
SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

10/97

Jorma Hietalahti - Harri Kuussaari

Rahapolitiikan osasto
30.5.1997

Valuuttatermiinimarkkinoiden
toiminta Suomessa

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

Jorma Hietalahti - Harri Kuussaari

Rahapolitiikan osasto*
30.5.1997

Valuuttatermiinimarkkinoiden toiminta Suomessa

* Selvitys on tehty Rahapolitiikan osaston ja Tietopalveluosaston yhteistyönä.

Tässä keskustelualoitteessa esitetyt näkemykset ovat tekijöiden eivätkä välttämättä vastaa Suomen Pankin kantaa

ISBN 951-686-551-8
ISSN 0785-3572

Suomen Pankin monistuskeskus
Helsinki 1997

Valuuttatermiinimarkkinoiden toiminta Suomessa

Suomen Pankin keskustelualoitteita 10/97

Jorma Hietalahti – Harri Kuussaari
Rahapolitiikan osasto

Tiivistelmä

Selvityksessä luodaan katsaus termiinimarkkinoiden kehitykseen 1980-luvun alusta lähtien. Aihetta tarkastellaan pankeilta kerätyn tilastoaineiston avulla ja tavoitteena on kuvata markkinoiden rakennetta ja yhteyksiä talouden muihin osa-alueisiin. Markkinoiden yleisen kuvauksen lisäksi selvityksessä tarkastellaan termiinimarkkinoita markan arvoon kohdistuvien näkemysten välittäjänä.

Varsinaiset valuuttatermiinimarkkinat syntyivät Suomeen vuoden 1980 huhtikuussa. Termiinimarkkinoilla oli 1980-luvulla kuitenkin valuutansäännöstelyyn perustuvia rajoitteita, joista merkittävin oli termiinisopimusten kaupallisen taustan vaatimus. Säännöstelystä vapaat aidot termiinimarkkinat ovat toimineet Suomessa vuoden 1991 alusta lähtien, jonka jälkeen markkinat ovat kasvaneet voimakkaasti. Valuuttatermiinisopimuksia käytetään pääosin ulkomaankauppaan liittyvien valuuttavirtojen ja valuuttamääräisten velkojen tai saamisten suojaamiseen.

Keskuspankin rahapolitiikan seurannan kannalta termiinimarkkinat ovat antaneet arvokasta tietoa markkaan kohdistuneista paineista. Esimerkiksi vuosien 1991–1992 devalvaatiospekulaatiot näkyivät termiinimarkkinoilla erittäin selvästi.

Asiasanat: Valuuttatermiinit, valuuttamarkkinat, pääomanliikkeet

The Forward Exchange Market in Finland

Bank of Finland Discussion Papers 10/96

Jorma Hietalahti – Harri Kuussaari
Monetary Policy Department

Abstract

This paper presents an overview of developments in the Finnish forward exchange market since the early 1980s. The subject is analysed on the basis of statistical data collected from banks, with the purpose of describing the structure of the market and its connections with other sectors of the economy. Besides giving a general description of the market, the paper examines the forward exchange market as a mediator of views on the value of the markka.

A genuine forward exchange market emerged in Finland in April 1980. In the 1980s the market was however constrained by foreign exchange regulations, the most significant being the commercial background requirement for forward exchange contracts. A deregulated true forward exchange market commenced in Finland at the beginning of 1991 and has subsequently expanded rapidly. Forward exchange contracts are mainly used in foreign trade as a means of hedging currency flows and foreign currency-denominated assets and liabilities.

From the standpoint of the central bank's monitoring of monetary policy, the forward exchange market provides valuable information regarding pressures on the markka. For instance, the speculative attacks on the markka in 1991 and 1992 were clearly reflected in the forward exchange market.

Keywords: Forward exchange contracts, foreign exchange market, capital flows

Sisällys

1	Johdanto	7
2	Valuuttatermiinimarkkinoiden kehitysvaiheet	7
3	Markkinoiden rakenne ja volyymit	8
3.1	Markkinoiden osapuolet ja toimintaympäristö	8
3.2	Yritysten terminoinnit	11
3.3	Ulkomaalaisten terminoinnit suomalaispankkien kanssa	14
3.4	Terminisopimusten maturiteetit ja valuutat 1990-luvulla	16
4	Pankkijärjestelmän nettotermiiniasema	18
4.1	Valuutansäännöstelyn vuodet 1980-1990	21
4.2	Devalvaatio-odotukset vuosina 1991-1992	22
4.3	Kellutuksen ja ERM-liitännän aika vuodesta 1993 lähtien	24
5	Yhteenveto	24
	Lähteet	26
	Liitetaulukot	27
	Tilastoliite	29



1 Johdanto

Selvityksen tarkoituksena on luoda katsaus termiinimarkkinoiden kehitykseen 1980-luvun alusta lähtien. Yhtenäistä selvitystä ”aidosti” toimivien termiinimarkkinoiden periodilta ei ole tehty, vaikka hyvinkin yksityiskohtainen viikkoaineisto olisi antanut tähän hyvän mahdollisuuden. Tavoitteena on kuvata markkinoiden rakennetta ja yhteyksiä talouden muihin osa-alueisiin olemassaolevan tilastoaineiston avulla. Tarkasteltava aineisto kattaa pankkien raportoimat markkaa vastaan tehdyt termiinisopimukset. Raportoinnin perusteella kootut aggregaattitiedot julkaistaan kuukausittain ilmestyvässä Suomen Pankin Rahoitusmarkkinat -tilastokatsauksessa. Tässä selvityksessä aineistoa esitellään yksityiskohtaisemmin ja pitkinä aikasarjoina. Käsillä olevan yleiskuvauksen lisäksi aineisto antaa runsaasti mahdollisuuksia ja aiheita teoreettisempiakin jatkoselvityksiä varten.

Markkinoiden yleisen kuvauksen lisäksi selvityksessä tarkastellaan termiinimarkkinoita markkaan kohdistuvien näkemysten välittäjänä. Huomiota kiinnitetään myös 1990-luvun alkuvuosien valuuttamarkkinoiden kuohunnan vaikutuksiin. Termiinimarkkinat ovat heijastaneet varsin hyvin markan arvoon kohdistuvia paineita, joten tieto termiinimarkkinoilla tapahtuvista muutoksista on ollut tärkeässä asemassa rahapolitiikan seurannassa.

Selvityksen toisessa luvussa käydään lyhyesti läpi valuuttatermiinimarkkinoiden kehitysvaiheet Suomessa. Kolmannessa luvussa tarkastellaan markkinoiden osapuolia, volyymeita ja rakenteen kehitystä 1980-luvun alusta alkaen. Luvussa neljä esitellään sektorikohtaisten nettoterminiasemien kehitystä ja selvitetään termiinimarkkinoiden ja ulkomaisten pääomanliikkeiden välisiä yhteyksiä sekä 1990-luvun alun markkinahäiriöitä. Johtopäätökset on kerätty lukuun viisi.

Selvityksen liitteenä julkaistaan Suomessa toimivien pankkien valuuttatermiinisopimukset Suomen markkaa vastaan kuukausiaineistona vuodesta 1981 lähtien. Aineistoa ei ole aikaisemmin julkaistu tässä laajuudessa.

2 Valuuttatermiinimarkkinoiden kehitysvaiheet

Vuonna 1958 pankeille annettiin lupa myydä ja ostaa valuuttaa termiinillä. Bretton-Woods -järjestelmän aikana tarve tehdä valuuttatermiinisopimuksia oli kuitenkin vähäinen, koska valuuttakurssit olivat kiinteät. Toinen syy vähäiseen termiiniaktiiviteettiin oli se, että Suomesta puuttuivat kotimaiset pankkien väliset markkinat. Pankit eivät valuutansäännöstelystä johtuen pystyneet kattamaan omaa kurssirisikiään muuten kuin solmimalla samanaikaisesti osto- ja myyntisopimuksia omien asiakkaidensa kanssa. Mahdollisuuksia kattaa termiinikauppoja avistaposition muutoksilla ei vielä tuolloin ollut, joten termiinimarkkinat jäivät kehittymättömiksi ja hyvin ohuiksi.

Bretton-Woods -järjestelmän hajottua vuoden 1971 lopulla tarve termiinivaluuttakauppoihin alkoi kasvaa. Suomen Pankista tuli hinnan asettaja kasvaville valuuttatermiinimarkkinoille. Keskuspankki antoi päivittäin dollarin termiinikurssit ja kattoi pankkien avoimet termiinipositiot. Pankit saattoivat kattaa omia termiinikauppojaan myös vastakkaiskaupoilla toisten pankkien kanssa. Valuutan termiinimyyntejä voitiin kattaa lisäksi tekemällä sijoituksia ulkomaisiin pankkeihin

mutta termiiniostoja ei ollut lupa kattaa ottamalla valuuttamääräistä luottoa. Koska hinta oli keskuspankin antama, näkyivät valuuttakurssiodotukset tehtyjen termiinisopimusten määrissä.¹

Vuoden 1980 huhtikuussa Suomen Pankki vetäytyi hinnanasettajan roolista ja pankeille annettiin oikeus ottaa ulkomaista luottoa termiiniostojensa kattamiseksi.² Siten lyhyen pääoman liikkeet käytännössä vapautuivat ja pankkien termiinisopimusten hinnoittelu perustui siitä lähtien kotimaisten ja ulkomaisten korkojen eroihin. Termiinisopimusten uusi hinnoittelusysteemi merkitsi samalla Suomen korkojen sitomista kansainvälisiin korkoihin.

Termiinimarkkinoille jäi kuitenkin vielä rajoituksia, jotka estivät aitojen termiinimarkkinoiden syntyminen. Keskeisenä tavoitteena oli rajoittaa termiinisopimusten käyttö pelkästään valuuttakurssiriskeiltä suojautumiseen. Tämän takia termiinisopimusten ehtona oli kaupallinen tausta ja yritysten oli todistukseksi esitettävä terminointeihinsa liittyvät bruttomääräiset laskut Suomen Pankille. Vuodesta 1985 alkaen sallittiin positioterminointi, mikä tarkoitti terminointia suoraan valuuttasaamisten ja -velkojen välisen nettovaluutta-aseman perusteella. Rajoituksista huolimatta yritykset kuitenkin toteuttivat näkemyksiään valuuttakurssiodotuksista välillisesti. Vientirytykset supistivat termiinivaluutan myyntejä ja tuontirytykset lisäsivät termiinivaluutan ostoja devalvaatio-odotusten kasvaessa.

Ulkomaalaisille markkatermiinisopimukset olivat valuutan säännöstelyn aikana ainoa joustava instrumentti markkasijoitusten tekemiselle. Tämä korostui 1980-luvun loppupuoliskolla, kun ulkomaalaisten sijoitukset markkamääräisiin joukko-velkakirjoihin kiellettiin vuonna 1985 sijoitusten lisääntyttä räjähdysmäisesti. Terminointeihin liittyvä kaupallisen taustan edellytys ei luonnollisestikaan koskenut ulkomaalaisia.

Vuoden 1991 alusta terminointirajoitteet poistettiin. Markkinaosapuolet voivat tällä hetkellä vapaasti myydä ja ostaa valuuttaa termiinillä. Valuuttatermiinisopimuksia käytetään nykyisin sekä aitoon suojautumiseen että valuuttakurssinäkemysten ottamiseen. Markan ulkoiseen arvoon kohdistuneet paineet 1990-luvulla ovat näkyneet selvästi termiinimarkkinoilla. Markan kelluminen on lisännyt osaltaan valuuttakurssiepävarmuutta ja siten suojautumistarvetta.

3 Termiinimarkkinoiden rakenne ja volyymit

3.1 Markkinoiden osapuolet ja toimintaympäristö

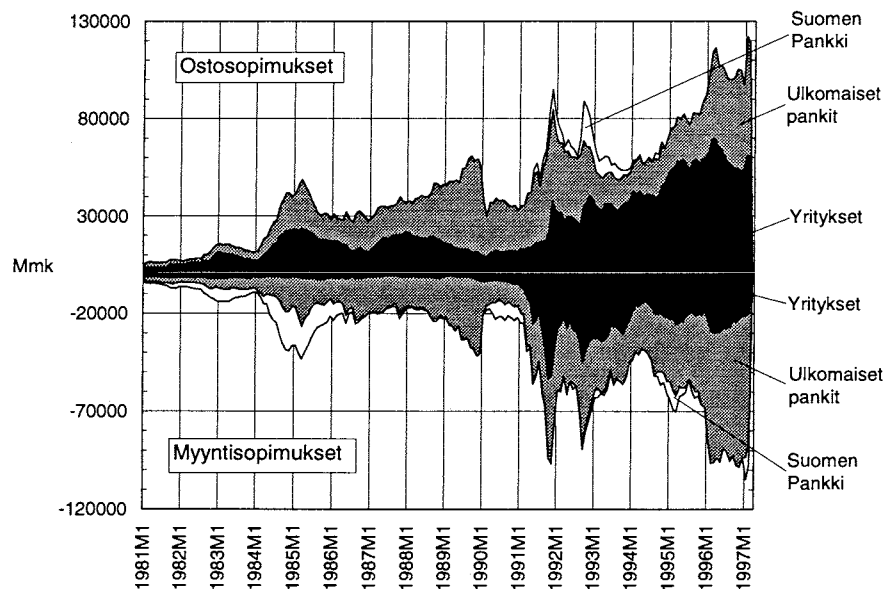
Suomen markan termiinimarkkinoiden toiminnan perustan muodostavat ulkomaankauppaa harjoittavat yritykset. Valtaosa termiinisopimuksista liittyy yhä suomalaisen yritysten vientisaamisten ja tuontivelkojen valuuttakurssiriskien eliminointiin. Valuuttatermiinit ovat Suomessa yritysten selvästi eniten käyttämä valuuttakurssiriskiltä suojautumisen väline. Hakkaraisen ym. (1994) tutkimuksen mukaan yli

¹Bretton-Woods -järjestelmän jälkeisiä termiinimarkkinoita ovat kuvanneet esimerkiksi Tanskanen (1977), Oksanen (1978), Nordman (1980) ja Suvanto (1983).

²Valuutansäännöstelyn historiasta ja sen purkamisesta ks. tarkemmin Lehto-Sinisalo (1991).

80 % merkittävistä ulkomaankauppaa harjoittavista yrityksistä käyttää valuuttatermiinejä suojautumistarkoituksessa joko usein tai jatkuvasti. Ulkomaankauppaa käyvien yritysten lisäksi markan termiinimarkkinoilla on perinteisesti toiminut talletuspankkeihin kuulumattomia muita rahoituslaitoksia, jotka suojaavat ulkomaisia saamisiaan ja velkojaan. Näiden rahoituslaitosten osuus kaikista termiinisopimuksista on kuitenkin ollut suhteellisesti melko vähäinen. Valuuttakurssiriskeiltä suojautujien lisäksi markan termiinimarkkinoilla toimii vaihtelevasti kurssimuutoksilla spekuloiivia ja arbitraasin hyödyntämiseen pyrkiviä yrityksiä, jotka ostavat tai myyvät valuuttaa termiineillä pelkästään voitontavoittelumielessä.

Kuvio 1. Pankkien valuuttatermiinisopimuskannat osapuolittain



Kuviossa 1 on kuvattu pankkien valuuttatermiinisopimusten bruttomääräiset volyymit osapuolittain. Termiinimarkkinoiden volyyymi on kasvanut 1980-luvun alusta alkaen heilahdellen raha- ja valuuttamarkkinoiden aktiviteetin mukaisesti. Ulkomaalaisten pankkien osuus suomalaisten pankkien termiinivaluutan ostosopimusten vastapuolista oli 1990-luvun vaihteeseen saakka yleensä kotimaisia vastapuolia suhteellisesti suurempi. 1990-luvulla osat ovat kuitenkin vaihtuneet ja nykyisin kotimaiset yritykset ovat volyyymilla mitaten pankkien termiinivaluutan ostojen merkittävin vastapuoli. Valuutan myyntisopimuksissa ulkomaalaisten vastapuolten osuus on lähes jatkuvasti ollut kotimaisia osapuolia suurempi. 1980-luvulla pankkien valuutan myyntisopimuskanta oli lähes kokonaan solmittu ulkomaisten vastapuolten kanssa. 1990-luvulla kotimaisten vastapuolten osuus on kasvanut mutta on suurimmillaankin ollut vain noin 50 % kaikista pankkien myyntisopimuksista. Suomen Pankki on toiminut markkinoilla sekä osto- että myyntipuolella mutta kuitenkin suhteellisen harvoin.

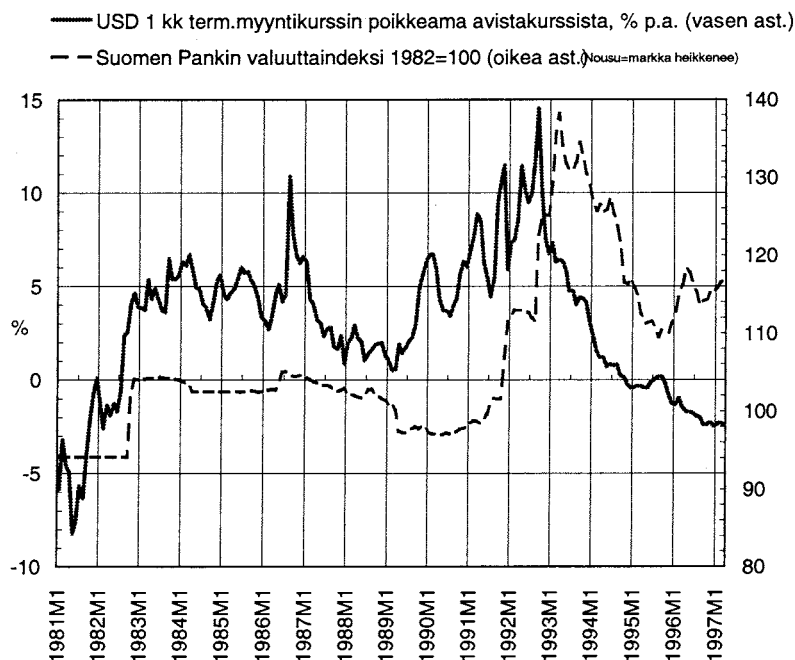
Vaikka yritysten suojautumistarpeet muodostavat termiinimarkkinoidemme perustan, pankit ovat markkinoiden toimivuuden kannalta keskeisimmässä asemassa. Pankit toimivat yritysten termiinistöjen ja -myyntien välittäjinä. Yritysten termiinisopimukset ovat yleensä räätälöityjä niiden omien tarpeiden mukaisesti ja pankin ostaessa tällaisen valuuttatermiinin, se löytää harvoin toista yritystä, joka haluaisi myydä vastaavan termiinin. Kattaakseen oman kurssiriskinsä

pankki voi tehdä vastaavan suuruisen ja mittaisen valuuttatalletuksen pankkien välisillä markkinoilla. Pankit toimivat siis markkinoilla välittäjinä, jotka yleensä suorittavat yritysten termiinitransaktioita vastaavat transaktiot käteismarkkinoilla. Termiinien hinnat määräytyvät siten käytännössä pankkien välisillä korkomarkkinoilla. Pankkitoiminnan kansainvälisyys puolestaan takaa, ettei mittavia ja pitkäaikaisia poikkeamia korkopariteetista pääse syntymään.

Keskeisten valuuttojen, kuten Yhdysvaltain dollarin ja Saksan markan, termiinkurssien poikkeamat avistakursseista ovat yleensä olleet positiivisia eli ne ovat olleet preemiolla suhteessa Suomen markkaan.³ Kuviossa 2 vuosien 1986, 1991 ja 1992 spekulatiotilanteet erottuvat selvästi normaalia suurempina dollarin termiinipremioina.⁴ Suomen korkotason laskun seurauksena useiden valuuttojen termiinkurssit ovat kuitenkin laskeneet avistakurssien alapuolelle ja termiinipremio on siten kääntynyt viime vuosina termiinidiskontoksi.

Kuvio 2.

USD 1 kk termiinimyyntikurssin poikkeama avistakurssista, p.a.

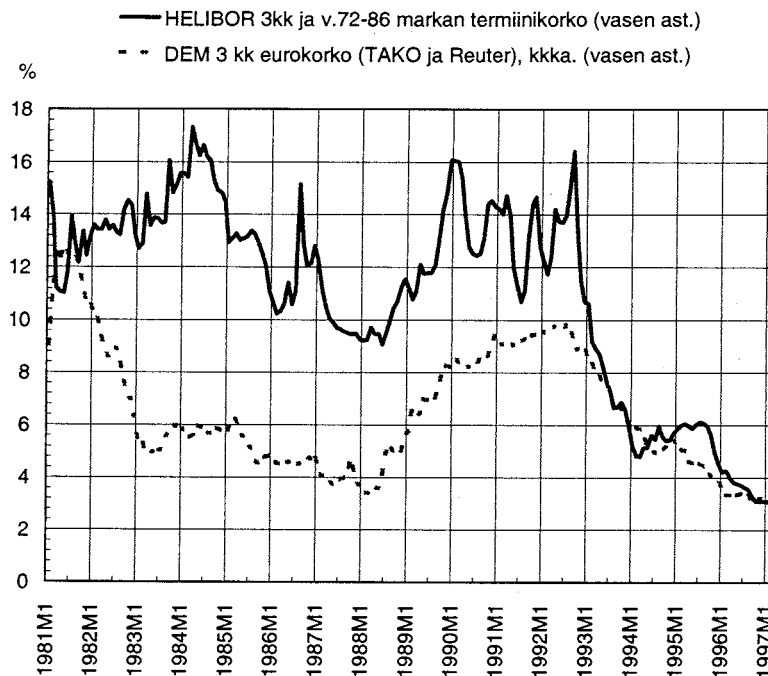


³Valuutan termiinkurssin ja käteiskaupan spot-kurssin erotus eli termiinimarginaali voi olla joko negatiivinen tai positiivinen. Jos marginaali on positiivinen, niin termiinillä ostettu valuutta on käteisvaluuttaa kalliimpaa ja ulkomaanvaluutan sanotaan olevan preemiolla kotimaanvaluuttaan nähden. Jos marginaali on negatiivinen, niin käteisvaluutta vastaavasti kalliinpaan kuin termiinivaluutta ja ulkomaanvaluutan sanotaan olevan diskontolla kotimaanvaluuttaan nähden. Pankit noteeraavat termiinkursseja päivittäin ja ilmoittavat yleensä varsinaisen termiinkurssin lisäksi myös termiinipremion tai -diskontton prosentuaalisen kokonaisvaikutuksen vuositasolla.

⁴Hämäläinen (1987) tarkastelee termiinkurssin ja yritysten termiinikauppojen määrän välistä yhteyttä vuoden 1986 valuuttaspekulaatioiden yhteydessä. Lopputulemana todetaan, että spekulatiotilanteissa, joissa yritysten näkemykset tulevasta valuuttakurssipolitiikasta poikkeavat toisistaan, termiinisopimusten määrä ja termiinkurssi riippuvat jossain määrin toisistaan. Normaalitilanteessa termiinkurssi on kuitenkin riippumaton termiinisopimusten kysynnästä ja tarjonnasta ja määräytyy pääosin kotimaisen ja ulkomaisen koron välisen eron mukaisesti.

Valuuttatermiinien kysynnän ja tarjonnan muutoksilla on yhteys myös käteistalletusten määrään ja siten kotimaiseen likviditeettiin. Termiinivaluutan kysynnän kasvaessa ulkomaalaisten käteistalletukset Suomessa yleensä vähenevät ja vastaavasti tarjonnan kasvu aiheuttaa valuuttavirran Suomeen päin. Likviditeettivaikutukset voivat puolestaan aiheuttaa korkojen muutospainetta. Termiini- ja käteismarkkinat ovatkin tiiviisti toisiinsa sidoksissa ja termiinimarkkinoiden tapahtumat vaikuttavat pääomanliikkeisiin, valuutan käteiskursseihin ja likviditeettiin. Kuviossa 3 on esitetty Suomen ja Saksan korkotasot vertailun vuoksi.

Kuvio 3. Suomen ja Saksan lyhyet korot ja kauppapainotteinen valuuttaindeksi



3.2 Yritysten terminoinnit

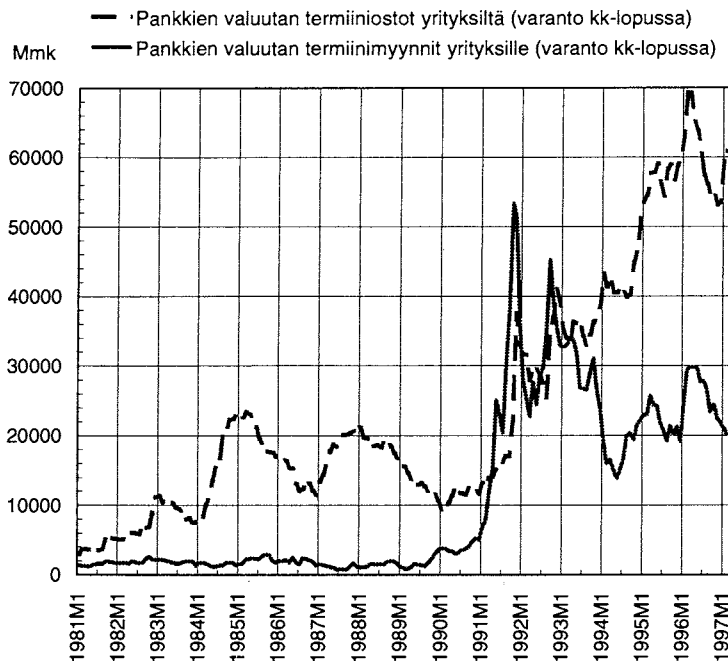
1980-luvulla kotimaisten pankkien termiinisolimukset olivat valtaosiltaan valuutan termiinistöjä yrityksiltä. Kaupallisen taustan vaatimus esti laajamittaisen spekuloinnin termiineillä ja yritysten terminointi rajoittui vientisaamisten suojaamiseen. Käytännössä ulkomaankauppaa käyvillä yrityksillä oli mahdollisuus pienimuotoiseen kurssivaihteluilla spekulointiin valitsemalla terminoinnin ja avoimen valuuttaposition välillä. Jos vientiyritykset uskoivat markan heikkenevän tulevaisuudessa, pankkien yrityksiltä ostaman termiinivaluutan määrä väheni, koska yritykset jättivät valuuttasaataviaan terminoimatta. Vastaavasti revalvaatio-odotukset lisäsivät vientiyritysten terminointihalukkuutta.

Suomalaisyritysten aktiviteetti valuuttatermiinimarkkinoilla lisääntyi huomattavasti markkinoiden vapauduttua säännöstelystä 1990-luvun alussa (kuvio 4). Kotimaisten pankkien yritysten kanssa solmimien termiinivaluutan ostosopimusten avoinna oleva kanta on kasvanut melko tasaisesti ja on noin viisinkertainen

säännöstelyn loppuaikaan verrattuna. Sopimuskantaa on viime vuosina kasvattanut voimakkaasti kasvanut vienti. Suurimmillaan pankkien yrityksiltä ostaman termiinivaluutan sopimuskanta oli noin 70 mrd. markkaa. Viimeisen vuoden ajan yritysten myymän termiinivaluutan kanta on kuitenkin ollut laskussa. Osittain tähän ovat vaikuttaneet tulevaisuuden vaakaat valuuttakurssinäkymät ja markan liittämisen ERM-järjestelmään.

Kuvio 4.

Suomalaisten pankkien termiinisopimukset kotimaisten yritysten kanssa



1980-luvulla pankkien termiinivaluutan myynti yrityksille oli huomattavasti termiinivaluutan ostoa harvinaisempaa eli tuontiyrietykset käyttivät termiinisuojauskas vientiyrietyksiä vähemmän. Termiinivaluutan myyntisopimusten kanta kasvoi kuitenkin voimakkaasti heti säännöstelyn päätyttyä. Syksyn 1991 devalvaatio ja syksyn 1992 markan kelluntapäätös erottuvat pankkien termiinivaluutan myynneissä selvästi. Ajanjaksoa 1991–1992 tarkastellaan termiinimarkkinoiden kannalta tarkemmin luvussa neljä.

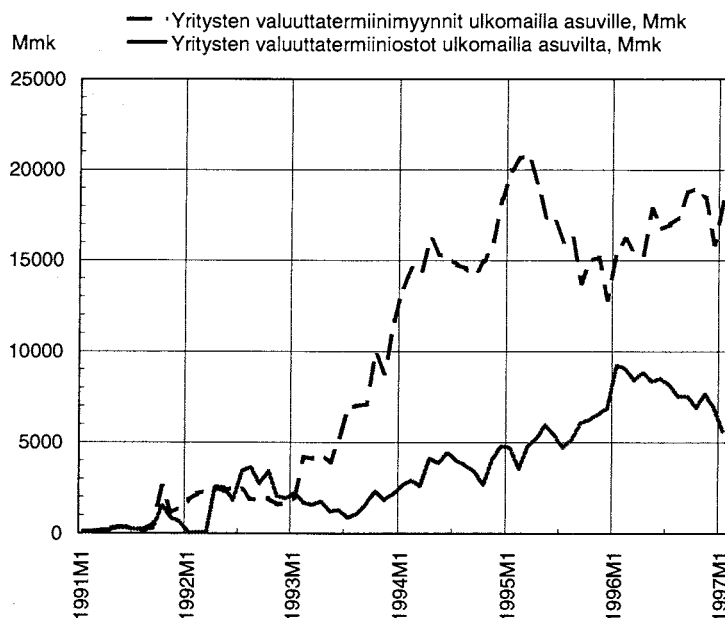
Suomalaisyrietykset ovat tehneet termiinisopimuksia vapaiden pääomanliikkeiden oloissa myös suoraan ulkomaisten pankkien kanssa. Ulkomaisten pankkien suomalaisasiakkaat ovat olleet pääosin kotimaisia ulkomaankauppaa käyviä yrityksiä, jotka käyttävät useiden sekä kotimaisten että ulkomaisten pankkien palveluja. Näiden lisäksi Suomen pankkijärjestelmän ohi termiinisopimuksia tekevät myös ulkomaisten yritysten Suomessa toimivat yksiköt, jotka usein hoitavat terminointinsa emoyhtiön sijaintimaan pankin kanssa, johtuen konsernin vakiintuneista pankkisuhteista.

Säännöstelyn loppumista seuranneina parina vuonna suoraan ulkomaisten pankkien kanssa tehdyt termiinisopimukset olivat melko vähäisiä. Syksyjen 1991 ja 1992 valuuttamylleryksissä kotimaisten yritysten spekulatiiviset terminoinnit tehtiin käytännössä täysin kotimaisten pankkien välityksellä. Suoraan ulkomaisten vastapuolten kanssa toimivia yrityksiä on lukumääräisesti vähän ja niiden ter-

minointimotiivit ovat ulkomaankaupan suojauksiin liittyviä. Lähes koko sopimus- kanta sekä valuutan termiiniostoissa että -myyneissä muodostuu vain noin kymmenen yrityksen sopimuksista.

Viennin kasvaessa voimakkaasti vuosina 1993–1994 valuutan myynnit termiinillä lisääntyivät ulkomaalaispankkien kanssa (kuvio 5). Yritysten suoraan ulkomaalaisten kanssa tekemien valuuttatermiinisopimusten osuus kaikista yritysten valuuttatermiineistä vaihtelee nykyisin sekä myynti- että ostosopimuksissa 20–25 prosentin tasolla.

Kuvio 5. **Suomalaisten yritysten termiinisopimukset suoraan ulkomaalaisten kanssa**

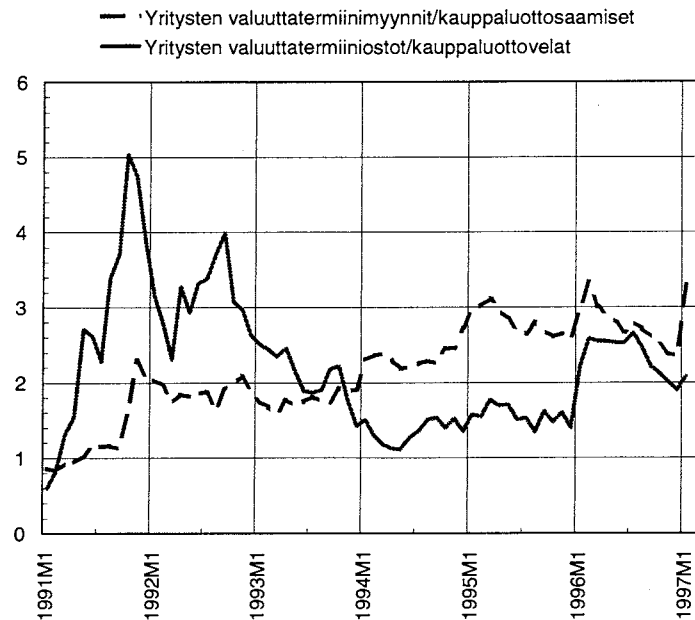


Terminimarkkinoiden volyyymi on kasvanut huomattavasti enemmän kuin ulkomaankaupan aiheuttamat kauppavelat tai -saamiset. Termiinisopimusten käyttötarkoitusta voidaan arvioida karkeasti suhteuttamalla termiinisopimusten määrä ulkomaisiin kauppaluottosaamisiin ja -velkoihin (kuvio 6). Esimerkiksi syksyn 1991 valuuttaspekulaation yhteydessä yritysten termiinivaluutan ostosopimusten määrä kasvoi viisinkertaiseksi suhteessa ulkomaisiin kauppaluottovelkoihin.

Säännöstelyn päättyessä vuoden 1991 alussa yritysten termiinivaluutan myyntisopimukset olivat noin 70 prosenttia kauppaluottosaamisista ja termiinivaluutan ostosopimukset alle 40 prosenttia kauppaluottovelkoista. Vuoden 1996 loppuun mennessä sekä myynti- että ostosopimusten määrät olivat kasvaneet kaksi kertaa kauppaluottosaamisista ja -velkoja suuremmiksi. Terminimarkkinoiden kasvua korostaa vielä se, että kyseisenä aikana kauppaluottosaamiset kaksinkertaistuivat ja kauppaluottovelatkin kasvoivat noin kolmanneksella. Valuuttatermiinien ja kauppaluottojen suhteen kehitys viittaa siihen, että terminimarkkinoita käytetään nykyisin monipuolisemmin. Yritykset suojaavat kauppaluottosaamisten ja -velkojen lisäksi myös muita ulkomaisia saamisia tai velkoja, esimerkiksi sijoituksia ulkomaisiin arvopapereihin. Toisaalta markkinoilla tehdään myös aiempaa enemmän puhtaasti valuuttakurssinäkemuksiin perustuvia termiinisopimuksia.

Kuvio 6.

Yritysten termiinisopimukset suhteessa kauppaluottoihin



3.3 Ulkomaalaisten terminoinnit suomalaispankkien kanssa

Maksutasemäärityksessä kotimaan ja ulkomaan välinen jako tehdään yritysten sijaintipaikan perusteella ja ulkomaalaisiksi luetaan siten myös kaikki suomalaisten pankkien tai yritysten ulkomailla sijaitsevat sivukonttorit. Suomalaispankkien sivukonttoreiden lisäksi markkaterminoiteja ulkomailla tekevät myös muut suomalaiset tytäryritykset ja ulkomaiset sijoittajat.

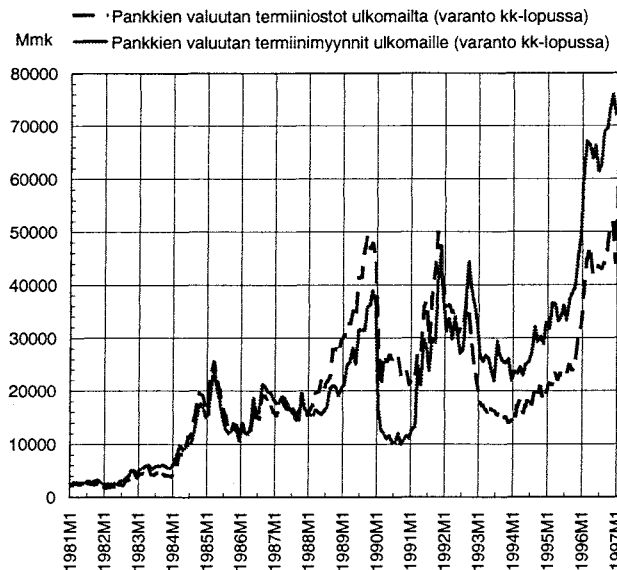
Termiinimarkkinoidemme ensimmäinen merkittävä volyymin kasvu tapahtui 1980-luvun alkupuolella korkojen noustessa Suomessa. Vuonna 1984 sekä termiinivaluutan osto- että myyntisopimuskannat kasvoivat vuodessa noin 20 mrd markalla (kuvio 7). Termiinimarkkinoiden rajoitukset eivät koskeneet ulkomaalaisia, jotka ostivat termiineillä markkoja korkean korkon houkuttelemisena. Myös ulkomaalaisten sijoitukset suomalaisten yritysten markkamääräisiin joukkovelkakirjoihin kasvoivat samaan aikaan huomattavasti. Sijoittajat, jotka halusivat ottaa markkasijoituksilleen ainoastaan korkoriskin suojautuivat valuuttakurssiriskiltä termiinimarkkinoiden kautta, mikä lisäsi suomalaisten pankkien valuutan termiinimyyntejä ulkomaille.⁵ Toinen myyntejä kasvattanut tekijä oli, että suomalaisilla pankeilla ei vielä tuohon aikaan ollut merkittävästi valuuttamääräistä velkaa, joten suojataksaan oman positionsa pankkien oli myytävä ulkomaalaisilta sijoittajilta ostamansa termiinivaluutta edelleen. Yleensä vastapuolina olivat ulkomaiset

⁵Nykyisin ulkomaiset sijoittajat suojaavat nykyisin markkamääräisiä velkakirjasijoituksiaan pääosin repo-kaupoilla, jotka ovat valuuttaterminointia huomattavasti kätevämpi ja halvempi tapa eliminoida markkapapereihin liittyvää valuuttakurssiriskiä. Suomalaisiin osakesijoituksiin liittyvää valuuttakurssiriskiä ulkomaiset sijoittajat eivät yleensä erityisesti suojaa.

pankit, jonka johdosta pankkien valuutan termiiniostot ja myynnit suhteessa ulkomaihin pysyivät pitkälti tasapainossa.

Kuvio 7.

Suomalaisten pankkien termiinisopimukset ulkomaalaisten kanssa



Toinen aalto termiinimarkkinoiden volyymin kasvussa tapahtui 1980-luvun jälkimmäisellä puoliskolla. Ulkomaalaisten sijoitukset markkamääräisiin joukkovelkakirjoihin olivat kiellettyjä vuosina 1985–1990, joka kanavoi ulkomaalaisten markkasi-joituksia valuuttatermiinimarkkinoille. Markkinat kasvoivat muutamassa vuodessa yli 30 mrd. markalla. Pankkien ulkomaisen velan kasvun myötä pankeille syntyi mahdollisuus valuutan termiiniostojen kasvattamiseen myyntejä suuremmiksi.

Vuoden 1990 alussa ulkomaalaisten kanssa solmittujen termiinisopimusten kanta likimain puolittui kotimaisesta pankkilakosta johtuen. Sopimuskanta pieneni nopeasti, koska ulkomaalaisten kanssa tehtyjen sopimusten maturiteetit ovat tyypillisesti lyhyitä (kuvio 9). Pankkilakon jälkeen ulkomaalaisten termiinisopimusten määrä on kasvanut 1990-luvulla suomalaisyritysten sopimusten tapaan. Pankkien termiinillä myymän valuutan määrä lisääntyi vuoden 1991 alun reilusta 10 mrd. markasta vuoden 1996 lopun 70 mrd. markkaan. Vastaavasti ostetun valuutan määrä kasvoi 20 mrd. markasta 50 mrd. markkaan.

Erityisen nopeaa bruttomääräisten erien kasvu on ollut kahden viimeisen vuoden aikana, jolloin termiinimarkkojen osto- ja myyntisopimukset ovat yli kaksinkertaistuneet. Valuutanmyyntisopimuskannan kasvua voidaan selittää pankkisektorin ulkomaisen nettovelka-aseman muutoksella. Pankkien ulkomainen nettovelka supistui vuoden 1995 puolivälistä vuoden 1996 loppuun noin 40 mrd. markkaa ja päättyi negatiiviseksi eli pankeista tuli ulkomaihin nähden saava sektori. Muutos johtui sekä ulkomaisten velkojen supistumisesta mutta erityisesti ulkomai-siin pankkeihin tehtyjen lyhytaikaisten, valuuttamääräisten interbank-talletusten kasvusta. Ulkomaisten saamisten kasvun taustalla on ollut pankkien hyvä likviditeetti ja toisaalta kotimaisen luotonannon hidaskasvu.

Pankit joutuvat pitämään valuuttapositionsa Rahoitustarkastuksen määräämien limiittien rajoissa. Ulkomaisen nettovelan muutokset ovat vaikuttaneet pankkien

valuuttaposition rakenteeseen. Pääosin tase-eristä muodostuvan avistavaluuttaposition on ulkomaisten saamisten kasvun myötä kasvanut ja sitä on osittain kompensoitu termiiniposition vastakkaisella muutoksella.

3.4 Termiinisolimusten maturiteetit ja valuutat 1990-luvulla

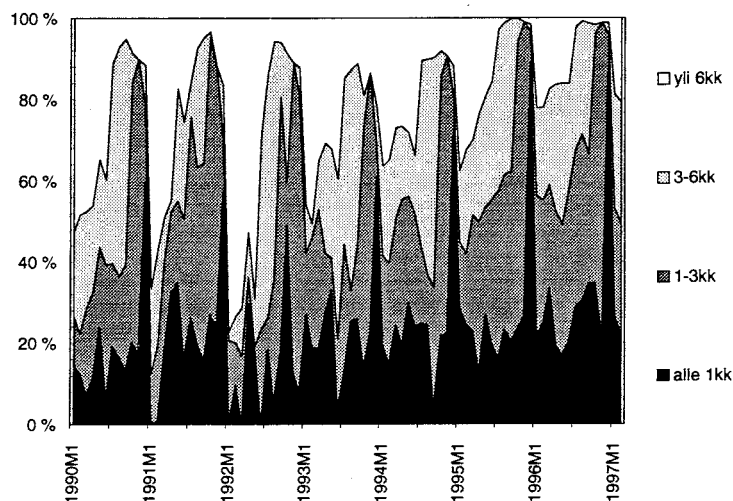
Yritysten tekemien valuuttatermiinisolimusten maturiteettien jakaumalla on selvä vuoden sisäinen rytmii (kuvio 8). Alkuvuodesta yritysten termiiniposition maturiteetti painottuu 3-6 kuukauden ja yli 6 kuukauden solimukseen ja vuoden loppua kohti lyhyiden termiinisolimusten suhteellinen osuus kasvaa merkittävästi. Joulukuussa solimuskannasta suurin osa on alle kuukauden mittaisia. Tammikuussa termiiniposition jälleen uusitaan pidemmillä solimuksilla. Kausivaihtelu liittyy tilinpäätöskäytäntöön.

1990-luvun alkuvuosista suhteellisen jakauman vuosirytmii on kuitenkin muuttunut siten, että pitkien maturiteettien osuus ei alkuvuonnakaan nouse suureksi. Esimerkiksi 1996 alkuvuonna yli 6 kuukauden mittaisten solimusten osuus oli noin 20 %, kun vastaava osuus 1990-luvun alkuvuosina oli yli 50 %. Tämä saattaa osittain kuvastaa yritysten rahoitushallinnan entistä aktiivisempaa toimintaan ja riskinhallinnan toteuttamista lyhyempien solimusten toistoilla. Yritysten reaktiot markkinoiden muutoksiin ovat entistä nopeampia.

Pankkien ulkomaalaisten kanssa tekemät termiinisolimukset ovat keskimäärin lyhyempiä kuin pankkien yritysten kanssa tekemät solimukset (kuvio 9). Ulkomainen vastapuoli on yleensä toinen pankki ja pankkien välinen trading keskittyy lyhyisiin maturiteetteihin. Myös pankkien välisissä solimuksissa yli puolen vuoden mittaisten solimusten osuus on pienetynyt vuosikymmenen alkuun verrattuna.

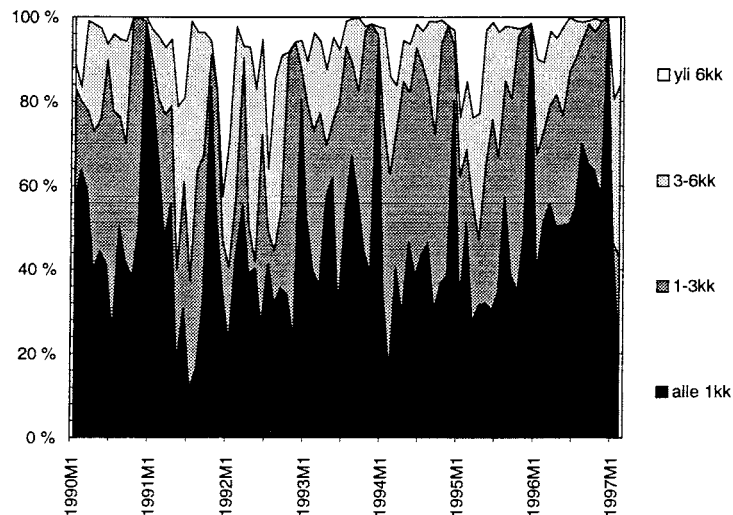
Kuvio 8.

Yritysten ja pankkien välisten valuuttatermiinisolimusten maturiteettijakauma



Kuvio 9.

Pankkien ja ulkomaalaisten välisten valuuttatermiinisopimusten maturiteettijakauma



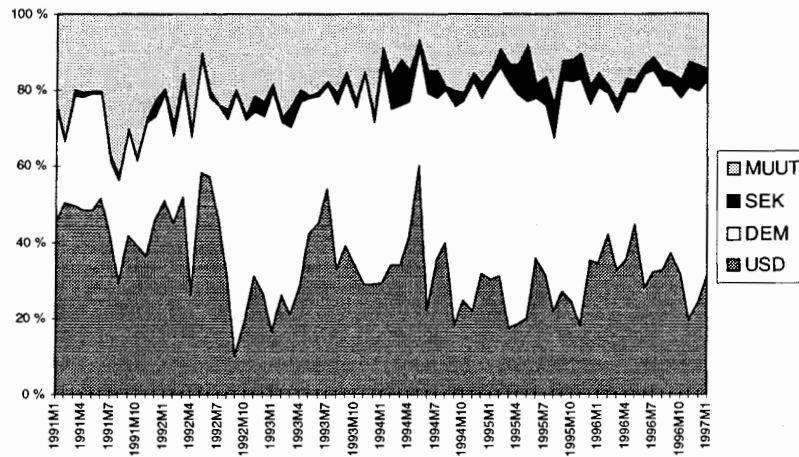
Yhdysvaltain dollari ja Saksan markka ovat keskeisimmät Suomen markan vastavaihdot termiinimarkkinoilla. Pankkien yrityksille myymästä termiinivaihdosta noin 80 % on näitä vaihtoja. Dollarin ja D-markan välisessä jakaumassa trendi on kulkenut Saksan markkaa suosivaan suuntaan ja nykyisin se on osuudeltaan suurin yritysten ostama termiinivaihdusta. Dollarin osuus on laskenut vuosikymmenen alun 40 prosentista reiluun 20 prosenttiin. Saksan markkan osuus puolestaan vaihtelee 50 % molemmin puolin. Markkaan kohdistuneet spekulatiotilanteet eivät näytä merkittävästi vaikuttaneen termiinivaihdosten suhteelliseen jakaumaan. 1991 ja 1992 syksyjen vaihdeturbulenssit eivät erotu merkittävästi vaihdosten jakaumissa.

Pankkien yrityksiltä ostamissa termiinivaihdossa vaihdosten jakauman hajonta on suurempi kuin myynneissä. Silti dollarin ja D-markan yhteenlaskettu osuus on noin 60 %. Dollarin osuus on ollut lähes koko 1990-luvun 30 prosenttia, Saksan markkan osuus puolestaan nousi ensin vuosiksi 1993 ja 1994 noin 40 prosenttiin ja sen jälkeen laskenut nykyiseen noin 25 prosenttiin.

Vertailtaessa ulkomaankaupan vaihdattamääräistä laskutusta ja termiinimarkkinoiden vaihdattajakaumaa termiinimarkkinat näyttävät olevan keskittyneemmät. 85 % vuoden 1994 viennin vaihdattamääräisestä laskutuksesta muodostui seitsemästä vaihdattasta, kun taas termiineissä 85 % yritysten myymästä termiinivaihdattasta muodostui kolmesta vaihdattasta. Tuonnissa ja yritysten termiinivaihdattan ostoissa suhteet olivat samat. Yksittäisten vaihdattosten osuuksissa Saksan markkan osuudet poikkeavat eniten. D-markkan merkitys termiinimarkkinoilla on suurempi kuin viennin ja tuonnin vaihdattamääräisessä laskutuksessa. Vertailu vaihdattamääräisten saamisten ja velkojen vaihdattajakaumiin antaa likimain samanlaisen tuloksen kuin ulkomaankaupan laskutusvaihdattosten vertailu.

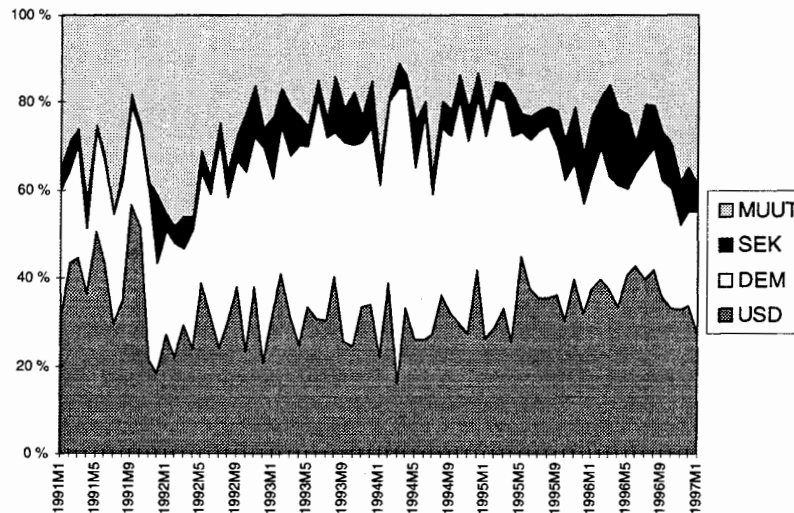
Kuvio 10.

Yritysten termiinstot valuutoittain



Kuvio 11.

Yritysten termiinimyyntit valuutoittain



4 Pankkijärjestelmän nettotermiiniasema

Bruttomääräisten osto- ja myyntisopimusten määrät kuvastavat markkinoiden volyyymia. Bruttoeriä saattavat kasvattaa vastakkaiset termiinisopimukset, joita asiakkaat tekevät muun muassa valuuttakurssitilanteiden muuttuessa. Kun bruttomääräisistä ostosopimuksista vähennetään bruttomääräiset myyntisopimukset saadaan pankkien nettotermiiniasema, mikä kuvaa pankkien asiakkaiden aitoa terminointitarvetta.

Pankkijärjestelmä suojaa avoimen nettotermiiniasemansa valuuttakurssiriskeiltä katepääomanliikkeiden avulla. Jos pankeilla on positiivinen nettotermiiniasema eli termiinivalutan ostosopimusten määrä on suurempi kuin myyntisopimusten, pankkijärjestelmä suojaa avoimen position normaalisti valuuttamääräisellä velalla.

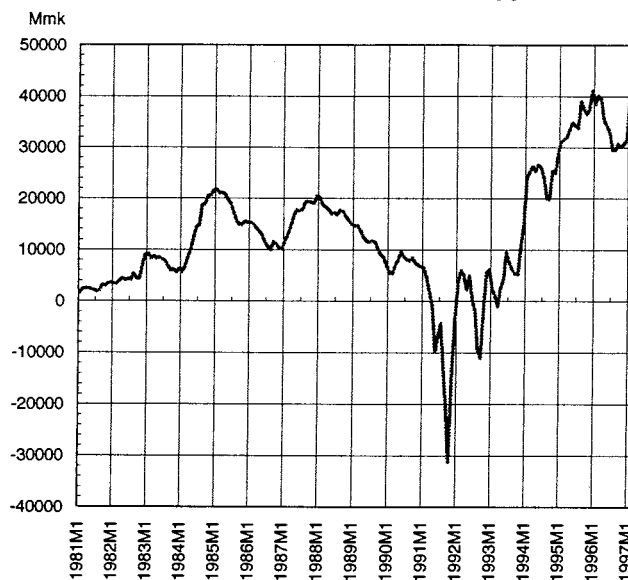
Jos taas myyntisopimusten määrä on suurempi kuin ostosopimusten (negatiivinen nettotermiiniasema), silloin pankkijärjestelmä suojautuu ulkomaisella sijoituksella.

Jos Suomen Pankki tekee valuuttamarkkinoilla termiini-interventioita pankkijärjestelmälle avautuu mahdollisuus suojata avoin nettotermiiniasema Suomen Pankin kanssa. Suomen Pankki tosin useimmiten toteuttaa valuuttainterventionsa avistakauppoina. Termiini-interventioilla on tasoitettu jyrkkiä valuuttavarannon ja rahamarkkinoiden likviditeetin muutoksia. Valuuttavarannossa näkyvä muutos on siirretty termiini-interventiolla myöhempään ajankohtaan. Kulloinenkin markkinatilanne on myös vaikuttanut Suomen Pankin interventiovalintaan.

Valuutansäännöstely asetti omat rajoitteet pankkien nettotermiiniaseman kehitykseen 1980-luvulla. Seuraavassa tarkastellaan pankkien nettotermiiniasemaa ja katapäätäomanliikkeitä erikseen valuutansäännöstelyn vuosina 1980–1990 ja säännöstelystä vapaina vuosina alkaen vuodesta 1991.

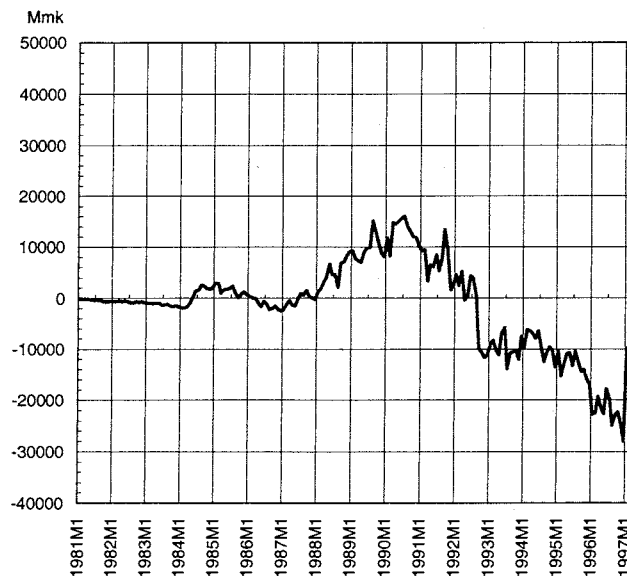
Kuvio 12.

Pankkien nettotermiiniasema suomalaisten asiakkaiden kanssa (pankkien valuutan ostot - myynnit)



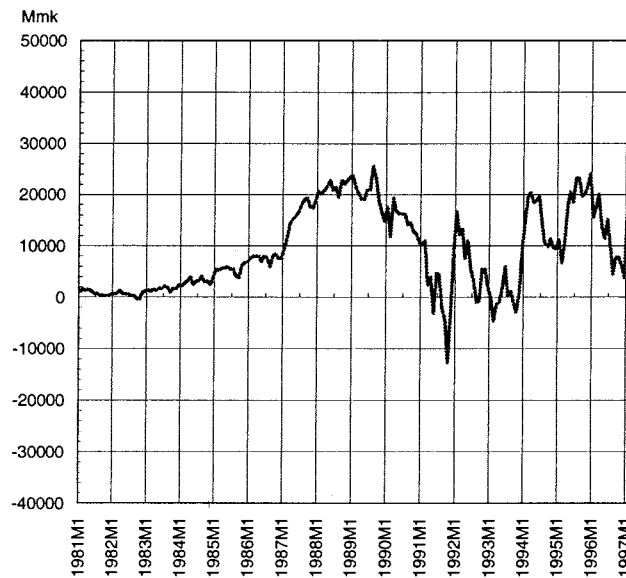
Kuvio 13.

Pankkien nettotermiiniasema ulkomaalaisten asiakkaiden kanssa (pankkien valuutan ostot - myynnit)



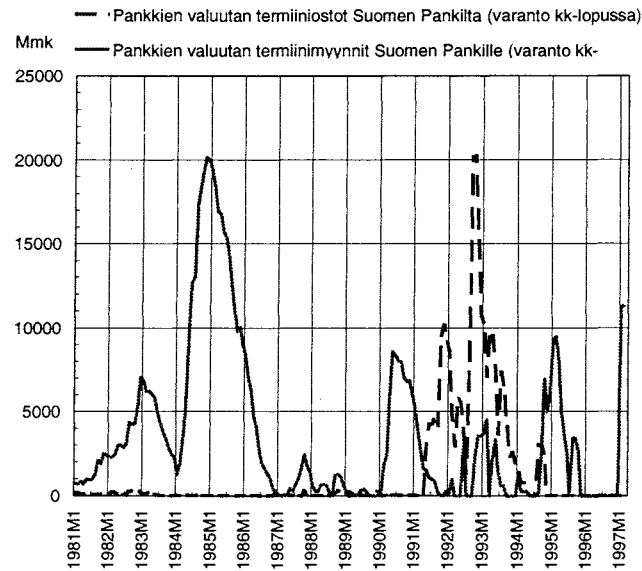
Kuvio 14.

Pankkien nettotermiiniasema asiakkaiden kanssa (pankkien valuutan ostot - myynnit)



Kuvio 15.

Pankkien termiinisopimukset Suomen Pankin kanssa



4.1 Valuutansäännöstelyn vuodet 1980–1990

Pankkien positiivinen nettotermiiniasema kotimaisten asiakkaiden kanssa alkoi kasvaa heti 1980-luvun alussa, kun termiinimarkkinat syntyivät Suomeen (kuviot 12). Lähinnä vientiyritykset hyödynsivät korkoeroa kotimaisten ja ulkomaisten korkojen välillä. Erityisesti päiväkoron nosto vuonna 1983 sai vientiyrityksiä myymään valuuttaa termiinillä. Pankkien positiivinen nettotermiiniasema kotimaisten asiakkaiden kanssa kasvoikin vuosina 1981–1985 noin 14 mrd. markkaa. Suomen Pankki hidasti kuitenkin erityisesti vuonna 1984 omilla interventioilla valuuttavarannon kasvua ja likviditeetin lisääntymistä (kuviot 7 ja 13). Katepääomavienti jäikin vuosina 1980–1985 noin 6 mrd. markkaan.

Ulkomaiset sijoittajat hyödynsivät myös korkoeroa 1980-luvun alkupuolella ostamalla markkoja termiinimarkkinoilta ja hankkimalla markkamääräisiä joukkovelkakirjalainoja. Pankkien nettotermiiniasema ulkomaalaisten kanssa jäi kuitenkin pieneksi, kun termiinimarkkojen osto- ja myyntisopimukset olivat lähes yhtä suuria (kuviot 7 ja 13). Vastakkaiset termiinisopimukset eli ulkomaalaisten markkojen myynnit syntyivät lähinnä siitä, että ulkomaalaiset suojasivat markkamääräisten joukkovelkakirjalainojen valuuttakurssiriskiä.

Ulkomaalaisten sijoitukset markkamääräisiin joukkovelkakirjalainoihin olivat kiellettyjä likviditeetin säätelynäkökohtien takia vuosina 1985–1990, joten valuuttatermiinimarkkinat tarjosivat hyvän mahdollisuuden hyödyntää korkeaa korkoa. Pankkien positiivinen nettotermiiniasema ulkomaalaisten kanssa kasvoikin noin 10 mrd. markkaa 1980-luvun toisella puoliskolla (kuviot 13). Vuonna 1990 ulkomaalaisten positiivinen nettotermiiniasema kohosi ennätystasolle eli noin 16 mrd. markkaan.

Termiinisopimusten katteeksi pääomaa ei kuitenkaan nettomääräisesti juurikaan tuotu vuosina 1985–1990, sillä ulkomaalaisten markkaterminointien

kasvun vastapainoksi kotimaiset yritykset purkivat omia 1980-luvun alussa syntyneitä termiiniosopimuksiaan (liitetaulukko 1). Pankkien kotimaisten asiakkaiden positiivinen nettotermiiniasema supistui vuosina 1985–1990 noin 9 mrd. markkaa. Keskeisenä syynä oli yritysten kasvaneet odotukset markan arvon heikkenemisestä. Tosin vuonna 1987 alussa termiinmarkkinat vilkastuivat tilapäisesti, kun vientiyritykset alkoivat jälleen terminoida vientisaamisiaan markkaan kohdistuneiden vahvistumispaineiden takia (kuvio 12). Vientiyritysten terminoinnit lisääntyivät vuoden 1987 aikana noin 10 mrd. markkaa ja kotimaisten yritysten nettotermiiniasema saavutti jälleen vuoden 1984 tason eli noin 20 mrd. markkaa.

Pankkien positiivinen nettotermiiniasema kotimaisten asiakkaiden kanssa kasvoi 1980-luvulla merkittävästi, vaikka valuutansäännöstely rajoitti pankkien kotimaiset asiakkaat vienti- ja tuontiyrityksiin. Lähinnä vientiyritykset hyödynsivät vilkkaasti termiinimarkkinoilla kotimaisten ja ulkomaisten korkojen suurta eroa. Pankkien ulkomaisten asiakkaiden osalta valuutansäännöstely lisäsi aktiivisuutta termiinimarkkinoilla erityisesti vuosina 1985–1990, jolloin markkasijoitukset muihin instrumentteihin olivat kiellettyjä. Markkaterminoinneista tuli markkaobligaatiosijoitusten substituuttim, mikä näkyi ulkomaalaisten nettotermiiniaseman voimakkaana kasvuna (liitetaulukko 1).

4.2 Devalvaatio-odotukset vuosina 1991 ja 1992

Terminimarkkinat vapautuivat säännöstelystä vuoden 1991 alusta. Raha- ja valuutamarkkinat ajautuivat voimakkaisiin markkinahäiriöihin samana vuonna. Markkinahäiriöt näkyivät erittäin selvästi terminimarkkinoilla.

Markan devalvaatio-odotukset alkoivat vahvistua jo vuoden 1991 keväällä. Keskustelu markan ecu-kytkentäkurssin tasosta lisäsi toukokuun lopulla merkittävästi epävarmuutta markan kurssin pitävyyteen. Tammi-toukokuussa suomalaisyritykset ostivatkin termiinivaluuttaa noin 16 mrd. markan arvosta. Alkuvuodesta myös ulkomaalaisten termiinisijoitukset markkaan supistuivat, kun luottamus markan kurssin pitävyyteen horjui devalvaatiohuhujen takia. Tammi-toukokuussa ulkomaalaisten markan termiiniasema supistui noin 4 mrd. markkaa.

Syksyllä 1991 talouspolitiikan linjan uskottavuutta heikensivät tulopoliittisten neuvottelujen hidas eteneminen. Devalvaatiohuhut vahvistuivat ja yritysten epäluottamus markkaan syveni, mitä osoitti se, että yritykset ostivat valuuttaa termiinillä elo-lokakuussa noin 27 mrd. markan edestä. Marraskuun 15. päivänä markan ulkoista arvoa alennettiin 12.3 prosenttia.

Kotimaisten yritysten negatiivinen nettotermiiniasema oli ennen devalvaatiota 32 mrd. markkaa eli lähes 40 mrd. markkaa enemmän markkaa vastaan kuin vuoden 1990 lopussa. Sen sijaan ulkomaalaisten luottamus markkaan säilyi huomattavasti pidempään kuin kotimaisten yritysten. Ulkomaalaisten positiivinen termiiniasema oli ennen devalvaatiota noin 5 mrd. markkaa eli lähes sama kuin heinäkuun lopussa.

Suuri osa kotimaisista yrityksistä oli hankkinut valuuttoja spekulatiivisistä syistä. Yritykset myivät valuuttaa termiinillä välittömästi devalvaation jälkeen marraaskuussa 18 mrd. markan edestä eli huomattava osa ennen devalvaatiota ostetuista valuutoista vaihdettiin takaisin markoiksi devalvaation jälkeisellä

edullisella kurssilla. Sen sijaan ulkomaalaisten termiinasema ei palautunut loppuvuodesta devalvaatiota edeltäneelle tasolle.

Vuoden 1991 devalvaatio ei palauttanut luottamusta markan ulkoiseen arvoon. Kiinteän valuuttakurssin oloissa keskuspankin mahdollisuudet omin toimin vaikuttaa markkinoiden luottamukseen, valuuttavirtoihin ja markkinakorkoihin ovat vähäiset. Terminiimarkkinoilla epäluottamus markkaan alkoi näkyä huhtikuussa, jolloin pankkien sekä kotimaiset että ulkomaiset asiakkaat ostivat valuuttoja noin 8 mrd. markan edestä. Suomen Pankin tukiluottosopimukset eräitten muiden keskuspankkien kanssa rauhoittivat tilapäisesti markkinoita. Loppukesällä talouspoliittisen tilanteen selkiintymättömyys heijastui jälleen termiimarkkinoille. Touko-elokuussa valuuttoja ostettiin termiinillä noin 15 mrd. markan edestä.

Syyskuun ensimmäisellä viikolla tilanne kärjistyi. Pankit myivät valuuttaa viikon aikana nettomääräisesti 20 mrd. markan edestä, josta termiinivaluutan nettomyynnit olivat 15 mrd. markkaa. Suomen Pankin termiini-interventiot ehtivät kuitenkin nousta 12 mrd. markkaan, joten pankkien katapäätömanvienti oli 3 mrd. markkaa. Tukiluottojen lisäkäyttö olisi saattanut tulla kalliiksi ja kuitenkin valuuttavirran kääntymisen Suomeen päin olisi ollut epävarmaa. Markka päästettiin kellumaan syyskuun 8. päivä, kun kotimaisilla rahamarkkinoilla ei ollut havaittavissa rauhoittumisen merkkejä.

Kellutuksen alettua pankkien kotimaiset asiakkaat alkoivat kotiuttaa valuuttatasaamisiaan ja muuttaa hankkimiaan valuuttoja takaisin markoiksi. Kotimaiset asiakkaat myivät valuuttaa termiinillä loppuvuonna 26 mrd. markan edestä. Ennen kelluttamista ostettuja valuuttaja ei markan devalvoitumisesta huolimatta vaihdettu takaisin markoiksi vaan yritykset ja pankit maksoivat takaisin valuuttavelkojaan. Valuuttavaranto lisääntyi siten loppuvuodesta hitaasti. Sen sijaan ulkomaiset asiakkaat luopuivat edelleen markoista. Kelluttamisen aloittamisen jälkeen ulkomaalaiset myivät markkoja termiinillä noin 6 mrd. markan edestä loppuvuodesta 1992.

Vuosina 1991 ja 1992 pankkien nettoterminiinasema supistui 22 mrd. markkaa ja Suomen Pankin termiini-interventiot tukivat markkaa 13 mrd. markan edestä. Pankkien katapäätömanvienti oli siten 9 mrd. markkaan (liitetaulukko 1 ja 2). Vuoden sisäiset vaihtelut vuosina 1991 ja 1992 olivat kuitenkin huomattavat. Liitetaulukoissa 3 ja 4 on esitetty neljän viikon ajalta valuutan nettomyynnit ja nettoterminiiniaseman muutokset. Devalvaatiospekulaatiot olivat voimakkaimmillaan kyseisillä viikoilla.

Vuonna 1991 valuuttaa ostivat termiinillä lähes pelkästään suuret vientiyritykset. Sen sijaan vuoden 1992 spekulatioon tulivat mukaan myös suljetun sektorin yritykset, jotka kattoivat valuuttavelkojaan ja tuontiin liittyvää kauppaluottovelkaansa. Myös kunnat ja kaupungit aktivoituivat valuuttavelkojensa suojauksessa. Useat suljetun sektorin yritykset, kaupungit ja kunnat olivat vuoden 1991 devalvaatiossa kärsineet huomattavat valuuttakurssitappiot, kun valuuttavelat oli jätetty suojaamatta.

4.3 Kellutuksen ja ERM-liitännän aika vuodesta 1993 lähtien

Pankkien kotimaisten asiakkaiden termiinisopimukset ovat kasvaneet 1990-luvun vapaissa oloissa huomattavasti (kuviot 12). Pankkien positiivinen nettotermiiniasema kotimaisten asiakkaiden kanssa nousi vuoden 1995 lopussa ennätysellisen suureksi eli noin 41 mrd. markkaan. Keskeisenä syynä oli viennin ja vientisäämisten voimakas kasvu. Vuonna 1996 nettotermiiniasema kotimaisten asiakkaiden kanssa supistui lähes 10 mrd. markkaa, mihin vaikuttivat loppuvuodesta vahvistuneet markan ERM-liitännäsodotukset ja lokakuussa tapahtunut ERM-liitännä. Lähinnä vientiyritykset antoivat eräänä termiinisopimuksia, kun odotukset ERM-liitännästä muuttuivat loppuvuodesta markkaa vahvistaviksi.

Markan kellutuksen aloittamisesta lähtien nettotermiiniasema ulkomaalaisten kanssa on ollut negatiivinen. Vuoden 1996 lopussa negatiivinen nettotermiiniasema oli noin 29 mrd. markkaa (kuviot 13). Yhtenä syynä negatiivisen nettotermiiniaseman kasvuun on ollut pankkien ulkomaisten velkojen nopea supistuminen viime vuosina. Ulkomaisten velkojen sulaminen on merkinnyt sitä, että pankkien valuuttaposition vastaeränä ei ole enää käytetty valuuttamääräisiä velkoja. Avoimen position suojaamiseksi emopankit ovat myyneet valuuttaa (ostaneet markkoja) termiinillä ulkomaisille tytärpankeille.

Vuoden 1997 tammikuussa markka joutui yllättäen spekulatiivisten vahvistuspaineiden kohteeksi. Ulkomaiset sijoittajat ostivat markkoja runsaan viikon aikana yhteensä noin 30 mrd. markan edestä, mikä suuruudeltaan ylitti vuosien 1991 ja 1992 aikana koetut devalvaatiohyökkäykset. Tosin vuoden 1997 tammikuun spekulatiivisissa oli kyseessä markan vahvistuspaineista eikä kuten 1990-luvun alussa heikkenemispaineista. Merkittävä ero oli myös se, että spekulatoijina olivat tällä kertaa lähes pelkästään ulkomaalaiset. Ulkomaalaisten markkasijoituksista terminoitui noin 17 mrd. markkaa.

Vuoden 1997 tammikuun spekulatio osoitti, että markkaan kohdistuvat paineet näkyvät edelleen voimakkaana valuuttatermiinimarkkinoilla. Keskuspankin rahapolitiikan seurannan kannalta on siten ensiarvoisen tärkeää seurata termiinimarkkinoita huolellisesti. EMUn kolmannen vaiheen alkaessa termiinimarkkinoiden kansallisen seurannan tarve ilmeisesti loppuu.

5 Yhteenveto

Varsinaiset valuuttatermiinimarkkinat syntyivät Suomeen vuoden 1980 huhtikuussa. Termiinimarkkinoilla oli 1980-luvulla kuitenkin valuutansäännöstelyyn perustuvia rajoitteita, joista merkittävin oli termiinisopimusten kaupallisen taustan vaatimus. Vaatimus tähtäsi siihen, että valuuttaterminointia ei harrastettaisi spekulatiivisin motiivein. Kaupallisen taustan edellytys ei käytännössä koskenut ulkomaalaisia. Ulkomaalaisille markkatermiinisopimukset olivat 1980-luvulla lähes ainoa joustava instrumentti markkasijoitusten tekemiseen, sillä valuutansäännöstely kielsi muut instrumentit.

Säännöstelystä vapaat aidot termiinimarkkinat ovat toimineet Suomessa vuoden 1991 alusta lähtien. Vapaitten termiinimarkkinoiden oloissa myös kotimai-

set suljetun sektorin yritykset sekä kaupungit ja kunnat ovat suojanneet ulkomaisia velkojaan termiinisopimuksilla.

Valuuttatermiinisopimuksia käytetään nykyisin ulkomaankauppaan liittyvien valuuttavirtojen ja valuuttavelkojen suojaamisen lisäksi myös muihin tarkoituksiin. Termiinisopimuksia käytetään joustavasti esimerkiksi puhtaasti valuuttakurssinäkemysten ottamiseen. Tämä kävi hyvin ilmi vuoden 1991 ja 1992 erittäin voimakkaissa spekulatiotilanteissa.

Pankkien kotimaisten asiakkaiden termiinisopimukset ovat kasvaneet 1990-luvun vapaissa oloissa huomattavasti. Viennin kauppaluottosaamisiin verrattuna yritysten termiinivaluutan myyntisopimukset kasvoivat vuosina 1991–1996 kaksi kertaa nopeammin kuin viennin kauppaluottosaamiset, vaikka viennin kasvu oli periodin loppupuolella voimakasta. Vuoden 1996 lopussa pankkien yrityksille myymien termiinisopimusten kanta oli noin kaksi kertaa enemmän kuin tuontivelat.

Suomalaisyrietykset ovat tehneet jonkin verran termiinisopimuksia 1990-luvulla myös ulkomaisten pankkien kanssa. Ulkomaisten pankkien suomalaisasiakkaat ovat olleet pääosin kotimaisia ulkomaankauppaa käyviä yrityksiä, jotka käyttävät useiden pankkien palveluja. Myös Suomessa toimivat ulkomaisten yritysten yksiköt hoitavat usein emoyhtiön sijaintimaan pankin kanssa terminointinsa.

Pankkien ulkomainen vastapuoli on usein suomalaispankin oma tytärbankki tai sivukonttori, joka katsotaan maksutasemääritylän mukaan ulkomaalaiseksi. Markkaterminointeja ulkomailla tekevät myös suomalaiset tytäryritykset ja ulkomaiset sijoittajat.

Valuutansäännöstelyn aikana 1980-luvun alkupuoliskolla suomalaispankkien termiinivaluutan myynti- ja ostosopimukset ulkomaisten pankkien kanssa olivat suurin piirtein samansuuruisia, mutta 1980-luvun toisella puoliskolla ulkomaalaiset hyödynsivät Suomen ja ulkomaisten korkojen eroa markkaterminoinneilla, kun sijoitukset suomalaisiin joukkovelkakirjalainoihin olivat kiellettyjä.

Pankkien nettoterminiasema ulkomaalaisten kanssa on 1990-luvulla kääntynyt negatiiviseksi. Negatiivinen nettoterminiasema on kasvanut samalla kun pankkien ulkomaiset velat ovat supistuneet. Pankkien valuuttapositionarajat ovat velkojen supistumisen seurauksena vaatineet kompensoivan erän, jotta limiittirajat on täytetty. Pankit ovat vaikuttaneet valuuttapositionsa kasvattamalla termiinivaluuttavelkaansa.

Pankkien yritysten kanssa tekemien sopimusten maturiteetti on ollut keskimäärin pidempi kuin ulkomaalaisten kanssa tekemien sopimusten maturiteetti. Ulkomaalaisten sopimuksissa vastapuoli on useimmiten toinen pankki ja pankkien välinen kaupankäynti keskittyy lyhyisiin maturiteetteihin. Yhdysvaltain dollari ja Saksan markka ovat olleet yleisimmät markan vastavaluutat.

Keskuspankin rahapolitiikan seurannan kannalta termiinimarkkinat ovat antaneet arvokasta tietoa markkaan kohdistuneista paineista. Esimerkiksi vuosien 1991–1992 devalvaatiospekulaatiot näkyivät selvästi termiinimarkkinoilla. EMUn kolmannessa vaiheessa termiinimarkkinoiden kansallinen seuranta saattaa tulla tarpeettomaksi.

Lähteet

- Hakkarainen, A. - Kasanen, E. - Puttonen, V. (1994) **Exchange Rate and Interest Rate Risk Management in Major Finnish Firms**. Helsingin kauppakorkeakoulun julkaisuja D-208.
- Hämäläinen, T. (1987) **Termiinimarkkinoiden käyttäytyminen ja valuuttaspekulaatiot vuonna 1986**. Suomen Pankin kansantalouden osaston keskustelualoitteita 16/87.
- Lehto-Sinisalo, P. (1991) **Valuutan säännöstelyn vuosikymmenet**. Suomen Pankin keskustelualoitteita 14/91.
- Nordman, T. (1980) **Forward Exchange Market in Finland**. Bank of Finland Monthly Bulletin, April 1980.
- Oksanen, H. (1978) **Devalvaatio-odotukset ja valuuttojen termiinimarkkinat Suomessa**. Työväen taloudellinen tutkimuslaitos, tutkimuksia 6, 1978.
- Suomen Pankin vuosikirjat 1991 ja 1992
- Suvanto, A. (1983) **Valuuttakauppa ja ulkomaisen rahoituksen välitys suomalaisten pankkien toiminnassa**. Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos B 36.
- Tanskanen, A. (1977) **Dollarin termiinimarkkinat Suomessa 1973-1976**. Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos C 11.

Liitetaulukot

Taulukko 1. **Pankkien nettotermiiniaseman muutokset ja katepääomanliikkeet vuosina, mrd. mk ¹⁾**

	1981-1985	1986-1990	1991-1992	1993-1995	1996
Nettotermiiniaseman muutokset	14.5	0.8	-21.7	29.0	-20.3
- kotimaiset	13.7	-8.6	-0.4	34.9	-9.4
- ulkomaiset	0.8	9.4	-21.3	-5.9	-10.9
Termiini-interventiot	-8.5	2.9	13.2	-7.1	0.0
Termiinikate	6.0	-2.1	-8.5	21.9	-17.9

¹⁾ Pankkien nettotermiiniasema = ostettu termiinivaluutta- myyty termiinivaluutta
 SP:n termiiniinterventiot = Suomen Pankin valuutan myynti - valuutan osto + = pääomantuonti
 ja - = pääomanvienti

Taulukko 2. **Termiinikatepääomanliikkeet ja maksutase mrd. mk**

	1981-1985	1986-1990	1991-1992	1993-1995	1996
Vaihtotase	-18.2	-73.9	-48.7	23.4	18.2
Pääomanliikkeet, josta	31.5	91.5	32.1	1.8	-31.6
- termiinikate	6.0	-2.1	-8.5	21.9	-17.9
- valtio	12.5	0.5	72.5	76.6	6.6
Valuuttavarannon lisäys	13.3	17.6	-16.6	25.2	-13.4

Taulukko 3. **Pankkien valuuttojen nettomyynnit vuosien 1991 ja 1992 spekulaatioviikoilla, mrd. markkaa**

	17.-23.10.1991	9.-15.11.1991	1.-8.4.1992	1.-8.9.1992
Nettomyynnit	18.2	6.9	14.0	20.0
- avistavaluutta	9.6	4.0	6.0	4.8
- kotimaiset	3.8	-0.4	2.4	1.7
- ulkomaiset	5.8	4.4	3.6	3.1
- termiinivaluutta	8.6	2.9	8.0	15.2
- kotimaiset	5.7	3.6	3.5	10.4
- ulkomaiset	2.9	-0.7	4.5	4.8

Taulukko 4.

**Katepääomanvienti vuosien 1991 ja 1992
spekulaatioviikoilla, mrd. markkaa**

	17.-23.10.1991	9.-15.11.1991	1.-8.4.1992	1.-8.9.1992
Terminivaluutan net- tomyynnit	8.6	2.9	8.0	15.2
SP:n termiini-interven- tiot (terminivaluutan myynnit)	5.1	0.0	3.6	12.0
Katepääomanvienti	3.5	2.9	4.4	3.2

Tilastoliite

Suomessa toimivien pankkien valuuttatermiinisopimukset Suomen markkaa vastaan

- 1 = Pankkien valuuttatermiinisaatavat kotimaisilta yrityksiltä, Mmk
- 2 = Pankkien valuuttatermiinivelat kotimaisille yrityksille, Mmk
- 3 = Pankkien valuuttatermiinit kotimaisten yritysten kanssa, netto, Mmk
- 4 = Pankkien valuuttatermiinisaatavat ulkomaisilta pankeilta, Mmk
- 5 = Pankkien valuuttatermiinivelat ulkomaisille pankeille, Mmk
- 6 = Pankkien valuuttatermiinit ulkomaisten pankkien kanssa, netto, Mmk
- 7 = Yritysten valuuttatermiinimyynnit ulkomailla asuville, Mmk
- 8 = Yritysten valuuttatermiiniosot ulkomailla asuvilta, Mmk
- 9 = Pankkien valuuttatermiinit Suomen Pankin kanssa, netto, Mmk

Aika	1	2	3	4	5	6	7	8	9
31.1.1981	2923	1375	1548	2093	2219	-126	-	-	-537
28.2.1981	3549	1267	2282	2528	2774	-247	-	-	-519
31.3.1981	3709	1292	2417	2480	2701	-221	-	-	-728
30.4.1981	3583	1121	2463	2353	2626	-273	-	-	-589
31.5.1981	3640	1346	2294	2284	2572	-288	-	-	-895
30.6.1981	3536	1465	2071	2294	2694	-400	-	-	-873
31.7.1981	3482	1610	1872	2673	3026	-352	-	-	-884
31.8.1981	3638	1494	2144	2396	2869	-473	-	-	-1172
30.9.1981	5012	1905	3107	2356	2902	-546	-	-	-2031
31.10.1981	4777	1847	2929	2526	3249	-723	-	-	-1813
30.11.1981	5268	1788	3479	2204	2902	-699	-	-	-2424
31.12.1981	5183	1620	3563	1971	2552	-581	-	-	-2346
31.1.1982	4984	1581	3403	1691	2357	-666	-	-	-2243
28.2.1982	5054	1666	3388	1848	2508	-660	-	-	-2081
31.3.1982	5597	1694	3903	1916	2438	-522	-	-	-2262
30.4.1982	5936	1597	4340	1892	2564	-672	-	-	-2879
31.5.1982	6035	1950	4085	1884	2370	-486	-	-	-2954
30.6.1982	5942	1703	4239	2242	2947	-704	-	-	-2798
31.7.1982	5782	1653	4128	2210	3081	-871	-	-	-3005
31.8.1982	7045	1679	5366	2798	3652	-854	-	-	-4115
30.9.1982	6619	2282	4336	3304	4016	-711	-	-	-3948
31.10.1982	6898	2557	4341	4277	5083	-805	-	-	-3937
30.11.1982	8921	2200	6722	4263	4956	-693	-	-	-5028
31.12.1982	11128	2117	9011	3665	4530	-865	-	-	-6827
31.1.1983	11336	2144	9192	4219	5145	-927	-	-	-6759
28.2.1983	10439	2159	8280	4509	5427	-918	-	-	-6132
31.3.1983	10680	1965	8716	4700	5719	-1020	-	-	-6031
30.4.1983	10195	1877	8317	5144	6073	-929	-	-	-5947
31.5.1983	10229	1708	8521	4270	5225	-955	-	-	-5743
30.6.1983	9674	1604	8069	4173	5469	-1296	-	-	-4932
31.7.1983	9349	1610	7739	4596	5895	-1299	-	-	-4248
31.8.1983	8617	1784	6834	4577	5721	-1144	-	-	-3791
30.9.1983	7818	1952	5866	4479	6055	-1575	-	-	-3345

Aika	1	2	3	4	5	6	7	8	9
31.10.1983	8086	1942	6144	4066	5712	-1645	-	-	-2792
30.11.1983	7488	1912	5576	4008	5419	-1411	-	-	-2438
31.12.1983	7541	1227	6314	3863	5552	-1688	-	-	-2290
31.1.1984	7292	1661	5631	4560	6586	-2026	-	-	-1235
29.2.1984	8290	1681	6609	6180	8050	-1871	-	-	-1887
31.3.1984	10052	1611	8440	8128	9804	-1676	-	-	-3560
30.4.1984	11249	1326	9923	8055	8896	-841	-	-	-5109
31.5.1984	13528	1156	12372	9487	9309	178	-	-	-10041
30.6.1984	15547	1145	14402	11279	9889	1389	-	-	-12667
31.7.1984	15956	1306	14651	11799	10258	1541	-	-	-13011
31.8.1984	20050	1354	18696	14898	12341	2557	-	-	-17217
30.9.1984	20548	1679	18869	17687	15281	2406	-	-	-18362
31.10.1984	22267	1741	20526	19477	17563	1914	-	-	-19419
30.11.1984	22383	1786	20597	19067	17277	1790	-	-	-20139
31.12.1984	22921	1394	21527	16967	14966	2002	-	-	-19962
31.1.1985	23207	1450	21757	18400	15450	2949	-	-	-19394
28.2.1985	22602	1592	21010	23645	20674	2971	-	-	-18323
31.3.1985	23344	2247	21097	25381	24332	1048	-	-	-16848
30.4.1985	22987	2219	20769	22198	20557	1640	-	-	-16768
31.5.1985	22085	2316	19769	20183	18475	1708	-	-	-15704
30.6.1985	21221	2259	18962	16944	15002	1941	-	-	-15352
31.7.1985	19534	2250	17284	15333	12914	2418	-	-	-14224
31.8.1985	18271	2727	15544	13084	12001	1083	-	-	-12493
30.9.1985	17755	2889	14866	12502	12410	92	-	-	-11101
31.10.1985	17666	2795	14871	13752	12947	805	-	-	-9813
30.11.1985	17510	2014	15496	13458	12258	1200	-	-	-10032
31.12.1985	16982	1733	15249	11331	10623	708	-	-	-9005
31.1.1986	17233	1945	15288	13797	13254	543	-	-	-8349
28.2.1986	16911	1989	14923	12181	12180	0	-	-	-7015
31.3.1986	16365	2095	14270	11814	11803	11	-	-	-6298
30.4.1986	15350	1713	13638	12697	13551	-854	-	-	-4742
31.5.1986	15231	2505	12726	17006	18647	-1642	-	-	-3956
30.6.1986	13094	1665	11429	15089	15664	-575	-	-	-2619
31.7.1986	12032	1518	10514	14670	15840	-1170	-	-	-1949
31.8.1986	12351	2393	9958	18949	21212	-2263	-	-	-1559
30.9.1986	13762	2179	11583	18955	20936	-1981	-	-	-1291
31.10.1986	13147	2047	11100	18241	19705	-1464	-	-	-996
30.11.1986	12049	1843	10205	17347	19571	-2224	-	-	-423
31.12.1986	11446	1319	10127	16017	18479	-2461	-	-	-92
31.1.1987	13285	1515	11770	15401	17649	-2248	-	-	-5
28.2.1987	14389	1385	13003	16487	17691	-1204	-	-	26
31.3.1987	15908	1263	14645	18407	18897	-490	-	-	18
30.4.1987	17739	1145	16594	17169	18553	-1384	-	-	18
31.5.1987	18742	981	17762	16121	17586	-1465	-	-	-423
30.6.1987	18322	771	17551	16257	16420	-163	-	-	-287
31.7.1987	18596	805	17792	16552	15685	867	-	-	-712
31.8.1987	20075	793	19282	15165	14535	630	-	-	-987
30.9.1987	20088	718	19369	16006	14471	1535	-	-	-1664

Aika	1	2	3	4	5	6	7	8	9
31.10.1987	20358	1178	19181	19329	19045	284	-	-	-2116
30.11.1987	20714	1632	19081	16816	16732	85	-	-	-1633
31.12.1987	21671	1158	20513	15311	15544	-233	-	-	-1287
31.1.1988	21189	1051	20138	16568	15423	1145	-	-	-612
29.2.1988	19699	1093	18606	17258	15442	1816	-	-	-264
31.3.1988	19494	1171	18323	19491	16379	3112	-	-	-264
30.4.1988	19397	1542	17855	19884	15831	4052	-	-	-648
31.5.1988	18451	1500	16952	22128	15456	6672	-	-	-687
30.6.1988	18669	1474	17195	20794	16237	4557	-	-	-606
31.7.1988	18309	1505	16805	21706	17027	4678	-	-	-201
31.8.1988	19248	1479	17769	22466	20319	2147	-	-	0
30.9.1988	19282	1847	17435	27692	20980	6712	-	-	-1216
31.10.1988	18420	1998	16422	27786	20714	7072	-	-	-958
30.11.1988	17447	1894	15553	27228	19004	8224	-	-	-863
31.12.1988	16488	1543	14946	29598	20511	9086	-	-	-377
31.1.1989	15710	1058	14652	30398	21114	9284	-	-	-251
28.2.1989	15495	857	14638	32498	24792	7706	-	-	-273
31.3.1989	14614	871	13742	32737	25516	7221	-	-	-273
30.4.1989	13536	1044	12492	35021	28018	7003	-	-	-168
31.5.1989	13248	1535	11714	33982	24958	9024	-	-	-63
30.6.1989	12859	1408	11451	41248	31467	9781	-	-	-395
31.7.1989	13125	1393	11731	41389	31519	9870	-	-	-395
31.8.1989	12652	1187	11465	46458	31332	15126	-	-	-220
30.9.1989	11782	1669	10113	49026	35765	13261	-	-	0
31.10.1989	11323	2260	9063	46949	36175	10774	-	-	0
30.11.1989	11487	2934	8552	47694	38910	8784	-	-	0
31.12.1989	10531	3563	6967	44885	36854	8031	-	-	205
31.1.1990	9339	3793	5545	28191	16337	11854	-	-	125
28.2.1990	9073	3764	5309	20875	12660	8215	-	-	-1741
31.3.1990	10328	3418	6910	26637	11898	14739	-	-	-2323
30.4.1990	11327	3403	7924	25459	10966	14493	-	-	-5546
31.5.1990	12591	3029	9562	26618	11545	15073	-	-	-8339
30.6.1990	11858	3140	8718	25805	10113	15692	-	-	-8229
31.7.1990	11694	3567	8126	26366	10273	16094	-	-	-8013
31.8.1990	11504	3659	7845	26025	11966	14059	-	-	-7745
30.9.1990	12407	3978	8429	23038	10002	13037	-	-	-6922
31.10.1990	12042	4677	7366	22790	10759	12031	-	-	-6633
30.11.1990	12218	5220	6999	23346	11506	11840	-	-	-6492
31.12.1990	11609	4979	6631	21179	11079	10100	237	55	-6098
31.1.1991	13191	6724	6467	22075	12910	9165	89	67	-5260
28.2.1991	12545	7871	4673	22649	13236	9413	89	67	-3028
31.3.1991	13919	12231	1688	27945	24609	3336	173	159	-2593
30.4.1991	14088	15045	-957	27585	21089	6496	229	191	-1568
31.5.1991	15130	25075	-9945	35837	29656	6181	366	312	663
30.6.1991	16144	23123	-6980	36729	28229	8500	348	294	3159
31.7.1991	16228	20422	-4194	29121	23771	5350	287	234	3257
31.8.1991	16961	30053	-13092	37548	29792	7757	209	168	3187
30.9.1991	17020	38496	-21477	42433	28979	13454	541	274	3947

Aika	1	2	3	4	5	6	7	8	9
31.10.1991	22174	53395	-31222	49884	40451	9433	2577	1533	9034
30.11.1991	37546	51191	-13645	47223	45671	1551	1139	841	9601
31.12.1991	33004	36352	-3348	40056	37505	2550	1404	645	8953
31.1.1992	31732	27973	3759	35915	31242	4673	1816	32	8276
29.2.1992	31502	25516	5987	36041	33599	2441	2185	58	3774
31.3.1992	27850	22720	5130	34941	29726	5216	2301	59	2937
30.4.1992	29812	27586	2227	33510	33933	-423	2534	2584	5815
31.5.1992	29457	24458	4999	30731	30323	408	2295	2533	5531
30.6.1992	28942	28750	192	31475	27062	4412	2527	1826	807
31.7.1992	27567	29494	-1927	31787	27774	4013	2424	3440	1328
31.8.1992	25399	34767	-9368	36354	35932	421	1892	3630	7933
30.9.1992	34168	45232	-11065	34546	44372	-9827	1825	2747	20158
31.10.1992	37048	38820	-1771	28460	39141	-10681	1940	3441	17921
30.11.1992	40986	35550	5436	24572	36195	-11623	1588	2048	11617
31.12.1992	39195	32939	6256	21142	32339	-11197	1614	1929	7133
31.1.1993	35125	32711	2414	17695	26751	-9056	2000	2195	6433
28.2.1993	33968	32896	1072	17145	25453	-8308	4191	1683	2585
31.3.1993	33115	34059	-944	16445	26632	-10187	4096	1586	9815
30.4.1993	36298	33616	2682	15031	26189	-11158	4305	1763	7460
31.5.1993	36027	31763	4264	16521	23513	-6992	3882	1214	4144
30.6.1993	36401	26908	9493	16072	21858	-5785	5237	1275	2204
31.7.1993	34287	26687	7600	15428	29360	-13932	6882	854	6718
31.8.1993	32677	26607	6070	15791	26631	-10840	7013	1063	5912
30.9.1993	34391	29105	5287	14931	25519	-10588	7072	1625	4221
31.10.1993	36251	31071	5179	14928	25313	-10384	9942	2313	2293
30.11.1993	36988	26544	10444	14010	26027	-12018	8755	1840	2527
31.12.1993	38373	23721	14652	14346	21895	-7548	11632	2173	1939
31.1.1994	43162	19298	23864	13803	23618	-9815	13494	2622	439
28.2.1994	41288	16030	25258	17043	23240	-6197	14542	2903	489
31.3.1994	42814	16519	26295	18003	24476	-6473	14280	2599	489
30.4.1994	40494	15128	25366	15807	22872	-7065	16236	4104	135
31.5.1994	40529	13887	26643	17151	25046	-7894	15321	3859	0
30.6.1994	41191	15124	26067	18939	25421	-6481	15155	4417	0
31.7.1994	40536	16619	23917	17436	27166	-9730	14746	4000	0
31.8.1994	39846	19930	19916	19572	32036	-12464	14542	3735	3002
30.9.1994	40197	20368	19829	18637	29261	-10624	14177	3389	671
31.10.1994	44821	19418	25403	20662	30252	-9589	14945	2659	-4436
30.11.1994	46460	21508	24952	18515	28808	-10293	16058	4036	-5075
31.12.1994	51096	22093	29003	19236	32791	-13555	18372	4780	-6080
31.1.1995	53808	22928	30880	21342	31748	-10407	19972	4698	-9436
28.2.1995	54500	23006	31494	21161	36433	-15273	20618	3533	-9485
31.3.1995	57611	25712	31899	23283	36466	-13182	20806	4775	-8055
30.4.1995	57779	24331	33447	22063	33135	-11073	19221	5194	-4909
31.5.1995	59058	24236	34822	23178	33876	-10698	17363	5967	-3562
30.6.1995	56010	21745	34265	22744	36052	-13308	17184	5360	-2461
31.7.1995	54311	20649	33662	22825	33288	-10463	16028	4688	0
31.8.1995	58236	19237	39000	24721	37101	-12379	16288	5142	-3416
30.9.1995	58838	21341	37497	23891	38339	-14448	13741	6046	-3416

Aika	1	2	3	4	5	6	7	8	9
31.10.1995	56689	20187	36503	25509	39525	-14015	14986	6228	-2572
30.11.1995	58789	21279	37510	29384	45295	-15911	15154	6539	0
31.12.1995	60280	19095	41185	31837	48906	-17069	12829	6871	0
31.1.1996	62881	24416	38465	38155	61008	-22854	15426	9221	0
29.2.1996	69329	29225	40105	44599	67131	-22532	16168	9036	0
31.3.1996	69288	29810	39478	47057	66398	-19341	15413	8400	0
30.4.1996	65120	29781	35340	42328	63860	-21532	15326	8836	0
31.5.1996	63924	29718	34206	43553	66290	-22737	17851	8327	0
30.6.1996	60709	27714	32995	43406	61302	-17896	16731	8494	0
31.7.1996	57388	27873	29514	42949	62681	-19733	16977	8127	0
31.8.1996	56042	26638	29404	43992	68884	-24891	17407	7513	0
30.9.1996	54160	23422	30738	46476	69507	-23031	18761	7536	0
31.10.1996	54587	24466	30120	50823	73163	-22341	18988	6902	0
30.11.1996	53072	22459	30614	51554	76001	-24446	18476	7649	0
31.12.1996	53520	21793	31726	44068	72021	-27953	15871	6908	0
31.1.1997	61066	21103	39964	61130	72501	-11371	18219	5597	-12185
28.2.1997	60646	20139	40507	58008	66207	-8199	18779	5040	-12185

SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

ISSN 0785-3572

- 1/97 Peter Nyberg **Macroeconomic Aspects of Systemic Bank Restructuring**. 1997. 30 s. ISBN 951-686-541-0. (KASI)
- 2/97 Anne Brunila **Fiscal Policy and Private Consumption – Saving Decisions: Evidence from Nine EU Countries**. 1997. 36 s. ISBN 951-686-542-9. (TU)
- 3/97 Antti Ripatti **Limited and Full Information Estimation of the Rational Expectations Demand for Money Model: Application to Finnish M1**. 1997. 30 s. ISBN 951-686-543-7. (TU)
- 4/97 Mika Pösö – Mikko Spolander **Estimating Exchange Market Pressure and the Degree of Exchange Market Intervention for Finland during the Floating Exchange Rate Regime**. 1997. 24 s. ISBN 951-686-544-5. (RP)
- 5/97 Sinimaaria Ranki **Monetary Policy in the ERM: Internal Targets or External Constraints?** 1997. 62 s. ISBN 951-686-545-3. (TU)
- 6/97 Anne Brunila **Current Income and Private Consumption – Saving Decisions: Testing the Finite Horizon Model**. 1997. 70 s. ISBN 951-686-547-X. (TU)
- 7/97 Monica Ahlstedt **Exchange Rate, Interest Rate and Stock Market Price Volatility for Value-at-Risk Analysis**. 1997. 90 s. ISBN 951-686-548-8. (TU)
- 8/97 Jarkko Jääskelä **Incomplete Insurance Market and Its Policy Implications within European Monetary Union**. 1977. 83 s. ISBN 951-686-549-6. (RP)
- 9/97 Helvi Kinnunen – Mika Tujula **Finanssipolitiikan liikkumavara, eläkkeiden rahoitus ja EMU**. 1997. 22 s. ISBN 951-686-550-X. (KT)
- 10/97 Jorma Hietalahti – Harri Kuussaari **Valuuttatermiinimarkkinoiden toiminta Suomessa**. 1997. 33 s. ISBN 951-686-551-8. (RP)