

---

# SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

---

14/96

Kristina Rantalainen

Rahoitusmarkkinaosasto

25.4.1996

Valtion luotonotto ja  
velkapaperimarkkinat Italiassa

**Suomen Pankki**  
**PL 160, 00101 HELSINKI**  
**☎ (90) 1831**

**Kristina Rantalainen**

Rahoitusmarkkinaosasto

25.4.1996

**Valtion luotonotto ja  
velkapaperimarkkinat Italiassa**

**ISBN 951-686-506-2**  
**ISSN 0785-3572**

**Suomen Pankin monistuskeskus**  
**Helsinki 1996**

# Valtion luotonotto ja velkapaperimarkkinat Italiassa

Suomen Pankin keskustelualoitteita 14/96

Kristina Rantalainen  
Rahoitusmarkkinaosasto

## Tiivistelmä

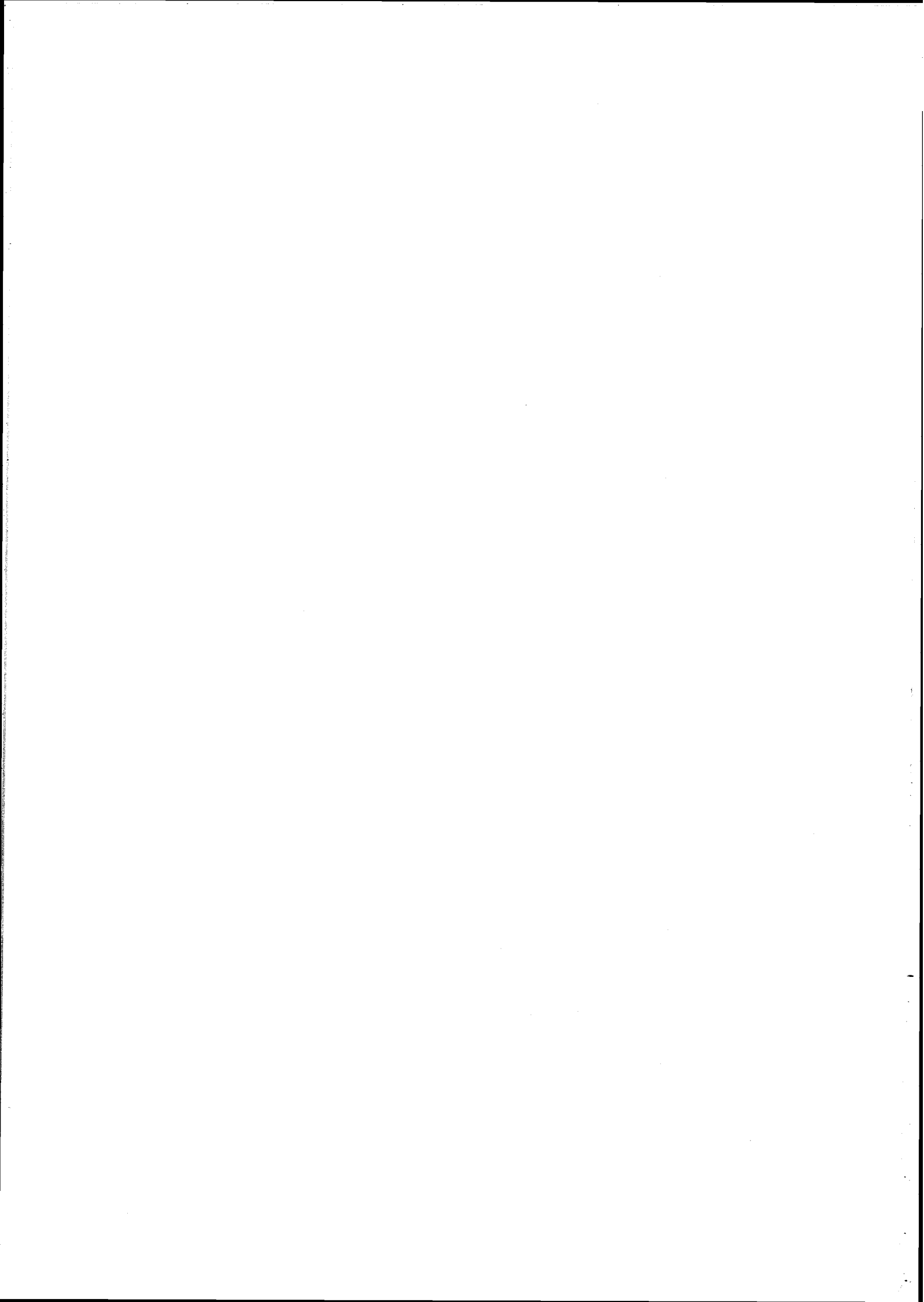
Tässä selvityksessä kuvataan Italian valtion velanottoa, valtion velkakirjamarkkinan toimintaa ja valvontaa sekä erityisesti markkinatakaajajärjestelmää. Italian valtion velkakirjamarkkinalle on tyypillistä kaksiportainen markkinatakaajajärjestelmä ja elektroninen kaupankäyntijärjestelmä. Markkinaosapuolien aloitteesta luotu markkinatakaajajärjestelmä otettiin käyttöön keväällä 1988 samanaikaisesti elektronisen kaupankäyntijärjestelmän kanssa. Vuoden 1994 aikana järjestelmää kehitettiin voimakkaasti. Aktiivisimmat markkinatakaajat erotettiin omaksi päämarkkinatakaajien ryhmäksi ja EU:n direktiivien mukaisesti sallittiin ulkomaisten välittäjien osallistuminen elektroniseen kaupankäyntijärjestelmään. Markkinatakaajilta ja päämarkkinatakaajilta edellytetään edelleen Italiaan etabloitumista.

Avainsanat: joukkovelkakirjat, rahoitusmarkkinat, markkinatakausjärjestelmä

## Abstract

This paper describes the borrowing activities of the Italian central government, the functioning and supervision of the debt market and particularly the arrangement for market making. A typifying feature of the Italian central government's debt instruments market is the two parts involved: market making and electronic trade. At the initiative of market participants, a market making arrangement was created and put into operation in spring 1988, at the same time that the electronic trading system was initiated. The overall arrangement was thoroughly updated in 1994. The most active market makers were grouped together to form the special primary dealers and, pursuant to EU directives, foreign intermediaries were accepted into the electronic trading system. It continues to be required of market makers and primary dealers that they have an establishment in Italy.

Key word: Italy, bonds, financial markets, market making



# Sisällys

	Sivu
Tiivistelmä	3
1 Johdanto	7
2 Valtion velkapaperimarkkinat - taustaa	8
2.1 Valtion velkapaperimarkkinoiden kehityksestä	9
2.2 Valtion luotonoton näkymät	9
2.3 Banca d'Italian ja Ministero del Tesoron välinen työnjako	10
3 Valtion luotonoton toteutus	11
3.1 Kotimaiset instrumentit ja velan jakauma	11
3.2 Velkapapereiden liikkeeseenlasku	11
3.3 Velan jakauma sijoittajaryhmittäin	12
4 Valtion velkapapereiden jälkimarkkinat	13
4.1 MTS-markkinoiden toiminta (Mercato Telematico dei Titoli di Stato)	13
4.1.1 MTS-sopimus ja jälkimarkkinakaupan valvonta	14
4.1.2 MTS-markkinoiden vaihto	15
4.1.3 Osto- ja myyntihinnan välinen marginaali	15
4.1.4 MTS-markkinoiden toiminnan arviointia	16
4.2 Markkinatakaajat (Primary Dealer -järjestelmä)	17
4.2.1 Markkinatakaajan velvoitteet	18
4.2.2 Markkinatakaajan etuisuudet	18
4.2.3 Viitelainat	18
4.4 Italialaisen ja suomalaisen järjestelmän vertailua	20
4.5 Jälkimarkkinakauppojen selvitys	21
5 Johdannaismarkkinat	22
5.1 Kauppapaikka ja markkinaosapuolet	22
5.3 Markkinoiden valvonta	22
5.4 MIF:n ja LIFFE:n vertailua	23
5.5 Futuuriotiot	24
5.6 Johdannaisinstrumenttien kauppojen selvitys	24
6 Vireillä olevat kehityssuunnitelmat	25
Liite 1. Kotimaiset instrumentit	26
Liite 2. Velkapapereiden liikkeeseenlasku	28
Liite 3. Päämarkkinatakaajat ja markkinatakaajat	29



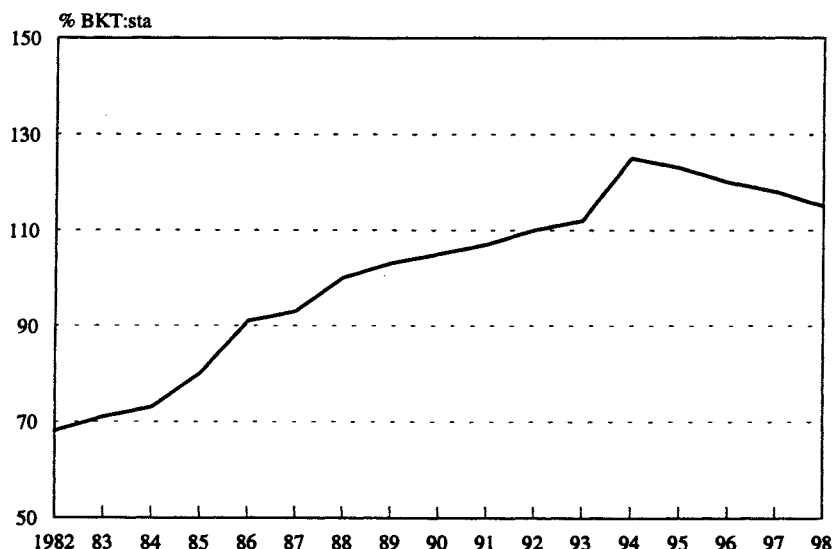


# 1 Johdanto\*

Italian valtion velka on kasvanut voimakkaasti 1980-luvun alusta lähtien. Velan osuus BKT:sta on lähes kaksinkertaistunut kymmenessä vuodessa ja noussut vuoden 1994 lopussa 125 prosenttiin (kuvio 1). Suomessa julkisen sektorin velan kehitys on ollut samalla tavoin voimakkaasti nousujohteista. Valtion velan osuus BKT:stä oli meillä vielä vuoden 1990 alussa 15 prosenttia ja vuoden 1994 lopulla runsaat 60 prosenttia. Kotimaisten velkapaperimarkkinoiden kehittäminen on ollut keskeisellä sijalla sekä Italiassa että Suomessa. Siksi on hyödyllistä tutustua Italian velkakirjamarkkinoihin siitä huolimatta, että Italia on huomattavasti Suomea suurempi kansantalous.

Perustiedot tätä selvitystä varten kerättiin Italian keskuspankkiin tehdyn vierailun aikana syksyllä 1994. Konkreettista tuntumaa velkapaperimarkkinoiden toimintaan Italiassa saatiin päämarkkinatakaajana toimivan Credito Italianon vieraana. Markkinoiden kehitystä seurattiin pitämällä yhteyttä myös muiden päämarkkinatakaajien, markkinatakaajien, pienten arvopaperivälittäjien ja sijoittajien edustajiin. Kaikki termien käännökset ovat kirjoittajan. Jos lähdettä ei ole erikseen mainittu, selvityksessä esitetyt numerotiedot perustuvat Banca d'Italian julkaisemiin tilastoihin.

Kuvio 1. **Julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen**



\* Kiitän Erja Saukkosta, joka on kommentaillaan ja ehdotuksillaan auttanut työn valmistamisesta.

## 2 Valtion velkapaperimarkkinat – taustaa

Italian valtion joukkovelkakirjojen markkina on maailman kolmanneksi suurin kansallinen joukkovelkakirjamarkkina USA:n ja Japanin jälkeen. Italian paino on maailman johtavien arvopaperivälittäjien laatimissa indekseissä noin 7 prosenttia.

Vuoden 1994 lopussa julkisen sektorin kokonaisvelka oli yli 2000 biljoonaa liiraa (yli 6000 miljardia markkaa). Valtion budjetti kääntyi ylijäämäiseksi kuluvan vuosikymmenen alussa, mutta velanhoitomenot ovat kasvattaneet vuotuista rahoitustarvetta. Kaikki poliittiset tahot ovat myöntäneet tilanteen vakavuuden ja julkisia menoja on karsittu 1990-luvun alusta lähtien. Uusimpien taloudellisten lukujen valossa näyttääkin siltä, että julkisen velan kasvu olisi taittunut. Tällä hetkellä hallituksen lyhyen tähtäimen tavoitteena on pienentää julkisen velan osuutta BKT:stä 115 prosenttiin vuoden 1998 loppuun mennessä. Kuitenkin nykyisellä BKT:n kasvuvauhdilla kuluu vielä 18 vuotta, ennen kuin Italia täyttää Maastrichtin sopimuksen edellytykset valtiontalouden osalta.

Valtion liikkeeseen laskemien velkakirjalainojen osuus Italian joukkovelkakirjamarkkinasta oli vuoden 1994 lopussa lähes 87 prosenttia eli noin 1700 biljoonaa liiraa (noin 5100 mrd markkaa). Rahoituslaitosten osuus markkinoilla olevista lainoista oli runsaat 11 prosenttia ja loput 2 prosenttia edustavat yksityistettyjen valtion yritysten ja valtion energiayhtiön Enelin emittomia lainoja.

### Taulukko 1. Vuoden 1994 lopun avainlukuja

Valtion velkapapereiden kanta	ITL 1 716 biljoonaa
Vaihtuvakorkoisten osuus	runsas 70 %
Kotimaisten jvk-lainojen osuus	yli 95 %
Ulkomaan rahan määräisen velan osuus <sup>1</sup>	noin 7 %
Keskimääräinen laina-aika	3.2 vuotta

<sup>1</sup> Valtio on emittoinut kotimaassa ECU-määräisiä velkasitoumuksia ja velkakirjalainoja.

Osakemarkkinoiden rooli arvopaperimarkkinoista on edelleen pieni. Milanon<sup>1</sup> pörssin, joka vastaa 90 prosenttisesti maan osakemarkkinoista, markkina-arvo vuoden 1994 lopussa oli 294 biljoonaa liiraa.

---

<sup>1</sup> Muut pörssit tärkeysjärjestyksessä: Rooma, Torino, Genova, Firenze, Venetsia, Trieste, Napoli, Bologna, Palermo.

## 2.1 Valtion velkapaperimarkkinoiden kehityksestä

Pankkeja ja rahoituslaitoksia koskevan säätelyn purkamisella 1980-luvun lopulla on ollut keskeinen merkitys valtion velkapaperimarkkinoiden kehitykseen. Vuoteen 1987 asti pankkien luotonanto yrityksille oli säädeltyä. Pankit olivat kotitalouksien ohella huomattavia sijoittajia valtion velkapaperimarkkinoilla. Valtiolla ja pankeilla oli epävirallinen herrasmiessopimus, jonka mukaan pankit merkitsivät automaattisesti tietyn kiintiön valtion velkapapereiden huutokaupoissa. Luotonsäännöstelyn purkaututtua valtion paperit ovat joutuneet kilpailemaan yrityssektorin kanssa rahoituslaitosten kiinnostuksesta.

Viranomaiset ovat pyrkineet luomaan vakaat ja luottamusta herättävät puitteet rahoitusmarkkinoille. Keväällä 1988 aloitettiin markkinatakaajajärjestelmä ja jälkimarkkinoiden toimintaa tehostettiin siirtymällä elektroniseen kaupankäyntijärjestelmään (Mercato Telematico dei Titoli di Stato, MTS, ks. luku 4.1). Sijoittajien tarpeisiin on vastattu laskemalla liikkeeseen instrumentteja, jotka kulloinkin vastaavat markkinoiden kysyntää. Vuoden 1991 alkupuolella Ministero del Tesoro<sup>2</sup> laski liikkeeseen ensimmäisen 10 vuoden mittaisen kiinteäkorkoisen lainan, jonka pohjalta aloitettiin Lontoon johdannaispörssissä LIFFE:ssä kaupankäynti futuurisopimuksilla saman vuoden lopulla ja optioilla futuurisopimukseen seuraavan vuoden alussa

Ulkomaisten sijoittajien kiinnostus Italian valtion velkakirjoihin kasvoi 1990-luvun alussa ja jälkimarkkinakauppa siirtyi vähitellen MTS-markkinoiden ja Italian ulkopuolelle. Eräiden arvioiden mukaan enimmillään jopa kaksi kolmannesta jälkimarkkinakaupasta tapahtui Italian ulkopuolella, mikä sai viranomaiset jatkamaan markkinan kehittämistä. MTS-markkinoilla käydystä valtion velkakirjojen kaupasta poistettiin leimavero (0,09 %) joulukuussa 1993 samoin kuin pörssikaupasta hieman myöhemmin. Ministero del Tesoro alkoi julkaista samaan aikaan valtion huutokauppakalenteria. Helmikuussa 1994 Ministero del Tesoro ja Banca d'Italia esittelivät uuden kaksipuolaisen markkinatakaajajärjestelmän. Samalla avattiin ulkomaisille välittäjille mahdollisuus osallistua Italian valtion velkapapereiden jälkimarkkinakauppaan ulkomailta käsin elektronisen kaupankäyntijärjestelmän kautta.

## 2.2 Valtion luotonon näkymät

Valtion velan suuruus ja epätietoisuus poliittisen linjan jatkuvuudesta ovat edelleen valtion luotonon ongelmia. Hallituksen keski-ikä on Italiassa vain 6-9 kuukautta. Lainasalkun hoitomenojen suuruus on ennakkolaskelmien mukaan noin 8 % BKT:sta

---

<sup>2</sup> Suomen valtiovarainministeriön hoitamat tehtävät on Italiassa jaettu kolmelle ministeriölle. **Ministero del Tesoro** päättää valtion luotonotosta, toteuttaa ulkomaisen luotonon, vastaa valtion maksuliikenteen hoidosta ja valmistelee valtion tulo- ja menoarvion kahden muun jäljessä mainitun ministeriön kanssa. **Ministero delle Finanze** vastaa valtion omaisuuden hoidosta, kerää verot ja muutt valtion tuotot. **Ministero del Bilancio e delle Programmazione Economica** seuraa kansantalouden kehitystä, tekee pitkän tähtäimen ennusteet ja suunnitelmat ja yhdessä kahden edellä mainitun ministeriön kanssa seuraa rahoituslakien toimivuutta ja tekee tarvittaessa lainmuutosehdotukset.

lähivuosina. Velanhoitokustannusten lisäksi ongelmana on kuoletusten kasaantuminen vuosille 1995–1998. Italian luottokelpoisuus on toistaiseksi pysynyt vakaana (Moody's A1; S&P AA-). Standard & Poor's on ilmoittanut jopa harkitsevansa Italian luottokelpoisuusarvosanan nostamista.

Markkinoiden arvioiden mukaan valtio keskittyy tulevaisuudessa luotonotossaan kiinteäkorkoisiin velkakirjalainoihin. Samoin Italia siirtänee lainanottoaan kansainvälisille pääomamarkkinoille tasatakseen kotimaisia korkopaineita. Tällä hetkellä Italian ulkomainen velka on pieni maan viennin suuruuteen verrattuna. Osa rahoitustarpeesta pyritään kattamaan jatkamalla valtion yhtiöiden yksityistämishjelmaa.

## 2.3 Banca d'Italian ja Ministero del Tesoron välinen työnjako

Valtion velkapaperimarkkinoiden kehitykseen ovat vaikuttaneet myös Banca d'Italian ja Ministero del Tesoron suhdetta säätelevässä laissa tapahtuneet muutokset, jotka lähtivät liikkeelle 1980-luvun alussa.

Vuoteen 1981 asti keskuspankilla oli merkittävä rooli valtion budjettialijäämän rahoittamisessa. Lain mukaan sen oli merkittävä valtion järjestämissä huutokaupoissa myymättä jäänyt osuus. Valtion koko maksuliikenne hoidettiin keskuspankin maksujärjestelmissä.

Vuosina 1981–1993 keskuspankin osuus valtiontalouden menojen rahoituksesta saattoi nousta lain mukaan vain 14 prosenttiin asti. Valtion keskuspankissa oleva shekkitili oli luotollinen.

Vuoden 1994 alussa astui voimaan asetus, joka määritteli viranomaisten suhteet uudelleen Maastrichtin sopimuksen mukaisesti. Keskuspankin velvoite rahoittaa julkista sektoria lakkautettiin kokonaisuudessaan. Keskuspankki hoitaa edelleen valtion rahaliikenteen, mutta sitä varten avatulla tilillä ei ole luottolimiittiä. Sitä vastoin laissa on määritetty liiramääräinen vähimmäiskate, jonka puuttuessa keskuspankin on informoitava parlamenttia. Joustoa valtion maksuliikenteen rahoittamiseen on luotu siten, että keskuspankki myy tarvittaessa hallussaan olevia valtion papereita jälkimarkkinoille vähimmäiskatteen ylläpitämiseksi.

Valtion papereiden ensisijaismarkkinoilla yhteistyö on jaettu siten, että Ministero del Tesoro neuvottelee ja allekirjoittaa valtion ulkomaiset luotot ja vastaa kotimaisen luotonoton toteutuksesta. Banca d'Italia järjestää valtion kotimaisten lainojen huutokaupat. Ministero del Tesoron edustaja valvoo huutokauppanenettelyä ja hyväksyy huutokaupan tuloksen. Banca d'Italia välittää 94 konttorinsa kautta valtion papereita lähinnä kotitalouksille. Keskuspankilla ei ole oikeutta merkitä omaan salkkuunsa huutokaupoissa valtion papereita.

Jälkimarkkinoilla arvopaperimarkkinoiden ylin valvonta kuuluu Ministero del Tesorolle, joka on delegoinut pörssimarkkinoiden laillisuusvalvonnan Consobille (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa). Valtion liikkeeseen laskemien ja valtion takaamien velkakirjalainojen jälkimarkkinoiden toiminnan valvonta on delegoitu Banca d'Italialle ja elektronisen kaupankäyntijärjestelmän valvonta markkinatoimikunnalle (Il Comitato di Gestione). Keskuspankki osallistuu valtion velkakirjojen jälkimarkkinoille yhtenä markkinaosapuolena markkinatuntuman säilyttämiseksi ja toteuttaakseen rahapoliittisia tavoitteitaan.

### 3 Valtion luotonoton toteutus

Luotonoton suunnittelussa ja toteutuksessa on pyritty löytämään instrumentteja, jotka kulloinkin vastaavat markkinoiden kysyntää. Tavoitteeksi on noussut myös velkasalkun kuoletushuippujen tasaaminen.

#### 3.1 Kotimaiset instrumentit ja velan jakauma

Liitteessä 1 on kuvattu valtion luotonotossa käyttämien instrumenttien ominaisuudet ja kehityshistoria. Vuoden 1995 lokakuussa valtion kotimainen velka koostui seuraavasti:

		%
BOT	Velkasitoumuslainoja	22
CTZ	2-vuotisia nollakuponkisia velkasitoumuksia	2
BTP	Kiinteäkorkoisia jvk-lainoja	34
CCT	Vaihtuvakorkoisia jvk-lainoja	28
CTE	Kiinteäkorkoisia ECU-määräisiä lainoja	4
CTO	Optiolainoja	3
BTE	ECU-määräisiä velkasitoumuksia	5
	Talletustodistuksia	2

Velkasitoumuksia ja talletustodistuksia lukuun ottamatta kaikki valtion velkapaperit ovat pörssilistattuja. Velkasitoumuksilla ei ole likvidejä jälkimarkkinoita. Poikkeuksen tekevät 2-vuotiset nollakuponkiset velkasitoumukset, joilla on käyty kauppaa vilkkaasti aina siitä asti, kun ensimmäiset laskettiin liikkeeseen helmikuussa 1995.

Kiinteäkorkoisilla ja vaihtuvakorkoisilla keskipitkillä ja pitkäaikaisilla velkapapereilla käydään aktiivisesti kauppaa jälkimarkkinoilla. Kiinteäkorkoiset velkapaperit on suunnattu institutionaalisille sijoittajille.

Vaihtuvakorkoiset lainat on varsinkin aikaisemmin suunniteltu ja kohdennettu vastaamaan kotitalouksien kysyntää. Niiden koronmääritys- ja hinnoittelumekanismi muutettiin vuoden 1995 alussa, minkä jälkeen myös kansainväliset institutionaaliset sijoittajat ovat kiinnostuneet niistä.

#### 3.2 Velkapapereiden liikkeeseenlasku

Kaikki jälkimarkkinakelpoiset velkakirjalainat emittoidaan tällä hetkellä huutokaupoilla. Huutokauppoihin voivat osallistua keskuspankin valvonnassa olevat pankit ja rekisteröidyt arvopaperivälittäjät. Osallistumista ei ole rajattu markkinatakaajiin tai päämarkkinatakaajiin. Huutokauppoihin ei voi kuitenkaan osallistua ulkomailta käsin.

Vuoden 1994 alusta lähtien Ministero del Tesoro on julkaissut koko vuoden kattavaa kiinteäkorkoisia (BTP) ja vaihtuvakorkoisia (CCT) lainoja koskevaa huutokauppalenteria. Siitä käy ilmi emittoitavan lainan tyyppi ja liikkeeseenlaskun tarkka päivämäärä. Merkittäväksi tarjottu määrä ilmoitetaan myöhemmin, mutta etukäteen ennen huutokauppaa. Vuoden 1995 alusta lähtien Ministero del Tesoro on julkaissut kalenteria myös velkasitoumusten huutokaupoista. Huutokaupatekniikka

vaihtelee emittoitavan lainan maturiteetin ja sijoittajakohderyhmän mukaan. ECU-määräisiä lainoja emittoidaan markkinatilanteen mukaan. Yksityiskohtaisempi selvitys huutokauppojen toteutustavasta on liitteessä 2.

Markkinatakaajilla ei ole velvoitetta osallistua valtion lainojen emissioihin. Sen sijaan päämarkkinatakaajien tulee ylläpitää tiettyä markkinaosuutta myös ensisijaismarkkinoilla.

Ministero del Tesoro ei maksa komissiota velkasitoumushuutokauppoihin osallistumisesta. Suoraan huutokaupasta velkasitoumuksia ostavat sijoittajat maksavat välittäjille Ministero del Tesoron asetuksella määrittämän komission, joka vaihtelee 20–60 peruspisteen<sup>3</sup> välillä riippuen velkasitoumuksen maturiteetista. Sen sijaan osallistumisesta keskipitkien ja pitkien velkakirjalainojen huutokauppoihin Ministero del Tesoro maksaa välittäjille ja pankeille lainan maturiteetista riippuen palkkion, jonka suuruus on 30–65 peruspisteen välillä. Komission tarkoitus on korvata välittäjille lainojen sijoittamisesta aiheutuvia kuluja.

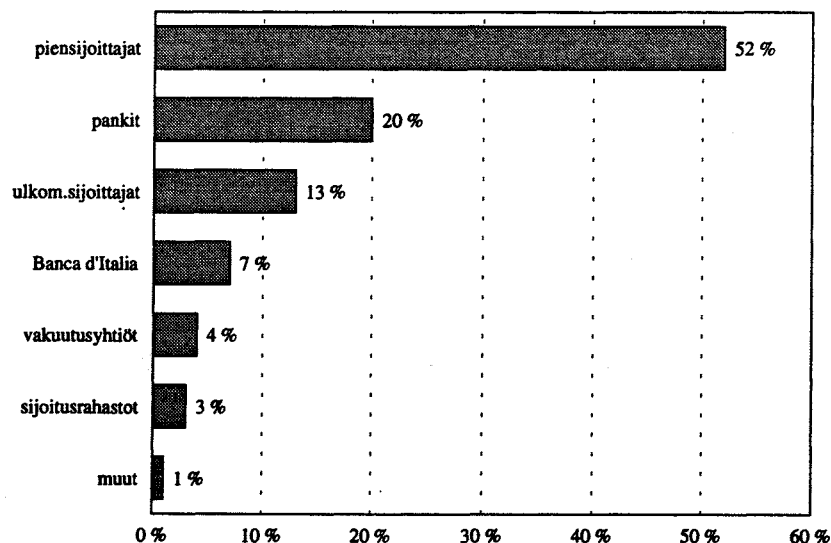
### 3.3 Velan jakauma sijoittajaryhmittäin

Kotitalouksilla on ollut ja on edelleen tärkeä rooli valtion velkapapereiden sijoittajina (kuvio 2). Säästämisaste on ollut Italiassa historiallisesti suhteellisen korkea, lähes 20 prosenttia. Säästämisen tausta on, samoin kuin Japanissa, kehittymättömissä asuntolainamarkkinoissa ja heikossa eläketurvajärjestelmässä. Valtion velkapaperit ovat tarjonneet kannattavan vaihtoehdon pankkitalletuksille varsinkin korkean inflaation vuosina.

Pankkien hallussa oli viime vuoden lopussa viidennes valtion velkapapereiden kannasta. Pankit ovat ostaneet erityisesti velkasitoumuksia ja vaihtuvakorkoisia lainoja. Ulkomaisten sijoittajien osuus kasvoi erityisesti vuoden 1993 aikana, mutta se on edelleen melko pieni (noin 13 prosenttia vuoden 1994 lopulla).

Kuvio 2.

Velan jakauma sijoittajaryhmittäin 1994



<sup>3</sup> Peruspiste tarkoittaa prosentin sadasosaa.

## 4 Valtion velkapapereiden jälkimarkkinat

Valtion velkapapereiden jälkimarkkinakauppaa käydään

- pörssissä,
- säädellyillä OTC-markkinoilla elektronisen kaupankäyntijärjestelmän välityksellä eli ns. MTS-markkinoilla ja
- viranomaisten säätelyn ulkopuolella olevilla OTC-markkinoilla.

Pörssikauppa, joka on vähittäiskauppaa, edustaa vajaata kolmea prosenttia koko velkapapereiden jälkimarkkinavaihdosta. Pörssikaupasta puhuttaessa tarkoitetaan Milanon pörssissä käytyä kauppaa (ks. alaviite 2), sillä muilla pörseillä on vain marginaalinen rooli. Vuonna 1994 Milanon pörssin kautta käydystä joukkovelkakirjalainojen kokonaisvaihdosta (90 biljoonaa liiraa) oli valtion lainojen osuus 84 prosenttia.

Valtion velkapapereiden jälkimarkkinakaupasta käydään edelleen suuri osa viranomaisten säätelyn ulkopuolelle jäävillä jälkimarkkinoilla. Vaihdosta ei ole saatavilla tilastotietoja, mutta muutama suuri arvopaperivälittäjä arvioi säätelyn ulkopuolella olevan OTC-markkinoiden volyymin olevan vähintään samaa suuruusluokkaa kuin MTS-markkinoiden volyymin.

### 4.1 MTS-markkinoiden toiminta (Mercato Telematico dei Titoli di Stato)

Markkinoiden uskottavuuden parantamiseksi, julkisuusasteen nostamiseksi ja likviditeetin lisäämiseksi luotiin keväällä 1988 elektroninen kaupankäyntijärjestelmä valtion velkakirjalainojen tukkukauppaa varten. Aloite järjestelmän luomisesta tuli markkinoilta pankkiyhdistyksen kautta, mutta järjestelmä toteutettiin Ministero del Tesoron asetuksella ja Banca d'Italian myötävaikutuksella. Kaupankäynti aloitettiin 30 velkakirjalainalla neljäntoista markkinatakaajan voimin. Aluksi kaupankäynti tapahtui puhelimitse ja informaatio välittyi markkinoille Reutersin päätteiden kautta. Kaksi vuotta myöhemmin siirryttiin keskuspankin (40 %), pankkiyhdistyksen (40 %), muiden rahoituslaitosten (15 %) ja Italian valtion puhelinlaitoksen (5 %) yhdessä omistaman SIA:n (Societa Interbancaria per l'Automazione<sup>4</sup>) kehittämään kaupankäyntijärjestelmään. Markkinoiden osapuolet ovat yhteydessä toisiinsa päätteiden välityksellä. Järjestelmä on automaattinen, joten vastapuolen hyväksyessä hinnan kauppa toteutuu automaattisesti. Järjestelmä on hyvin läpinäkyvä, sillä jokainen markkinatakaaja antaa noteerauksen omalla nimellään ja kaupan syntyessä vastapuolen nimi käy ilmi.

MTS-markkinoiden status säädeltynä markkinapaikkana on epäselvä. EU:n direktiivin tarkoittaman säädellyn markkinapaikan problematiikka ei ole ollut esillä Italiassa samassa määrin kuin Pohjoismaissa.

---

<sup>4</sup> SIA:n tehtävänä on tarjota tekninen infrastruktuuri Italian raha- ja pääomamarkkinoille. Alun perin SIA luotiin 1970-luvun alussa kehittämään italialaista Swift-järjestelmää.

#### 4.1.1 MTS-sopimus ja jälkimarkkinakaupan valvonta

MTS-markkinoita säädellään Ministero del Tesoron asetuksella, jonka pohjalta on laadittu MTS-markkinoita koskeva sopimus. Sopimus määrää markkinoiden organisoinnin, kaupankäyntinormit ja kaupankäynnin kohteeksi hyväksyttävät arvopaperit. Samoin sopimus määrää markkinoille osallistumisen edellytykset ja markkinaosapuolten statuksen (dealer, markkinatakaaja, päämarkkinatakaaja). Dealerina kaupankäyntiin MTS-markkinoilla voivat osallistua Banca d'Italia, pankit, arvopaperinvälittäjät, vakuutusyhtiöt, sijoitusrahastot ja rahoituslaitokset. Edellytyksenä markkinoille osallistumiselle on

- yllä mainitun sopimuksen allekirjoittaminen,
- vähintään 10 miljardin liiran (30 miljoonan markan) suuruinen oma pääoma ja
- riittävä kaupankäyntiaktiivisuus valtion velkapapereilla edellisenä vuonna (vähintään 1250 miljardia liiraa).

Aikaisemmin edellytyksenä oli myös etabloituminen Italiaan, mutta se poistettiin helmikuussa 1994 julkaistulla asetuksella. Toistaiseksi MTS-markkinoihin ei osallistu Italian ulkopuolella toimivia välittäjiä.

Syyskuussa 1995 järjestelmän välityksellä käyvät kauppaa 300 dealeria ja 42 markkinatakaajaa, joista kuudellatoista on päämarkkinatakaajan status (ks. luvut 4.2 ja 4.3). Vain markkinatakaajilla ja päämarkkinatakaajilla on velvollisuus ja oikeus hinnan asettamiseen ruudulla.

Asetus luo raamit, joiden puitteissa MTS-sopimuksen noudattamista ja osapuolten eettistä toimintaa valvoo markkinatoimikunta (Il Comitato di Gestione). Toimikunnassa ovat jäseninä kolme päämarkkinatakaajien, kaksi markkinatakaajien ja kolme dealereiden edustajaa. Jäsenet valitaan kahdeksi vuodeksi kerrallaan. Keskuspankin, Ministero del Tesoron ja Consobin edustajat voivat osallistua toimikunnan kokouksiin tarkkailijajäseninä ja neuvonantajina. Puheenjohtajana on pankkiyhdistyksen edustaja.

Banca d'Italia valvoo kaupankäynnin teknistä puolta, kuten hinnanmuodostusta, osto- ja myyntihinnan välisten marginaalien kehitystä, kauppavaihtoa ja markkinaosuusjakautumista. Markkinatoimikunta valvoo markkinaosapuolten eettistä käyttäytymistä, käsittelee ja esittää mahdollisten markkinatakaajien hakemukset Banca d'Italialle, seuraa markkinakehitystä ja tekee tarvittaessa ehdotukset lakien ja asetusten muuttamisesta viranomaisille sekä määrittää ja hyväksyy kaupankäynnin kohteeksi MTS-markkinoille otettavat lainat.

Syyskuussa 1995 MTS-järjestelmässä noteerattiin 126 valtion velkakirjalainaa, joista oli

- 10 velkasitoumusta (BOT),
- 49 vaihtuvakorkoista velkakirjalainaa (CCT),
- 56 kiinteäkorkoista velkakirjalainaa (BTP),
- 8 optiolainaa (CTO),
- 1 ECU-määräinen velkakirjalaina (CTE) ja
- 2 nollakuponkista velkasitoumusta (CTZ).

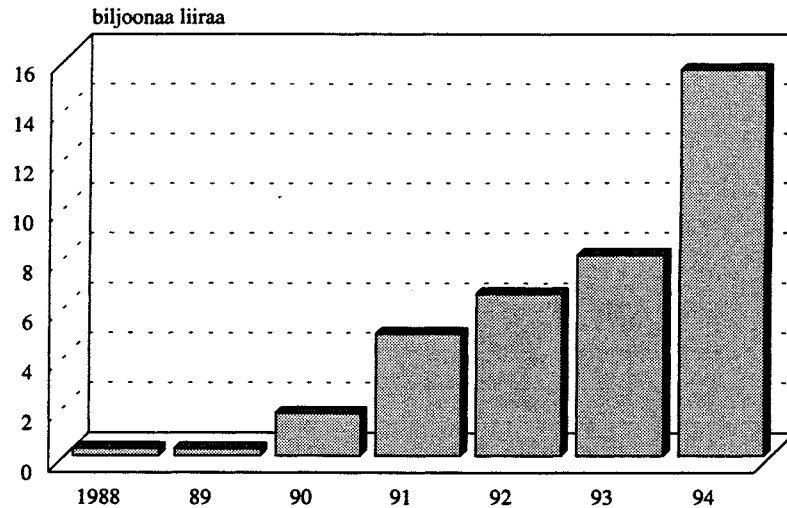


#### 4.1.2 MTS-markkinoiden vaihto

MTS-markkinoilla on jälkimarkkinakaupan vaihto kasvanut monikymmenkertaiseksi alkuaikoihin verrattuna (kuvio 3). Vuoden 1995 ensimmäisen neljänneksen päivävaihto oli keskimäärin yli 20 biljoonaa liiraa. Historiallinen ennätys saavutettiin syyskuussa 1995, kun 13.9. vaihtoa kertyi 43 biljoonaa liiraa (noin 130 miljardia markkaa).

Kuvio 3.

#### MTS- markkinoiden keskimääräinen päivävaihto



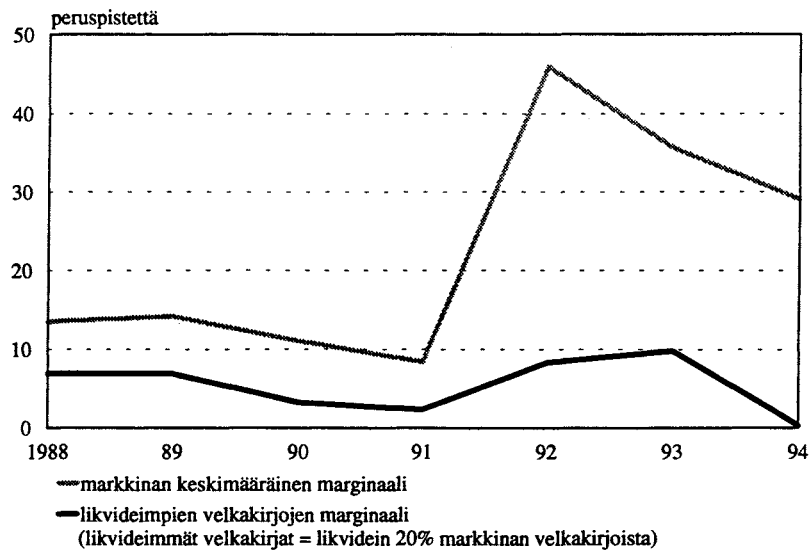
Vaihto on keskittynyt kiinteäkorkoisiin keskipitkiin ja pitkiin BTP-lainoihin siten, että 60 prosenttia koko vaihdosta tulee viiden viimeksi liikkeeseen lasketun lainan jälkimarkkinavaihdosta. Loput 40 prosenttia jakautuvat pääasiassa kaksivuotisten nollakuponkisten velkasitoumusten (CTZ-lainat) ja pitkäaikaisten vaihtuvakorkoisten lainojen (CCT-lainat) kesken.

#### 4.1.3 Osto- ja myyntihinnan välinen marginaali

MTS-markkinoita koskevassa asetuksessa ja sopimuksessa ei ole osto- ja myyntihinnan välisen marginaalin koolle asetettuja vaatimuksia, vaan marginaalin kehitys nähdään markkinoiden asiana. Vuoden 1994 aikana likvideimpien lainojen osto- ja myyntihintojen väliset marginaalit ovat kaventuneet 1-5 peruspisteeseen, mutta yleinen kehitys ei ole vastannut markkinoiden odotuksia. Kuviossa 3 on verrattu vaihdetuimpien velkakirjojen (likvidein 20 prosenttia) marginaalikehitystä vuosina 1988-1994 MTS-markkinoilla keskimäärin noteerattuihin marginaaleihin.

Kuvio 4.

## MTS-markkinan osto/myynti-marginaalien kehitys



Viime aikoina on markkinoilla esitetty, että markkinaosapuolien pitäisi sitoutua viitelainojen kohdalla tiettyyn minimimarginaaliin. Kun markkinatilanne on epävakaa, niin kaupankäynnin keskittyessä viitelainoihin niiden marginaalit häviävät kokonaan tai ovat ajoittain olleet jopa negatiivisia<sup>5</sup>.

## 4.1.4 MTS-markkinoiden toiminnan arviointia

Elektroninen kaupankäyntijärjestelmä on vähentänyt kaupankäynnin kustannuksia ja lisännyt selvitystoiminnan turvallisuutta ja nopeutta ja siten parantanut Italian valtion velkapaperimarkkinan tehokkuutta ja kilpailukykyä.

Elektronisessa kaupankäyntijärjestelmässä on joitakin puutteita, joita viranomaiset ja markkinaosapuolet yrittävät paikata. Ensimmäinen puute on markkinaerän koko. Institutionaaliset sijoittajat käyvät kauppaa suurissa erissä, jolloin viiden miljardin liiran suuruinen peruskauppaerä on pieni. Toisena ongelmana nähdään se, että koska MTS-markkinat eivät ole anonyymit, niin suuret markkinatakaajat määrittävät hintatason tahtomattaan. Lisäksi, koska järjestelmä on automaattinen, markkinatakaaja ei pysty valitsemaan kaupankäynnin vastapuolta ja on näin alttiina tahtomattaan vastapuoliriskille.

<sup>5</sup> Syksyllä 1995 on myöskin keskusteltu paljon siitä, että markkinatakaajat ja päämarkkinatakaajat tekevät omien portfolioidensa avulla osittain näennäistä kauppaa epärealistisin hinnoin ja marginaalein kasvattaakseen markkinaosuuttaan ja säilyttääkseen statuksensa.

## 4.2 Markkinatakaajat (Primary Dealer -järjestelmä)

Italiassa on ollut markkinatakaajajärjestelmä vuodesta 1988 lähtien. Markkinatakaajajärjestelmä perustuu Ministero del Tesoron asetukseen, jossa on määritetty markkinatakaajilta ja päämarkkinatakaajilta vaaditut edellytykset. Järjestelmän kehittämisen yhteydessä kesällä 1994 aktiivisimmat markkinatakaajat erotettiin omaksi päämarkkinatakaajaryhmäksi.

Kuten aiemmin luvussa 2.3 todettiin, markkinatakaajien ja päämarkkinatakaajien valvonnasta huolehtii Banca d'Italia. Banca d'Italia pitää yllä rekisteriä markkinatakaajista, seuraa kaupankäyntiä ja markkinaosuuksien kehitystä sekä myöntää hakemuksesta markkinatakaajastatuksen. Hakija esittää hakemuksensa MTS-markkinoiden markkinatoimikunnalle, joka välittää sen Banca d'Italialle.

Markkinatakaajan statuksen voi saada ja säilyttää keskuspankin valvonnan piirissä oleva pankki tai arvopaperivälittäjä seuraavin edellytyksin:

- oma pääoma on vähintään 50 miljardia liiraa (noin 150 milj. markkaa)
- edellisenä vuonna hakijan valtion velkakirjalainojen vaihto on ollut vähintään 10 miljardia liiraa (noin 30 miljoonaa markkaa)
- hakijan markkinaosuus valtion lainojen jälkimarkkinoilla on vähintään 0,5 prosenttia<sup>6</sup>
- hakija on hyvämaineinen ja henkilökunta on ammattitaitoista
- hakija on etabloitunut Italiaan.

Viranomaiset eivät näe etablointivaatimuksessa ristiriitaa EU:n säännösten kanssa. Vuoden 1995 syksyllä 42 markkinatakaajan joukossa oli yksitoista Italiaan etabloitunutta ulkomaista arvopaperivälittäjää. Sekä viranomaiset että markkinaosapuolet ovat kokeneen ulkomaisten läsnäolon positiivisesti. Kilpailu on kiristynyt, mutta samalla ulkomaalaiset ovat kehittäneet repomarkkinoita ja tuoneet mukanaan uusimpia riskienhallintamenetelmiä.

Vahvimmat tekijät valtion velkapapereiden jälkimarkkinoilla ovat tärkeysjärjestyksessä italialaiset pankit Monte dei Paschi di Siena, Credito Italiano, Banca Commerciale Italiana ja arvopaperivälittäjä Sigeco SIM. Ulkomaisista välittäjistä markkinoilla pidetään aktiivisimpina JP Morgania (Morgan Guaranty Trust), Bank of Americaa ja Citibankia.

Vuoden 1994 lopussa Banca d'Italia ja Ministero del Tesoro tarkastivat kaikkien markkinatakaajien osalta statuksen edellyttämät kriteerit. Neljä välittäjää menetti statuksensa pienen markkinaosuuden vuoksi ja kaksi uutta sai sen maaliskuussa 1995. Statuksensa menetti kolmen italialaisen pankin lisäksi Chemical Bank. Uusina markkinatakaajina aloittivat Goldman Sachs ja Lehman Brothers, jotka saivat myöhemmin päämarkkinatakaajastatuksen (liite 3).

---

<sup>6</sup> Markkinatakaajilta edellytetty markkinaosuus puolitettiin aiemmasta 1 prosentista 0,5 prosenttiin 1996 alusta lähtien. Edellytystä muutettiin marraskuun 1995 alussa Ministero del Tesoron asetuksella, koska viranomaiset olivat havainneet markkinatakaajien kasvattavan markkinaosuuttaan keinotekoisesti.

#### 4.2.1 Markkinatakaajan velvoitteet

Markkinatakaajan velvollisuus on noteerata kaksipuolista hintaa elektronisen kaupankäyntijärjestelmän kautta vähintään viidelletoista valtion lainalle, joista kuuden pitää olla likvidejä lainoja ja yhdeksän ei-likvidiä. Likviyden määrittää markkinatoimikunta. Kauppaerän koko on 5 miljardia liiraa (15 miljoonaa markkaa). Ruudulla noteeratut hinnat ovat sitovia. Markkinatakaajalla on mahdollisuus ottaa noteeraus pois ruudulta viideksi minuutiksi edellyttäen, että yksikään kyseisen markkinatakaajan kauppa ei ole auki. Markkinatakaajalla ei ole suoranaista velvollisuutta osallistua valtion lainojen huutokauppoihin, mutta viranomaiset olettavat näin tapahtuvan.

#### 4.2.2 Markkinatakaajan etuisuudet

Keskuspankki on myöntänyt markkinatakaajille erityisaseman suhteessa keskuspankkiin. Keskuspankki käyttää markkinatakaajia avomarkkinaoperaatioissaan ja yleensä operoidessaan valtion papereiden jälkimarkkinoilla. Lisäksi se on sitoutunut tekemään repokauppoja ja käänteisrepoja markkinatakaajien kanssa. Tällaisten repokauppojen maturiteetti on korkeintaan 7 päivää ja määrä korkeintaan 50 miljardia liiraa. Markkinatakaajat pitävät etuisuuksia riittämättöminä suhteessa markkinoiden vaihdon volyyymiin.

#### 4.2.3 Viitelainat

Markkinat määrittävät viitelainat, joiden tuottokehitystä seurataan markkinoiden kehityksen indikaattoreina. Viitelainoja ei nimetä erikseen, vaan markkinat määrittävät viitelainoiksi kaksi uusinta kiinteäkorkoista lainaa (BTP) kolmen, viiden, kymmenen ja kolmenkymmenen vuoden maturiteeteilla. Viitelainat vaihtuvat usean kerran vuodessa huutokauppojen mukaan.

### 4.3 Päämarkkinatakaajat (Special Primary Dealer -järjestelmä)

Markkinatakaajien joukosta erotettiin 1994 päämarkkinatakaajien (special primary dealer) ryhmä. Markkinatakaajien lukumäärän noustua ja joukon muututtua yhä heterogeenisemmäksi viranomaiset halusivat korostaa ammattilaisten roolia. Jälkimarkkinakauppa oli keskittynyt siten, että ammattimaisimmat 8-10 markkinatakaajaa vastasivat 80 prosenttisesti markkinoiden vaihdosta. Lisäksi paineita järjestelmän kehittämiseksi aiheutti se, että merkittävä osa jälkimarkkinakauppaa oli jo siirtynyt Lontooseen italialaisten viranomaisten valvonnan ulottumattomiin, mikä samalla merkitsi jälkimarkkinoita koskevan informaation katoamista maan rajojen ulkopuolelle.

Heinäkuussa 1994 voimaan astuneella asetuksella Ministero del Tesoro määrittä seuraavat päämarkkinatakaajan edellytykset:

- hakijan omapääoma on vähintään 75 miljardia liiraa (250 miljoonaa markkaa)
- hakija vaihto MTS-markkinoilla tulee olla vähintään 1,5 prosenttia<sup>7</sup> koko vaihdosta ja vähintään 1 prosentti<sup>8</sup> yksittäisten lainatyyppien vaihdosta.
- *hakija sitoutuu ylläpitämään vähintään kolmen prosentin markkinaosuutta ensisijaismarkkinoilla*
- hakija sitoutuu noteeraamaan osto- ja myyntihinnan 25 miljardin liiran (75 miljoonan markan) suuruiselle kauppaerälle.

Säilyttääkseen päämarkkinatakaajan statuksen markkinatakaajan on käytävä aktiivista kauppaa ja edesautettava markkinoiden likvidiyyttä. Keskuspankki mittaa markkinatakaajan toimintaa indikaattoreilla, jotka perustuvat mm. markkinatakaajan soveltamien marginaalien kokoon, volyyymiin, vastapuolten määrään ja heterogeenisuuteen. Päämarkkinatakaajat on lueteltu liitteessä 3.

Keskuspankki myöntää päämarkkinatakaajille seuraavia etuisuuksia:

- vain päämarkkinatakaajilla on oikeus osallistua huutokaupan jälkeen mahdollisesti avattuun jälkipörssiin, jossa keskuspankki myy korkeintaan 10 prosenttia huutokaupassa tarjotusta määrästä huutokauppahintaan.
- keskuspankki tulee päämarkkinatakaajia vastaan kaupintasalkun rahoittamisessa: spesialisteilla on oikeus tehdä repoja keskuspankin kanssa markkinoiden sulkeuduttua päivittäin 100 miljardiin liiraan (300 milj. markkaan) asti 1-7 päivän maturiteetilla. Repokorkona käytetään ko. lainan jälkimarkkinahintaa. Lisäksi suunnitteilla on rahoitusjärjestely, jolla päämarkkinatakaajat saavat keskuspankista liiramääräistä rahoitusta kuukauden 1-16 päivinä kahden viikon Ribor -korolla aina 100 miljardiin liiraan saakka. Rahoitus on uudistettavissa sen eräännyttyä.
- päämarkkinatakaajilla on mahdollisuus ostaa valtion papereita suoraan keskuspankista suurten kauppojen katteeksi .
- keskuspankki tarjoaa päämarkkinatakaajille mahdollisuuden vaihtaa epälikvidejä lainoja likvideihin tai tasata kaupankäyntisalkun epätasaisesta maturiteettirakenteesta johtuvaa riskiä.

Päämarkkinatakaajat itse pitävät merkittävänä etuisuuksina vain kahta viimeksi mainittua. Repolimiittiä pidetään aivan liian pienenä suhteessa siihen, että kauppaerä on 25 miljardia liiraa. Markkinoiden viimeaikaisesta kehityksestä johtuen päämarkkinatakaajat eivät ole käyttäneet hyväkseen merkintäoikeutta huutokauppojen jälkipörssiissä.

---

<sup>7</sup> Päämarkkinatakaajilta edellytetty markkinaosuus puolitettiin 3 prosentista 1,5 prosenttiin vuoden 1996 alusta lukien porrasteisesti siten, että vuoden kuuden ensimmäisen kuukauden ajan edellytys on 2 prosenttia.

<sup>8</sup> Viranomaiset eivät ole ilmoittaneet muutoksista, mutta odotettavissa on joustavuutta myös tähän edellytykseen.

#### 4.4 Italialaisen ja suomalaisen järjestelmän vertailua

Valtion velkapapereiden jälkimarkkinoiden kehittäminen aloitettiin Italiassa muutamia vuosia aikaisemmin kuin Suomessa<sup>9</sup> jälkimarkkinoilla toimivien välittäjien aloitteesta. Voidaankin sanoa, että Italiassa kehitys on ollut markkinave-toista, kun Suomessa keskeinen rooli on ollut viranomaisilla.

Italiassa viranomaiset lähtevät siitä, että vain Italian keskuspankin suorassa valvonnassa oleva välittäjä voi saada päämarkkina- tai markkinatakaajastatuksen. Italian kuudestatoista päämarkkinatakaajasta on kuusi ulkomaisen välittäjän edustajaa. Suomessa yhdeksästä päämarkkinatakaajasta kolme on Suomeen etabloituneita ulkomaisia välittäjiä. Suomessa viranomaiset ovat soveltaneet EU:n direktiivejä siten, että ulkomaiselta päämarkkinatakaajalta ei ole edellytetty etabloitumista.

Italian järjestelmä muuttui kaksiportaiseksi vuoden 1994 heinäkuussa, jolloin aktiivisimpien markkinatakaajien asemaa korostettiin ja heille myönnettiin päämarkkinatakaajan status. Suomen järjestelmä on yksiportainen.

Edellä mainittujen tekijöiden lisäksi järjestelmiä säätelevien sopimusten välillä on eroja. Italiassa sopimus perustuu Ministero del Tesoron asetukseen ja se allekirjoitetaan pankkiyhdistyksen ja hakijan välillä Banca d'Italian hyväksynnän jälkeen. Suomessa päämarkkinatakaaja allekirjoittaa kaksi sopimusta: Sopimuksen valtion lainojen jälkimarkkinoiden ylläpitämisestä Valtiokonttorin kanssa ja käyttäytymissäännöt valtion lainojen jälkimarkkinakaupassa Suomen Pankin kanssa. Italiassa sopimuksessa ei ole käsitelty lainkaan osto- ja myyntihinnan välistä marginaalia. Suomalaisissa sopimuksissa edellytetään päämarkkinatakaajien pitävän viiden peruspisteen marginaalin ja näyttävän elektronisen kaupankäyntijärjestelmän ruudulla indikaatiivisen hinnan kaikissa markkinaolosuhteissa. Italiassa markkinatakaajan velvollisuus on antaa elektronisen kaupankäyntijärjestelmän kautta sitova hinta, jonka hän voi ottaa pois ruudulta korkeintaan viideksi minuutiksi.

Italiassa markkinat määrittävät viitelainat, kun taas suomalaisessa järjestelmässä Valtiokonttori sopii yhdessä päämarkkinatakaajien kanssa lainan asemasta viitelaina-na.

Viranomaiset eivät maksa palkkiota jälkimarkkinakauppaan osallistumisesta kummassakaan maassa. Osallistumisesta valtion lainojen huutokauppoihin päämarkkinatakaajat saavat Italiassa palkkiota aiemmin kuvatulla tavalla.

---

<sup>9</sup> Ks. Rantalaisen artikkeli "The Primary Dealer System in Finland", Bank of Finland Bulletin, February 1993 ja K. Rantalaisen ja H. Mäkeläisen artikkeli "The Outlook for the Finnish Bond Markets in 1994", Bank of Finland Bulletin, September 1994.

## 4.5 Jälkimarkkinakauppojen selvitys

Kun kauppa tapahtuu MTS-markkinoilla, niin kaupanvahvistus syntyy automaattisesti kummallekin osapuolelle elektronisen kaupankäyntijärjestelmän välityksellä. Kaupat selvitetään keskuspankissa olevan selvityskeskuksen kautta maksu toimitusta vastaan -periaatteella. Selvitysaika on kolme päivää. Koska vain pankeilla on tili keskuspankissa, arvopaperivälittäjien maksut kulkevat pankkien tilien kautta. Ulkomaisten osapuolien kanssa käydyt kaupat selvitetään samoin Italiassa italialaisten pankkien välityksellä.

Euroclearilla ja Cedelillä on säilytystilit Banca d'Italiassa, mutta niitä käytetään hyvin harvoin jälkimarkkinakauppojen selvityksessä johtuen yhden päivän viipeestä. Valtion velkapaperit, ECU-määräisiä velkasitoumuksia lukuun ottamatta, painetaan toistaiseksi lain vaatimuksesta. Ne säilytetään keskuspankissa ja kauppojen selvitys tapahtuu käytännössä tilikirjauksina.

## 5 Johdannaismarkkinat

Futuurien ja futuurioptioiden kauppaa käydään sekä standardoituna pörssikauppana Lontoossa ja Milanossa että OTC-kauppana pankkien ja arvopaperivälittäjien toimesta. Pohja futuurimarkkinoiden kehittämiseksi luotiin vuoden 1991 alussa, kun Italiassa hyväksyttiin laki, jolla pääasiallinen vastuu valtion velkakirjalainoihin perustuvien johdannaismarkkinoiden kehittamisestä ja valvomisesta annettiin Ministero del Tesorolle ja muihin arvopapereihin perustuvien johdannaisten kehittamisestä ja valvomisesta Consobille. Italiassa perustettiin keväällä 1992 Mercato Italiano Futures, MIF, ja aloitettiin kaupankäynti futuurisopimuksilla, joiden pohjana on valtion viiden ja kymmenen vuoden pituiset kiinteäkorkoiset lainat. London International Financial Future Exchange (LIFFE) aloitti kaupankäynnin Italian valtion 10-vuoden kiinteäkorkoiseen lainaan perustuvalla futuurisopimuksella vuonna 1991 ja pari kuukautta sen jälkeen kaupankäynnin futuurioptioilla.

### 5.1 Kauppapaikka ja markkinaosapuolet

Futuurikauppa käydään SIA:n kehittämän elektronisen kaupankäyntijärjestelmän kautta. Toisin kuin valtion papereiden jälkimarkkinakauppa MTS-järjestelmässä, futuurimarkkinat ovat anonyymit. Ruudulla näkyy vain viisi parasta osto- ja myyntinoteerausta.

Vain MTS-järjestelmän jäsen voi toimia futuurimarkkinoilla MIF:n jäsenenä muutamien poikkeuksin. Tällaisia poikkeuksia ovat eräät paikalliset arvopaperivälittäjät, jotka käyvät futuurikauppaa vain omaan lukunsa. Arvopaperivälittäjä, jonka pääkonttori on ulkomailla, voidaan hyväksyä jäseneksi vastavuoroisuusperiaatteella.

Hinnan noteeraus-oikeus on futuurisopimusten markkinatakaajilla, jotka sitoutuvat antamaan jatkuvasti ja kaikissa markkinaolosuhteissa osto- ja myyntihinnan vähintään kahdenkymmenen sopimuserän suuruiselle kauppaerälle. Yhden sopimuksen koko on 250 miljoonaa liiraa. Toisen ryhmän MIF:ssä muodostavat välittäjät, joilla on oikeus, mutta ei velvollisuutta noteerata kaksipuolista hintaa ruudulla. Oman ryhmänsä muodostavat ne välittäjät, joilla on oikeus tehdä kauppaa hyväksymällä noteerattu hinta sellaisenaan.

Vuoden 1994 lopulla keskuspankki oli myöntänyt kaupankäyntioikeuden MIF:ssä 34:lle, joista 24 markkinatakaajaa, 8 arvopaperivälittäjää ja 2 omaan lukuunsa toimivaa ns. paikallista välittäjää.

### 5.3 Markkinoiden valvonta

Ylin futuurimarkkinoiden valvontavastuu on Ministero del Tesorolla. Käytännössä markkinoiden toimintaa valvoo komitea, johon kuuluu puheenjohtajana pankkiyhdistyksen edustaja ja neljä MTS- ja neljä MIF-markkinoiden edustajaa. Komitean tehtävänä on



- standardoida markkinakäytäntö,
- määrittää markkinaosapuolten velvoitteet ja oikeudet,
- laatia kaupankäynnin säännöt,
- päättää jäsenen kaupankäyntioikeuden lakkauttamisesta, jos sääntöjä rikotaan,
- suunnitella ja kehittää kaupankäyntijärjestelmiä ja tuotteita, jotka vaativat Ministero del Tesoron hyväksynnän ja
- valvoa markkinaosapuolten eettistä käyttäytymistä markkinoilla.

## 5.4 MIF:n ja LIFFE:n vertailua

Johdannaissopimusten tekniset ominaisuudet on esitetty taulukossa 2. Kaupankäynti on ollut Lontoossa huomattavasti vilkkaampaa kuin Milanossa. Keskimääräinen päivävaihto LIFFE:ssä oli vuonna 1993 runsaat 5000 miljardia liiraa ja MIF:ssä runsaat 4300 miljardia liiraa. Samaan aikaan BTP-lainojen keskimääräinen päivävaihto oli 6000 miljardia liiraa. Vuonna 1994 futuurivaihto oli noin 167 % toimituskelpoisten 10 vuoden mittaisten BTP:n jälkimarkkinavaihdosta.

MIF on pyrkinyt kilpailemaan Lontoon kanssa kustannustehokkuudellaan. Sen osuus futuurisopimusten pörssivaihdosta oli ensimmäisen puolentoista toimintavuoden aikana 44-46 prosenttia. Vuoden 1995 aikana on liiramääräisten korkofutuuriin kauppaa kuitenkin siirtynyt Lontooseen ja MIF:n kohdalla puhutaan jopa kriisistä. Vuoden 1995 tammi-syyskuun välisenä aikana MIF:n markkinaosuus laski 26 prosenttiin<sup>10</sup>. Koska ulkomaiset sijoittajat ja dealerit asioivat mieluummin LIFFE:ssä kuin MIF:ssä, ovat myös italialaiset siirtäneet futuurikauppansa sinne. Lisäksi sanotaan, että LIFFE - vanhanaikaisena huutopörssinä - on toimivampi kuin elektronisen järjestelmän välityksellä toimiva MIF. Viiden vuoden BTP:n perustuvan futuurisopimuksen kauppaa, joka on MIF:n erikoistuote, on lähestulkoon tyrehtynyt. Viranomaiset miettivät parhaillaan erilaisia ratkaisuvaihtoehtoja.

---

<sup>10</sup> Lähde: Päivittäin ilmestyvä taloussanomalehti "Il Sole 24-Ore", 2.11.1995.

Taulukko 2.

**Futuurisopimukset Milanossa ja Lontoossa**

Sopimus	MIF	LIFFE
	5 tai 10 vuotta	10 vuotta
nimellisarvo	ITL 250 000 000	ITL 200 000 000
kuponki	12 % p.a.	12 % p.a.
toimituskelpoinen arvop.	BTP	BTP
maturiteetti	3,5-5 v. ; 8 - 10 v.	8-10 v.
tikki <sup>1</sup>	0.01	0.01
tikin arvo	ITL 25 000	ITL 20 000
sopimusten eräpäivät	maalis-, kesä-, syys-, joulukuun 10. pv	maalis-, kesä-, syys-, joulukuun 10. pv

<sup>1</sup> Korkotason muuttuessa yhden prosentin sadasosan futuurisopimuksen arvo muuttuu Milanossa 25 000 liiraa ja Lontoossa 20 000 liiraa.

## 5.5 Futuuriopiot

Italiassa avattiin vuoden 1994 keväällä futuureihin perustuvien optioiden markkinat, jotka ovat toistaiseksi Italiaan etabloituneiden ulkomaisten arvopaperivälittäjien varassa. Sopimusvaihto on ollut vähäistä: vuoden 1994 kesäkuun ja joulukuun välisenä aikana vaihto oli 8 781 sopimusta kuukaudessa keskimäärin. Vuoden 1995 ensimmäisen puoliskon keskimääräinen kuukausivaihto oli 388 378 sopimusta.

## 5.6 Johdannaisinstrumenttien kauppohen selvitys

Johdannaisinstrumenttien kauppohen selvitystä varten perustettiin selvityskeskus Banca d'Italian ja Consobin toimiessa ylimpinä valvontaviranomaisina. Selvityskeskus on osakeyhtiö, jonka omapääoma on 55 000 miljardia liiraa. Osakkaina on tällä hetkellä 21 MTS-markkinoilla toimivaa markkinatakaajaa. Selvityskeskus toimii kolmantena osapuolena kaupan eri osapuolten välillä.

## 6 Vireillä olevat kehityssuunnitelmat

Parin viime vuoden aikana on viranomaisten kesken tapahtunut hienoinen muutos markkinoiden kehittämisvastuussa. Ministero del Tesoro on osoittanut kasvavaa kiinnostusta jälkimarkkinoihin ja haluaa olla Banca d'Italian ohella päättämässä esimerkiksi päämarkkinatakaajastatuksen myöntämisestä.

Vireillä olevat kehityssuunnitelmat koskevat markkinatakausjärjestelmää ja arvopaperilainausta. Markkinatoimikunnassa on keskusteltu nykyisen markkinatakaajaportaan poistamisesta ja päämarkkinatakaajien joukon lukumäärän kasvattamisesta kahteenkymmeneen. Toistaiseksi uudistuksesta ei ole tehty päätöstä. Viranomaiset näkevät vaarana valtion velkapapereiden jälkimarkkinakaupan keskittymisen liiaksi suurten välittäjien käsiin.

Arvopaperilainauhankkeen taustavoimina ovat viranomaiset. Tarkoitus on saada markkinoilla toimivat osapuolet pankkiyhdistyksen kautta kehittämään itse standardisopimukset ja luomaan puitteet lainaukselle. Suomen tavoin Italiassa arvopaperien lainaukseen liittyvä verotus on ongelma, mitä Banca d'Italia pyrkii ratkaisemaan yhdessä asianomaisten ministeriöiden kanssa. Vaikka suuret päämarkkinatakaajaorganisaatiot suunnittelevat arvopaperilainauksen aloittamista, niin useat muut markkinaosapuolet suhtautuvat hankkeeseen epäillen.

Verotusongelmat koskevat myös repo-markkinoita. Markkinatakaajat ovat tehneet vuosia ulkomaisten pankkien kanssa myynti- ja takaisinostosopimuksia OTC-markkinoilla. Jokaisella välittäjällä on omat sopimusstandardinsa, mutta yhteisten standardien kehittämistä kaivataan yleisesti.

Euroopan Unionin sijoituspalveludirektiivien implementointi ei nykyisen tietämyksen mukaan aiheuttane Italian valtion papereiden markkinaa koskevassa lainsäädännössä muutoksia, eikä esimerkiksi markkinatakaajien ja päämarkkinatakaajien etablointivaatimuksen purkaminen ole ollut esillä.

Italian valtion kotimainen velkasalkku koostuu seuraavista instrumenteista:

**Valtion velkasitoumukset** (I Buoni Ordinari del Tesoro, BOT) ovat lyhytaikaisia, alle vuoden mittaisia rahamarkkinainstrumentteja. Ensimmäiset velkasitoumukset emittoitiin Sardiassa 1852; nykyisessä muodossaan niitä on emittoitu vuodesta 1975. Valtion velkasitoumukset ovat olleet kautta aikojen suosittu kotitalouksien säästämistapa. Nykyään lasketaan liikkeeseen kolmen, kuuden ja kahdeksan kuukauden pituisia velkasitoumuksia. Tällä hetkellä viranomaisten tarkoitus on vähentää velkasitoumusten painoa lainasalkussa ja pidentää koko luottokannan keskimääräistä laina-aikaa. Velkasitoumusten kanta oli vuoden 1994 lopulla 413 500 miljardia liiraa, eli runsaat 27 prosenttia valtion velkapaperisalkusta.

Vuoden 1995 alussa Ministero del Tesoro ilmoitti laskevansa liikkeeseen **kaksivuotisia nollakuponsisia velkasitoumuksia** (markkinoilla nimellä "Bottone", pikkunappi). Ensimmäinen huutokauppa tapahtui helmikuussa. Tämän tyyppiset velkasitoumukset suunnataan piensijoittajille. Velkasitoumuksia ei noteerata pörssissä. Keskuspankki käyttää niitä rahamarkkinainterventioissa, mutta likvidejä jälkimarkkinoita niillä ei ole kuin pari päivää huutokaupan jälkeen. Poikkeuksen tekevät 2-vuotiset nollakuponsiset velkasitoumukset, jotka ovat olleet erittäin likvidejä. Ne suunnattiin alunperin kotitalouksille, mutta ovat saavuttaneet myös institutionaalisten sijoittajien kiinnostuksen. Velkasitoumusten noteeraukset löytyvät elektronisen kaupankäyntijärjestelmän verkoston ruuduilta.

**Kiinteäkorkoiset velkakirjalainat** (I Buoni del Tesoro Poliennali, BTP) ovat yleensä 2-10 vuoden pituisia kiinteäkorkoisia lainoja. Vuoden 1993 marraskuussa valtio laski liikkeeseen ensimmäisen 30 vuoden mittaisen kiinteäkorkoisen lainan, joka herätti myönteistä kiinnostusta myös ulkomaisten sijoittajien keskuudessa. Vuoden 1994 lopussa BTP-lainojen kanta oli 538 200 miljardia liiraa. Ensimmäiset kiinteäkorkoiset lainat laskettiin liikkeeseen viime vuosisadan puolella, mutta niiden osuus kokonaisvelasta kasvoi suuremmissa määrin vasta 1980-luvulla institutionaalisten sijoittajien ja ammattimaisten arvopaperivälittäjien kiinnostuttua valtion velkakirjoista. Vuoden 1994 lopulla ne edustivat runsasta 30 prosenttia valtion velkapaperimarkkinoista.

**Vaihtuvakorkoisia velkakirjalainoja** (I Certificati di Credito del Tesoro, CCT) on laskettu liikkeeseen vuodesta 1977 lähtien. Tarkoitus on tarjota kotitalouksia tyydyttävä vaihtoehto velkasitoumuksille. Suurimmat muutokset velkakirjojen liikkeeseenlaskutavoissa ja koronmääritysmekanismieissa vuosien varrella ovat koskeneet juuri vaihtuvakorkoisia velkakirjalainoja, sillä viranomaisille on ollut tärkeää pitää yksityissektorin kiinnostus yllä. Vuodesta 1988 lähtien liikkeeseen laskettujen vaihtuvakorkoisten lainojen laina-aika on ollut 5 tai 7 vuotta ja koronmaksu kaksi kertaa vuodessa. Aikaisemmin lainat hinnoiteltiin kolmen edellisen 6 ja 12 kuukauden mittaisen velkasitoumusten keskimääräisen tuoton pohjalta (ei siis esim. interbank-koron pohjalta), johon lisätään marginaali. Huolimatta siitä, että 1993 jälkeen liikkeeseenlaskettujen lainojen marginaali pudotettiin 50 peruspisteestä 30 peruspisteeseen velkasitoumuksiin nähden, ne tarjosivat edelleen hyvän tuoton sijoittajille. Marginaalin runsaudesta huolimatta jälkimarkkinoilla toimivat arvopaperinvälittäjät, institutionaaliset sijoittajat ja ulkomaiset sijoittajat pitivät

koronmääritysmekanismeja vaikeana ja riskipitoisena. Asian tiedostaen viranomaiset yksinkertaistivat vuoden 1995 alussa uusien vaihtuvakorkoisten lainojen hinnoittelumekanismeja niin, että koron määräytymisperustana käytetään viimeisintä 6 kuukauden velkasitoumushuutokaupan tuottoa. Näin saatuun korkoon lisätään marginaali. Vaihtuvakorkoisten lainojen kanta oli vuoden 1994 lopussa 556 104 miljardia liiraa ja niiden osuus velkapaperimarkkinoista noin 32 prosenttia.

**Kiinteäkorkoisia ECU-määräisiä joukkovelkakirjalainoja** (I Certificati del Tesoro in Euroscudi, CTE) on laskettu liikkeeseen ensi kerran vuonna 1982. Tavoitteena oli lainasalkun maturiteetin pidentäminen (ECU-lainojen laina-aika oli 7 vuotta) ja uuden sijoitusvaihtoehdon tarjoaminen kotitalouksille. Korko ja takaisinmaksu määritetään ECU:ssa, mutta lainanantaja voi halutessaan nostaa ne liiroissa päivän kurssiin. Kotimaassa liikkeeseenlaskettujen ECU-lainojen liiramääräinen vasta-arvo oli viime vuoden lopussa 55 076 miljardia liiraa, mikä on koko lainakannasta runsaat kolme prosenttia.

**ECU-määräisiä velkasitoumuksia** (I Buoni del Tesoro in Euroscudi, BTE) on laskettu liikkeeseen vuodesta 1987 lähtien. Ne ovat vuoden mittaisia velkasitoumuksia, jotka on suunnattu rahoituslaitoksille. Jälkimarkkinoita niillä ei ole. Sijoittaja voi valita korkomaksujen ja kuoletusten valuutan joko liiroissa tai ECU:ssa. Niiden osuus lainakannasta oli 1994 alle puoli prosenttia.

**Kiinteäkorkoisia velkakirjalainoja, joihin liittyy ennenaikaisen takaisinmaksun mahdollisuus** (I Certificati del Tesoro con Opzione, CTO) laskettiin liikkeeseen vuoden 1988 alusta lähtien. Tavoitteena oli velkasalkun keskimääräisen laina-ajan pidentäminen ja tasapainon saavuttaminen kiinteäkorkoisten ja vaihtuvakorkoisten sitoumusten välille. Ensimmäisten optiolainojen laina-aika oli kahdeksan vuotta ja sijoittajalle tarjottiin mahdollisuus maksaa laina pois neljän vuoden kuluttua. Seuraavien optiolainojen kokonaislaina-aika on ollut kuusi vuotta, jolloin takaisinmaksumahdollisuus alkoi kolmen vuoden kuluttua. Optiolainojen osuus uusista emissioista oli vuosina 1989–1991 huomattava, vuonna 1990 jopa lähes 22 prosenttia. Syksyn 1992 valuuttakriisin jälkeen ei optiolainoja ole enää emittoitu. Vuoden 1994 lopulla niiden osuus lainasalkusta oli runsaat neljä prosenttia ja määrä 60 097 miljardia liiraa.

Edellä mainittujen instrumenttien lisäksi piensijoittajat voivat ostaa postin kautta talletustodistuksia (I Buoni Postali Fruttiferi) tai sijoittaa **postisäästötileille**. Postin kautta kerätyt talletukset nousivat viime vuoden lopussa 151 miljardiin liiraan.

## Liite 2.

## Velkapapereiden liikkeeseenlasku

### 1.1 Velkasitoumusten huutokaupat

Velkasitoumusten huutokauppoja pidetään noin kahden viikon välein. Velkasitoumuksia koskevat huutokaupparjoukset on lähetettävä sinetöidyissä kirjekuorissa klo 12.00 mennessä huutokauppapäivänä Banca d'Italiaan. Jokainen osallistuja saa tehdä korkeintaan viisi, vähintään 200 miljoonan liiran kokoista markkinahintaista hinta- tai määrätarjousta ja yhden markkinahinnasta poikkeavan tarjouksen, jonka määrä ei saa ylittää 2000 miljardia liiraa. Markkinahintaisille tarjouksille ei ole ylärajaa. Aikaisemmin Ministero del Tesoro ilmoitti lähtöhinnan, mutta tästä käytännöstä on luovuttu muutama vuosi sitten.

Lyhytaikaiset velkasitoumukset, sekä liira- että ECU-määräiset, myydään amerikkalaisella huutokaupalla. Merkitsijöinä ovat keskuspankki, pankit ja arvopaperivälittäjät, joiden kautta kotitaloudet ostavat valtaosan lyhytaikaisista valtion papereista.

### 1.2 Keskipitkien ja pitkien lainojen huutokaupat

BTP- ja CCT-huutokauppoja pidetään kaksi kertaa kuukaudessa siten, että uusia lainoja lasketaan liikkeeseen kolmen kuukauden välein ja markkinoilla olevien likvidien lainojen kantoja kasvatetaan emittoimalla uusia eriä. Keskipitkät ja pitkät velkapaperit myydään hollantilaisella tekniikalla.

Keskipitkien ja pitkien lainojen huutokaupparjoukset tehdään joko sinetöidyissä kuorissa tai elektronisen interbank-järjestelmän kautta klo 13.00 mennessä huutokauppapäivänä. Osallistujat voivat tehdä enintään kolme hinta- tai määrätarjousta. Liiramääräisiä lainoja koskevien tarjousten minimikoko on 100 miljoonaa liiraa ja ECU-määräisten 100.000 ECU:a. Ottamalla huomioon markkinahinnasta poikkeavat tarjoukset Banca d'Italia antaa myös pienille pankeille ja välittäjille mahdollisuuden pysyä mukana keskipitkien ja pitkien lainojen huutokaupoissa.

Huutokauppahinta määritetään siten, että hyväksytyjen tarjousten määrästä otetaan parhaat 50 prosenttia, jolle lasketaan painotettu keskihinta. Näin saadusta keskihinnasta vähennetään 200 peruspistettä ja lopputuloksena on huutokaupassa sovellettava huutokauppahinta (Prezzo di esclusione). Tarjoukset, jotka jäävät alle näin lasketun huutokauppahinnan, putoavat pois. Kuvatulla hinnoittelutekniikalla pyritään siihen, että liian matalat markkinahintatasosta poikkeavat tarjoukset eivät vaikuta toteutuneeseen hintaan.

## Liite 3.

## Päämarkkinatakaajat ja markkinatakaajat

<b>Italian valtion velkakirjalainojen päämarkkinatakaajat syyskuussa 1995</b>	Status myönnetty:
Banca Commerciale Italiana	01.07.1994
Banca di Roma	01.07.1994
Bank of America NT & SA	01.07.1994
Caboto Holding SIM	01.07.1994
Cassa di Risparmio di Torino	01.07.1994
Credito Italiano	01.07.1994
Instituto Bancario San Paolo di Torino	01.07.1994
Monte dei Paschi di Siena	01.07.1994
Morgan Guaranty Trust Company of New York	01.07.1994
IMI Sigeco SIM	01.07.1994
Banco di Napoli	13.10.1994
Cassa di Risparmio delle Province Lombarde	13.10.1994
Banca Morgan Stanley	05.01.1995
Deutsche Bank	10.04.1995
Goldman Sachs SIM	10.04.1995
Lehman Brothers SIM	10.04.1995
<b>Markkinatakaajat</b>	
Banca Commerciale Italiana	16.05.1988
Banca di Roma	16.05.1988
Banca Nazionale del Lavoro	16.05.1988
Banca Popolare di Milano	16.05.1988
Banco di Napoli	16.05.1988
Banco di Sicilia	16.05.1988
Cassa di Risparmio delle Province Lombarde	13.10.1994
Cassa di Risparmio di Torino	16.05.1988
Credito Italiano	16.05.1988
Credito Romagnolo	16.05.1988
Instituto Bancario San Paolo di Torino	16.05.1988
Monte dei Paschi di Siena	16.05.1988
IMI Sigeco SIM	16.05.1988
Caboto Holding SIM	01.04.1989
Morgan Guaranty Trust Company of New York	16.05.1990
Banca del Salento	18.03.1991
Deutsche Bank	16.09.1991
Banco di Sardegna	01.10.1991
Cassa di Risparmio di Verona, Vicenza, Belluno e Ancona	28.10.1991
Eptasim SIM	23.12.1991
Goldman Sachs SIM	10.04.1995
Banca Euromobiliare	03.02.1992
Mercati Finanziari SIM	06.04.1992
Promotio SIM	18.05.1992
Instituto di Credito delle Casse Rurali e Artigiane	02.06.1992
Banca Popolare di Verona	15.06.1992
Banque Paribas	01.10.1992
Akros-Attimo SIM	30.11.1992
Internationale Nederlanden Bank N.V.	01.07.1993
Cassa di Risparmio di Firenze	13.09.1993
Banca Internazionale Lombarda	02.11.1993
Banca Sella	02.11.1993
Credito Bergamasco	01.12.1993
Bank of America NT & SA	13.12.1993
Citibank N.A.	01.06.1994
Cassa di Risparmio di Biella e Vercelli	01.06.1994
Banca Morgan Stanley	05.09.1994
Goldman Sachs SIM	29.12.1994
Lehman Brothers SIM	05.01.1995
Credit Commerciale de France	03.04.1995
Banque Indosuez Italia	20.06.1995
C.I.MO. SIM Compagnia Italiana Mobiliare	30.06.1995

## SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

ISSN 0785-3572

- 1/96 Kari T. Sipilä **A Data Communication Network for Administrative Purposes within the EU.** 1996. 53 s. ISBN 951-686-492-9. (TK)
- 2/96 Veikko Saarinen – Kirsti Tanila – Kimmo Virolainen **Payment and Settlement Systems in Finland 1995.** 1996. 60 s. ISBN 951-686-493-7. (RM)
- 3/96 Harri Kuussaari **Systemic Risk in the Finnish Payment System: an Empirical Investigation.** 1996. 32 s. ISBN 951-686-494-5. (RM)
- 4/96 Janne Lauha **OTC-johdannaiset ja Suomen oikeus.** 1996. 98 s. ISBN 951-686-495-3. (RATA)
- 5/96 Jukka Ahonen – Ilmo Pyyhtiä **Suomen teollisuuden rakenne ja häiriöalttius suhteessa muihin EU-maihin.** 1996. 37 s. ISBN 951-686-496-1. (RP)
- 6/96 Pekka Ilmakunnas – Jukka Topi **Microeconomic and Macroeconomic Influences on Entry and Exit of Firms.** 1996. 33 s. ISBN 951-686-497-X. (TU)
- 7/96 Jaakko Autio **Korot Suomessa 1862–1952.** 1996. 55 s. ISBN 951-686-498-8. (TU)
- 8/96 Vesa Vihriälä **Theoretical Aspects to the Finnish Credit Cycle.** 1996. 63 s. ISBN 951-686-500-3. (TU)
- 9/96 Vesa Vihriälä **Bank Capital, Capital Regulation and Lending.** 1996. 52 s. ISBN 951-686-501-1. (TU)
- 10/96 Vesa Vihriälä **Credit Growth and Moral Hazard. An Empirical Study of the Causes of Credit Expansion by the Finnish Local Banks in 1986–1990.** 1996. 53 s. ISBN 951-686-502-X. (TU)
- 11/96 Vesa Vihriälä **Credit Crunch or Collateral Squeeze? An Empirical Analysis of Credit Supply of the Finnish Local Banks in 1990–1992.** 1996. 50 s. ISBN 951-686-503-8. (TU)
- 12/96 Peter Redward **Structural Reform in New Zealand: A Review.** 1996. 35 s. ISBN 951-686-504-6. (KT)
- 13/96 Kaare Guttorm Andersen – Karlo Kauko **A Cross-Country Study of Market-Based Housing Finance.** 1996. 45 s. ISBN 951-686-505-4. (RM)
- 14/96 Kristina Rantalainen **Valtion luotonotto ja velkapaperimarkkinat Italiassa.** 1996. 29 s. ISBN 951-686-506-2. (RM)