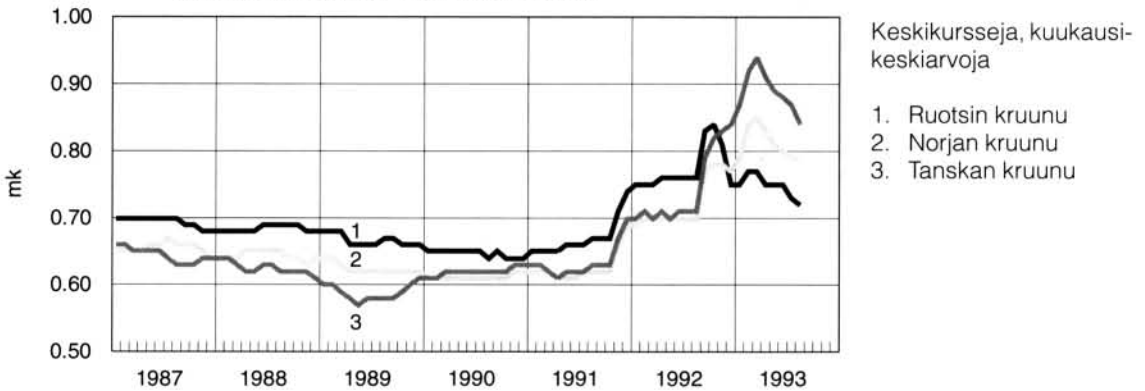


Keskikursseja
 1. Ruotsin kruunu
 2. Norjan kruunu
 3. Tanskan kruunu

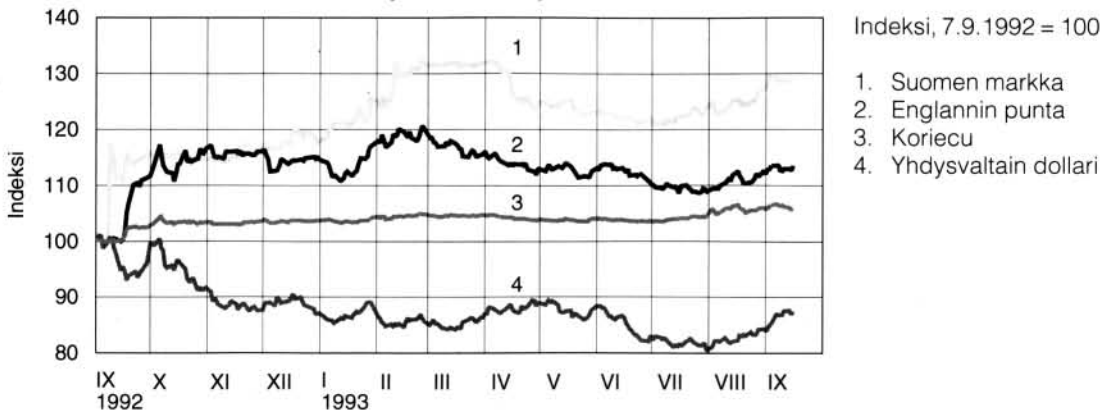
17. Saksan markkan ja Yhdysvaltain dollarin kuukausittaiset markkaurssit



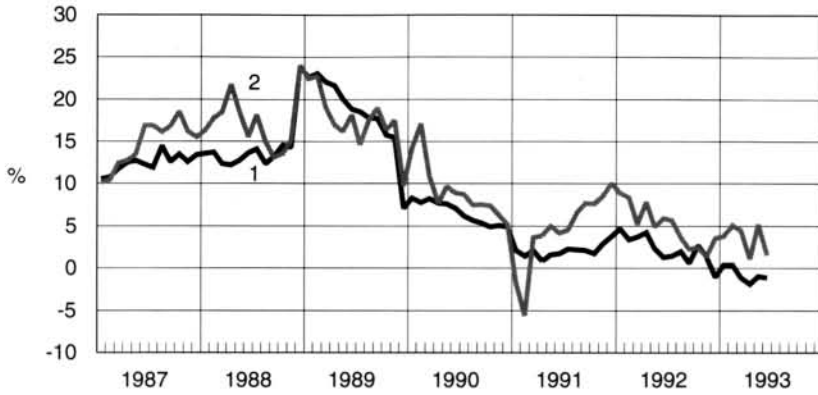
18. Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunun kuukausittaiset markkaurssit



19. Eräiden valuuttojen kurssieja suhteessa Saksan markkaan



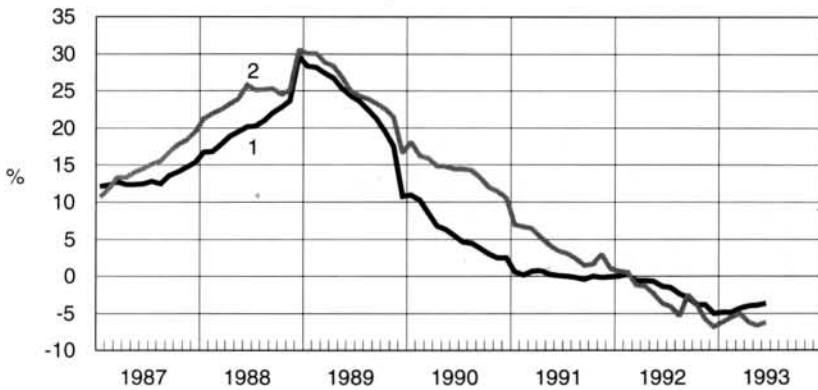
20. Pankkien ottolainaus yleisöltä



1. Markkatalletukset
2. Koko ottolainaus

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

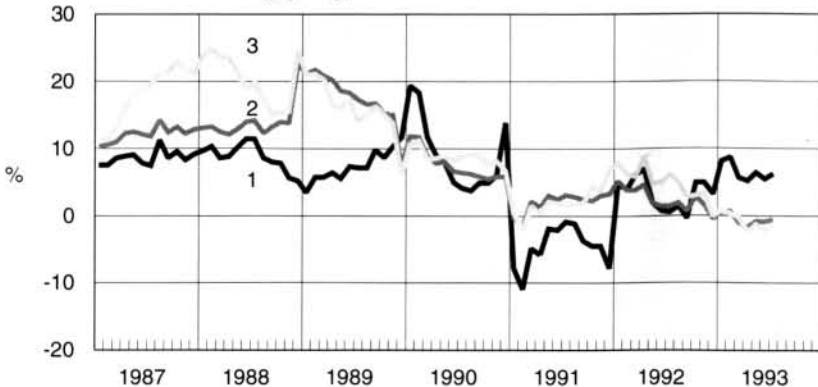
21. Pankkien luotot yleisölle



1. Markka-antolainaus
2. Markka- ja valuuttaluotot

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

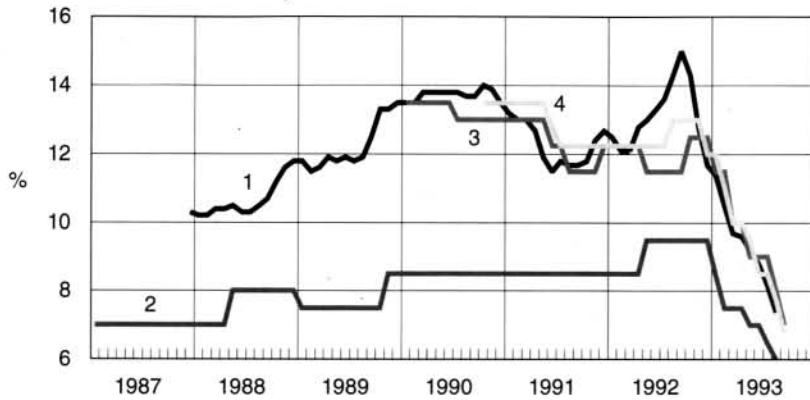
22. Raha-aggregaatit



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

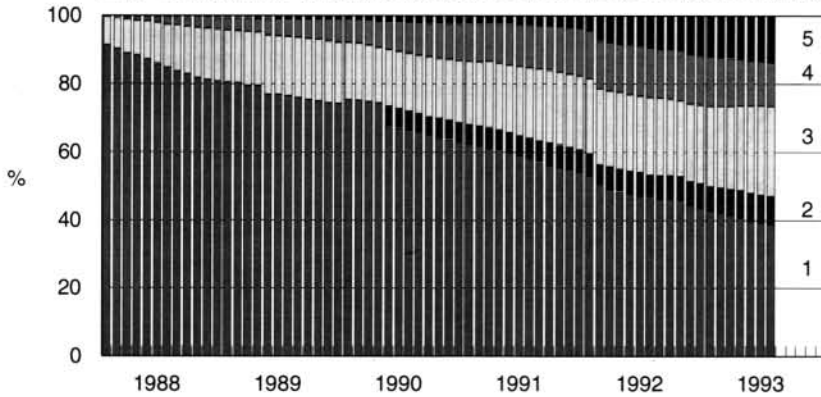
Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

23. Viitekorkoja



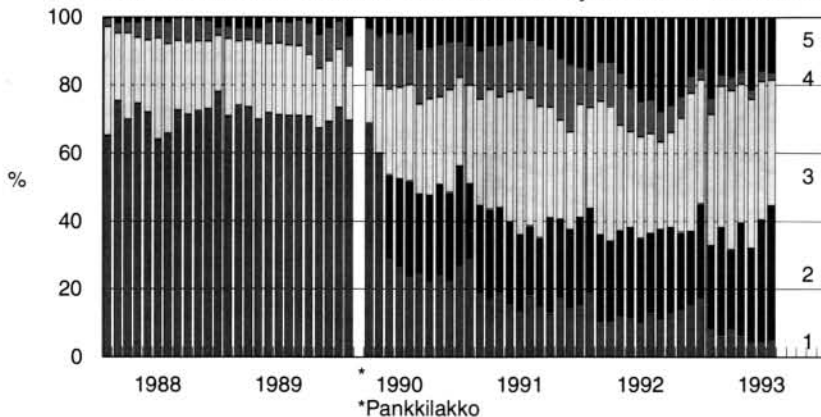
1. Suomen Pankin kolmen vuoden viitekorko
2. Peruskorko
3. Postipankki Oy:n primekorko
4. Osuuspankkiryhmän primekorko

24. Pankkien markkaluottokannan korkosidonnaisuudet



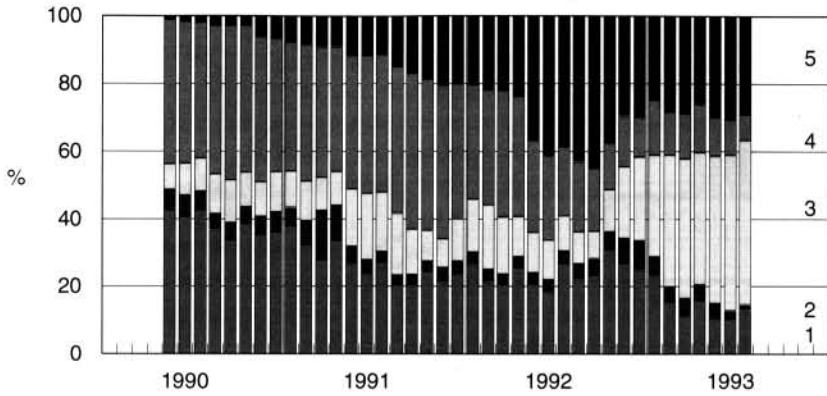
1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Pankkien omiin viitekorkoihin ja muihin korkoihin sidotut

25. Pankkien uusien markkaluottojen korkosidonnaisuudet



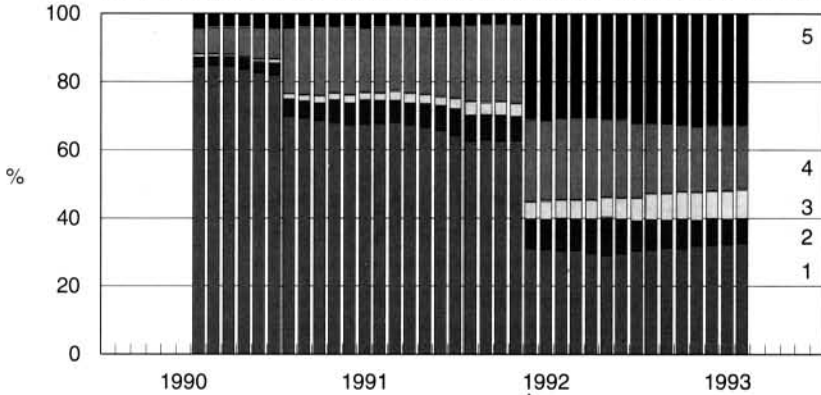
1. Peruskorkosidonnaiset (ennen toukokuuta 1990 myös kiinteäkorkoiset)
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Pankkien omiin viitekorkoihin ja muihin korkoihin sidotut

26. Pankkien uusien asuntoluottojen korkosidonnaisuudet



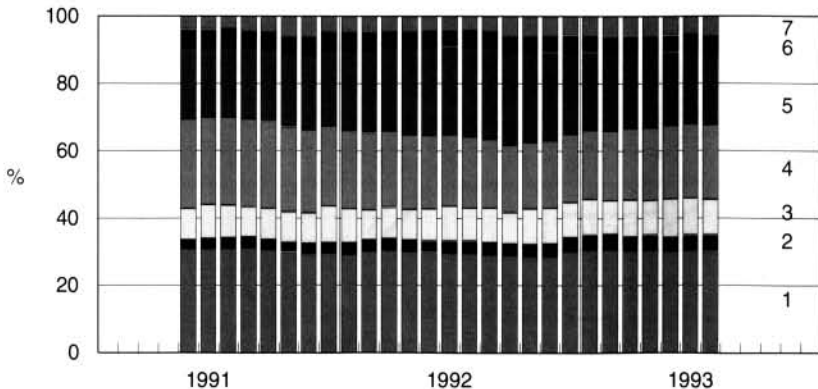
1. Peruskorkosidonnaiset
2. Kiinteäkorkoiset
3. Heliborsidonnaiset
4. Suomen Pankin pitkiin viitekorkoihin sidotut
5. Pankkien omiin viitekorkoihin ja muihin korkoihin sidotut

27. Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet



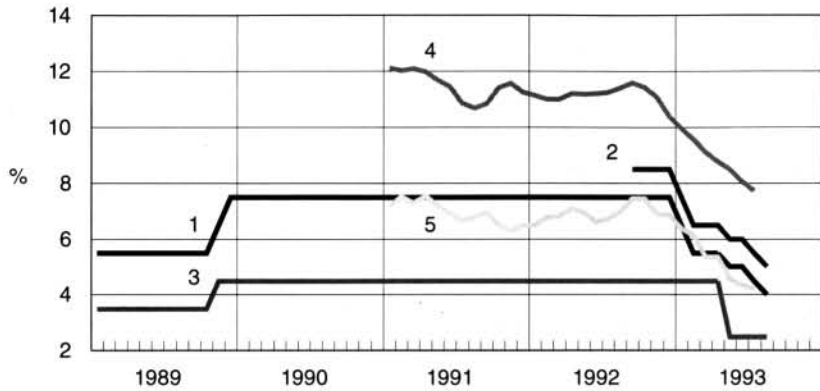
1. Peruskorkosidonnaiset
2. Heliborsidonnaiset
3. Pankkien omiin viitekorkoihin sidotut
4. Kiinteäkorkoiset
5. Muut

28. Pankkien talletuskannan rakenne



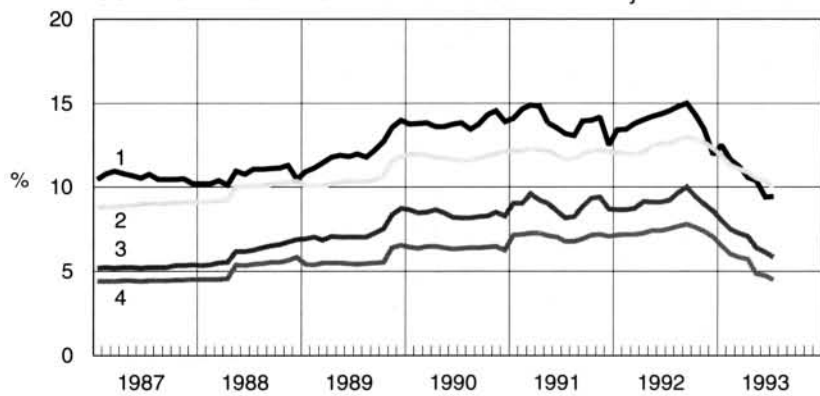
1. Verottomat sekki- ja käyttelytilit
2. Lähdeverolliset sekki- ja käyttelytilit
3. Muut verolliset sekki- ja käyttelytilit
4. Verottomat määräaika- ja muut tilit
5. Lähdeverolliset määräaika- ja muut tilit
6. Muut verolliset tilit
7. Valuuttatilit

29. Pankkien talletuskorot



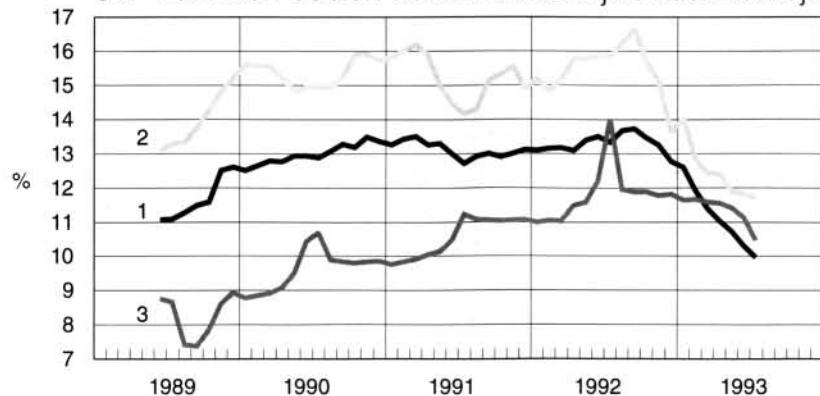
1. 24 kuukauden verottoman talletustilin korko
2. 36 kuukauden verottoman talletustilin korko
3. Verottoman käyttelytilin enimmäiskorko
4. Lähdeverollisten määräaikaistilien keskiporko
5. Lähdeverollisten käyttelytilien keskiporko

30. Pankkien markkamääräisen anto- ja ottolainauksen keskiporkoja



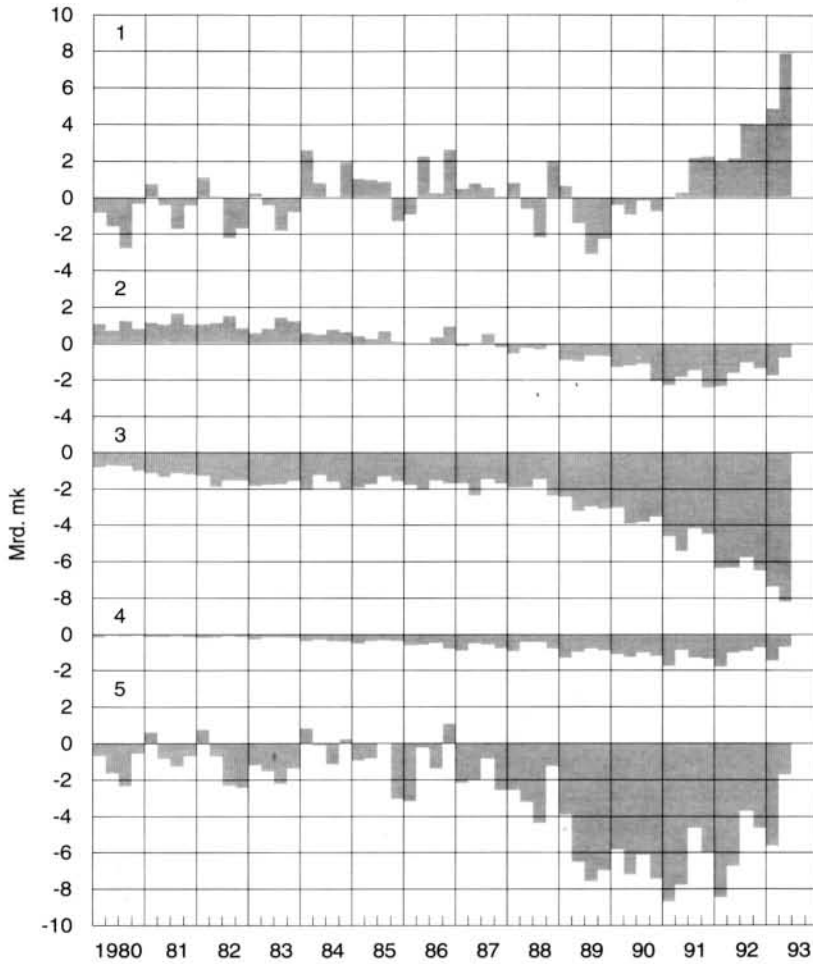
1. Uusi antolainaus
2. Antolainauskanta
3. Koko ottolainaus
4. Talletukset

31. Pankkien uusien kotitalousluottojen keskiporkoja



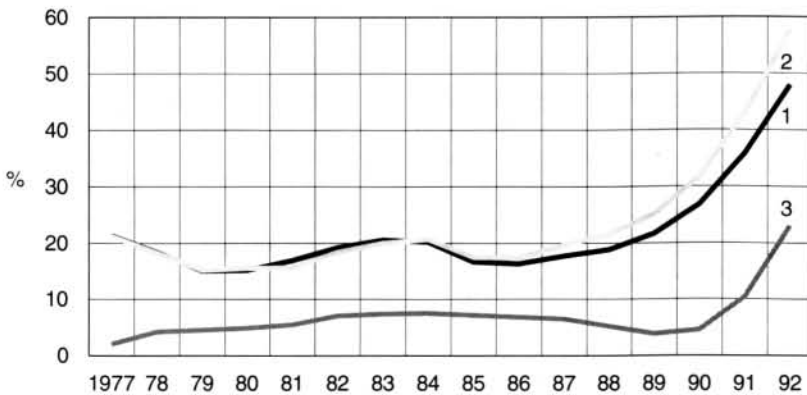
1. Asuntoluotot
2. Kulutusluotot
3. Opintoluotot

32. Vaihtotase



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

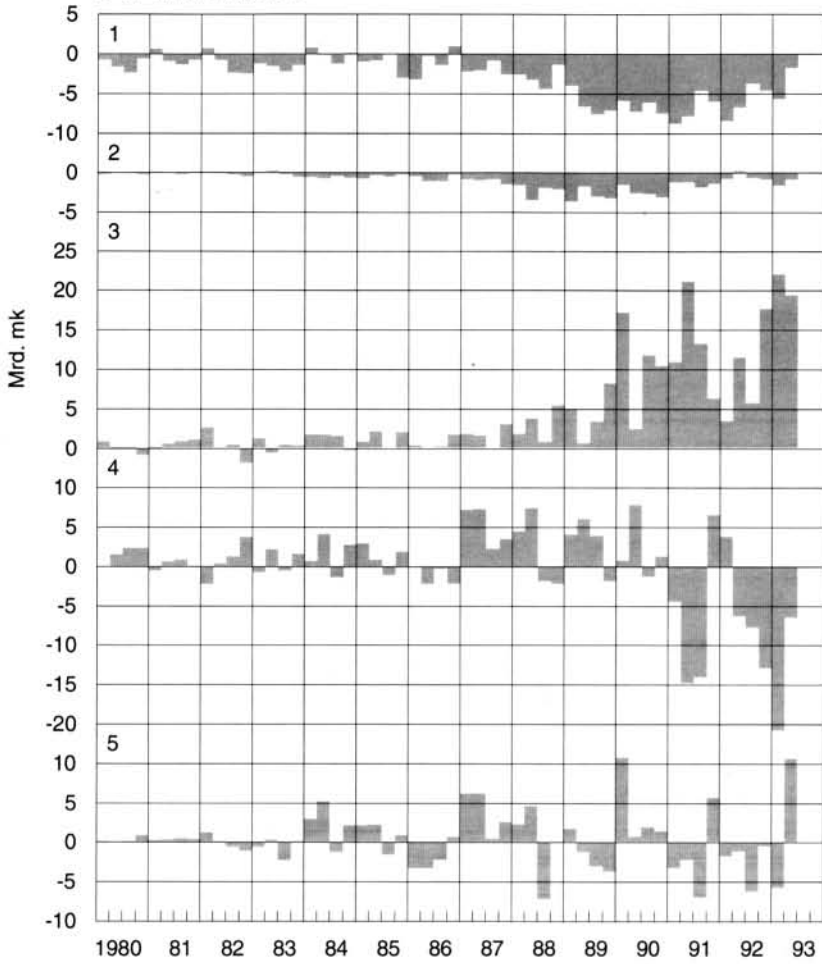
33. Suomen ulkomainen nettovelka



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

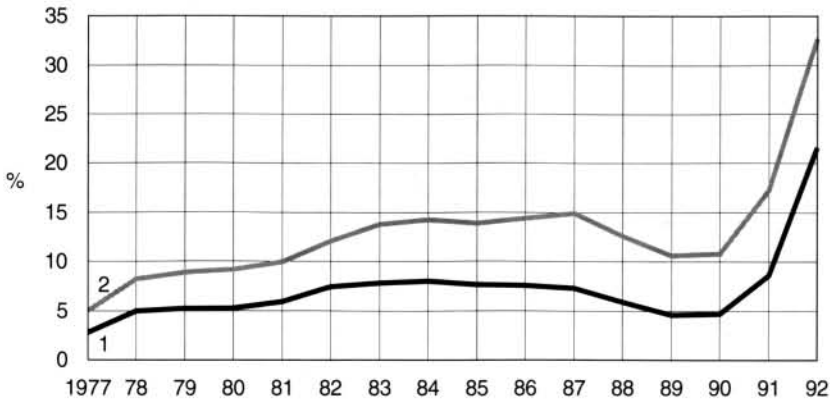
% BKT:sta

34. Maksutase



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

35. Pitkäaikainen valtionvelka



1. Valuuttamääräinen
 2. Yhteensä
- % BKT:sta

Suomen Pankki 15.9.1993

Eduskunnan pankkivaltuusto

Pentti Mäki-Hakola, puheenjohtaja
Jussi Ranta, varapuheenjohtaja
Seppo Kääriäinen

Anneli Jäätteenmäki
Tuulikki Hämäläinen
Esko Seppänen

Mauri Miettinen
Jörn Donner
Kalevi Mattila

Johtokunta

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

Johtaja

Pentti Koivikko

Osastot

Hallinto-osasto

Urpo Levo

Rakennuspäällikkö

Bengt Palmroos

Henkilöstöosasto

Anton Mäkelä

Projektipäällikkö

Anneli Soini

Idäntalouksien yksikkö

Kari Pekonen

Julkaisupalvelut

Antero Arimo vt., oto.

Kansantalouden osasto

Kari Puumanen

Kehitysyksikkö

Pirkko Pohjoisaho-Aarti

Keskuspankkipolitiikan osasto

Johnny Åkerholm

Lakiasiat

Arno Lindgren

Laskentaosasto

Ossi Leppänen

Maksuliikeosasto

Raimo Hyvärinen

Maksuvälineosasto

Antti Heinonen

Markkinaoperaatioiden os.

Markus Fogelholm

Rahoitusmarkkinaosasto

Kaarlo Jännäri

Asiantuntija

Peter Nyberg

Asiantuntija

Ralf Pauli

Tarkastusosasto

Timo Männistö

Tiedotus

Antti Juusela

Tietojenkäsittelyosasto

Riitta Jokinen

Tilasto-osasto

Esa Ojanen

Tutkimusosasto

Heikki Koskenkylä

Turvallisuus

Jyrki Ahvonen

Johdon sihteeristö, pankkivaltuuston ja johtokunnan sihteeri

Heikki T. Hämäläinen

Haarakonttorit

Jyväskylä, Kuopio, Lahti, Oulu, Tampere, Turku, Vaasa

Setec Oy

Veli Tarvainen, toimitusjohtaja