

Brunila, Anne; Hatanpää, Heikki; Kinnunen, Helvi

Working Paper

Valuuttavelan kasvu ja devalvoitumisen kustannukset

Bank of Finland Discussion Papers, No. 43/1992

Provided in Cooperation with:

Bank of Finland, Helsinki

Suggested Citation: Brunila, Anne; Hatanpää, Heikki; Kinnunen, Helvi (1992) : Valuuttavelan kasvu ja devalvoitumisen kustannukset, Bank of Finland Discussion Papers, No. 43/1992, ISBN 951-686-360-4, Bank of Finland, Helsinki,
<https://nbn-resolving.de/urn:nbn:fi:bof-201501291035>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/211672>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

43/92

Anne Brunila – Heikki Hatanpää – Helvi Kinnunen

Kansantalouden osasto
18.12.1992

Valuuttavelan kasvu ja
devalvoitumisen kustannukset

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

SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA 43/92

Anne Brunila — Heikki Hatanpää — Helvi Kinnunen*

Kansantalouden osasto

18.12.1992

Valuuttavelan kasvu ja devalvoitumisen kustannukset

* Tilasto-osasto

ISBN 951-686-360-4
ISSN 0785-3572

Suomen Pankin monistuskeskus
Helsinki 1992

Tiivistelmä

Markan devalvoitumisen vaikutukset talouden rahoituskustannuksiin ovat nyt selvästi suuremmat kuin aikaisempien devalvaatioiden yhteydessä. Tämä johtuu ensinnäkin siitä, että ulkomaisen velan määrä suhteessa bruttokansantuotteeseen ja vientiin on tällä hetkellä huomattavasti aiempaa korkeampi. Verrattuna devalvaatiovuoteen 1982 kansantalouden ulkomainen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen on yli kaksinkertainen ja suhteessa vientiin lähes kolminkertainen. Toiseksi, valuuttaluottojen määrä on kasvanut voimakkaimmin talouden suljetulla sektorilla, jolla valuuttavelkojen vastapainona ei ole valuuttatuloja pienentämässä kurssimuutoksista aiheutuvia tappioita. Toisin sanoen markan heikkenemisen seurauksena syntyneet valuuttakurssitappiot ja lisääntyneet valuuttavelkojen hoitokulut kohdistuvat nyt entistä voimakkaammin valtiontalouteen ja sellaisiin suljetun sektorin yrityksiin, joilla ei ole ollut mainittavia valuuttavelkoja aikaisempia devalvaatioita toteutettaessa.

Markan devalvoitumisen aiheuttama rahoituskustannusten nousu tilanteessa, jossa suljetun sektorin kysyntänäkymät pysyvät edelleen heikkoina, huonontaa oleellisesti kotimarkkinoilla toimivien yritysten rahoitusasemaa. Suljetun sektorin rahoitusmahdollisuuksia heikentää lisäksi se, että vuosina 1994–95 eräänä arviolta noin 30–40 miljardin markan arvosta valuuttaluottoja, joiden uusiminen nykyisessä rahoitustilanteessa on vaikeaa.

Sisältö

	sivu
1 Johdanto	7
2 Valuuttaluottokannan kasvu ja rahamarkkinoiden liberalisointi	8
3 Sektoreittaiset valuutta-asetat	12
4 Markan valuuttakurssimuutosten vaikutus valtion, kuntien ja yritysten rahoituskustannuksiin vuosina 1992 ja 1993	15
5 Johtopäätökset	18
LIITE Laskelmien taustaolettamukset	19

1 Johdanto

Ulkomainen luotonotto oli Suomessa säänneltyä aina 1980-luvun puoliväliin saakka. Säännöstelyn aikana sekä pitkä- että lyhytaikaisen valuuttavelan ottaminen oli pääsääntöisesti luvanvaraista. Ainoastaan enintään kuuden kuukauden mittaiset tuontiluotot olivat sallittuja ilman keskuspankin erillistä lupaa. Valtion ohella pitkäaikaista valuuttavelkaa oli tällöin lähinnä suurilla teollisuusyrityksillä, energiayhtiöillä ja varustamoilla. Lyhytaikaista valuuttavelkaa, joka koostui valtaosaltaan tuonnin toimitusluotoista, käyttivät teollisuuden ohella mm. maahantuontia harjoittavat kaupan yritykset. Valuutansäännöstelyn johdosta yritysten ja kuntien valuuttamääräisen bruttovelan vuotuinen kasvuvauhti oli hallittua ja noudatti pitkälti bruttokansantuotteen kasvuvauhtia.

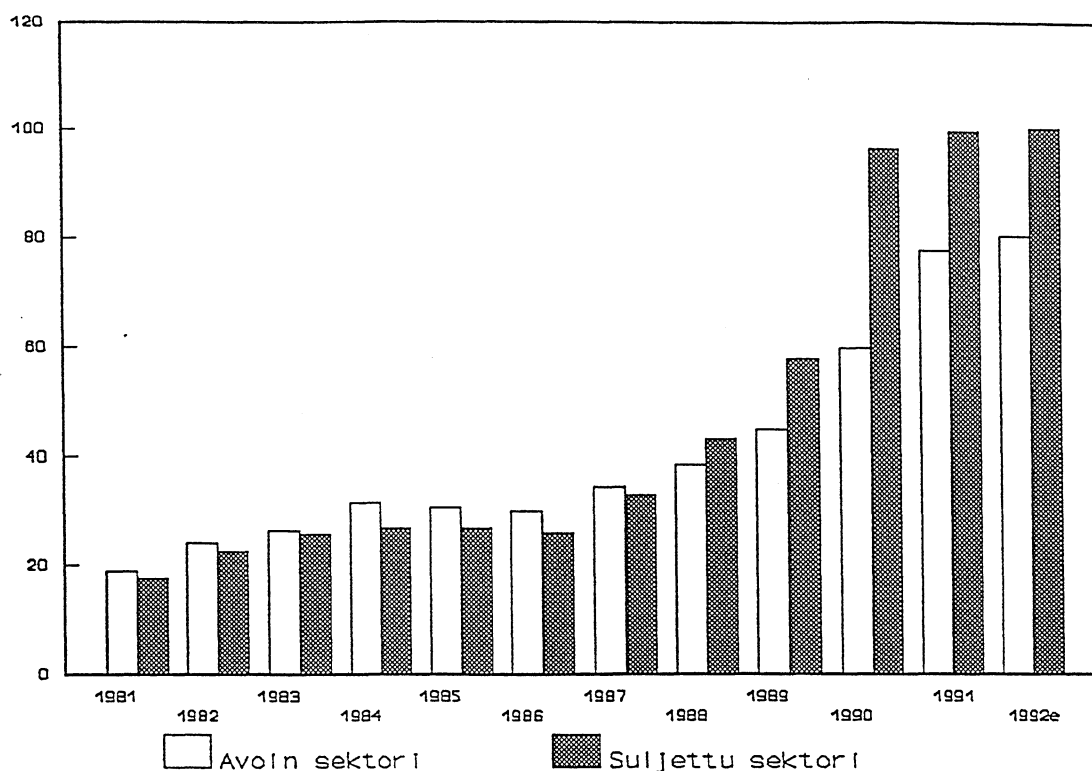
Keskuspankin harjoittamaa valuutansäännöstelyä alettiin purkaa asteittain rahamarkkinoiden yleisen liberalisoinnin yhteydessä 1980-luvun jälkipuoliskolla. Pääomantuonnista ensimmäiseksi vapautettiin tehdasteollisuuden ja varustamoiden pitkäaikainen vähintään viiden vuoden ulkomainen luotonotto vuonna 1986 ja vuotta myöhemmin liiketoimintaa harjoittavien yritysten vastaava pitkäaikainen ulkomainen luotonotto. Vuonna 1989 luottojen takaisinmaksuajan vaatimus laskettiin viidestä vuodesta yhteen vuoteen. Vuosina 1987–88 purettiin yritysten suoria ulkomaisia sijoituksia koskeva lupamenettely, joka oli tosin ollut verrattain vähän rajoitettua jo tätä ennen.

Kuntien, kuntainliittojen ja kuntaenemmistöisten yhtiöiden ulkomainen luotonotto vapautettiin vuosina 1988–90 siten, että ensivaiheessa uudistus koski pitkäaikaisia vähintään viiden vuoden ulkomaisia luottoja ja vasta lopuksi vähintään vuoden mittaisia ulkomaisia luottoja. Vuonna 1991 lopetettiin lähes kaikki jäljellä oleva säännöstely.

2 Valuuttaluottokannan kasvu ja rahamarkkinoiden liberalisointi

Ulkomaisten luotonoton vapauttaminen lisäsi räjähdysmäisesti yritysten valuuttaluottojen käyttöä vuodesta 1987 lähtien (kuvio 1). Valuuttaluottokannan kasvussa uutta oli se, että enenevässä määrin valuuttaluottoja alkoivat ottaa avoimella sektorilla toimivien vientiyritysten ohella myös suljetun sektorin¹ pienet ja keskisuuret yritykset, joilla valuuttavelkaa aikaisemmin ei ollut juurikaan ollut. Kurssiriskille altista ulkomaista velkaa kasvattivat erityisesti kauppaa, ravitsemus- ja majoitustoimintaa, rakennusaine- ja rakennustoimintaa sekä liike-elämää palvelevaa toimintaa harjoittavat yritykset. Muutoksen voimakkuutta kuvaa se, että valuutansääntelyyn vallitessa suljetun sektorin valuuttaluottoista noin 70 prosenttia oli yrityksillä, jotka toimivat muilla kuin edellä mainituilla suljetun sektorin toimialoilla ja rahamarkkinoiden liberalisoinnin jälkeen enää vain runsaat 35 prosenttia (kuvio 2).

Kuvio 1. Yritysten valuuttaluottokanta 1981–92, mrd. mk

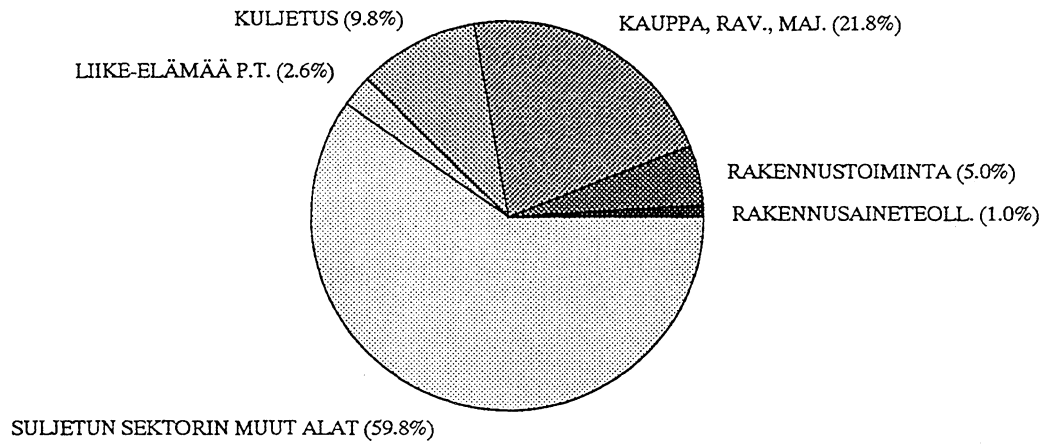


¹ Toimialojen jaossa avoimeen ja suljettuun sektoriin on käytetty yleistä sääntöä, jonka mukaan toimiala luetaan avoimeen sektoriin, jos viennin osuus alan kokonaistuotannosta on yli 30 %. Tämän karkean jaon perusteella avoimeen sektoriin luetaan metsä-, metalli- ja kemian teollisuus ja kaikki muut toimialat suljettuun sektoriin.

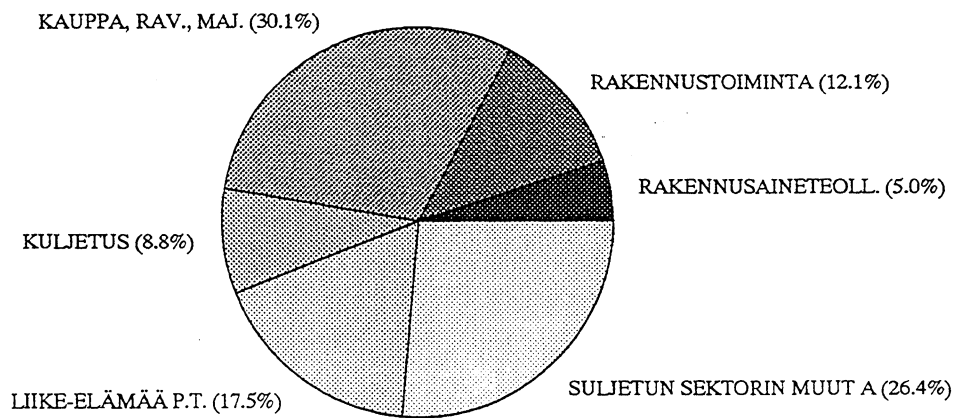
Kuvio 2.

**Valuuttaluottojen toimialajakauma suljetulla sektorilla
1985 ja 1991, %**

1985



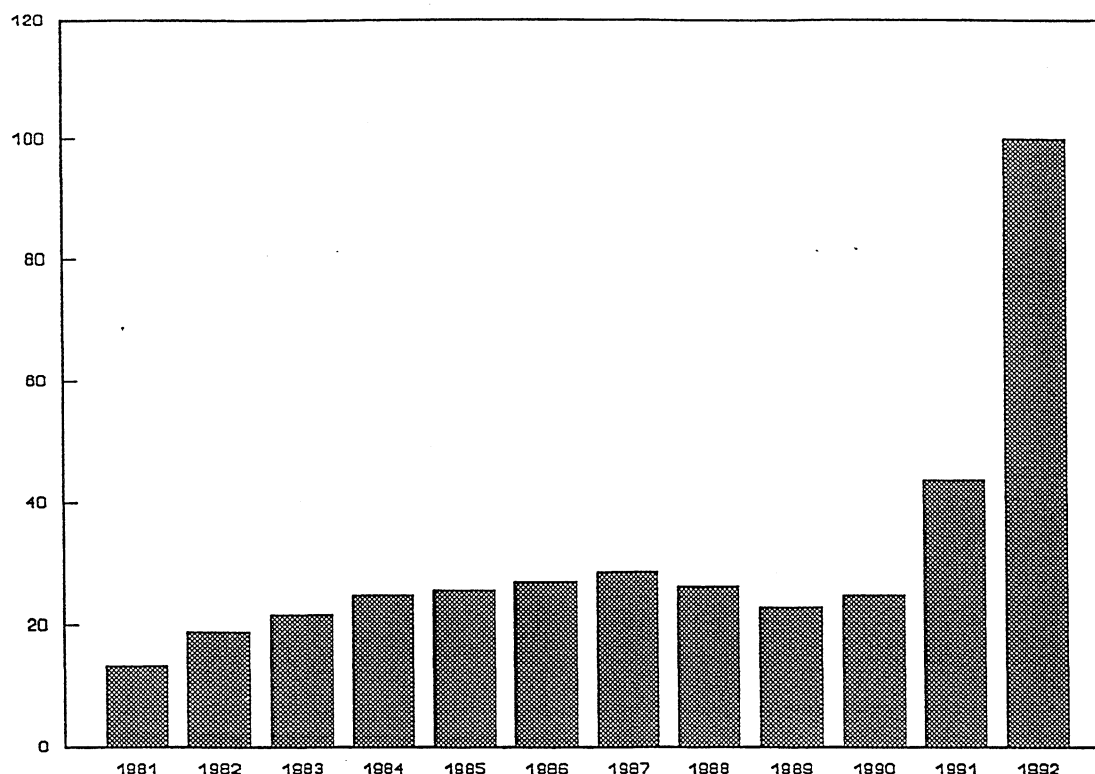
1991



Suljetun sektorin valuuttaluottojen kasvun taustalla oli investointi- ja kiinteistösiirtotoiminnan voimakas kasvu 1980-luvun lopulla, kotimaiseen korkotasoon verrattuna alhainen ulkomainen korkotaso ja luottamus vakaaseen markkaan, jonka seurauksena valuuttakurssiriskiä ei pidetty todellisena. 1990-luvun taantuma ja markan devalvoituminen ovat vähentäneet yritysten valuuttamääräistä velanottoa sekä suljetulla että avoimella sektorilla. Yritysten valuuttaluottokanta supistui nopeasti vuoden 1992 ensimmäisellä puoliskolla. Syyskuussa 1992 alkanutta markan kellutusta seurannut devalvoituminen on kuitenkin kasvattanut yritysten valuuttavelan markka-arvoa.

Toisin kuin yritykset valtio ja kunnat ovat kahden viimeksi kuluneen vuoden aikana lisänneet kiihtyvässä tahdissa valuuttavelkaansa rahoitusvajeittensa kattamiseksi. Kasvusta huolimatta kuntien valuuttaluottojen määrä on pysynyt vähäisenä kun taas valtion ulkomainen velka on kasvanut kiihtyvää vauhtia (kuvio 3).

Kuvio 3. **Valtion ulkomainen bruttovelka 1981–92, mrd. mk**



Yritysten valuuttaluottokannan jyrkkä kasvu 1980-luvun lopulla ja valtion ulkomaisen velanoton kiihtyminen on johtanut siihen, että talouden kaikilla sektoreilla valuuttamääräiset velat suhteessa bruttokansantuotteeseen ja vientiin ovat nyt huomattavasti korkeammat kuin aikaisempina devalvaatiovuosina 1977, 1978 ja 1982 (taulukko 1). Tämän seurauksena markan devalvoitumisen vaikutukset ulkomaiden luottojen rahoituskustannuksiin ovat nykyisin aivan toista luokkaa kuin 1970- ja 1980-luvulla.

Taulukko 1.

Valuuttamääräiset bruttovelat eri sektoreilla

Valuuttamääräinen bruttovelka, mrd. mk

	Valtio	Kunnat	Yritykset		Yhteensä
			Avoim sektori	Suljettu sektori	
1977	3.7	1.1	14.6	13.6	33.0
1978	7.4	1.2	15.6	15.3	39.5
1982	18.8	1.5	29.2	30.8	80.3
1991	43.6	4.8	84.5	102.0	234.9
1992 ^e	100.0	8.0	80.0	100.0	288.0

Valuuttamääräiset bruttovelat suhteessa bruttokansantuotteeseen, %²

1977	3	1	11	11	25
1978	5	1	11	11	28
1982	8	1	12	12	33
1991	9	1	17	20	47
1992 ^e	20	2	16	20	56

Valuuttamääräiset bruttovelat suhteessa kokonaisvientiin, %

1977	12	4	47	44	107
1978	21	3	44	43	112
1982	30	2	46	49	127
1991	47	5	91	110	253
1992 ^e	91	7	73	91	262

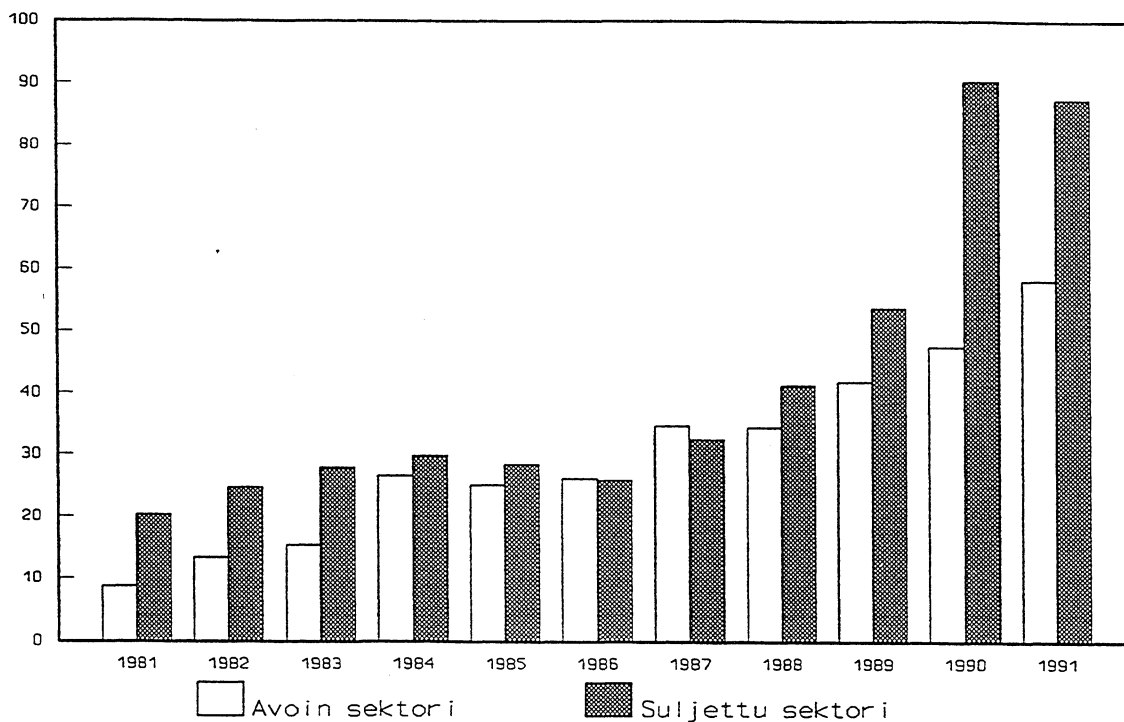
² Valtion ja kuntien bruttokansantuoteosuus (julkisten palvelujen arvonlisäys suhteessa bruttokansantuotteeseen) on vuosina 1977–91 ollut keskimäärin 17 %. Suljetun sektorin yritysten vastaava osuus on ollut 65 % ja avoimen sektorin yritysten 16 %.

3 Sektoreittaiset valuutta-asetat

Valuutansäännöstelyn purkamisen myötä kasvanut suljetun yritys sektorin valuuttamääräinen bruttovelka lisäsi olennaisesti sektorin valuuttakurssiriskiä. Kotimarkkinoilla toimivien yritysten valuuttariskin suhteellinen kohoaminen avoimeen sektoriin nähden korostuu edelleen, kun otetaan huomioon sektoreiden ulkomaankauppaan liittyvä valuuttamääräinen velka ja saaminen, eli tarkastellaan nettovelkaa. Vientiyhtiöillä on valuuttamääräisen velan vastapainona kauppaluottosaamia selvästi enemmän kuin suljetulla sektorilla. Ulkomaankauppaan liittyvä lyhytaikainen valuuttavelka on puolestaan keskittynyt suljetulle sektorille. Yrityksillä on lisäksi valuuttamääräisiä talletuksia, joiden jakaumasta ei ole kuitenkaan käytettävissä tietoja. Nettovelkalaskelmissa niiden oletettiin jakautuneen tasan avoimen ja suljetun sektorin välillä. Suljetun sektorin valuuttamääräinen nettovelka, eli valuuttakurssiriski ilman aktiivista suojautumista on kasvanut vuoden 1987 jälkeen erittäin voimakkaasti (kuvio 4). Vuonna 1990 suljetun sektorin valuuttamääräinen nettovelka oli lähes kaksinkertainen avoimeen sektoriin verrattuna.

Kuvio 4.

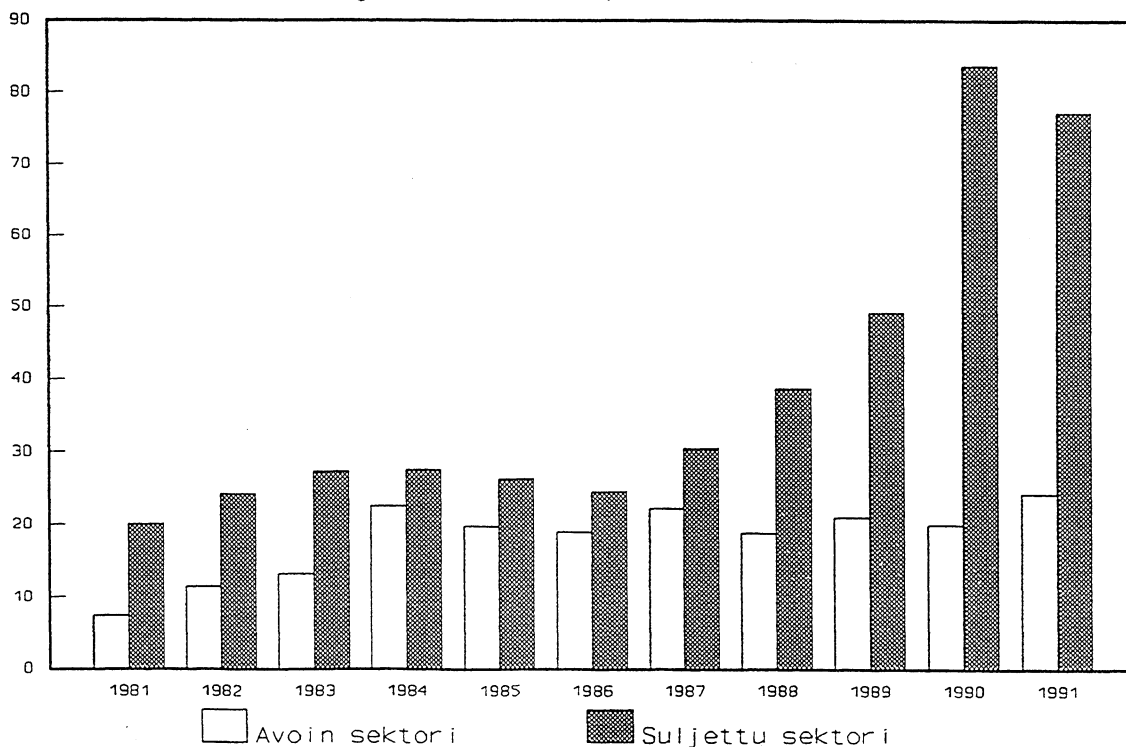
**Yritysten valuuttamääräinen nettovelka
1981–91, mrd. mk**



Suljetun ja avoimen yritys sektorin valuutta-asettien eroja korostaa vielä suomalaisten yritysten tuotantotoiminnan nopea kansainvälistyminen 1980-luvun loppupuolella. Ulkomaantoimintojen kasvu oli nopeinta avoimella sektorilla toimivilla yrityksillä. Kun sektoreittaiseen valuuttamääräiseen saamiseen sisällytetään ulkomailla toimiviin osakkuus- ja tytäryhtiöihin Suomesta sijoitettu pääoma, on näin määriteltä avoimen yritys sektorin ulkomainen nettovelka varsin pieni, eikä se ole itse asiassa kasvanut juuri lainkaan 1980-luvun puolivälin jälkeen (kuvio 5).

Yritykset ovat muuttaneet osan valuuttamääräisistä veloistaan ja saatavistaan efektiivisesti markkamääräisiksi termiinimarkkinoilla.³ Valuuttasaamisia ovat terminoineet lähinnä avoimen sektorin yritykset ja valuuttavelkaa pääasiassa suljetun sektorin yritykset. Koska operaatiot termiinimarkkinoilla ovat luonteeltaan lyhytaikaisia, termiinasemat ovat vaihdelleet voimakkaasti valuuttakurssia koskevista odotuksista riippuen. 1970- ja 1980-luvulla velkojen aktiivinen suojautuminen oli vähäistä, ja spekulatiotilanteet näkyivät etupäässä valuuttamääräisten saamisten suojausasteen muutoksina. Vasta vuoden 1991 jälkeen velkojen terminoinnit kasvoivat merkittävästi sekä avoimella että suljetulla sektorilla.

Kuvio 5. Yritysten valuuttamääräinen nettovelka ml. suorat sijoitukset 1981–91, mrd. mk

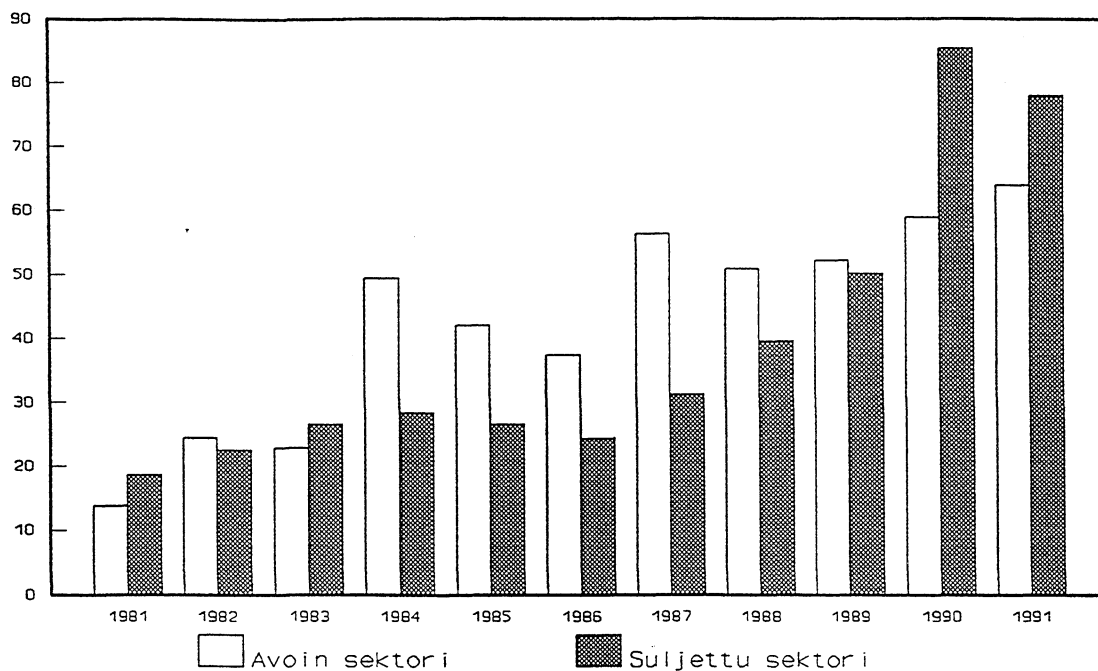


Terminoinneilla korjattu yritysten valuuttamääräinen nettovelka muuttaa kuvaa valuuttariskin jakautumisesta yrityssektorin sisällä. Valuuttamääräisten saamisten suojautumisen takia vientisektorin avoin valuuttavelka oli 1990-luvun alussa jotta-kuinkin samalla tasolla kuin 1980-luvun puolivälissä (kuvio 6). Valuutansäännötelyn purkaminen ei ole siten juurikaan muuttanut sektorin avointa valuuttapositiona. Yrityssektorin avoimen valuuttaposition kasvu koskee siis valtaosin suljettua sektoria. Sen valuuttakurssiriskin alainen nettovelka on yli kaksinkertaistunut valuuttaluottojen vapauttamisen jälkeen.

³ Yleisimmät suojautumismuodot ovat valuutan terminointi- ja optiosopimukset. Esimerkiksi yritys, jonka ulkomaiset velat ovat Saksan markkoissa, voi pienentää avointa valuuttapositionaan ja kurssiriskiään tekemällä DEM-talletuksen, ostamalla DEM-termiinin tai DEM-option. Ennen vuotta 1985 valuuttavelkojen terminointi edellytti kaupallista taustaa. Vuoden 1985 syksystä lähtien kaupalliseksi taustaksi hyväksyttiin myös yrityksen valuutta-asema ja vuonna 1991 termiini- ja optiosopimuksilta poistettiin kaupallisen taustan vaatimus.

Koska valtio ei suojaudu valuuttakurssimuutosten varalta ja kun sen valuuttamääräiset saamiset ovat erittäin epälikvidejä, voidaan katsoa, että valtion valuuttamääräinen bruttovelka vastaa valuuttakurssiriskille altista nettovelkaa. Toisin sanoen markan devalvoituminen lisää valtion ulkomaisen bruttovelan markka-arvoa ja vuotuisia velanhoitomenoja devalvoitumisprosentin verran. Sen sijaan kunnat ovat viime aikoina ryhtyneet terminoimaan valuuttamääräisiä velkojaan. Kokonaisuudessaan kuntien terminointi on ollut kuitenkin vähäistä.

Kuvio 6. Yritysten avoin positio 1981–91, mrd. mk



4 Markan valuuttakurssimuutosten vaikutus valtion, kuntien ja yritysten rahoituskustannuksiin vuosina 1992 ja 1993

Marraskuussa 1991 tehdystä markan noin 14 prosentin devalvaatiosta ja syksyllä 1992 markan noin 12 prosentin lisädevalvoitumisesta aiheutuva rahoituskustannusten lisääntyminen talouden eri sektoreilla vuosina 1992 ja 1993 on esitetty taulukossa 2. Tehdyt laskelmat perustuvat valtion velan osalta Valtiokonttorin tilastoista saataviin tietoihin ja kuntien sekä yritysten osalta Tilastokeskuksen julkaisemiin luottokantatilastoihin. Eri sektoreiden avoimen valuutta-aseman arviointi ennen marraskuun 1991 devalvaatiota ja ennen kellutusta syksyllä 1992 perustuvat Suomen Pankin tilasto-osaston tuottamiin lukuihin (laskelmiin liittyvät taustaoletukset liitteessä).

Laskelmien mukaan valuuttakurssimuutoksista aiheutuva rahoituskustannusten lisäys vuonna 1992 nousee kokonaisuudessaan vajaaseen 7 miljardiin markkaan, josta kuoletusmaksujen osuus on lähes 5 miljardia markkaa ja korkokulujen lisäys noin 2 miljardia markkaa. Rahoituskustannusten noususta valtaosan eli lähes 80 prosenttia maksavat yritykset, julkisen sektorin osuus on runsaat 20 prosenttia. Vuonna 1993 vastaava rahoituskustannusten lisäys nousee jo 11.4 miljardiin markkaan, josta kuoletusmaksut ovat noin 8 miljardia markkaa ja korkokulut noin 3.3 miljardia markkaa. Valtion ulkomaisen velan nopean kasvun johdosta julkisen sektorin osuus rahoituskustannusten lisäyksestä kohoaa vuonna 1993 lähes 30 prosenttiin ja yritysten osuus supistuu runsaaseen 70 prosenttiin.

Taulukko 2.

Valuuttakurssimuutosten vaikutukset valuuttalainojen hoitokuluihin vuosina 1992 ja 1993, milj. mk

	Valtio	Kunnat	Yritys- sektori	Kansantalous yhteensä
Korkokulujen lisäys 1992	600	90	1450	2140
Kuoletusmaksujen lisäys 1992	700	150	4070	4920
Lainanhoitokulujen lisäys yhteensä 1992	1300	250	5520	7070
Korkokulujen lisäys 1993	1200	120	1970	3290
Kuoletusmaksujen lisäys 1993	1400	300	6350	8050
Lainanhoitokulujen lisäys yhteensä 1993	2600	420	8330	11350

Kuten jo edellä on tullut esille valuuttakurssimuutosten vaikutus suljetulla ja avoimella sektorilla toimivien yritysten rahoituskustannuksiin on hyvin erilainen. Tämä käy erittäin selvästi ilmi myös suoritetuista laskelmista, joiden mukaan 60 prosenttia markan devalvoitumisen aiheuttamasta yritysten rahoituskustannusten lisäyksestä kohdistuu suljetun sektorin yrityksille vuosina 1992 ja 1993 (taulukko 3). Todellisuudessa tämä suhdeluku on jonkin verran suurempi, koska laskelmissa ei ole otettu huomioon suoria sijoituksia, jotka vähentävät merkittävästi valuuttakurssimuutoksista aiheutuvia kokonaistappioita nimenomaan avoimella sektorilla. Koska suorissa sijoituksissa on kyse erittäin pitkäaikaisista ja epälikvideistä sitoumuksista, niiden vaikutus yritysten avoimeen positioon on jätetty laskelmissa huomioimatta. Lisäksi avoimella sektorilla valuutan devalvoitumisesta aiheutuvan rahoituskustannusten kasvun vastapainona ovat parantuneen kilpailukyvyn ansiosta lisääntyneet valuuttatulot.⁴

Taulukko 3. **Valuuttakurssimuutosten vaikutukset yritysten valuuttalainojen hoitokuluihin vuosina 1992 ja 1993, milj. mk**

	Avoim yrityssektori	Suljettu yrityssektori	Yrityssektori yhteensä
Korkokulujen lisäys 1992	560	890	1450
Kuoletusmaksujen lisäys 1992	1630	2440	4070
Lainanhoitokulujen lisäys yhteensä 1992	2190	3330	5520
Korkokulujen lisäys 1993	770	1200	1970
Kuoletusmaksujen lisäys 1993	2560	3790	6350
Lainanhoitokulujen lisäys yhteensä 1993	3340	4990	8330

Valuuttakurssimuutosten rahoituskustannusvaikutusten suuruusluokan arvioimiseksi on valuuttalainojen lisääntyneet hoitokulut vuosina 1992–93 suhteutettu vuoden 1992 tavaraviennin arvoon, joka on arviolta 110 miljardia markkaa. Markan devalvaatiosta johtuva julkisen sektorin rahoituskustannusten nousu vuonna 1992 on 1.4 prosenttia kyseisen vuoden tavaraviennin arvosta ja vuonna 1993 lähes 3 prosenttia. Vastaavat prosenttiluvut avoimen sektorin yritysten osalta ovat 2 prosenttia ja

⁴ Yritysten valuuttakurssitappioiden kirjaamista säätelee kirjanpitolainsäädäntö. Nykyisen kirjanpitolainsäädännön mukaan valuuttakurssitappiot voidaan jaksottaa usealle vuodelle, mikä pienentää kurssitappioiden välitöntä vaikutusta yritysten tulokseen. Sen sijaan ehdotus uudeksi kirjanpitolaisiksi lähtee siitä, että kurssitappiot on kirjattava täysimääräisesti niiden syntymisvuonna, mikä lisää huomattavasti kurssitappioiden vaikutusta yritysten tulokseen. Mm. pörssi suosittaa kurssitappioiden kirjaamista niiden syntymisvuonna jo nyt kansainvälisten suositusten mukaisesti (IAS). Vaikka em. kurssitappiot ovat lyhyellä aikavälillä suureksi osaksi kirjanpidollisia (vaikutus rahavirtoihin ajoittuu velkojen maturiteetista riippuen usealle vuodelle), voi välittömällä kuluksi kirjaamiskäytännöllä olla huomattava vaikutus käsitykseen yritysten kannattavuudesta.

3 prosenttia sekä suljetun sektorin yritysten osalta 3 prosenttia ja 4.5 prosenttia. Kokonaisuudessaan markan devalvoitumisesta aiheutuva kansantalouden rahoituskustannusten nousu on vuonna 1992 yli 6 prosenttia vuoden 1992 tavaraviennin arvosta ja vuonna 1993 yli 10 prosenttia.

Yritysten kannalta voidaan rahoituskustannusten lisäyksen vaikutusta havainnollistaa edellistä paremmin suhteuttamalla rahoituskulujen kasvu yrityssektorin koko luottokantaan (markka- ja valuuttaluotot). Markan devalvoitumisesta johtuva rahoituskustannusten lisäys vuonna 1992 vastaa avoimella sektorilla vuoden 1991 lopussa olleen koko luottokannan keskikoron nousua arviolta 1.6 prosenttiyksikköä ja vuonna 1993 arviolta 2.5 prosenttiyksikköä. Suljetulla sektorilla yritysten rahoituskustannusten lisäystä vastaava keskikoron nousu on jonkin verran pienempi kuin avoimella sektorilla markkaluottojen suuremmasta osuudesta johtuen: vuonna 1992 keskikoron nousu olisi arviolta 1.1 prosenttiyksikköä ja vuonna 1993 arviolta 1.7 prosenttiyksikköä.

Lopuksi on syytä korostaa, että taulukoissa 2 ja 3 esitetyt luvut ovat vain suuntaa antavia ja perustuvat tehtyihin olettamuksiin valuuttaluottojen maturiteeteista ja koroista (ks. tarkemmin liite). Suljetun sektorin valuuttaluottojen kanta kasvoi voimakkaimmin vuosina 1989-90 eli yhteensä yli 50 miljardia markkaa. Suurin osa kyseisinä vuosina otetuista valuuttaluotoista on viiden vuoden kertyhenteisiä luottoja, jotka erääntyvät vasta vuosina 1994-95. Tästä syystä markan devalvoitumisesta johtuva kuoletusmaksujen kohoaminen on suljetulla sektorilla voimakkaimmillaan vasta näiden kertyhenteisten luottojen erääntyessä.

5 Johtopäätökset

Markan devalvoitumisen vaikutukset talouden rahoituskustannuksiin ovat nyt selvästi suuremmat kuin aikaisempien devalvaatioiden yhteydessä. Tämä johtuu ensinnäkin siitä, että ulkomaisen velan määrä suhteessa bruttokansantuotteeseen ja vientiin on tällä hetkellä huomattavasti aiempaa korkeampi. Verrattuna devalvaatiovuoteen 1982 kansantalouden ulkomainen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen on yli kaksinkertainen ja suhteessa vientiin lähes kolminkertainen. Toiseksi, valuuttaluottojen määrä on kasvanut voimakkaimmin talouden suljetulla sektorilla, jolla valuuttavelkojen vastapainona ei ole valuuttatuloja pienentämässä kurssimuutoksista aiheutuvia tappioita. Toisin sanoen markan heikkenemisen seurauksena syntyneet valuuttakurssitappiot ja lisääntyneet valuuttavelkojen hoitokulut kohdistuvat nyt entistä voimakkaammin valtiontalouteen ja sellaisiin suljetun sektorin yrityksiin, joilla ei ole ollut mainittavia valuuttavelkoja aikaisempia devalvaatioita toteutettaessa.

Markan devalvoitumisen aiheuttama rahoituskustannusten nousu tilanteessa, jossa suljetun sektorin kysyntänäkymät pysyvät edelleen heikkoina, huonontaa oleellisesti kotimarkkinoilla toimivien yritysten rahoitusasemaa. Suljetun sektorin rahoitusmahdollisuuksia heikentää lisäksi se, että vuosina 1994–95 eräänä arviolta noin 30–40 miljardin markan arvosta valuuttaluottoja, joiden uusiminen nykyisessä rahoitustilanteessa on vaikeaa.

LIITE

Laskelmien taustaolettamukset

Valtio ja kunnat

Laskelmien perustana olevat tiedot valtion ulkomaisesta bruttovelasta, kuukausittaisista kuoletuksista, valuuttakurssimuutoksista ja maksetuista koroista on saatu Valtiokonttorin tilastoista ja tiedot kuntien ulkomaisesta velanotosta perustuvat Tilastokeskuksen luottokantatilastoihin. Valtion osalta on oletettu, että vuonna 1993 kuoletuksien ovat 10 prosenttia vuoden 1992 lopun lainakannasta ja vuotuinen korko on 8 prosenttia. Kuntien osalta laskelmat perustuvat olettamukseen, että vuotuiset lyhennykset ovat 20 prosenttia vuoden alun lainakannasta vuotuisen koron ollessa 8 prosenttia. Markan heikentyminen lisää kuntien avoimen valuutta-aseman markkamäärää devalvoitumisprosentin verran (14 % vuonna 1991 ja 12 % vuonna 1992).

Yrityssektori

Markan heikentyminen lisää yritysten avoimen valuutta-aseman markkamäärää devalvoitumisprosentin verran (14 % vuonna 1991 ja 12 % vuonna 1992). Avoimen valuutta-aseman selvittäminen erikseen avoimelle ja suljetulle yrityssektorille perustui Suomen Pankin Tilasto-osaston keräämään toimialakohtaisia termiinisopimuksia koskevaan aineistoon, Suomen Pankin maksutasetilastoon ja Tilastokeskuksen julkaisemiin tietoihin (mm. luottokanta-, luottovirrat- ja pankkitilasto) sekä osittain arvioihin eri saamis- ja velkaerien sektoreittaisesta jakautumisesta.

Valuuttavelkojen maturiteettijakauma on tärkeä tekijä lisääntyneiden kuoletuksien ajoittumisen kannalta. Laskelmissa oletettiin vuosittain kuolettavaksi 20 prosenttia devalvoitumishetkeä edeltäneestä avoimesta positioista. Avoimen valuutta-aseman keskikoroksi avoimella sektorilla oletettiin 9 prosenttia ja suljetulla sektorilla 9.5 prosenttia.

Markan devalvoitumista edeltäneet yritysten avoimet valuutta-asetat (pois lukien suorat sijoitukset), mrd. mk

	Suljettu yrityssektori	Avoim yrityssektori	Yrityssektori yhteensä
Marraskuu 1991	71	47	118
Syyskuu 1992	75	52	127

SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

ISSN 0785-3572

- 1/92 Jaakko Autio **Valuuttakurssit Suomessa 1864–1991**. Katsaus ja tilastosarjat. 1992. 36 + 245 s. ISBN 951-686-309-4. (TU)
- 2/92 Juha Tarkka – Johnny Åkerholm **Fiscal Federalism and European Monetary Integration**. 1992. 29 s. ISBN 951-686-310-8. (KP)
- 3/92 Päivikki Lehto-Sinisalo **The History of Exchange Control in Finland**. 1992. 92 s. ISBN 951-686-311-6. (TO)
- 4/92 Erkki Koskela – Matti Virén **Inflation, Capital Markets and Household Saving in Nordic Countries**. 1992. 21 s. ISBN 951-686-312-4. (TU)
- 5/92 Arto Kovanen **International Capital Flows in Finland 1975–1990: The Role of Expectations**. 1992. 18 s. ISBN 951-686-313-2. (KT)
- 6/92 Ilmo Pyyhtiä **Investointien kohdentuminen Suomessa**. 1992. 54 s. ISBN 951-686-314-0. (KT)
- 7/92 Margus Hanson **Eesti Pank ja Viron rahajärjestelmä 1920- ja 1930-luvulla**. 1992. 58 s. ISBN 951-686-315-9. (TU)
- 8/92 Markku Malkamäki **Estimating Conditional Betas and the Price of Risk for a Thin Stock Market**. 1992. 36 s. ISBN 951-686-317-5. (TU)
- 9/92 Markku Malkamäki **Conditional Betas and the Price of Risk in a Thin Asset Market: A Sensitivity Analysis**. 1992. 39 s. ISBN 951-686-318-3. (TU)
- 10/92 Christian Starck **Keskuspankkien riippumattomuus – kansainvälinen vertailu**. 1992. 43 s. ISBN 951-686-319-1. (KP)
- 11/92 Juha Tarkka **Tax on Interest and the Pricing of Personal Demand Deposits**. 1992. 21 s. ISBN 951-686-320-5. (TU)
- 12/92 Terhi Kivilahti – Jyri Svanborg – Merja Tekoniemi **Itä-Euroopan maiden valuuttojen vaihdettavuudesta**. 1992. 45 s. ISBN 951-686-322-1. (IT)
- 13/92 Heikki Koskenkylä **Norjan pankkikriisi ja vertailua Suomen pankkeihin**. 1992. 37 s. ISBN 951-686-323-X. (TU)
- 14/92 Tom Kokkola **An International Bibliography of Payment Instruments and Systems Literature for the Years 1985–1991**. 1992. 94 s. ISBN 951-686-325-6. (RM)
- 15/92 Paavo Peisa – Kari Takala **Selviämmekö lamasta ehjin nahoin? Bruttokansantuotteen rakennemallien estimointituloksia**. 1992. 32 s. ISBN 951-686-326-4. (KT)
- 16/92 Markku Malkamäki **Cointegration and Causality of Stock Markets in Two Small Open Economies and Their Major Trading Partner Nations** 1992. 37 s. ISBN 951-686-328-0. (TU)
- 17/92 T.R.G. Bingham **The Ecu and Reserve Management**. 1992. 22 s. ISBN 951-686-329-9. (KP)

- 18/92 Kari Takala **Työttömyyden ennustaminen lyhyellä aikavälillä**. 1992. 40 s. ISBN 951-686-330-2. (KT)
- 19/92 Anne Turkkila **Suomalaisten pankkien kansainvälistyminen**. 1992. 47 s. ISBN 951-686-331-0. (TU)
- 20/92 Bent Christiansen – Már Gudmundsson – Olli-Pekka Lehmussaari – Christina Lindenius – Sigurd Simonsen – Christian Starck – Johnny Åkerholm **De nordiska centralbankerna i det framtida Europa**. 1992. 18 s. ISBN 951-686-332-9. (KP)
- 21/92 Paavo Peisa – Heikki Solttila **Pankkikriisi yritysaineiston valossa**. 1992. 18 s. ISBN 951-686-334-5. (RM)
- 22/92 Timo Tyrväinen **Wage Setting, Taxes and Demand for Labour: Multivariate Analysis of the Cointegrating Relations**. 1992. 37 s. ISBN 951-686-335-3. (TU)
- 23/92 Timo Tyrväinen **Tax Incidence in Union Models**. 1992. 37 s. ISBN 951-686-336-1. (TU)
- 24/92 Bent Christiansen – Már Gudmundsson – Olli-Pekka Lehmussaari – Christina Lindenius – Sigurd Simonsen – Christian Starck – Johnny Åkerholm **Pohjoismaiden keskuspankit tulevassa Euroopassa**. 1992. 24 s. ISBN 951-686-337-X. (KP)
- 25/92 Christian Starck – Matti Virén **Bankruptcies and Aggregate Economic Fluctuations**. 1992. 20 s. ISBN 951-686-338-8. (TU)
- 26/92 Amos Golan – Moshe Kim **Maximum Entropy and the Existence of Consistent Aggregates: An Application to U.S. Banking**. 1992. 22 s. ISBN 951-686-339-6. (TU)
- 27/92 Antti Suvanto **Pricing Decisions and the Position Constraint in Foreign Exchange Dealing**. 1992. 40 s. ISBN 951-686-340-X. (KP)
- 28/92 Heikki Solttila – Vesa Vihriälä **Pankkien vakavaraisuus ja luotontarjonta**. 1992. 17 s. ISBN 951-686-341-8. (RM)
- 29/92 Jukka Vesala **Incomplete Exchange Rate Pass-Through and Hysteresis in Trade. A Survey of Recent Theories and an Empirical Study of Export Pricing of Finnish Paper Manufactures**. 1992. 76 s. ISBN 951-686-342-6. (TU)
- 30/92 Jaakko Autio **Lama ja raha. Suomen luopuminen kultakannasta vuonna 1931**. 1992. 61 s. ISBN 951-686-343-4. (TU)
- 31/92 Markku Malkamäki **Conditional Risk and Predictability of Finnish Stock Returns**. 1992. 27 s. ISBN 951-686-344-2. (TU)
- 32/92 Anu Mürsepp **Viron maksujärjestelmä ja sen kehittämistarpeet**. 1992. 24 s. ISBN 951-686-345-0. (TU)
- 33/92 Timo Tähtinen **Uudistumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa huomattavasti yrityksen rahoituskustannuksia ja investointien tuottovaatimuksia**. 1992. 23 s. ISBN 951-686-347-7. (KT)
- 34/92 Jorma Hilpinen **Yrityskyselyt maksutasetilaston laadinnassa**. 1992. 30 s. ISBN 951-686-348-5. (TO)
- 35/92 Timo Tyrväinen **Wage Drift and Error Correction: Evidence from Finland**. 1992. 43 s. ISBN 951-686-349-3. (TU)

- 36/92 Seppo Honkapohja – Pentti Pikkarainen **Country Characteristics and the Choice of the Exchange Rate Regime: Are Mini-Skirts Followed by Maxis?**. 1992. 33 s. ISBN 951-686-350-7. (KP)
- 37/92 Olli-Pekka Lehmussaari – Antti Suvanto – Laura Vajanne **The Currency Band and Credibility: the Finnish Experience**. 1992. 54 s. ISBN 951-686-352-3. (KP)
- 38/92 Juha Savela **Pankkien taseen ulkopuolisen toiminnan rakenne ja kehitys vuosina 1989–1992**. 1992. 24 s. ISBN 951-686-354-X. (RM)
- 39/92 Anne Brunila **Yritysten velkaantuminen, luottolama ja talouden kasvu**. 1992. 46 s. ISBN 951-686-355-8. (KT)
- 40/92 Ahti Huomo – Olli-Pekka Lehmussaari **EMU:n vaikutus talouspolitiikkaan ja sen työnjakoon Suomessa**. 1992. 25 s. ISBN 951-686-356-6. (KP)
- 41/92 Kirsi Huurinainen **Vakuutusyhtiöiden ja sijoitusrahastojen merkitys arvopaperimarkkinoilla**. 1992. 35 s. ISBN 951-686-358-3. (RM)
- 42/92 Ragni Bärlund **Finland's Balance of Payments, 1890–1913**. 1992. 56 p. ISBN 951-686-359-0. (TU)
- 43/92 Anne Brunila – Heikki Hatanpää – Helvi Kinnunen **Valuuttavelan kasvu ja devalvoitumisen kustannukset**. 1992. 19 s. ISBN 951-686-360-4. (KT)