



BoF Online

10 • 2007

**Euroalueen maksutase ja
rahoitusmarkkinat**

Jarkko Kivistö – Tapio Korhonen

*Tässä julkaisussa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia
eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin kantaa.*



Suomen Pankki

Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto

3.9.2007

Sisällys

1	Maksutaseen merkitys	3
2	Maksutase kuvaa talouden ulkoista tasapainoa	4
	Kehikko 1. Maksutaseen tilastoinnista	5
3	Euroalueen vaihtotaseen kehitys	6
4	Euroalue sijoituskohteena ja sijoittajana	8
4.1	Sijoitusten rakenne	8
4.2	Suorat sijoitukset	8
4.3	Portfoliosijoitukset	11
4.4	Sijoitusten tuotot ja niihin vaikuttavat tekijät	14
4.5	Kansainvälinen varallisuusasema	15
5	Maksutaseen yhteys rahamäärään	16
6	Lopuksi	22
	Kirjallisuutta	23

Kuvioluettelo

Kuvio 1.	Euroalueen vaihtotase ja kauppatase	6
Kuvio 2.	Euroalueen suorat sijoitukset	10
Kuvio 3.	Euroalueen arvopaperisijoitukset	12
Kuvio 4.	Euroalueen rahamäärän kasvu ja sen vastaerät	17
Kuvio 5.	Keskuspankkikorkoja	18
Kuvio 6.	Euroalueen vaihtotase ja rahalaitosten ulkomaiset erät	19
Kuvio 7.	Euroalueen joukkolainat: pääoman vienti ja tuonti	19
Kuvio 8.	Joukkolainat ja rahalaitosten ulkomaiset nettosaamiset rahamäärän vastaerinä	20

BoF Online
Päätoimittaja

Jouko Marttila

ISSN

1796-9123 (online)

Postiosoite
PL 160
00101 HELSINKI

Käyntiosoite Snellmanin aukio
Puhelin 010 8311
Faksi (09) 174 872

Sähköposti
etunimi.sukunimi@bof.fi
www.suomenpankki.fi

Swift SPFB FI HH
Y-tunnus 0202248-1
Kotipaikka Helsinki

1 Maksutaseen merkitys

Euroalueen maksutaseen kehitys ei ole ollut erityinen ongelma sen enempää euroalueen taloudelle itselleen kuin maailmantaloudelle. Maksutaseen erien, kuten vaihtotaseen kehitys on ollut pääosin varsin tasapainoista ja rauhallista. Varmaan paljolti tästä syystä euroalueen maksutaseen analyysi on jäänyt tähän saakka niukaksi niin EKP:ssä kuin muuallakin.

Euroalueen maksutaseessa on kuitenkin ainakin kaksi tärkeää ja analyysiä kaipaavaa kehityspiirrettä. Vaikka euroalueen vaihtotase kokonaisuutena on pysynyt lähellä tasapainoa, maakohtaiset erot ovat erittäin suuret. Espanjan vaihtotaseen vaje on 8–9 prosentin luokkaa maan BKT:stä. Rahamääräisenä se on Yhdysvaltain vajeen jälkeen maailman toiseksi suurin, vuositasolla reilusti yli 100 miljardia dollaria. Toisaalta Saksalla on dollareissa suunnilleen samansuuruinen vaihtotaseen ylijäämä. Se on lähes yhtä suuri kuin Japanin ylijäämä. Espanjan ja Saksan jyrkästi vastakkainen asema yhtyneenä muiden euromaiden dollarimääräisesti pieniin – joskin eräissä pienissä maissa suhteellisen suuriin – yli- ja alijäämiin selittää koko alueen tasapainon.

Tässä artikkelissa keskitytään kuitenkin koko euroalueen pääomanliikkeisiin ja niiden vaikutukseen euroalueen rahoitusmarkkinoiden kehitykseen. Sinänsä erityyppisissä euroalueen pääomanliikkeissä ei ole ollut suuria tasapainottomuuksia, eivätkä pääomanliikkeiden suorat vaikutukset investointeihin ja talouskasvuun ole olleet kovinkaan merkittäviä. Tältä osin ehkä merkittävin piirre on, että euroalueelta on lähes koko ajan viety pääomaa suorina sijoituksina ja toisaalta tuotu pääomaa arvopaperisijoituksina. Rahoitusmarkkinoiden kannalta ulkomaiset pääomanliikkeet ovat kuitenkin olleet ajoittain olleet merkittäviä. Niillä on ollut euroalueen rahamäärän (M3) kasvuvauhtiin välillä hyvin suuri merkitys, jopa suurempi kuin pankkien luotonannolla.

Erytisen tuntuva maksutaseesta tullut likviditeettisyys tapahtui ensiksi vuosina 2001–2002. Tämän yhteydessä EKP on puhunut poikkeuksellisesta epävarmuudesta johtuneesta portfoliosiirtymästä, mitä selitystä voi kuitenkin pitää osittaisena ja epävarmana. Vahva ja jopa edellistä nopeampi likviditeettisyys on toteutunut viime vuoden lopussa ja kuluvan vuoden alussa. Likviditeetin lähde näyttää olleen molemmissa tapauksissa pääasiassa sijoitusvirta ulkopuolelta euroalueen arvopapereihin, edellisessä tapauksessa pääosin osakkeisiin, jälkimmäisessä korkoarvopapereihin.

2 Maksutase kuvaa talouden ulkoista tasapainoa

Maksutasetilasto kuvaa kansantalouden reaali- ja rahataloudellista ulkoista tasapainoa. *Vaihtotaseeseen* kirjataan talouden reaaliset taloustoimet ulkomaisten osapuolien kanssa. Se kuvaa ulkomaisten taloustoimien vaikutusta kansantuloon ja samalla kansantalouden säästämisen ja investointien tasapainoa. *Pääomatase* sisältää vastikkeettomat pääomansiirrot sekä patenttien, tavaramerkkien yms. aineettomien varojen ostot ja myynnit. *Rahoitustaseeseen* kirjataan ulkomaisten saamisten ja velkojen muutokset. Se kuvaa vaihtotaseen alijäämän rahoittamista tai ylijäämän sijoittamista ulkomaille.

Osataseiden summa – eli maksutaseen tulojen ja menojen nettomäärä – on määritelmän mukaan nolla. Joskus puhutaan kuitenkin maksutaseen yli- tai alijäämästä, jolloin sillä tarkoitetaan vaihtotaseen tai jonkun muun osataseen yli- tai alijäämää. Maksutaseesta voidaan erottaa myös yleistase, joka on kaikkien osataseiden summa valuuttavarannon muutosta lukuun ottamatta. Valuuttavaranto on se erä, josta viime kädessä rahoitetaan ulkomaiset taloustoimet silloin, kun valuuttakurssin ei haluta muuttuvan.¹

Maksutaseeseen virtatilastona liittyy läheisesti ulkomaisen nettovarallisuuden käsite, joka kuvaa kansantalouden ulkomaisia saamis- ja velkakantoja. Vaihtotaseen alijäämä kasvattaa maan ulkomaista (netto)velkaa, ylijäämä puolestaan kasvattaa (netto)varallisuutta. Lisäksi varallisuustilastossa huomioidaan valuuttakurssien ja muiden arvostuserien muutokset, jotka vaikuttavat usein hyvinkin paljon varallisuuden tasoon, vaikkeivät ne näy virtojen tilastoinnissa.

¹ Maksutaseen terminologia vaihtelee osittain eri instituutioiden esittämässä tilastoissa. Erityisesti rahoitustase rajataan eri tavoin; se voi sisältää tai olla sisältämättä valuuttavarannon muutoksen (ja virhetermin). Esimerkiksi Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) IFS-tilastojulkaisussa rahoitustase ei sisällä valuuttavarannon muutosta mutta Euroopan keskuspankin (EKP) ja Suomen Pankin kuukausijulkaisuissa valuuttavarannon muutos on osana rahoitustasetta.

Kehikko 1. Maksutaseen tilastoinnista

Maksutase on tilastona aina tasapainossa. Kaikki taloustoimet kirjataan tilastoon periaatteessa kahtena tapahtumana. Esimerkiksi tavaran vienti kirjataan positiivisena vaihtotaseeseen ja siihen liittyvä rahoitus negatiivisena, ulkomaisten saamisten lisäyksenä rahoitustaseen puolelle. Koska reaali- ja rahavirroilla on eri tietolähteet, tilasto ei ainakaan lyhyellä aikavälillä mene umpeen. Sen vuoksi maksutase sisältää myös virheellisten ja tuntemattomien tapahtumien erän.

Virhetermi voi johtua mm. saman taloustoimen eriaikaisesta kirjauksesta eri taseisiin tai puutteellisista tiedoista. Ajoituksesta aiheutuvat virheet kumoavat ajan mittaan toisensa. Kumulatiivisesti virhetermin tulisikin olla lähellä nollaa. Virheen kumuloituminen voi olla osoitus systemaattisesta puutteesta tilastoinnissa. Euroalueen maksutaseessa virhetermi on vuoden 2003 jälkeen ollut pitkään kumulatiivisesti negatiivisena, mikä viittaa siihen, että tilastosta on puuttunut euroalueen saamisten lisäystä, tai velan lisäystä on ollut liikaa. Virhe voi aiheutua myös reaali- ja vaihtotaseen tilastoinnista. Esimerkiksi palvelukaupan tilastoinnissa voi olla ongelmia. On mahdollista, että osa virhetermin kasvusta on tullut euroalueen sisäisistä asymmetrioista eli samojen taloustoimien erilaisesta tilastoinnista euro maiden keskinäisissä suhteissa. Uusimpien euroalueen maksutasetietojen perusteella virhetermin negatiivinen trendi näyttäisi kuitenkin tasaantuneen.

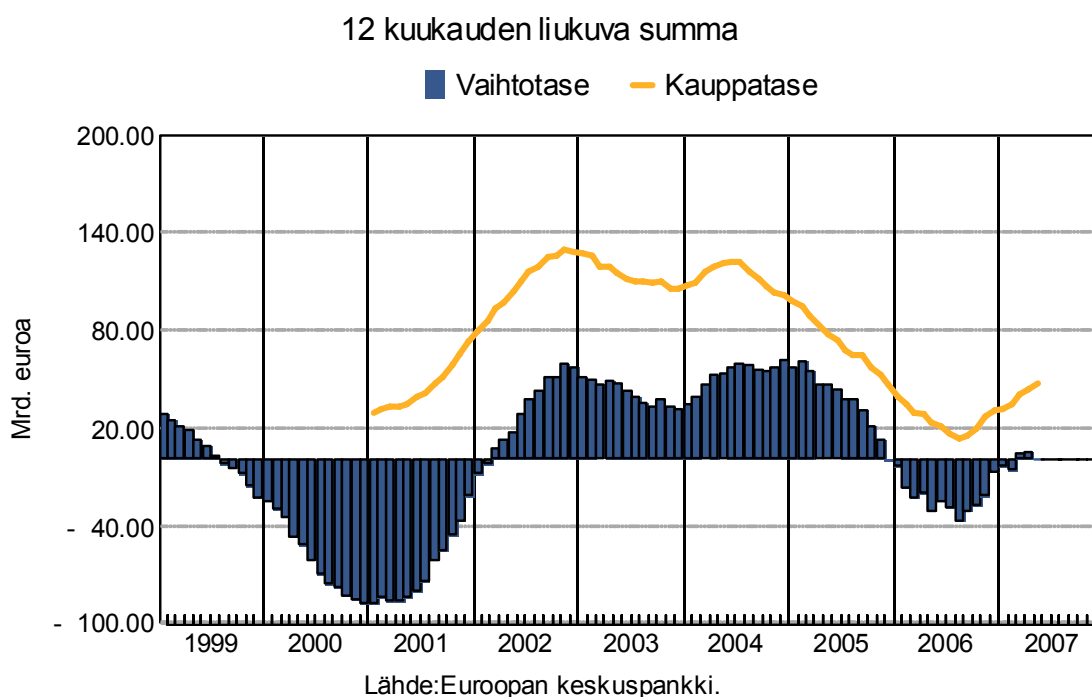
Myös maailmanlaajuisesti tilastoidut maksutaseet ovat epätasapainossa, vaikka niiden reaali- ja rahoitusvirtojen tulisi summautua nollaan. Maailman vaihtotase on yhteenlaskettuna alijäämäinen. Kauppatase on ylijäämäinen, mutta erityisesti pääomankorvaukset alijäämäiset. Kauppataseen "ylijäämä" johtunee siitä, että vienti kirjataan normaalisti varsin kattavasti lähtömaan tilastoon, mutta tuojalla voi olla motiivi välttää virallista kirjanpitoa. Pääomankorvauksissa "alijäämä" viittaa puolestaan siihen, että tuottojen maksaminen kirjataan, mutta tuoton vastaanottaja voi pyrkiä välttämään veroja. Lisäksi kaikki veroparatiisit, kuten Cayman -saaret tai Bermuda, eivät raportoi maksutasetietojaan IMF:lle. Palveluihin raportointivajetta voi syntyä laivojen ulosliputuksesta maihin, jotka eivät raportoi saatuja kuljetustuloja.

Euroalueen maksutaseen laadintavastuu on jaettu EKP:n ja Eurostatin kesken. EKP vastaa rahoitustaseen ja vaihtotaseen pääomankorvausten laadinnasta. Maksutaseen laskenta perustuu euromaiden toimittamiin maksutasetietoihin, jotka kuvaavat kunkin talouden toimia euroalueen ulkopuolisten maiden kanssa. Laskemalla yhteen nämä tilastot päädytään euroalueen maksutaseeseen. Joissakin erissä, kuten arvopaperisijoitusten velkapuolella, tietoa ei ole riittävästi saatavilla, jolloin tilaston laadinnassa käytetään apuna tietoja euromaiden keskinäisistä taloustoimista.

3 Euroalueen vaihtotaseen kehitys

Euroalueen vaihtotase on vaihdellut kuukausittain enimmillään noin 12 miljardin euron alijäämästä yhtä suureen ylijäämään. Kumulatiivisesti 12 kuukauden summana vaihtotase kääntyi euroajan alussa alijäämäiseksi, josta se nousi vuonna 2002 ylijäämäiseksi (kuvio 1). Vuoden 2005 lopussa vaihtotase kääntyi jälleen kumulatiivisesti tarkasteltuna alijäämäiseksi, mikä johtui pääosin kallistuneesta öljystä. Euroalueen vaihtotaseen ali- ja ylijäämät ovat olleet kuitenkin varsin pieniä, suurimmillaankin vuositasolla vain yhden prosentin luokkaa euroalueen BKT:stä.

Kuvio 1. Euroalueen vaihtotase ja kauppataase



Alijäämä on viime kuukausina pienentynyt lähelle tasapainoa euroalueen vahvan vientikehityksen vetämänä. Osa viennin kasvusta on suuntautunut öljyntuottajamaihin, joiden kasvaneet öljytulot ovat osin kanavoituneet tuonnin kasvuun.

Vaihtotasetta dominoi kauppataase. Tavaroiden vienti on keskimäärin noin 60 prosenttia vaihtotaseen tuloista, tuonnin suhde vaihtotaseen menoihin on hieman pienempi. Kauppataase on systemaattisesti pysynyt ylijäämäisenä. Euroalueen vienti suuntautuu erityisesti Iso-Britanniaan, Yhdysvaltoihin ja Sveitsiin, mutta myös muut euroalueen ulkopuoliset EU-maat

ovat kokonaisuudessaan suuri vientikohde. Euroalueen tuonti tulee pääosin Iso-Britanniasta, Yhdysvalloista ja Kiinasta.

Palveluissa merkittävimmät erät ovat kuljetus ja matkailu. Euroalueen palvelutase on ollut jo pitkään ylijäämäinen.

Tuotannon tekijäkorvaukset sisältävät palkansaajakorvaukset sekä pääomakorvaukset. Näistä merkittävämpi erä on pääomakorvaukset, joka kattaa tuotot suorista sijoituksista, arvopaperisijoituksista ja muista sijoituksista. Pääomakorvaukset ovat olleet koko euroajan nettomääräisesti alijäämäiset. Tämä johtuu pääosin arvopaperisijoitusten korko- ja osinkomenoista.

Tulonsiirrot ovat puolestaan olleet systemaattisesti alijäämäiset. Tämä johtuu siitä, että EU:n instituutiot (EKP pois lukien) katsotaan euroalueen ulkopuolisiksi toimijoiksi. Näin ollen kaikki taloustoimet euromaiden ja EU:n instituutioiden välillä rekisteröidään maksutaseeseen. Tulonsiirtoihin kirjataan mm. jäsenmaiden EU-maksut.²

Euroalueen maksutaseen jakautumisesta on saatavissa myös maakohtaista tietoa vuodesta 2003.³ Euroalueella on ollut systemaattinen vaihtotaseen alijäämä vain Japanin ja EU:n instituutioiden kanssa.

² Tulonsiirrot EU:n instituutioiden kanssa ovat euroalueelle 40 mrd. alijäämäiset eli euroalue maksaa nettona tuon verran EU:n instituutioille. Toisaalta pääomatase on 17,5 mrd. ylijäämäinen, tähän sisältyvät mm. siirrot EU:n tukirahastoista.

³ Maakohtainen erittely on seuraaville maille: Ruotsi, Tanska, Iso-Britannia, muut EU-maat, EU:n instituutiot, Kanada, Japani, USA, Sveitsi, "veroparatiisit", kansainväliset organisaatiot, ja muut. Maajako laajenee loppuvuonna 2007 kattamaan myös Kiinan, Brasilian, Intian ja Venäjän.

4 Euroalue sijoituskohteena ja sijoittajana

4.1 Sijoitusten rakenne

Rahoitustaseen pääeriä ovat suorat sijoitukset, arvopaperisijoitukset (portfoliosijoitukset), muut sijoitukset, johdannaiset ja valuuttavarannon muutokset. Arvopaperisijoitukset jakautuvat sijoituksiin osakkeisiin, joukkovelkakirjalainoihin ja rahamarkkinapapereihin. Arvopaperisijoitukset eroavat muista sijoituksista siten, että niillä on jälkimarkkinat.

Muihin sijoituksiin luokitellaan rahoitusvaateet, jotka perustuvat kahdenvälisiin sopimuksiin eikä niillä ole jälkimarkkinoita. Tällaisia eriä ovat mm. lainat, talletukset ja kauppaluotot. Valitseva erä on rahoituslaitosten lainat ja talletukset sekä saamis- että velkapuolella. Tämä erä heijastaa paljolti rahalaitosten kautta selvitettäviä ulkomaisia maksuja.

Johdannaisten virtatietoihin kirjataan johdannaissopimusten preemiot, väli- ja nettoarvotilitykset sekä toteutuneet nettomaksut osapuolten kesken. Vaikka johdannaissopimusten kohde-etuutena olevat vaateet voivat olla hyvinkin suuria, euroalueen maksutaseessa johdannaiset eivät ole olleet kovin merkittäviä. Johdannaiserä on saatavissa vain nettomääräisenä⁴.

Valuuttavaranto sisältää eurojärjestelmän omistuksessa tai hallinnassa olevat ulkomaiset valuutanmääräiset saamiset. Näitä ovat mm. monetaarinen kulta, erityiset nosto-oikeudet ja ulkomaiset valuuttasaamiset. Eurojärjestelmän valuuttavarannon suurimmat erät ovat kulta ja ulkomaanvaluutanmääräiset arvopaperisaamiset. Koska euro on kelluva valuutta, eurojärjestelmä ei normaalisti tee valuuttainterventioita. Siksi valuuttavarannon muutokset ovat vähäisiä ja perustuvat pääosin euron ulkoisen arvon muutoksiin. Tästä syystä valuuttavarantoa ei jäljempänä käsitellä erikseen.

4.2 Suorat sijoitukset

Suorat sijoitukset kuvaavat kansainvälisiä yrityskauppoja ja monikansallisten konsernien osien välisiä rahoitusvirtoja. On syytä korostaa, että tilasto kuvaa vain suorien sijoitusten rahoitusta euroalueelta ja euroalueelle eikä suinkaan itse ulkomaisia tuotannollisia investointeja.

⁴ Tämä pätee virtoihin. Kantoihin kirjataan voimassa olevien sopimusten markkina-arvo. Plussalla olevat sopimukset ovat saamia ja miinuksella olevat velkoja.

Suorat sijoitukset jaetaan oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen, uudelleen sijoitettuihin voittoihin ja muuhun pääomaan. Uudelleen sijoitetut voitot kirjataan myös vaihtotaseen pääomankorvauksiin, ja rahoitustaseessa on tämän kirjauksen vastaerä osana suorja sijoituksia.

Rahoitus kulkee usein monikansallisissa yrityksissä erityisten rahoituskeskusten kautta, joista moni sijaitsee verotuksellista syistä Luxemburgissa, Hollannissa tai Irlannissa. Rahavirtojen tilastoinnista saadaan selville vain sijoituksen välitön kohdemaata, joka ei välttämättä ole sama maa, jossa perimmäinen investointi toteutetaan. Kuitenkin jos sijoitus kanavoituu euroalueella sijaitsevan rahoitusyhtiön kautta, se ei välttämättä vääristä euroalueen tilaston kuvaa yhtä paljon kuin yksittäisten euromaiden osalta voi tapahtua olettaen, että sijoittaja tai lopullinen sijoituskohde on myös euroalueella.

Suorien sijoitusten määrä vaihtelee kuukausittain huomattavasti. Ajoittain tilastosta on nähtävissä suuria yrityskauppoja ja niiden rahoitusjärjestelyjä, esimerkkinä heinäkuussa 2005 tehdyt Shellin omistusjärjestelyt. Usein suuriin yrityskauppoihin ja erityisesti fuusioihin liittyy molemminpuolisia rahoitusjärjestelyitä, jolloin tapahtuma kirjataan suoraksi sijoitukseksi sekä ulkomaille että euroalueelle tai suoraa sijoitusta vastaa melko samansuuruinen portfoliosijoitus⁵. Fuusioitava yritys voi tulla osakkaaksi perustettavaan yhteisyrytykseen ja maksaa osuutensa luovuttamalla toimintansa yhteisyrytykselle. Tämäntapaiset järjestelyt näkyvät sijoitusvirroissa eri suuntiin, mutta eivät nettovirtaa tarkasteltaessa.

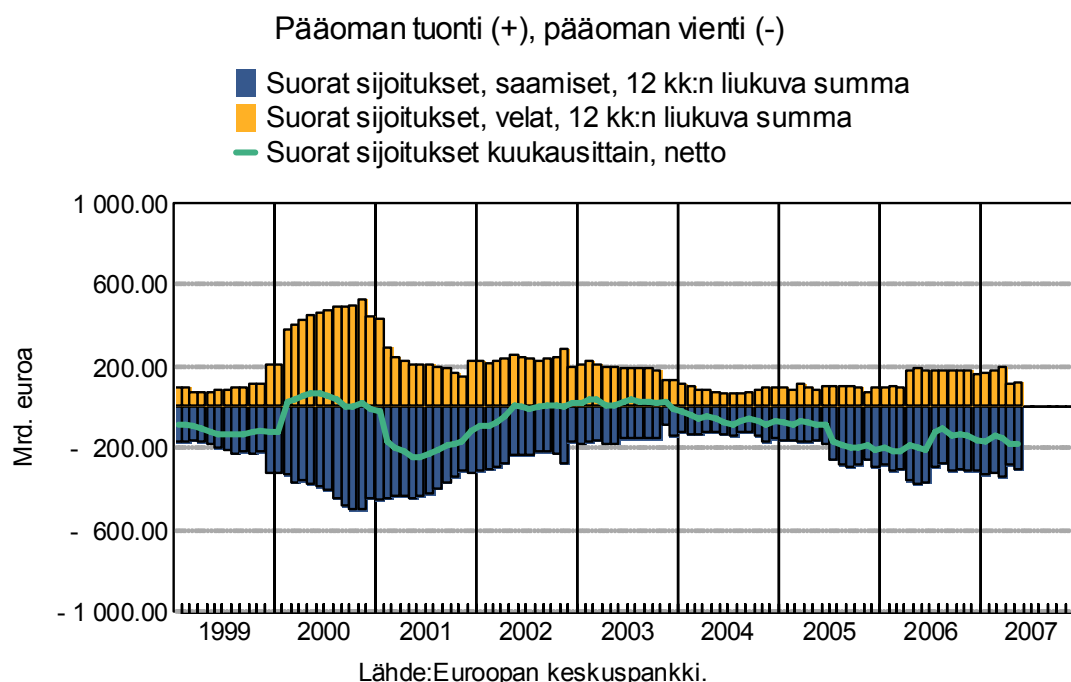
Suorat sijoitukset ovat olleet euroalueelta suuremmat kuin tänne suuntautuneet sijoitukset ulkomailta (kuvio 2). Suorien sijoitusten rahoitusvirta on suuntautunut varsinkin vuodesta 2004 lähtien selvästi nettomääräisesti euroalueelta ulospäin.

Suorien sijoitusten huippu nähtiin vuosituhanen vaihteessa, jolloin sijoituksia tehtiin erityisesti ICT-alan yritysyrityksiin Yhdysvalloissa (Anderton ym. 2004). Vuoden 2005 lopussa euroalueen suorien sijoitusten kanta Yhdysvalloissa ja päinvastoin olivat käytännössä tasapainossa. Sijoituskannan perusteella suurin sijoituskohde on tällä hetkellä Iso-Britannia. Euroalueen sijoitukset Iso-Britanniaan olivat vuoden 2005 lopussa yhteensä 650 mrd. euroa. Euroalueen sijoituskanta Yhdysvalloissa oli saman vuoden lopussa noin 560 mrd. euroa. Suuri sijoituskohde on myös veroparatiisit, joihin euroalueen suorja sijoituksia oli vuoden 2005 lopussa kirjattu vajaat 320 mrd. euroa. Kaikkiaan euroalueelta tehtyjen suorien sijoitusten kanta oli samana ajankohtana 2 710 mrd. euroa.

⁵ Esimerkiksi helmikuussa 2000 brittiläinen Vodafone osti saksalaisen Mannesmannin noin 145 mrd. euron kauppasummalla. Kauppa maksettiin Vodafonen osakkeilla, joten maksutaseeseen kirjattiin suora sijoitus euroalueelle sekä toisaalta euroalueen portfoliosaamisten kasvua että portfoliovelan vähenemistä (koska suuri osa Mannesmannin osakkeista oli jo ennen kauppaa ulkomaisten osapuolten hallussa).

Euroalueelle suuntautuviissa suorissa sijoituksissa vastaavasti Iso-Britannialla oli suurin sijoituskanta vuonna 2005, kaikkiaan vajaat 950 mrd. euroa. Yhdysvalloista tehdyt suorat sijoitukset olivat noin 560 mrd. euroa. Yhteensä euroalueelle tehtyjen sijoitusten kanta oli vuoden 2005 lopussa 2 390 mrd. euroa.

Kuvio 2. Euroalueen suorat sijoitukset



Sijoitukset uusista EU-jäsenmaista ovat kasvaneet erityisen nopeasti vuodesta 2004 lähtien. Sijoitukset ovat yli seitsenkertaistuneet verrattuna vuoden 2003 lopun tilanteeseen. Koko sijoituskanta on kuitenkin vielä verraten vaatimaton, 23 mrd. euroa. Euroalueen sijoituskanta uusiin jäsenmaihiin on kehittynyt tasaisemmin, joskin sekin on noussut vuosina 2004–2005 noin 30 prosentin vuosivauhtia. Kaikkiaan euroalueen sijoituskanta uusissa jäsenmaissa on 190 mrd. euroa. Sijoitusvirtoja uusiin jäsenmaihiin on kiihdyttänyt 1990-luvulta lähtien tapahtunut yksityistäminen, talouksien liberalisointi ja odotukset EU:n jäsenyydestä⁶.

Globaalisti vuonna 2006 suorien sijoitusten virrat olivat historiallisesti lähes ennätystasolla, kaikkiaan 1 200 mrd. dollaria (UNCTAD 2007). Näistä sijoituksista euroalueelle tehtiin noin neljäsosa. Luku sisältää kuitenkin myös euroalueen maiden keskinäiset sijoitukset, joita ei sisällytetä euroalueen maksutaseeseen. Nämä sijoitukset pois laskettuna euroalueelle sijoitettiin vuonna 2006 muualta maailmasta suorina sijoituksina noin 160 mrd. euroa eli reilut

⁶ Lane ja Milesi-Ferretti (2006a) analysoivat Itä-Euroopan maiden pääomanliikkeitä tarkemmin.

200 mrd. dollaria. Globaalit suorat sijoitukset ovat kasvaneet jo useamman vuoden peräkkäin lähes 30 prosentin vuosivauhtia. Sijoituksista suurin osa (800 mrd. dollaria) suuntautui teollisuusmaihin, mutta myös kehitysmaihin suuntautuneet sijoitukset ovat kasvaneet ennätystasolle. Sijoitukset Aasiaan kasvoivat 15 %. Kiina oli vuonna 2005 kolmen suurimman suorien sijoitusten vastaanottajan joukossa, sijoitusvirta Kiinaan oli arviolta 70 mrd. dollaria⁷.

Alhainen korkotaso on lisännyt yksityisten pääomasijoittajaryhmien tekemiä yrityskauppoja (UNCTAD 2006). Nämä kaupat voidaan rahoittaa suureltakin osin velkakirjoilla tai lainalla, jonka vakuutena käytetään ostettavan yrityksen omaisuutta (leveraged buy-out). Rahastojen tekemät yritysostot lähes kaksinkertaistuivat vuodesta 2004 vuoteen 2005. Myös euroalueelle tehdyt oman pääoman ehtoiset sijoitukset olivat vuonna 2006 kaksinkertaiset vuoteen 2005 verrattuna (noin 130 mrd.)⁸. Vastaavat sijoitukset euroalueelta eivät juuri kasvaneet.

Taloustieteessä suorien sijoitusten kokoa on perinteisesti selitetty toisaalta keskinäisillä kauppavirroilla ja toisaalta fysiikasta lainatulla painovoimamallilla, jonka mukaan maan taloudellinen koko (massa) ja maiden välinen etäisyys vaikuttavat suorien sijoitusten virtoihin. Yritystasolla suoran sijoituksen motiivi voi olla markkinaedun hankkiminen halvempien tuotantopanosten tai parempien tuotteiden, tuotantoprosessien, markkinoinnin ja jakeluverkon kautta. Lisäksi suora sijoitus voi olla keino ohittaa hallinnollisia rajoitteita kuten tulleja ja kiintiöitä. Suoria sijoituksia on pidetty merkittävänä tekijänä teknologian siirtämiselle maasta toiseen. Toisaalta talouksien väliset tiiviimmät linkit suorien sijoitusten kautta välittävät myös suhdannevaihteluita tehokkaammin alueelta toiselle. (Jansen ja Stokman 2007.)

4.3 Portfoliosijoitukset

Toisin kuin suorissa sijoituksissa portfoliosijoituksissa sijoitusten nettovirta on suuntautunut euroalueelle. Euroalueelle on lähes koko euron olemassaolon aikana tehty enemmän arvopaperisijoituksia kuin täältä ulospäin. Tämä koskee sekä osakesijoituksia että varsinkin sijoituksia korkoarvopapereihin.

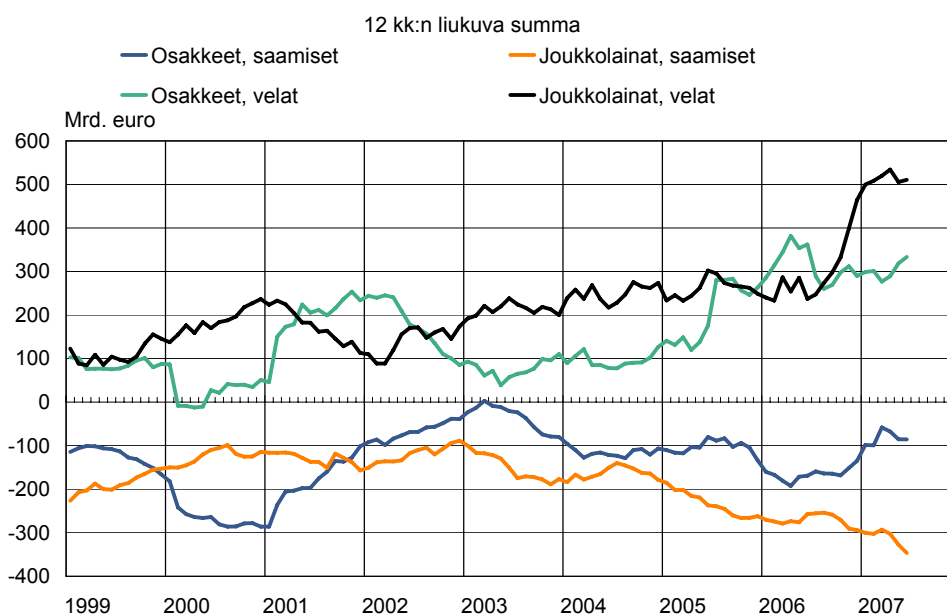
Vuosituhannen vaihteessa euroalueelta sijoitettiin osakesijoituksina nettomääräisestikin runsaasti ulkopuolelle, lähinnä Yhdysvaltoihin. Vuodesta 2001 alkaen osakesijoitukset ovat suuntautuneet voittopuolisesti euroalueelle päin (kuvio 3). Tämä suuntaus on vallinnut erityisen selkeästi vuoden 2005 puolivälistä lähtien, mikä viittaa siihen, että sijoittajat ovat nähneet

⁷ Tilastoinnin laatu ei kuitenkaan ole vielä täysin vakuuttavalla tasolla Kiinassa: tilastointiperiaatteet eivät ole täysin kansainvälisten standardien mukaisia ja tilastoja laaditaan eri periaatteella kahdessa eri virastossa.

⁸ Huhtikuussa 2006 Hollannin maksutaseessa oli tosin poikkeuksellisen suuri yrityskauppa, mikä paisutti euroalueen suorat sijoitukset molempiin suuntiin yli 80 mrd. euroon.

euroalueen kasvupotentiaalin suurempana kuin muiden päämarkkina-alueiden. Euroalueen osakekurssit ovat nousseet nopeammin kuin Yhdysvaltojen jo vuodesta 2004. Lisäksi euron kurssikehitys on tukenut sijoitussuuntausta, koska euron vahvistuessa ulkomainen sijoittaja saa pääoman tuoton lisäksi kurssivoittoa.

Kuvio 3. Euroalueen arvopaperisijoitukset



Lähde: EKP.

Euroalueen osakesijoitukset ovat kohdistuneet pääosin Yhdysvaltoihin, jonne sijoitettu kanta oli vajaat 620 mrd. euroa vuoden 2005 lopussa, ja Iso-Britanniaan, jossa kanta oli 340 mrd. euroa. Koko sijoituskanta oli 1 730 mrd. euroa. Sijoituskantaan sisältyy paitsi virrat myös erilaiset arvostustekijät, kuten hintojen ja valuuttakurssien muutokset. Siten esim. osakesijoitusten kanta kasvaa osakekurssien nousun myötä.

Euroalueelta tehdyt osakesijoitukset ulkomaille kasvoivat vuoden 2006 aikana 12 kuukauden liukuvana summana tarkasteltuna reiluun 150 mrd. euroon mutta supistuivat jo 2007 alkuun mennessä 100 mrd. euroon, millä tasolla sijoitukset ovat olleet myös ennen vuotta 2006.

Arvopaperisijoituksissa erityisesti viimeaikainen joukkolainojen kasvu on merkillepantavaa. Kumulatiivisesti 12 kuukauden summana sijoitukset euroalueen joukkolainoihin ovat kaksinkertaistuneet vuoden 2006 jälkipuoliskolla 250 mrd. eurosta 500 mrd. euroon. Vuonna 2005 toteutui suhteellisesti jopa suurempi kasvu ulkomaisissa sijoituksissa euroalueen osak-

keisiin. Portfoliosijoitukset euroalueen osakkeisiin olivat 2007 kesäkuussa kumulatiivisesti mitattuna noin 330 mrd. euroa.

Joukkovelkakirjasijoitusten virran taustalla on osittain asuntoluottojen arvopaperistaminen, joka on ollut erityisen merkittävää Espanjassa. Espanja onkin kontribuoinut merkittävästi euroalueen joukkovelkakirjavelan kasvuun. Saksa on ollut euroalueen suurin joukkovelkakirjojen liikkeellelaskija pitkällä aikavälillä.

Euroalueelta tehdyt sijoitukset ulkomaisiin joukkolainoihin ovat keskittyneet Yhdysvaltoihin ja Iso-Britanniaan. Arvopaperiveloista ei saada maittaista erittelyä. Sijoituksia euroalueelle voidaan jossain määrin selvittää sijoittajamaiden maksutasetiedoista, sikäli kuin maakohtaisia erotteluja on saatavilla. Myös IMF:n suorittama Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) antaa lisävalaistusta, joskaan ei aivan viimeaikaista tietoa. Vuoden 2005 lopussa suurimmat sijoittajat euroalueen joukkovelkakirjoihin olivat Japani (25 % kaikista sijoituksista), Iso-Britannia (18 %) ja Yhdysvallat (10 %)⁹.

Globaalisti portfoliosijoitukset ovat kasvaneet: vuodesta 2001 vuoteen 2005 ulkomaisten osakesijoitusten kanta on kaksinkertaistunut yli 10 triljoonaan dollariin IMF:n CPIS-tutkimuksen mukaan. Euroalueen maiden yhteenlaskettu osuus tästä kannasta on 32 %¹⁰. Vastaava kehitys on tapahtunut velkakirjamarkkinoilla, kansainvälisten omistusten kanta oli vuoden 2005 lopussa 15 triljoonaa dollaria, josta euroalueen sijoitukset ovat 40 %. Euroalueelle tehdyistä osakesijoituksista noin puolet on Yhdysvalloista, muita suuria sijoittajia ovat Iso-Britannia (18 %) ja Sveitsi (11 %).

Teoriassa markkinoiden kasvaessa myös kansainväliset sijoitusvirrat kasvavat riskien hajautuksen vuoksi (De Santis, 2006)¹¹. Sijoittajat pyrkivät hajauttamaan osakesalkkunsaa myös maantieteellisesti eri markkinoiden koon suhteessa¹². Rahoitusmarkkinoiden globalisaatio merkitsee toisaalta sitä, että riskien toteutuessa vaikutukset leviävät yhtä talousaluetta laajemmalle kaikkien sijoittajien kannettaviksi (Lane ja Milesi-Ferretti 2005a). Vaikutukset riippu-

⁹ Japani on globaalistikin painottanut arvopaperisijoituksia joukkolainoihin, kun taas USA ja Iso-Britannia, kuten yleensä muutkin teollisuusmaat, ovat painottaneet sijoituksiaan osakkeisiin (Lane ja Milesi-Ferretti 2006b).

¹⁰ Euroalue ei esiinny aggregaattina CPIS-tutkimuksessa, minkä vuoksi tähän lukuun sisältyy myös euroalueen keskinäiset sijoitukset, jotka netotetaan pois euroalueen maksutaseaggregaateista.

¹¹ International Capital Asset Pricing Model –teorian mukaan kansainvälisten sijoittajien pitäisi muodostaa portfolionsa niin, että se sisältää sijoituskohteita eri maista kunkin maan markkinan suhteellisen koon mukaisesti.

¹² Käytännössä sijoituksia ei ole hajautettu teorian mukaisesti, vaan portfolioissa on havaittavissa ns. kotimaanvinouma (home bias), joka tarkoittaa sitä, että sijoituksia tehdään huomattavasti enemmän kotimarkkinoille kuin teorian mukaan olisi optimaalista. Selityksenä tälle harhalle on esitetty mm. epäsymmetristä informaatiota (ulkomainen sijoittaja on huonommin informoitu ulkomaisten yritysten tilasta). Euroalueen sisällä kotimaanvinouma on pienentynyt selvästi EMU:n myötä (De Santis 2006).

vat kuitenkin sijoitusportfolion ominaisuuksista (osakkeet, velkapaperit, maturiteetti, valuutta, likvidiys).

Portfoliosijoitusten liikkeitä voidaan yleensä selittää sekä talousalueiden kasvuodotusten eroilla että korkoeroilla. Sijoitukset suuntautuvat alueille, joissa odotettu kasvu on suurempi tai reaalikorko on parempi. Tähän liittyvä luonnollinen ja empiirisesti testattu selitys osakesijoitusten virroille on markkinoiden toteutunut osaketuotto (Froot 2001). Toisin sanoen toteutuneet tuotot houkuttelevat uusia sijoituksia (ns. feedback-selitys). Toisaalta sijoitusvirrat voivat ruokkia hyvää kurssikehitystä. Tämä voi johtua joko talouden fundamenttien odotetusta kehityksestä tai lyhytaikaisista hintapaineista, joita osakemarkkinoille virtaava pääoma aiheuttaa. Viimeaikaisessa tutkimuksessa onkin havaittu tämän suuntaisen vaikutuksen olevan jopa suurempi kuin tuottojen vaikutus virtoihin erityisesti kehittyvien markkinoiden osalta (Lin ja Swanson 2007). Sen sijaan Euroopan maita analysoitaessa edellä mainittu feedback-selitys saa enemmän tukea.

Kuten suoria sijoituksia myös osakesijoitusten virtoja on selitetty painovoimamalleilla kohtuullisen hyvin. On havaittu, että osakesijoitusten bruttovirrat riippuvat markkinoiden koosta ja etäisyydestä, sekä kaupankäynnin kustannuksista ja teknologiasta. Markkinoiden etäisyys muuttujana kuvaa todennäköisesti hyvin informaatioon liittyviä epäsymmetrioita. Kansainvälisissä sijoituksissa valtion joukkovelkakirjoihin maantieteellä ei ole havaittu olevan merkitystä, mikä johtunee riittävästä informaation saatavuudesta. (Portes ja Rey 2005.)

4.4 Sijoitusten tuotot ja niihin vaikuttavat tekijät

Yhdysvaltojen syvää vaihtotasevajetta koskevassa keskustelussa on nostettu esiin se ristiriita, että Yhdysvalloilla on pääomakorvausten taseessa ollut pitkään ylijäämä samalla kun maalla on ollut suuri nettovelka suhteessa muuhun maailmaan. Ulkomaisen varallisuuden tilaston osoittama nettovelka oli vuonna 2005 peräti 2 500 mrd. dollaria. Pääomakorvauksissa erityisesti suorien sijoitusten tuotot ovat ylijäämäiset. Tähän on tarjottu yhtenä selityksenä monikansallisten yritysten verosuunnittelua. Keskeinen syy näyttää olevan myös amerikkalaisten sijoitusten pitkäikäisyys. Aivan uskottavaa ja kattavaa selitystä tilastojen ristiriidalle ei ole kuitenkaan vielä saatu¹³.

Euroalueen tilastossa suorien sijoitusten pääomakorvaustulot ja -menot ovat hyvin lähellä toisiaan. Toisaalta yksittäisten euromaiden tilastoissa on eroja. Ranskassa on vastaava tilanne kuin Yhdysvalloissa, Irlannissa puolestaan menot sijoituksista ovat huomattavasti kor-

¹³ Hyvä yhteenveto aiheesta on esim. Heath 2007.

keampia kuin tuotot irlantilaisista suorista sijoituksista ulkomaille, missä epäilemättä näkyy amerikkalaisten yritysten verosuunnittelu. Ranskassa yritysveroprosentti on 33 ja Irlannissa 12,5 (KPMG 2007).

Euroalueen suorien sijoitusten tuotot olivat vuonna 2006 noin 150 mrd. euroa. Euroalueen maksamat pääomankorvaukset suorista sijoituksista vuonna 2006 olivat lähes 90 mrd. euroa. Sijoituskantaan suhteutettuna euroalueen saama tuotto oli noin 5 % ja maksettu tuotto noin 3,4 %. Pidemmällä aikavälillä tarkasteltuna euroalue on saanut ja maksanut suunnilleen samansuuruisia tuottoa suorille sijoituksille.

Portfoliosijoituksista maksetut tuotot euroalueelta vuonna 2006 olivat 190 mrd. euroa. Tulot euroalueen ulkopuolisista portfoliosijoituksista olivat puolestaan 140 mrd. euroa. Sijoituskantaan suhteutettuna tuotto sekä euroalueen sijoituksista ulkomaille että euroalueen maksama tuotto ulkomaisille sijoituksille on ollut noin 3,2 %.

4.5 Kansainvälinen varallisuusasema

Euroalueen kansainvälinen varallisuusasema osoittaa vuoden 2007 ensimmäisen neljänneksen lopussa 1 073 mrd. euron nettovelkaa, mikä on 12,6 % euroalueen BKT:sta. Nettovelka-asema aiheutuu portfoliosijoituksista, joissa tilasto osoittaa 1 594 mrd. euron velkaenemmyyttä. Suorissa sijoituksissa euroalueella on nettosaatavia noin 370 mrd. euroa.

Varallisuusasemaan vaikuttaa paitsi maksutaseessa tilastoidut transaktiot myös muutokset valuuttakursseissa ja muissa arvostuserissä. Vielä vuonna 2001 euroalueen ulkomainen nettovelka oli 5,6 % BKT:sta. Ulkomaisen nettovelan kasvu yli 12 %:iin BKT:sta on johtunut suurelta osin euron vahvistumisesta (EKP 2007). Lisäksi osakekurssien myönteinen kehitys euroalueella vaikuttaa ulkomaisen nettovelan kasvuun.

Yhdysvalloissa ulkomainen nettovelka oli vuoden 2006 lopussa noin 20 % BKT:sta. Japanin kansainvälinen varallisuusasema osoitti samaan aikaan noin 40 % nettosaatavaa suhteessa BKT:hen.

5 Maksutaseen yhteys rahamäärään

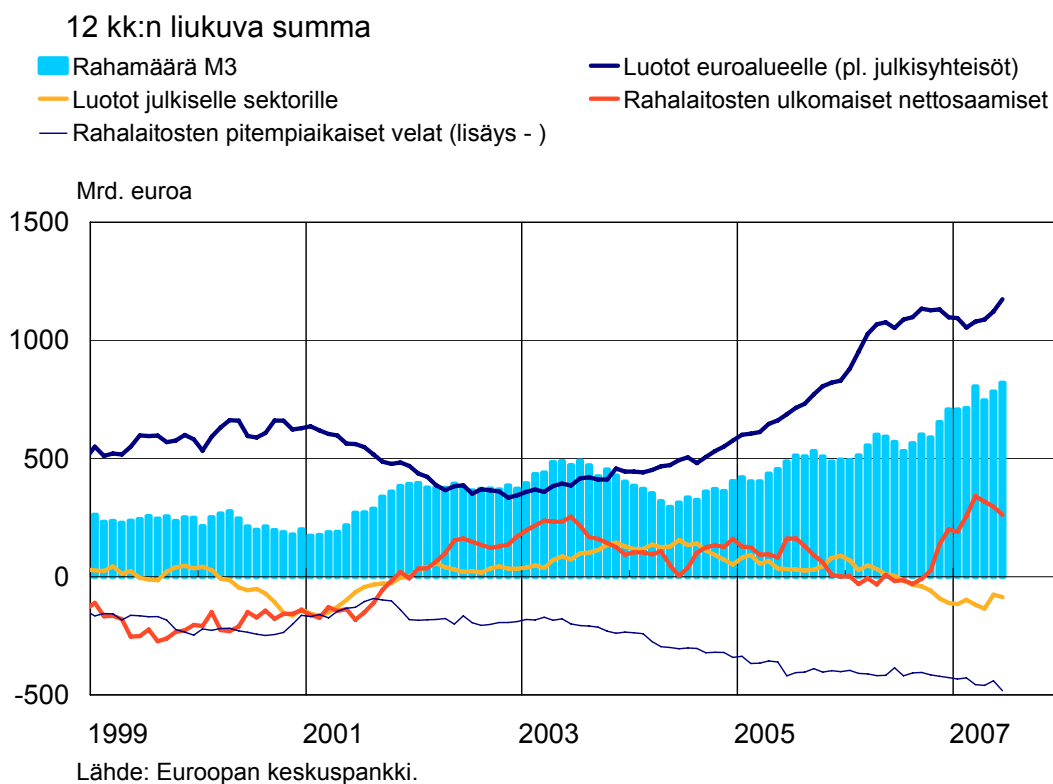
EKP:n kiinnostusta maksutaseen rahapoliittiseen merkitykseen osoittaa se, että EKP:n kuukausikatsauksen tilasto-osassa on julkaistu vuodesta 2003 alkaen maksutaseen rahataloudellinen esitys. Muiden sektorien kuin rahalaitossektorin ulkomaiset taloustoimet näkyvät maksutaseessa rahalaitossektorin ulkomaisten saamisten ja velkojen muutoksina sikäli kuin taloustoimet selvitetään pankkien kautta. Vaihtotaseen erät, vastikkeettomat pääomansiirrot ja virhetermi ovat eriä, joita ei voida jakaa rahalaitosten ja muiden kesken. Voidaan kuitenkin olettaa, että näistä aiheutuva harha ei ole suuri.

Maksutaseen rahataloudellinen esitys osoittaa siten rahalaitosten ulkomaisten nettosaamisten muutoksiin vaikuttavat muut taloustoimet. Rahalaitosten ulkomaiset nettosaamiset on esitetty rahalaitosten taseessa osana M3-raha-aggregaatin vastaeriä, joita ovat

- luotot euroalueella oleville
- euroalueen rahalaitosten ulkomaiset nettosaamiset
- vähennettynä rahalaitosten pitkäaikaiset velat
- ja lisättynä rahalaitosten muut vastaerät

Rahamäärän kehityksen syitä voidaan arvioida tarkastelemalla näiden vastaerien kehitystä (kuvio 4). Esimerkiksi kun rahalaitos myöntää luoton, luoton vastaera tulee yleensä talletukseksi johonkin rahalaitokseen, jolloin luotot ja talletukset kasvavat tasatahtia. Maksutaseen osalta rahamäärää supistava tapahtuma on yleensä sellainen, että ulkomailta hyödykkeitä tai rahoitussaatavia ostava kotimainen talousyksikkö maksaa ostoksen talletuksellaan, jolloin tämä raha siirtyy ulkomaille ja rahalaitoksen ulkomainen nettosaatava supistuu (kun rahalaitos hyvittää ulkomaisen viejän tiliä). Vastaavasti tavaran viennin tai pääoman tuonnin (yrityksen ulkomaisen velan lisäyksen tai ulkomaisen saamisen supistamisen) myötä kotimainen rahamäärä kasvaa, samoin rahalaitoksen ulkomainen saaminen.

Kuvio 4. Euroalueen rahamäärän kasvu ja sen vastaerät



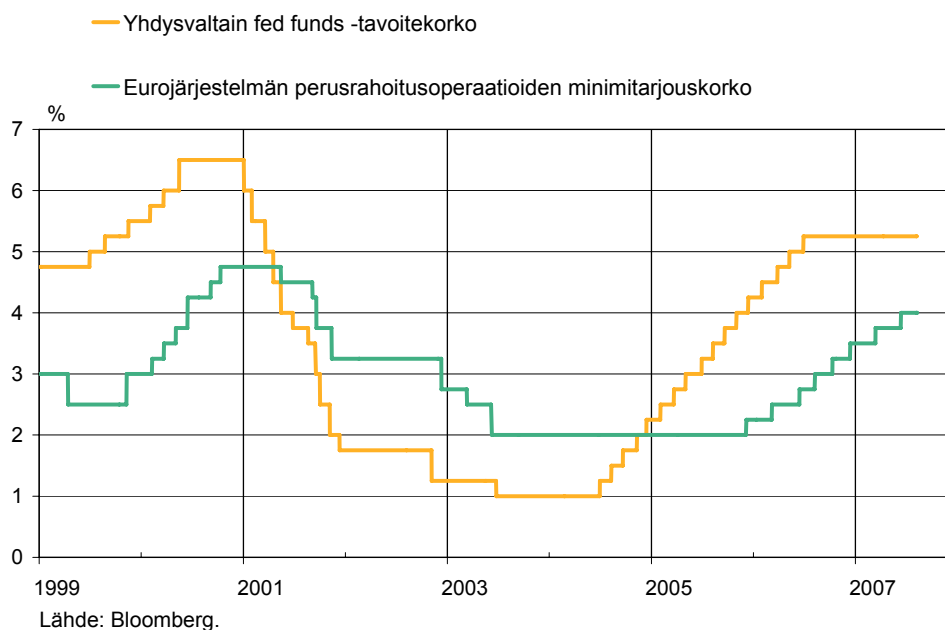
Euroajan alkuvaiheessa vuosina 1999–2000 rahalaitosten luotonanto jatkui erittäin vahvana, mutta M3:n kasvua jarrutti muiden tarjontatekijöiden, erityisesti juuri maksutaseen – pääomanviennin – vaikutus. Pääomanvienti euroalueelta toteutui ennen kaikkea euroalueen tekemänä osakesijoituksina ulkomaille (kuvio 3). Vuonna 2001 osakesijoitusten suunta kääntyi jyrkästi euroalueelle päin sekä ulkopuolisten sijoitusten lisäyksenä että euroalueen ulkomaille tekemien uusien osakesijoitusten vähenemisenä. Kun osakkeita myytiin euroalueen ulkopuolelle, myyjät saivat rahaa talletustileilleen.

Samanaikaista raha-aggregaattien kasvua selitettiin EKP:ssä tuolloin poikkeukselliseen epävarmuuteen liittyvillä ns. portfoliosiiirtymillä. Tällä tarkoitettiin tilannetta, jossa sijoittajat muuttivat sijoitussalkkunsu koostumusta pitkäaikaisista sijoituksista likvidimpään ja riskittömämpään muotoon. Osin tämänkaltainen ilmiö oli havaittavissa muun muassa siinä, että M3:een kuuluvat rahamarkkinarahastosijoitukset kasvoivat tuolloin voimakkaasti (EKP 2004).

Luultavasti pikemminkin muut, melko normaalit markkinatekijät olisivat selittäneet sijoituskäänteen uskottavammin kuin "poikkeuksellisen epävarmuuden" korostaminen. Vaikka ulkomaisiin osakesijoituksiin liittynyt käänne oli tuolloin voimakas, se tuli paljolti vain aiempien poikkeuksellisten sijoitusvirtojen normalisoitumisesta. Jo korkoeron kehitys selittänee nor-

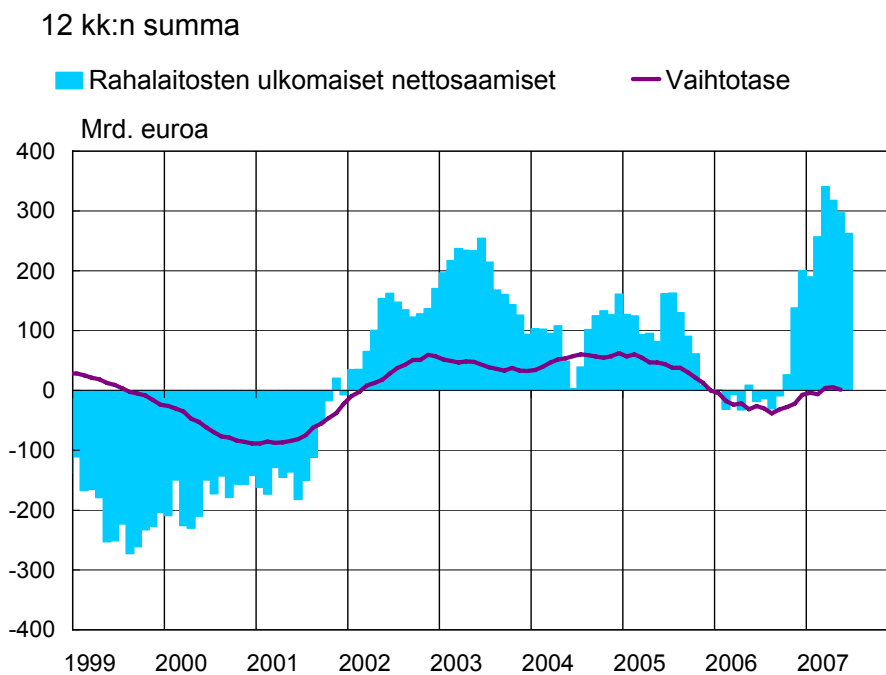
maaliin tapaan osan muutoksesta. Yhdysvaltain ohjauskorko putosi vuonna 2001 nopeasti selvästi alle EKP:n ohjauskoron (kuvio 5).

Kuvio 5. Keskuspankkikorkoja



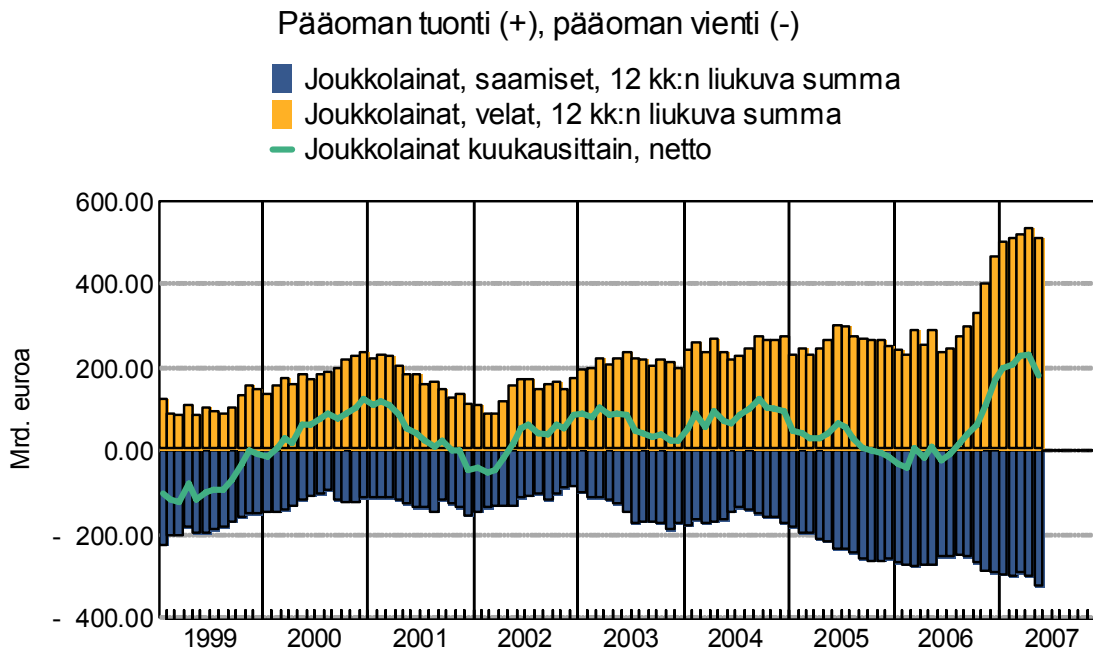
Euroaikana rahalaitosten ulkomaisen aseman muutos on tullut osittain vaihtotaseesta. Kuviossa 6 on esitetty vaihtotaseen kehitys ja pankkien ulkomaisen nettoaseman muutos 12 kuukauden summana. Sarjojen ero kuvaa muiden pääomanliikkeiden määrää. Yleensä sekä vaihtotase että pääomanliikkeet ovat liikkuneet samaan suuntaan, ja näin kumpikin on osaltaan vahvistanut rahamäärän vaihtelua. Vuosien 2006–2007 vaihteen tienoilla toteutunut rahamäärän kasvukontribuutio seurasi kuitenkin kokonaan pääoman tuonnista.

Kuvio 6. Euroalueen vaihtotase ja rahalaitosten ulkomaiset erät



Lähde: Euroopan keskuspankki.

Kuvio 7. Euroalueen joukkolainat: pääoman vienti ja tuonti

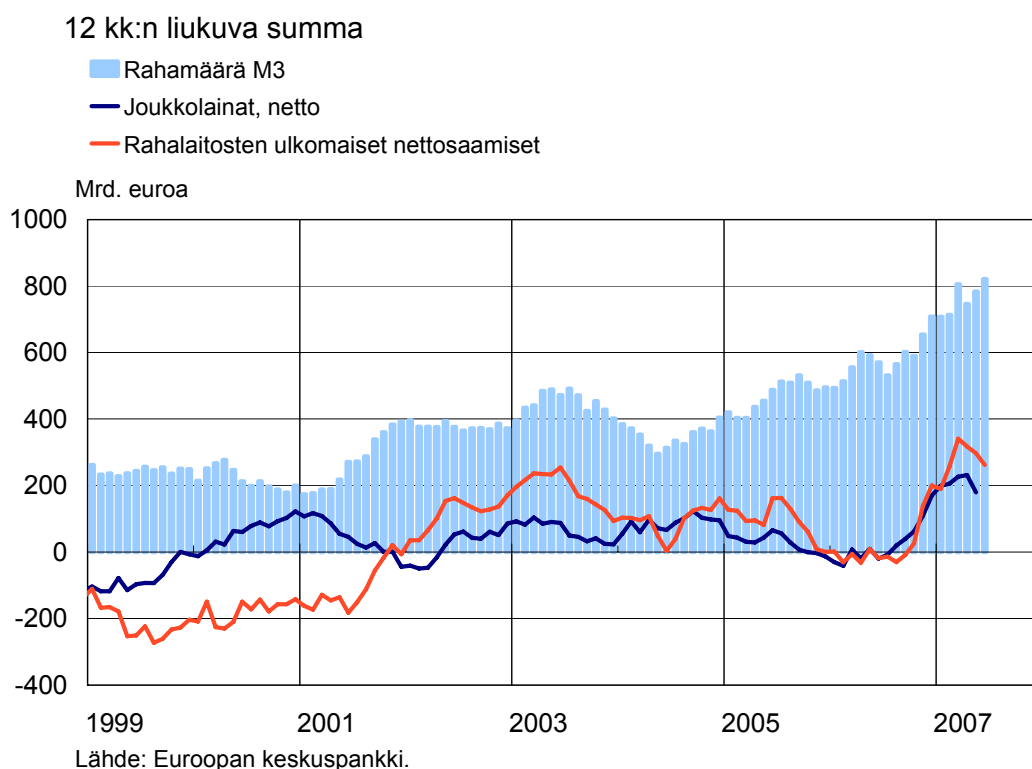


Lähde: Euroopan keskuspankki.

Viime kuukausina M3:n kasvu on taas ollut vahvaa, jopa ennätysellistä. M3:n vastaeristä tähän liittyy rahalaitosten ulkomaisten nettosaamisten kasvu. Esimerkiksi marraskuussa 2006 ulkomaisten vastaerien kasvu (69 mrd. euroa) johtui erityisesti ulkomaisista sijoituksista euroalueen joukkovelkakirjoihin (80 mrd. euroa). Myös tämän jälkeen joukkovelkakirjasijoitusten vaikutus on ollut suuri (kuvio 7). Analyysiä vaikeuttavat osin maksutaseen suuret tilastoerot. Euroalueen sisällä rahalaitossektorin ulkomaisten nettosaamiset ovat kasvaneet eniten Saksassa.

Kuviossa 8 on verrattu euroalueelle tulleiden joukkovelkakirjasijoitusten kehitystä rahalaitosten ulkomaisen nettoaseman kehitykseen ja näitä edelleen M3:n kehitykseen. Vuoden 2001 jälkeen rahalaitosten ulkomainen asema on liittynyt varsin tiiviisti joukkovelkakirjasijoitusten kehitykseen. Erityisen selvä tämä yhteys on viime kuukausien voimakkaan kasvun osalta, samoin kuin tämän kehityksen yhteys M3:n kasvuun. Tällä kertaa M3:n kasvun selitys, vaikka se tulee maksutaseesta, tulee eri instrumentista kuin vuosina 2001–2002.

Kuvio 8. Joukkolainat ja rahalaitosten ulkomaiset nettosaamiset rahamäärän vastaerinä



Yksi merkittävä selitys korkoarvopapereiden kasvulle voi olla viime aikoina paljon huomiota osakseen saanut korkoerokaupankäynti (carry trade). Siinä varoja lainataan alhaisen korkotason markkinoilta ja sijoitetaan ne tuottavammille markkinoille ottaen samalla kurssiriski (to-

sin osa kaupasta voidaan kurssisuojata esim. optiolla, jolloin kuitenkin samalla menetetään ainakin osin korkoero)¹⁴. Euron lyhytaikaisen koron nousu ja kurssikehitys houkuttelee tällaisia sijoituksia euroalueelle. Samoin mm. asuntoluottoihin perustuvien korkoarvopapereiden tarjonnan kasvusta osa lienee kanavoitunut ulkomaille. Korkosijoitusten ohella varoja on tullut ulkopuolelta jonkin verran myös euroalueen osakemarkkinoille.

Euroalueelle tulleen sijoitustoiminnan taustalla lienee pohjimmiltaan kuitenkin euroalueen suhteellisen talouskehityksen vahvistuminen. Korkopolitiikan kannalta tällainen kehitys on aikaansaanut klassisen ristiriitatilanteen. Kohoava markkinakorko vaimentaa euroalueen inflaatiopaineita, mutta samalla se pääomantuonnin kautta lisää alueen likviditeettiä ja sen tuomaa inflaatiopainetta. Toisaalta pääomavirta luo myös paineita valuuttakurssin vahvistumiselle, mikä on omiaan lievittämään inflaatiopaineita.

¹⁴ Korkoerokaupankäyntiä on käytännössä varsin hankala erottaa muusta sijoitustoiminnasta. Esimerkiksi OECD (2007) toteaa: "The exact extent of the carry trade is difficult to deduce from statistics on cross-border flows, which generally do not point to a recent upturn of outflows from Japan. Most carry trades are probably undertaken through over-the-counter derivatives markets, on which statistical evidence is rather meagre. It seems, nonetheless, that derivatives markets played a role in both the upturn and subsequent unwinding of the yen carry trade at the beginning of the year."

6 Lopuksi

Euroalueen vaihtotase on pysytellyt lähellä tasapainoa, vaikkakin erot eri euroalueen maiden välillä ovat suuria. Euroalue on vienyt pääomaa suorina sijoituksina, mutta tuonut pääomaa arvopaperisijoituksina. Pääomanliikkeillä on ollut merkittävä vaikutus euroalueen rahamäärään. Viime aikoina erityisesti ulkomaiset sijoitukset euroalueen joukkovelkakirjalainoihin ovat vaikuttaneet rahalaitosten ulkomaisten nettosaamisten kasvuun.

Rahoitusmarkkinoiden globalisaatio lisää osaltaan talouksien riippuvuutta toisistaan ja myös häiriöiden välittymistä taloudesta toiseen. Maksutasetilastot ja tilastot kansainvälisestä varallisuusasemasta antavat osaltaan mahdollisuuden selvittää näitä vaikutuksia. Vaikka euroalue on aggregaattina suljetumpi talous kuin sen jäsenmaat, se on kuitenkin avoimempi kuin Yhdysvallat tai Japani.

Kirjallisuutta

Anderton, R., F. di Mauro ja F. Moneta (2004), "Understanding the Impact of the External Dimension of the Euro Area: Trade, Capital Flows and Other International Macroeconomic Linkages", ECB Occasional Paper No. 12.

De Santis R. A. ja Lührmann M. (2006), "On the Determinants of External Imbalances and Net International Portfolio Flows", ECB Working Paper No, 651.

EKP (2004), *ECB Monthly Bulletin*, October 2004.

EKP (2005), "Euro Area Balance of Payments and International Investment Position vis-à-vis Main Counterparts", *ECB Monthly Bulletin*, February 2005.

EKP (2007), *Box 5: Explaining Changes in the Net International Investment Position of the Euro Area*, *ECB Monthly Bulletin*, January 2007.

Froot, K.A., P.G.J. O'Connell ja M.S. Seasholes (2001), "The portfolio flows of international investors", *Journal of Financial Economics* 59, pp. 151-193.

Heath, A. (2007), "What explains the US net income balance?", BIS Working Paper No 223.

IMF (2007), *Coordinated Portfolio Investment Survey*, <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.

KPMG (2007), *KPMG's Corporate and Indirect Tax Rate Survey 2007*, KPMG International.

Jansen, W.J. ja C.J. Stokman (2007) "Global linkages through foreign direct investment". Teoksessa di Mauro, F. ja R., Anderton (toim.), *The external dimension of the euro area – assessing the linkages*, Cambridge University Press. 7.

Lane P.R. ja G.M. Milesi-Ferretti (2005a), "Financial Globalization and Exchange Rates", IMF Working Paper No. 05/3.

Lane, P. R. ja G. M. Milesi-Ferretti (2005b), "A Global Perspective on External Positions", IMF Working Paper No. 05/161.

Lane P.R. ja G.M. Milesi-Ferretti (2006a) "Capital Flows to Central and Eastern Europe", IMF Working Paper No. 06/188, IMF.

Lane P.R. ja G.M. Milesi-Ferretti (2006b), "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", IMF Working Paper No. 06/69.

Lin, A. Y. ja P. E. Swanson (2007), "U.S. investors and global equity markets", *International Review of Financial Analysis* (painossa).

OECD (2007), *Economic Outlook Vol 2007/1, No. 81, June*.

Portesa, R., H. Rey (2005), "The determinants of cross-border equity flows", *Journal of International Economics* 65, 269-296.

UNCTAD (2006), *World Investment Report 2006, FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development, Overview*, United Nations.

UNCTAD (2007), *UNCTAD Investment Brief, Number 1-2007*, United Nations.