

Johansson, Peter; Solttila, Heikki

Working Paper

Suomen rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen

Bank of Finland Discussion Papers, No. 28/1988

Provided in Cooperation with:

Bank of Finland, Helsinki

Suggested Citation: Johansson, Peter; Solttila, Heikki (1988) : Suomen rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen, Bank of Finland Discussion Papers, No. 28/1988, ISBN 951-686-175-X, Bank of Finland, Helsinki,
<https://nbn-resolving.de/urn:nbn:fi:bof-201908051336>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/211531>

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.

Peter Johansson* - Heikki Solttila
Suomen Pankin keskuspankkipolitiikan osasto
14.9.1988

28/88

SUOMEN RAHOITUSMARKKINOIDEN KANSAINVÄLISTYMINEN

* Postipankki Oy

TIIVISTELMÄ

Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen on Suomessa edennyt varsin nopeasti 1980-luvulla, vaikka pääomanliikkeiden säännöstely on edelleen tiukkaa useimpiin OECD-maihin verrattuna. Keskeisimmät pääomanliikkeisiin liittyvät rajoitukset tai kiellot Suomen Pankin valuuttamääräyksissä koskevat markan käyttöä ulkomailla, portfolioinvestointeja ja pankkien valuuttaposiitiota. Samanaikaisesti ja kansainvälistymiseen kytkeytyneenä kotimaassa syntyivät tällä hetkellä verrattain toimivat lyhyen rahan markkinat. Luonnollisena seurauksena rahamarkkinoiden toiminnan tehostumisesta on ollut pääomanliikkeiden aikaisempaa löyhempi kytkentä ulkomaankauppaan. Sitä vastoin korkoihin ja valuuttakursseihin liittyvien odotusten aikaansaamat puhtaat finanssioperaatiot ovat lisääntyneet.

SISÄLLYS

	sivu
TIIVISTELMÄ	
1. JOHDANTO	7
2. PÄÄOMANLIIKKEIDEN SÄÄNNÖSTELYN MUUTOKSET	9
2.1 Ulkomaankaupan vapautuminen	9
2.2 Kehitys 1960- ja 1970-luvuilla	10
2.3 Säännöstelyn liberalisointi	13
1980-luvulla	13
3. KANSAINVÄLISTYMINEN RAHOITUSMARKKINOILLA	16
3.1 Pääomanliikkeet 1980-luvulla	16
3.2 Kansainvälistymisen vaikutukset kotimaan	
rahamarkkinoille	19
4. PANKKIEN KANSAINVÄLISTYMINEN	21
5. YRITYSTEN KANSAINVÄLISTYMINEN	26
6. LOPUKSI	32
LÄHTEET	33
LIITE 1	36
LIITE 2	39

1. Johdanto

Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen on edennyt Suomessa varsin nopeasti, vaikka useimpiin muihin OECD-maihin verrattuna pääomanliikkeet Suomessa ovat olleet ja ovat edelleen varsin tiukasti säännösteltyjä. Varsinkin 1980-luvulla pääomanliikkeet ovat tuntuvasti kasvaneet, ja rahoituslaitosten kotimainen valuuttamääräinen liiketoiminta on selvästi laajentunut. Samalla kotimaan rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn purkaminen, erityisesti 1980-luvun puolivälissä, on edennyt varsin nopeasti. Lisäksi pankkien ja yritysten sekä kotimaasta että ulkomailta toteutettavat puhtaasti kansainväliset liiketoiminnot ovat nopeasti lisääntyneet.

Eri tutkimuksissa ja selvityksissä on pääasiassa tarkasteltu toisaalta kotimaisen markkarahoituksen ja toisaalta valuuttarahoituksen käyttöä. Pääomanliikkeissä mielenkiinto on yleensä kohdistunut Suomen ulkomaiseen velkaantumiseen sekä raha- ja valutatapoliittisiin kysymyksiin. Yhteistä näissä lähestymistavoissa on se, että yritysten ja pankkien puhdas kansainvälinen liiketoiminta on rajattu lähes kokonaan pois tai sitä ei ole ollenaisesti eritelty. Kuitenkin esimerkiksi kotimaisten valuuttaluottojen osuus valuuttapankkien koko ulkomaan-toiminnoista oli vuoden 1987 lopussa vain noin neljännes. Lisäksi ulkomaantoimintojen osuus oli noin 40 prosenttia valuuttapankkien koko taseesta. Jos laskelmiin otetaan mukaan suomalaisten pankkien ulkomaiset tytärbankit, kansainvälinen toiminta on lähes puolet koko liiketoiminnasta. Selvityksiä millä alueilla tätä kasvua on tapahtunut ei ole tehty juuri lainkaan (poikkeuksena Suvanto, 1983).

Yritysten kansainvälistyminen on näkynyt mm. ulkomaankaupan laajenemisena ja ulkomaisten suorien sijoitusten kasvussa. Viime vuosikymmenen puolivälin jälkeen suomalaisten yritysten kokonaan omistamien tai osakkuusyhtiöiden lukumäärä ulkomailla on nelinkertaistunut.

Pääomanliikkeiden merkityksen lisääntyminen Suomessa näkyy Suomen ulkomaisten saamisten ja velkojen jyrkkänä kasvuna. Lisäksi 1980-luvulla pääoman liikkuvuus on selvästi herkästynyt ja näyttäisi siltä, että valuuttaliikkeet olisivat osittain irrottautuneet ulkomaankaupasta. Toisaalta on myös merkillepantavaa, että korkosäännöstelyn purkaminen, lyhyen rahan markkinoiden synty ja nopea laajeneminen kotimaan markkinoilla ovat yhdistettävissä valuuttamääräisten liiketoimien räjähdysmäiseen kasvuun 1980-luvulla.

Tässä selvityksessä tarkastellaan niitä keskeisiä muutoksia taloudessa, säännöstelyssä ja markkinoilla, jotka ovat vaikuttaneet Suomen rahoitusmarkkinoiden nopeaan kansainvälistymiseen. Tarkastelun kohteina ovat kansainväliset ja kotimaiset valuuttamääräiset pääomavirrat koko Suomen talouden tasolla. Lisäksi tarkastellaan erikseen sekä pankkien että yritysten finanssitoimintojen kansainvälistymistä.

2. Pääomanliikkeiden säännöstelyn muutokset

Osana Suomessa harjoitettua raha- ja valuuttapolitiikkaa pääomanliikkeet ovat koko sodan jälkeisen ajan olleet varsin tiukasti säädeltyjä. Vasta 1980-luvulla pääomanliikkeiden säännöstelyä on olennaisemmin lievennetty.

Suomen rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymisessä sotien jälkeen voidaan jaotella ainakin kolme erillistä jaksoa. Kansainvälistymisen ensimmäistä vaihetta olivat 1950- ja 1960-luvun alun ulkomaankaupan ja valuuttamääräisten juoksevien maksujen vapautumista. Toinen vaihe, joka ajoittuu 1960-luvun puolivälin paikkeilta aina 1970-luvun loppuun, edusti ulkomaankaupan laajenemista ja siihen liittyvien pääomavirtojen kasvua sekä rakenneinvestointien aiheuttamaa nopeata velkaantumista ulkomaille. Varsinainen "liberalisoituminen" pääomanliikkeissä ja niiden osittainen vapautuminen, pankki- ja yritystoiminnan nopea kansainvälistyminen sekä kotimaan rahamarkkinoiden kehitys on tapahtunut 1980-luvun puolivälissä.

2.1 Ulkomaankaupan vapautuminen

Valuutansäännöstely säilyi Suomessa 1950-luvun lopulle asti laajana ulkomaankaupan juoksevien maksujen (ulkomaankauppaan ja tuonannon tekijäkorvauksiin liittyvät maksut) ja muiden pääomaliikkeiden osalta. Tiukalla ulkomaankaupan säännöstelyllä patoutettiin tuontitaroihin kohdistuvaa kysyntää ja siitä aiheutuvaa pääoman vientiä ja ulkomaista velkaantumista. Määrällisen kiintiöinnin ohella tuontiin vaikutettiin tuontitalletusjärjestelmin ja tuonnin käteismaksujärjestelmin, ks. Airikkala ja Sukselainen (1976). Vuosikymmenen lopulla osana kansainvälisiä vapaakauppasopimuksia tuonti vapautettiin suurimmaksi osaksi määrällisistä rajoituk-

sista ja tullia alennettiin. Vuoden 1957 lopulla vajaa 80 % tuonnista oli jo käytännöllisesti katsoen vapaa, vaikka muodollinen tuontilisenssi oli vielä hankittava, ks. Airikkala ja Sukselainen (1976).

Varsinaisesta valuutansäännöstelystä luovuttiin siis 1950-luvun lopulla ja 1960-luvun alussa, kun juoksevat maksut ja ulkomaankauppa suurimmaksi osaksi vapautettiin. Pääomanliikkeistä vapautettiin vuosina 1958 ja 1959 osittain viennin ja tuonnin kauppaluotot, ks. Airikkala ja Sukselainen (1976), Suvanto (1983) ja Tarkka (1988). Toteutetuilla muutoksilla luotiin ne puitteet valuutansäännöstelyssä, jotka keskeisimmiltä osiltaan olivat voimassa aina 1980-luvulle saakka.

2.2 Kehitys 1960- ja 1970-luvuilla

Kansainvälistymisen toisessa vaiheessa 1960-luvun puolivälin jälkeen ulkomaankauppa laajeni suhteessa BKT:hen varsin nopeasti aina 1980-luvun alkuun saakka. Pääomanliikkeiden säätelyssä ei tapahtunut olennaisia muutoksia vaan rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen oli pääasiassa ulkomaankaupan kasvun varassa. Tuonnin tiukan säännöstelyn aikana ei ulkomainen maksuvalmius aiheuttanut samanlaisia ongelmia kuin vapaamman ulkomaankaupan ja -maksuliikkeen vallitessa 1960- ja 1970-luvulla. Vaihtotaseesta ja muista pääomanliikkeistä oli tullut raha- ja valuuttapolitiikkaa aiempaa enemmän rajoittava tekijä, ks. Airikkala ja Sukselainen (1976).

Koska kotimainen säästäminen ei riittänyt rahoittamaan verraten laajoja rakenneinvestointeja 1960-luvulla ja mittavia asunto- ja energiainvestointeja 1970-luvun puolivälissä ulkomainen lainanotto ja ulkomainen velkaantuminen kasvoivat nopeasti (investointikehityksestä ks. Kuosmanen 1982). Vielä 1950-luvun lopulla Suomen ulkomainen nettovelka suhteessa BKT:een oli vain vajaa 2 %-

yksikköä, kun se 1970-luvun puolivälissä nousi enimmillään n. 20 %:iin.

Ulkomaisessa luotonotossa merkittävimmät luotonantajat olivat vielä 1960-luvun alussa kansainväliset järjestöt, erityisesti rahoituslaitokset. Laajamittaisen lainanoton 1960- ja 1970-luvulla mahdollisti euromarkkinoiden nopea kasvu ja valtaosa pitkäaikaisesta ulkomaisesta luotonotosta hoidettiin euromarkkinoiden välityksellä. Euromarkkinoiden kasvu oli nopeimmillaan 1970-luvulla, jolloin ne kymmenkertaistuivat n. 100 mrd. dollarista n. 1000 mrd. dollariin, ks. Pecchiolli (1983). Kansainvälisten järjestöjen ulkomaisten hallitusten myöntämien luottojen merkitys Suomen ulkomaisessa rahoituksessa väheni samalla nopeasti. ks. Laurila (1982 ja 1983).

Kiinteisiin valuuttakursseihin perustuvan kansainvälisen rahajärjestelmän romahdettua vuonna 1973 ja sen aiheuttama valuuttakurssiepävarmuus sekä korkea kansainvälinen korkotaso heikensivät tilapäisesti ulkomaisten luottojen saatavuutta. Tämä näkyi myös Suomen ulkomaisten velkojen ja saamisten supistumisena. Lisäksi öljykriisi ja viennin supistuminen heikensivät nopeasti vaihtotasetta ja ulkomaista maksuvalmiutta. Vuosikymmenen lopulla vienti kasvoi nopeasti suhteessa BKT:hen, ja kun samalla investointitoiminta tasaantui ulkomainen velkaantuminen aleni vuoden 1977 20 %:in huipputasolta ja ulkomaiset saamiset kasvoivat nopeasti.

Lähes koko 1970-luvun Suomen Pankki noudatti varsin liberaalia lupamenettelyä pitkän pääoman tuonnissa, lukuunottamatta vuosia 1976-78, jolloin pääomantuontiluvan saaminen oli vaikeaa. Kuitenkin varsinaiset muutokset pääomanliikkeiden säätelyssä jäivät vähäisiksi. Merkittävimmät muutokset valuuttamarkkinoilla 1970-luvulla olivat Suomen pankin siirtyminen valuuttakorjärjestelmään vuonna 1973 markan ulkoisen arvon määrittämisessä (ks. Åkerholm, 1987) ja valuuttojen termiini-

markkinoiden käynnistyminen vuonna 1971. Itse asiassa suomalaisilla pankeilla oli jo vuodesta 1958 oikeus tehdä valuuttojen termiinkauppoja asiakkaiden kanssa. Termiinimarkkinoille ei kuitenkaan ollut sanottavaa merkitystä pääsääntöisesti kiinteiden valuuttakurssien oloissa, ks. Nordman (1980), Oksanen (1981) ja Suvanto (1983).

Suomen Pankki osallistui termiinimarkkinoille vuodesta 1971 lähtien noteeraamalla dollarille termiinkurssit 1,2,3,6,9, ja 12 kuukauden sopimuksille. Vuonna 1974 Suomen Pankki lopetti 1 ja 2 kuukauden termiinisopimukset. Samana vuonna termiinkursseja alettiin noteerata myös ruplalle. Pankit saivat tehdä vapaasti termiinisopimuksia myös muille kuin Suomen Pankin noteeraamille periodeille. Lisäksi ne saivat kattaa sekä yritysasiakkaittensa että koti- ja ulkomaisten pankkien kanssa tekemänsä termiinkaupat vastakaupoin. Ulkomaisten luottojen käyttö termiiniostojen katteeksi oli pankeilta kielletty, koska haluttiin estää termiinimarkkinoiden aiheuttamat likviditeettivaikutukset kotimaassa. Sitä vastoin katetalletusten käyttö oli sallittua. Katetalletusten käyttö aiheuttaa pääoman vientiä ja heikentää valuuttavarantoa erityisesti silloin, kun valuuttaan kohdistuu devalvaatiopaineita.

Vuonna 1977 Suomen Pankki rajoitti osallistumistaan termiinimarkkinoilla lopettamalla pankkien ja ulkomaiden pankkien välisten termiinkauppojen kattamisen, ks. Oksanen (1978) ja (1981). Samalla estettiin lähes kokonaan ulkomaisten pankkien mahdollisuus ostaa markkoja termiinillä. Syynä rajoitukseen oli ilmeisti ulkomaisten pankkien korkoarbitraasi markalla, sillä termiinkurssit asetettiin enimmäkseen huomattavasti korkopariteetin yläpuolelle viejien houkuttelemiseksi markkinoille, ks. Nordman (1982). Rajoitus oli sikäli erikoinen, että se ei estänyt ulkomaisia pankkeja spekuloida markalla devalvaatio-odotusten vallitessa.

2.3 Säännöstelyn liberalisointi 1980-luvulla

Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymisen kolmannessa vaiheessa, joka ajoittuu 1980-luvulle kotimaan markkinat ja kansainvälinen toiminta laajenivat nopeasti. Ensimmäinen keskeinen muutos pääomanliikkeiden säätelyssä 1980-luvulla, joka on olennaisesti vaikuttanut lyhytaikaisiin pääomanliikkeisiin oli Suomen Pankin vetäytyminen termiinimarkkinoilta keväällä 1980. Samalla keskuspankki salli kateluottojen käytön pankkien valuuttapositiodien kattamisessa. Katetalletusten käyttöön oli sallittu jo aikaisemmin. (muutoksen taustoista ks. Nordman 1980). Termiinkurssien määräytyminen muuttui markkinapohjaiseksi aiemman hallinnollisen kurssien asetannan sijaan. Pankeille muutos merkitsi uutta likviditeetin lähdettä keskuspankkivelan rinnalle. Yrityksille ja ulkomaisille pankeille se merkitsi joustavan kanavan syntymistä koti- ja ulkomaisten korkoerojen hyödyntämiseen valuuttakurssiriskien kattamisen ohella. Ulkomaiset pankit ovatkin 1980-luvulla varsin aktiivisesti hyödyntäneet termiinimarkkinoita tehdessään arbitraasia markkakorkojen ja ulkomaisten korkojen välillä tai spekuloidessaan markan ulkoisella arvolla.

Termiinimarkkinoiden kehittymisen ansiosta Suomen rahamarkkinoille saatiin ensimmäistä kertaa markkinoilla määräytyvä lyhyen rahan markkakorko ns. "markan eurokorko tai termiinkorko". Termiinkorko määräytyy ulkomaisesta korosta ja termiinidiskontosta tai -preemiosta, joka antaa kurssiriskittömän markkatermiinikoron. Koska termiinkatelut olivat vaihtoehtoinen rahoituslähde pankkien keskuspankkivelalle, termiinihinnoittelun viitekorkona toimi pankkien keskuspankkivelan korko. Keskuspankkivelan käyttöä viitekorkona vaikeutti kuitenkin se, että päiväluottojen lisäkorko- ja korontausausjärjestelmä hämärsivät kulloistakin keskuspankkivelan

marginaalikorkoa ks. Saarinen (1986). Samoin keskuspankkivielan marginaalikorkoa ei voinut suoraan verrata maturiteetiltaan pitempiin ja kiinteäkorkoisiin termiinikorkoihin, joten termiinihinnoittelussa oli otettava huomioon myös odotukset tulevasta marginaalikoron kehityksestä.

Päivämarkkinoiden korontasausjärjestelyn lakkautus vuoden 1983 alussa ja lisäkorkoasteikkojen poistaminen keväällä selkiinnyttivät olennasesti virallisen päiväkoron viite- ja informaatioarvoa lyhyen rahan markkinoilla. Kun lisäksi Suomen Pankki salli pankkien taseeseen otetun markkinahintaisen ottolainauksen korkokustannusten osittaisen siirto-oikeuden antolainauskorkoihin, lyhyen rahan välittäminen ja hinnoittelu tehostui aiemmasta olennaisesti. Pankkien markkinarahan korkokartelli syksyllä 1983 kuitenkin rajoitti lyhyen rahan markkinoiden laajenemista ja lyhyen rahan tehokasta hinnoittelua.

Kun keskuspankki keväällä 1984 ulkomaisten pankkien avulla mursi korkokartellin korkoero päiväkoron, markkinakoron ja termiinikorkojen välillä kapeni tuntuvasti. Lisäksi, kun luottamus markan arvoon oli hyvä, aiheutui tästä ennennäkemättömän suuri pääomantuonti. Aiempiin vuosiin verrattuna kehittymättömät lyhyen rahan markkinat eivät antaneet sijaa niin suurelle ja joustavalle korkoarbitraasille, mitä jo vuoden 1984 lyhyen rahan markkinoiden kehitysvaiheessa voitiin tehdä.

Vuoden 1984 aikana valuutansäännöstelyä lievennettiin edelleen. Suomalaisten pankkien sallittiin perustaa ulkomaille sivukonttoreita ja pankeille annettiin entistä laajemmat oikeudet ulkomaiseen antolainaukseen ja kauppoihin ulkomaisilla arvopapereilla. Vakuutusyhtiöille annettiin myös oikeus ulkomaisiin sijoituksiin. Vuonna 1985 sen sijaan valuutansäännöstelyä kiristettiin hieman. Pörssinoteerattujen markkamääräisten joukkovelkakirjalainojen myynti ulkomaille kiellettiin sen läh-

dettyä nopeaan kasvuun. Syynä kieltoon oli kotimaisten rahamarkkinoiden kehittymättömyys. Lisäksi yritysten terminointioikeuksia täsmennettiin siirtymällä osittain ns. positioterminointiin. Positioterminointiin halukaille yrityksille sallittiin ainoastaan niiden kokonaisvaluuttaposiitiota pienentävät termiinkaupat, joka rajoitti spekulointimahdollisuuksia termiinimarkkinoiden välityksellä. Toisaalta näiden yritysten ei tarvinnut enää esittää transaktiokohtaista kaupallista taustaa terminoidessaan. Ulkomaiset pankit ovat sen sijaan voineet operoida termiinimarkkinoilla vapaasti. Olennaisin muutos pitkän pääoman tuonnin säätelyssä on yli 5 vuoden luottojen vapautuminen vuosina 1986-1988 rahoitussektoria lukuunottamatta.

3. Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen

3.1 Pääomanliikkeet 1980-luvulla

Vielä 1970-luvulla suurin osa ulkomaisen pääoman tuonnista perustui yksittäislupiin ja yleisluvilla pääomaa tuotiin verraten vähän. Vuosina 1975-1979 keskimäärin 70 % luvanvaraisesta pääoman tuonnista oli yksittäislupiin perustuvaa. 1980-luvulla tapahtunutta käyttäytymisen muutosta osoittaa se, että tämä osuus väheni 16 %:iin vuosina 1980-1984, vaikka pääomanliikkeiden säätelyssä ei tapahtunut oleellisia muutoksia, ks. Aurikko (1986) ja Hietalahti (1986). Vaikka pitkän pääoman tuonnin lupamenettely 1970-luvulla oli varsin liberaalia, keskuspankki olisi voinut jo silloin tukea heikkoa valuuttatavarantoa ja ulkomaista maksuvalmiutta sallimalla vapaammat pitkän pääoman liikkeet. Rakenne pääomanliikkeiden säätelyssä onkin säilynyt vielä 1980-luvulla varsin nurinkurisena. Pitkäaikaisia pääomanliikkeitä on säädelty melko tiukasti, muttei ulkomaankaupaan ja valuuttakurssiriskien poistamiseen liittyvää lyhytaikaista pääoman vientiä tai tuontia. Kuitenkin rahapolitiikan itsenäisyyden kannalta tehokkaampaa olisi säädellä korkoihin ja valuuttakursseihin herkästi reagoivia lyhytaikaisia pääomanliikkeitä, ks. Swoboda (1986). Esimerkiksi OECD-maissa 1960- ja 1970-luvulla pääomanliikkeiden säännöstelytoimenpiteillä oli selvät rahapolitiittiset tarkoitukset. Tämä näkyi siinä, että rajoitukset kohdistuivat lähes yksinomaan lyhyen aikavälin pääomanliikkeisiin, ks. Åkerholm (1986).

Suhteessa BKT:een Suomen ulkomaiset saamiset ja velat ovat 1980-luvulla kasvaneet jyrkästi. Vuosikymmenen alussa ulkomaiset saamiset suhteessa BKT:een olivat n. 19 % ja vuoden 1987 lopussa osuus oli jo vajaat 35 %.

Samanaikaisesti kuitenkin viennin osuus BKT:sta supistui runsaasta 30 %:sta n. 25 %:iin (ks. kuvio 1). Näyttäisi siltä, että 1980-luvulla pääomanliikkeiden kytkentä ulkomaankauppaan olisi hämärtyneessä ja vastaavasti puhtaasti finanssioperaatioihin liittyvä valuuttamääräinen liiketoiminta olisi selvästi lisääntynyt.

Jos kansainvälistymistä mitataan ulkomaisilla saamisilla suhteessa BKT:een, niin kansainvälisessä vertailussa Suomi sijoittuu vapaiden pääomanliikkeiden maiden joukossa Japanin ja USA:n edelle¹. Saksan liittotasavallalla ulkomaiset saamiset ovat jonkin verran suuremmat ja Englanti on omaa luokkaansa (ks. kuvio 2). Näihin suhteisiin vaikuttaa luonnollisesti pääomanliikkeiden vapauden lisäksi ulkomaankaupan merkitys taloudessa ja Englannin osalta sen asema keskeisenä finanssikeskukseksi. Vaikka Suomen ulkomainen nettovelka onkin viime vuosina lisääntynyt, niin samanaikaisesti ulkomaiset bruttosaamiset ovat kasvaneet selvästi nopeammin kuin BKT. Tähän ovat vaikuttaneet pankkien ulkomaisen toiminnan lisääntyminen, yritysten suorien sijoitusten voimakas kasvu ja korkoarbitraasin lisääntyminen, joka näkyy valuuttavarannon kasvuna.

Joustavien arbitraasimahdollisuuksien syntyminen lähinnä lyhyen rahan markkinoiden kehittymisen kautta on myös lisännyt olennaisesti pääomanliikkeiden herkkyyttä. Valuuttavarannon vaihtelut vientiin suhteutettuna olivat vuoteen 1984 saakka varsin rajalliset (ks. kuvio 5). Vuosien 1984-1987 aikana heilahtelut pääomanliikkeissä ja valuuttavarannossa moninkertaistuivat aiempiin vuosiin verrattuna. Myös kotimaisten markkinakorkojen ja korkoeron vaihtelut ovat 1980-luvulla olleet hyvin suuria (ks. kuviot 3 ja 4).

¹ Lähteenä luvuissa muiden kuin Suomen osalta ks. Fukao ja Hanazaki (1986).

Jos tarkastellaan lähemmin vuosien 1984-1987 pääomanliikkeitä, niin keskeisimmät varantoa heiluttaneet erät ovat vaihtotase, termiinimarkkinat, viennin ja tuonnin rahoitusluotot sekä pitkän pääoman tuonti (ks. kuviot 6 a-f ja kuviot 7 a-d). Vuoden 1984 "laajan valuuttavaranon" (vaihdeettava varanto ja Suomen Pankin termiinit) raju kasvu syntyi eri sektoreiden suhteellisen tasaisesta pääoman tuonnista, tasapainoisesta vaihtotaseesta ja ennenkaikkea vientiyritysten sekä ulkomaisten pankkien massiivisista terminoinneista. Suomen Pankki neutraloi kuitenkin termiini-interventioilla, yritysten ja ulkomaisten pankkien termiinien vaikutukset vaihdettavaan varantoon.

Vuosien 1985 ja 1986 pääoman vienti aiheutui lähinnä vaihtotaseen alijäämästä, yritysten ja ulkomaisten pankkien termiinien supistumisesta. Keskuspankki tuki varantoa antamalla termiinikauppojensa erääntyä. Vuoden 1987 pääoman tuonti syntyi jälleen kotimaisten yritysten ja ulkomaisten pankkien valuutan termiinimyyntien kateluotoista, viennin ja tuonnin rahoitusluotoista sekä pitkän pääoman tuonnista. Vuoteen 1984 verrattuna Suomen Pankki ei neutraloinut likviditeetin lisäystä termiini-interventioilla vaan avomarkkinaoperaatiolla kotimaan markkinoilla. Vuosien 1983-1988 aikana markan ulkoinen arvo Suomen Pankin valuuttaindeksillä mitattuna on myös myötäillyt valuuttaputken rajoissa valuuttavaranon vaihteluja (ks. kuva 6 f). Vuosien 1984-1987 pääomanliikkeissä on myös merkille pantavaa, että valtion ulkomaista lainanottoa ei koordinoitu rahapolitiikan kanssa. Näinä vuosina muutoinkin erityisen suurten pääomanliikkeiden lisäksi valtio omalta osaltaan voimisti pääomanliikkeiden ja siten myös talouden likviditeetin vaihteluja. Parempi koordinointi voi myös osoittaa vaikeaksi (mahdottomaksi) mikäli valtio pitää tiukasti kiinni tavoitteestaan minimoida lainanottonsa kustannuksia, ks. Nars (1988) ja Pohjola (1986).

3.2 Kansainvälistymisen vaikutukset kotimaan rahamarkkinoille

Vuoden 1986 devalvaatiospekulaatio ja sen aiheuttama korkea päiväluottokorko käynnisti varsin nopeasti kotimaisen rahamarkkinoiden "kehittämishojelman". Tavoitteena olivat lyhyen rahan markkinoiden syventäminen, siirtyminen päiväluottokoron "hallinnollisesta" markkinakorkojen ohjauksesta kysyntä- ja tarjonta mekanismiin, myös rahapolitiikan osalta (avomarkkinaoperaatiot). Lisäksi tavoitteena oli korkoriskien hallintamahdollisuuksien parantaminen.

Nämä tavoitteet ovat toteutuneet yllättävän nopeasti. Muutamassa vuodessa Suomeen saatiin instrumenttipohjaiset lyhyen rahan markkinat ja aiemmin dominoineen yön markkinarahan merkitys väheni. Osoituksena pankkien "uudesta" korkopolitiikasta antolainauksessa ovat erilaisiin viitekorkoihin sidotut luotot. Kun niiden määrä oli vuoden 1987 lopussa noin seitsemän prosenttia kaikista markkamääräisistä luotoista, niin kesällä 1988 uusista luotoista noin kolmasosa oli uusiin viitekorkoihin sidottuja.

Näiden muutosten ansiosta on syntynyt varsin yleinen (harha)luulo, että markkinarahan muuttuminen maturiteettiltaan pitemmäksi ja siirtyminen päiväkkorkopolitiikasta puhtaaseen markkinamekanismiin ja avomarkkinaoperaatioihin estäisi kokonaan markkinoiden häiriötilanteissa vuoden 1986 tyyppiset rajut korkoheilahtelut. Järjestelmä tasapainottuu nykyisellään korkomuutosten avulla, ja tämä merkitsee, että spekulatiivisissa tilanteissa varsinkin lyhyet korot reagoivat edelleen voimakkaasti. Tilanne on kuitenkin muuttunut vuoteen 1986 verrattuna sikäli, että lyhyiden korkojen merkitys rahoitusmarkkinoiden viitekorkona on vähentynyt, koska rahoituksesta

vain pieni osa on sidottuna lyhyisiin korkoihin. Lisäksi toimivilla rahamarkkinoilla odotukset ilmenevät koroissa paljon aikaisemmin kuin "hallinnollisilla" markkinoilla, ja korkojen muutokset voivat estää ajautumisen selviin spekulatiotilanteisiin.

Yhteenvetona raha- ja valuuttamarkkinoiden kehityksestä 1980-luvulla voidaan todeta:

- 1) Kotimaan lyhyen rahan markkinoiden synty ja laajeneminen on läheisesti sidoksissa pääomanliikkeiden kasvuun.
- 2) Kotimainen korkea korkotaso suhteessa ulkomaihin on nopeasti lisännyt volyymia lyhyen rahan markkinoilla.
- 3) Lyhyen rahan markkinoiden kehitys on lisännyt arbitraasimahdollisuuksia koti- ja ulkomaiden välillä, ja pääomanliikkeiden herkkyyys on sen seurauksena olennaisesti kasvanut.
- 4) Pääomanliikkeiden kytkentä ulkomaankauppaan on hämärtynyt säännöstelystä huolimatta. Korkoihin ja valuuttakursseihin liittyvien odotusten aiheuttamat puhtaat finanssioperaatiot ovat selvästi lisääntyneet.

4. Pankkien kansainvälistyminen

Suomen rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymisessä pankit ovat varsin keskeisellä sijalla, sillä noin kolme neljäsosaa kotimaisesta valuuttamääräisestä rahoituksesta kulkee pankkien kautta. Toisaalta pankkien valuuttamääräisten liiketoimien kasvu ei ole perustunut pelkästään kotimaahan välitetystä valuuttarahoituksesta. Itse asiassa ulkomaantoiminnoissa puhtaasti kansainväliset liiketoimet emopankin, tytärbankin tai ulkomaisten sivukonttorien välityksellä ovat kasvaneet kotimaahan välitettyä valuuttarahoitusta selvästi nopeammin.

Jos tarkastellaan liikepankkien² ulkomaantoimien kehitystä, niin 1960-luvulla ja varsin pitkälle 1970-luvulle ulkomaiset sekä kotimaiset valuuttamääräiset saamiset ja velat edustivat suhteellisen pientä osaa koko taseesta.

Selvästi nopeimmin valuuttamääräinen liiketoiminta on kasvanut vuosina 1980-1987 jolloin valuuttamääräiset velat reaalisesti nelinkertaistuivat (ks. kuva 8). Samalla valuuttamääräisten velkojen osuus koko taseesta on noussut yli 40 %:iin. Valuuttamääräinen liiketoiminta oli kuitenkin jo vuosikymmenen alussa varsin laajaa vastaten noin 25 %:sta taseen loppusummasta.

Vertaamalla pankkien ulkomaantoimien kasvua suhteessa kotimaantoimiin, havaitaan kuinka suuret kasvuerot ovat olleet etenkin 1980-luvulla (ks. kuva 9). Liikepankkien kotimainen markkamääräinen varainhankinta ilman markkinahintaista ottolainausta on 1960-luvun puolivälistä

² Luvut sisältävät myös Postipankki Oy:n, joka vuoden 1988 alusta lähtien muuttui liikepankiksi. Myös paikallispankeilla on jonkin verran valuuttamääräisiä eriä taseissaan, mutta niiden merkitys on vähäinen.

lähtien vaihdellut vajaasta 30 %:sta noin 35 %:iin BKT:sta.

Kotimaantoimien jyrkkä volyymikasvu 1980-luvulla on perustunut pääasiassa markkinahintaiseen varainhankintaan. Voidaan myös olettaa, että lyhyen rahan nopea volyymikasvu pankkien taseissa on ainakin osittain seurausta yritysten laajentuneesta finanssiarbitraasista koti- ja ulkomaan markkinoiden välillä. Ulkomaantoimien kasvu suhteessa BKT:een kasvuun on 1980-luvulla ollut todella nopeaa. Vielä 1980-luvun alussa liikepankkien ulkomaiset velat ja kotimaiset valuuttatalletukset olivat n. 10 % BKT:sta ja vuoden 1987 loppuun mennessä osuus oli noussut jo 35 %:iin. Nyt on tietysti mielenkiintoista kysyä mistä ja mihin tämä yli 130 mrd. markan ulkomainen ja kotimainen valuuttamääräinen varainhankinta on otettu ja käytetty.

Kotimaiset valuuttaluotot olivat vielä 1970-luvun puolivälissä keskeisin sijoituskohde, sillä noin kaksi kolmasosaa rahoituksesta käytettiin kotimaisiin valuuttaluottoihin ja loput pääasiassa ulkomaisiin interbanksijoituksiin (ks. kuviot 10 ja 11). Vuoden 1987 lopulla tilanne oli olennaisesti muuttunut. Kotimaisten valuuttaluottojen osuus oli supistunut noin kolmannekseen ja ulkomaisten interbanksijoitusten osuus oli pysynyt likimain ennallaan. Uusina sijoituskohteina olivat tulleet ulkomaiset valuuttaluotot, joukkovelkakirja-, osake- ja muut arvopaperisijoitukset sekä terminikaluotoilla rahoitetut markkasijoitukset. Pankkien ulkomaan toimintojen kasvun nopeudesta on osoituksena se, että ulkomaisten interbanksijoitusten ja luottojen volyymi oli vuonna 1985 kolmetoista kertaa suurempi kuin vuonna 1975. Vastaavana aikana kotimaisten valuuttaluottojen volyymi nelinkertaistui.

Näiden toimintojen laajenemisen taustalla on Suomen Pankin pääomanliikkeiden säätelyn lieventäminen 1980-luvulla. Ensinnäkin keväällä 1980 keskuspankki salli pankeille ulkomaisten kateluottojen käytön pankkien valuuttapositioiden kattamisessa. Vuonna 1982 pankit saivat rajoitetut oikeudet osallistua ulkomaisiin syndikoituihin lainajärjestelyihin. Tätä ennen pankit eivät voineet osallistua syndikoituihin lainoihin muuta kuin tytärankkiansa välityksellä. Osittain tämä on ollut suomalaisten pankkien onni, sillä näin välttyttiin kehitysmaaluottojen aiheuttamilta ongelmilta. Toisaalta kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden arvopaperistuminen on 1980-luvun aikana nopeasti supistanut syndikoitujen lainojen käyttöä ja lainajärjestelyissä on siirrytty pääasiassa jälkimarkkinakelpoisiin instrumentteihin. Syksyn 1987 pörssiromahdus kuitenkin hidasti arvopaperistumista ja vuoden 1988 aikana syndikoidut lainamarkkinat ovat jonkin verran elpyneet. Kolmanneksi pankit saivat vuonna 1984 laajemmat oikeudet ulkomaiseen antolainaukseen ja kauppoihin ulkomaisilla arvopapereilla.

Liikepankkien luotonannossa on samalla ajanjaksolla tapahtunut melko huomattavia muutoksia. Yritysten markkaluotot olivat vielä 1970-luvun puolivälissä selvästi suurin luotonannon kohde. Sen osuus liikepankkien luotonannosta oli n. 60 %, luotonanto kotitalouksille vastasi n. 25 %:sta ja kotimaisten valuuttaluottojen osuus oli vain n. 15 % (ks. kuviot 12 ja 13). Vuoden 1987 lopulla yritysten markkaluottojen osuus oli pienentynyt n. 30 %:iin. Samalla kotimaahan ja ulkomaille myönnettyjen valuuttaluottojen yhteenlaskettu osuus luotonannosta oli noussut suurimmaksi vajaaseen 40 %:iin, n. 55 mrd. markkaan.

Liikepankkien ulkomaantoimien nopea kasvu on perustunut ennenkaikkea kansainvälisten pääomamarkkinoiden, lähinnä euromarkkinoiden kasvuun. Ulkomaisista veloista 1980-luvun alussa selvästi merkittävin varainhankinnan lähde

oli ulkomaisten pankkien eurotalletukset liikepankkeihin.

Varainhankinta on kuitenkin olennaisesti monipuolistunut 1980-luvun aikana kun mm. ulkomailla liikkeeseen laske-
tut joukkovelkakirjalainat ovat vuosina 1982-1987 kasva-
neet 2,0 mrd. markasta 15 mrd. markkaan. Samalla liike-
pankkien CP-ohjelmien (commercial paper) käyttö on
nopeasti lisääntynyt. Liikepankkien yhteenlasketut CP-
ohjelmat ovat kasvaneet vuoden 1982 2 mrd. markasta
vajaaseen 30 mrd. markkaan vuoden 1987 loppuun mennessä
(ks. kuvio 16). Tästä kehityksestä huolimatta ulkomaais-
ten pankkien tekemillä eurotalletuksilla on edelleen
keskeinen sija valuuttamääräisessä varainhankinnassa.

Suomen Pankin sallittua pankkien sivukonttoreiden perus-
tamisen ulkomaille niiden merkitys liikepankkien kan-
sainvälisessä toiminnassa on nopeasti laajentunut³.
Vuosien 1984-1987 aikana liikepankit perustivat kaikki-
aan kuusi sivukonttoria ulkomaille ja vuoden 1987 lop-
puun mennessä niiden taseiden yhteenlaskettu loppusumma
oli jo yli 45 mrd. markkaa, joka vastasi yli 15 %:sta
liikepankkien taseiden loppusummasta (ks. kuviot 14 ja
15). Itse asiassa vuosien 1984-1987 aikana sivukonttorit
ovat vastanneet kokonaan valuuttamääräisten erien osuu-
den kasvusta liikepankkien taseessa.

Ilman sivukonttoreita emopankin valuuttamääräiset erät
suhteessa taseen loppusummaan ovat samalla ajanjaksolla
jonkin verran supistuneet. Sivukonttoreiden selvänä
etuna ulkomaisiin tytärbankkeihin verrattuna, joita
pankeilla on ollut 1970-luvun puolivälistä lähtien, on
se, että sivukonttorin perustaminen ulkomaille ei yleensä
vaadi osakepääoman sijoitusta ulkomaille, sillä

³ Suomalaispankkien etabloitumisesta ulkomaille
ks. Suomen Pankkiyhdistys (1985 ja 1987), Laakso (1980,
1984) sekä Laakso ja Pauli (1986).

sivukonttorin edellyttämä vakavaraisuusvaatimus tulee
useassa maassa täytetyksi emopankin omalla pääomalla.
Taseen loppusummalla mitattuna liikepankkien sivukontto-
rit ovat nopeasti kasvaneet samalle tasolle ja hieman
suuremmiksi kuin tytärbankit. Osaltaan pankkien ulkomai-
sen toiminnan kasvuun ovat vaikuttaneet kotimainen
leimavero ja kassavarantovelvoite, joiden takia osa
toiminnasta kannattaa hoitaa ulkomailta, ks. Jokinen
(1988).

5. Yritysten kansainvälistyminen

Tavallisin ja yleensä yrityksille ensimmäinen kansainvälistymisen muoto on ulkomaankauppa. Kansainvälisten kaupan esteiden vähennettyä 1960- ja 1970-luvuilla yhä useammat suomalaiset yritykset ovat pystyneet aikaisempaa helpommin suuntaamaan osan tuotannostaan ulkomaisille markkinoille. Kahdessakymmenessä vuodessa 1960-luvun puolivälistä lähtien viennin suhteellinen osuus bruttokansantuotteesta on kasvanut 17:stä prosentista 25:een prosenttiin. Ulkomaisten markkinoiden kysyntä on siten mahdollistanut monen yrityksen jatkuvan kasvun. Toisaalta myös yhä useampi yritys on joutunut tehostamaan tuotantoaan ulkomaisen tuonnin puristuksessa.

Kun vielä vuonna 1965 teollisuustuotannosta vietiin ulkomaille vain 25 %, niin kaksikymmentä vuotta myöhemmin viennin osuus oli jo runsaat 35 %. Metalliteollisuudessa viennin osuus tuotannosta on kasvanut voimakkaasti. Osaltaan tähän on vaikuttanut öljyn hinnan kohoaminen 1970-luvulla ja siihen liittyen metalliteollisuuden idänviennin lisääntyminen. Metsäteollisuus sitä vastoin vei vuonna 1985 selvästi pienemmän osuuden tuotannostaan kuin kaksikymmentä vuotta aikaisemmin (kuvio 17). Tämä johtuu ainakin osaksi siitä, että metsäteollisuudessa vientihinnat ovat nousseet selvästi hitaammin kuin tuotantokustannukset.

Ulkomaan kaupan lisääntymiseen liittyy kiinteästi yritysten toinen kansainvälistymisen muoto, pitkäaikaisten ulkomaisten valuuttaluottojen käyttö investointien rahoituksessa. Vaikka nämä luotot olivat vuoden 1986 elokuuhun asti kokonaan määrällisen säätelyn alaisia, niin jo vuonna 1970 niiden määrä oli yli 40 prosenttia sen vuoden viennistä. Siitä huolimatta, että 1970-luvun alussa vienti lisääntyi voimakkaasti (sekä hinnat että

määrät), ulkomaisten luottojen määrän suhteellinen osuusviennistä lisääntyi voimakkaasti. Syynä silloiseen kehitykseen olivat runsaat investoinnit energiatalouteen ja metallien perusteellisuuteen, joiden rahoittamiseksi ulkomaiset luotot olivat välttämättömiä. Vuoteen 1980 mennessä ulkomaisten luottojen ja viennin suhde oli palautunut vuoden 1970 tasolle, josta se on kasvanut tasaisesti. Vuoden 1987 lopulla yrityksillä oli pitkäaikaisia ulkomaisia valuuttamääräisiä luottoja noin 53 mrd. markkaa eli noin 63 % tavaraviennin arvosta ja noin 30 mrd. markkaa enemmän kuin vuonna 1980.

Yritysten viime vuosien pitkäaikaisen valuuttamääräisen velkaantumisen kasvuun on osoitettavissa kaksi selvää syytä. Valuutansäännöstelyn lieventäminen laajensi vuosina 1986 ja 1987 pitkäaikaista ulkomaista luottoa käyttävien yritysten määrää erittäin runsaasti. Vuoden 1987 lopussa ns. viiden vuoden luottoja oli yrityksillä runsaan 13 mrd. markan arvosta. Toinen ulkomaisia luottoja kasvattava tekijä on ulkomailta rahoitettujen suorien sijoitusten lisääntyminen, ts. myös ulkomaiset saatavat ovat kasvaneet luotonoton myötä.

Valuuttamääräisten luottojen lisäksi yritykset hankkivat vuosien 1984 ja 1985 aikana ulkomailta markkamääräistä rahoitusta useiden miljardien arvosta. Tämä tapahtui laskemalla liikkeelle Helsingin Arvopaperipörssissä noteerattuja joukkovelkakirjalainoja, joita ulkomaalaiset merkitsivät. Usein lainat oli jopa suunnattu suoraan ulkomaalaisille, joita kiinnosti ennen kaikkea Suomen korkea korkotaso. Suomen Pankki kielsi markkamääräisten joukkovelkakirjojen myynnin ulkomaalaisille kesäkuussa 1985.

Suomalaisten yritysten pysyvät sijoitukset tytä- ja osakkuusyrityksiin ulkomaille ovat lisääntyneet viime vuosina voimakkaasti. Tähän on osaltaan vaikuttanut yritysten kansainvälistyminen maailmanlaajuisesti.

Suomalaiset yritykset eivät ole jättäytyneet kehityksen ulkopuolelle pyrkiessään säilyttämään kilpailukykynsä kansainvälisillä markkinoilla. Lisäksi yhdentyvä Eurooppa on viime vuosina lisännyt yritysten kansainvälistymistä. Ulkomaalaisten pysyvät sijoitukset Suomeen ovat olleet verrattain vakaat jo vuosia.

Suomalaisten yritysten suorat sijoitukset (omana pääomana tai osakasluottona tehty pysyvä sijoitus) ulkomaille ovat tämän vuosikymmenen aikana lisääntyneet selvästi. Kun vuonna 1980 sijoitukset olivat vajaat 0.5 mrd. markkaa, vuonna 1987 ne olivat jo noin 3.8 mrd. markkaa (kuvio 18). Vuoden 1988 kuuden ensimmäisen kuukauden aikana sijoitukset ulkomaille olivat suunnilleen yhtä suuret kuin koko viime vuonna yhteensä. Kaikkiaan tällaisten sijoitusten kumuloitunut nettoarvo oli vuoden 1987 lopussa 16.7 mrd. markkaa. Suomalaisomisteisten teollisuusyritysten liikevaihto ulkomailla oli vuonna 1986 vajaat 40 mrd. markkaa ja ne työllistivät yhteensä noin 60 000 henkilöä. Kansainvälistymisen nopeutta osoittaa se, että sekä liikevaihdon että työllisten määrän kasvu oli viidennes edellisestä vuodesta.

Kansainvälinen vertailu kuitenkin osoittaa, ettei suomalaisten yritysten kansainvälistyminen ole ollut juurikaan nopeampaa kuin muissa teollisuusmaissa (kuvio 19). Sitä paitsi monien maiden kansainvälistyminen on alkanut huomattavasti aikaisemmin kuin Suomen. Siten sijoitushetken arvoon (hintatasoon) perustuva kuvio yliarvioi suomalaisten yritysten kansainvälistymistä.

Toisena esimerkkinä kehityksestä voidaan todeta, että ruotsalaisten yritysten suorat sijoitukset ulkomaille olivat vuosina 1985-87 yhteensä yli 35 mrd. markkaa. Vastaavana aikana suorat sijoitukset Suomesta ulkomaille olivat vajaat 10 mrd. markkaa.

Viime vuosina sijoitukset ovat suuntautuneet enenevässä määrin Euroopan yhteisön alueelle. Sitä vastoin kiinnostus Pohjois-amerikkalaisiin sijoituksiin on ollut vähenevässä (taulukko). Syynä ilmeisesti on vuonna 1985 julkaistu Euroopan yhteisön sisäisten markkinoiden toteutusohjelma ("valkoinen kirja"), jonka mukaan EY-maiden tavaroiden, palvelujen ja pääomien liikkuminen on vapaata yhteisön sisällä vuoden 1992 loppuun mennessä. Odotettavissa on, että yritysten kansainvälistyminen jatkuu edelleen jos maailmantalouden integroituminen lisääntyy.

Taulukko. Suomalaisten yritysten suorat sijoitukset (mmk) yhteensä maaryhmittäin vuosina 1982-87 ja ulkomailla toimivien yritysten lukumäärä vuoden 1987 lopussa.

Maaryhmä	Sijoitukset		Yritysten lkm.
	1982-84	1985-87	31.12.87
EFTA-maat	1 752	2 780	709
- Ruotsi	1 136	2 202	454
EY-maat	1 682	4 528	888
Pohj.Amerikka	1 181	1 467	335
KAIKKI YHT.	5 055	9 503	2 240

Ulkomaalaisten suorat sijoitukset Suomeen ovat pysyneet verrattain vakaina jo vuosia. Vuonna 1987 sijoitusten nettoarvo oli noin 0.4 mrd. markkaa. Edellisvuoden poikkeuksellisuus johtuu suurelta osalta yhdestä suuresta yrityskaupasta (Strömbergin myynti). Kaikkiaan ulkomalaiset ovat sijoittaneet vuosien kuluessa nettomääräisesti 5.3 mrd. markkaa. Suomessa toimi viime vuoden lopussa kaikkiaan 1 524 ulkomaisomisteista yhtiötä eli noin kolmannes vähemmän kuin suomalaisia yhtiöitä oli toiminnassa ulkomailla.

Yritysten kansainvälistymisestä osoituksena ovat olleet myös osakeannit, jotka ovat tapahtuneet ulkomaisissa pörsseissä tai Helsingin Arvopaperipörssissä. Laskemalla liikkeelle vapaita osakkeita Helsingin Arvopaperipörssin kautta yritykset ovat hankkineet ulkomaista riskipääomaa viime vuosina verrattain runsaasti. Toisaalta ulkomaille suunnatut osakeannit muodostuivat Suomen osakemarkkinoiden kokoon nähden melko mittaviksi vuosina 1983 ja 1984, jolloin niiden yhteismäärä oli 1.1 mrd.markkaa. Kuitenkin suomalaisten yritysten tuntemattomuus ja osakemarkkinoiden kehittymättömyys Suomessa aiheuttivat varovaisuutta ulkomaisissa sijoittajissa, joten riskipääoman hankkiminen suunnatuilla osakeanneilla ei osoittautunut ongelmattomaksi. Tämä näkyi näiden kasvuvuosien jälkeisinä osakeantien määrinä, jotka vuosina 1985-86 jäivät 0.5 mrd.markkaan.

Suomalaisten - niin yritysten kuin yksityisten henkilöiden - portfolioinvestoinnit (sijoitukset arvopapereihin) ulkomaille ovat olleet perinteisesti luvanvaraisia. Vuoden 1986 alusta lähtien ne ovat olleet rajoitetusti sallittuja, ja vuoden 1988 elokuun alusta lähtien rajaa nostettiin 300 000 markkaan henkilöä kohti. Ulkomaisten julkisesti noteerattujen arvopapereiden lisäksi lukuun sisältyvät myös muun irtaimen omaisuuden hankinta. Yrityksillä on kuitenkin erityislupien perusteella mahdollisuus suurempiinkin portfolioinvestointeihin. Toistaiseksi portfolioinvestoinnit ulkomaille ovat jääneet varsin vähäisiksi, sillä vuoden 1987 loppuun mennessä tällaisia sijoituksia oli tehty vain muutaman kymmenen miljoonan markan arvosta.

Yhteensä ulkomaalaisten hallussa oli vuoden 1986 lopussa markkamääräisiä arvopapereita sen hetkisten hintojen mukaan noin 7 mrd. markan arvosta. Suomalaisten yritysten ulkomaille myytyjen osakkeiden määrä lisääntyi vuonna 1987 hieman edellisestä vuodesta. Kuitenkin samanaikaisesti takaisinostot ulkomailta lisääntyivät

niin paljon, että ulkomailta asuvien hallussa oli vuoden 1987 lopussa suomalaisia osakkeita noin 0.9 mrd. markan arvosta vähemmän kuin vuotta aikaisemmin. Joukkovelkakirjalainoja palautui ulkomailta takaisin Suomeen nettomääräisesti noin 0.8 mrd. markalla. Lokakuun 1987 pörssikriisin vaikutus takaisinostoihin oli varsin selvä, sillä vuoden viimeisen neljänneksen aikana arvopapereita palautui Suomeen noin miljardin markan arvosta.

6. Lopuksi

Suomen kytkeytyminen kansainvälisiin raha- ja pääoma-markkinoihin on tapahtunut 1980-luvulla varsin ripeästi. Keskeisinä syinä tähän ovat kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kehittymien ja tietyiltä osin valuutansäännöstelyn purkaminen. Aikaisemmin esimerkiksi pankkien ulkomainen toiminta liittyi pääasiassa kotimaisten valuuttaluottojen välittämiseen, mutta nykyään ulkomainen luotonanto, interbank-sijoitukset ja arvopaperisijoitukset ovat yksi keskeinen erä pankkien taseissa. Kehityksen taustalla on Suomen Pankin aikaisempaa liberaalimpi suhtautuminen pankkien ulkomaiseen toimintaan. Käytännössä pankkien kansainvälistä toimintaa rajoittavat enää ainostaan markan käytön vähäisyys ulkomailla ja se, etteivät pankit saa rahoittamaan markkamääräistä luotonantoa valuutoilla (valuuttapositiot). Yrityksillä rajoituksina ovat portfoliosijoitusten luvanvaraisuus, kieltä ottaa markkamääräisiä luottoja ulkomailta, lyhytaikaisten luottojen kytkentä ulkomaankauppaan ja monien transaktioiden kohdalla kotimaisten valuuttapankkien suosituimmuusasema. Ylipäänsä markan käyttö kansainvälisessä toiminnassa on kiellettyä sekä pankeilta että yrityksiltä. Poikkeuksena ovat kotimaisten yritysten vapaat osakkeet, erityisluvut markkamääräisiin ulkomaille suunnattuihin joukkovelkakirjalainoihin, markkatermiinit ja -optiot kotimaisten ja ulkomaisten pankkien välillä sekä markan käyttö laskutusvaluuttana ulkomaankaupassa.

LÄHTEET

AIRIKKALA, R. ja SUKSELAINEN, T. (1976). Suomen maksutaseen kehityslinjat vuosina 1950-1974. Suomen Pankki A:41

AURIKKO, E. (1986). The increased internationalization of Finnish financial markets. Bank of Finland Monthly Bulletin, Special issue.

FUKAO, M. ja HANAZAKI, M. (1986). Internationalisation of financial markets: some implications for macroeconomic policy and for the allocation of capital. OECD Department of Economics and Statistics, Working Papers No. 37.

HIETALAHTI, J. (1986) Pääomaliikkeiden rakenteellisista muutoksista ja säätelyjärjestelmän yleispiirteistä 1975-1984. Suomen Pankki VP 4/86.

JOKINEN, H. (1988). Pääomanliikkeiden kustannuksiin vaikuttavat säädökset. Suomen Pankin keskustelualoitteita 7/88.

KUOSMANEN, H. (1982). Structural changes in investment and the capital stock. Bank of Finland Monthly Bulletin December.

LAAKSO, J. (1980). Finnish banks abroad. Bank of Finland Monthly Bulletin April.

LAAKSO, J. (1984). The internationalization of Finnish banking operations. Bank of Finland Monthly Bulletin October.

LAAKSO, J. ja PAULI, R. (1986). The internationalization of banking. Bank of Finland Monthly Bulletin, Special issue.

LAURILA, J. (1982). Ulkomaiset pääomanliikkeet 1970-luvulla. Suomen Pankki A:54.

LAURILA, J. (1983). Foreign capital movements and their monitoring in Finland during the 1970s. Bank of Finland Monthly Bulletin April.

NARS, K. (1988). Valtion rooli rahoituskentässä. Yhteen-veto esitelmästä FISTECin seminaarissa "Suomen rahamarkkinat tänään, huomenna".

NORDMAN, T. (1980). Forward exchange markets in Finland. Bank of Finland Monthly Bulletin April.

NORDMAN, T. (1982). Termiinimarkkinoiden toiminnasta ja tavoitteista. Suomen Pankin valuuttapolitiikan osaston keskustelualoitteita VP 7/82.

NYBERG, P. (1987). Exchange control in Finland - aims, development and present system. Bank of Finland Monthly Bulletin August.

OKSANEN, H. (1978). Devalvaatio-odotukset ja valuuttojen termiinimarkkinat Suomessa. TTT Tutkimuksia 6.

OKSANEN, H. (1981). Valuuttakurssiriskien hallinta suomalaisissa yrityksissä. TTT Tutkimuksia 10.

PECCHIOILLI, R.M. (1983). The internationalisation of banking. OECD Trends in Banking in OECD Countries.

PEURA, T. (1988). Trends in the Finnish current account in the 1980s. Bank of Finland Monthly Bulletin March.

POHJOLA, J. (1986). Lyhyen rahan markkinoiden kehitysnäkymistä Suomessa, KAK nro 1.

SAARINEN, V. (1986). Liikepankkien keskuspankkirahoituksen määrä ja kustannukset 1950-1984. Suomen Pankki A:63.

Suomen rahoitusmarkkinat (1985), Suomen Pankkiyhdistys, Helsinki.

Suomen rahoitusmarkkinat (1987), Suomen Pankkiyhdistys, Helsinki.

SUVANTO, A. (1983). Valuuttakauppa ja ulkomaisen rahoituksen välitys suomalaisten pankkien toiminnassa. ETLA B 36.

SWOBODA, A. (1986). Suomen rahoitusmarkkinoiden muutokset ja niiden vaikutukset keskuspankkipolitiikkaan. Suomen Pankki A:62.

TARKKA, J. (1988). Kahlitun rahan aika: Suomen rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn vuosikymmenet. Teoksessa: S. Honkapohja ja A. Suvanto (toim.) Raha, inflaatio ja talouspolitiikka, Helsinki.

ÅKERHOLM, J. (1986). Valuutansäännöstelystä OECD-alueella, KAK nro 1.

ÅKERHOLM, J. (1987). Fixed exchange rate policy in Finland.

LIITE 1

VALUUTANSÄÄNNÖSTELY SUOMESSA

- 1939 Yleinen valuutansäännöstely
- 1958 Lyhytaikaisten vientiluottojen osittainen vapautuminen.
- 1959 Lyhytaikaisten tuontiluottojen osittainen vapautuminen
- 1960 Uusi valuuttalainsäädäntö. Helpotuksia ulkomaisten maksujen suorittamiseen.
- 1961 Luovutusvelvollisuus (nykyinen kotiuttamisvelvollisuus) rajoitettiin vientituloihin, kiinteän omaisuuden ja arvopapereiden myyntiin.
- 1962 Lisenssivapaan tuonnin arvo 80 % tavaratuonnista.
- 1968 Ilman erillislupaa enintään 6 kk:n tuontiluotot sallittuja.
- 1970 Suomen Pankki rajoitti pankkien mahdollisuuksia ottaa ulkomaisia luottoja ja talletuksia.
- 1971 Suomen Pankki aloitti dollarin termiinimarkkinat. Pankit saattoivat kattaa sekä yritysasiakkaittensa että ulkomaisten pankkien kanssa tehdyt termiini-kaupat. Katetalletusten käyttö oli sallittua, mutta kateluottojen käyttö oli kielletty.

- 1973 Uusi valuuttalainsäädäntö. Luovutusvelvollisuuden tilalle kotiuttamisvelvollisuus, joka mahdollisti valuuttatulojen pitämisen valuuttatileillä kotimaisissa pankeissa.
- 1974 Suomen Pankki ryhtyi noteeraamaan termiinikursseja myös ruplalle.
- 1976 Suomalaisille pankeille oikeus perustaa ulkomaisia tytärbankkeja.
- 1977 Suomen Pankki lopetti pankkien ja ulkomaisten pankkien välisten termiinkauppojen kattamisen.
- 1980 Suomen Pankki lopetti termiinikurssin määrittämisen dollarille ja dollarimääräisten termiinisopimusten tekemisen valuuttapankkien kanssa. Kateluottojen käyttö pankkien valuuttapositioden kattamisessa sallittiin.
- 1981 Terminointioikeutta laajennettiin yritysten kotimaisten valuuttaluottojen kattamiseen termiinos-toilla.
- 1982 Ulkomaiset pankit Suomeen. Pankeille rajoitetut oikeudet osallistua ulkomai-siin syndikoituihin luottoihin.
- 1983 Ruplatermiinit lopetettiin. Suomalaiset pankit futuurimarkkinoille.
- 1984 Suomalaisten pankkien ulkomaisten sivukonttoreiden perustaminen sallittiin. Vakuutusyhtiöille oikeus ulkomaisiin sijoituksiin. Pankeille entistä laajemmat oikeudet ulkomaiseen antolainaukseen ja kauppoihin ulkomaisilla arvopa-pereilla.

- 1985 Fennoluottojen käyttöoikeuden kiristäminen. Määräisten joukkovelkakirjalainojen myyntikielto ulkomaille.
Terminointioikeuksien kiristäminen; positioterminointi.
Valuuttaoptioiden välitysoikeus.
Suomalaisten pankkien omistusoikeutta ulkomaisissa luotto- tai rahoituslaitoksissa nostettiin 40 %:iin.
- 1986 Pitkäaikaisten vientisaamisten rahoitusmahdollisuudet ulkomaisella luotolla. Luottoja myös omissa nimissä.
Tuontiluottojen yläraja poistettiin.
Fennoluotot kiellettiin.
Rajoitetut oikeudet yksityishenkilöiden ja yritysten ulkomaisiin portfoliosijoituksiin.
Teollisuuden ja varuastamotoiminnan yli 5 vuoden valuuttaluottojen vapauttaminen.
- 1987 Yli 5 vuoden valuuttaluottojen laajennus palvelusektorille.
Alle 30 milj. mk. suorien sijoitusten vapautuminen.
- 1988 Novaluottojen kielto.
Yli 5 vuoden valuuttaluottojen laajennus kuntasektorille.
Suorien sijoitusten vapautuminen.
Oikeutta ulkomaisiin portfoliosijoituksiin laajennettiin.

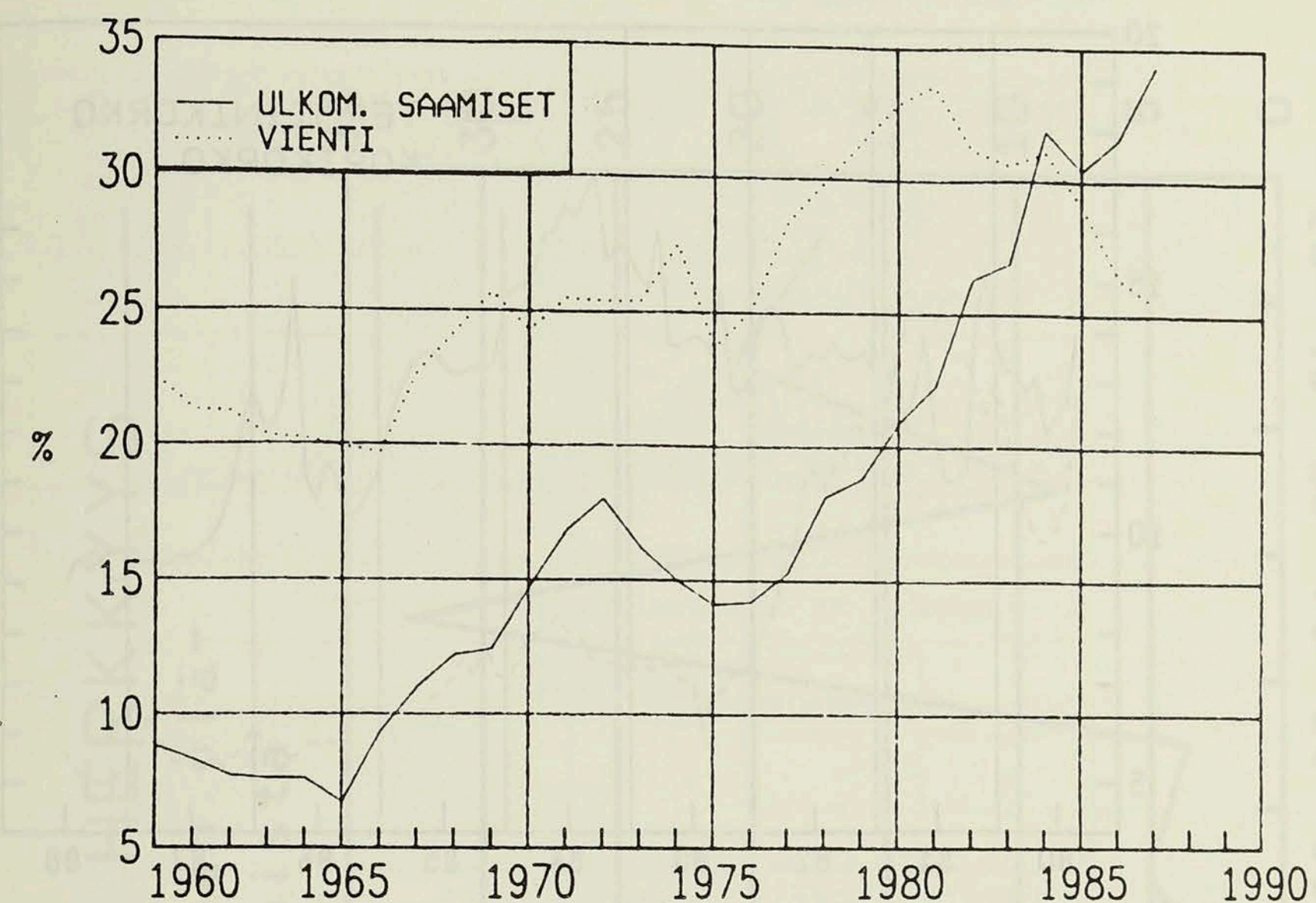
LIITE 2

Säännöstelyn keskeiset vaiheet kotimaan markkinoilla:

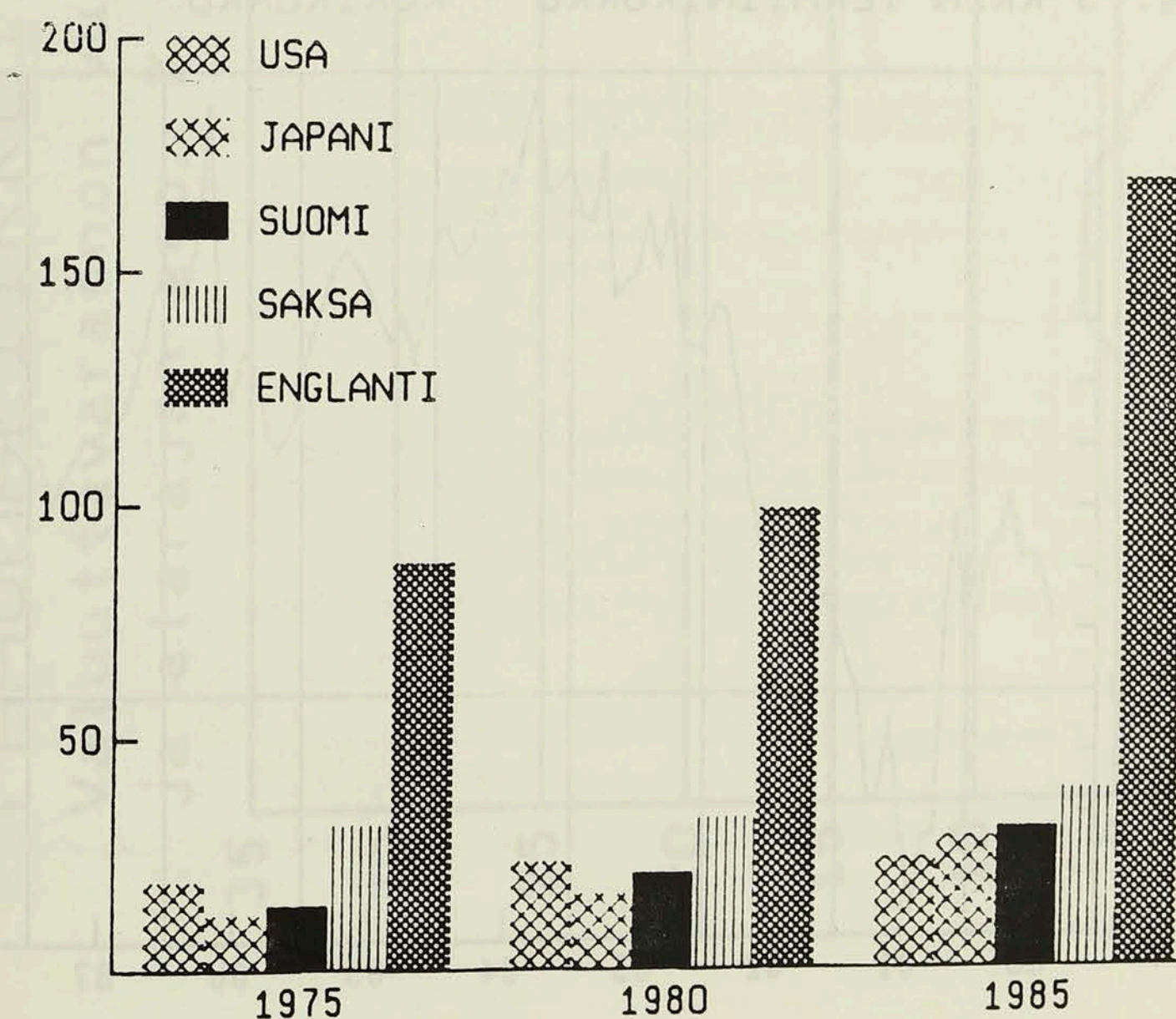
- 1931 Pankkien talletuskorkokartelli Suomen Pankin aloitteesta.
- 1942 Emissiokontrolli, valtiota lukuunottamatta obligatioita saa laskea liikkeelle vain valtioneuvoston luvalla.
- 1943 Valtion obligaatioiden ja talletusten osittainen verovapaus.
- 1953 Antolainauskorkojen säännöstely.
- 1956 Täydellinen verovapaus tavallisille pankkitalletuksille.
- 1970 Joukkovelkakirjalaina laki.
- 1975 Suomen Pankin päiväluottomarkkinoiden avaaminen.
- 1979 Pankkien kassavarntotalletusvelvoite.
Antolainauskorkojen säännöstelyn kiristyminen.
- 1980 Omaisuustulovähennys.
- 1982 Pankeille sijoitustodistusluvat.
- 1983 Päiväluottomarkkinoiden korontasausjärjestelyn lakkautus.
Päiväluottojen lisäkorkojärjestelmän lakkautus.
Antolainauskorkojen säännöstelyn lieventäminen.

- 1984 Ulkomaisille pankeille samat oikeudet päivämarkkinoilla kuin liikepankeilla.
- 1986 Päiväluotto- ja päivätalletuskoron eriyttäminen. Antolainauksen keskikorkosäännöstelyn päättyminen.
- 1987 Sijoitustodistukset pois kassavarantovelvoitteesta Helibor-viitekorko. Suomen Pankin avomarkkinaoperaatiot.
- 1988 Pitkät viitekorot. Suomen Pankki vapautti alle 5 vuoden joukkovelkakirjalainat emissiokontrollista.

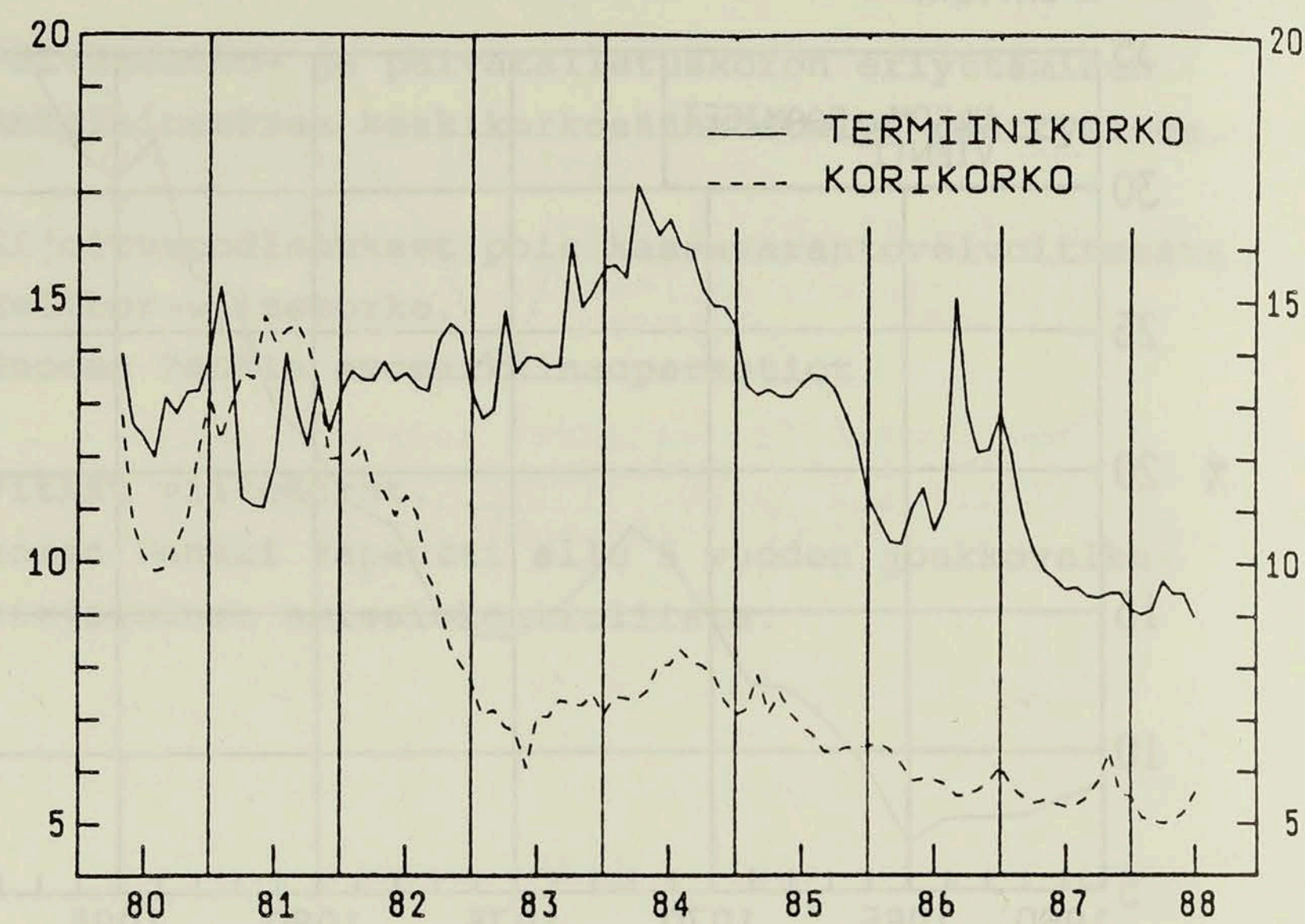
KUVIO 1. SUOMEN ULKOMAISET SAAMISET JA VIENTI
% BKT:STA



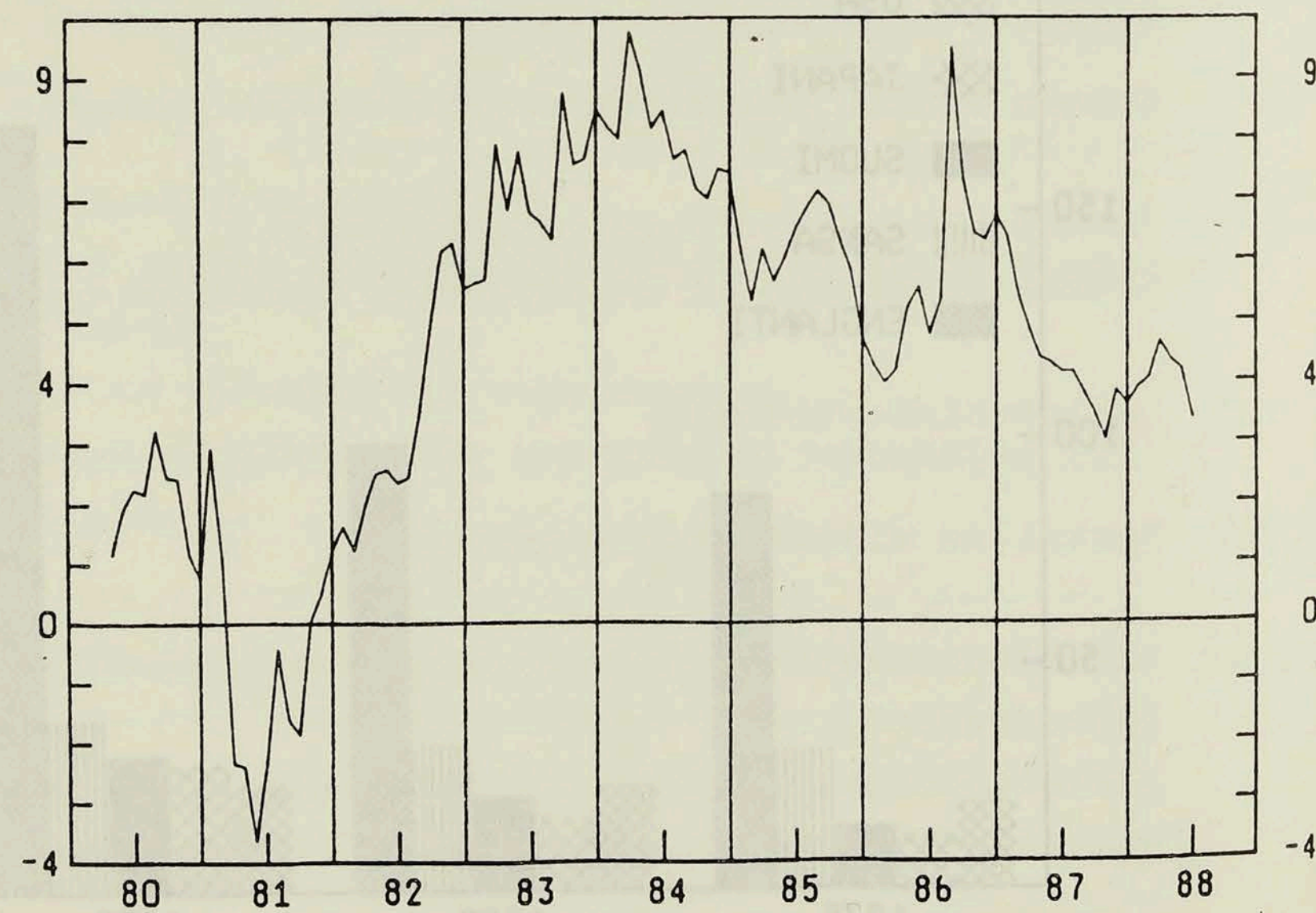
KUVIO 2. ULKOMAISET SAATAVAT % BKT:STA



KUVIO 3. 3 KK:N TERMIINIKORKO JA KORIKORKO

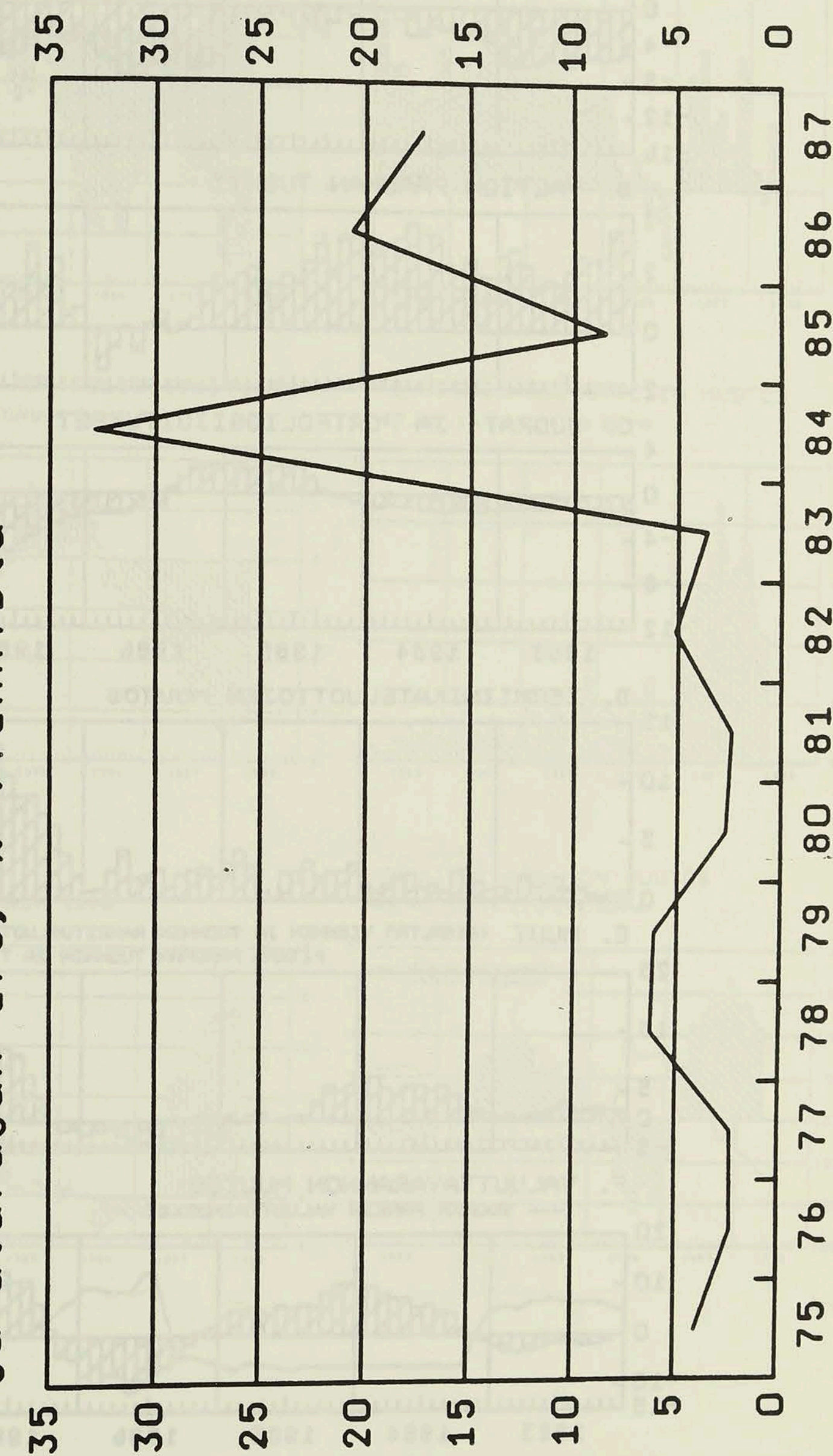


KUVIO 4. 3 KK:N TERMIINIKORKO - KORIKORKO



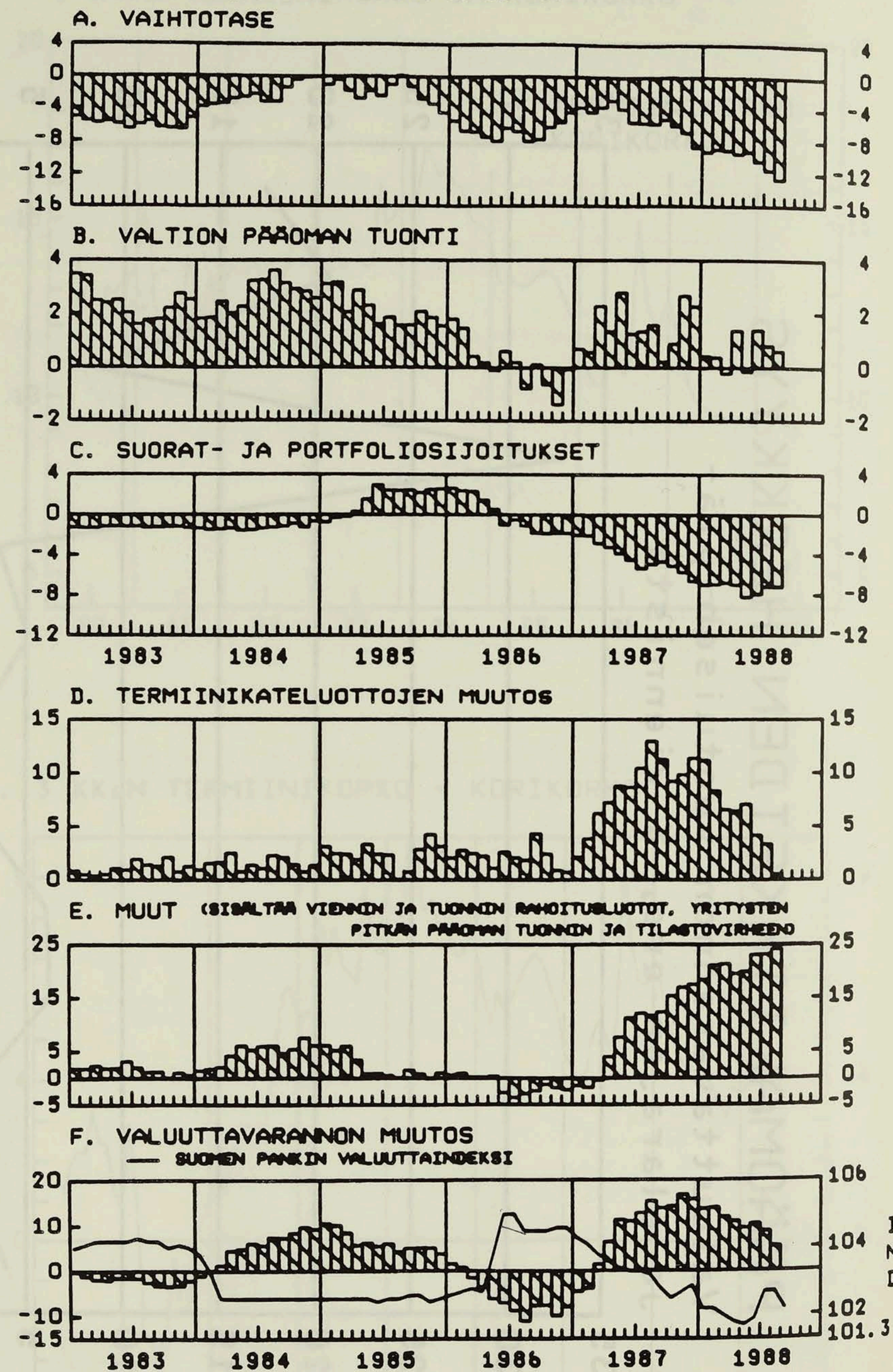
KUVIO 5.

PÄÄOMALIIKKEIDEN HERKKYYS
Valuuttavarannon vuotuisen ylä-
ja alarajan ero, % viennistä



KUVIO 6. MAKSUTASE

MRD MK, 12 KK LIUKUVA SUMMA

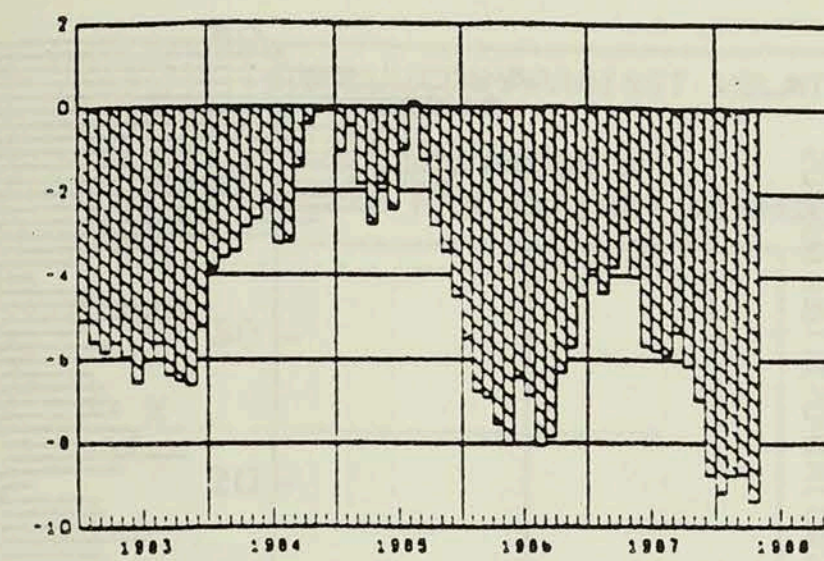


$$F = A+B+C+D+E$$

KUVIOT 6. a-f

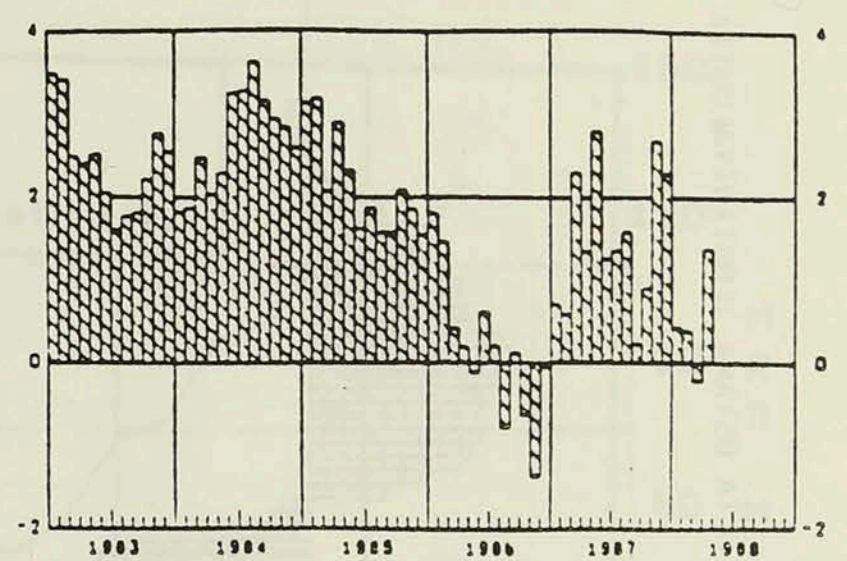
VAIHTOTASE

MRD MK, 12 KK LIUKUVA SUMMA



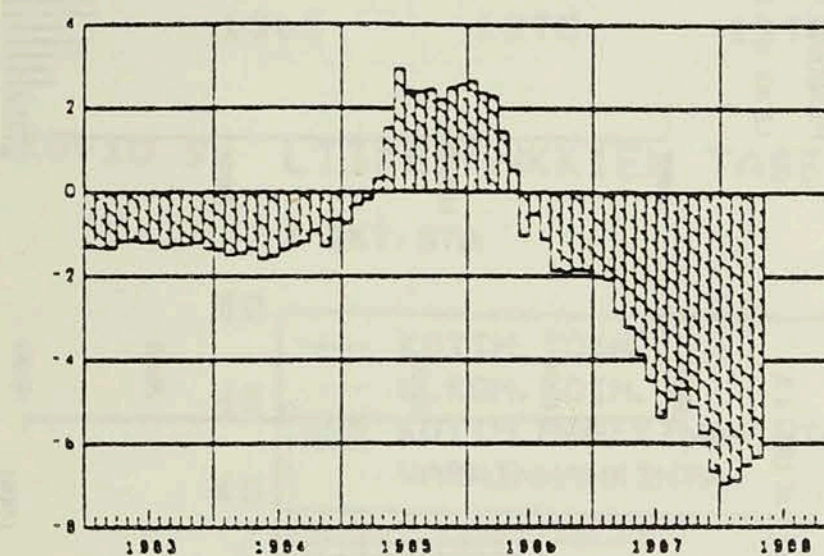
VALTION PÄÄOMAN TUONTI

MRD MK, 12 KK LIUKUVA SUMMA



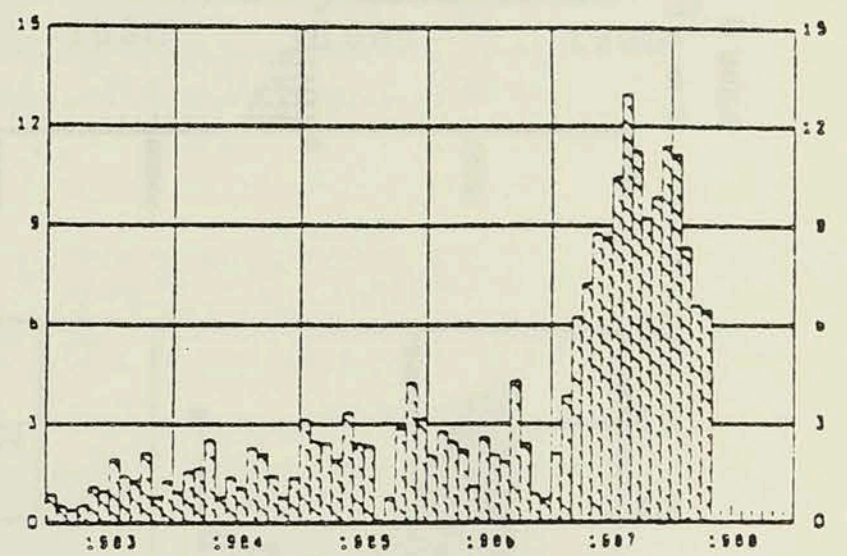
SUORAT- JA PORTFOLIOSIJOITUKSET

MRD MK, 12 KK LIUKUVA SUMMA



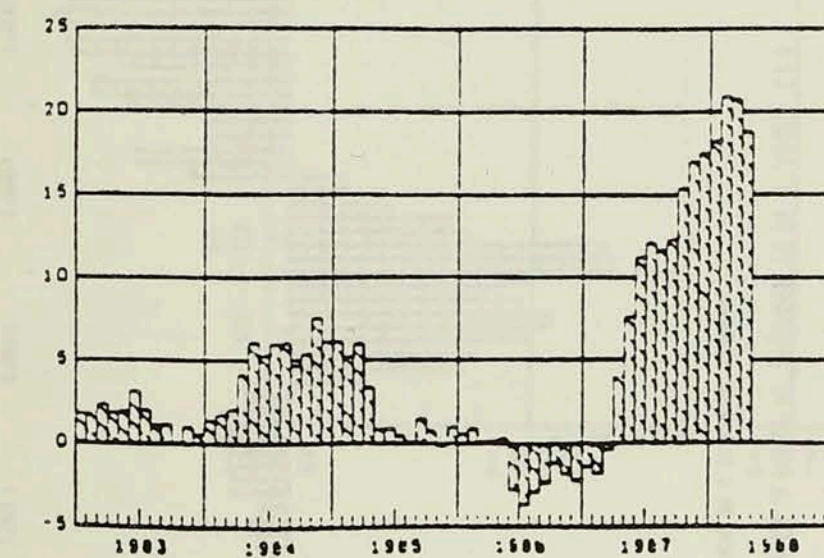
TERMIINIKATELUOTTOJEN MUUTOS

MRD MK, 12 KK LIUKUVA SUMMA



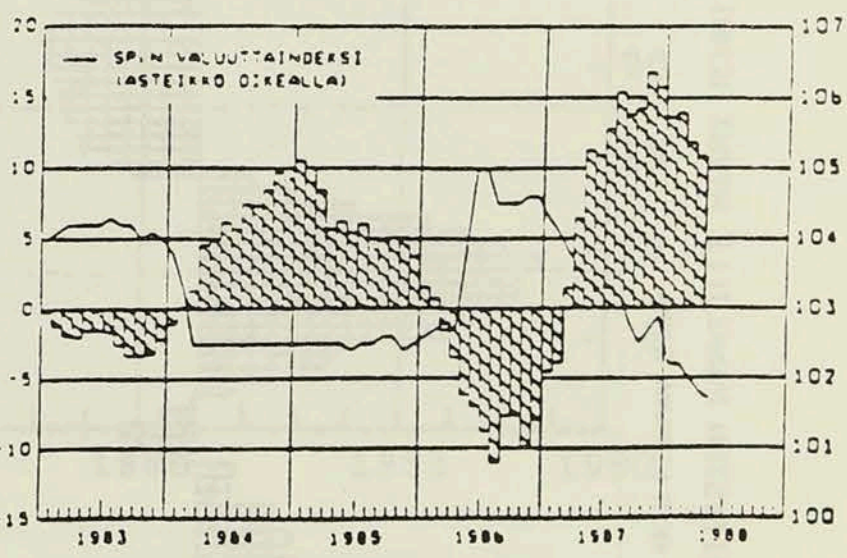
MUUT

MRD MK, 12 KK LIUKUVA SUMMA

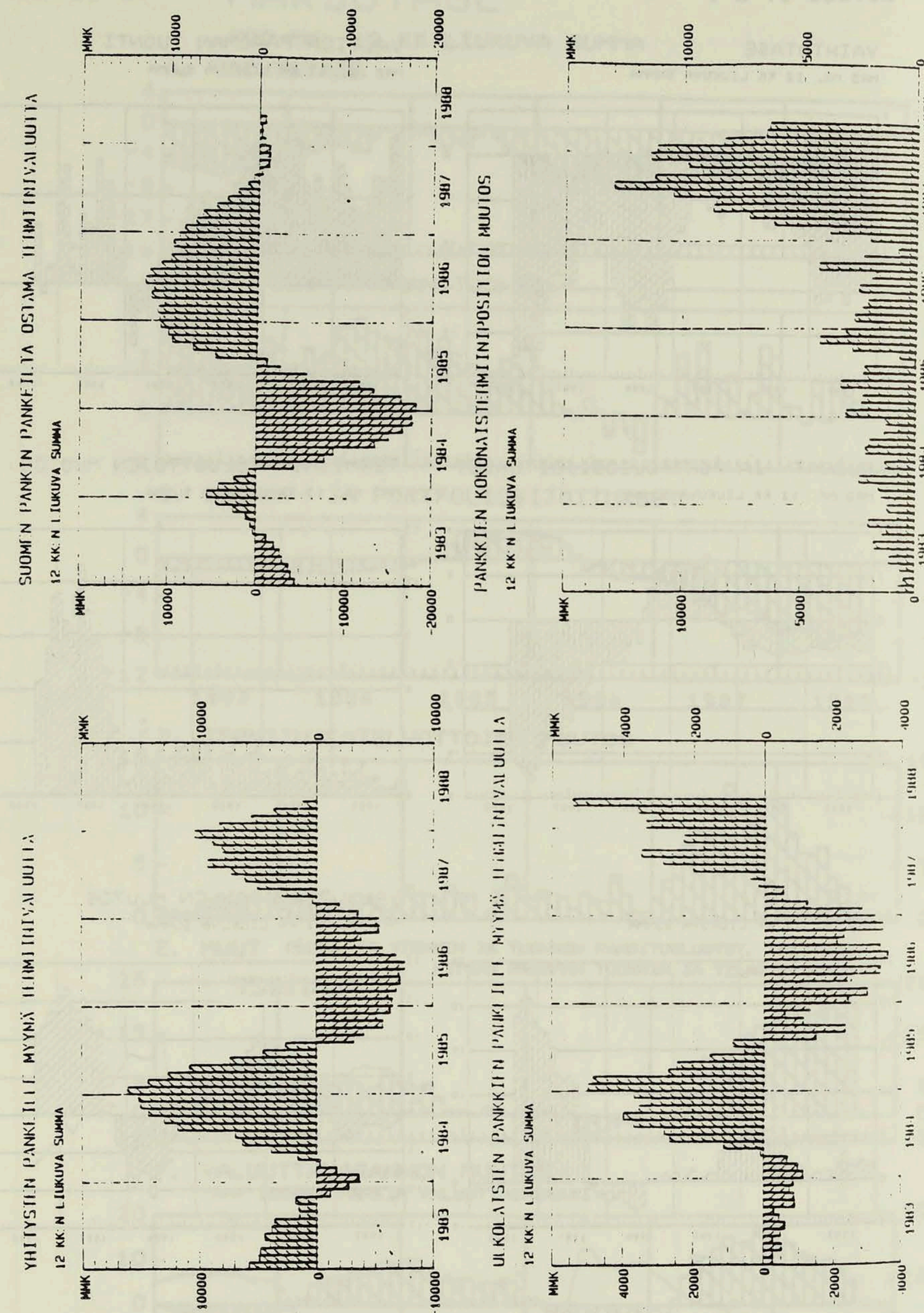


VALUUTTAVARANNON MUUTOS

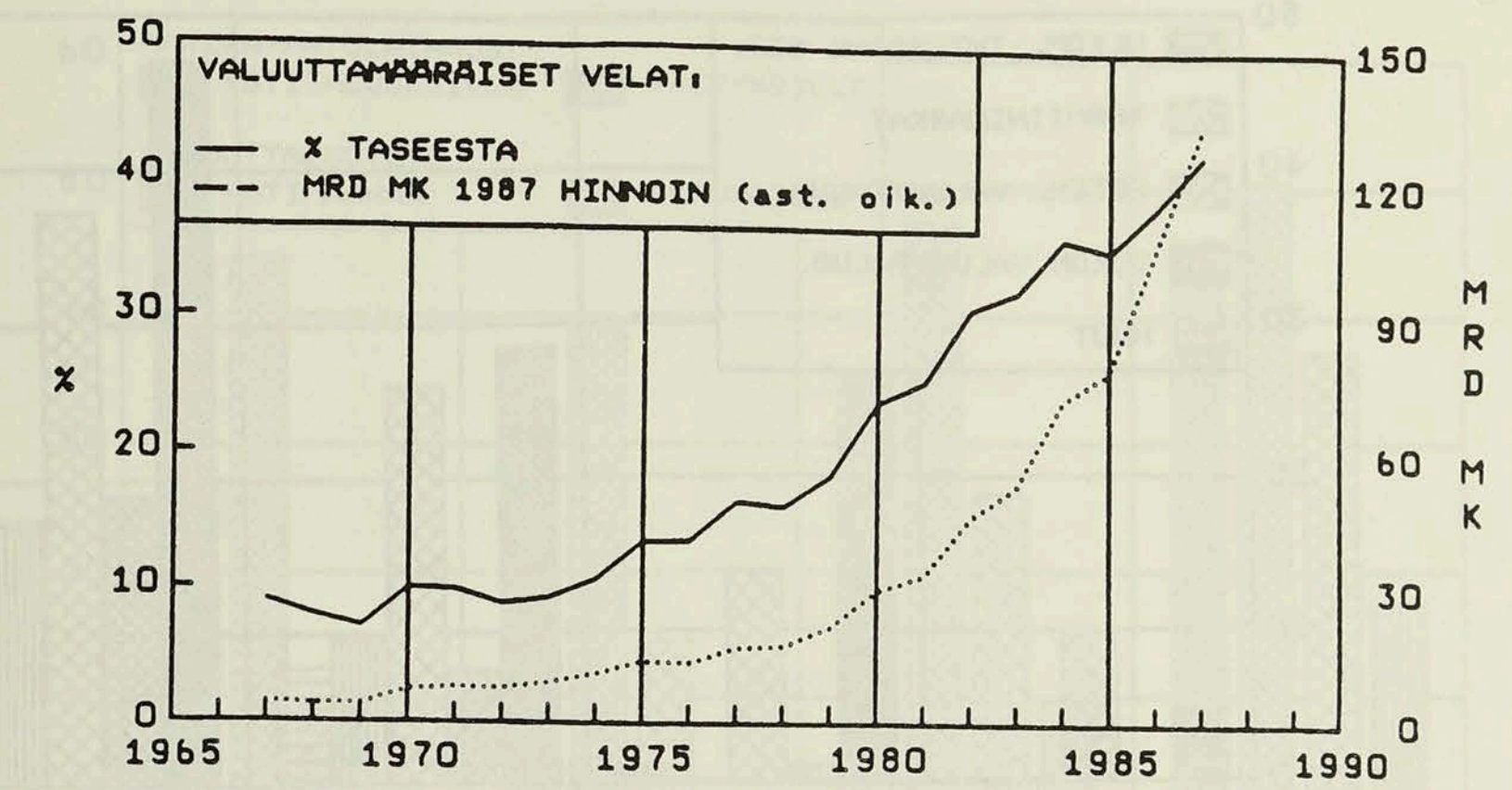
MRD MK, 12 KK LIUKUVA SUMMA



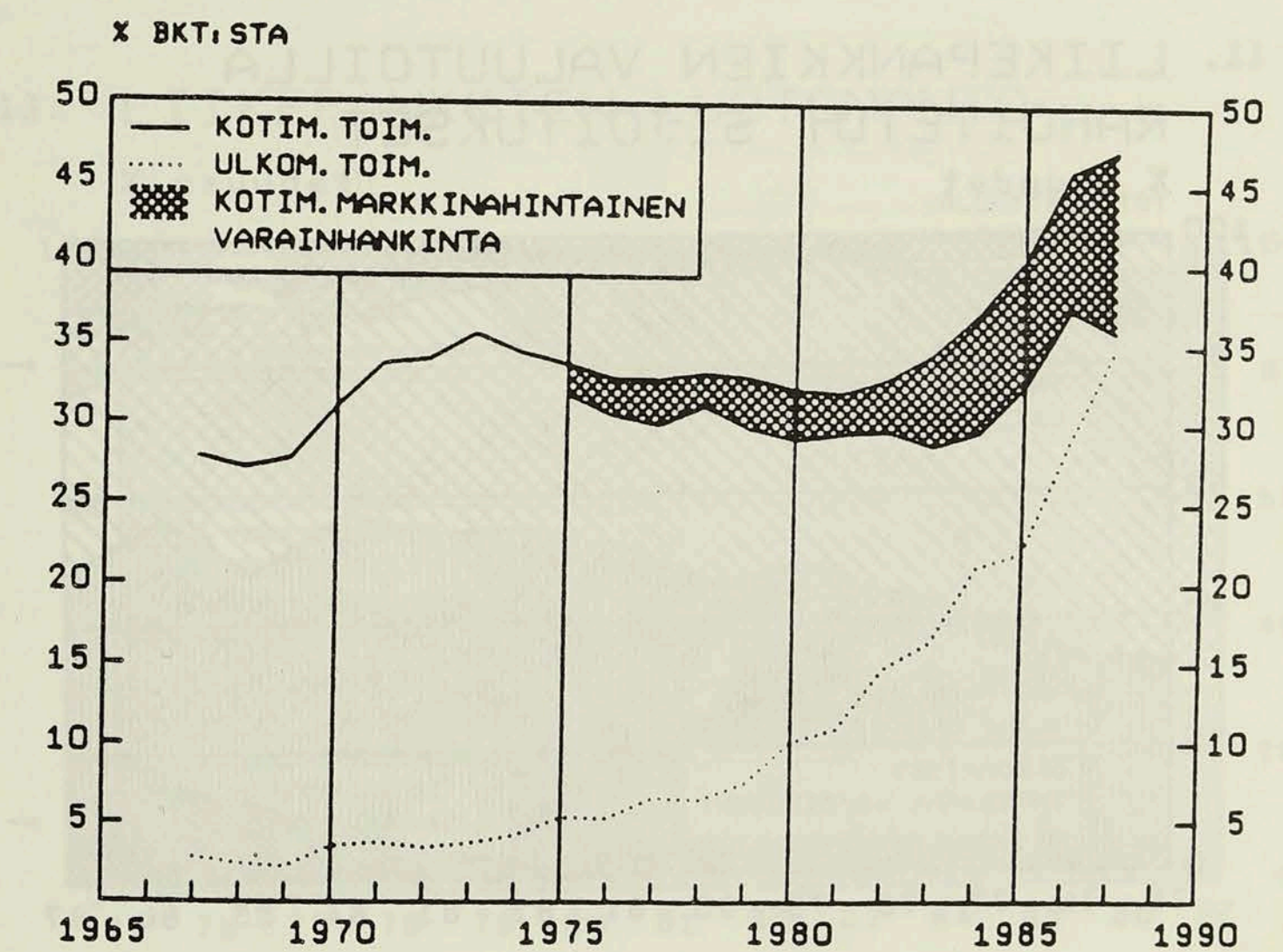
KUVIOT 7. a-d



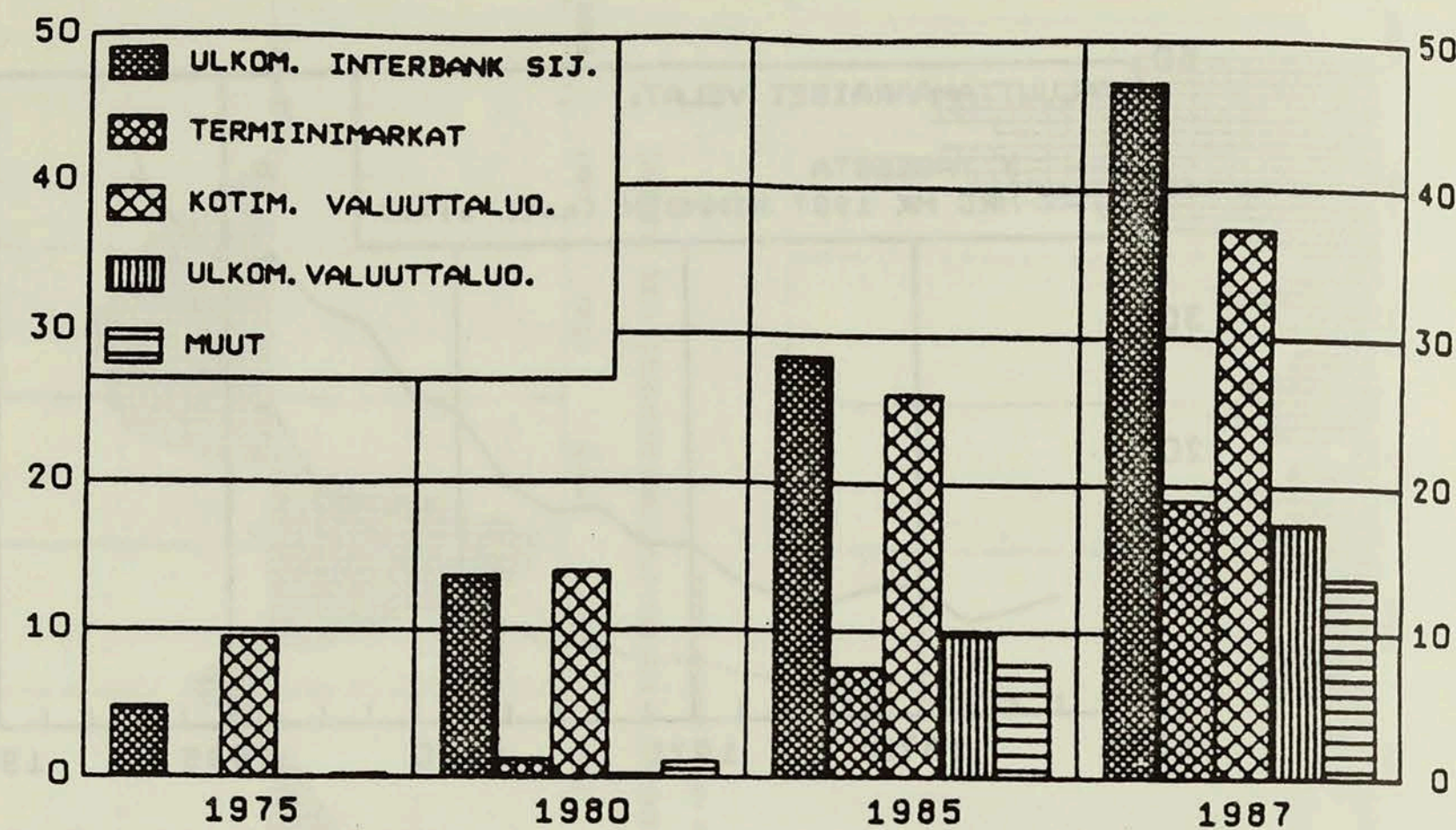
KUVIO 8. LIIKEPANKKIEN KANSAINVÄLISTYMINEN



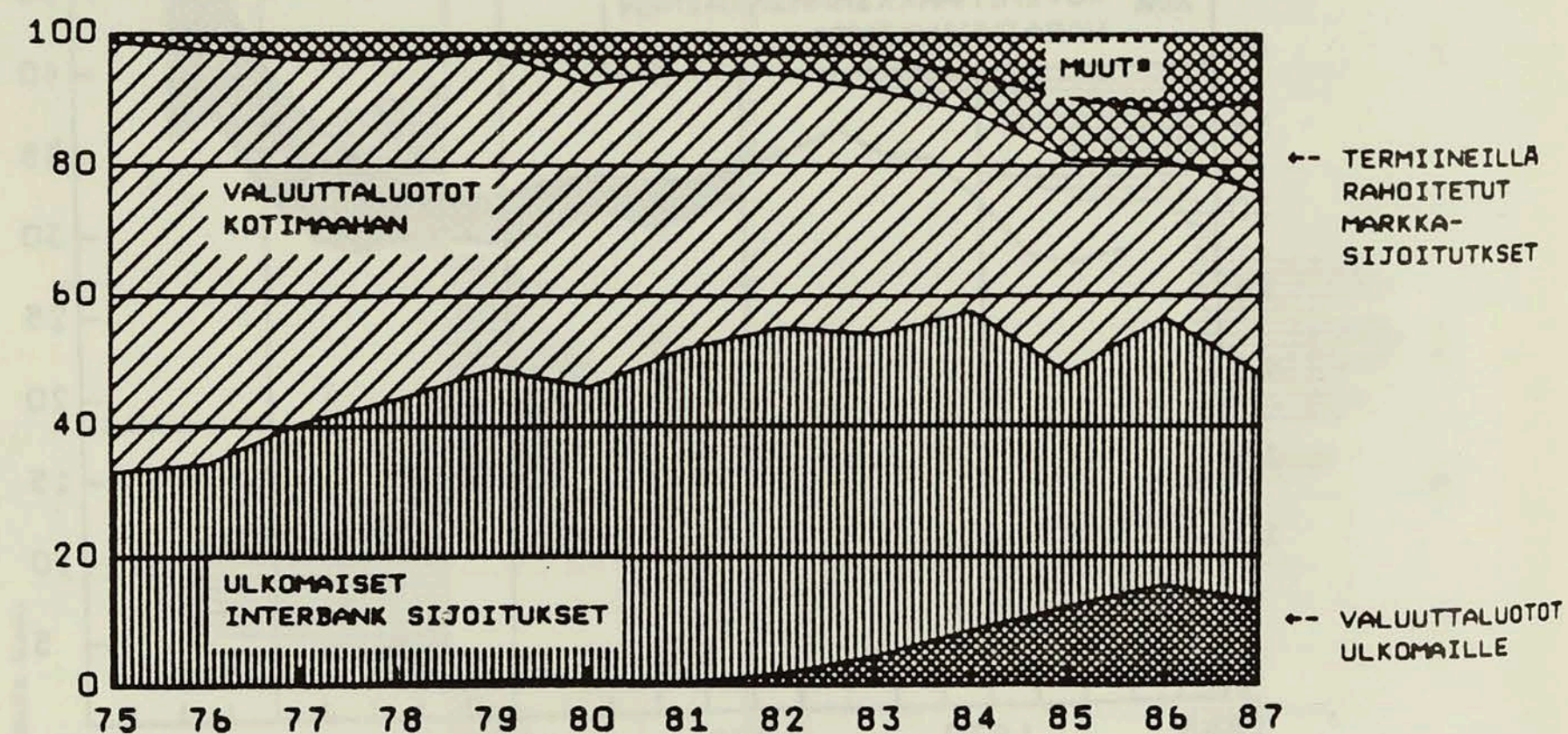
KUVIO 9. LIIKEPANKKIEN TASE



KUVIO 10. LIIKEPANKKIEN VALUUTOILLA RAHOITETUT
SIJOITUKSET MRD MK (vuoden 1987 rahassa)

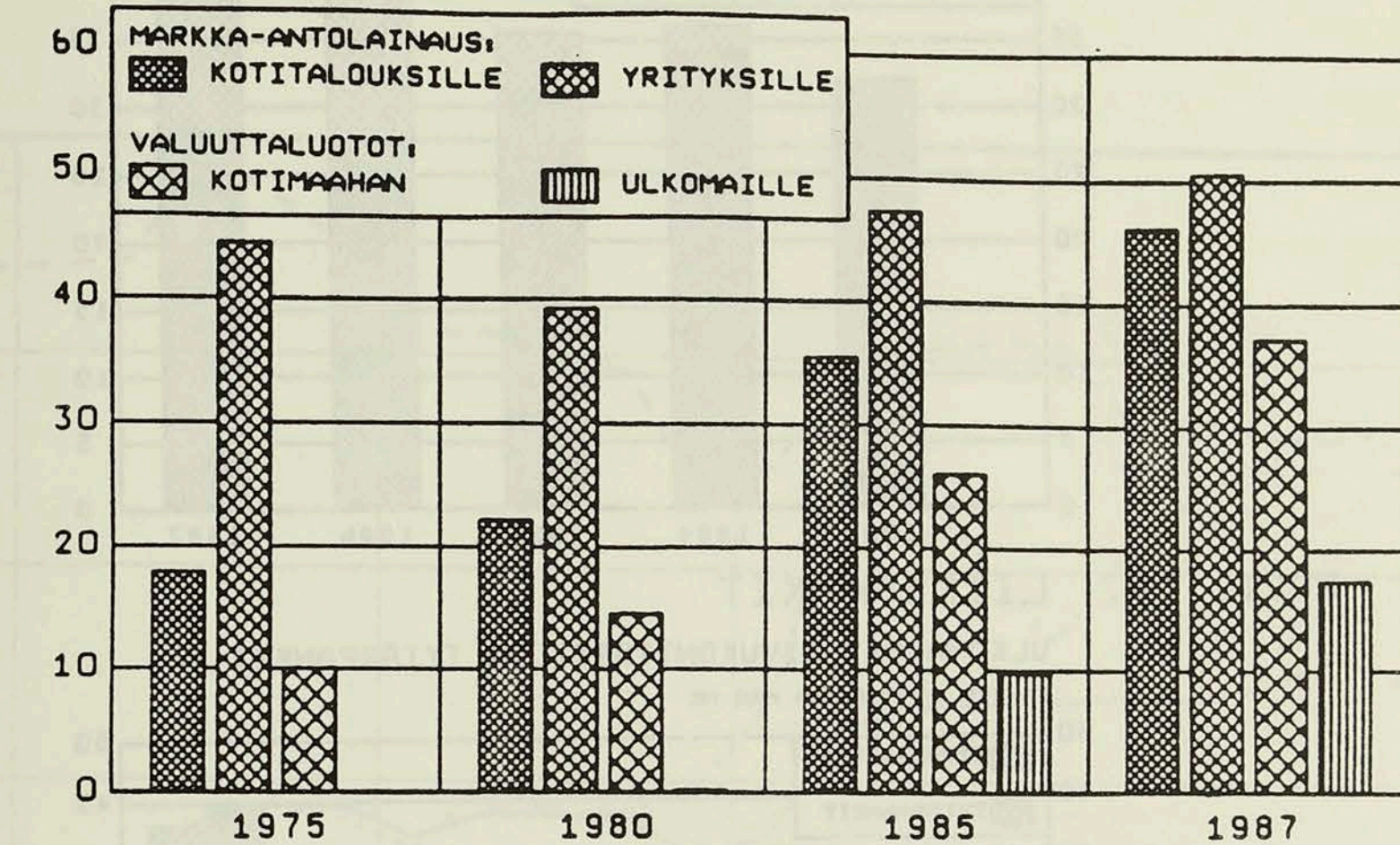


KUVIO 11. LIIKEPANKKIEN VALUUTOILLA
RAHOITETUT SIJOITUKSET
% osuudet

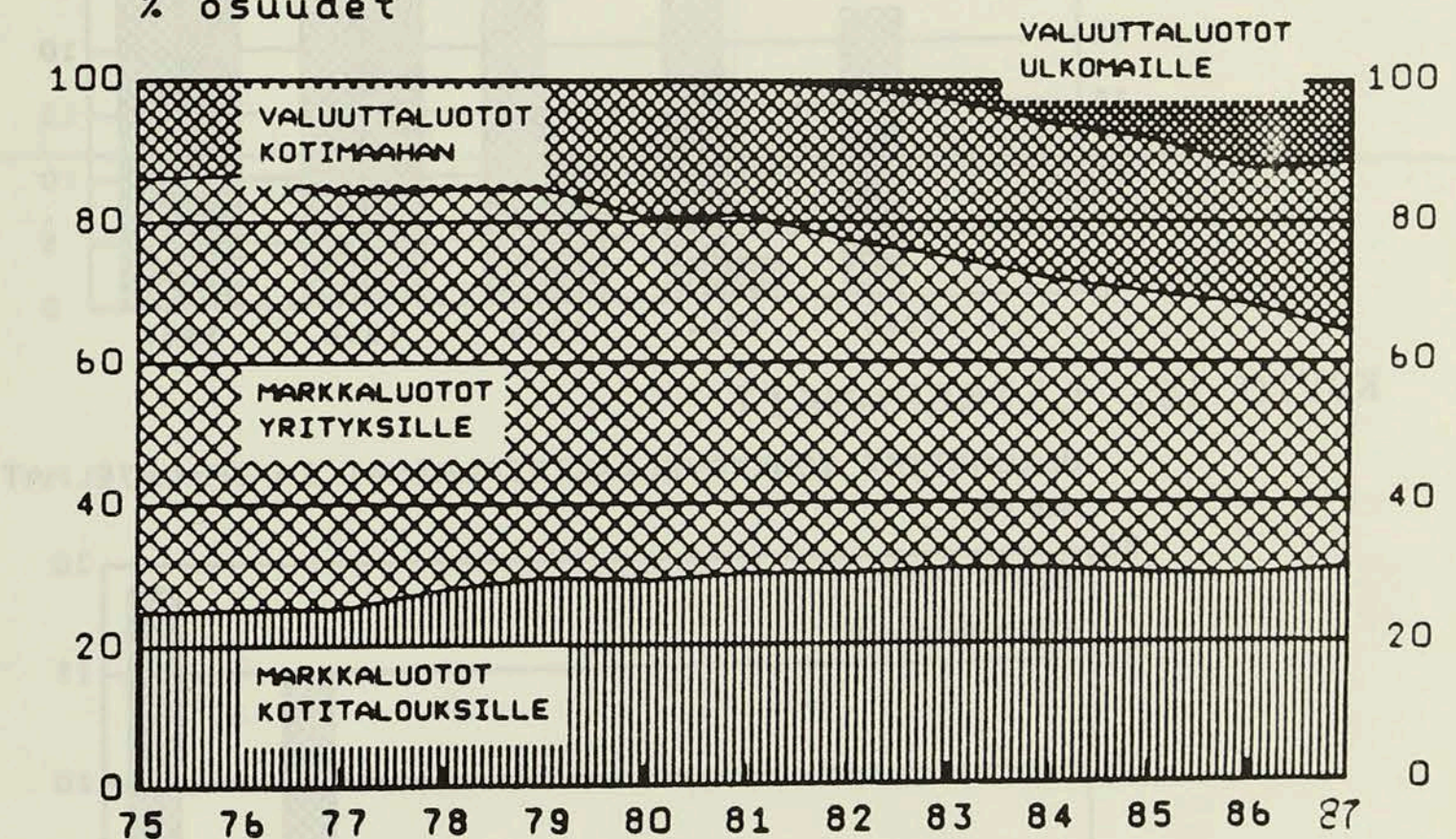


*Joukkovelkakirja-, osake- ja
muut arvopaperisijoitukset

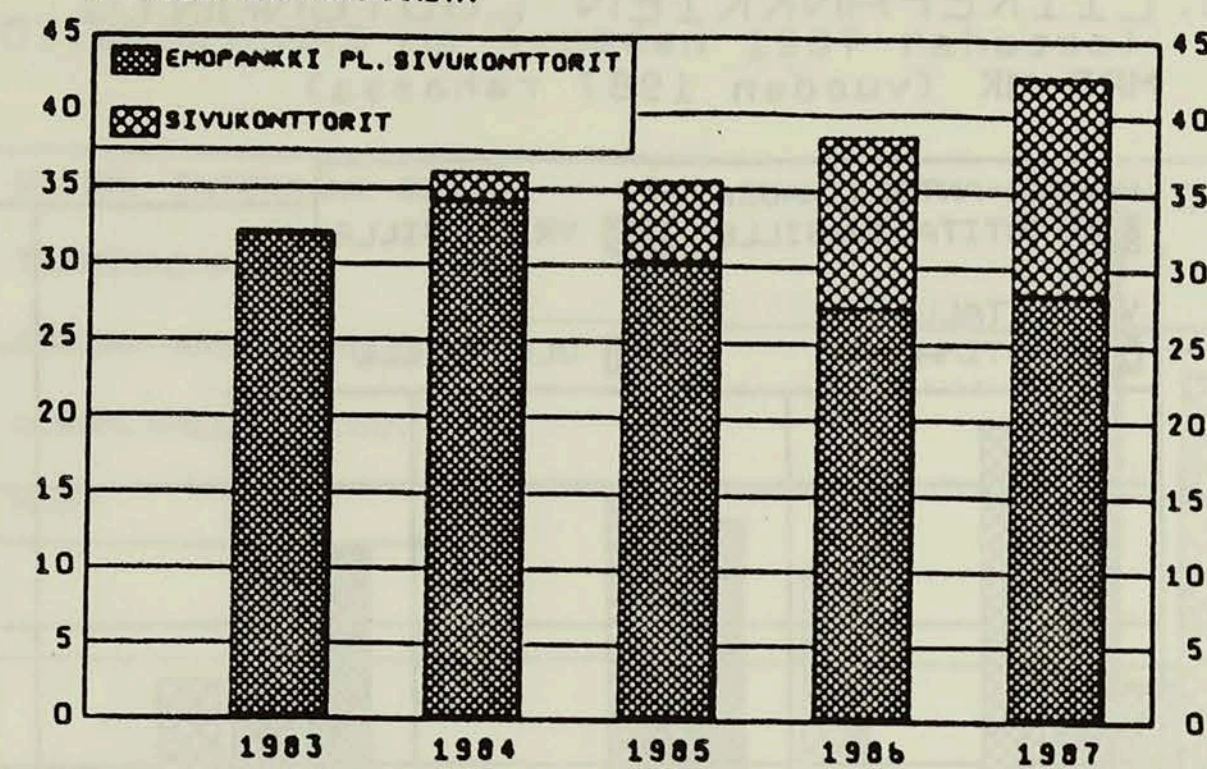
KUVIO 12. LIIKEPANKKIEN LUOTONANTO
MRD MK (vuoden 1987 rahassa)



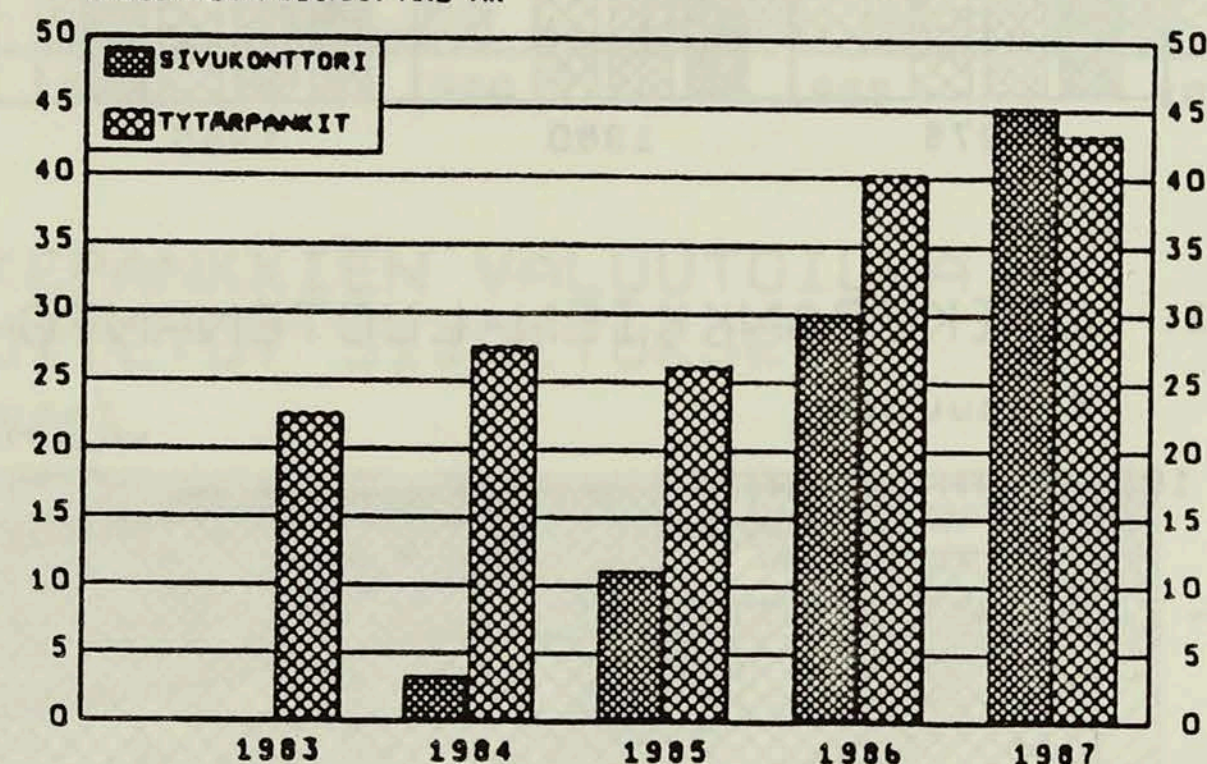
KUVIO 13. LIIKEPANKKIEN LUOTONANTO
% osuudet



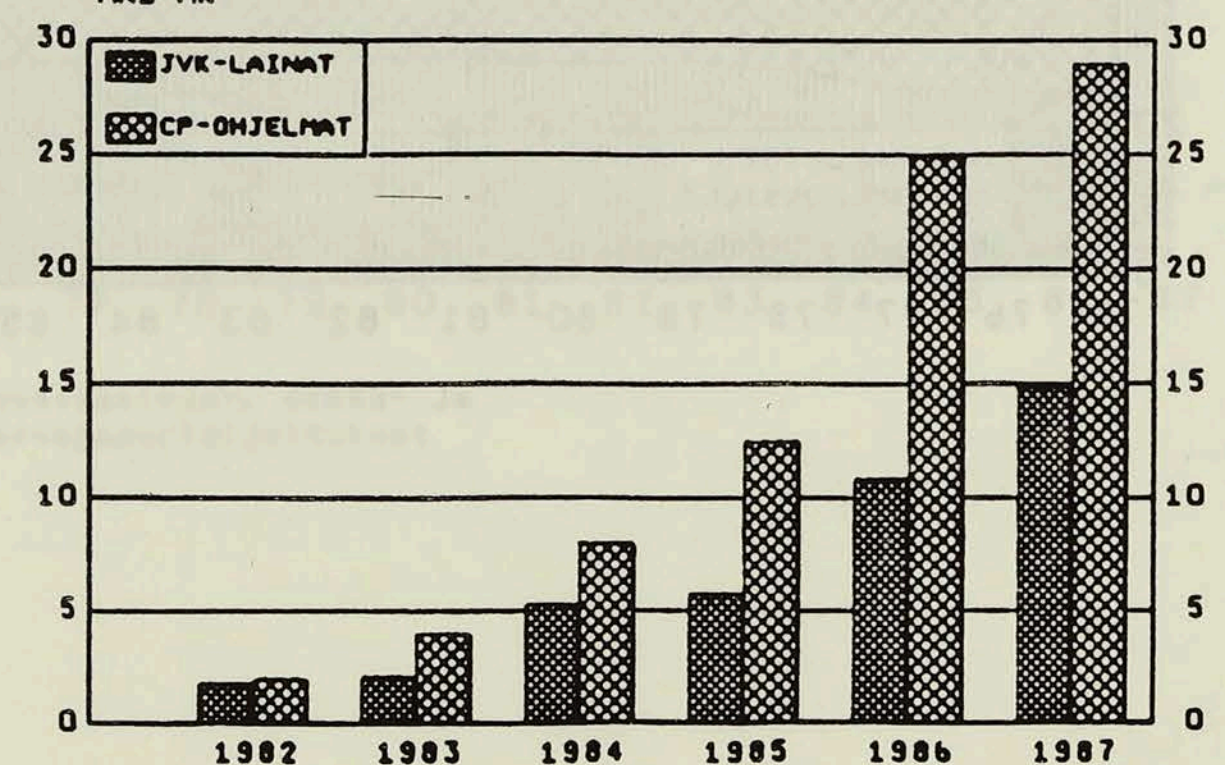
KUVIO 14. LIIKEPANKIT
VALUUTTAMAARAISET VELAT
x TASEEN LOPPUSUMMASTA



KUVIO 15. LIIKEPANKIT
ULKOMAiset SIVUKONTTORIT JA TYTÄRPANKIT
TASEEN LOPPUSUMMA MRD MK

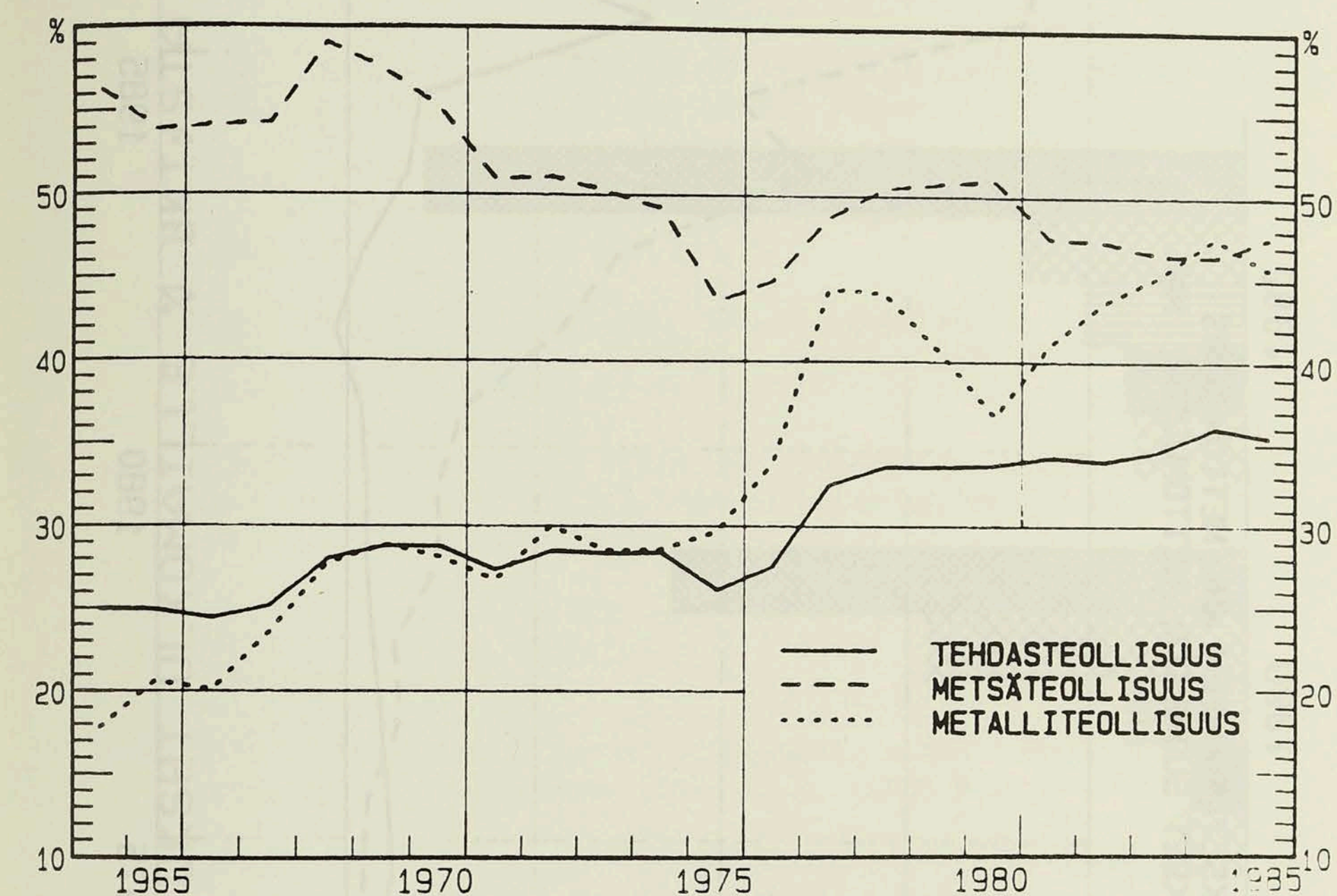


KUVIO 16. LIIKEPANKIT
ULKOMAiset JOUKKOVELKAKIRJALAINAT JA CP-OHJELMAT
MRD MK

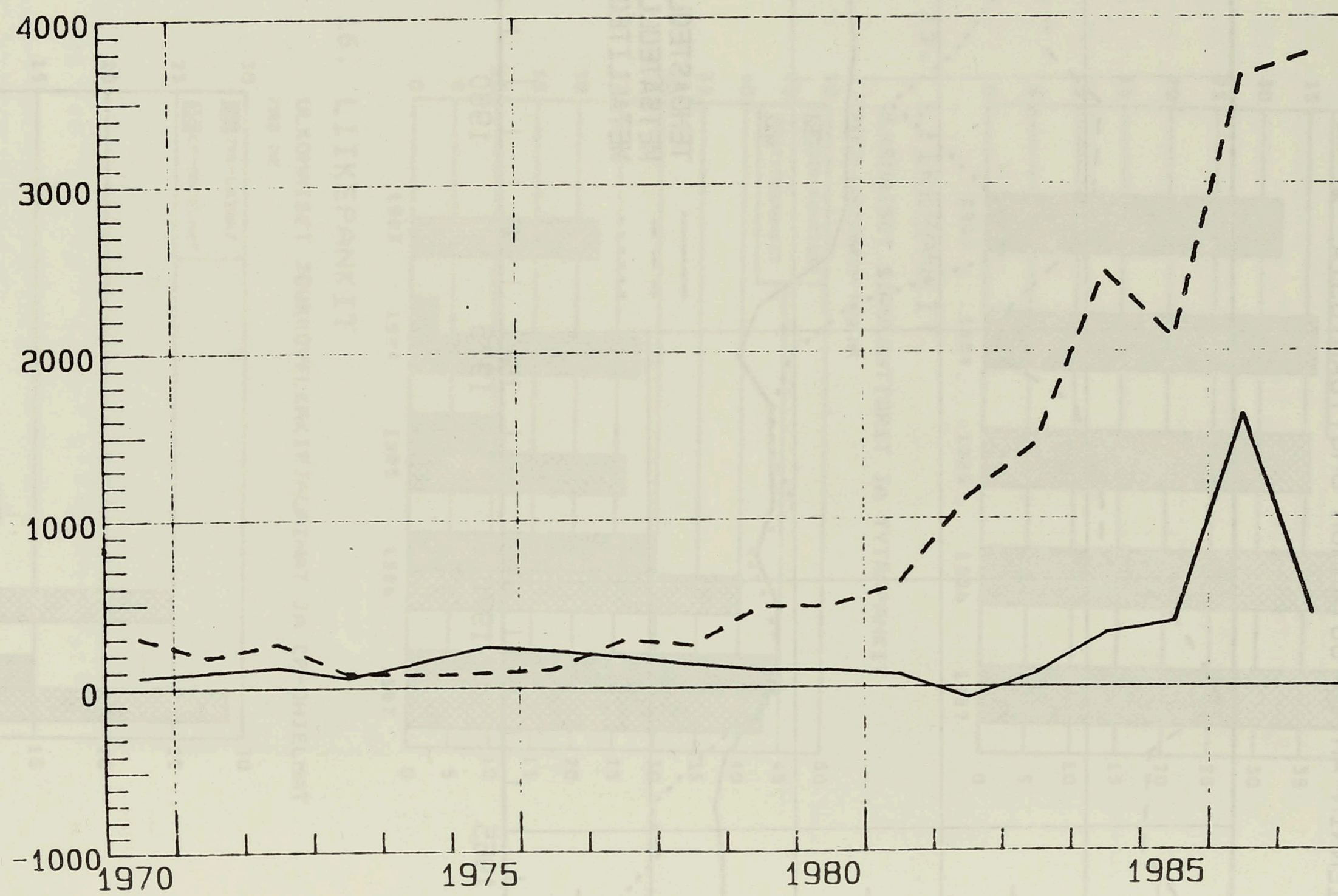


KUVIO 17.

VIENNIN ARVO TUOTANNON BRUTTOARVOSTA, %

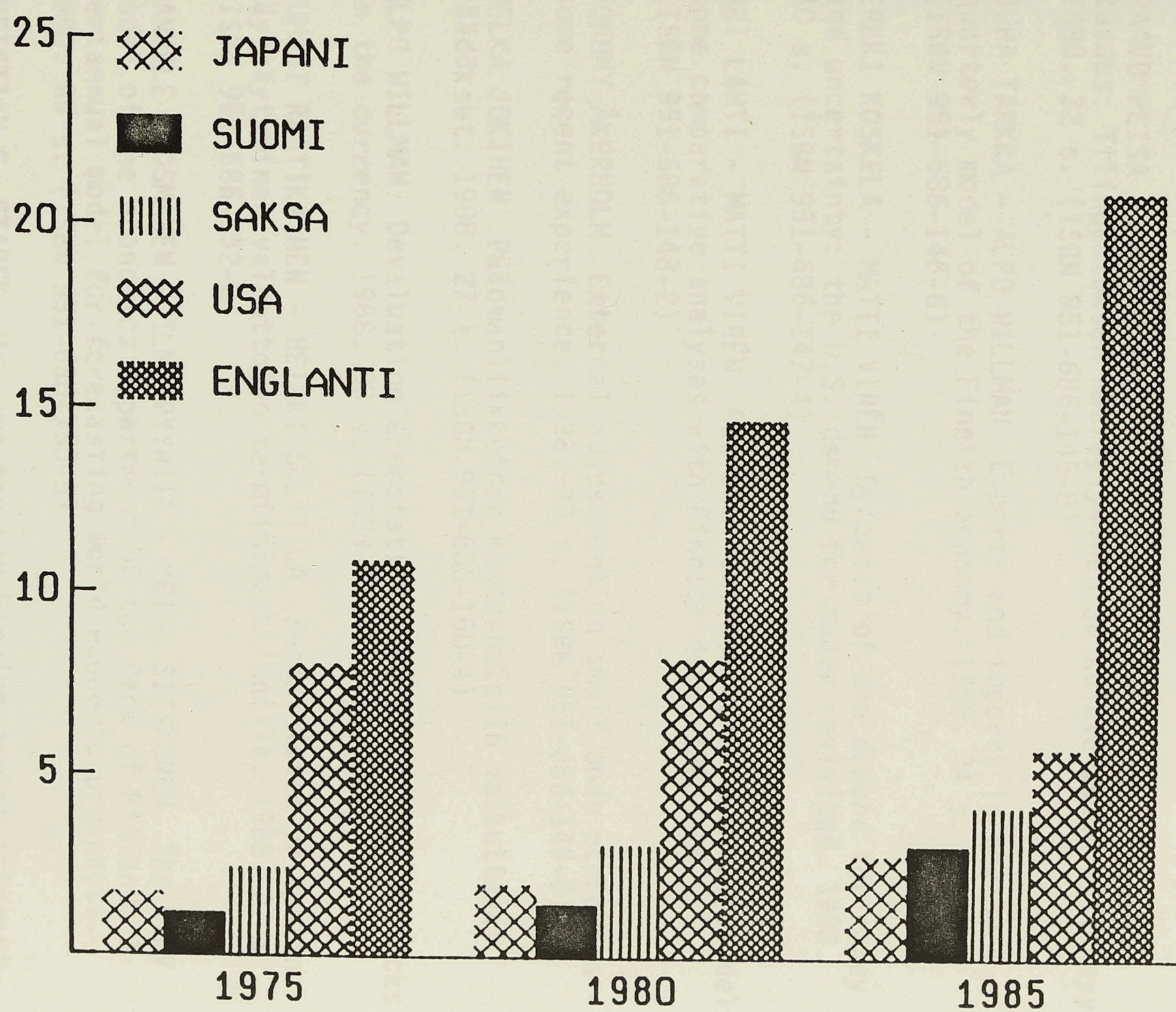


— SUORAT SIJOITUKSET SUOMEEN, MMK: NETTOMUUTOS
 - - - SUORAT SIJOITUKSET SUOMESTA; NETTOMUUTOS, MMK



KUVIO 18.

SUORAT SIJOITUKSET ULKOMAILLE % BKT: STA



KUVIO 19.

SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

ISSN 0785-3572

- 1/88 ESKO AURIKKO Korko- ja valuuttakurssijousto talouden sopeutumisessa. 1988. 43 s. (ISBN 951-686-144-X)
- 2/88 PAAVO PEISA - MARKKU PULLI Yritysten verotus ja tuloksen-tasaus: Tilinpäätöksen määräytyminen ja kuluvaraston riittävyys. 1988. 32 s. (ISBN 951-686-145-8)
- 3/88 JUHA TARKKA - ALPO WILLMAN Exports and imports in the BOF4 quarterly model of the Finnish economy. 1988. 34 s. (ISBN 951-686-146-6)
- 4/88 ERKKI KOSKELA - MATTI VIRÉN Dynamics of the demand for money and uncertainty: the U.S. demand for money revisited. 1988. 30 s. (ISBN 951-686-147-4)
- 5/88 ARI LAHTI - MATTI VIRÉN Rational expectations in a macromodel: some comparative analyses with Finnish data. 1988. 28 s. (ISBN 951-686-148-2)
- 6/88 JOHNNY ÅKERHOLM External adjustment in small open economies - some recent experience. 1988. 33 s. (ISBN 951-686-149-0)
- 7/88 HELKA JOKINEN Pääomanliikkeiden kustannuksiin vaikuttavat säädökset. 1988. 27 s. (ISBN 951-686-150-4)
- 8/88 ALPO WILLMAN Devaluation expectations and speculative attacks on the currency. 1988. 33 s. (ISBN 951-686-151-2)
- 9/88 JUHANI RAATIKAINEN - HEIKKI SOLTTLA Suomalaisten yritysten käyttäytyminen valuuttojen terminimarkkinoilla. 1988. 27 s. (ISBN 951-686-152-0)
- 10/88 HANNELE KUOSMANEN - ILMO PYYHTIÄ - REIJO SIISKONEN The KTKV model of the economics department of the Bank of Finland. A semiannual model for forecasting world economic prospects. 1988. 85 s. (ISBN 951-686-153-9)
- 11/88 CHRISTIAN C. STARCK How are the key Finnish market interest rates determined?. 1988. 23 s. (ISBN 951-686-154-7)
- 12/88 ESKO AURIKKO Rational exchange rate and price expectations under different exchange rate regimes in Finland. 1988. 30 s. (ISBN 951-686-156-3)
- 13/88 MATTI VIRÉN Interest rates and budget deficits: cross-country evidence from the period 1924 - 1938. 1988. 17 s. (ISBN 951-686-158-X)

- 14/88 JUHA TARKKA - ALPO WILLMAN - CHRIS-MARIE RASI Production and employment in the BOF4 quarterly model of the Finnish economy. 1988. 41 s. (ISBN 951-686-159-8)
- 15/88 ANNE KERTTULA - ANNE MIKKOLA Monetary policy and housing prices. 1988. 27 s. (ISBN 951-686-160-1)
- 16/88 MATTI VIRÉN Determination of interest rates in small open economies: a review of recent evidence. 1988. 33 s. (ISBN 951-686-161-X)
- 17/88 ALPO WILLMAN If the markka floated: simulating the BOF4 model with fixed and floating exchange rates. 1988. 40 s. (ISBN 951-686-163-6)
- 18/88 PERTTI HAAPARANTA Customs unions and national budgets. 1988. 17 s. (ISBN 951-686-164-4)
- 19/88 AMY SKOLNIK The EC internal market: an "economic United States" of Europe. 1988. 30 s. (ISBN 951-686-165-2)
- 20/88 TIMO TYRVÄINEN Wages and employment in a unionized economy: practical implications of theoretical considerations in the context of Finland. 1988. 46 s. (ISBN 951-686-167-9)
- 21/88 PERTTI HAAPARANTA - CHRISTIAN STARCK - JOUKO VILMUNEN Kasvavien työtulojen odotukset vähentävät kotitalouksien säästämistä. 1988. 24 s. (ISBN 951-686-168-7)
- 22/88 KERSTIN HEINONEN Raha- ja valuuttamarkkinoiden vakaus EMS-maissa. 1988. 33 s. (ISBN 951-686-169-5)
- 23/88 SEIJA LAINELA Neuvostoliiton uudistuva ulkomaankauppajärjestelmä ja sen vaikutukset clearingkauppaan. 1988. 36 s. (ISBN 951-686-170-9)
- 24/88 AMY SKOLNIK How will 1992 affect the rest of the world? The reactions of some major countries and trade blocs towards EC integration. 1988. 18 s. (ISBN 951-686-171-7)
- 25/88 TARJA HEINONEN Yritysten likvidien varojen kysyntä Suomessa 1960 - 1985. 1988. 76 s. (ISBN 951-686-172-5)
- 26/88 PAAVO PEISA Firm growth: adjustment and fluctuations. 1988. 50 s. (ISBN 951-686-173-3)
- 27/88 VESA VANHANEN Korkoriskin hallinta velkakirjamarkkinoilla. 1988. 116 s. (ISBN 951-686-174-1)
- 28/88 PETER JOHANSSON - HEIKKI SOLTTILA Suomen rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen. 1988. 53 s. (ISBN 951-686-175-X)